

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 16.00**

(From: Bt 11.00)

**Change in Numbers**

**Upside : 26.0%**

**5 MARCH 2026**

# Stecon Group Pcl. (STECON TB)

## แนวโน้มแข็งแกร่งขึ้น

STECON มีกำไรปี 2025 ดีกว่าคาด ทำให้เราปรับกำไรและราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 16 บาท เรามองว่า STECON เป็นหุ้นเด่นที่สุดในรอบการลงทุนก่อสร้างใหม่ ซึ่งได้แรงหนุนจากการเปิดประมูลงานโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่ และ FDI ที่เฟื่องฟู และมูลค่ายังน่าสนใจที่ 13 เท่า 2026F PE



**SAKSID PHADTHANANARAK**  
662-779-9119  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 16 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยกำไรปี 2025 ดีกว่าคาด เป้าหมายของผู้บริหารที่ตั้งรายได้แตะ 4.5 หมื่นลบ. ภายในปี 2030F และรายได้เงินปันผลพิเศษจากการถือหุ้น 1.5% ไบเมจ. กอล์ฟ ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF "ซื้อ") เราจึงปรับเพิ่มกำไรของ STECON ขึ้น 31/3/6% y-y ในปี 2026-28F และ 8-15% ในระยะยาว นอกจากนี้ด้วยนักวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคของเราปรับราคาเป้าหมายของ GULF ขึ้นเป็น 65 บาท เราจึงปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ขึ้นเป็น 16 บาท/หุ้น (จาก 11 บาท) และยังคงแนะนำ "ซื้อ" STECON 1) เรามองว่า STECON เป็นหุ้นดีที่สุดในรอบการก่อสร้างใหม่ของไทย เนื่องจากการเข้าถึงทุกนโยบายหลัก ทั้งโครงการโครงสร้างพื้นฐาน ดาต้า เซ็นเตอร์ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 2) มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่มีความรุนแรงลดลง เนื่องจากคู่แข่งรายสำคัญอย่างบมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ (ITD) เผชิญความท้าทายทั้งด้านงานก่อสร้างและฐานะทางการเงิน 3) มูลค่ายังน่าสนใจในการเติบโตรอบใหม่ ซื้อขายที่เพียง 1.1 เท่า P/BV และ 13 เท่า PE ในปี 2026F

### คาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 18%

เราคาดว่ากำไรของ STECON จะเติบโต 57/-11/17% y-y ในปี 2026-28F หนุนโดย 1) รายได้เติบโต 6/7/7% y-y ในปี 2026-28F จากการทยอยรับรู้รายได้จากงานในมือ 9.6 หมื่นลบ. และงานใหม่ 4.8/4.5/4.5 หมื่นลบ. 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่ 7.3% 3) ส่วนแบ่งขาดทุนจากเงินลงทุนลดลง ซึ่งมาจากการไม่มีผลขาดทุนเต็มปีจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง เนื่องจากกำไรของโครงการดังกล่าวจะถูกรับรู้เป็นเงินปันผลแทนการรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรขาดทุนจากเงินลงทุน และ 4) รายได้เงินปันผลจาก GULF โดยเฉพาะในปีที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลพิเศษ 3.25 บาท/หุ้น (เทียบกับปีละ 1.1-1.3 บาท) ทั้งนี้ หากไม่รวมรายได้เงินปันผลพิเศษ เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 19/18/17% y-y ในปี 2026-28F

### มีการเข้าถึงทุกกลุ่มธุรกิจที่กำลังเติบโตสูง

STECON อยู่ในตำแหน่งที่ได้เปรียบครอบคลุมทุกกลุ่มการลงทุนหลักในรอบนี้ โดยเป็นหนึ่งในผู้รับเหมาจำนวนจำกัดที่มีสิทธิ์ประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของภาครัฐมูลค่า 6.76 แสนลบ. นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเป็นผู้รับเหมาที่ผ่านคุณสมบัติสำหรับโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ของผู้ให้บริการไฮเปอร์สเกลระดับโลกชั้นนำ ซึ่งช่วยหนุนโอกาสการได้งานเพิ่มเติมจากโครงการในอนาคต มูลค่าสูงที่สุดถึง 1 ล้านลบ. อ้างอิงจากคำขอรับการส่งเสริมการลงทุนของ BOI ในฐานะผู้ถือหุ้น STECON ยังมีโอกาสได้งานก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจาก GULF ซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับสัดส่วนโครงการพลังงานทดแทนของภาครัฐส่วนใหญ่ มูลค่ารวม 3.62 แสนลบ. ในปี 2023

### ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นยังอยู่ในระดับบริหารจัดการได้

เราคาดว่าต้นทุนน้ำมันคิดเป็นสัดส่วน 5-10% ของต้นทุนรวมของ STECON แม้ล่าสุดราคาน้ำมันจะปรับขึ้น แต่ผู้บริหารเชื่อว่าผลกระทบยังอยู่ในระดับที่จัดการได้ ผ่านกลไกการปรับราคาตามสูตรค่า K สำหรับโครงการภาครัฐ และการเจรจาปรับราคากับลูกค้าโครงการภาคเอกชน บริษัทฯ ยังคงตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมในปีนี้เป็นระดับมากกว่า 7%

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 33,473 | 35,413 | 37,811 | 40,424 |
| Net profit        | 1,948  | 1,645  | 1,287  | 1,502  |
| Consensus NP      | —      | 1,194  | 1,227  | 1,321  |
| Diff frm cons (%) | —      | 37.8   | 4.9    | 13.7   |
| Norm profit       | 921    | 1,445  | 1,287  | 1,502  |
| Prev. Norm profit | —      | 1,104  | 1,253  | 1,420  |
| Chg frm prev (%)  | —      | 30.9   | 2.7    | 5.7    |
| Norm EPS (Bt)     | 0.6    | 1.0    | 0.8    | 1.0    |
| Norm EPS grw (%)  | na     | 57.0   | (10.9) | 16.7   |
| Norm PE (x)       | 21.0   | 13.3   | 15.0   | 12.8   |
| EV/EBITDA (x)     | 11.3   | 10.4   | 9.3    | 8.3    |
| P/BV (x)          | 1.2    | 1.1    | 1.1    | 1.0    |
| Div yield (%)     | 4.3    | 3.4    | 3.0    | 3.9    |
| ROE (%)           | 5.4    | 8.5    | 7.2    | 8.1    |
| Net D/E (%)       | 24.5   | 20.7   | 18.7   | 15.0   |

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

|                             |                           |
|-----------------------------|---------------------------|
| Price as of 05-Mar-26 (Bt)  | 12.70                     |
| Market Cap (US\$ m)         | 610.4                     |
| Listed Shares (m shares)    | 1,519.1                   |
| Free Float (%)              | 55.3                      |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 5.5                       |
| 12M Price H/L (Bt)          | 13.30/4.88                |
| Sector                      | Construction              |
| Major Shareholder           | C.T.Venture Co.,LTD 19.3% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: Key Assumption Changes**

|                                 | 2023   | 2024    | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|---------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>New work (Bt m)</b>          |        |         |        |        |        |        |
| New                             | 17,636 | 44,712  | 40,678 | 48,000 | 45,000 | 45,000 |
| Old                             |        |         |        | 48,000 | 45,000 | 30,000 |
| Change (%)                      |        |         |        | —      | —      | 50.0   |
| <b>Revenue (Bt m)</b>           |        |         |        |        |        |        |
| New                             | 29,598 | 30,005  | 33,473 | 35,413 | 37,811 | 40,424 |
| Old                             |        |         |        | 34,207 | 37,691 | 38,914 |
| Change (%)                      |        |         |        | 3.5    | 0.3    | 3.9    |
| <b>Gross margin (%)</b>         |        |         |        |        |        |        |
| New                             | 4.4    | (0.4)   | 7.4    | 7.3    | 7.3    | 7.3    |
| Old                             |        |         |        | 7.2    | 7.2    | 7.2    |
| Change (%)                      |        |         |        | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |        |         |        |        |        |        |
| New                             | 502    | (1,268) | 921    | 1,445  | 1,287  | 1,502  |
| Old                             |        |         |        | 1,104  | 1,253  | 1,420  |
| Change (%)                      |        |         |        | 30.9   | 2.7    | 5.7    |

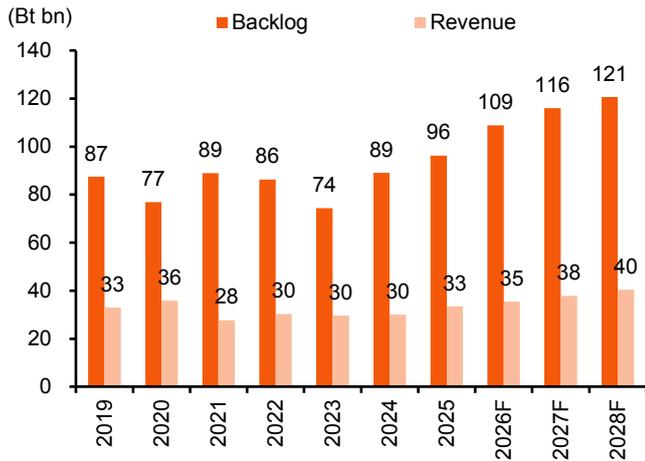
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STECON's SOTP Value**

|   | % holding | Fair value<br>(Bt m) | 15% discount<br>(Bt m) | Share price<br>(Bt/share) | Market value<br>(Bt m) |
|---|-----------|----------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| GULF                                    | 1.5%      | 14,761               | 12,547                 | 56.5                      | 12,830                 |
| TSE                                     | 9.0%      | 76                   | 65                     | 0.4                       | 74                     |
| BGSR                                    | 10.0%     | 402                  | 342                    | na                        | na                     |
| Pink & Yellow lines                     | 15.0%     | 1,106                | 940                    | na                        | na                     |
| <b>Total</b>                            |           | <b>16,345</b>        | <b>13,893</b>          |                           | <b>12,905</b>          |
| <b>Per STECON share (Bt)</b>            |           |                      | <b>9.0</b>             |                           | <b>8.5</b>             |
| <b>Construction business value (Bt)</b> |           |                      | <b>7.0</b>             |                           |                        |
| <b>Our TP (Bt)</b>                      |           |                      | <b>16.0</b>            |                           |                        |

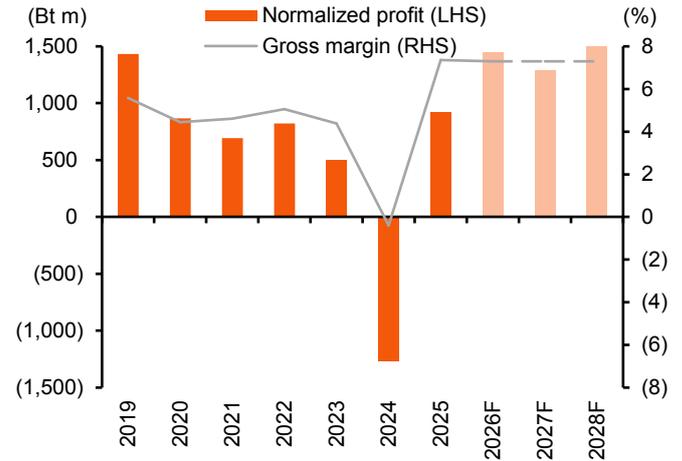
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: STECON's Revenue And Backlog**



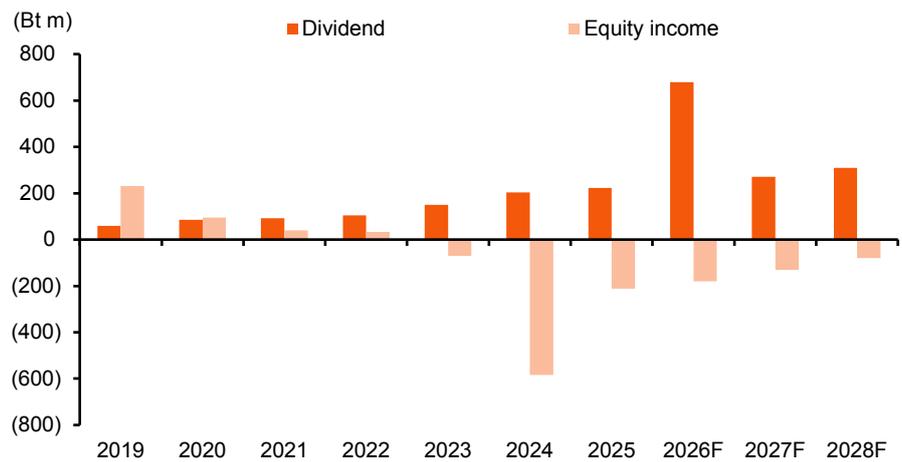
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: STECON's Gross Margin And Earnings**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: STECON's Dividend And Equity Income**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Our New Work Assumptions**

| (Bt bn)                           | 2025        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Beginning backlog</b>          | <b>89.1</b> | <b>96.3</b>  | <b>108.9</b> |
| New work                          |             |              |              |
| U-Tapao Airport expansion project |             | 27.0         |              |
| High-speed railway projects       |             |              | 24.0         |
| Double-track railway projects     |             |              | 4.0          |
| Data center and other projects    | 40.7        | 21.0         | 17.0         |
| Realized revenue                  | (33.5)      | (35.4)       | (37.8)       |
| <b>Ending backlog</b>             | <b>96.3</b> | <b>108.9</b> | <b>116.0</b> |

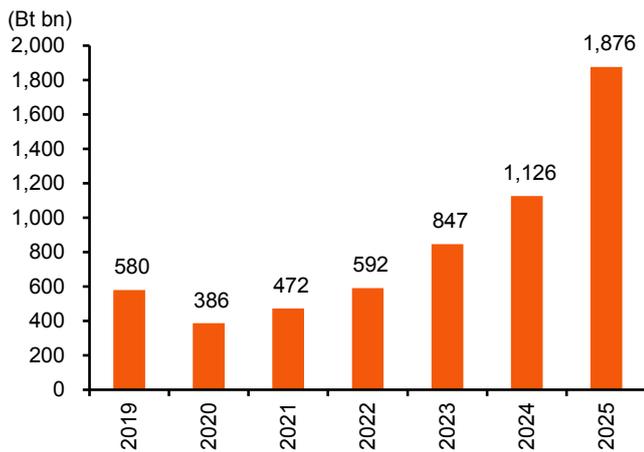
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Potential Infrastructure Projects**

| Project type         | Project                                       | Value (Bt bn) |
|----------------------|---|---------------|
| High-speed railway   | Phase 2: Korat - Nong Khai                    | 235.0         |
| Double-track railway | Chira Junction - Ubonratchathani              | 43.0          |
| Double-track railway | Pak Nam Pho - Den Chai                        | 77.8          |
| Double-track railway | Hat Yai Junction - Padang Besar               | 7.5           |
| Double-track railway | Chumphon - Surat Thani                        | 29.0          |
| Double-track railway | Surat Thani - Hat Yai - Song Kla              | 64.5          |
| Double-track railway | Den Chai - Chiang Mai                         | 63.5          |
| Motorway             | Western Outer Ring Road - Bang Bua Thong (M9) | 48.0          |
| Motorway             | Rangsit - Bang pa-in (M5)                     | 25.0          |
| Expressway           | Kathu - Patong                                | 11.0          |
| Airport              | Suvarnabhumi Airport East Expansion           | 12.0          |
| Airport              | Don Mueang Airport phase 3                    | 60.0          |
| <b>Total</b>         |   | <b>676.3</b>  |

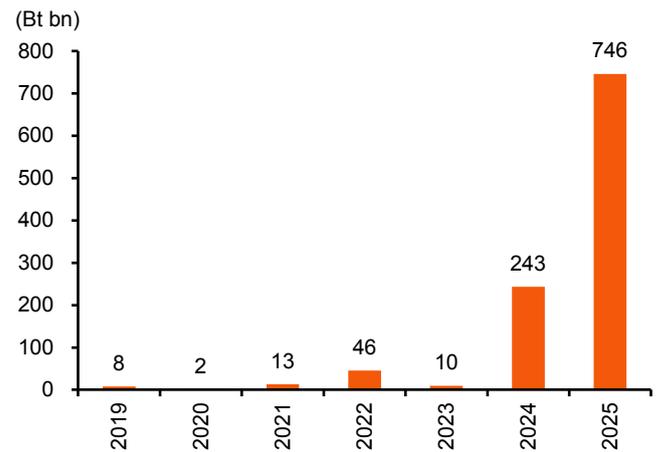
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Total BOI Application Value**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: BOI Application Value In Digital Technology Sector**



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 10: Renewable Projects Under Development

| Capacity (MW)   | 2024       | 2025       | 2026       | 2027         | 2028         | 2029         | 2030         |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Solar           | 195        | 292        | 253        | 722          | 1,289        | 528          | 669          |
| Wind            |            |            |            | 686          | 258          | 629          | 483          |
| Solar + battery | 135        | 121        | 126        | 46           | 226          | 157          | 183          |
|                 | <b>330</b> | <b>413</b> | <b>379</b> | <b>1,453</b> | <b>1,773</b> | <b>1,314</b> | <b>1,335</b> |

| Project value (Bt m) | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          | 2028          | 2029          | 2030          |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Solar                | 5,862         | 8,758         | 7,578         | 21,652        | 38,662        | 15,852        | 20,076        |
| Wind                 |               |               |               | 51,428        | 19,320        | 47,205        | 36,218        |
| Solar + battery      | 12,150        | 10,890        | 11,340        | 4,140         | 20,358        | 14,094        | 16,493        |
|                      | <b>18,012</b> | <b>19,648</b> | <b>18,918</b> | <b>77,220</b> | <b>78,340</b> | <b>77,151</b> | <b>72,787</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 11: Peer Valuation Comparison

| Name                   | BBG code  | Country  | EPS growth  |             | PE          |             | P/BV       |            | EV/EBITDA   |             | Div yield  |            |
|------------------------|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
|                        |           |          | 26F<br>(%)  | 27F<br>(%)  | 26F<br>(x)  | 27F<br>(x)  | 26F<br>(x) | 27F<br>(x) | 26F<br>(x)  | 27F<br>(x)  | 26F<br>(%) | 27F<br>(%) |
| Ahluwalia Contracts    | AHLU IN   | India    | 47.8        | 23.1        | 16.4        | 13.4        | na         | na         | na          | na          | 0.1        | 0.1        |
| Nagarjuna Construction | NJCC IN   | India    | 18.8        | 11.3        | 9.2         | 8.3         | 1.1        | 1.0        | 7.4         | 4.6         | 1.6        | 1.6        |
| Gamuda                 | GAM MK    | Malaysia | 15.9        | 25.1        | 20.8        | 16.6        | 1.9        | 1.8        | 18.4        | 14.7        | 2.4        | 2.8        |
| IJM Corp               | IJM MK    | Malaysia | 9.0         | 21.3        | 18.9        | 15.5        | 0.8        | 0.8        | 10.4        | 9.3         | 3.4        | 3.6        |
| Hyundai Eng & Const    | 000720 KS | S. Korea | 38.4        | 47.7        | 30.2        | 20.5        | 1.8        | 1.7        | 17.5        | 12.9        | 0.6        | 0.7        |
| Samsung Engineering    | 028050 KS | S. Korea | 12.3        | 9.1         | 9.3         | 8.6         | 1.2        | 1.1        | 3.2         | 3.0         | 2.4        | 2.6        |
| Pylon Pcl              | PYLON TB  | Thailand | 16.2        | (14.3)      | 9.3         | 11.2        | 2.0        | 1.9        | 6.9         | 6.9         | 8.0        | 7.1        |
| Seafco Pcl             | SEAFKO TB | Thailand | 1.1         | 12.5        | 11.6        | 10.3        | 1.1        | 1.1        | 5.3         | 5.0         | 3.2        | 3.8        |
| CH Karnchang *         | CK TB     | Thailand | 5.0         | 6.8         | 10.6        | 10.0        | 0.9        | 0.9        | 27.1        | 25.5        | 3.3        | 3.5        |
| Stecon Group *         | STECON TB | Thailand | 57.0        | (10.9)      | 13.3        | 15.0        | 1.1        | 1.1        | 10.4        | 9.3         | 3.4        | 3.0        |
| <b>Average</b>         |           |          | <b>22.2</b> | <b>13.2</b> | <b>15.0</b> | <b>12.9</b> | <b>1.3</b> | <b>1.3</b> | <b>11.8</b> | <b>10.1</b> | <b>2.8</b> | <b>2.9</b> |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 5 March 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยบริษัทจะดำเนินงานโยธาและงานระบบเครื่องกล ในโครงการก่อสร้างอาคาร, โครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐาน, พลังงาน, และสิ่งแวดล้อม, และอุตสาหกรรม บริษัทดำเนินงานโดยเป็นทั้งผู้รับเหมาหลัก, ผู้รับเหมาช่วง, และพันธมิตรร่วมค้า กับลูกค้าทั้งภาครัฐ และเอกชน STEC แบ่งงานก่อสร้างของบริษัทตามประเภทการก่อสร้างออกเป็น 5 ประเภทหลัก คือ งานก่อสร้างด้านสาธารณูปโภค งานก่อสร้างด้านอุตสาหกรรม งานก่อสร้างด้านอาคาร งานก่อสร้างด้านพลังงานงาน และงานก่อสร้างด้านสิ่งแวดล้อม

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

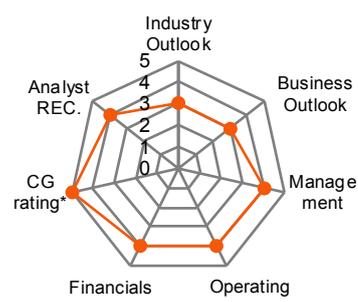
## S — Strength

- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้
- เป็นผู้รับเหมาระดับ 1 ที่สามารถจะชนะการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

## O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

## COMPANY RATING



## Rating Scale

|           |   |
|-----------|---|
| Excellent | 5 |
| Good      | 4 |
| Fair      | 3 |
| Weak      | 2 |
| Very Weak | 1 |
| None      | 0 |

Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ STECON ขึ้นกับโครงการประมูล จึงไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า STECON จะชนะการประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน และการขาดแคลนแรงงาน

## T — Threat

- การใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 11.89     | 16.00      | 35%     |
| Net profit 26F (Bt m) | 1,194     | 1,645      | 38%     |
| Net profit 27F (Bt m) | 1,227     | 1,287      | 5%      |
| Consensus REC         | BUY: 7    | HOLD: 7    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2026F สูงกว่าตัวเลขที่นักวิเคราะห์ของ Bloomberg คาดการณ์ไว้ถึง 38% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการที่เราสามารถขายได้จากเงินปันผลพิเศษของ GULF เข้าไปด้วย
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของโบรกเกอร์รายอื่นถึง 35% เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงรุกมากกว่าต่อกำไรในระยะยาว และมูลค่า SOTP ของบริษัท

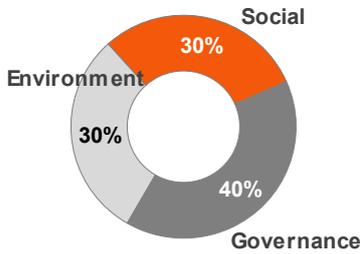
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

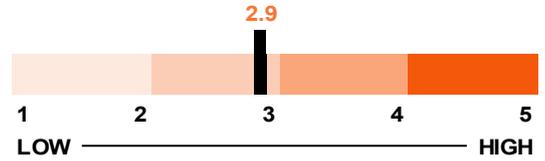
- หากการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานนั้นช้ากว่าที่เราคาดไว้ จะกระตุ้นให้เราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่และการคาดการณ์กำไรของเรา
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ STEC ดังนั้นราคาที่เพิ่มขึ้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอาจส่งผลเชิงลบอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

**ESG Weighting**



**Thanachart ESG Rating**



|               | SET ESG Index | SET ESG (BBB-AAA) | DJSI Index | Thanachart ESG Rating (1.0-5.0) | MSCI (CCC-AAA) | ESG Book (0-100) | CG Rating (0-5) |
|---------------|---------------|-------------------|------------|---------------------------------|----------------|------------------|-----------------|
| <b>STECON</b> | <b>YES</b>    | <b>AAA</b>        | -          | <b>2.90</b>                     | <b>0</b>       | -                | <b>5.0</b>      |

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)  
 MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

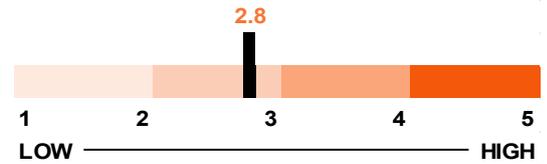


**ESG Summary**

- STECON เป็นหนึ่งในบริษัทก่อสร้างรายใหญ่ที่สุด 3 อันดับแรกของประเทศไทย ดำเนินธุรกิจงานโยธา วิศวกรรม และงานเครื่องกล ครอบคลุมโครงการอาคาร โครงสร้างพื้นฐาน พลังงาน ไฟฟ้า และโครงการอุตสาหกรรม เราให้คะแนน ESG โดยรวมของ STECON ในระดับปานกลางที่ 2.9 โดยให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)
- เราเห็นว่า STECON ไม่ใช่หุ้นที่โดดเด่นด้าน ESG เนื่องจากได้คะแนน ESG โดยรวมอยู่ในระดับปานกลาง และยังไม่เห็นแนวโน้มการปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- คะแนนด้านสังคมของ STECON อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.2 โดยบริษัทได้รับการยอมรับในด้านคุณภาพงานก่อสร้างและมาตรฐานทางวิศวกรรมที่ดี การให้ความสำคัญกับความปลอดภัยพนักงานและการบริหารจัดการแรงงานที่เข้มแข็ง รวมถึงประสบการณ์ในการดำเนินโครงการที่มีความซับซ้อนและขนาดใหญ่ ซึ่งทั้งหมดนี้ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับพนักงาน ลูกค้า และชุมชนโดยรอบ
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ STECON อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 โดยแม้ว่าบริษัทจะปฏิบัติตามกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งแสดงความมุ่งมั่นต่อประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม แต่การบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมยังอยู่ในระดับมาตรฐานทั่วไป มากกว่าระดับแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด (best practice)
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาลของ STECON อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 แม้ธุรกิจหลักเดิมจะมีความแข็งแกร่งจากประสบการณ์ที่ยาวนานในการดำเนินโครงการขนาดใหญ่และซับซ้อน แต่รูปแบบธุรกิจใหม่ที่มุ่งไปสู่การลงทุนในโครงการเพื่อรองรับงานก่อสร้างภายในกลุ่มต้องใช้เงินลงทุนสูงขึ้น และเพิ่มความเสี่ยงต่อโครงสร้างงบดุล นอกจากนี้ โครงสร้างคณะกรรมการของบริษัทยังไม่อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่สุด
- อุบัติเหตุร้ายแรง 2 ครั้งที่เกิดขึ้นในไซต์งานก่อสร้างของคู่แข่งอย่าง บจ. อิตาเลียน-ไทย ดีเวลอปเม้นต์ (ITD, ไม่ได้จัดอันดับ) อาจช่วยเสริมตำแหน่งทางการตลาดของ STECON (ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อคะแนนความยั่งยืนของธุรกิจในด้านธรรมาภิบาล) ในการประมูลโครงการขนาดใหญ่ของรัฐบาล

We assign STECON a moderate E score of 2.8, reflecting its compliance with applicable laws and regulations and its commitment to environmental issues. However, the scope for further improvement toward best-practice standards remains limited.

Thanachart Environment (E) Rating



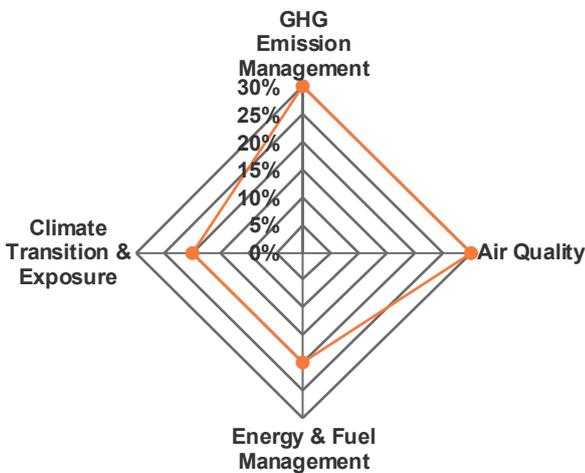
**ENVIRONMENT**

**Our Comments**

- **GHG Emission Management**
- **Air Quality**
- **Energy & Fuel Management**
- **Climate Transition & Exposure**

- We rate the Environmental (E) score for STECON at a moderate level of 2.8 to reflect its compliance with relevant laws and regulations and commitment to environmental issues. Its environmental management is more at the standard rather than the best-practice level, and it adheres to relevant legal frameworks.
- It targets to reduce GHG emissions (Scope 1 and 2) by 20-25% compared to normal operations and aims for carbon neutrality in 2050.
- In 2024, its total GHG emissions at the head office was 49,736 tonnes of CO<sub>2</sub>e, compared to only 1,065 tonnes in 2023, as it expanded the scope of the Carbon Footprint for Organization assessment, including its organizational restructuring and business expansion. However, its GHG emission reduction projects such as installing solar panels, replacing combustion engine vehicles with electric vehicles, using leftover construction materials in the construction, and using hydraulic cement in operations, were launched and they were able to reduce direct and energy indirect GHG emissions by 517 tonnes of CO<sub>2</sub>e in 2024.
- STECON's total electricity consumption was 18.3m Kilowatt-Hours in 2024 vs. 1.1m in 2023 as the scope of data collection was expanded to include the operation of subsidiaries. Besides the energy-saving measures such as setting air conditioners' on-off times, setting computer screensavers, and using stairs instead of elevators, the solar panels at its fabrication plant in Rayong generated 29% of electricity consumed at the plant.
- It monitors air quality at construction sites by measuring PM<sub>10</sub>, PM<sub>2.5</sub>, carbon monoxide, nitrogen dioxide levels, and wind speed and direction. In 2024, its total suspended particulate (TSP) 24-hour average didn't exceed 0.33 mg/m<sup>3</sup> and its particulate matter-10 micron (PM<sub>10</sub>) 24-hour average didn't exceed 0.12 mg/m<sup>3</sup>, which are the standards announced by the National Environment Board.
- Noise is measured for the 24-hour average sound level pressure, maximum sound level, and noise annoyance level. In 2024, its average sound over 24 hours didn't exceed 70 dB(A) and its maximum sound didn't exceed 115 dB(A).
- Water quality is measured for pH, BOD, suspended solids, sulfides, and total dissolved solids, etc. Most of the values have been within the standard.
- STECON's total waste generation was 1.5m kg in 2024 vs. 39,542kg in 2023 as the scope of data collection was expanded to include the operations of subsidiaries.

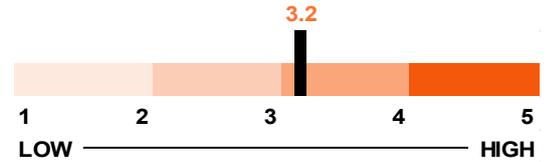
**SCALE WEIGHTING**



Sources: Thanachart, Company data

We assign STECON a decent S score of 3.2, reflecting its high-quality construction work, strong safety standards, and consistent focus on workforce management and social development initiatives.

Thanachart Social (S) Rating



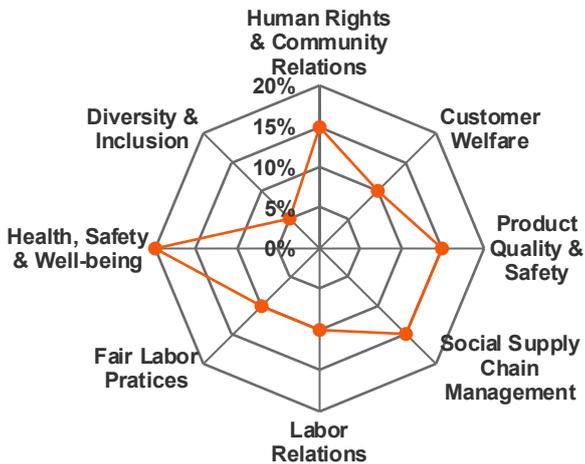
**SOCIAL**

**Our Comments**

- Human Rights & Community Relations
- Customer Welfare
- Product Quality & Safety
- Social Supply Chain Management
- Labor Relations
- Fair Labor Practices
- Health, Safety & Well-being
- Diversity & Inclusion

- We assign a good social (S) score of 3.2 to STECON due to decent progress in most areas of employees, community, product quality, and customers. As for some loss-making projects, we believe they were due to specific issues and project characteristics, rather than general operational or work-quality problems.
- STECON is aligned with the principles of respecting human rights. It values diversity and non-discrimination. It emphasizes workplace equality and provides work opportunities for disabled people in accordance with the Persons with Disabilities' Quality of Life Promotion and Development Act B.E. 2550. In 2024, there were no cases or incidents of significant legal or social and human rights violations.
- In 2024, it developed a comprehensive employee and workforce management plan, targeting to improve workers' quality of life, career progression, and long-term job stability. Its average training hours were 14.4 per employee vs. its target of 10 hours while the survey score for employee satisfaction and engagement was 86% vs. its target of 80%.
- It also places importance on occupational health, safety, and environmental laws. It provides statutory benefits as required by law, along with additional welfare programs, including provident fund, life and health insurance, appropriate work uniforms and attire, emergency loan funding, funeral assistance, fitness centers and educational scholarships. In 2024, its lost-time injury frequency rate (LTIFR) was 0.158 per 1m work hours vs. its target of 0.
- STECON is committed to customers via quality construction services, delivering work on time, and complying with international work standards. It assesses customer satisfaction annually. In 2024, the overall customer satisfaction score was 88.2% vs. its target of 70%. We view some of its loss-making projects as more specific issues rather than a reflection of the firm's overall work quality.
- It participates in community development in the areas of quality of life, living conditions, the environment, and education. It has run the "Sino-Thai Payback to Society" project since 2002, constructing school buildings, library buildings, and offering scholarships and educational materials to schools and educational institutions. It has also carried out various assistance projects such as drainage system cleaning before the rainy season, short-term vocational training activity for active-duty soldiers preparing to be discharged, the "Construction Innovation Challenge" project, and the "Sino-Thai with Heart for Society" project.

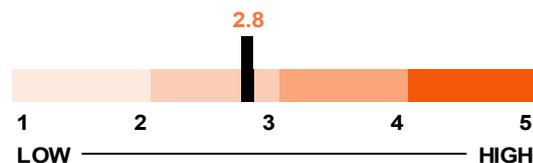
**SCALE WEIGHTING**



Sources: Thanachart, Company data

We assign STECON a moderate G score of 2.8, reflecting strong operations and innovation capabilities, but note a business model adjustment that could increase balance sheet risk. There have also been past issues regarding huge provisions for loss-making projects.

Thanachart Governance (G) Rating



**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We assign STECON a moderate Governance (G) score of 2.8. We view its business operation and innovation as decent. But that is weighed down by our concerns about its board structure, an adjusted business model, and past project impairments.
- STECON booked Bt2.9bn of provisions in 4Q17 for the new parliament building project and Bt3bn in 4Q24 for the Bueng Nong Bon drainage tunnel, the Pink and Yellow lines, and the Thai Oil Clean Fuel project. With its current backlog, it doesn't have loss-making construction projects.
- We see STECON's construction business and innovation as solid, underpinned by a diversified project mix across infrastructure, mass transit, energy, power and civil work project types. Its customers are also diversified via both government and private sector. It has extensive experience in large-scale and complex projects. With limited large-scale companies that possess strong enough track records to be qualified bidders for the government's mega-projects and, with its rival ITD's recent major operational accidents and weak financial status, STECON looks set to stand out even more strongly in future mega-project biddings.
- However, we view its business model adjustment toward more investments as neutral. On the positive side, investments create stable and sustainable income with captive construction work. On the negative side, this requires capital and low-return projects can cause balance sheet strain. As STECON is still in the early cycle of this business model, the negatives could outweigh the positives at this stage. STECON targets its investments in the growing industries of clean energy, data center, water management, and logistics.
- STECON doesn't have an ideal board structure in our view. While the board chair is not independent, independent directors comprise half of its 12 members, which is below the 2/3 ideal ratio recommended for effective governance in protecting minority shareholder interests. Gender diversity is also limited with four female directors.
- On the positive side, STECON has audit, nomination and remuneration, and risk and sustainable development management committees with independent chairs.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2024A          | 2025A        | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|-----------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 30,005         | 33,473       | 35,413       | 37,811       | 40,424       |
| Cost of sales                     | 30,123         | 31,009       | 32,828       | 35,050       | 37,473       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>(118)</b>   | <b>2,464</b> | <b>2,585</b> | <b>2,760</b> | <b>2,951</b> |
| % gross margin                    | -0.4%          | 7.4%         | 7.3%         | 7.3%         | 7.3%         |
| Selling & administration expenses | 846            | 1,129        | 1,133        | 1,172        | 1,213        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>(964)</b>   | <b>1,335</b> | <b>1,452</b> | <b>1,588</b> | <b>1,738</b> |
| % operating margin                | -3.2%          | 4.0%         | 4.1%         | 4.2%         | 4.3%         |
| Depreciation & amortization       | 755            | 743          | 759          | 849          | 939          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>(209)</b>   | <b>2,078</b> | <b>2,211</b> | <b>2,437</b> | <b>2,677</b> |
| % EBITDA margin                   | -0.7%          | 6.2%         | 6.2%         | 6.4%         | 6.6%         |
| Non-operating income              | 341            | 346          | 806          | 393          | 432          |
| Non-operating expenses            | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (158)          | (268)        | (272)        | (249)        | (237)        |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>(782)</b>   | <b>1,414</b> | <b>1,986</b> | <b>1,732</b> | <b>1,933</b> |
| Income tax                        | (68)           | 282          | 357          | 312          | 348          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>(714)</b>   | <b>1,132</b> | <b>1,628</b> | <b>1,420</b> | <b>1,585</b> |
| % net margin                      | -2.4%          | 3.4%         | 4.6%         | 3.8%         | 3.9%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | (584)          | (212)        | (180)        | (130)        | (80)         |
| Minority interests                | 31             | 1            | (3)          | (3)          | (3)          |
| Extraordinary items               | (1,089)        | 1,028        | 200          | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>(2,357)</b> | <b>1,948</b> | <b>1,645</b> | <b>1,287</b> | <b>1,502</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>(1,268)</b> | <b>921</b>   | <b>1,445</b> | <b>1,287</b> | <b>1,502</b> |
| EPS (Bt)                          | (1.6)          | 1.3          | 1.1          | 0.8          | 1.0          |
| Normalized EPS (Bt)               | (0.8)          | 0.6          | 1.0          | 0.8          | 1.0          |

*We expect a strong earnings growth in 2026-28F, mainly driven by...*

*...revenue growth from a high backlog, higher dividend income, and lower equity losses*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2024A         | 2025A         | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 20,082        | 24,622        | 23,702        | 25,093        | 26,608        |
| Cash & cash equivalent          | 3,425         | 4,216         | 3,000         | 3,000         | 3,000         |
| Account receivables             | 11,559        | 14,524        | 14,553        | 15,539        | 16,612        |
| Inventories                     | 3,231         | 3,886         | 4,047         | 4,321         | 4,620         |
| Others                          | 1,867         | 1,996         | 2,102         | 2,233         | 2,375         |
| Investments & loans             | 24,531        | 22,418        | 22,418        | 22,418        | 22,418        |
| Net fixed assets                | 4,683         | 5,041         | 5,783         | 6,434         | 6,995         |
| Other assets                    | 2,221         | 4,168         | 4,346         | 4,564         | 4,800         |
| <b>Total assets</b>             | <b>51,516</b> | <b>56,249</b> | <b>56,249</b> | <b>58,509</b> | <b>60,822</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 30,156        | 35,325        | 34,275        | 35,710        | 36,903        |
| Account payables                | 18,977        | 23,774        | 24,014        | 25,448        | 26,898        |
| Bank overdraft & ST loans       | 6,921         | 7,903         | 6,303         | 6,069         | 5,556         |
| Current LT debt                 | 146           | 68            | 56            | 54            | 49            |
| Others current liabilities      | 4,112         | 3,580         | 3,903         | 4,141         | 4,399         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>438</b>    | <b>425</b>    | <b>347</b>    | <b>334</b>    | <b>306</b>    |
| Others LT liabilities           | 3,080         | 3,448         | 3,763         | 3,968         | 4,191         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>33,673</b> | <b>39,198</b> | <b>38,385</b> | <b>40,013</b> | <b>41,400</b> |
| Minority interest               | 432           | 417           | 420           | 423           | 426           |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 1,519         | 1,519         | 1,519         | 1,519         | 1,519         |
| Share premium                   | 2,089         | 2,089         | 2,089         | 2,089         | 2,089         |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | 7,056         | 4,364         | 4,364         | 4,364         | 4,364         |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>6,747</b>  | <b>8,662</b>  | <b>9,472</b>  | <b>10,101</b> | <b>11,023</b> |
| Shareholders' equity            | 17,411        | 16,634        | 17,444        | 18,073        | 18,996        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>51,516</b> | <b>56,249</b> | <b>56,249</b> | <b>58,509</b> | <b>60,822</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2024A</b>   | <b>2025A</b>   | <b>2026F</b>   | <b>2027F</b>   | <b>2028F</b>   |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | (782)          | 1,414          | 1,986          | 1,732          | 1,933          |
| Tax paid                          | 68             | (282)          | (357)          | (312)          | (348)          |
| Depreciation & amortization       | 755            | 743            | 759            | 849            | 939            |
| Chg In working capital            | (658)          | 1,177          | 49             | 174            | 78             |
| Chg In other CA & CL / minorities | 96             | (870)          | 38             | (23)           | 36             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>(521)</b>   | <b>2,181</b>   | <b>2,473</b>   | <b>2,420</b>   | <b>2,638</b>   |
| Capex                             | (1,488)        | (1,101)        | (1,500)        | (1,500)        | (1,500)        |
| Right of use                      | 209            | (719)          | (10)           | (10)           | (10)           |
| ST loans & investments            | (77)           | (17)           | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | (3,135)        | 2,113          | 0              | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | (1,652)        | 167            | 347            | (3)            | (4)            |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(6,143)</b> | <b>443</b>     | <b>(1,163)</b> | <b>(1,513)</b> | <b>(1,514)</b> |
| Debt financing                    | 2,642          | 891            | (1,690)        | (249)          | (545)          |
| Capital increase                  | (0)            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (229)          | (6)            | (836)          | (658)          | (579)          |
| Warrants & other surplus          | 2,366          | (2,719)        | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>4,780</b>   | <b>(1,834)</b> | <b>(2,526)</b> | <b>(908)</b>   | <b>(1,124)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(2,009)</b> | <b>1,080</b>   | <b>973</b>     | <b>920</b>     | <b>1,138</b>   |

**VALUATION**

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> | <b>2028F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | na           | 21.0         | 13.3         | 15.0         | 12.8         |
| Normalized PE - at target price (x) | na           | 26.4         | 16.8         | 18.9         | 16.2         |
| PE (x)                              | na           | 9.9          | 11.7         | 15.0         | 12.8         |
| PE - at target price (x)            | na           | 12.5         | 14.8         | 18.9         | 16.2         |
| EV/EBITDA (x)                       | na           | 11.3         | 10.4         | 9.3          | 8.3          |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | na           | 13.7         | 12.7         | 11.4         | 10.2         |
| P/BV (x)                            | 1.1          | 1.2          | 1.1          | 1.1          | 1.0          |
| P/BV - at target price (x)          | 1.4          | 1.5          | 1.4          | 1.3          | 1.3          |
| P/CFO (x)                           | (37.0)       | 8.8          | 7.8          | 8.0          | 7.3          |
| Price/sales (x)                     | 0.6          | 0.6          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| Dividend yield (%)                  | 0.0          | 4.3          | 3.4          | 3.0          | 3.9          |
| FCF Yield (%)                       | (10.4)       | 5.6          | 5.0          | 4.8          | 5.9          |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | (0.8)        | 0.6          | 1.0          | 0.8          | 1.0          |
| EPS                                 | (1.6)        | 1.3          | 1.1          | 0.8          | 1.0          |
| DPS                                 | 0.0          | 0.6          | 0.4          | 0.4          | 0.5          |
| BV/share                            | 11.5         | 10.9         | 11.5         | 11.9         | 12.5         |
| CFO/share                           | (0.3)        | 1.4          | 1.6          | 1.6          | 1.7          |
| FCF/share                           | (1.3)        | 0.7          | 0.6          | 0.6          | 0.7          |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Its valuation looks attractive to us at PEs of 13-15x in 2026-28F with a P/BV of 1-1.1x*

**FINANCIAL RATIOS**

| <b>FY ending Dec</b>             | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> | <b>2028F</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Growth Rate</b>               |              |              |              |              |              |
| Sales (%)                        | 1.4          | 11.6         | 5.8          | 6.8          | 6.9          |
| Net profit (%)                   | na           | na           | (15.5)       | (21.8)       | 16.7         |
| EPS (%)                          | na           | na           | (15.5)       | (21.8)       | 16.7         |
| Normalized profit (%)            | na           | na           | 57.0         | (10.9)       | 16.7         |
| Normalized EPS (%)               | na           | na           | 57.0         | (10.9)       | 16.7         |
| Dividend payout ratio (%)        | 0.0          | 42.9         | 40.0         | 45.0         | 50.0         |
| <b>Operating performance</b>     |              |              |              |              |              |
| Gross margin (%)                 | (0.4)        | 7.4          | 7.3          | 7.3          | 7.3          |
| Operating margin (%)             | (3.2)        | 4.0          | 4.1          | 4.2          | 4.3          |
| EBITDA margin (%)                | (0.7)        | 6.2          | 6.2          | 6.4          | 6.6          |
| Net margin (%)                   | (2.4)        | 3.4          | 4.6          | 3.8          | 3.9          |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.4          | 0.5          | 0.4          | 0.3          | 0.3          |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.1          |
| Interest coverage - EBIT (x)     | na           | 5.0          | 5.3          | 6.4          | 7.3          |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | na           | 7.8          | 8.1          | 9.8          | 11.3         |
| ROA - using norm profit (%)      | na           | 1.7          | 2.6          | 2.2          | 2.5          |
| ROE - using norm profit (%)      | na           | 5.4          | 8.5          | 7.2          | 8.1          |
| <b>DuPont</b>                    |              |              |              |              |              |
| ROE - using after tax profit (%) | na           | 6.6          | 9.6          | 8.0          | 8.6          |
| - asset turnover (x)             | 0.6          | 0.6          | 0.6          | 0.7          | 0.7          |
| - operating margin (%)           | na           | 5.0          | 6.4          | 5.2          | 5.4          |
| - leverage (x)                   | 2.8          | 3.2          | 3.3          | 3.2          | 3.2          |
| - interest burden (%)            | 125.4        | 84.1         | 88.0         | 87.4         | 89.1         |
| - tax burden (%)                 | na           | 80.0         | 82.0         | 82.0         | 82.0         |
| WACC (%)                         | 9.3          | 9.3          | 9.3          | 9.3          | 9.3          |
| ROIC (%)                         | (5.6)        | 5.0          | 5.7          | 6.2          | 6.6          |
| NOPAT (Bt m)                     | (964)        | 1,069        | 1,191        | 1,302        | 1,425        |
| invested capital (Bt m)          | 21,491       | 20,814       | 21,150       | 21,529       | 21,906       |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

[www.Settrade.com](http://www.Settrade.com)

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from [www.SETTRADE.com](http://www.SETTRADE.com)

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

| Score range  | Description   |
|--------------|---|
| CCC - B      | <b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks   |
| BB - BBB - A | <b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers |
| AA - AAA     | <b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities  |

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

**CG Report :** by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

|        |   |              |
|--------|---|--------------|
| 90-100 |  | Excellent    |
| 80-89  |  | Very Good    |
| 70-79  |  | Good         |
| 60-69  |  | Satisfactory |
| 50-59  |  | Pass         |
| Below  |  | N/A          |

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาติ”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนศิริคุณกุล, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวีสรา สุวรรณอำไพ  
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
siripom.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์  
chod.rea@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th