

THAILAND
Sector Weighting

Sector Note
Overweight

Thailand Construction Sector

ใกล้เข้าสู่ขั้นตอนการประมูล

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
	BBG		price	price	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Company	code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
CH. Karnchang Pcl	CK TB	BUY	17.30	22.50	4.2	5.1	11.2	10.7	1.0	0.9	3.1	3.3
Stecon Group Pcl	STECON TB	BUY	17.90	21.00	57.1	(9.9)	18.8	20.9	1.6	1.5	2.4	2.2

Source: ttb wealth estimates, based on 14 September 2026 closing prices

การอนุมัติโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ล่าสุดของกรม. ทำให้มูลค่าโครงการที่เข้าสู่กระบวนการประมูลเพิ่มเป็น 4.51 แสนลบ. หรือ 57% ของมูลค่าโครงการที่เราคาดว่าจะเปิดประมูลปี 2026–28F รวม 7.86 แสนลบ. โดยเราคาดว่าจะทยอยเปิดประมูลตั้งแต่ปลายปีนี้เป็นต้นไป เรา คงน้ำหนักลงทุนเป็น “OVERWEIGHT” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง

อนุมัติโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ 1.07 แสนลบ.
กรม.อนุมัติงบ 1.07 แสนลบ. สำหรับโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ระยะที่ 2 จำนวน 3 จาก 6 เส้นทาง ถือเป็นความคืบหน้าต่อการเปิดประมูลโครงสร้างพื้นฐาน และเป็นสัญญาณเริ่มต้นของรอบการก่อสร้างใหม่ของไทย เราคงน้ำหนักลงทุนเป็น “OVERWEIGHT” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง 1) เราคาดว่าจะมีงานใหม่ขนาดใหญ่ทยอยเข้ามาในช่วง 3 ปีข้างหน้า จากโครงการโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐมูลค่า 7.86 แสนลบ. ที่คาดว่าจะดำเนินการในปี 2026–28F รวมถึงโครงการภาคเอกชน โดยเฉพาะดาต้าเซ็นเตอร์ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 2) เราคาดว่าผลกระทบจากต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้นจากความขัดแย้งในตะวันออกกลางจะจำกัด เนื่องจาก CK และ STECON มีการสต็อกวัสดุในราคาก่อนเกิดสงครามในระดับสูง รวมถึงมีส่วนเผื่ออัตราค่า 3–5% ในราคาประมูล และมีกลไกค่า Escalation Factor (K) ของภาครัฐช่วยรองรับ 3) เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะเติบโตเฉลี่ย 11% ต่อปีในปี 2027–29F จาก Backlog ขนาดใหญ่ที่คิดเป็นราว 3 เท่าของรายได้ปี 2026F รวมถึงงานใหม่ที่จะเข้ามา และ 4) แม้ราคาค่าหุ้นปรับตัวขึ้นแล้ว แต่เรายังมองว่า STECON และ CK มี Valuation ที่น่าสนใจ

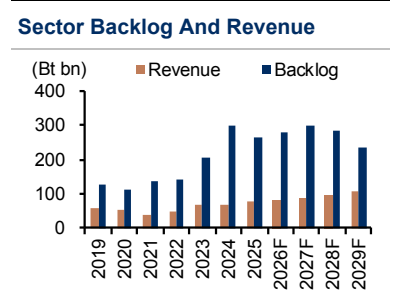
57% ของโครงการมูลค่า 7.86 แสนลบ. อยู่ภายใต้กระบวนการ TOR
การประชุม กรม. ล่าสุดอนุมัติการปรับวงเงินโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ระยะที่ 2 เพื่อสะท้อนต้นทุนก่อสร้าง วัสดุ และราคาที่ดินที่สูงขึ้น โดยจากทั้งหมด 6 เส้นทาง มี 3 เส้นทางได้รับอนุมัติงบประมาณรวม 1.07 แสนลบ. ขณะที่เส้นทางที่เหลืออยู่ระหว่างทบทวนผลการศึกษาความเป็นไปได้ ส่งผลให้มูลค่าโครงการที่กรม. อนุมัติแล้วคิดเป็น 57% ของมูลค่าโครงการที่เราคาดว่าจะเปิดประมูลปี 2026–28F รวม 7.86 แสนลบ. ซึ่งประกอบด้วยมอเตอร์เวย์ 1.12 แสนลบ., รถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีนระยะที่ 2 2.37 แสนลบ. และรถไฟฟ้าทางคู่ 1.01 แสนลบ. ปัจจุบันโครงการดังกล่าวอยู่ระหว่างกระบวนการประมูล การจัดทำ TOR (ข้อกำหนดเงื่อนไขของงาน) และ RFP (เอกสารข้อเสนอ) โดยคาดว่าจะทยอยเปิดประมูลตั้งแต่ช่วงปลายปีนี้เป็นต้นไป

กำไรธุรกิจก่อสร้างเติบโตเฉลี่ย 11% ในปี 2027–29F
หากไม่รวมรายได้จากเงินปันผลและส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจก่อสร้างของกลุ่มจะเติบโต 8/12/13% y-y ในปี 2027–29F หนุนโดย 1) รายได้ก่อสร้างเติบโต 7% y-y ในปี 2027F จากงานในมือที่มีอยู่ คิดเป็น 3.0 เท่าของรายได้ปี 2026F และเติบโต 10–11% y-y ในปี 2028–29F จากงานในมือ และงานใหม่ และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยทรงตัวที่ 7.8% (เทียบกับ 8.1% ใน 1H26) เราคาดว่ากลุ่มจะมีงานใหม่มูลค่า 1.05/0.80/0.60 แสนลบ. ในปี 2027–29F จากทั้งโครงการโครงสร้างพื้นฐานและโครงการภาคเอกชนที่กล่าวถึงข้างต้น

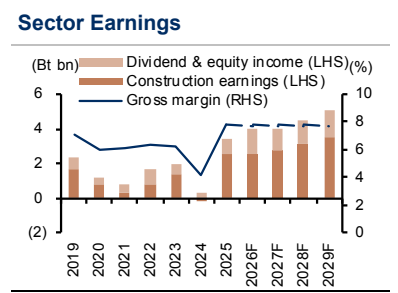
STECON ยังคงเป็นหุ้น Top Sector Pick
เราแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง STECON และ CK โดยทั้งสองบริษัทเป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ไม่กี่รายที่มีคุณสมบัติเพียงพอสำหรับประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐ ด้วยตำแหน่งทางการแข่งขันของทั้งสองบริษัทแข็งแกร่ง หลังคู่แข่งอย่างบมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นท์ (ITD) และบมจ. เนวาร์ตน์พัฒนาการ (NWR) ประสบปัญหาด้านการเงิน เราชอบ STECON มากกว่า CK เพราะมีการกระจายตัวไปยังทุกกลุ่มที่เป็นนโยบายสำคัญของภาครัฐ ทั้งโครงสร้างพื้นฐาน, ดาต้าเซ็นเตอร์ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน ขณะที่ CK สามารถเข้าประมูลได้ทุกโครงการเช่นกัน แต่ด้วยงานในมือที่มีอยู่ในระดับสูงอยู่แล้ว จึงเน้นไปที่โครงการโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก



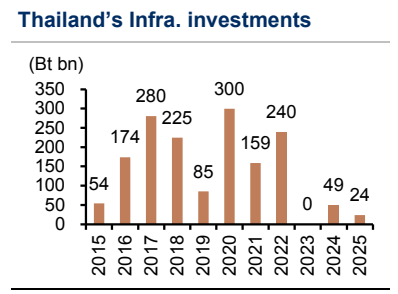
SAKSID PHADTHANARAK
662-779-9119
saksid.pha@ttbwealth.co.th



Sources: Company data; ttb wealth estimates



Sources: Company data; ttb wealth estimates



Sources: Company data; ttb wealth estimates

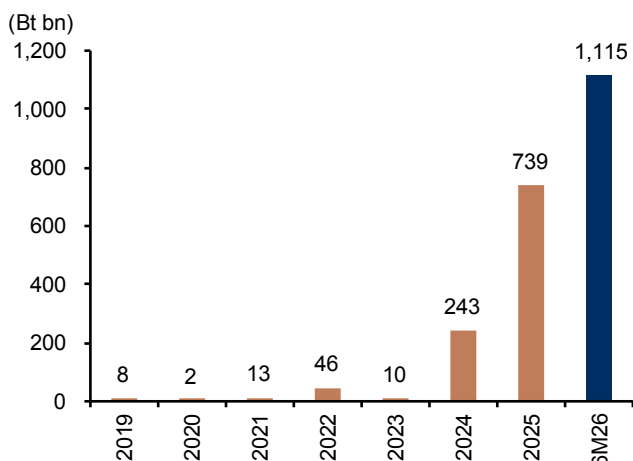
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Thailand's Potential Infrastructure Projects In 2026-28F

Projects scheduled for bidding	Value (Bt bn)	Scheduled bidding year	Status
Cabinet-approved projects			
M82: O&M work - Bang Khun Thian - Ban Phaeo	15.7	2026	Under bidding process
M9: Bang Khun Thian - Bang Bua Thong	56.0	2026	Preparing RFP
M5: Rangsit - Bang Pa-in	30.0	2026	Preparing RFP
Expressway: Krathu - Patong	10.6	2026	Preparing TOR
High-speed train: Phase 2 Korat - Nong Khai	237.0	2026	Preparing TOR
Double track: Chumphon - Surat Thani	29.1	2027	Preparing TOR
Double track: Surat Thani - Hat Yai Junction	64.6	2027	Preparing TOR
Double track: Hat Yai Junction - Padang Besar	7.6	2027	Preparing TOR
Mass Rapid Transit Authority of Thailand			
South Purple Line: O&M work	30.0	2027	To propose to cabinet
Expressway Authority of Thailand			
Expressway: N2 Chalong Rat - ORR	13.7	2027	Waiting for cabinet approval
Expressway: Double-deck	35.0	2027	To propose to cabinet
State Railway of Thailand			
Double track: Pak Nam Pho - Den Chai	77.8	2028	Under SRT review
Double track: Den Chai - Chiang Mai	63.5	2028	Under SRT review
Double track: Chira Junction - Ubon Ratchathani	43.0	2028	Under SRT review
Airports			
Suvarnabhumi Airport: East expansion	12.5	2026	Waiting for cabinet approval
Don Mueang Airport: Phase 3	60.0	2027	Waiting for cabinet approval
Total	786.1		

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: BOI Application Value For Data Center Projects



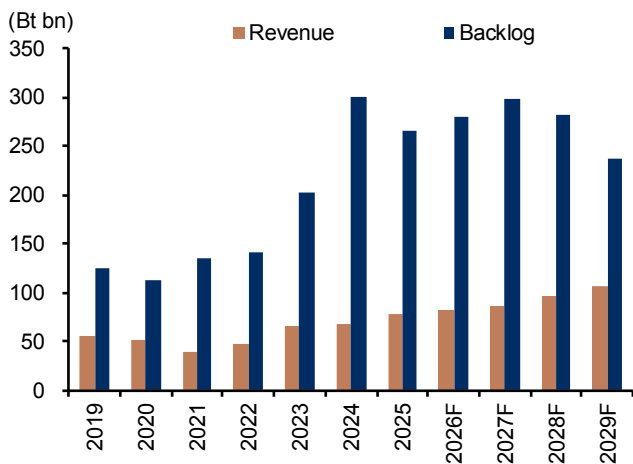
Source: BOI

Ex 3: Thailand's Renewable Projects Under Development

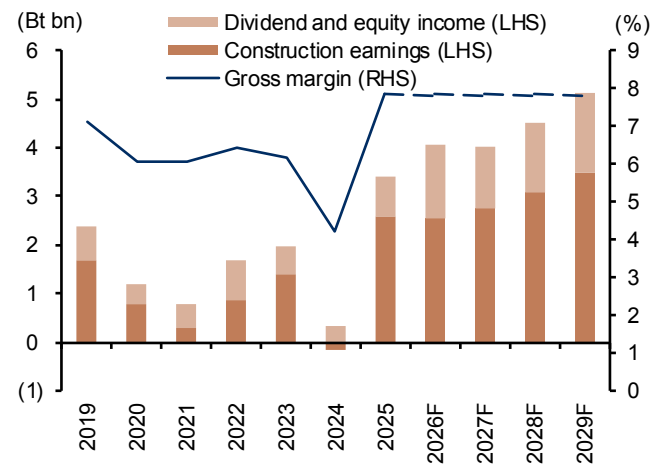
Capacity (MW)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Solar	195	292	253	722	1,289	528	669
Wind				686	258	629	483
Solar + battery	135	121	126	46	226	157	183
	330	413	379	1,453	1,773	1,314	1,335

Value (Bt bn)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Solar	5.9	8.8	7.6	21.7	38.7	15.9	20.1
Wind				51.4	19.3	47.2	36.2
Solar + battery	12.2	10.9	11.3	4.1	20.4	14.1	16.5
	18.0	19.6	18.9	77.2	78.3	77.2	72.8

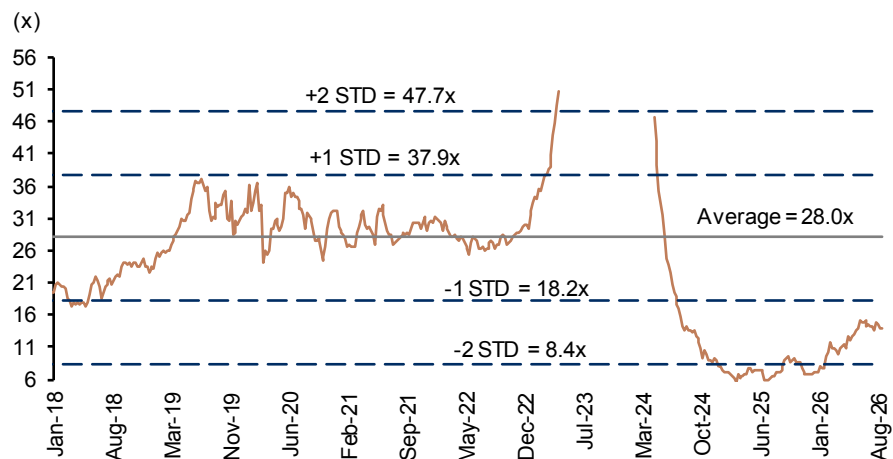
Sources: The Energy Regulatory Commission, ttb wealth compilation

Ex 4: Sector Revenue And Backlog

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: Sector Gross Margin And Earnings

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: Sector PE Standard Deviation

Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

Ex 7: STECON – BUY, Price Bt17.90, TP Bt21.00

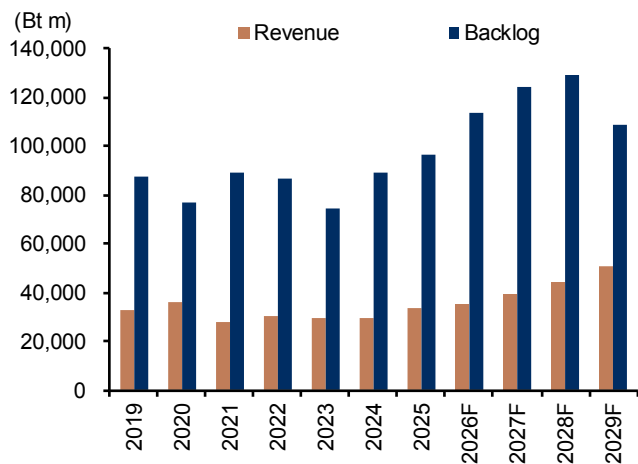
Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	33,473	35,789	39,628	44,623
Net profit	1,948	1,646	1,303	1,538
Norm profit	921	1,446	1,303	1,538
Norm EPS (Bt)	0.61	0.95	0.86	1.01
Norm EPS grw (%)	na	57.1	(9.9)	18.1
Norm PE (x)	29.5	18.8	20.9	17.7
EV/EBITDA (x)	15.1	14.0	12.5	10.9
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
Div yield (%)	3.1	2.4	2.2	2.8
ROE (%)	5.4	8.5	7.3	8.3
Net D/E (%)	24.5	19.0	17.0	12.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

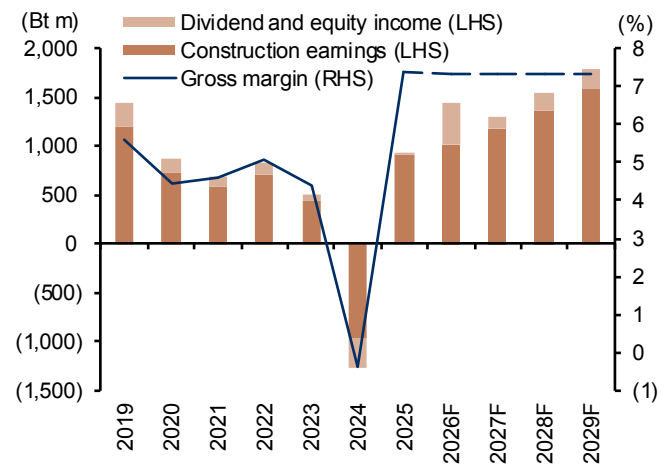
Ex 8: CK – BUY, Price Bt17.30, TP Bt22.50

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	44,277	45,823	47,515	51,217
Net profit	3,328	2,606	2,738	2,973
Norm profit	2,501	2,606	2,738	2,973
Norm EPS (Bt)	1.48	1.54	1.62	1.75
Norm EPS grw (%)	73.0	4.2	5.1	8.6
Norm PE (x)	11.7	11.2	10.7	9.9
EV/EBITDA (x)	29.7	26.2	24.9	22.0
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	2.6	3.1	3.3	3.6
ROE (%)	9.3	9.0	8.9	9.1
Net D/E (%)	132.3	110.7	98.7	88.2

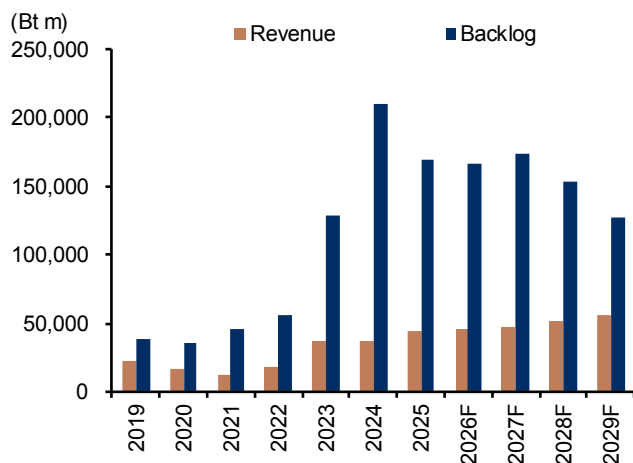
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 9: STECON's Revenue And Backlog

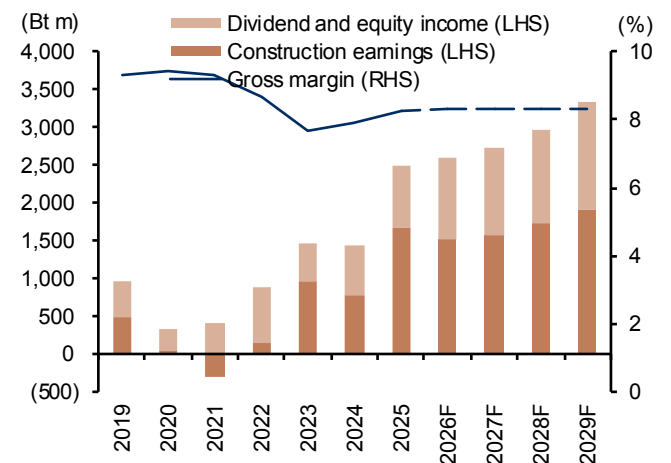
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: STECON's Gross Margin And Earnings

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 11: CK's Revenue And Backlog

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 12: CK's Gross Margin And Earnings

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Ahluwalia Contracts	AHLU IN	India	(1.3)	29.0	15.3	11.9	na	na	na	na	0.1	0.2
Nagarjuna Construction	NJCC IN	India	35.7	13.0	9.7	8.5	1.0	0.9	5.3	4.8	1.6	1.7
Gamuda	GAM MK	Malaysia	3.1	27.2	27.1	21.3	2.2	2.1	23.7	18.7	2.0	2.3
IJM Corp	IJM MK	Malaysia	na	13.4	21.4	18.9	1.0	0.9	12.4	11.5	4.1	2.8
Hyundai Eng & Const	000720 KS	S. Korea	39.5	37.0	27.4	20.0	1.6	1.5	15.3	12.0	0.7	0.8
Samsung Engineering	028050 KS	S. Korea	20.1	22.6	13.4	10.9	1.9	1.6	5.7	4.8	1.7	2.0
Pylon Pcl	PYLON TB	Thailand	35.2	2.6	9.8	9.6	2.4	2.3	6.3	6.1	8.2	8.3
Seafco Pcl	SEAFCO TB	Thailand	65.9	(22.9)	8.2	10.6	1.3	1.2	4.6	5.4	5.6	4.2
CH. Karnchang *	CK TB	Thailand	4.2	5.1	11.2	10.7	1.0	0.9	26.2	24.9	3.1	3.3
Stecon Group *	STECON TB	Thailand	57.1	(9.9)	18.8	20.9	1.6	1.5	14.0	12.5	2.4	2.2
Average			28.8	11.7	16.2	14.3	1.6	1.4	12.6	11.2	3.0	2.8

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 14 September 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 14: Key Assumptions Comparison

		CK	STECON	Industry
Rating		BUY	BUY	Overweight
Market cap	(US\$ m)	881	817	
Target price (Bt)	ttb wealth	22.50	21.00	
	Consensus	24.05	21.03	
Consensus rec.	BUY	14	13	
	HOLD	0	3	
	SELL	0	0	
Sales (Bt m)	2025	44,277	33,473	77,750
	2026F	45,823	35,789	81,612
	2027F	47,515	39,628	87,144
	2028F	51,217	44,623	95,840
Normalized profits (Bt m)	2025	2,501	921	3,422
	2026F	2,606	1,446	4,052
	2027F	2,738	1,303	4,042
	2028F	2,973	1,538	4,511
Sales growth (%)	2025	17.4	11.6	14.8
	2026F	3.5	6.9	5.0
	2027F	3.7	10.7	6.8
	2028F	7.8	12.6	10.0
Normalized EPS growth (%)	2025	73.0	na	73.0
	2026F	4.2	57.1	30.7
	2027F	5.1	(9.9)	(2.4)
	2028F	8.6	18.1	13.3
ROE (%)	2025	9.3	5.4	7.3
	2026F	9.0	8.5	8.7
	2027F	8.9	7.3	8.1
	2028F	9.1	8.3	8.7
Dividend yield (%)	2025	2.6	3.1	2.8
	2026F	3.1	2.4	2.8
	2027F	3.3	2.2	2.8
	2028F	3.6	2.8	3.2
P/BV (x)	2025	1.0	1.6	1.3
	2026F	1.0	1.6	1.3
	2027F	0.9	1.5	1.2
	2028F	0.9	1.4	1.1
Normalized PE (x)	2025	11.7	29.5	20.6
	2026F	11.2	18.8	15.0
	2027F	10.7	20.9	15.8
	2028F	9.9	17.7	13.8
EV/EBITDA (x)	2025	29.7	15.1	22.4
	2026F	26.2	14.0	20.1
	2027F	24.9	12.5	18.7
	2028F	22.0	10.9	16.4
Net D/E (%)	2025	1.3	0.2	0.8
	2026F	1.1	0.2	0.6
	2027F	1.0	0.2	0.6
	2028F	0.9	0.1	0.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(1.1)	(0.0)	22.4	26.3	—	—	—	—
Construction	1.4	(0.3)	19.4	51.7	2.5	(0.3)	(3.1)	25.4
CK TB	(3.9)	(11.3)	0.0	45.4	(2.8)	(11.2)	(22.4)	19.1
STECON TB	7.8	3.5	102.3	181.9	8.9	3.5	79.8	155.6

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้รับเหมาระดับ Class-A สามารถประมูลโครงการก่อสร้างได้ทั้งหมด
- มูลค่า Backlog ที่มีอยู่สูงน่าจะรักษาการเติบโตของรายได้ได้อย่างน้อยสามปีข้างหน้า

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงกลางของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานรอบใหม่
- รัฐบาลตั้งใจที่จะลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนาความได้เปรียบในการแข่งขันของไทย และดึงดูดการลงทุนภาคเอกชน

W — Weakness

- รายได้ส่วนใหญ่มาจากโครงการที่ต้องประมูล และไม่มีประกันที่ว่าผู้รับเหมาจะชนะประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ทำให้มีความเสี่ยงจากค่าแรงเพิ่ม และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ความผันผวนของราคาสินค้าก่อสร้างเป็นความเสี่ยงหลัก ขณะที่ค่าแรงขั้นต่ำจะสูงขึ้นในปีหน้า
- หนี้สาธารณะอาจเป็นสาเหตุให้รัฐบาลเลื่อนการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน

REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA—		— Div. Yield —	
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
India	17.2	21.0	12.5	10.2	1.0	0.9	5.3	4.8	0.9	1.0
Malaysia	3.1	20.3	24.3	20.1	1.6	1.5	18.1	15.1	3.1	2.6
South Korea	29.8	29.8	20.4	15.5	1.8	1.6	10.5	8.4	1.2	1.4
Thailand	40.6	(6.3)	12.0	13.0	1.6	1.5	12.8	12.2	4.8	4.5
Average	22.7	16.2	17.3	14.7	1.5	1.4	11.7	10.1	2.5	2.4
CK	4.2	5.1	11.2	10.7	1.0	0.9	26.2	24.9	3.1	3.3
STECON	57.1	(9.9)	18.8	20.9	1.6	1.5	14.0	12.5	2.4	2.2
Average	30.7	(2.4)	15.0	15.8	1.3	1.2	20.1	18.7	2.8	2.8

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * ttb wealth estimate – using normalized EPS
Based on 14 September 2026 closing prices

Ch. Karnchang**INCOME STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	37,721	44,277	45,823	47,515	51,217
Cost of sales	34,742	40,624	42,019	43,571	46,966
Gross profit	2,979	3,653	3,803	3,944	4,251
% gross margin	7.9%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Selling & administration expenses	2,229	2,334	2,383	2,518	2,612
Operating profit	750	1,318	1,421	1,425	1,639
% operating margin	2.0%	3.0%	3.1%	3.0%	3.2%
Depreciation & amortization	854	950	989	1,037	1,085
EBITDA	1,604	2,268	2,409	2,462	2,724
% EBITDA margin	4.3%	5.1%	5.3%	5.2%	5.3%
Non-operating income	1,049	1,259	906	899	917
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,020)	(2,100)	(1,644)	(1,637)	(1,600)
Pre-tax profit	(222)	477	683	687	956
Income tax	119	109	137	137	191
After-tax profit	(340)	368	546	549	765
% net margin	-0.9%	0.8%	1.2%	1.2%	1.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,875	2,160	2,130	2,262	2,286
Minority interests	(89)	(27)	(70)	(73)	(78)
Extraordinary items	0	827	0	0	0
NET PROFIT	1,446	3,328	2,606	2,738	2,973
Normalized profit	1,446	2,501	2,606	2,738	2,973
EPS (Bt)	0.85	1.96	1.54	1.62	1.75
Normalized EPS (Bt)	0.85	1.48	1.54	1.62	1.75

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	46,154	50,213	47,127	48,499	51,498
Cash & cash equivalent	10,188	9,770	10,000	10,000	10,000
Account receivables	5,472	6,615	6,905	7,160	7,718
Inventories	11,710	4,305	4,029	4,178	4,504
Others	18,783	29,523	26,193	27,161	29,277
Investments & loans	54,961	55,716	57,216	58,716	60,216
Net fixed assets	9,520	8,982	8,793	8,556	8,271
Other assets	2,467	2,165	2,243	2,328	2,508
Total assets	113,102	117,075	115,379	118,099	122,493
LIABILITIES:					
Current liabilities:	45,635	49,924	49,761	51,771	54,941
Account payables	4,376	6,365	6,332	7,162	8,492
Bank overdraft & ST loans	4,371	880	2,195	2,104	2,025
Current LT debt	12,024	11,527	10,007	9,592	9,233
Others current liabilities	24,864	31,152	31,228	32,912	35,190
Total LT debt	38,009	35,329	31,689	30,375	29,239
Others LT liabilities	2,979	3,131	3,325	3,449	3,717
Total liabilities	86,623	88,384	84,774	85,595	87,897
Minority interest	569	544	614	686	764
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Share premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,510	1,094	1,094	1,094	1,094
Retained earnings	17,836	20,490	22,334	24,160	26,175
Shareholders' equity	25,910	28,148	29,991	31,818	33,832
Liabilities & equity	113,102	117,075	115,379	118,099	122,493

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ch. Karnchang**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(222)	477	683	687	956
Tax paid	(114)	(116)	(132)	(139)	(190)
Depreciation & amortization	854	950	989	1,037	1,085
Chg In working capital	(3,694)	8,251	(47)	427	447
Chg In other CA & CL / minorities	11,625	2,374	1,318	2,981	2,447
Cash flow from operations	8,449	11,935	2,810	4,992	4,744
Capex	(87)	(412)	(800)	(800)	(800)
Right of use	24	4	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	(38)	(4,145)	4,213	0	0
LT loans & investments	(3,471)	(755)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(333)	711	120	44	93
Cash flow from investments	(3,905)	(4,596)	2,028	(2,261)	(2,212)
Debt financing	(1,121)	(6,667)	(3,846)	(1,819)	(1,574)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(508)	(588)	(762)	(912)	(958)
Warrants & other surplus	(511)	(502)	0	0	0
Cash flow from financing	(2,140)	(7,758)	(4,608)	(2,731)	(2,532)
Free cash flow	4,544	7,339	4,838	2,731	2,532

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	20.3	11.7	11.2	10.7	9.9
Normalized PE - at target price (x)	26.4	15.2	14.6	13.9	12.8
PE (x)	20.3	8.8	11.2	10.7	9.9
PE - at target price (x)	26.4	11.5	14.6	13.9	12.8
EV/EBITDA (x)	45.8	29.7	26.2	24.9	22.0
EV/EBITDA - at target price (x)	51.3	33.5	29.9	28.5	25.2
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
P/CFO (x)	3.5	2.5	10.4	5.9	6.2
Price/sales (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	1.7	2.6	3.1	3.3	3.6
FCF Yield (%)	15.5	25.0	16.5	9.3	8.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.85	1.48	1.54	1.62	1.75
EPS	0.85	1.96	1.54	1.62	1.75
DPS	0.30	0.45	0.54	0.57	0.61
BV/share	15.30	16.62	17.71	18.78	19.97
CFO/share	4.99	7.05	1.66	2.95	2.80
FCF/share	2.68	4.33	2.86	1.61	1.49

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ch. Karnchang**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	2.7	17.4	3.5	3.7	7.8
Net profit (%)	(3.7)	130.2	(21.7)	5.1	8.6
EPS (%)	(3.7)	130.2	(21.7)	5.1	8.6
Normalized profit (%)	(0.4)	73.0	4.2	5.1	8.6
Normalized EPS (%)	(0.4)	73.0	4.2	5.1	8.6
Dividend payout ratio (%)	35.1	22.9	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.9	8.3	8.3	8.3	8.3
Operating margin (%)	2.0	3.0	3.1	3.0	3.2
EBITDA margin (%)	4.3	5.1	5.3	5.2	5.3
Net margin (%)	(0.9)	0.8	1.2	1.2	1.5
D/E (incl. minor) (x)	2.1	1.7	1.4	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	0.4	0.6	0.9	0.9	1.0
Interest coverage - EBITDA (x)	0.8	1.1	1.5	1.5	1.7
ROA - using norm profit (%)	1.4	2.2	2.2	2.3	2.5
ROE - using norm profit (%)	5.6	9.3	9.0	8.9	9.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	1.4	1.9	1.8	2.3
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	5.8	5.1	4.9	5.0
- leverage (x)	4.1	4.3	4.0	3.8	3.7
- interest burden (%)	(12.3)	18.5	29.3	29.6	37.4
- tax burden (%)	na	77.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	1.0	1.5	1.7	1.8	2.1
NOPAT (Bt m)	750	1,017	1,136	1,140	1,311
invested capital (Bt m)	70,125	66,114	63,882	63,889	64,330

Sources: Company data, ttb wealth estimates

STECON Group**INCOME STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	30,005	33,473	35,789	39,628	44,623
Cost of sales	30,123	31,009	33,176	36,736	41,366
Gross profit	(118)	2,464	2,613	2,893	3,257
% gross margin	-0.4%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
Selling & administration expenses	846	1,129	1,181	1,308	1,473
Operating profit	(964)	1,335	1,432	1,585	1,785
% operating margin	-3.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Depreciation & amortization	755	743	759	849	939
EBITDA	(209)	2,078	2,190	2,434	2,724
% EBITDA margin	-0.7%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%
Non-operating income	341	346	806	393	432
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(158)	(268)	(267)	(239)	(225)
Pre-tax profit	(782)	1,414	1,970	1,739	1,992
Income tax	(68)	282	394	348	398
After-tax profit	(714)	1,132	1,576	1,391	1,593
% net margin	-2.4%	3.4%	4.4%	3.5%	3.6%
Shares in affiliates' Earnings	(584)	(212)	(150)	(110)	(80)
Minority interests	31	1	20	22	25
Extraordinary items	(1,089)	1,028	200	0	0
NET PROFIT	(2,357)	1,948	1,646	1,303	1,538
Normalized profit	(1,268)	921	1,446	1,303	1,538
EPS (Bt)	(1.55)	1.28	1.08	0.86	1.01
Normalized EPS (Bt)	(0.83)	0.61	0.95	0.86	1.01

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	20,082	24,622	23,921	26,147	29,043
Cash & cash equivalent	3,425	4,216	3,000	3,000	3,000
Account receivables	11,559	14,524	14,708	16,286	18,338
Inventories	3,231	3,886	4,090	4,529	5,100
Others	1,867	1,996	2,123	2,332	2,605
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	4,379	4,721	5,164
Total assets	51,516	56,249	56,500	59,720	63,621
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,156	35,325	34,534	36,819	39,410
Account payables	18,977	23,774	24,541	26,671	29,466
Bank overdraft & ST loans	6,921	7,903	6,000	5,779	5,090
Current LT debt	146	68	53	51	45
Others current liabilities	4,112	3,580	3,940	4,318	4,809
Total LT debt	438	425	330	318	280
Others LT liabilities	3,080	3,448	3,794	4,119	4,539
Total liabilities	33,673	39,198	38,658	41,256	44,229
Minority interest	432	417	397	375	350
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
Retained earnings	6,747	8,662	9,473	10,117	11,069
Shareholders' equity	17,411	16,634	17,445	18,090	19,042
Liabilities & equity	51,516	56,249	56,500	59,720	63,621

Sources: Company data, ttb wealth estimates

STECON Group**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(782)	1,414	1,970	1,739	1,992
Tax paid	68	(282)	(394)	(348)	(398)
Depreciation & amortization	755	743	759	849	939
Chg In working capital	(658)	1,177	379	113	171
Chg In other CA & CL / minorities	96	(870)	84	59	139
Cash flow from operations	(521)	2,181	2,798	2,411	2,842
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	345	(8)	(13)
Cash flow from investments	(6,143)	443	(1,165)	(1,518)	(1,523)
Debt financing	2,642	891	(2,013)	(235)	(733)
Capital increase	(0)	0	0	0	0
Dividends paid	(229)	(6)	(836)	(658)	(586)
Warrants & other surplus	2,366	(2,719)	0	0	0
Cash flow from financing	4,780	(1,834)	(2,849)	(893)	(1,319)
Free cash flow	(6,665)	2,625	1,633	893	1,319

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	na	29.5	18.8	20.9	17.7
Normalized PE - at target price (x)	na	34.7	22.1	24.5	20.7
PE (x)	na	13.96	16.5	20.9	17.7
PE - at target price (x)	na	16.38	19.4	24.5	20.7
EV/EBITDA (x)	na	15.1	14.0	12.5	10.9
EV/EBITDA - at target price (x)	na	17.4	16.1	14.4	12.6
P/BV (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7
P/CFO (x)	(52.2)	12.5	9.7	11.3	9.6
Price/sales (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
Dividend yield (%)	0.0	3.1	2.4	2.2	2.8
FCF Yield (%)	(24.5)	9.7	6.0	3.3	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.83)	0.61	0.95	0.86	1.01
EPS	(1.55)	1.28	1.08	0.86	1.01
DPS	0.00	0.55	0.43	0.39	0.51
BV/share	11.46	10.95	11.48	11.91	12.53
CFO/share	(0.34)	1.44	1.84	1.59	1.87
FCF/share	(4.39)	1.73	1.07	0.59	0.87

Sources: Company data, ttb wealth estimates

STECON Group**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	1.4	11.6	6.9	10.7	12.6
Net profit (%)	na	na	(15.5)	(20.8)	18.1
EPS (%)	na	na	(15.5)	(20.8)	18.1
Normalized profit (%)	na	na	57.1	(9.9)	18.1
Normalized EPS (%)	na	na	57.1	(9.9)	18.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	42.9	40.0	45.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(0.4)	7.4	7.3	7.3	7.3
Operating margin (%)	(3.2)	4.0	4.0	4.0	4.0
EBITDA margin (%)	(0.7)	6.2	6.1	6.1	6.1
Net margin (%)	(2.4)	3.4	4.4	3.5	3.6
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	5.4	6.6	7.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	7.8	8.2	10.2	12.1
ROA - using norm profit (%)	na	1.7	2.6	2.2	2.5
ROE - using norm profit (%)	na	5.4	8.5	7.3	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	6.6	9.3	7.8	8.6
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	5.0	6.3	5.0	5.0
- leverage (x)	2.8	3.2	3.3	3.3	3.3
- interest burden (%)	125.4	84.1	88.1	87.9	89.8
- tax burden (%)	na	80.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	(5.6)	5.0	5.5	6.1	6.7
NOPAT (Bt m)	(964)	1,069	1,145	1,268	1,428
invested capital (Bt m)	21,491	20,814	20,828	21,238	21,457

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสร่า สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

ณลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA
chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ
rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th