12 JUNE 2024

EQUITY RESEARCH - COMPANY REPORT

SEAFCO SEAFCO TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

HOLD

FROM BUY

TARGET PRICE	THB2.30
CLOSE	THB2.12
UP/DOWNSIDE	+8.5%
PRIOR TP	THB3.80
CHANGE IN TP	-39.5%
TP vs CONSENSUS	-18.5%

อยู่ในช่วงรองานใหม่

- การหางาน 1H24 เผชิญความยากลำบากจากความล่าช้างบภาครัฐ แต่คาด 2H24 ทยอยฟื้นจากการผลักดันโครงการประมูลภาครัฐ และความคืบหน้า 2 งานใหญ่
- ปรับลดประมาณการกำไรเป็นปี 2024 -58% y-y ก่อน +110% y-y ในปี 2025
- ปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 2.30 บาท แนะนำเพียงถือ แนวโน้มงบ 2Q24 หดตัว

กำไร 1Q24 ลดลง q-q, y-y จากรถไฟฟ้าอยู่ช่วงปลายโครงการ

SEAFCO รายงานกำไรสุทธิ 1Q24 เท่ากับ 33 ล้านบาท (-8% q-q, -44% y-y) หากหักรายการพิเศษ กำไรปกติอยู่ที่ 34 ล้านบาท (-4% q-q, -12% y-y) โดยรายได้ทำได้ 397 ล้านบาท -16% y-y ตามปริมาณงานในมือลดลง แต่ +2% q-q หลักๆมาจากรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 18% ฟื้นจาก 15.6% ใน 1Q23 แต่ปรับลดจาก 21.8% ใน 4Q23 เนื่องจากงานรถไฟฟ้าที่มาร์จิ้นดีมีสัดส่วนรายได้ลดลง

ปริมาณงาน 1H24 ซบเซา คาด 2H24 ทยอยฟื้นแต่เริ่มก่อสร้างปีหน้า

ผู้บริหารยังคงเป้ารายได้ปี 2024 ที่ 1.8 พันล้านบาท (+1% y-y) ซึ่งมองว่ามี Downside จากภาพรวมอุตสาหกรรมยังซบเซาจากความล่าช้าการเบิกจ่ายงบภาครัฐ โดยงานปัจจุบันมาจากภาคเอกชนเป็นหลัก อาทิ โรงพยาบาล คอนโด อาคาร ซึ่งขนาดเล็กและการแข่งขันสูง ขณะที่ Backlog ปัจจุบันอยู่ที่ 1 พันล้านบาท (เอกชน 81% และภาครัฐ 19%) และมีงานอยู่ระหว่างประมูลรวม 8.6 พันล้านบาท สำหรับ 2H24 สถานการณ์งานทยอยฟื้นตัวจากภาครัฐผลักดันโครงการประมูล ให้น้ำหนักกับรถไฟฟ้าสายสีส้ม ล่าสุดศาลปกครองสูงสุดยกฟ้องคดีสุดท้าย คาด BEM เซ็นสัญญาได้สิ้นปีนี้ ซึ่ง SEAFCO มีโอกาสสูงได้รับงานฐานรากฐานะพันธมิตรกับ CK นอกจากนี้ รถไฟฟ้าใต้ดินในบังกลาเทศอยู่ระหว่างเจรจากับผู้รับเหมาหลัก หากได้รับงานจะเริ่มก่อสร้างปี 2025

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-25 สะท้อนงานน้อยกว่าคาด

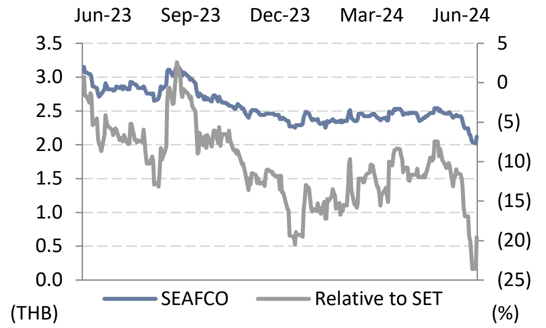
เราปรับประมาณการกำไรปี 2024-2025 ลง 54%/8% จากปริมาณงานใหม่น้อยกว่าคาดและการแข่งขันสูง โดยปี 2024 ประเมินกำไรสุทธิ 72 ล้านบาท (-58% y-y) ซึ่งมี Backlog รองรับแล้ว 88% แนวโน้มกำไร 2Q24 ลดลง q-q, ทรงตัวต่ำ y-y เบื้องต้นคาด 10-15 ล้านบาท จากวันหยุดยาวและรถไฟฟ้าม่วงใต้เตรียมส่งมอบเดือนก.ค. แม้ 2H24 รายได้ฟื้นตัวหลังเริ่มงานใหม่ตั้งแต่ 3Q24 อาทิ Shark Fin Pathum Wan Intersection, The Platinum Square แต่ผลประกอบการยังไม่สดใสเนื่องจากเป็นงานมาร์จิ้นต่ำลง

ปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 2.30 บาท แนะนำเพียงถือ

เราปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 2.30 บาท อิง PBV 1.1x หรือค่าเฉลี่ย -1.5SD แนะนำถือราคาหุ้น Upside จำกัด และคาดงบ 1Q24 เป็นจุดสูงสุดของปีแล้ว เชิงพื้นฐานต้องรอการฟื้นตัวผลประกอบการในปี 2025 แต่เชิงกลยุทธ์หากมีความคืบหน้างานประมูล อาทิ รถไฟฟ้าสายสีส้มและโครงการในบังกลาเทศอาจเป็นประเด็นเก็งกำไรหุ้นระยะสั้น อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงมาจากความไม่แน่นอนการเมืองกระทบการลงทุนภาครัฐล่าช้า ส่งผลให้ฐานรากซึ่งระยะสั้น 3-6 เดือนจะยากลำบากหางานมาเติมมากกว่ารับเหมาหลัก

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,786	1,612	1,832	1,963
Net profit	169	72	150	164
EPS (THB)	0.23	0.09	0.18	0.20
vs Consensus (%)	-	(32.3)	(3.7)	(2.4)
EBITDA	345	238	339	359
Recurring net profit	151	72	150	164
Core EPS (THB)	0.20	0.09	0.18	0.20
Chg. In EPS est. (%)	-	(58.5)	(16.7)	(10.4)
EPS growth (%)	nm	(56.8)	109.8	9.2
Core P/E (x)	10.4	24.1	11.5	10.5
Dividend yield (%)	4.2	1.7	3.5	3.8
EV/EBITDA (x)	4.8	7.8	5.4	5.0
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
Net debt/Equity (%)	5.1	8.5	5.9	3.0
ROE (%)	10.0	4.4	8.7	9.0



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(14.5)	(11.7)	(33.0)
Relative to country (%)	(10.9)	(7.4)	(20.8)

Mkt cap (USD m)	47
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1
Free float (%)	74
Major shareholder	Thasnanipan Family (26%)
12m high/low (THB)	3.20/1.99
Issued shares (m)	739.71

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

Thanyatorn Songwutti
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

Investment thesis

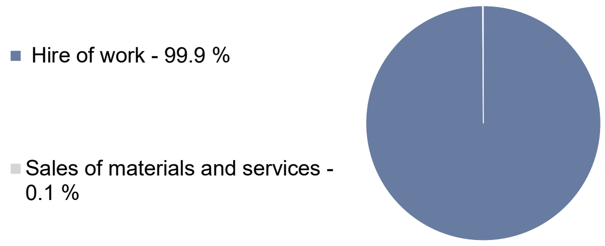
ผลประกอบการปี 2023 ฟื้นตัวจากปี 2021-2022 ที่มีผลขาดทุน มีแรงหนุนหลักจากการก่อสร้างหลายโครงการขนาดใหญ่ อาทิ รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้, โครงการเอกชน North Pole และทางยกระดับพระราม 2 อย่างไรก็ตาม โครงการดังกล่าวจะถูกส่งมอบใน 2Q24 ทำให้ในช่วง 2H24 รายได้จะมาจากการพึ่งพางานภาคเอกชนเป็นหลัก ซึ่งมูลค่าโครงการเล็กและมาร์จิ้นต่ำจากการแข่งขันรุนแรง ขณะที่การประมูลโครงการใหม่คาดทยอยฟื้นในปี 2024 แต่การเริ่มงานก่อสร้างจะอยู่ในปี 2025 ทำให้ผลประกอบการปี 2024 คาดหดตัวแรงก่อนฟื้นตัวอีกครั้งในปี 2025

Company profile

SEAFCO ก่อตั้งในปี 1974 ประกอบธุรกิจหลักในงานเสาเข็มเจาะและกำแพงกันดิน มีประสบการณ์ยาวนานกว่า 48 ปีในวงการธุรกิจเสาเข็มเจาะขนาดใหญ่ในประเทศและต่างประเทศ มีความชำนาญและเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปของผู้ออกแบบ บริษัทวิศวกรที่ปรึกษาและเจ้าของโครงการต่างๆ โดยบริษัทรับงานจากภาคราชการและภาคเอกชน ทั้งจากเจ้าของโครงการหรือรับงานช่วงต่อ (Sub-contract) จากผู้รับเหมาก่อสร้างหลัก งานที่บริษัทให้บริการคือ งานเสาเข็มเจาะ, งานกำแพงกันดิน, งานก่อสร้างโยธา และงานบริการทดสอบต่างๆ ขณะที่แบ่งประเภทตามสายผลิตภัณฑ์ออกเป็นการรับเฉพาะค่าแรง และการรับงานรวมวัสดุ

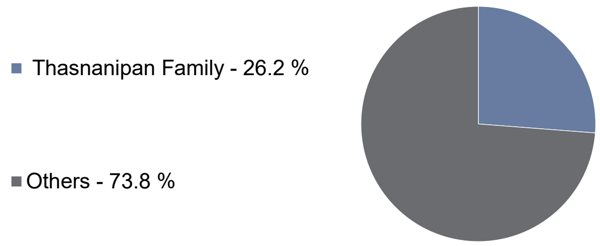
www.seafco.co.th

Principal activities (revenue, 2023)



Source: Seafco

Major shareholders



Source: Seafco

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตคือ การรับงานใหม่เข้ามาเติม โดยเฉพาะงานโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ อาทิ รถไฟฟ้าสายสีส้ม ทางด่วน และรถไฟฟ้าใต้ดินในบังกลาเทศ รวมถึงงานเอกชนขนาดใหญ่

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) การเซ็นสัญญางานใหม่น้อยกว่าคาด 2) การเปิดประมูลงานใหม่ล่าช้า 3) ความไม่แน่นอนทางการเมือง 5) ความล่าช้าของการก่อสร้าง และปัญหา Cost overrun 6) ต้นทุนวัสดุก่อสร้างสูงขึ้น, การขาดแคลนแรงงาน และการปรับขึ้นค่าแรง 7) การแข่งขันรุนแรงกว่าคาด

Event calendar

Date	Event
August 2024	2Q24 results announcement

Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
Revenue (THB m)	1,612	1,832	1,963
GPM (%)	13.0	17.0	17.0
SG&A to sales (%)	7.6	6.8	6.6
New projects sign (THB m)	1,500	2,000	1,800

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 2% increase in revenue, we estimate 2024 net profit to rise by 5%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in GPM, we estimate 2024 net profit to rise by 9%, and vice versa, all else being equal.
- For every 5% increase in SG&A, we estimate 2024 net profit to fall by 7%, and vice versa, all else being equal.

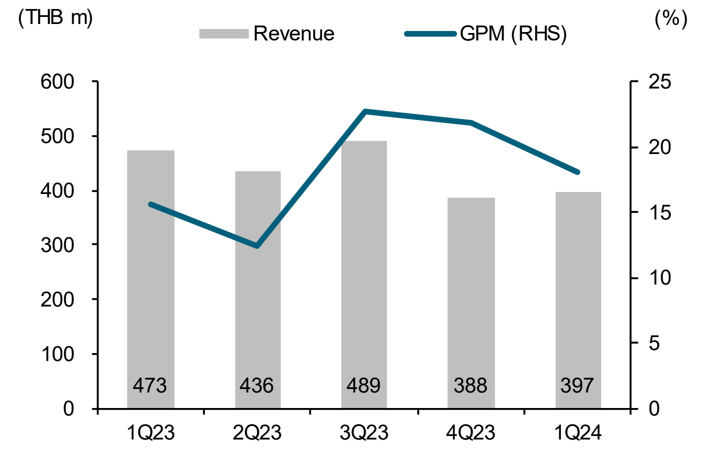
Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: SEAFCO – 1Q24 results summary

	1Q23 (THB m)	2Q23 (THB m)	3Q23 (THB m)	4Q23 (THB m)	1Q24 (THB m)	------------- Change ------------- (q-q%)	(y-y%)
Total revenue	473	436	489	388	397	*2.3*	*(16.2)*
Cost of sales	399	382	378	303	325	*7.2*	*(18.7)*
Gross profit	74	54	111	85	72	*(15.2)*	*(2.6)*
SG&A	27	35	33	26	31	*18.7*	*13.4*
Operating profit	46	18	79	59	41	*(30.3)*	*(12.0)*
Interest expense	4	4	4	4	3	*(5.9)*	*(19.4)*
Tax expense	10	4	14	17	6	*(64.1)*	*(42.5)*
Reported net profit	59	13	63	36	33	*(6.5)*	*(42.9)*
Core profit	39	14	62	36	35	*(2.5)*	*(10.3)*
Key ratios (%)						***(ppt)***	***(ppt)***
Gross margin	15.6	12.4	22.7	21.8	18.1	*(3.7)*	*2.5*
SG&A / Sales	5.8	8.1	6.6	6.7	7.8	*1.1*	*2.0*
Operating margin	9.8	4.2	16.1	15.1	10.3	*(4.8)*	*0.5*
Net margin	12.4	2.9	12.8	9.2	8.4	*(0.8)*	*(3.9)*
Norm margin	8.2	3.3	12.7	9.2	8.8	*(0.4)*	*0.6*

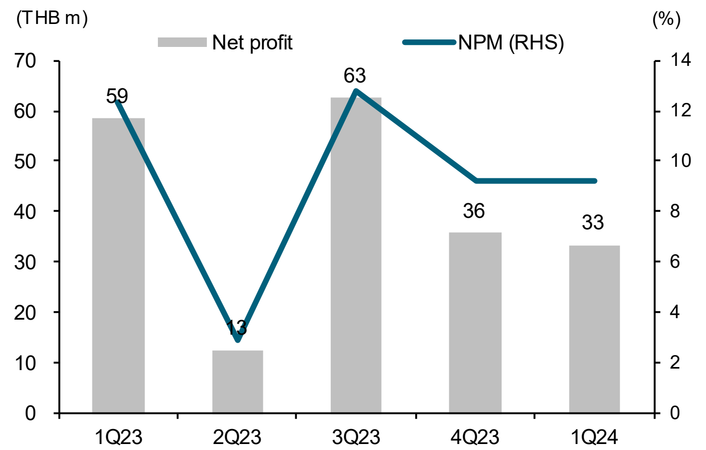
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 2: Quarterly revenue and GPM



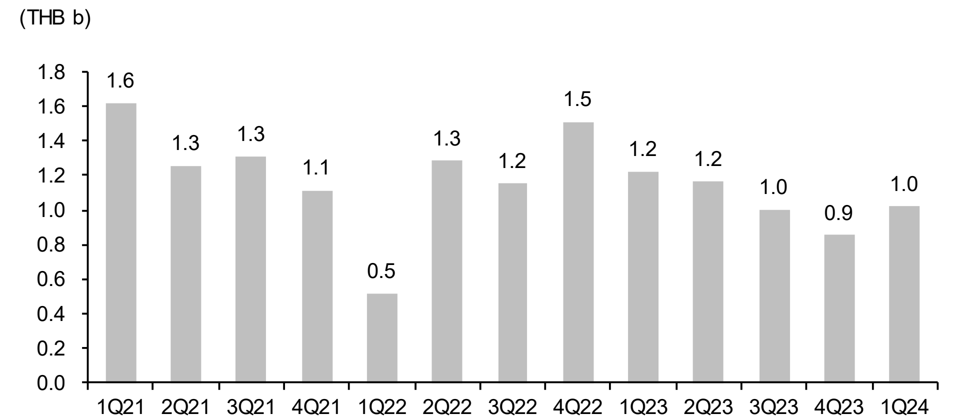
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 3: Quarterly net profit and NPM



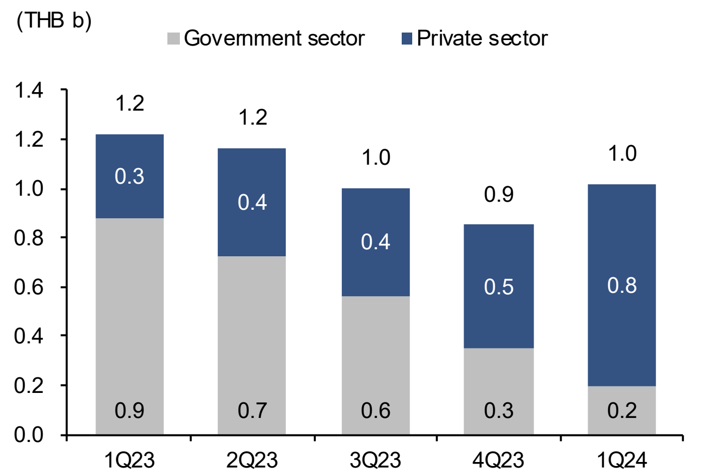
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 4: Backlog



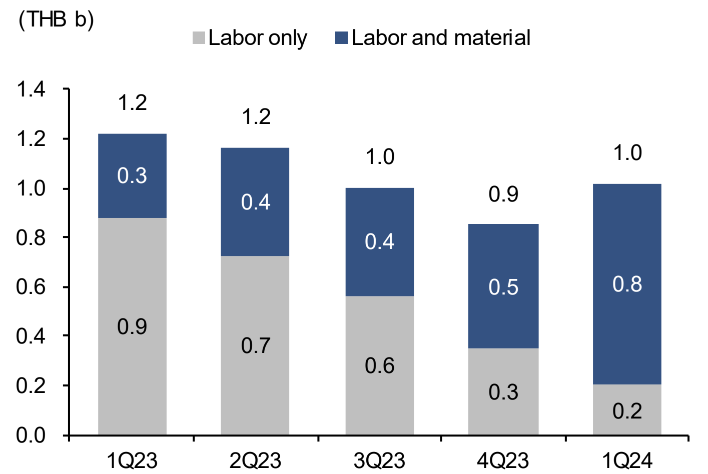
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 5: Backlog breakdown by project owner



Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 6: Backlog breakdown by type of work



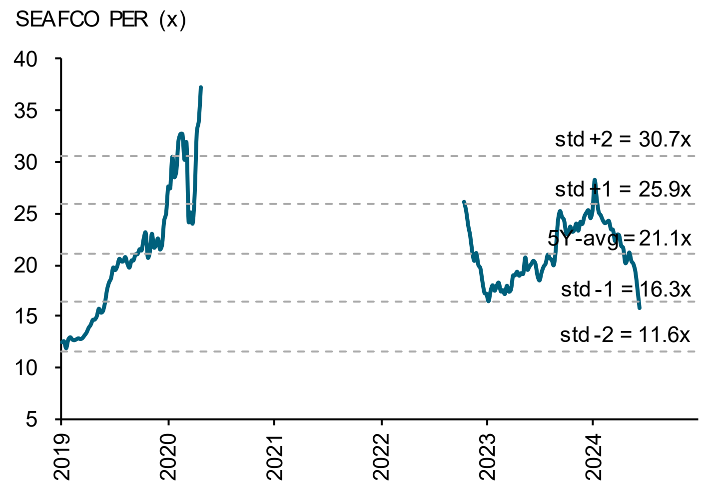
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 7: Key assumptions for SEAFCO

	Actual	---------------- Current ----------------			---------------- Previous ----------------			---------------- Change ----------------		
	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	*2024E*	*2025E*	*2026E*
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	*(%)*	*(%)*	*(%)*
Revenue (THB m)	1,786	1,612	1,832	1,963	1,862	1,962	2,002	*(13)*	*(7)*	*(2)*
Cost of services (THB m)	1,463	1,401	1,519	1,628	1,544	1,627	1,660	*(9)*	*(7)*	*(2)*
Gross margin (%)	17.8	13.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	*(4.0)*	*0.0*	*0.0*
SG&A (THB m)	121	122	125	130	133	136	139	*(8)*	*(8)*	*(6)*
SG&A to revenue (%)	6.8	7.6	6.8	6.6	7.1	6.9	6.9	*0.4*	*(0.1)*	*(0.3)*
Other income (THB m)	7	10	10	10	25	25	25	*(60)*	*(60)*	*(60)*
Interest expense (THB m)	16	13	13	13	15	15	15	*(16)*	*(17)*	*(15)*
Core profit (THB m)	151	72	150	164	157	164	166	*(54)*	*(8)*	*(1)*
Net profit (THB m)	169	72	150	164	157	164	166	*(54)*	*(8)*	*(1)*

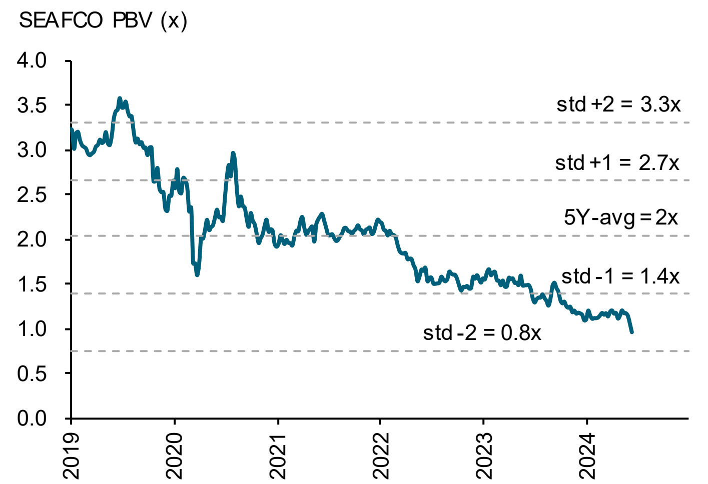
Source: FSSIA estimates

Exhibit 8: Historical P/E band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 9: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Financial Statements

Seafco

Profit and Loss (THB m) Year Ending	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	781	1,786	1,612	1,832	1,963
Cost of goods sold	(837)	(1,463)	(1,401)	(1,519)	(1,628)
Gross profit	**(56)**	**323**	**211**	**313**	**335**
Other operating income	25	7	10	10	10
Operating costs	(109)	(121)	(122)	(125)	(130)
Operating EBITDA	**19**	**345**	**238**	**339**	**359**
Depreciation	(158)	(136)	(138)	(141)	(144)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**(139)**	**210**	**99**	**198**	**215**
Net financing costs	(15)	(16)	(13)	(13)	(13)
Associates	-	-	-	-	-
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	4	19	0	0	0
Profit before tax	**(150)**	**212**	**87**	**185**	**202**
Tax	25	(45)	(17)	(37)	(40)
Profit after tax	**(125)**	**167**	**69**	**148**	**162**
Minority interests	(5)	2	2	2	2
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	**(129)**	**169**	**72**	**150**	**164**
Non-recurring items & goodwill (net)	**(4)**	**(19)**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**(133)**	**151**	**72**	**150**	**164**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	(0.18)	0.20	0.09	0.18	0.20
Reported EPS	(0.18)	0.23	0.09	0.18	0.20
DPS	0.00	0.09	0.04	0.07	0.08
Diluted shares (used to calculate per share data)	740	740	814	814	814
Growth					
Revenue (%)	(45.6)	128.6	(9.7)	13.6	7.2
Operating EBITDA (%)	(88.1)	1,698.3	(31.1)	42.5	5.9
Operating EBIT (%)	nm	nm	(52.5)	98.7	8.7
Recurring EPS (%)	nm	nm	(56.8)	109.8	9.2
Reported EPS (%)	nm	nm	(61.6)	109.8	9.2
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	(7.1)	18.1	13.1	17.1	17.1
Gross margin exc. depreciation (%)	13.2	25.7	21.7	24.8	24.4
Operating EBITDA margin (%)	2.5	19.3	14.7	18.5	18.3
Operating EBIT margin (%)	(17.8)	11.7	6.2	10.8	10.9
Net margin (%)	(17.1)	8.4	4.4	8.2	8.4
Effective tax rate (%)	17.0	21.3	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	44.1	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	(9.5)	13.3	7.7	15.5	16.9
Inventory days	31.4	12.5	17.2	21.2	19.7
Debtor days	214.9	91.9	124.3	114.2	117.5
Creditor days	188.1	122.9	162.9	150.4	153.9
Operating ROIC (%)	(8.4)	13.4	5.9	11.0	(2.9)
ROIC (%)	(6.0)	9.8	4.4	8.4	(2.2)
ROE (%)	(8.9)	10.0	4.4	8.7	9.0
ROA (%)	(4.8)	6.8	3.1	6.1	5.7

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Hire of work	780	1,784	1,610	1,830	1,961
Sales of materials and services	2	2	2	2	2

Sources: Seafco; FSSIA estimates

Financial Statements

Seafco

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	(133)	151	72	150	164
Depreciation	158	136	138	141	144
Associates & minorities	5	(2)	(2)	(2)	(2)
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	194	(36)	(101)	(2)	(1)
Cash flow from operations	**224**	**248**	**106**	**287**	**305**
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(93)	(109)	(179)	(191)	(194)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	**(93)**	**(109)**	**(179)**	**(191)**	**(194)**
Dividends paid	0	(67)	(26)	(58)	(63)
Equity finance	1	(6)	37	0	0
Debt finance	(254)	(45)	(56)	0	0
Other financing cash flows	4	87	0	0	0
Cash flow from financing	**(249)**	**(31)**	**(45)**	**(58)**	**(63)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Movement in cash	**(118)**	**108**	**(118)**	**39**	**48**
Free cash flow to firm (FCFF)	145.01	155.04	(59.96)	109.14	123.60
Free cash flow to equity (FCFE)	(119.44)	181.26	(128.52)	96.40	**110.86**
Per share (THB)					
FCFF per share	0.20	0.21	(0.08)	0.15	0.17
FCFE per share	(0.16)	0.25	(0.17)	0.13	0.15
Recurring cash flow per share	0.04	0.38	0.26	0.36	0.38

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	2,494	2,462	2,512	2,562	2,612
Less: Accumulated depreciation	(1,390)	(1,390)	(1,390)	(1,390)	(1,390)
Tangible fixed assets (net)	**1,104**	**1,073**	**1,123**	**1,173**	**1,223**
Intangible fixed assets (net)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	85	89	80	80	80
Cash & equivalents	113	222	104	142	190
A/C receivable	338	561	537	610	654
Inventories	52	39	80	80	80
Other current assets	78	226	245	245	245
Current assets	**581**	**1,048**	**966**	**1,078**	**1,169**
Other assets	395	356	361	366	371
Total assets	**2,164**	**2,566**	**2,530**	**2,697**	**2,843**
Common equity	1,428	1,597	1,677	1,767	1,865
Minorities etc.	2	(3)	(3)	(3)	(3)
Total shareholders' equity	**1,430**	**1,594**	**1,674**	**1,764**	**1,862**
Long term debt	210	148	147	147	147
Other long-term liabilities	41	43	44	45	46
Long-term liabilities	**251**	**192**	**191**	**192**	**193**
A/C payable	298	596	531	604	647
Short term debt	138	154	100	100	100
Other current liabilities	47	31	34	37	41
Current liabilities	**483**	**780**	**665**	**741**	**788**
Total liabilities and shareholders' equity	**2,164**	**2,566**	**2,530**	**2,697**	**2,843**
Net working capital	123	200	297	294	291
Invested capital	1,706	1,718	1,861	1,913	1,965
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	1.93	2.16	2.06	2.17	2.29
Tangible book value per share	1.93	2.16	2.06	2.17	2.29
Financial strength					
Net debt/equity (%)	16.4	5.1	8.5	5.9	3.0
Net debt/total assets (%)	10.8	3.1	5.6	3.9	2.0
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
CF interest cover (x)	(0.8)	19.5	4.9	23.6	24.9

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	**(11.8)**	**10.4**	**24.1**	**11.5**	**10.5**
Recurring P/E @ target price (x) *	**(12.8)**	**11.3**	**26.1**	**12.5**	**11.4**
Reported P/E (x)	(12.1)	9.3	24.1	11.5	10.5
Dividend yield (%)	-	4.2	1.7	3.5	3.8
Price/book (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
Price/tangible book (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x) **	94.1	4.8	7.8	5.4	5.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	101.0	5.2	8.5	5.8	5.4
EV/invested capital (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Seafco; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for **THSI inclusion**, verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. **SETTHSI Index** is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). (*The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)*	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. *(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)*	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. *Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. **NEGL** 0-10 / **Low** 10-20 / **Medium** 20-30 / **High** 30-40 / **Severe** 40+
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.	

AAA	8.571-10.000	**Leader:**	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities
AA	7.143-8.570		
A	5.714-7.142		
BBB	4.286-5.713	**Average:**	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
BB	2.857-4.285		
B	1.429-2.856		
CCC	0.000-1.428	**Laggard:**	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks

ESG score	Methodology	
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.	
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.	
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Thanyatorn Songwutti FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

History of change in investment rating and/or target price

Seafco (SEAFCO TB)

Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
04-Apr-2023	BUY	4.70	04-Dec-2023	BUY	3.80	-	-	-

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 04-Apr-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Seafco	SEAFCO TB	THB 2.12	HOLD	Downside and upside risks to our P/BV-based TP include 1) fewer or more-than-expected new contract signing; 2) auction delays; 3) a failure or success to win contracts from the Orange Line project; 4) political uncertainties; 5) construction delays and cost overrun; 6) higher or lower building material costs, labor shortages, and a minimum wage hike; and 7) fierce competition.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 11-Jun-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.
HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.
REDUCE (R). The downside is 10% or more.
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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.
Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.
Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.