

The reports on CH.Karnchang (CK TB), Stecon Group (STECON TB), Pylon (PYLON TB), Seafco (SEAFCO TB) are being republished for reference purposes. No changes have been made to the reports from their original dates of publication.

Thailand Construction Services

ฟ้าหลังฝน

- ทิศทางการลงทุนก่อสร้างฟื้นตัวใน 2H24 และขยายตัวต่อเนื่องในปี 2025 ขับเคลื่อนหลักจากภาครัฐจากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณปี 2024 และการเพิ่มขึ้นของงบลงทุนภาครัฐปี 2025 รวมถึงแผนผลักดันงานโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่
- ประเมินผลประกอบการปี 2024 กลุ่มฯ -23% y-y ที่ 1.8 พันล้านบาท ก่อนฟื้น +43% y-y ที่ 2.5 พันล้านบาทในปี 2025
- ให้น้ำหนัก Overweight กลุ่มรับเหมาฯ รับ Sentiment บวกจากการผลักดันโครงการลงทุนภาครัฐ และ Valuation โชนต่ำ

การลงทุนภาครัฐเป็นเครื่องยนต์ขับเคลื่อนใน 2H24 และปี 2025

ภาพรวมการลงทุนก่อสร้างชะลอลงใน 1H24 จากความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ก่อนที่ทิศทางเร่งขึ้นตั้งแต่ 3Q24 ซึ่งเป็นช่วงท้ายปีงบประมาณ ขณะที่เรามองบวกมากขึ้นต่ออุตสาหกรรมก่อสร้างปี 2025 ผลักดันจากการลงทุนภาครัฐซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจท่ามกลางการเมืองมีเสถียรภาพ โดยคาดโครงการที่คืบหน้าและมีโอกาสเปิดประมูลในปี 2025 ทั้งหมด 9 โครงการ มูลค่ารวม 2.8 แสนล้านบาท อาทิ รถไฟฟ้าสีแสด, รถไฟฟ้าทางคู่, ทางด่วน และมอเตอร์เวย์ (เพิ่มขึ้นจากปี 2024 ที่มีเพียง 2 โครงการ มูลค่า 4.8 หมื่นล้านบาท) รวมถึงมีแผนผลักดันโครงการเมกะโปรเจกต์อย่าง Land Bridge, Entertainment Complex ซึ่งจะช่วยหนุนความเชื่อมั่นการลงทุนภาคเอกชนให้ฟื้นตัวในระยะถัดไป

ผลประกอบการปี 2024 คาดหดตัว 23% y-y ก่อนฟื้น +43% y-y ในปี 2025

ผลประกอบการ 3Q24 ของ 4 บริษัทรับเหมาฯ เท่ากับ 863 ล้านบาท (+68% q-q, +3% y-y) หนุนจากกำไร CK ที่โดดเด่นจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมเพิ่ม และ PYLON ฟื้นจากขาดทุนเป็นกำไร สานทางกับ STECON, SEAFCO พลิกเป็นขาดทุนจากปัญหา Cost overrun กดดันอัตรากำไรขั้นต้นเป็นระดับต่ำ แนวโน้มกำไรกลุ่มฯ 4Q24 คาดหดตัว q-q, y-y จากวันหยุดยาวและยังไม่มีโครงการใหม่ ทำให้ประเมินกำไรปี 2024 ที่ 1.8 พันล้านบาท (-23% y-y) อย่างไรก็ตาม ปี 2025 คาดฟื้นตัวเป็นระดับสูงสุดใน 3 ปีที่ 2.5 พันล้านบาท (+43% y-y) จากการเริ่มงานรถไฟฟ้าสีส้มตะวันตกและโครงการ EEC รวมถึงการเร่งขึ้นของงานระหว่างก่อสร้าง อาทิ รถไฟฟ้าม่วงใต้และรถไฟฟ้าทางคู่ ท่ามกลางงานในตลาดที่ขยายตัว ด้านอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก Economy of scale และราคาสต็อกก่อสร้างทรงตัว ขณะที่การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็นปัจจัยเสี่ยงที่ต้องติดตาม

ให้น้ำหนักการลงทุน Overweight กลุ่มรับเหมาฯ รอลุ้น Sentiment บวกข่าวประมูล

เชิงกลยุทธ์ราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาฯ มักเคลื่อนไหวตามข่าวการประมูล แม้ช่วง 4Q24 ยังไม่มีการเปิดประมูลใหม่ อย่างไรก็ตาม ดัชนี SETCONS ปรับลง -21% YTD สานทางกับ SET +2% และปัจจุบัน Valuation อยู่โชนต่ำ โดยกลุ่มรับเหมาฯ 4 บริษัทซื้อขายบน PBV2025E เฉลี่ย 1x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอดีตที่ 2x ทางพื้นฐานปี 2025 เราให้น้ำหนักการลงทุน "มากกว่าตลาด" จากภาครัฐกลับมาเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใหญ่และกำไรกลุ่มฯ มีทิศทางฟื้นตัว เราเลือก CK เป็นหุ้นเด่นระยะกลางจากธุรกิจรับเหมาฯ เป็นขาขึ้นพร้อมการเติบโตบริษัทร่วม ระยะสั้นมอง SEAFCO น่าสนใจแง่โอกาสเก็งกำไรประเด็นการรับ Sub-contract งานฐานรากของรถไฟฟ้าสีส้มจาก CK ซึ่งคาดทยอยประกาศตั้งแต่ปลายปีนี้ถึงกลางปีหน้าหนุนการ Turnaround

FSSIA recommendations

Company	BBG code	share price	Rating	Target Price	Up/downside
CH.Karnchang	CK TB	17.90	BUY	27.00	+50.8%
Stecon Group	STECON TB	8.15	REDUCE	8.00	-1.8%
Pylon	PYLON TB	1.88	HOLD	2.40	+27.7%
Seafco	SEAFCO TB	1.97	BUY	3.00	+52.3%

Note: Priced at close of business 18/11/2024. Share prices and TPs are in listing currency.
Source: FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

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

Investment thesis ในปี 2022-2023 อุตสาหกรรมก่อสร้างเผชิญแรงกดดันด้านต้นทุนวัสดุก่อสร้างสูงจากสงครามรัสเซียยูเครน และปัญหาขาดแคลนแรงงานหลังเกิดสถานการณ์Covid-19 รวมถึงปัจจัยทางการเมืองหลังเกิดความไม่แน่นอนของการจัดตั้งรัฐบาลและความล่าช้าการเปิดประมูลโครงการก่อสร้างภาครัฐใหม่ อย่างไรก็ตาม มีสัญญาณการฟื้นตัวใน 2H24 จากการเร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณปี 2024 และคาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่องในปี 2025 จากการเพิ่มขึ้นของกรอบวงเงินงบลงทุนรวมในงบประมาณปี 2025 และรัฐบาลใหม่มีแผนการเดินหน้าเปิดประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์มากขึ้น เราประเมินกำไรสุทธิปี 2024 ของกลุ่มรับเหมาที่ 1.8 พันล้านบาท -)23 %y-y) ก่อนปี 2025 ฟื้นตัวเป็นระดับสูงสุดใน 3 ปีที่ 2.5 พันล้านบาท +)43% y-y) จากการเริ่มงานรถไฟฟ้าสัมตตะวันตกและโครงการ EEC รวมถึงโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างที่รายได้เพิ่มขึ้นจากช่วงกลางงาน อาทิ รถไฟฟ้าม่วงใต้และรถไฟฟ้าทางคู่ ท่ามกลางปริมาณงานในตลาดเพิ่มขึ้น ด้านอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นจาก Economy of scale และราคาวัสดุก่อสร้างทรงตัว	Catalyst ปัจจัยหนุนการเติบโตมาจากการขยายตัวของมูลค่าการลงทุนก่อสร้าง โดยเฉพาะภาครัฐเปิดประมูลงานโครงสร้างพื้นฐาน อาทิ รถไฟฟ้า, รถไฟฟ้าทางคู่, ทางด่วน, มอเตอร์เวย์ ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่ลงทุนในระยะยาวและมูลค่าสูง สามารถกระจายงานให้ผู้รับเหมาได้อย่างทั่วถึง และผ่อนคลายการแข่งขันในตลาด อีกทั้งการลงทุนของภาครัฐจะสร้างความเชื่อมั่นของการลงทุนภาคเอกชนให้ขยายตัวตามในระยะถัดไป Risk to our call ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด 2) ความล่าช้าของการเปิดประมูลงานใหม่ และปริมาณงานใหม่น้อยกว่าคาด 2) ความไม่แน่นอนทางการเมือง 3) ความคืบหน้าการก่อสร้างน้อยกว่าคาด 4) ปัญหา Cost overrun 5) ความผันผวนของต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้าง 6) การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 7) การขาดแคลนแรงงาน
---	--

Contents

อุตสาหกรรมก่อสร้างมีทิศทางฟื้นตัวใน 2H24	3
การลงทุนภาครัฐมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจในปี 2025	6
การเมืองมีเสถียรภาพ ช่วยหนุนการลงทุนก่อสร้าง.....	9
สิ้นรับงานเต็มใน 2H24 หนุน Backlog จบปีเร่งขึ้น	13
สรุปผลประกอบการ 3Q24 และแนวโน้ม 4Q24.....	15
ภาพรวมกำไร 3Q24 ไม่เด่น มีเพียง CK เติบโต.....	15
แนวโน้มกำไร 4Q24 ไม่สดใส คาดหดตัว q-q, y-y	16
ประเมินผลประกอบการ 2024 หดตัว ก่อนฟื้นตัวในปี 2025	17
ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มทรงตัว.....	20
การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็นประเด็นต้องติดตาม.....	22
การปรับตัวสู่การก่อสร้างสีเขียวตามแนวทาง ESG.....	24
ให้น้ำหนักการลงทุนกลุ่มรับเหมาฯ Overweight	28
ESG ANALYSIS.....	33

Company report

CH.KARNCHANG (CK TB, BUY TP THB27.00)

STECON GROUP (STECON TB, REDUCE TP THB8.00)

PYLON (PYLON TB, HOLD TP THB2.40)

SEAFCO (SEAFCO TB, BUY TP THB3.00)

Event Calendar

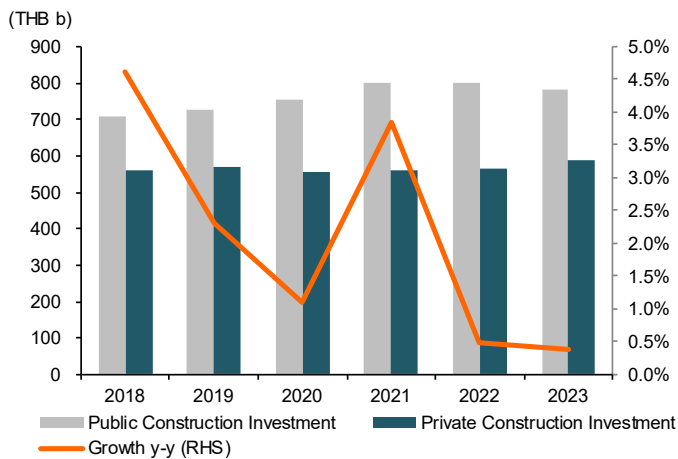
Date	Event
February 2025	4Q24 earnings results announcements

อุตสาหกรรมก่อสร้างมีทิศทางฟื้นตัวใน 2H24

ในช่วง 2 ปีก่อนหน้า (ปี 2022-2023) ภาพรวมธุรกิจรับเหมาก่อสร้างทรงตัว พิจารณาจากมูลค่าการลงทุนก่อสร้างในปี 2022-2023 ขยายตัวเพียง 0.5% y-y และ 0.4% y-y ที่ระดับ 1.37 ล้านล้านบาท เทียบกับปี 2021 ที่ 1.36 ล้านล้านบาท โดยปี 2022 มีแรงกดดันด้านต้นทุนวัสดุก่อสร้างสูงจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และปัญหาขาดแคลนแรงงานหลังเกิดสถานการณ์ Covid-19 ในปี 2020-2021 ส่วนปี 2023 มีปัจจัยทางการเมืองหลังเกิดความไม่แน่นอนของการจัดตั้งรัฐบาลและความล่าช้าการเปิดประมูลโครงการภาครัฐใหม่

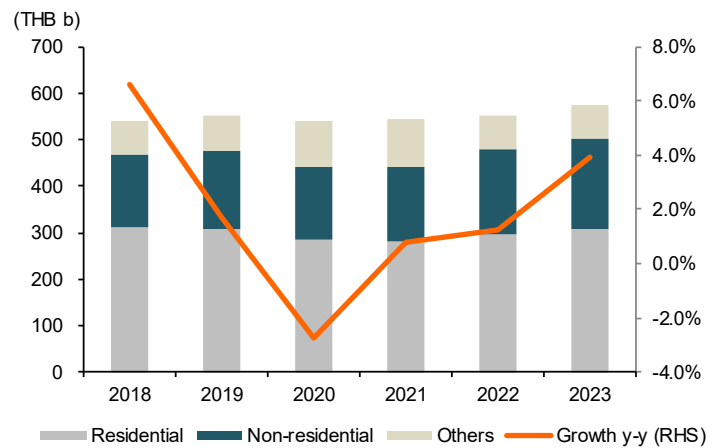
ขณะที่อุตสาหกรรมก่อสร้างในเดือนม.ค.-เม.ย. 2024 เผชิญความท้าทายกับความล่าช้าของกระบวนการพิจารณางบประมาณรายจ่ายประจำปี 2024 สะท้อนตัวเลขมูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมที่หดตัวแรง -17% y-y ใน 1Q24 กดดันจากการลงทุนก่อสร้างภาครัฐ -30% y-y อย่างไรก็ตาม เห็นสัญญาณการฟื้นตัวใน 2Q24 จากมูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมหดตัวในอัตราที่ชะลอลงเป็น -5% y-y โดยส่วนของภาครัฐ -8% y-y ภายหลังพระราชบัญญัติงบประมาณประจำปี 2024 บังคับใช้ในเดือนพ.ค. 2024 วงเงิน 3.48 ล้านล้านบาท

Exhibit 1: Construction Investment



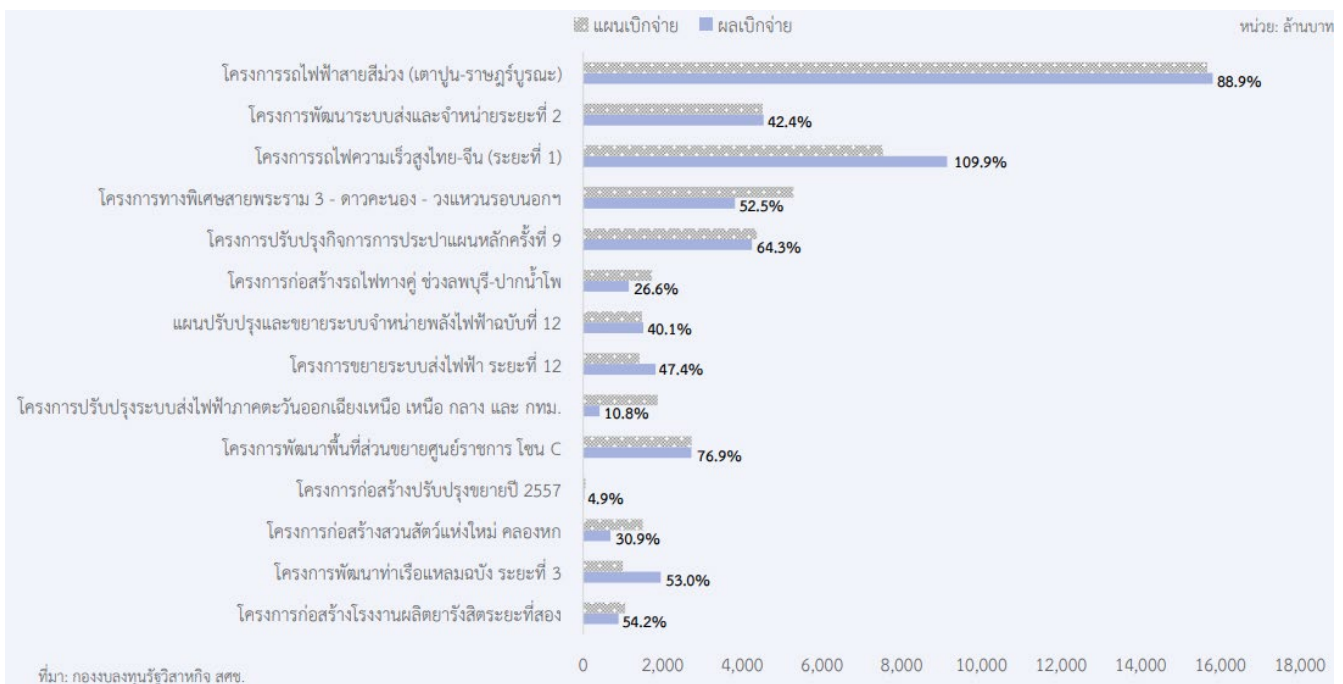
Source: NESDC

Exhibit 2: Private Construction Investment



Source: NESDC

Exhibit 3: Budget disbursement for 14 public investment projects in 2023 fiscal budget

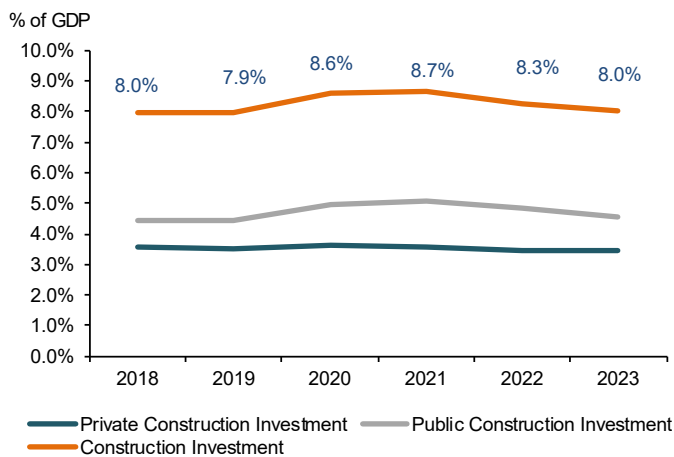


Source: NESDC

สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (NESDC) รายงานตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ใน 3Q24 เติบโต +1.2% q-q, +3% y-y (ดีกว่าตลาดคาดที่ +0.8% q-q, +2.6% y-y) โดยปัจจัยหนุนหลักมาจากการเติบโตของ GDP 3Q24 จากส่วนของภาครัฐที่การอุปโภคและการลงทุนเร่งตัวขึ้น 6.3% y-y และ 25.9% y-y ตามลำดับ โดยการลงทุนภาครัฐขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 6 ไตรมาสจากการเร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณปี 2024 เพื่อดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในเดือนก.ย. 2024

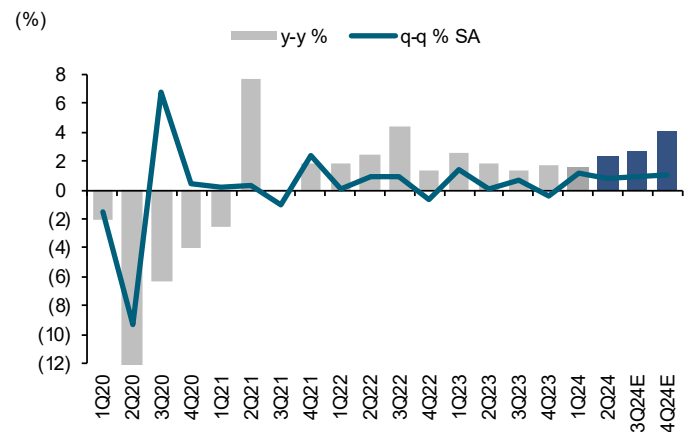
มูลค่าการลงทุนก่อสร้างกลับมาเป็นบวกใน 2H24 พิจารณามูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมใน 3Q24 กลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 4 ไตรมาส +15.6% y-y หนุนจากการลงทุนก่อสร้างภาครัฐขยายตัวสูง +32.3% y-y อย่างไรก็ตาม การก่อสร้างภาคเอกชนยังลดลงติดต่อกัน 2 ไตรมาส -6% y-y จากการชะลอตัวของสินเชื่อภาครัฐและภาคครัวเรือนจากความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ขณะที่ตัวเลขดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ 3 เดือนข้างหน้าทยอยดีขึ้นตั้งแต่เดือนก.ย.-ต.ค. 2024 เป็น 57.3 และ 57.5 ตามลำดับ เทียบกับ 56.0 ในเดือนก.ค. 2024 สะท้อนความเชื่อมั่นของกลุ่มก่อสร้างดีขึ้นตามงบประมาณลงทุนของภาครัฐที่ทยอยเบิกจ่าย

Exhibit 4: Construction Investment to GDP (%)



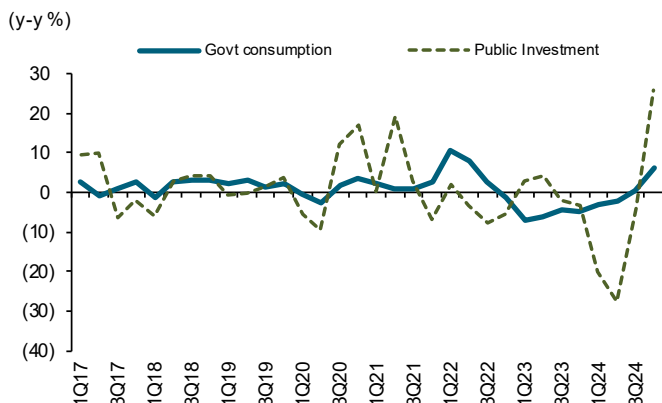
Source: NESDC

Exhibit 5: Another quarter of q-q and y-y growth for TH 3Q24 GDP



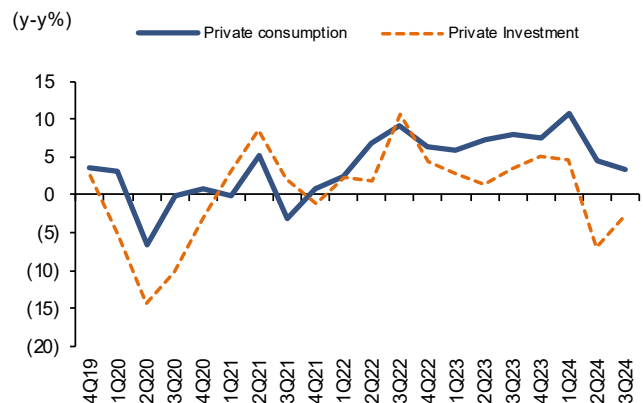
Source: NESDC

Exhibit 6: Public spending and investment jumped from acceleration of budget disbursement



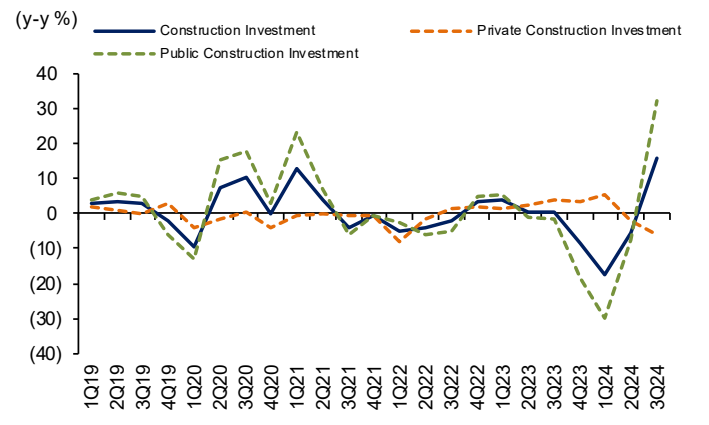
Source: NESDC

Exhibit 7: Private consumption remained resilient while investment remained negative



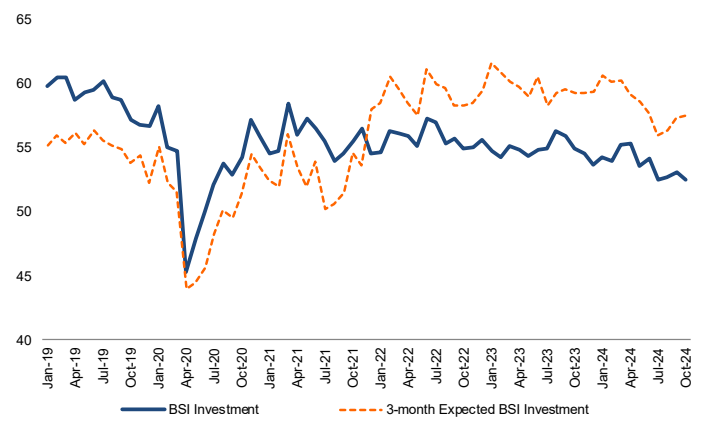
Source: NESDC

Exhibit 8: Public construction investment significantly recovered while private continued negative



Source: NESDC

Exhibit 9: Business Sentiment Index - Investment



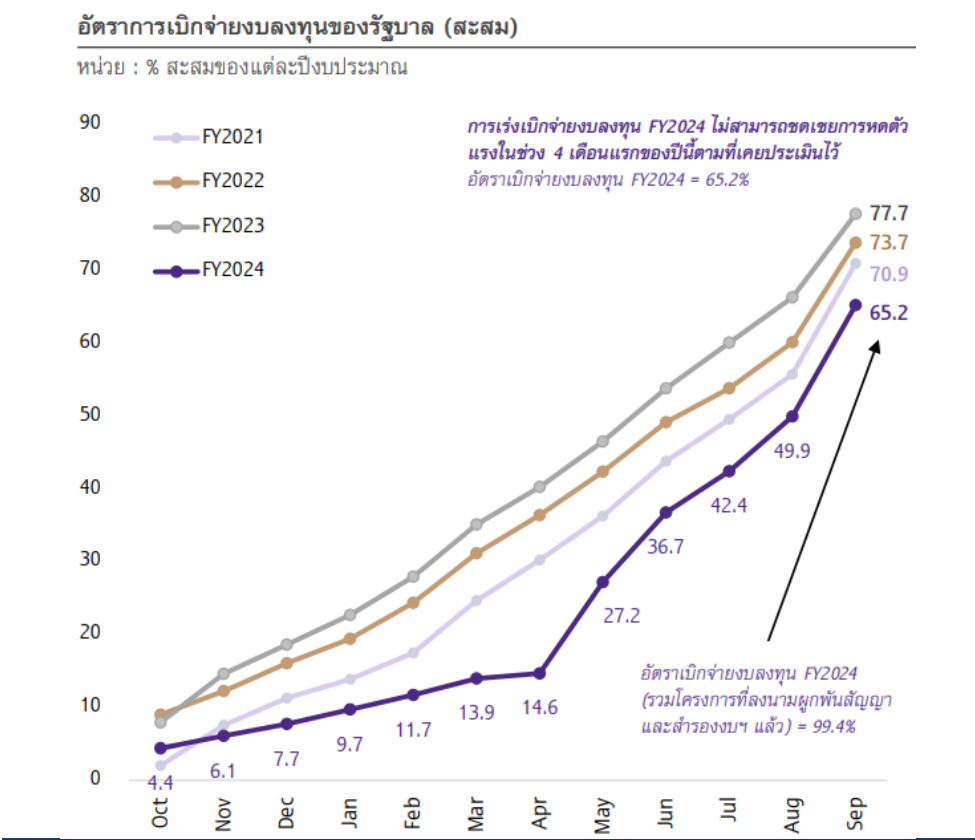
Source: BoT

Exhibit 10: Budget disbursement accumulation

	----- At end Sep -----					-- At end Aug --
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Department of Highways	74%	77%	86%	90%	96%	62%
Department of Rural Road	87%	82%	89%	91%	90%	42%
Royal Irrigation Department	81%	81%	82%	83%	89%	57%
Department of Public Works and Town & Country Planning	66%	65%	62%	47%	42%	36%

Source: SCB EIC

Exhibit 11: Budget disbursement accumulation



Source: SCB EIC

การลงทุนภาครัฐมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจในปี 2025

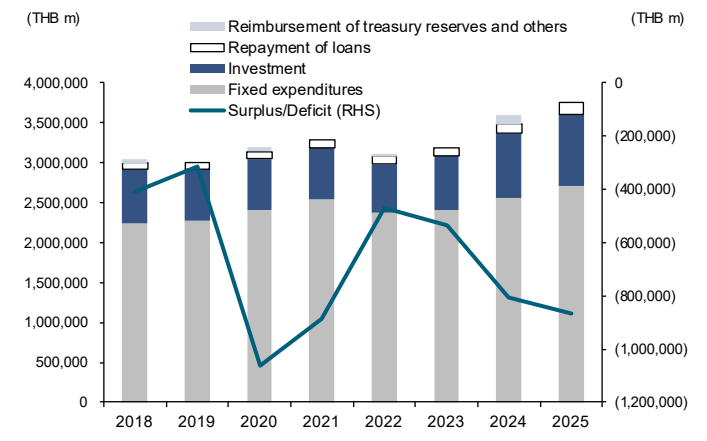
สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศก.พัฒนา) ประมาณการตัวเลข GDP ขยายตัว ในปี 2024 ที่ 2.6% และปี 2025 ที่ 2.3-3.3% โดยมีการลงทุนภาครัฐเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญ จากคาดการณ์การลงทุนภาครัฐมีอัตราเติบโตมากที่สุด +6.5% ในปี 2025จากปี 2024 ที่คาด +2.4% หลังการใช้จ่ายภาครัฐกลับมาเร่งขึ้นในช่วง 2H24 จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณปี 2024 ที่ล่าช้าในช่วงก่อนหน้า และกรอบงบลงทุนภาครัฐที่สูงขึ้นในงบประมาณปี 2025 ซึ่งมีผลบังคับใช้เดือนต.ค. 2024 มีวงเงิน 3.75 ล้านล้านบาท เพิ่มขึ้น 7.8% จากปีงบประมาณก่อนหน้า เป็นสัดส่วนรายจ่ายลงทุนเพิ่มขึ้นเป็น 24% (เทียบกับงบประมาณปี 2024 ที่ 22% และค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลังที่ 21%) หรือ 9.64 แสนล้านบาท (+41.2% y-y) ส่วนการลงทุนภาครัฐในปีงบประมาณปี 2025 มีวงเงินรวมเพิ่มขึ้นเป็น 1.387 ล้านล้านบาท (+16.1% y-y) อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชนประเมินว่าปี 2024 จะหดตัว 0.5% y-y แต่กลับมาขยายตัวได้ +2.8% y-y ในปี 2025 จากการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรมและการส่งออก ตามมูลค่าการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนของ Board of Investment (BOI) ที่ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

Exhibit 12: NESDC and BoT economic projections

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	----- NESDC -----		--- Bank of Thailand ---	
	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	2024E	2025E	2024E	2025E
Real GDP growth	4.2	2.3	(6.4)	1.5	2.6	1.9	2.6	2.3-3.3	2.7	2.9
Private consumption	4.6	4.0	(0.8)	0.6	6.3	7.1	4.8	3.0	4.2	2.5
Private investment	4.1	2.7	(8.1)	3.0	5.1	3.2	(0.5)	2.8	(2.8)	2.9
Public consumption	2.6	1.7	1.4	3.7	(0.0)	(4.6)	1.7	2.1	2.0	2.6
Public investment	2.8	0.1	5.1	3.4	(4.9)	(4.6)	2.4	6.5	1.1	4.5
Export value growth (USD b)	7.5	(3.3)	(6.5)	19.2	5.5	(1.7)	3.8	2.6	4.8	2.6
Headline inflation	1.1	0.7	(0.8)	1.2	6.1	1.2	0.5	0.3-1.3	0.5	1.2
Current account to GDP (%)	5.6	7.0	4.2	(2.0)	(3.2)	1.3	2.5	2.6	-	-
Number of tourist arrivals (m)	38.2	39.9	0.0	0.4	11.2	28.1	36.0	38.0	36.0	39.5

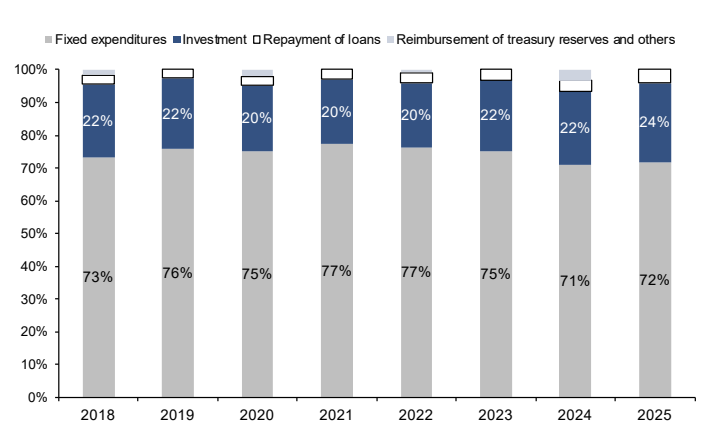
Sources: NESDC and BoT

Exhibit 13: Fiscal budget



Source: Budget Bureau

Exhibit 14: Fiscal budget



Source: Budget Bureau

นอกเหนือจากการผลักดันการลงทุนโครงการใหม่ ภาพรวมการก่อสร้างยังเร่งขึ้นตามความคืบหน้าของการก่อสร้างโครงการใหญ่ที่อยู่ระหว่างดำเนินการ ประกอบด้วย

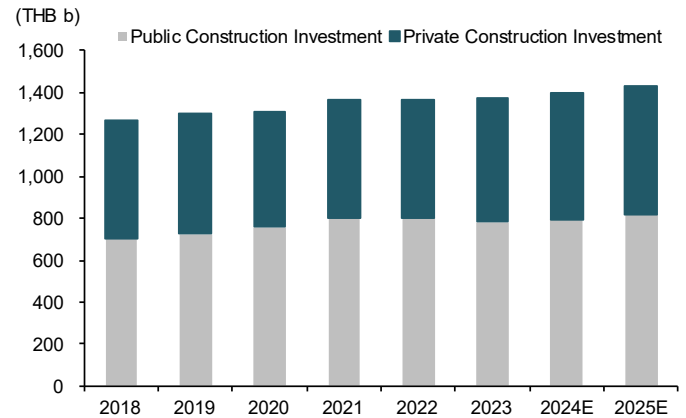
- 1) รถไฟความเร็วสูงไทย-จีน ระยะที่ 1 ช่วงกรุงเทพฯ-นครราชสีมา มีทั้งหมด 14 สัญญา วงเงินรวม 1.8 แสนล้านบาท อยู่ระหว่างก่อสร้าง 10 สัญญา และอยู่ระหว่างเตรียมการก่อสร้าง 4 สัญญา
- 2) รถไฟทางคู่สายใหม่ 2 โครงการคือ ช่วงเด่นชัย-เชียงรายได้-เชียงของ จำนวน 3 สัญญา วงเงิน 7.3 หมื่นล้านบาท ปัจจุบันคืบหน้า 17% และช่วงบ้านไผ่-มุกดาหาร-นครพนม จำนวน 2 สัญญา วงเงิน 6.7 หมื่นล้านบาท ปัจจุบันคืบหน้า 20% ระยะเวลาก่อสร้างปี 2022-2027
- 3) รถไฟฟ้า สายสีชมพูส่วนต่อขยาย ช่วงสถานีศรีรัช-เมืองทองธานี ปัจจุบันคืบหน้า 70% กำหนดเปิดให้บริการปี 2025 และสายสีม่วงใต้ ช่วงเตาปูน-ราษฎร์บูรณะ (วงแหวนกาญจนาภิเษก) ปัจจุบันคืบหน้า 40% กำหนดเปิดให้บริการปี 2028 ขณะที่สายสีส้ม ผังตะวันออก (ช่วงศูนย์วัฒนธรรม-มีนบุรี) ปัจจุบันก่อสร้างงานโยธาแล้วเสร็จ และอยู่ระหว่างรอกการติดตั้งระบบรถไฟฟ้า ใช้ระยะเวลา 3 ปี 6 เดือน ส่วนฝั่งตะวันตก (ช่วงบางขุนนนท์ – ศูนย์วัฒนธรรมฯ) วงเงิน 1.1 แสนล้านบาท ผู้ชนะประมูล BEM ได้ลงนามจ้าง CK ในเดือนก.ค. 2024 และคาดว่าจะเริ่มก่อสร้างใน 4Q24 ใช้ระยะเวลา 6 ปี ก่อนเปิดให้บริการปี 2030
- 4) โครงการในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC)
 - โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน มูลค่า 2.2 แสนล้านบาท ซึ่งบริษัท เอเซีย เอราวัน จำกัด (กลุ่มซีพี) เป็นผู้ชนะและเซ็นสัญญาในปี 2019 ปัจจุบันยังไม่เริ่มก่อสร้างเนื่องจากอยู่ระหว่างเจรจาแก้ไขสัญญา อย่างไรก็ตามที่ประชุมกพอ.วันที่ 11 ต.ค. 2024 มีข้อสรุปแนวทางการแก้ไขสัญญารถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และเห็นชอบปรับเปลี่ยนแนวทางการโครงการศูนย์ซ่อมบำรุงอากาศยานอู่ตะเภา (MRO) ก่อนเสนอกรมพิจารณาเห็นชอบและลงนามกับบริษัท เอเซีย เอราวัน จำกัด ภายในเดือนธ.ค.นี้ โดยคาดว่าจะเริ่มงานก่อสร้างใน 1Q25
 - โครงการพัฒนาศูนย์ซ่อมอากาศยานอู่ตะเภาและเมืองการบินภาคตะวันออกของกลุ่ม UTA คาดได้รับแจ้งเริ่มก่อสร้าง (NTP) ในต้นปี 2025 เนื่องจากรอความชัดเจนของสัญญารถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน

อ้างอิงจากบทวิเคราะห์ของ SCB EIC ในวันที่ 9 ก.ย. 2024 มีคาดการณ์มูลค่าการก่อสร้างภาครัฐในปี 2024 ขยายตัว +1% y-y และ +3% y-y ในปี 2025 โดยเป็นโครงการก่อสร้างภาครัฐเป็นหลักจากการเสนอเปิดประมูลโครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานโดยเฉพาะโครงการเมกะโปรเจกต์ด้านการคมนาคม ขณะที่มูลค่าการก่อสร้างภาคเอกชนคาดว่าจะขยายตัว +2% y-y ในปี 2024 และปี 2025 +1% y-y ท่ามกลางการก่อสร้างโครงการที่อยู่อาศัยยังฟื้นตัวช้าและอุปทานพื้นที่สำนักงานให้เช่าอยู่ระดับสูง

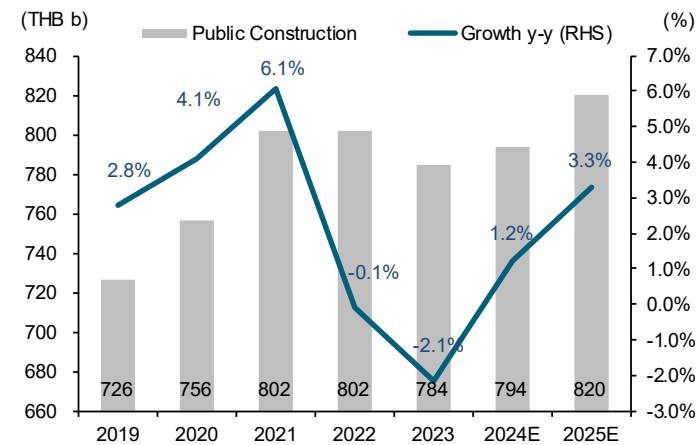
ขณะที่ตัวเลขคาดการณ์ข้างต้นถือว่าสอดคล้องกับวิจัยกรุงศรี (อ้างอิงบทวิเคราะห์เดือนมี.ค. 2024) คาดว่าในปี 2024-2026 มูลค่าการลงทุนก่อสร้างรวมเติบโตในอัตรา 3.0-4.0% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าช่วง 3 ปีย้อนหลัง (ปี 2021-2023) ที่เติบโตเฉลี่ย 1.6% CAGR โดยมูลค่าการลงทุนก่อสร้างภาครัฐคาดว่าจะขยายตัวเฉลี่ย 3.5-4.0% ต่อปี (เทียบกับปี 2021-2023 โต 1.3% CAGR) จากการเร่งรัดดำเนินงานโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่โดยเฉพาะการพัฒนาระบบโลจิสติกส์ ส่วนมูลค่าการลงทุนก่อสร้างภาคเอกชนคาดว่าจะทยอยฟื้นตัว 3.0-3.5% ต่อปี (เทียบกับปี 2021-2023 โต 2% CAGR) จากที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ตามกำลังซื้อปรับตัวขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานคืบหน้ามากขึ้น

Exhibit 15: Construction Investment Forecast

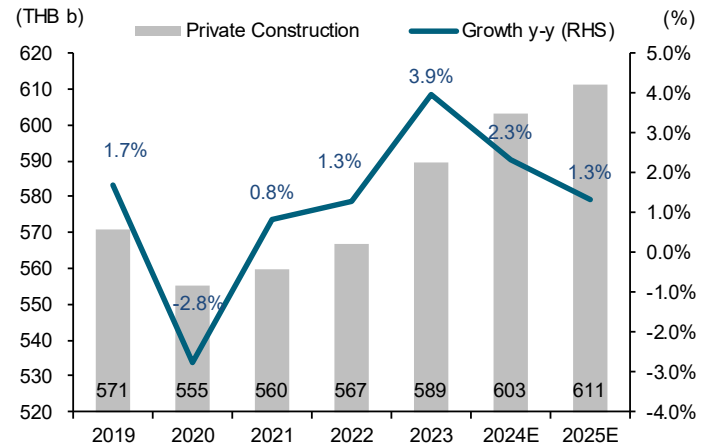
Source: SCB EIC

Exhibit 16: Construction Investment breakdown by owner

Source: SCB EIC

Exhibit 17: Public Construction Investment Forecast

Source: SCB EIC

Exhibit 18: Private Construction Investment Forecast

Source: SCB EIC

Exhibit 19: Construction Investment Forecast

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E-2026E
	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)	(y-y%)
Public Construction Investment	3.1	2.8	4.1	6.1	-0.1	-2.2	1.0-1.5	4.0-4.5	4.5-5.0	3.5-4.0
Private Construction Investment	6.6	1.7	-2.8	0.8	1.3	3.9	2.5-3.0	3.5-4.0	4.0-4.5	3.0-3.5
Total	4.6	2.3	1.1	3.8	0.5	0.4	1.5-2.0	3.5-4.0	4.0-4.5	3.0-4.0

Source: Krungsri Research

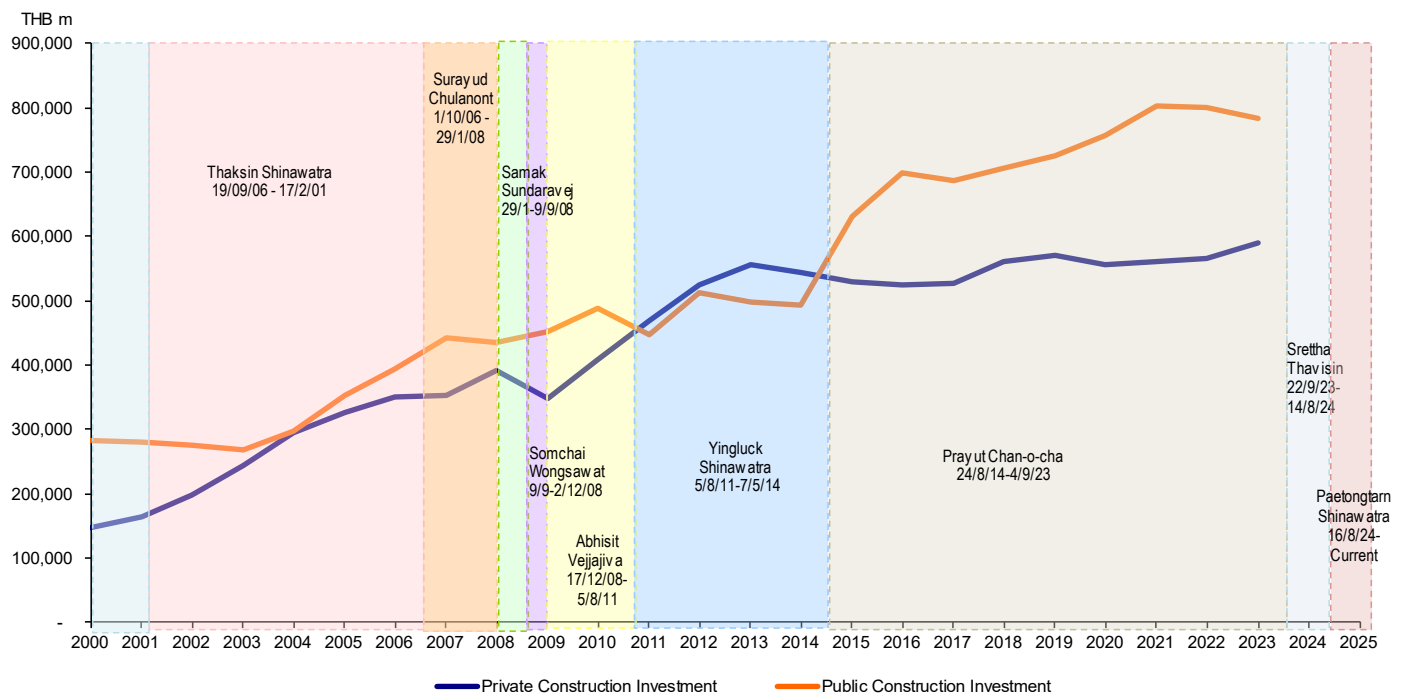
การเมืองมีเสถียรภาพ ช่วยหนุนการลงทุนก่อสร้าง

ช่วง 9M24 โครงการภาครัฐที่มีการเปิดประมูลมีเพียง 2 โครงการคือ 1) โครงการทางพิเศษคลองรัชส่วนต่อขยาย (ช่วงจตุโชติ-ถนนลำลูกกา) ระยะทาง 16.2 กม. วงเงิน 1.9 หมื่นล้านบาท ยื่นซอง 23 เม.ย. 2024 และมีผู้ยื่นซอง 4 รายคือ CK, ITD, STECON, UNIQ โดยผู้เสนอราคาต่ำสุดคือ ITD เซ็นสัญญา 22 ส.ค. และเริ่มก่อสร้างปลายปีนี้ และ 2) รถไฟฟ้าทางคู่เฟส 2 ช่วงขอนแก่น-หนองคาย ระยะทาง 167 กม. วงเงิน 2.9 หมื่นล้านบาท ยื่นซอง 20 ส.ค. 2024 และมีผู้ยื่นข้อเสนอ 4 รายคือ CK, STECON, UNIQ และกลุ่ม JV ช.ทวี-เอเอสก่อสร้าง ล่าสุดวันที่ 21 ต.ค. รฟท.ประกาศผลเป็นผู้เสนอราคาต่ำสุดคือ กลุ่ม JV ช.ทวี-เอเอสก่อสร้าง คาดลงนามสัญญาภายในสิ้นปี 2024

สถานการณ์ปัจจุบันที่การเมืองมีเสถียรภาพหลังมีความชัดเจนของรัฐบาลชุดใหม่ภายใต้การดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีของนางสาวแพทองธาร ชินวัตร ตั้งแต่วันที่ 16 ส.ค. 2024 ย่อมส่งผลบวกต่อธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่มีความอ่อนไหวสูงและเชื่อมโยงกับงบประมาณภาครัฐ โดยการแถลงนโยบายของคณะรัฐมนตรีใหม่ (ครม.) วันที่ 12 ก.ย. 2024 ระบุหนึ่งในแผนระยะยาวคือ การเดินทางลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนาดใหญ่ (Mega Projects) ทั้งทางราง ทางน้ำ ทางถนน และทางอากาศ เพื่อให้ประเทศเป็นศูนย์กลางการคมนาคมและขนส่งของภูมิภาค (Logistics Hub) สอดคล้องกับนโยบายของกระทรวงคมนาคม ซึ่งมีนายสุริยะ จึงรุ่งเรืองกิจ เป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงคมนาคม และดำรงตำแหน่งตั้งแต่ครม.ชุดเดิมในวันที่ 1 ก.ย. 2023 ถึงปัจจุบัน ทำให้สามารถสานต่อการดำเนินโครงการและนโยบายต่างๆของกระทรวงคมนาคมได้ต่อเนื่อง

เราคาดว่า การจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่จะทำให้เกิดการกระตุ้นการลงทุน ไม่เพียงแต่การผลักดันการลงทุนภาครัฐซึ่งเป็นเครื่องยนต์สำคัญขับเคลื่อนเศรษฐกิจผ่านการเดินทางเปิดประมูลโครงการขนาดใหญ่ แต่ยังช่วยหนุนความเชื่อมั่นการลงทุนภาคเอกชน โดยพิจารณาแต่ละช่วงของการปรับเปลี่ยนครม.ใหม่จะพบว่ามูลค่าการลงทุนก่อสร้างภาครัฐจะเร่งขึ้นในระยะแรก และมูลค่าการลงทุนก่อสร้างภาคเอกชนจะฟื้นตัวในระยะถัดไป

Exhibit 20: Every government aimed to boost construction investment



Source: FSSIA's compilation

วันที่ 27 ส.ค. 2024 นายสุริยะ จึงรุ่งเรืองกิจ รองนายกรัฐมนตรีและรมว.คมนาคม เผยว่ากระทรวงคมนาคมเตรียมเสนอให้กรม.พิจารณาเห็นชอบทั้งโครงการที่เคยเสนอไปแล้ว และโครงการใหม่ที่อยู่ในกระบวนการสอบถามความเห็นจากหน่วยงานอื่น จำนวน 13 โครงการ วงเงินรวม 7.3 แสนล้านบาท ประกอบด้วย

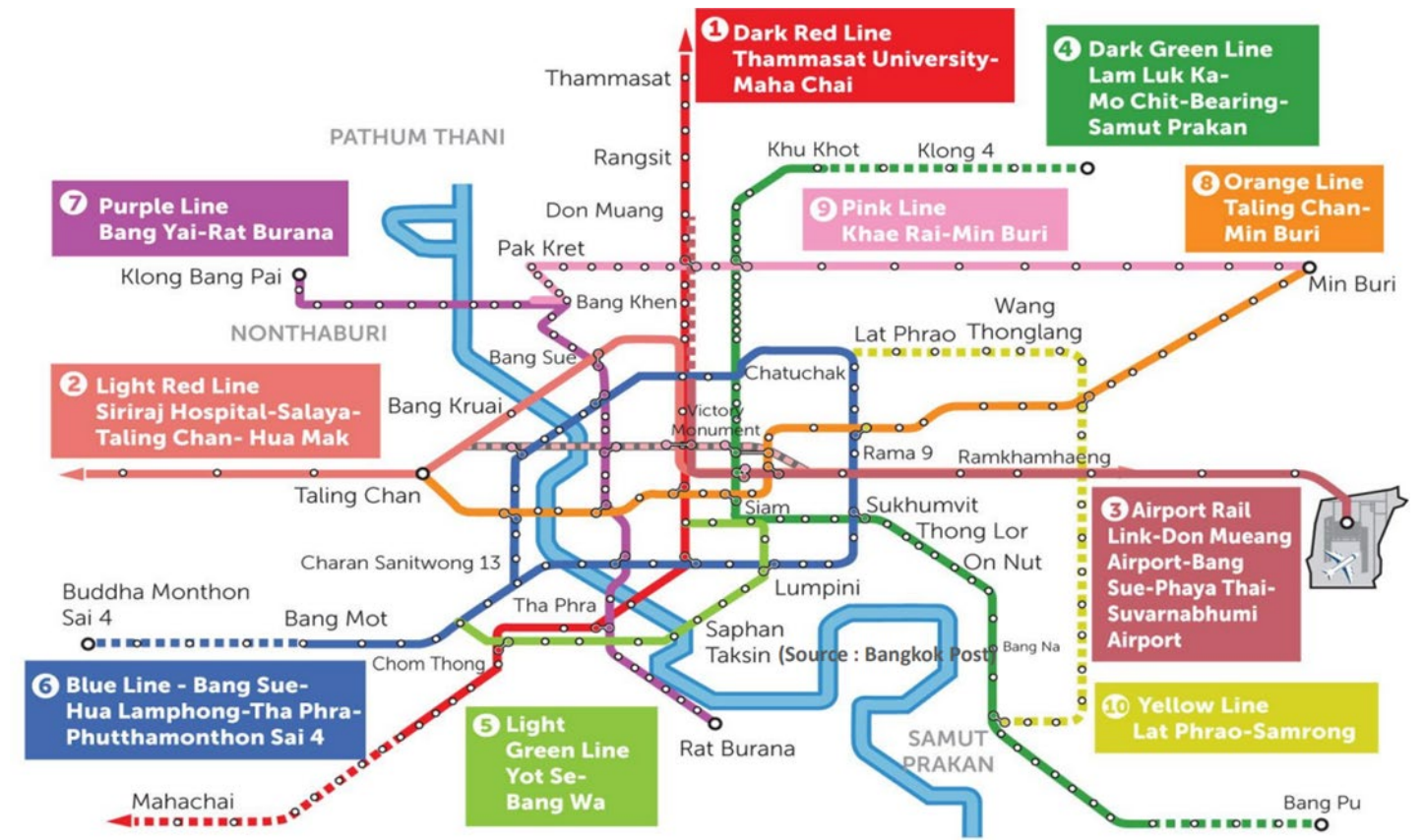
- 1) รถไฟฟ้าทางคู่ เฟส 2 รวม 6 เส้นทาง วงเงินรวม 2.45 แสนล้านบาท
- 2) รถไฟฟ้าสายสีแดงเข้ม ช่วงรังสิต-มธ.ศูนย์รังสิต วงเงินรวม 6.5 พันล้านบาท
- 3) รถไฟฟ้าสายสีแดง ช่วงศิริราช-ตลิ่งชัน-ศาลายา วงเงิน 1.5 หมื่นล้านบาท
- 4) ทางพิเศษ สายกะทุ่ม-ป่าตอง มูลค่าลงทุน 1.5 หมื่นล้านบาท
- 5)มอเตอร์เวย์ หมายเลข 5 (M5) ส่วนต่อขยายทางยกระดับอุตราภิมุข ช่วงรังสิต-บางปะอิน วงเงิน 3.1 หมื่นล้านบาท
- 6) มอเตอร์เวย์หมายเลข 9 (M9) สายวงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานคร ด้านตะวันตก ช่วงบางขุนเทียน-บางบัวทอง วงเงิน 5.6 หมื่นล้านบาท
- 7) ทางด่วนขั้นที่ 3 สายเหนือ ตอน N2 ช่วงถนนประเสริฐมนูกิจ - ถนนวงแหวนรอบนอก กรุงเทพฯ วงเงิน 1.7 หมื่นล้านบาท
- 8) รถไฟความเร็วสูงไทย-จีน ระยะที่ 2 ช่วงนครราชสีมา - หนองคาย ระยะทาง 357 กม. วงเงินรวม 3.4 แสนล้านบาท

Exhibit 21: High-Speed train plan



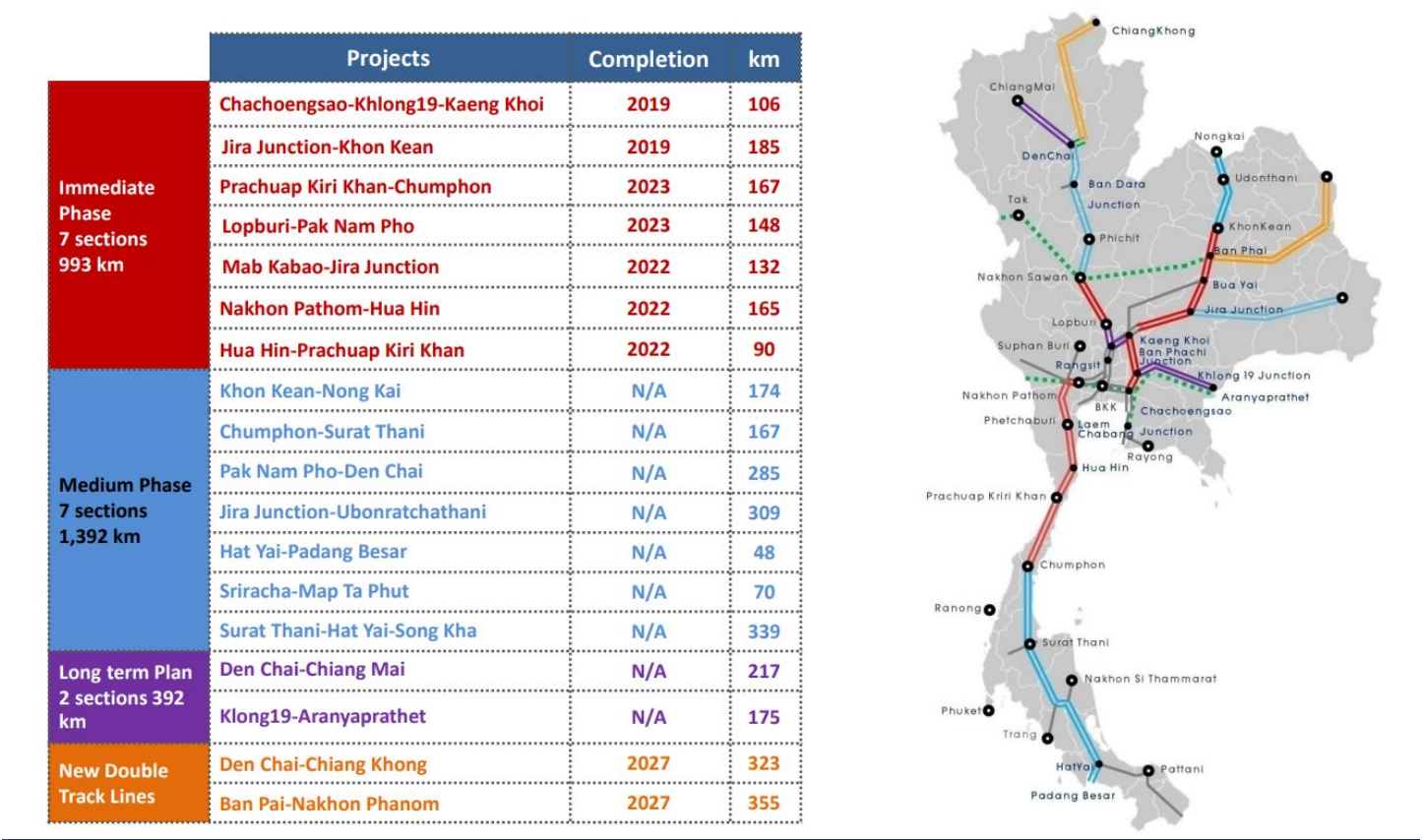
Source: Ministry of Transport

Exhibit 22: MRT plan in Bangkok



Source: Mass Rapid Transit Authority

Exhibit 23: Double Track Railway plan



Source: CK

นอกจากนี้ รัฐบาลมีแผนลงทุน 3 โครงการขนาดใหญ่ หากผลักดันโครงการได้จริง กลุ่มรับเหมาก่อสร้างจะได้รับประโยชน์โดยตรง เนื่องจากเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่ลงทุนในระยะยาวและมูลค่าสูง ซึ่งสามารถกระจายงานให้ผู้รับเหมาได้อย่างทั่วถึง ประกอบด้วย

1) โครงการ Land Bridge

โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งเพื่อพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคใต้และเชื่อมโยงการขนส่งระหว่างอ่าวไทยและอันดามัน (ชุมพร-ระนอง) เพื่อเชื่อมโยงการขนส่งระหว่างอ่าวไทยและอันดามัน) ส่งเสริมการขนส่งทางน้ำ และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทางเศรษฐกิจ โดยรพ.คมนาคมคาดการณ์ว่าเอกสารเชิญชวนร่วมลงทุน (RFP) แล้วเสร็จใน 1Q26 และคัดเลือกผู้ลงทุน 2Q26 ก่อนเซ็นสัญญากับผู้ชนะและเริ่มก่อสร้างระยะที่ 1 ใน 3Q26 พร้อมเปิดให้บริการปลายปี 2030

2) โครงการ Entertainment Complex

แนวคิดสร้างรายได้ใหม่ของรัฐด้วยการนำเศรษฐกิจนอกระบบภาษีและเศรษฐกิจใต้ดินเข้าสู่ระบบภาษี ทำให้เกิดนโยบายพัฒนาสถาบันบันเทิงครบวงจร โดยราชทูตมัยสมาคมฯเปิดเผยว่าโครงการดังกล่าวจะมีมูลค่าการลงทุนกว่า 2 แสนล้านบาท ประกอบด้วยกาสิโนถูกกฎหมาย สนามม้า โรงแรม สนามกอล์ฟ ยอร์ชคลับ ภัตตาคาร โรงละคร โรงพยาบาล การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ ศูนย์การเรียนรู้ และกิจกรรมกีฬาและบันเทิงอื่นๆ โดยปัจจุบันรพ.คลังเผยว่าถึงความคืบหน้าว่าอยู่ระหว่างการหารือถึงแผนบริหารรายได้-เก็บภาษีกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง คาดได้ข้อสรุปภายในเดือนต.ค. ก่อนนำเสนอกรม.พิจารณาต่อไป

3) โครงการสร้างไข่มุกอ่าวไทย

โครงการถมทะเลสร้างเกาะ เพื่อป้องกันน้ำท่วมกรุงเทพฯ และปริมณฑลจากระดับน้ำทะเลที่สูงขึ้น เปิดให้เอกชนลงทุน ระยะเวลาพัฒนา 20 ปี

Exhibit 24: 3 New mega projects



Source: Bangkok Biz News

ลู่รับงานเต็มใน 2H24 หุ่น Backlog จบปีเร่งขึ้น

งานในมือ (Backlog) ของบริษัทรับเหมาก่อสร้างรายใหญ่ 4 บริษัทที่เราดูแล (CK, STECON, SEAFCO, PYLON) ณ สิ้น 3Q24 คาดที่ 2.95 แสนล้านบาท ลดลงจาก 2Q24 ที่ 3.1 แสนล้านบาท แต่เร่งขึ้นมีนัยจาก 1Q24 ที่ 2.2 แสนล้านบาท จากปัจจัยเฉพาะตัวของ CK ที่ Backlog เพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่จากการรับงานรถไฟฟ้าสายสีส้มจากบริษัทร่วมอย่าง BEM วงเงินรวม 1.1 แสนล้านบาท ส่วนทางกับ STECON, SEAFCO, PYLON ที่มี Backlog ปรับตัวลงต่อเนื่อง สาเหตุจากงานในตลาดชบเซาและการแข่งขันสูง ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสถานการณ์การเมืองและการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐล่าช้า

เราประเมินว่า Backlog รวมของ 4 บริษัทในสิ้นปี 2024 อยู่ที่ 3.1 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 39% จากปี 2023 ที่ 2.3 แสนล้านบาท ผลักดันจากการเร่งขึ้นของส่วนผู้รับเหมาหลักทั้ง CK ที่เพิ่มขึ้นใน 1H24 จากรถไฟฟ้าสายสีส้ม ส่วน STECON แม้ใน 1H24 ไม่มีการเซ็นงานใหม่ แต่คาดว่าจะได้รับงานใหม่ใน 2H24 รวม 4.3 หมื่นล้านบาท อาทิ งานอาคารห้างสรรพสินค้า, โรงไฟฟ้า Solar 7 แห่ง และงาน Sub-contract จาก CK ในรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก

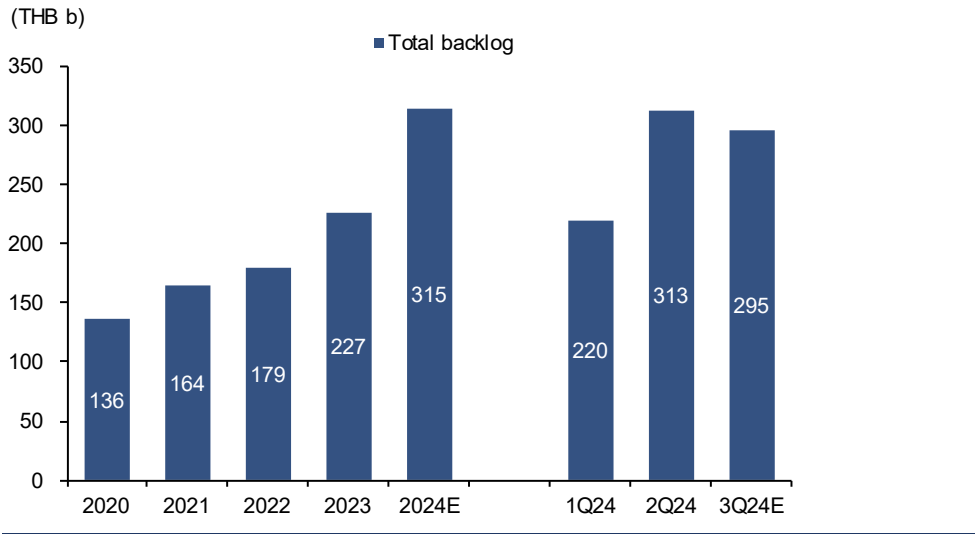
ส่วนผู้รับเหมาฐานราก คาดว่า SEAFCO จะได้รับงานฐานรากของรถไฟฟ้าสีส้มจาก CK ซึ่งเป็นพันธมิตร โดยโครงการดังกล่าวเป็นสถานีใต้ดินทั้งหมด 11 สถานี และบริษัทตั้งเป้าได้รับ 5 สถานี มูลค่ารวม 1.5 พันล้านบาท ซึ่งเราคาด 4Q24 ได้รับ 1 สถานี มูลค่า 300 ล้านบาท ก่อนจะทยอยประกาศสถานีที่เหลือในปี 2025 ขณะที่ PYLON คาดงานในมือทรงตัวระดับต่ำท่ามกลางงานในตลาดหดตัว

Exhibit 25: On-going mega projects in backlog

Type of work	Project	Project owner	Contract value (THB m)	Constructi on period	Project status
Electrified Train	MRT Purple Line (Southern Extension) Contract 1	CK 55% - STECON 41%	19,430	2022-2027	In progress
	MRT Purple Line (Southern Extension) Contract 2	CK 55% - STECON 45%	15,878	2022-2027	In progress
	MRT Orange Line (Western Extension)	CK	109,216	2024-2030	Due to commence in 4Q24
Double Track Railway Phase 1	Denchai-Chiang Rai-Chiang Khong Contract 2	CK 54% - STECON 41%	26,890	2022-2027	In progress
	Denchai-Chiang Rai-Chiang Khong Contract 3	CK 51% - STECON 39%	19,835	2022-2027	In progress
EEC	U-Tapao Airport	STECON	27,043	2025-2029	Waiting for HSR 3 airports PPP agreement
Other	Luang Prabang Hydroelectric Power	CK	99,788	2021-2030	In progress
Total			318,080		

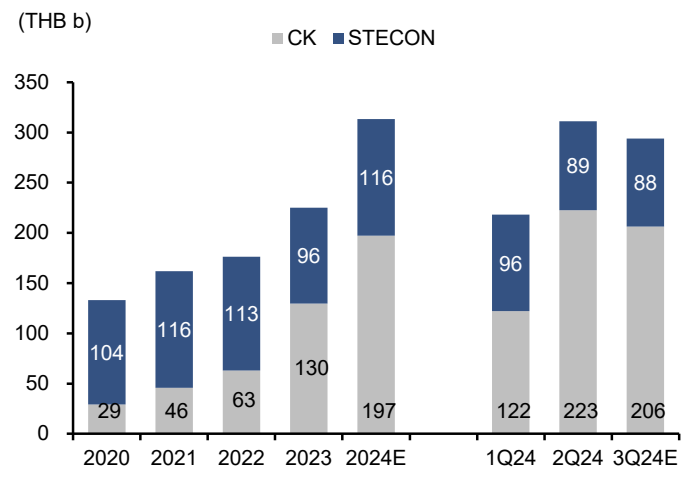
Source: FSSIA's compilations

Exhibit 26: Total backlog



Source: FSSIA's compilation

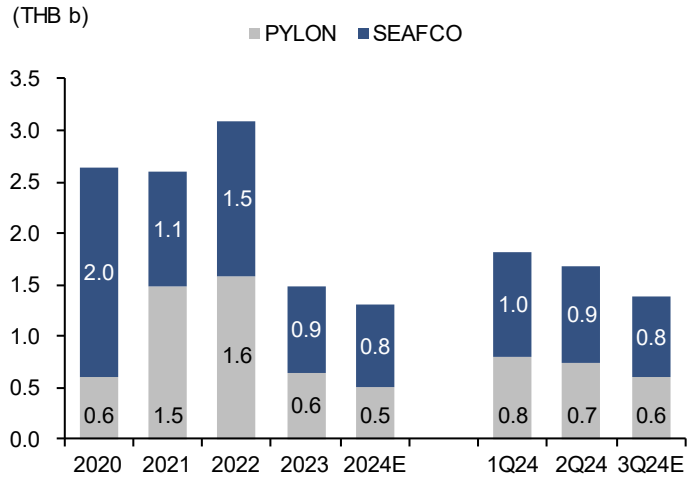
Exhibit 27: Main contractor backlog



Source: FSSIA's compilation

เราเก็บรวบรวมโครงการที่ภาครัฐมีแผนเร่งผลักดันและอยู่ระหว่างรอเสนอให้กรมพิจารณา มีทั้งหมด 15 โครงการ มูลค่ารวม 4.9 แสนล้านบาท ขณะที่เราประเมินว่าโครงการที่มีความคืบหน้าของกระบวนการที่เป็นรูปธรรมและมีโอกาสเปิดประมูลในปี 2025 จำนวน 9 โครงการ มูลค่ารวม 2.8 แสนล้านบาท ประกอบด้วย 1)มอเตอร์เวย์ M5 2) มอเตอร์เวย์ M9 3) ทางด่วน Double Deck 4) รถไฟฟ้าสายสีแดงเข้ม ช่วงรังสิต-มธ.ศูนย์รังสิต 5) รถไฟฟ้าสายสีแดงช่วงศิริราช-ตลิ่งชัน-ศาลายา 6) รถไฟฟ้าทางคู่เฟส 2 ช่วงชุมทางจิระ-อุบลราชธานี 7) รถไฟฟ้าทางคู่เฟส 2 ช่วงปากโพ-เด่นชัย 8) โครงการพัฒนาสนามบินดอนเมืองระยะที่ 3 9) โครงการก่อสร้างส่วนต่อขยายอาคารผู้โดยสารทางด้านทิศตะวันออกของสนามบินสุวรรณภูมิ คาดผลักดันให้ทิศทาง Backlog ของกลุ่มรับเหมาฯเป็นขาขึ้นต่อในปี 2025

Exhibit 28: Foundation contractor backlog



Source: FSSIA's compilation

Exhibit 29: Expected Mega Projects in 2024-2025

Type of work	Project	Project owner	Contract value (THB m)	Project status
Motorway	Utraphimuk Elevated, Rangsit-Bang Pa-In (M5)	DOH	28,360	Under MOT propose to Cabinet for approval
	Bang Khun Thian-Bang Bua Thong (M9)	DOH	56,035	Under MOT propose to Cabinet for approval
Expressway	Expressway N2 (Prasertmanukit-Outer Ring Road East section)	EXAT	16,960	Further studying and plan to open for bidding in 2024
	Double Deck Expressway : Ngam Wong Wan-Rama 9	BEM	35,000	Waiting for EIA Approval
Electrified Train	Brown Line : Khae Rai-Lumsalee	MRTA	41,720	Expect to propose to the Cabinet in 2Q25
	Dark Red Line : Rangsit-Thammasat University	SRT	6,468	Waiting for Cabinet approval
	Light Red Line : Taling chan-Siriraj Hospital-Salaya	SRT	15,364	
Double Track Railway	Jira Junction-Ubonratchathani	SRT	36,600	Waiting for Cabinet approval
	Pak nam Pho-Den Chai	SRT	59,300	
	Hat Yai-Padang Besar	SRT	7,860	
	Chum Phon-Surat Thani	SRT	28,000	
	Surat Thani-Had Yai-Song Khla	SRT	56,100	
	Den Chai-Chiang Mai	SRT	57,900	
Airport	Bangkok International Airport Phase 3	AOT	36,829	Design Process
	Suvarnabhumi Expansion (East)	AOT	10,000	Design Process
Total			492,496	

Sources: CK, STECON; FSSIA's compilation

สรุปผลประกอบการ 3Q24 และแนวโน้ม 4Q24

ภาพรวมกำไร 3Q24 ไม่เด่น มีเพียง CK เด็บโต

หุ้นกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง 4 บริษัทที่เราดูและรายงานผลประกอบการ 3Q24 รวมอยู่ที่ 863 ล้านบาท (+ 68% q-q, +3% y-y) โดย CK กำไรโตเด่นและดีกว่าคาด ส่วน PYLON, SEAFCO ใกล้เคียงคาด ขณะที่ STECON นำผิดหวังและพลิกเป็นขาดทุนจากอัตรากำไรขึ้นต้นต่ำกว่าคาดส่งผลให้เรามีการปรับลดประมาณการเป็นขาดทุนในปี 2024

ภาพรวมกำไรสุทธิ 3Q24 ของกลุ่มฯเติบโตมาจาก CK ที่เร่งขึ้นเด่น q-q, y-y จากส่วนแบ่งกำไรจากที่ขยายตัวในทุกบริษัท (BEM, CKP, LPCL) จาก High Season รวมถึง PYLON พลิกเป็นกำไรจากขาดทุนใน 2Q24 ตามอัตราการใช้เครื่องจักรที่สูงขึ้นจากการเริ่มงานใหม่

อย่างไรก็ตาม STECON และ SEAFCO มีผลขาดทุนใน 3Q24 จากอัตรากำไรขึ้นต้นลดลงเป็นระดับต่ำ โดย STECON มีผลขาดทุนในรอบ 26 ไตรมาสถูกจุดจากการบันทึกค่าซ่อมอุปกรณ์ระบายน้ำบึงหนองบอนต่อเนื่อง พร้อมรายได้ก่อสร้างที่ลดลงจากช่วงท้ายของงานหลักอย่างโรงไฟฟ้า อีกทั้ง ถูกกดดันจากส่วนแบ่งขาดทุนรถไฟฟ้าเหลือง-ชมพูต่อเนื่อง ขณะที่ SEAFCO ได้รับผลกระทบจากปริมาณน้ำฝนมากส่งผลให้บางโครงการเผชิญปัญหา Cost overrun และตั้งสำรองค่าใช้จ่ายเพิ่ม

Exhibit 30: 3Q24 net profit summary

Company	3Q23	2Q24	3Q24	Change		9M23	9M24	Change	% to 2024E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(%)
CK	641	488	1,008	106.5	57.2	1,345	1,617	20.2	89%
STECON	130	25	(147)	n/a	(213.8)	454	(110)	n/a	84%
PYLON	4	(7)	14	n/a	212.8	77	8	(89.6)	43%
SEAFCO	63	6	(11)	n/a	n/a	134	28	(79.1)	72%
Total	837	512	863	68.4	3.0	2,009	1,542	(23.2)	89%

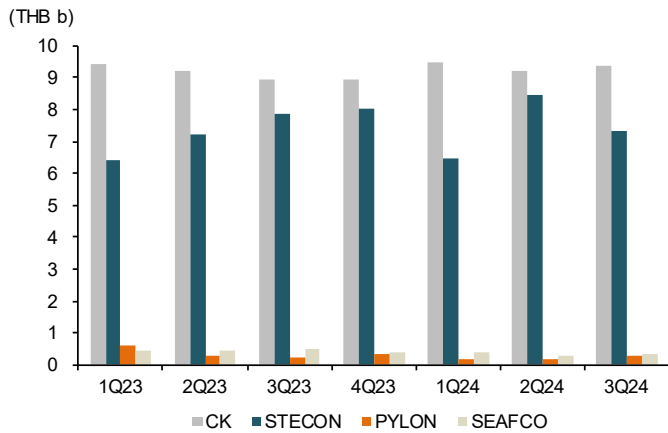
Sources: Company data; FSSIA's compilation

Exhibit 31: 3Q24 core profit summary

Company	3Q23	2Q24	3Q24	Change		9M23	9M24	Change	% to 2024E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(%)
CK	641	488	1,008	106.5	57.2	1,296	1,617	24.8	89%
STECON	130	25	(147)	n/a	n/a	454	(110)	(124.3)	100%
PYLON	4	(8)	12	n/a	272.8	75	4	(95.1)	17%
SEAFCO	63	(0.2)	(10)	n/a	n/a	115	24	(78.8)	56%
Total	837	505	863	70.9	3.2	1,940	1,535	(20.9)	87%

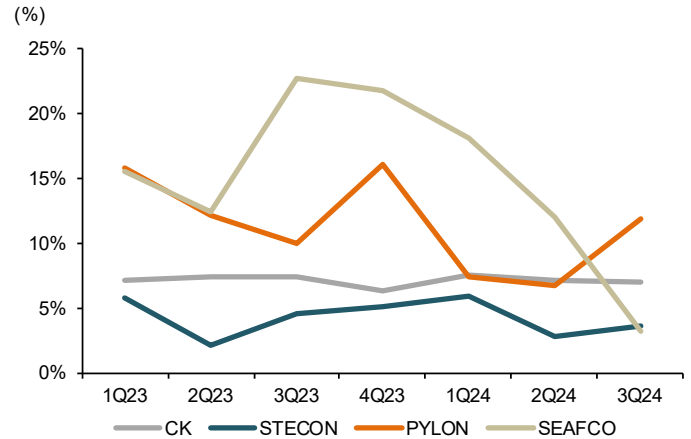
Sources: Company data; FSSIA's compilation

Exhibit 32: Quarterly revenue



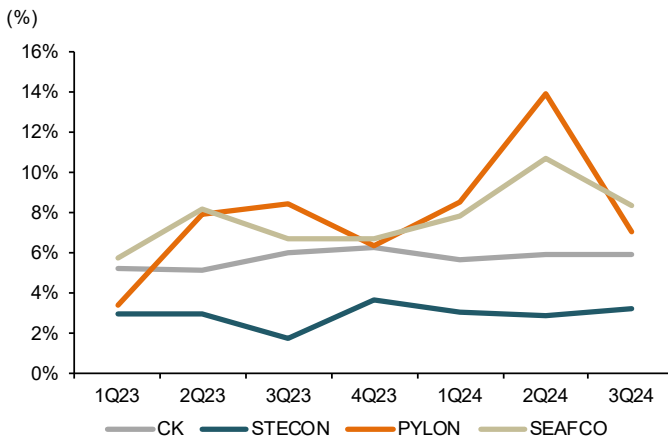
Sources: FSSIA's compilation

Exhibit 33: Quarterly GPM



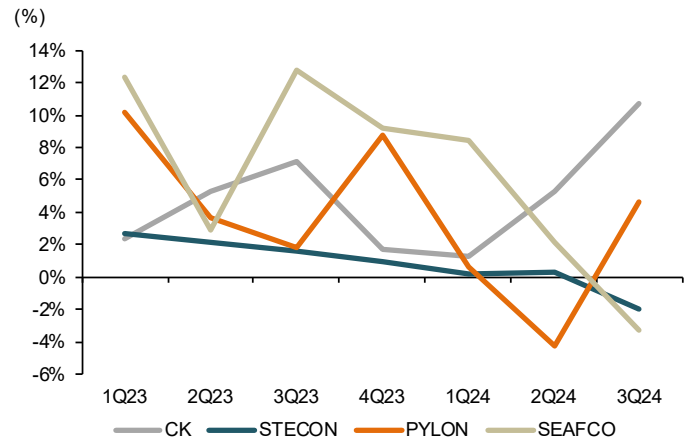
Sources: FSSIA's compilation

Exhibit 34: Quarterly SG&A to revenue



Sources: FSSIA's compilation

Exhibit 35: Quarterly NPM



Sources: FSSIA's compilation

แนวโน้มกำไร 4Q24 ไม่สดใส คาดหดตัว q-q, y-y

กำไรสุทธิ 9M24 อยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท (-23% y-y) คิดเป็น 89% ของประมาณการปี 2024 ของเรา ขณะที่งวด 4Q24 แนวโน้มกิจกรรมก่อสร้างชะลอลงจากวันหยุดจำนวนมาก ประกอบกับยังไม่มีโครงการใหม่ขนาดใหญ่เริ่มก่อสร้างและบางโครงการอยู่ในช่วงปลายงาน ส่งผลให้เราคาดการณ์การดำเนินงานหลักของกลุ่มรับเหมาฯใน 4Q24 ไม่สดใส เบื้องต้นประเมิน 170 ล้านบาท (-80% q-q, -42% y-y) โดยเทียบกับ 4Q23 คาด CK จะเป็นรายเดียวที่ทรงตัวได้ y-y แต่อ่อนลง q-q เนื่องจากไม่มีปันผลรับและบริษัทร่วมลดลงตามปัจจัยฤดูกาล ส่วน STECON และ SEAFECO ทดสอบฟื้นตัว q-q จากฐานต่ำกว่าปกติใน 3Q24 แต่ยังคงอยู่ระดับต่ำและหดตัว y-y ขณะที่ PYLON ลดลงทั้ง q-q และ y-y จากเป็นช่วงรอยต่อของงาน

Exhibit 36: 4Q24 results preview

Net profit	4Q23	3Q24	----- 4Q24E -----	
	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
CK	156	1,008	-	0
STECON	74	(147)	+	-
PYLON	30	14	-	-
SEAFECO	36	(11)	+	-
Total	295	863	-	-

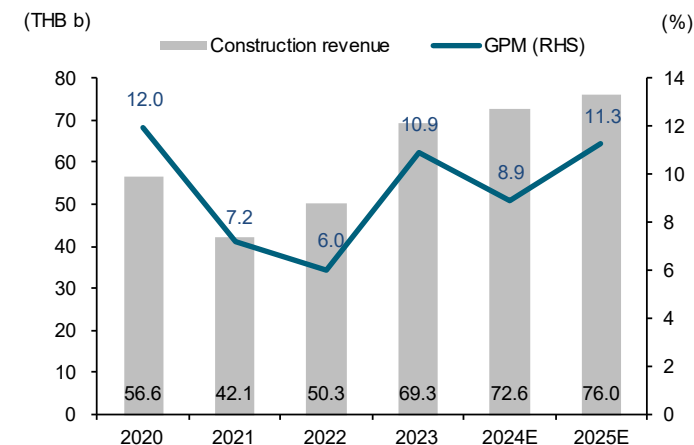
Source: FSSIA estimates

ประเมินผลประกอบการ 2024 หดตัว ก่อนฟื้นตัวในปี 2025

เราคาดการณ์ผลประกอบการปี 2024 ของกลุ่มรับเหมาฯ ที่ 1.8 พันล้านบาท (-23% y-y) โดยประเมินว่า CK จะเป็นเพียงรายเดียวที่เติบโตได้ y-y หนุนจากการเติบโตของส่วนแบ่งกำไรบริษัทรวมทั้ง BEM และ CKP รวมถึงรายได้ก่อสร้างขยายตัวจากการเดินทางก่อสร้างโครงการใหญ่ อาทิ โรงไฟฟ้าหลวงพระบาง , รถไฟฟ้าม่วงใต้ และรถไฟฟ้าทางคู่เด่นชัย ขณะที่ผู้ประกอบการรายอื่นคาดว่าจะหดตัวแรง y-y ทั้ง 3 ราย โดย STECON อ่อนแอที่สุด พลิกเป็นขาดทุนในรอบ 6 ปีถูกฉุดจากส่วนแบ่งขาดทุนของรถไฟฟ้าชมนพ-เหลือง ตามจำนวนผู้โดยสารอยู่ระดับไม่สูง รวมถึงการบันทึกค่าซ่อมแซมอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนกดดัน อัตรากำไรขั้นต้นให้อยู่ระดับต่ำ ส่วนผู้รับเหมาฯฐานราก (PYLON, SEAFCO) คาดกำไรหดตัวจากสาเหตุจากเป็นลักษณะงานระยะสั้น 3-6 เดือน ซึ่งได้รับผลกระทบของความล่าช้าของการจัดตั้งรัฐบาล ทำให้การลงทุนภาครัฐและเอกชนหดตัวท่ามกลางการแข่งขันรุนแรง ส่งผลให้ทั้งรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นปรับลง

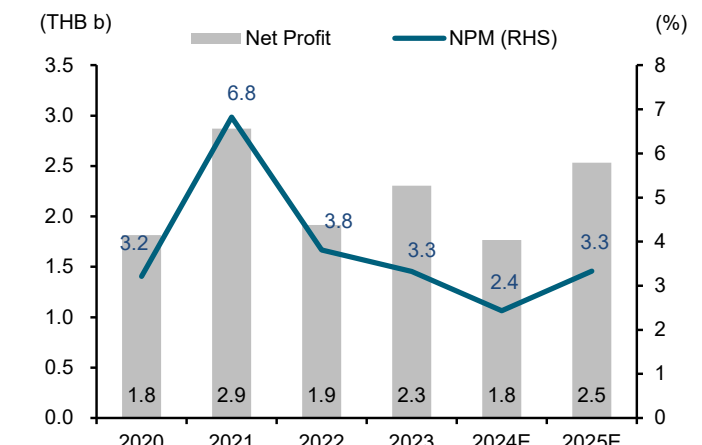
ทิศทางปี 2025 ประเมินกำไรสุทธิของกลุ่มจะฟื้นตัวเป็นระดับสูงสุดในรอบ 3 ปีที่ 2.5 พันล้านบาท (+43% y-y) โดยเราคาดการณ์ได้รวมของกลุ่มฯ +5% y-y ที่ 7.6 หมื่นล้านบาท และอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยขยับขึ้นเป็น 11.3% (จากปี 2023 ที่คาด 8.9%) แรงหนุนหลักจากการเริ่มการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีส้ม และโครงการ EEC รวมถึงโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างที่มีการรับรู้แรงขึ้นจากช่วงกลางงาน อีกทั้ง การเดินทางเปิดประมูลงานภาครัฐและการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวจะช่วยเพิ่มปริมาณงานในตลาด ขณะที่ ด้านอัตรากำไรกำไรคาดว่าจะขยับขึ้นตามทิศทางรายได้จากผลของ Economy of scale มากขึ้น, ราคาวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มทรงตัว และการแข่งขันที่ผ่อนคลายลงหลังปริมาณงานในตลาดฟื้นตัว

Exhibit 37: Sector - Yearly revenue and GPM

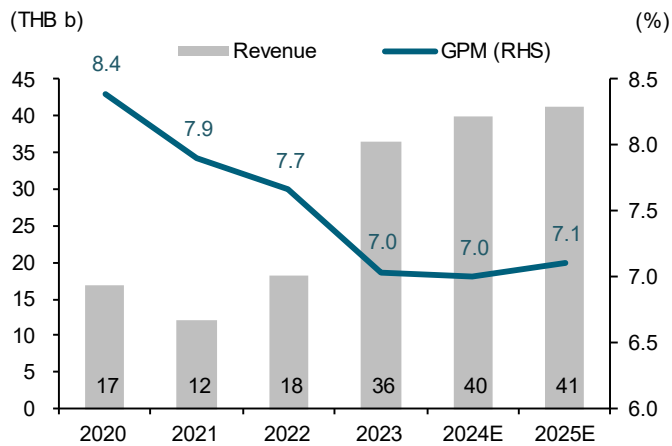


Sources: FSSIA estimates

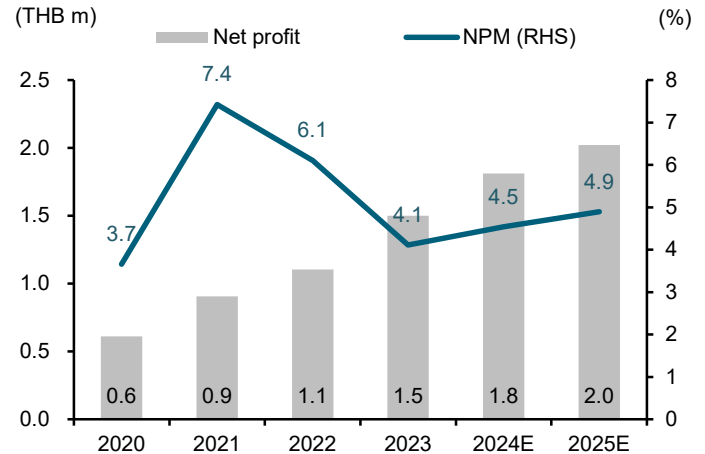
Exhibit 38: Sector - Yearly net profit and NPM



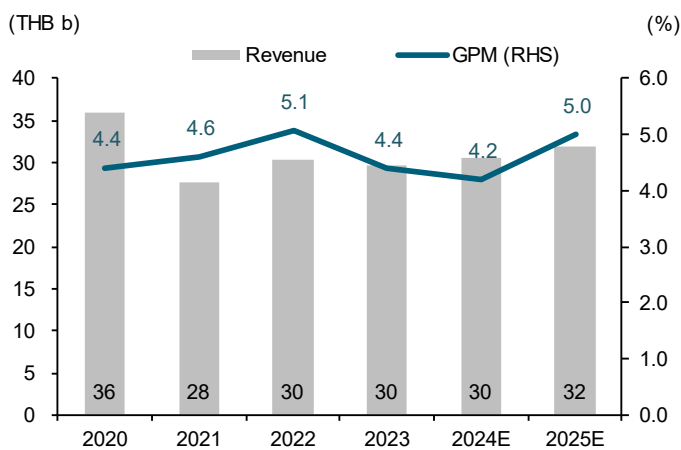
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 39: CK – Yearly revenue and GPM

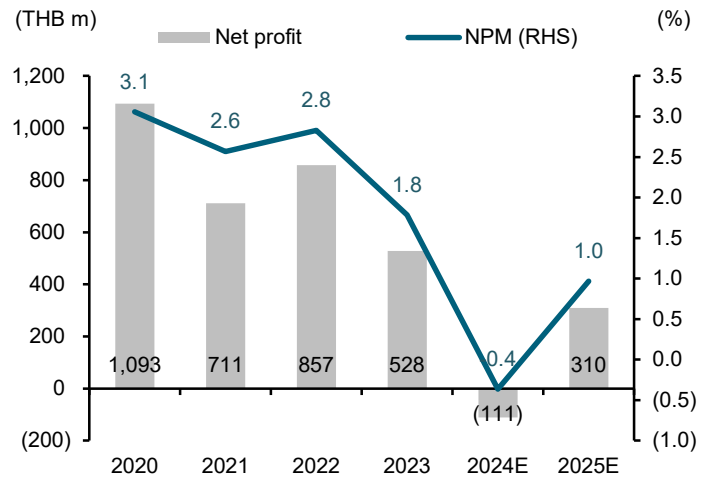
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 40: CK – Yearly net profit and NPM

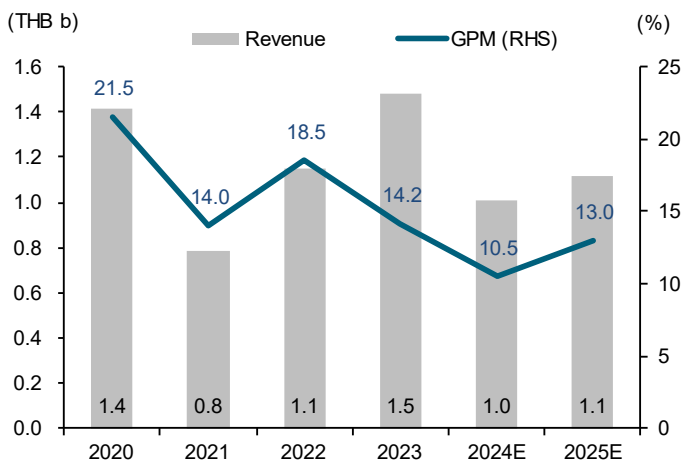
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 41: STECON – Yearly revenue and GPM

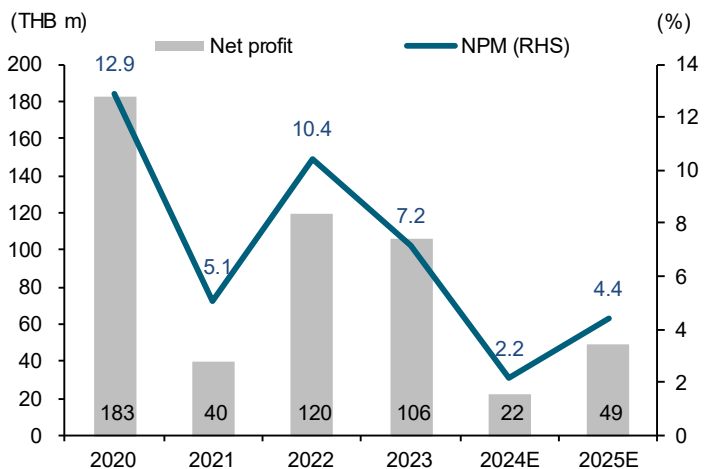
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 42: STECON – Yearly net profit and NPM

Sources: FSSIA estimates

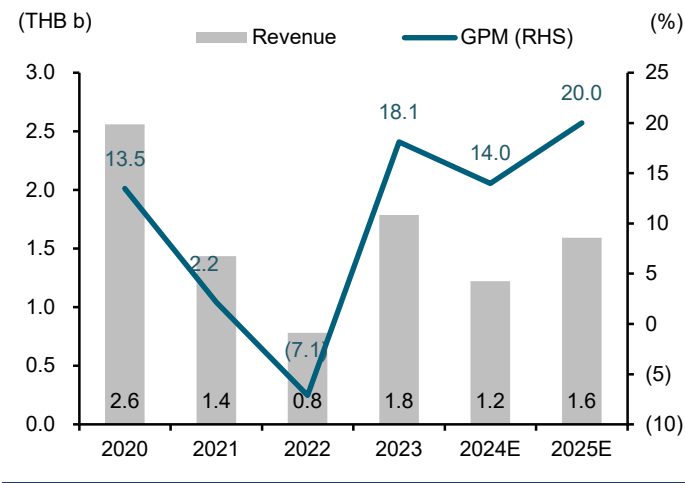
Exhibit 43: PYLON – Yearly revenue and GPM

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 44: PYLON – Yearly net profit and NPM

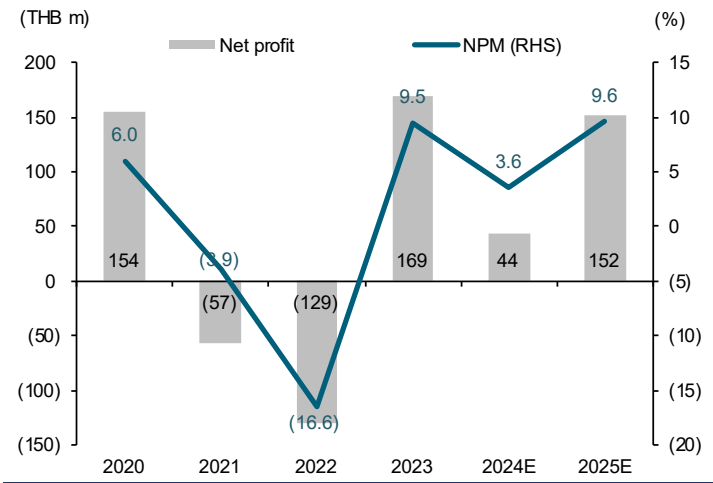
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 45: SEAFCO – Yearly revenue and GPM



Sources: FSSIA estimates

Exhibit 46: SEAFCO – Yearly net profit and NPM



Sources: FSSIA estimates

ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มทรงตัว

ต้นทุนวัสดุก่อสร้างถือเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง อาทิ คอนกรีต, เหล็ก, น้ำมัน โดยผู้รับเหมาหลัก (CK, STECON) มีสัดส่วน 15-30% ของต้นทุนรวม เนื่องจากการพึ่งพาผู้รับเหมาช่วง (Sub-Contractor) ส่วนผู้รับเหมาฐานราก (PYLON, SEAFCO) มีสัดส่วน 40-50% ของต้นทุนรวม ขณะที่ช่วง 3 ปีก่อนหน้าผู้ประกอบการต้องเผชิญปัญหาต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอ้างอิงจากข้อมูลจากกระทรวงพาณิชย์ (Construction Materials Price Index) พบว่าดัชนีวัสดุก่อสร้างรวมในปี 2023 เท่ากับ 112.9 เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 5% CAGR ในปี 2021-2023 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่กดดันให้อัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มรับเหมาฯ ที่ลดลง

ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างเดือนม.ค.-ต.ค. 2024 เท่ากับ 113.4 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 0.4% จากปี 2023 ที่ 112.7 จากหมวดไม้และคอนกรีตที่สูงขึ้นตามค่าขนส่ง อย่างไรก็ตาม มีการลดลงของหมวดเหล็กจากอุปทานเหล็กส่วนเกินสูงจากจีนและหมวดซีเมนต์จากการชะลอตัวภาคอสังหาริมทรัพย์ ส่งผลให้ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างปี 2024 มีแนวโน้มทรงตัวจากปี 2023 ขณะที่วัสดุก่อสร้างส่วนใหญ่มีส่วนเกี่ยวข้องและแปรผันตาม โดยอ้างอิงข้อมูลจากสภาพัฒน์ (NESDC) คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบดูไบทรงตัวในปี 2024-2025 ที่ 80 ดอลลาร์/บาร์เรล และ 75-80 ดอลลาร์/บาร์เรล ตามลำดับ ส่วนสำนักงานสารสนเทศด้านการพลังงาน (EIA) คาดราคาน้ำมันเบรนท์ปี 2024 ที่ 83 ดอลลาร์/บาร์เรลเฉลี่ย (เทียบกับปี 2023 ที่ 82.1 ดอลลาร์/บาร์เรล และ 9M24 เฉลี่ย 81.6 ดอลลาร์/บาร์เรล) และปี 2025 ที่ 84 ดอลลาร์/บาร์เรล ซึ่งเพิ่มขึ้นในอัตราต่ำ และเป็นระดับต่ำกว่าปี 2022 ที่ 95.9 ดอลลาร์/บาร์เรล

ผู้ประกอบการมุ่งบริหารจัดการต้นทุน อาทิ การทำสัญญาซื้อขายวัสดุก่อสร้างตั้งแต่เริ่มโครงการเพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง กรณีงานภาครัฐจะเป็นสัญญาแบบปรับราคาได้ (ค่า K) ซึ่งบริษัทมีสิทธิได้รับพิจารณาเงินเพิ่มราคางานจากสัญญาตามเกณฑ์การคำนวณของกระทรวงพาณิชย์โดยได้รับการชดเชยในส่วนของผลต่างราคาวัสดุก่อสร้าง ณ วันที่ประกวดราคาเทียบกับวันส่งมอบงานในแต่ละงวด นอกจากนี้ การพิจารณาจ้างผู้รับเหมาช่วง (Sub-contractor) เพื่อลดค่าใช้จ่ายทางอ้อม อีกทั้ง ผู้ประกอบการพยายามสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละช่วงในการเสนอราคาประมูลโครงการ

Exhibit 47: Structure of construction costs (2023)

Company	Sub-contract (%)	Construction materials (%)	Labor (%)	Others (%)
CK	55-60	15-20	10-12	10
STECON	40-45	25-30	12-15	10
PYLON		40-50	16	30
SEAFCO		40-50	16	30

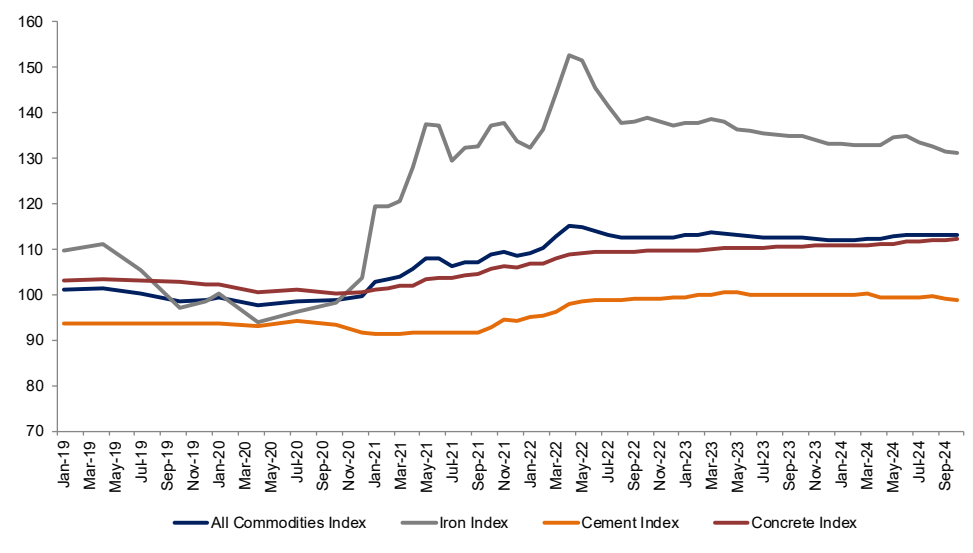
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 48: Sensitivity analysis of change in GPM

Company	2025E GPM (%)	2025E net profit (THB m)	----- Impact of change in GPM to 2025E net profit -----		
			-25bps	-50bps	-100bps
CK	7.1	2,022	-3.9%	-7.7%	-15.3%
STECON	5.0	310	-23.8%	-47.5%	-95.0%
PYLON	13.0	49	-4.6%	-9.1%	-18.3%
SEAFCO	20.0	152	-2.0%	-4.1%	-8.1%

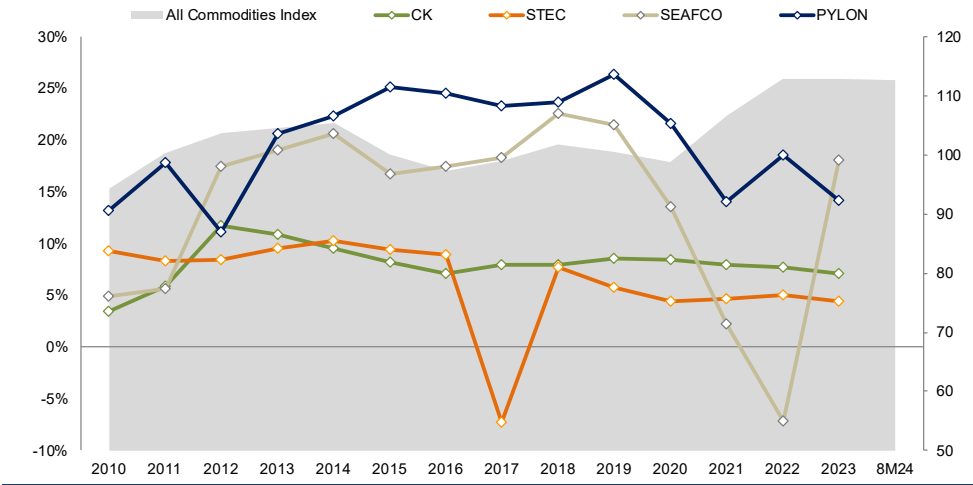
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 49: Construction Materials Price Index



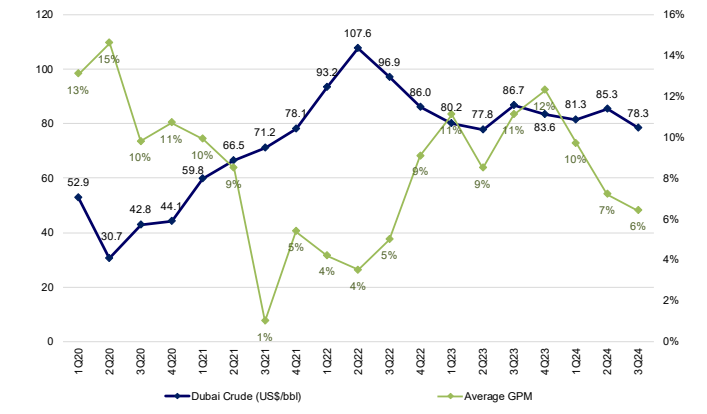
Source: MOC

Exhibit 50: All commodities index and %GPM



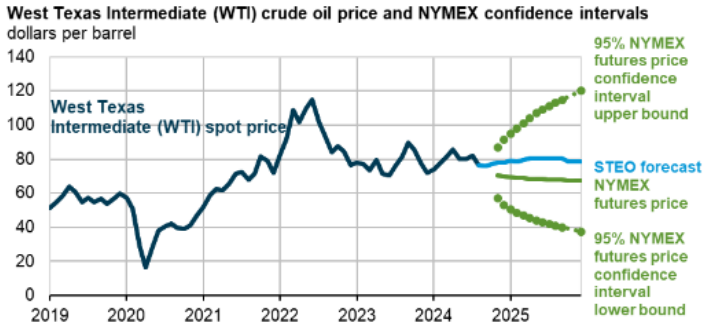
Sources: MOC; FSSIA's compilation

Exhibit 51: Dubai crude and %GPM



Source: Aspen

Exhibit 52: Oil price outlook



Source: EIA

การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็นประเด็นต้องติดตาม

แรงงานถือเป็นปัจจัยสำคัญในงานก่อสร้าง และเป็นธุรกิจที่พึ่งพาแรงงานจำนวนมาก (Labor-intensive) โดยสถานการณ์แรงงานในปัจจุบันไม่เกิดภาวะขาดแคลน อ้างอิงตัวเลขจำนวนแรงงานต่างด้าว สัญชาติ กัมพูชา ลาว เมียนมา และเวียดนามในกิจการก่อสร้างในเดือนส.ค. 2024 มีทั้งหมด 6.9 แสนราย มากกว่าช่วงก่อน Covid-19 ที่ 5.5-6.0 แสนราย และเทียบกับช่วงที่ขาดแคลนแรงงานในปี 2020-2022

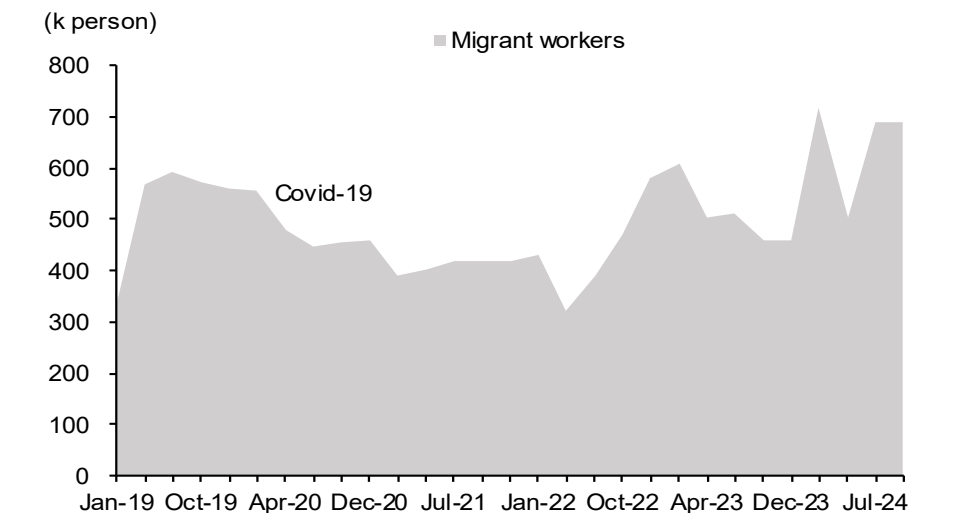
สำหรับประเด็นภาครัฐมีนโยบายการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 400 บาท/วันทั่วประเทศ ซึ่งจะเป็นการปรับค่าจ้างเพิ่มขึ้น 16% จากค่าเฉลี่ยในปัจจุบันที่ 345 บาท/วัน อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันยังไม่มีข้อสรุปและอยู่ระหว่างรอการประชุมบอร์ดค่าจ้างซึ่งยังเลื่อนออกไปไม่มีกำหนด โดยรมว.แรงงานตั้งเป้าให้แล้วเสร็จภายในปีนี้ (จากแผนเดิม 1 ต.ค. 2024)

อ้างอิงจากบทวิเคราะห์ของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (วันที่ 2 พ.ค. 2024) ระบุว่าอุตสาหกรรมก่อสร้าง มีลูกจ้างประมาณ 5.4 แสนคน ซึ่ง 2.2 แสนรายที่ได้รับค่าจ้างต่ำกว่า 400 บาท/วัน (41% ของลูกจ้างทั้งหมด) ขณะที่หากพิจารณาจำนวนสถานประกอบการที่อยู่ในธุรกิจก่อสร้างพบว่า มีผู้ประกอบการที่จ่ายค่าจ้างน้อยกว่า 400 บาท/วันให้กับลูกจ้างทั้งหมดเป็นสัดส่วน 22% และจ่ายให้ลูกจ้างบางส่วนเป็นสัดส่วน 41% ขณะที่ผู้ประกอบการสัดส่วน 37% ไม่มีลูกจ้างที่ได้รับค่าจ้างน้อยกว่า 400 บาท/วัน

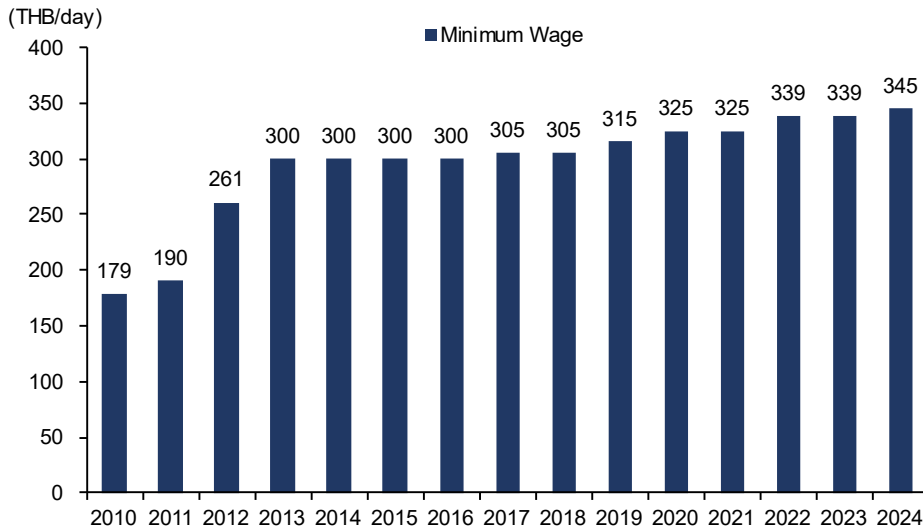
หากเราอิงตามตัวเลขใกล้เคียงกับบทวิเคราะห์ข้างต้น สมมติฐานลูกจ้างที่ได้รับค่าจ้างต่ำกว่า 400 บาท/วันมีสัดส่วน 40% ของลูกจ้างทั้งหมด ขณะที่โครงสร้างต้นทุนของผู้รับเหมา 4 รายที่เราดูแล (CK, STECON, PYLON, SEAFCO) พบว่ามีสัดส่วนต้นทุนแรงงานเฉลี่ยราว 15% ของต้นทุนรวม หากสมมติฐานปรับเพิ่มค่าจ้างเพิ่มขึ้นจากเดิม 10% ให้กับแรงงานในสัดส่วน 40% ของแรงงานทั้งหมด จะส่งผลให้ต้นทุนรวมเพิ่มขึ้นจากเดิมราว 1% และกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 2025 ของกลุ่มรับเหมาฯราว 11% โดยผู้ที่ถูกกระทบมากที่สุดคือผู้ที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำอย่าง STECON รองลงมาเป็น PYLON ที่ฐานกำไรไม่สูง

อย่างไรก็ตาม ผลกระทบอาจน้อยกว่าที่เราประเมินข้างต้น เนื่องจากส่วนใหญ่เป็นการจ้างแรงงานที่มีฝีมือซึ่งค่าจ้างสูงกว่าอัตราค่าแรงขั้นต่ำ บวกกับพื้นที่ก่อสร้างส่วนใหญ่อยู่ในกรุงเทพฯ และปริมณฑลซึ่งได้รับผลกระทบน้อยกว่าพื้นที่ต่างจังหวัดที่มีอัตราการปรับขึ้นมากกว่า ขณะที่ความอ่อนไหวของผลประกอบการแต่ละรายขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย โดยเฉพาะประเภทงานและความต่อเนื่องของงานก่อสร้างที่อยู่ระหว่างดำเนินการ รวมถึงความสามารถในการจัดการต้นทุนให้มีประสิทธิภาพ อาทิ ผู้รับเหมาหลักที่มีสัดส่วนหลักจากการพึ่งพา Sub contract จะเป็นส่วนช่วยลดความเสี่ยง, งานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานอย่างรถไฟฟ้าจะมีการนำเครื่องจักรมาใช้มากกว่า

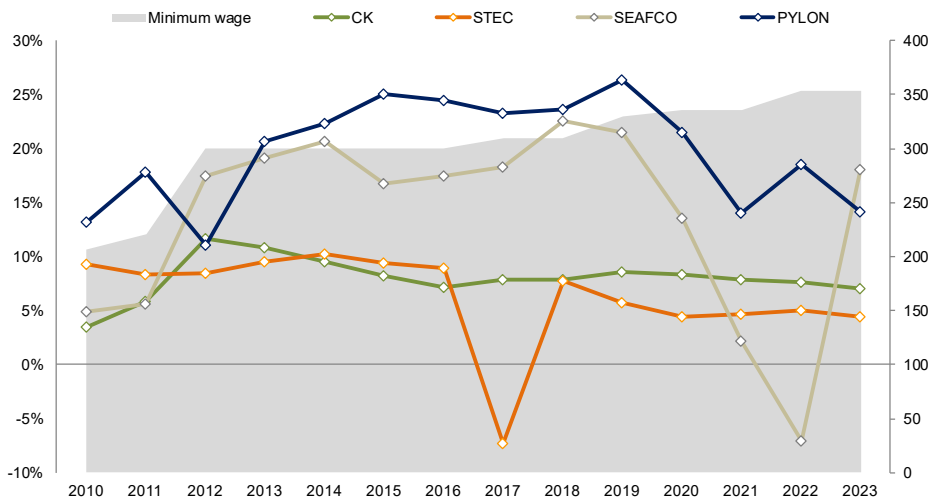
Exhibit 53: Migrant workers from Myanmar, Laos, Cambodia, Vietnam



Source: Foreign Workers Administration Office

Exhibit 54: Minimum wage

Source: FSSIA's compilation

Exhibit 55: Minimum wage (THB/day) and %GPM

Source: FSSIA's compilation

Exhibit 56: Impact of minimum wage hike to THB400/day

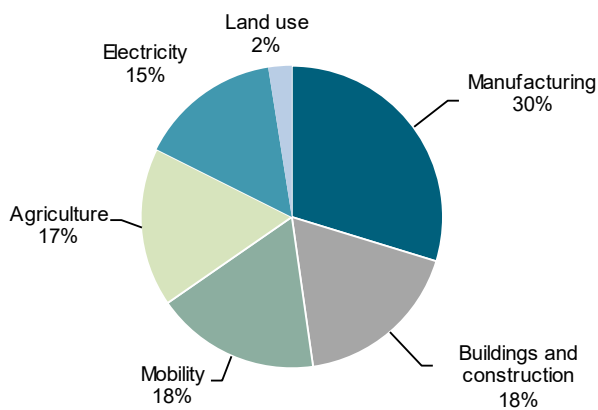
Company	Labor to total costs assumption	GPM 2025E	Net profit 2025E	If increased all workers		If increased 40% workers	
	(%)	(%)	(THB m)	GPM 2025E	Impact to net profit 2025E	GPM 2025E	Impact to net profit 2025E
CK	12	7.1	2,022	6.0%	-17.1%	6.7%	-6.8%
STECON	15	5.0	310	3.6%	-135.3%	4.4%	-54.1%
PYLON	16	13.0	49	11.6%	-25.5%	12.4%	-10.2%
SEAFCO	16	20.0	152	18.8%	-10.4%	19.6%	-4.2%

Source: FSSIA estimates

การปรับตัวสู่การก่อสร้างสีเขียวตามแนวทาง ESG

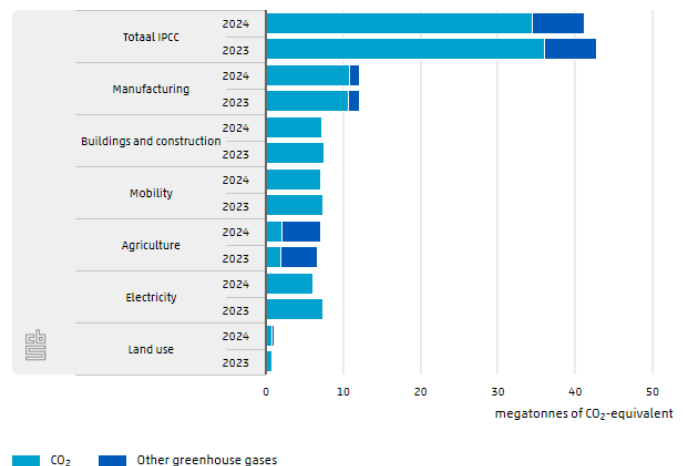
ปัจจัยสภาพแวดล้อม อาทิ การเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ภัยพิบัติตามธรรมชาติ เป็นประเด็นปัญหาที่องค์กรต่างๆ ให้ความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากเป็นปัญหาสำคัญที่ส่งผลกระทบเป็นวงกว้างต่อการดำเนินธุรกิจและความเป็นอยู่ของมนุษย์ รวมถึงอาจทำให้บริษัทมีต้นทุนในการดำเนินการเพิ่มขึ้นหรือมีผลต่อโอกาสในการรับงานของผู้รับเหมาก่อสร้างหากขาดการบริหารจัดการ ขณะที่อุตสาหกรรมก่อสร้างถือเป็นอีกหนึ่งอุตสาหกรรมที่มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสู่บรรยากาศ อ้างอิงจากข้อมูลของ Statistics Netherlands (CBS) จำแนกตามประเภทงานพบว่าภาคอาคารและการก่อสร้างมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูงสุดเป็นอันดับ 2 ในสัดส่วน 18% ของปริมาณปล่อยทั้งหมดใน 1Q24 ด้วยกิจกรรมที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม อาทิ การปล่อยมลพิษ ฝุ่นละออง เสียงดัง น้ำทิ้งหรือขยะและของเสีย

Exhibit 57: Contribution of greenhouse gas emissions, 1Q24



Source: CBS

Exhibit 58: Greenhouse gas emission by sector, 1Q24



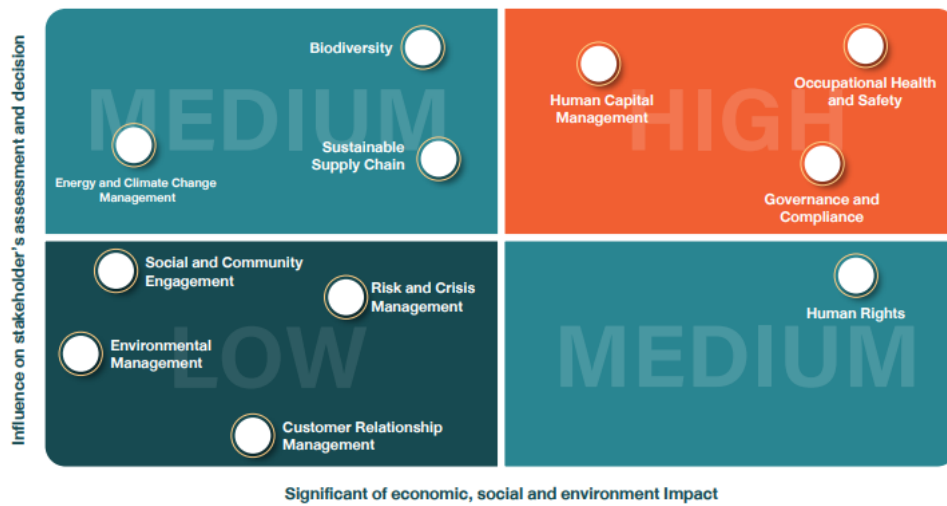
Source: CBS

อุตสาหกรรมก่อสร้างไทยจึงหันมาปรับลดขอบและปรับตัวภายใต้แนวคิดการออกแบบและกระบวนการก่อสร้างที่มุ่งเน้นความเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม เทรนด์ที่ได้รับความนิยมคืออาคารสีเขียว ซึ่งมุ่งเน้น 3 ประเด็นหลักคือ 1) ประสิทธิภาพของการใช้น้ำ, พลังงาน และทรัพยากรธรรมชาติอื่นๆ 2) ปกป้องสุขภาพและส่งเสริมความสามารถในการทำงานของคนในอาคาร และ 3) ลดปัญหาขยะ มลพิษ และการทำลายสิ่งแวดล้อม ซึ่งในประเทศไทยได้มีสถาบันอาคารเขียวไทยเพื่อพัฒนาองค์ความรู้และจัดทำมาตรฐานอาคารสีเขียว

การตระหนักถึงความสำคัญของการก่อสร้างที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมไม่เพียงแต่ลดผลกระทบเชิงลบต่อสิ่งแวดล้อม ยกกระดับความเป็นอยู่ และสร้างคุณภาพชีวิตที่ดีของคนในสังคม แต่ยังนำไปสู่การส่งเสริมและพัฒนาธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืนระยะยาว โดยบริษัทในอุตสาหกรรมก่อสร้างเริ่มมีการปรับตัวและกำหนดนโยบายด้านสิ่งแวดล้อม ดังนี้

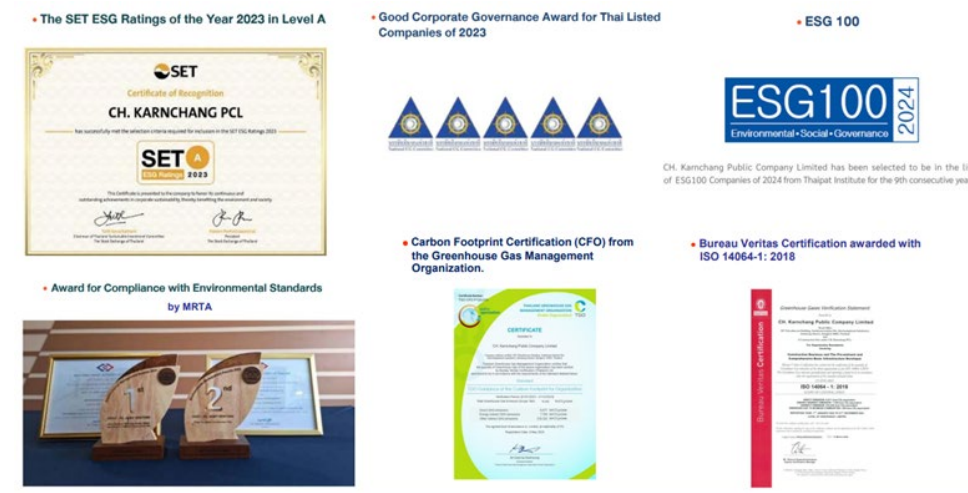
CK – บริษัทสนับสนุนการก่อสร้างที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม หรือก่อสร้างสีเขียว อาทิ การเลือกใช้วัสดุที่มีความปลอดภัยและประหยัดพลังงานหรือลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก หลีกเลี่ยงการใช้วัสดุก่อสร้างที่อาจมีการปล่อยก๊าซระเหย, การใช้แร่ใยหิน, วัสดุก่อสร้างที่มีส่วนผสมของสารอันตราย โดยวัสดุก่อสร้างที่มีผลการประเมินวัฏจักรชีวิต การบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืน การจัดหาที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมถึงการนำวัสดุก่อสร้างกลับมาใช้ซ้ำหรือแปรรูปเพื่อลดการใช้วัตถุดิบและของเสีย นอกจากนี้ บริษัทแสดงเจตจำนงในการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) ภายในปี 2065 และดำเนินธุรกิจด้วยหลักการเศรษฐกิจหมุนเวียนการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ พลังงาน และน้ำให้เกิดคุณค่าสูงสุด อาทิ โครงการขนส่งหินโมและคอนกรีตผ่านสายพานลำเลียงแทนการขนส่งโดยรถบรรทุกสิบล้อ, โครงการการใช้ถั่วลอยบางส่วนในการทดแทนไฮดรอลิกซีเมนต์ เป็นต้น

Exhibit 59: Sustainability report



Source: CK

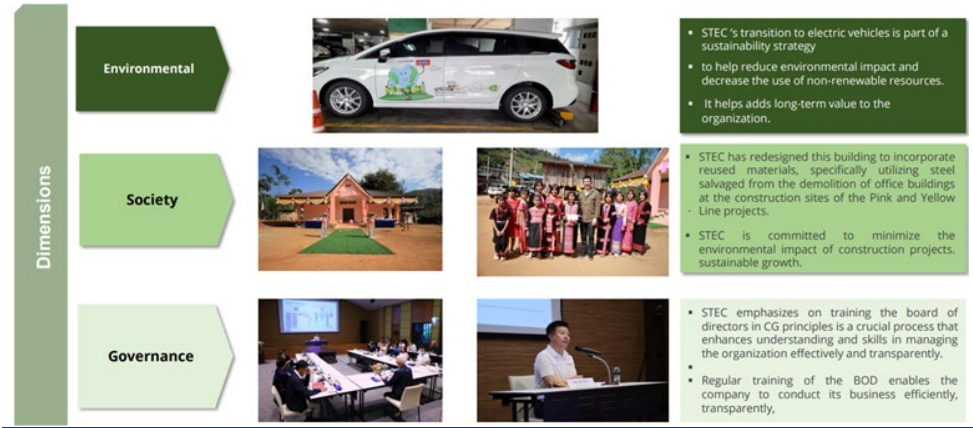
Exhibit 60: CK's ESG Awards



Source: CK

STECON – บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม โดยกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติการลดใช้ทรัพยากรและพลังงาน อาทิ การเปลี่ยนเป็นการใช้ยานยนต์ไฟฟ้า, การใช้ตาข่ายและผ้าใบกันพื้นที่ก่อสร้างและชุมชนใกล้เคียง, การแยกรางระบายน้ำฝนและน้ำเสีย, การดำเนินการแยกขยะหรือกากของเสียอันตรายและส่งกำจัดอย่างถูกต้องตามกฎหมาย รวมถึงการลดใช้พลังงานไฟฟ้าและการนำพลังงานทดแทนจากแสงอาทิตย์มาใช้แทนและการนำวัสดุเหลือใช้กลับมาใช้ใหม่ เป็นต้น โดยบริษัทตั้งเป้าบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้เป็นไปตามข้อกำหนด มาตรฐาน และกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง อีกทั้ง ตั้งเป้าลดก๊าซเรือนกระจกลง 20% เพื่อมุ่งสู่ Carbon Neutral ในปี 2050

Exhibit 61: STECON’s ESG Performance



Source: STECON

Exhibit 62: Environmental and climate change goals



Source: STECON

PYLON – บริษัทคำนึงถึงการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมและมีมาตรการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดขึ้นจากการทำงานของบริษัท อาทิ ฝุ่น ชยะมูลฝอย น้ำทิ้งสิ่งปฏิกูล ควน เสียง การสั่นประเทือน โดยดำเนินงานตามมาตรฐาน EIA และกฎระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ บริษัทมุ่งจัดการลดปัญหาก๊าซเรือนกระจกที่เกิดจากการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องจักรและยานพาหนะ โดยพยายามปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานให้สามารถทำงานรวดเร็วมากขึ้น และการบำรุงรักษาเครื่องยนต์ที่ใช้ในเครื่องจักรและยานพาหนะให้อยู่สภาพดี มีการดูแลรักษาตามระยะเวลา มีการติดตั้ง sensor เพื่อติดตามการทำงานของเครื่องยนต์

Exhibit 63: ผลการตรวจจากกรมโรงงานอุตสาหกรรมในปี 2023

แหล่งกำเนิดมลพิษ	ผลการประเมิน
มลพิษทางน้ำ - น้ำเสียจากกระบวนการล้างเครื่องจักร - น้ำทิ้งจากการอุปโภคบริโภค	อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน
มลพิษทางอากาศ - ไม่มีการติดตั้งใช้งานหม้อไอน้ำ - ไม่มีปล่องระบายอากาศ	อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน
สภาวะแวดล้อมในการทำงาน - ระดับความดังของเสียง - ปริมาณฝุ่นละออง - ไอระเหยของสารเคมี - ระดับความร้อน - ระดับความเข้มของแสงสว่าง	อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน

Source: PYLON

SEAFCO – บริษัทกำหนดเป้าหมายการลดการใช้ไฟฟ้า, น้ำประปา, พลังงานเชื้อเพลิง และการใช้กระดาษอย่างชัดเจน ผ่านแนวทางปฏิบัติต่างๆ อาทิ การรณรงค์การใช้กระดาษเอกสารทั้งสองหน้า, มาตรการประหยัดไฟ โดยงดการเปิดไฟแสงสว่างในตอนกลางวันและมีการเปลี่ยนหลอดไฟในสำนักงานเป็นแบบประหยัดพลังงาน รวมถึงบริษัทพัฒนานวัตกรรมใหม่ สามารถนำน้ำเสียที่เกิดจากการทำเสาเข็มเจาะและกำแพงกันดินมาเป็นน้ำดี โดยนำกลับมาใช้ใหม่และที่เหลือสามารถทิ้งได้โดยไม่มีปัญหากับสิ่งแวดล้อม โดยปี 2023 สามารถบำบัดน้ำได้ 2.4 พันคิว ลดลง 38% จากปี 2022 ที่ 3.85 พันคิว

Exhibit 64: เป้าหมายและผลการดำเนินงานของการใช้ทรัพยากร

		เป้าหมาย	ปริมาณการใช้				
		ปี 2566	ปี 2563	ปี 2564	ปี 2565	ปี 2566	
การใช้ไฟฟ้า	เป้าหมาย (KWh)		1,258,373	706,674	341,896	718,663	
	หน่วย KWh		3,161,756	1,976,341	457,070	926,713	
	% เพิ่ม(ลด)	< 0.20%		-37%	-77%	103%	
	ค่าใช้จ่ายรวม(บาท)		12,433,960	7,972,001	2,072,240	4,606,151	
	% ต่อรายได้		0.50%	0.56%	0.27%	0.26%	
การใช้น้ำประปา	เป้าหมาย (ลูกบาศก์เมตร)		858,343	475,318	265,901	618,079	
	หน่วย (ลูกบาศก์เมตร)		386,740	282,929	416,243	687,368	
	% เพิ่ม(ลด)			-27%	47%	65%	
	ค่าใช้จ่ายรวม(บาท)		5,574,284	4,241,871	6,066,218	9,931,237	
	% ต่อรายได้	< 0.5%	0.23%	0.30%	0.78%	0.56%	
พลังงานและเชื้อเพลิง	เป้าหมาย (บาท)		111,345,583	64,136,760	34,876,562	80,371,230	
	ค่าใช้จ่ายรวม(บาท)		83,640,400	62,711,169	49,212,159	88,387,986	
	% เพิ่ม(ลด)		N/A	-25%	-22%	80%	
	% ต่อรายได้	< 5%	N/A	4%	6%	5%	
การใช้กระดาษถ่ายเอกสารA4	KG		7,904	4,862	3,783	3,830	
	% เพิ่ม(ลด)	< 5%		-38%	-22%	1%	

Source: SEAFCO

Exhibit 65: ขั้นตอนการก่อสร้างที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและสังคม



Source: SEAFCO

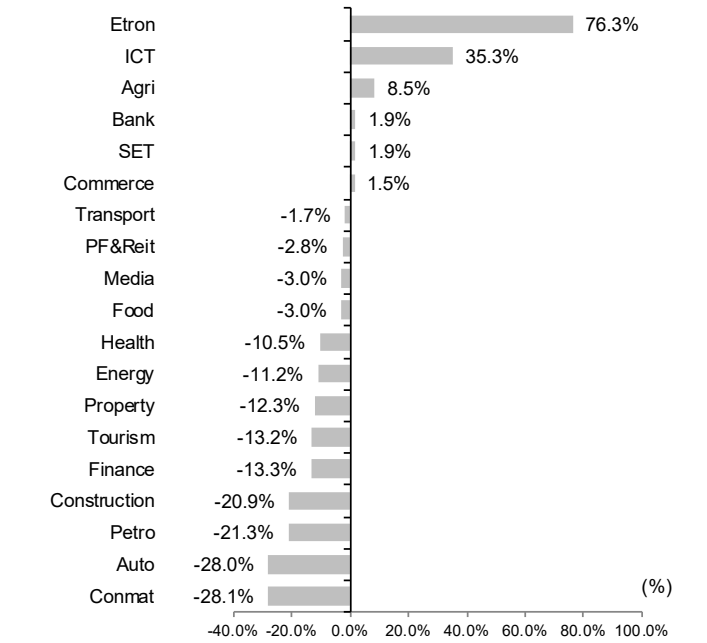
ให้น้ำหนักการลงทุนกลุ่มรับเหมาฯ Overweight

เราให้น้ำหนักการลงทุนปี 2025 ของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง “มากกว่าตลาด” โดยมีประเด็นบวกจากแผนการเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้นของรัฐบาลใหม่และการเบิกจ่ายงบประมาณปี 2025 ที่เพิ่มขึ้น อีกทั้ง กิจกรรมการก่อสร้างจะเร่งตัวขึ้นหลักๆจากรถไฟฟ้าสายสีส้มที่เริ่มงานในตั้งแต่ต้นปี 2025 ขณะที่แผนการลงทุนภาครัฐที่ชัดเจนจะช่วยหนุนความเชื่อมั่นของภาคเอกชนให้ทยอยฟื้นตัวในระยะถัดไป ด้านต้นทุน เราคาดว่าความกังวลต่อความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างจะผ่อนคลายจาก 2 ปีก่อนหน้า และมีแนวโน้มทรงตัวในปี 2024-2025 อย่างไรก็ตาม ประเด็นเสี่ยงจะมาจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำซึ่งยังไม่มีมติชัดเจน โดยประเมิน STECON ที่มีอัตราค่าจ้างขั้นต่ำและฐานค่าโละระดับต่ำจะมีความอ่อนไหวมากที่สุด

เชิงกลยุทธ์ราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาฯมักเคลื่อนไหวตามข่าวการประมูลใหม่ แม้เราคาดว่าโครงการภาครัฐใหม่จะยังไม่สามารถเปิดประมูลได้ทันในปลายปีนี้ แต่คาดว่าจะเห็นเริ่มมีความคืบหน้าในช่วงต้นปี 2025 อีกทั้ง ราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาฯ Underperform โดยดัชนีกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง (SETCONS) ปรับลง 21% YTD สวนทางกับ SET +2% และปัจจุบัน Valuation ของ 4 บริษัทที่เราดูแลอยู่ในระดับที่มี Downside จำกัด จากการซื้อขายบน PBV ที่มีส่วนลดจากค่าเฉลี่ยในอดีตในทุกุญราย โดย PBV2025E เฉลี่ย 1 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 2 เท่า

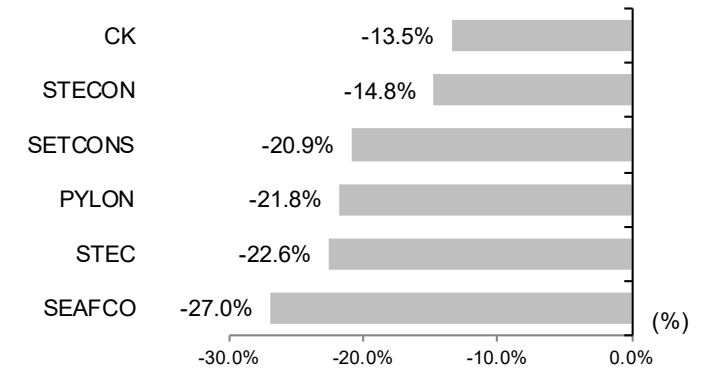
เชิงปัจจัยพื้นฐานเราเลือก CK เป็นหุ้นเด่นของกลุ่มฯ จากภาพรวมธุรกิจเป็นบวกทั้งรับเหมาฯที่เข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่จากการเริ่มงานรถไฟฟ้าสายสีส้มและความคืบหน้าของโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง รวมถึงมีโอกาสรับงานเพิ่มจาก BEM ในโครงการทางด่วน Double deck ซึ่งคาดมีความชัดเจนในปี 2025 ประกอบกับได้รับผลกระทบจำกัดกว่ารายอื่นจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ เนื่องจากมีสัดส่วน Sub contract 55-60% ของต้นทุนรวม นอกจากนี้ การเติบโตของเงินลงทุนในบริษัทร่วมจะช่วยหนุนผลประกอบการ ลดความผันผวนของธุรกิจก่อสร้าง และมีแต้มต่อคู่แข่งจากความหลากหลายของแหล่งงาน ส่วนระยะสั้นนักลงทุนอาจหาจังหวะเก็งกำไรหุ้นที่มีประเด็นบวกเฉพาะตัวโดยเฉพาะข่าวการรับงานใหม่ โดย 4Q24 เราคาดว่า CK จะทยอยประกาศ Sub-contract รถไฟฟ้าสายสีส้มในเดือนธ.ค. ซึ่งมองว่า SEAFCO จะเป็นตัวเต็งที่ได้งานฐานราก หากได้รับงานจะเป็น Catalyst ต่อราคาหุ้นและนำไปสู่ความน่าสนใจในฐานะหุ้น Turnaround หนุนการฟื้นตัวของผลประกอบการปี 2025 ซึ่งจะโดดเด่นใน 2Q-3Q25

Exhibit 66: YTD Sector comparison



Source: SETSMART

Exhibit 67: YTD Sector performances



Note: STECON was listed on Oct 29, 2024 in place of STEC was delisted on the same day.
Source: SETSMART

Exhibit 68: Sector comparisons

Type of work		Backlog	Secured	Portion of Backlog		Strength	Weakness
		(THB m)		Government	Private		
CK	Main Contractor	206,489	5 Years	89%	11%	Backlog แข็งแกร่ง, การลงทุนบริษัทรวมที่มีศักยภาพเติบโตดี	พึ่งพาแหล่งงานโครงการภาครัฐมาก
STECON	Main Contractor	87,611	3 Years	42%	58%	ฐานะการเงินดี, มีแผนขยายการลงทุนในธุรกิจอื่น	ความผันผวนของ GPM, ส่วนแบ่งขาดทุนจากรถไฟฟ้าเหือง-ชมพู
SEAFCO	Pile Foundation	778	Until 1Q25	11%	89%	มีพันธมิตรที่ดีในการรับงาน Sub-contract โครงการภาครัฐ อาทิ CK	งานระยะสั้น ทำให้มีความไม่แน่นอนหากงานใหม่น้อยกว่าคาด
PYLON	Pile Foundation	604	Until 1Q25	1%	99%	Net Cash Company	พึ่งพางานภาคเอกชนซึ่งยังไม่ฟื้นตัวและการแข่งขันสูง

Source: FSSIA estimates

Exhibit 69: Peer comparisons as of 15 Nov 24

Company	Rec	Reported net profit			Net profit growth		PE		DivYld		ROE		PBV		PBV
		23	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	
		(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	
CK TB	BUY	1,501	1,812	2,022	20.8	11.5	16.8	15.1	2.4	2.7	7.0	7.4	1.1	1.1	1.4
STECON TB	REDUCE	528	(111)	310	n/a	n/a	(91.1)	38.4	0	1.3	(0.7)	1.8	0.7	0.7	3.0
PYLON TB	HOLD	106	22	49	(79.4)	125.5	79.1	29.9	1.5	3.3	1.8	4.7	1.4	1.4	1.3
SEAFCO TB	BUY	169	44	152	(74.3)	250.1	38.3	9.8	1.2	4.1	2.4	8.9	0.9	0.9	2.0
Average		2,304	1,767	2,533	(23.3)	43.3	10.8	23.3	1.3	2.8	2.6	5.7	1.0	1.0	2.0

Source: FSSIA estimates

Exhibit 70: Profitability Ratio

		GPM (%)	NPM (%)	ROE (%)	ROA (%)
CK	2023	7.0	4.1	5.8	1.6
	2024E	7.0	4.5	6.7	1.9
	2025E	7.1	4.9	7.2	2.1
STECON	2023	4.4	1.8	2.9	1.1
	2024E	4.2	(0.4)	(0.6)	(0.3)
	2025E	5.0	1.0	1.7	0.6
PYLON	2023	14.2	7.2	10.2	8.1
	2024E	10.5	2.2	2.1	1.5
	2025E	13.0	4.4	4.7	3.8
SEAFCO	2023	18.1	9.5	10.6	6.6
	2024E	14.1	3.6	2.6	1.8
	2025E	20.1	9.6	8.7	5.9

Source: FSSIA estimates

Exhibit 71: Operating Efficiency Ratio

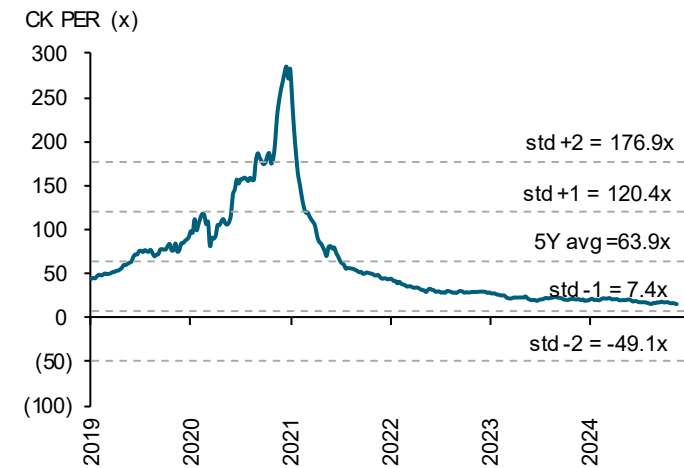
		Current Ratio (x)	A/R Turnover (x)	AR Day	A/P Turnover (x)	AP Day
CK	2023	1.2	10.8	34	9.8	37
	2024E	1.3	8.1	45	7.7	47
	2025E	1.3	7.3	50	6.8	54
STECON	2023	0.8	14.5	25	3.4	109
	2024E	0.7	11.5	32	3.3	110
	2025E	0.7	11.3	32	3.3	109
PYLON	2023	4.8	5.9	62	10.5	35
	2024E	4.7	4.3	84	6.6	56
	2025E	4.4	4.3	84	6.8	54
SEAFCO	2023	1.3	6.1	60	3.9	93
	2024E	1.5	3.5	103	2.4	150
	2025E	1.5	4.9	74	3	121

Source: FSSIA estimates

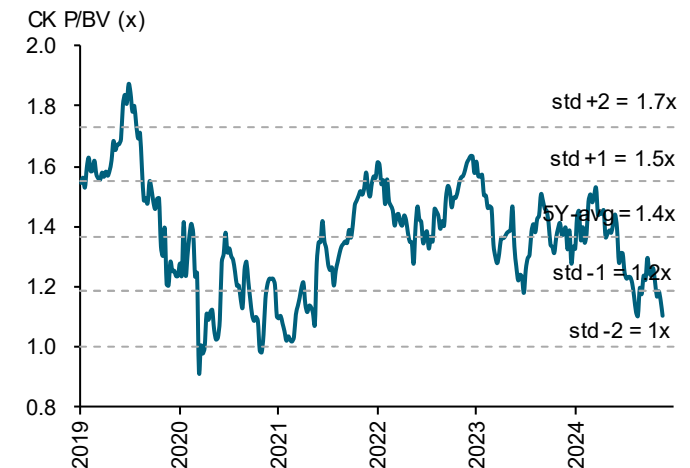
Exhibit 72: Leverage Ratio

		D/E (x)	Net gearing (x)	Interest Coverage (x)	Cash (THB m)
CK	2023	2.7	1.8	1.9	7,784
	2024E	2.5	1.6	2.0	7,479
	2025E	2.4	1.5	2.2	7,177
STECON	2023	1.6	0.1	15.2	4,242
	2024E	1.7	0.2	2.9	2,572
	2025E	1.7	0.2	4.6	2,565
PYLON	2023	0.2	Cash	99.7	132
	2024E	0.2	Cash	16.4	236
	2025E	0.2	Cash	39.2	208
SEAFCO	2023	0.6	0.04	13.3	222
	2024E	0.4	0.1	4.8	88
	2025E	0.5	0.1	15.7	128

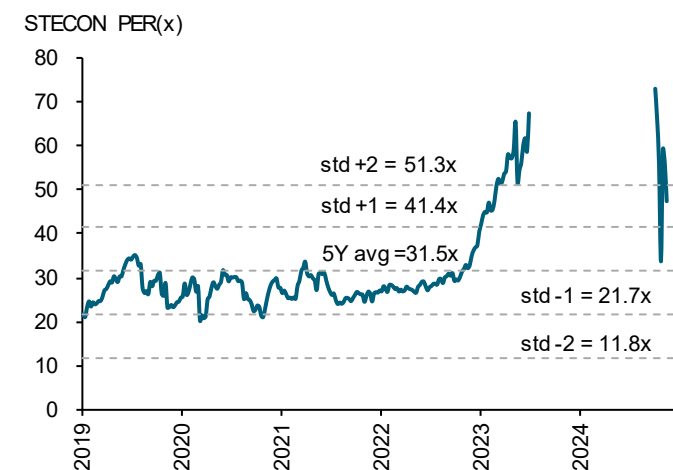
Source: FSSIA estimates

Exhibit 73: CK - Historical P/E band

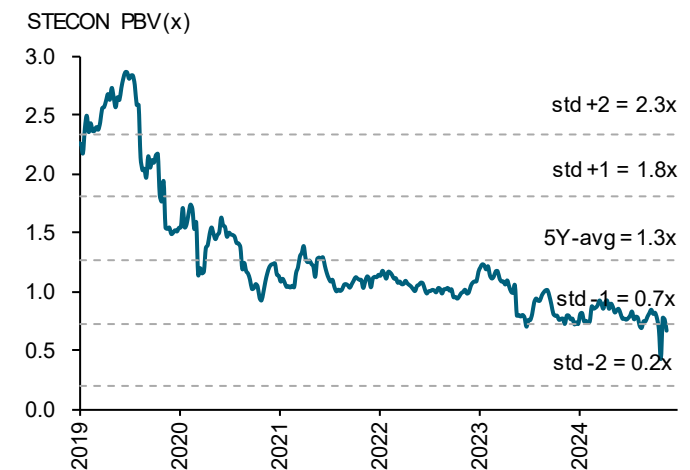
Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 74: CK - Historical P/BV band

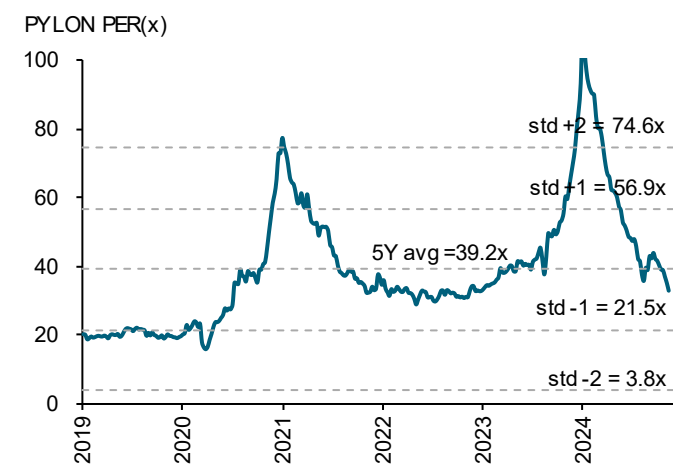
Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 75: STECON - Historical P/E band

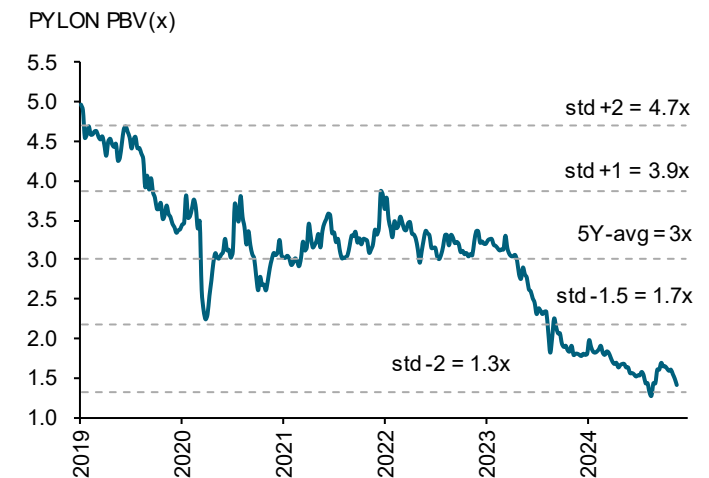
Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 76: STECON - Historical P/BV band

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

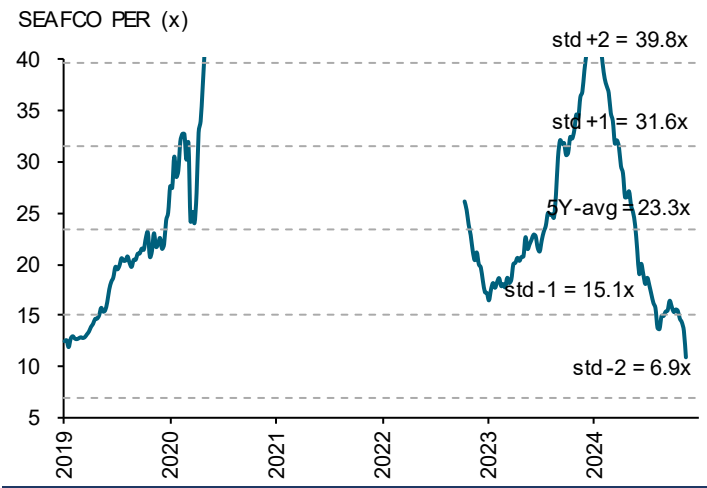
Exhibit 77: PYLON - Historical P/E band

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 78: PYLON - Historical P/BV band

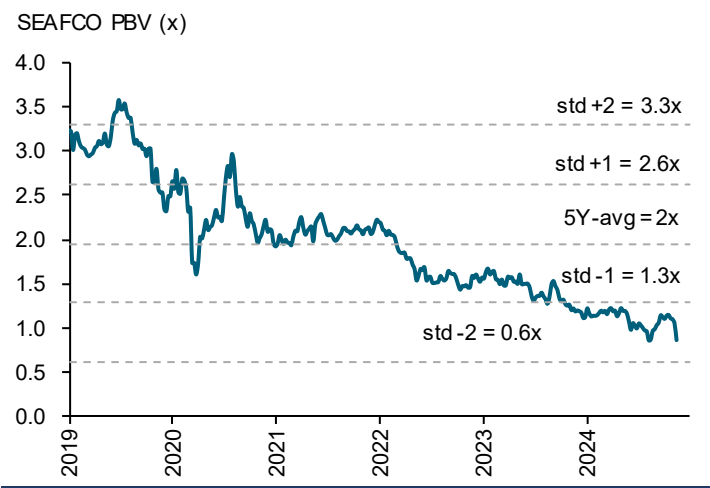
Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 79: SEAFCO - Historical P/E band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 80: SEAFCO - Historical P/BV band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

ESG ANALYSIS

ESG item	What is the performance?
Environment	CK: จัดให้มีมาตรฐานความปลอดภัยในการทำงานและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อมทุกโครงการที่สอดคล้องกับระเบียบ กฎเกณฑ์ กฎหมายและมาตรฐานสากล ซึ่งทำให้ในปัจจุบันบริษัทได้รับการรับรองคุณภาพตามมาตรฐาน ISO 9001:2015 แล้ว การบำบัดอย่างถูกสุขลักษณะก่อนปล่อยทิ้ง เศษวัสดุ และขยะที่เกิดจากการก่อสร้างมีการจัดเก็บอย่างสม่ำเสมอและถูกกำจัดอย่างถูกหลักวิธี การจัดอบรมให้ความรู้กับพนักงานด้านความปลอดภัยและสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง PYLON: บริษัทมีมาตรการในการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดขึ้นจากการทำงานของบริษัท เช่น ฝุ่น ผง เสียง การสั่นสะเทือน โดยดำเนินงานตามกฎหมายระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง มีการดูแลรักษาความสะอาดของพื้นที่ทำงานและบริเวณโรงงานทั้งภายในและภายนอก รณรงค์ให้พนักงานช่วยกันประหยัดทรัพยากรและพลังงานด้านต่างๆ ทั้งการใช้ไฟฟ้า น้ำประปา และโดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้น้ำมัน และช่วงรักษาทรัพยากรธรรมชาติ โดยการสร้างระบบจัดเก็บเอกสารแบบลดขยะ ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับต่างๆด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม ใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและคุ้มค่า มีมาตรการประหยัดพลังงาน และส่งเสริมกระบวนการนำทรัพยากรกลับมาใช้ใหม่ STECON: ดำเนินการตามมาตรการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและมาตรการติดตามตรวจคุณภาพของสิ่งแวดล้อมเบื้องต้นระหว่างก่อสร้างอย่างเคร่งครัด จัดเก็บและทำความสะอาดบริเวณพื้นที่ก่อสร้าง รวมถึงใช้ตาข่ายกันระหว่างพื้นที่ก่อสร้างที่ติดกับชุมชนใกล้เคียง กำหนดเวลาตอกเข็มให้ไม่ตรงกับเวลาที่ประชาชนพักผ่อน โดยเฉพาะบริเวณที่อยู่ใกล้ชุมชน รวมถึงใช้เครื่องยนต์หรือเครื่องจักรที่มีการบำรุงสม่ำเสมอเพื่อป้องกันเสียงดัง ติดป้ายประกาศแจ้งรายละเอียด ชื่อ และสถานที่ติดต่อเพื่อรับคำร้องเรียนและรับข้อเสนอแนะ พร้อมทั้งรายงานผลการติดตามสภาวะสิ่งแวดล้อม

ESG item	What is the performance?
Social	CK: มีนโยบายและแนวปฏิบัติที่เป็นธรรมและรับผิดชอบต่อสังคมไว้อย่างชัดเจนเป็นรูปธรรม และเปิดเผยถึงการปฏิบัติ โดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนรวม และไม่กระทำการใดๆ ที่จะมีผลเสียหายต่อชื่อเสียงของประเทศ ทรัพยากรธรรมชาติ สิ่งแวดล้อม และประโยชน์สาธารณะ ส่งเสริมและปลูกฝังให้เกิดจิตสำนึกของความรับผิดชอบต่อสังคมให้กับพนักงานทุกระดับ PYLON: มีนโยบายดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) ด้วยความตระหนักและให้ความสำคัญในการสนับสนุนการดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคมและชุมชนโดยรอบ พิจารณาความต้องการของชุมชน และให้ความช่วยเหลือตามกำลังแก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในท้องถิ่นรอบสถานประกอบการ พร้อมทั้งส่งเสริมและสนับสนุนให้พนักงานมีส่วนร่วมทำงานอาสาสมัคร และกิจกรรมสาธารณประโยชน์ร่วมกับชุมชน SEAFCO: เน้นการพัฒนาบุคคลในชุมชนใกล้เคียงที่ตั้งของบริษัทและพนักงาน รวมถึงกำหนดให้มีมาตรการป้องกันหรือแก้ไขเมื่อเกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและชุมชน สนับสนุนการศึกษาด้วยการมอบทุนการศึกษาให้เยาวชนที่ขาดแคลน และจัดกิจกรรมบำเพ็ญประโยชน์ต่อสังคม นอกจากนี้ การดำเนินงานก่อสร้างของบริษัทยังคำนึงถึงผลกระทบต่อชุมชนหรือท้องถิ่น STECON: จัดกิจกรรมให้ความช่วยเหลือสังคม โดยมอบทุนการศึกษาและอุปกรณ์การศึกษา และการก่อสร้างอาคารเรียนอาคารห้องสมุด ให้แก่โรงเรียนต่างๆที่ขาดแคลนในบริเวณหน่วยงานก่อสร้าง ดำเนินการโครงการอาหารกลางวัน เพื่อน้องอัมตอง เพื่อเลี้ยงอาหารกลางวันพร้อมมอบอาหารแห้งให้แก่เด็กนักเรียนตามท้องถิ่นต่างๆทั่วทุกภูมิภาคของประเทศ โดยปัจจุบันดำเนินการแล้ว 23 โรงเรียน

ESG item	What is the performance?
Governance	CK: คณะกรรมการบริษัทเชื่อมั่นและตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่สร้างคุณค่าให้แก่กิจการ, มีระบบการบริหารจัดการและการควบคุมภายในที่ดี, การมีกลไกการควบคุมและการตรวจสอบอำนาจ, การเคารพในสิทธิและความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้น, การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล รวมถึงการบริหารกิจการที่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ขณะที่คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อการดูแลให้ผู้ถือหุ้น มีการใช้สิทธิและมีหน้าที่ดูแลรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกรายอย่างเท่าเทียมกัน PYLON: ดำเนินธุรกิจอย่างเป็นธรรมและมีจริยธรรม ใส่ใจในการปฏิบัติตามกฎหมาย เคารพกฎระเบียบของสังคม และเป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางการเมือง การสร้างความน่าเชื่อถือให้กับลูกค้า ผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่อการดำเนินธุรกิจ รวมถึงการบริหารจัดการตามหลักการที่ดีอันเป็นสากล และเป็นประโยชน์ต่อสังคมไทย นอกจากนี้ มีนโยบายต่อต้านการทุจริตและประพฤติมิชอบภายในองค์กร SEAFCO: ดำเนินการกำหนดและวิเคราะห์ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท โดยรวบรวมข้อมูลจากทุกฝ่ายหรือแผนก ให้มีนโยบายและยึดถือปฏิบัติมาในเรื่องของการปฏิบัติต่อคู่ค้าอย่างเสมอภาคและเป็นธรรม ด้วยความสุจริต ไม่ละเมิดสิทธิทางปัญญา การส่งเสริมสิทธิทางการเมือง รวมถึงการปฏิบัติตามพันธสัญญาต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท STECON: กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้ง 5 ด้าน ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น, การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน, การคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย, การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ ขณะที่กำหนดนโยบายการต่อต้านการทุจริต การคอร์รัปชัน และการให้หรือรับสินบนเป็นลายลักษณ์อักษร รวมถึงให้ความรู้และสนับสนุนให้พนักงานเข้าใจและตระหนักถึงความสำคัญ

CH.KARNCHANG CK TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

This report is being republished for reference purposes. No changes have been made to the report from its original date of publication

BUY

UNCHANGED

3Q24 results at first glance

TARGET PRICE	THB27.00
CLOSE	THB18.00
UP/DOWNSIDE	+50.0%
TP vs CONSENSUS	+3.5%

กำไร 3Q24 โตเด่น q-q, y-y ดีกว่าคาดมาก

Highlights

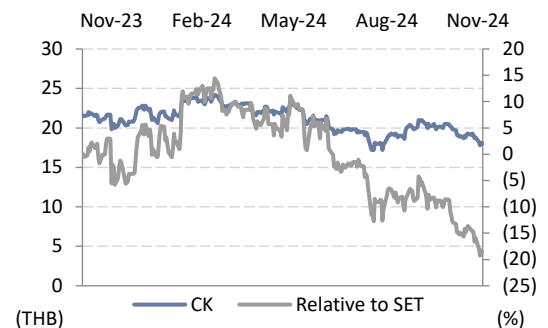
- CK รายงานกำไรสุทธิ 3Q24 อยู่ที่ 1 พันล้านบาท (+106% q-q, +57% y-y) ดีกว่าเราคาด 16% และตลาดคาด 23% จากส่วนแบ่งกำไรบริษัทสูงกว่าคาด
- ผลประกอบการมีแรงหนุนหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทรวม +212% q-q, +79% y-y ที่ 1.1 พันล้านบาท จากการเติบโตของทุกบริษัท โดย BEM ทำ New High จากธุรกิจรถไฟฟ้าที่ปริมาณผู้โดยสารเพิ่มและปรับขึ้นค่าโดยสาร รวมถึง CKP ที่เป็น High Season จากเข้าสู่ฤดูฝน และโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง (LPCL) มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนหลังเงินบาทแข็งค่าขึ้นมาก นอกจากนี้ รัษฎายได้เงินปันผลจาก TTW ที่ 232 ล้านบาท
- ธุรกิจรับเหมายอยู่ในเกณฑ์ดี รายได้ก่อสร้าง +2% q-q, +5% y-y ที่ 9.4 พันล้านบาท หลักๆจากความคืบหน้ารถไฟฟ้าม่วงใต้และโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเล็กน้อยเป็น 7% จาก 7.2% ใน 2Q24 และ 7.4% ใน 3Q23 เนื่องจากบางโครงการอยู่ในช่วงปลายงาน
- ค่าใช้จ่ายบริหารทรงตัวสูง 555 ล้านบาท (+2% q-q, +4% y-y) จากค่าแรงและผลประโยชน์พนักงานเพิ่มขึ้น ส่วนดอกเบี้ยจ่าย +46% q-q, +22% y-y ที่ 587 ล้านบาท ตามทิศทางดอกเบี้ยและการออกหุ้นกู้ชุดใหม่

Outlook

- กำไรปกติ 9M24 เท่ากับ 1.6 พันล้านบาท (+25% y-y) คิดเป็น 89% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไร 4Q24 คาดอ่อนลง q-q จากส่วนแบ่งกำไรบริษัทรวมที่ชะลอตามปัจจัยฤดูกาลและไม่มีเงินปันผลรับ ส่วนธุรกิจรับเหมายคาดว่าจะหดตัวเนื่องจากมีวันหยุดยาวและรถไฟฟ้าม่วงใต้สายสีส้มอยู่ในช่วงสำรวจเพื่อเตรียมพื้นที่
- คงประมาณการกำไรปกติปี 2024 ที่ 1.8 พันล้านบาท (+25% y-y) ซึ่งคาดเป็นเพียงรายได้ในกลุ่มรับเหมายที่เติบโตได้ และปี 2025 คาด +12% y-y ที่ 2 พันล้านบาท หนุนจากทั้งธุรกิจก่อสร้างที่เริ่มเข้างานรถไฟฟ้าม่วงใต้สายสีส้ม และการเติบโตต่อเนื่องของบริษัทรวม ขณะที่ Backlog ปัจจุบันแข็งแกร่งระดับ 2.1 แสนล้านบาท เทียบเท่ารายได้ 5 ปี เรายังเลือก CK เป็น Top Pick ของกลุ่มฯ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	36,485	39,941	41,306	43,251
Net profit	1,501	1,812	2,022	2,395
EPS (THB)	0.89	1.07	1.19	1.41
vs Consensus (%)	-	0.8	(4.1)	(1.8)
EBITDA	3,057	3,192	3,268	3,419
Recurring net profit	1,452	1,812	2,022	2,395
Core EPS (THB)	0.86	1.07	1.19	1.41
EPS growth (%)	64.6	24.8	11.5	18.5
Core P/E (x)	21.0	16.8	15.1	12.7
Dividend yield (%)	1.7	2.4	2.7	3.1
EV/EBITDA (x)	25.8	23.5	22.4	20.9
Price/book (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Net debt/Equity (%)	183.9	161.3	149.8	136.4
ROE (%)	5.9	7.0	7.4	8.4



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(12.2)	0.0	(13.9)
Relative to country (%)	(11.0)	(10.9)	(17.7)
Mkt cap (USD m)	868		
3m avg. daily turnover (USD m)	2.3		
Free float (%)	65		
Major shareholder	Trivisvavet Family (32%)		
12m high/low (THB)	24.60/16.80		
Issued shares (m)	1,693.90		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

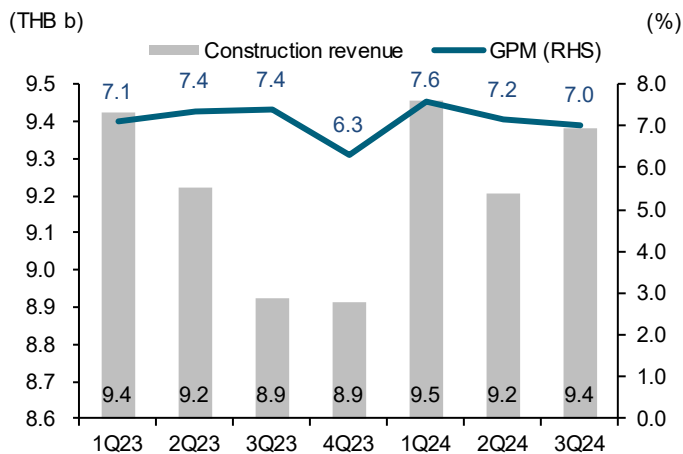
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

Exhibit 81: CK - 3Q24 results summary

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	Change	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	8,925	8,915	9,458	9,206	9,381	1.9	5.1
Cost of sales	8,267	8,353	8,741	8,547	8,722	2.0	5.5
Gross profit	658	562	717	659	659	0.0	0.1
SG&A	533	554	533	545	555	2.0	4.3
Operating profit	125	8	184	114	103	(9.3)	(17.6)
Other income	440	220	209	469	463	(1.2)	5.2
Interest expense	480	481	360	402	587	46.0	22.4
Tax expense	(19)	(32)	(33)	(23)	(24)	n/a	n/a
Associates	595	469	165	342	1,068	211.9	79.4
Reported net profit	641	156	121	488	1,008	106.5	57.2
Core profit	641	156	121	488	1,008	106.5	57.2
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	7.4	6.3	7.6	7.2	7.0	(0.1)	(0.4)
SG&A / Sales	6.0	6.2	5.6	5.9	5.9	0.0	(0.0)
Operating margin	1.4	0.1	1.9	1.2	1.1	(0.1)	(0.3)
Net margin	7.2	1.8	1.3	5.3	10.7	5.4	3.6
Norm margin	7.2	1.8	1.3	5.3	10.7	5.4	3.6

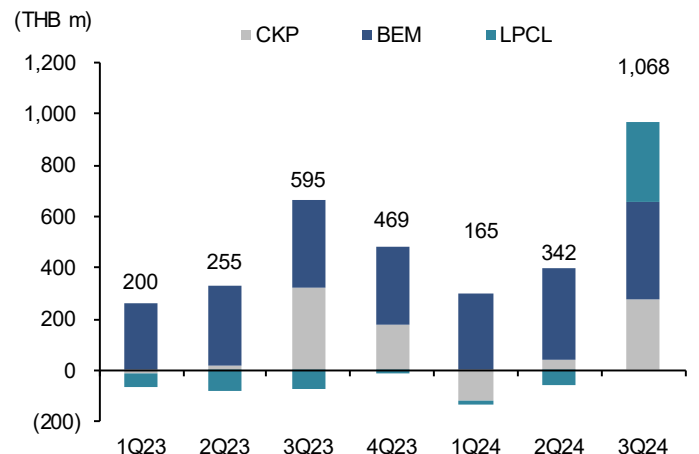
Sources: CK; FSSIA's compilation

Exhibit 82: Quarterly revenue and GPM



Sources: CK; FSSIA's compilation

Exhibit 83: Quarterly associates



Sources: CK; FSSIA's compilation

Financial Statements

CH.Karnchang

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	18,097	36,485	39,941	41,306	43,251
Cost of goods sold	(16,711)	(33,917)	(37,145)	(38,374)	(40,094)
Gross profit	1,386	2,568	2,796	2,933	3,157
Other operating income	1,341	1,422	1,415	1,385	1,365
Operating costs	(1,927)	(2,051)	(2,092)	(2,155)	(2,219)
Operating EBITDA	1,438	3,057	3,192	3,268	3,419
Depreciation	(638)	(1,117)	(1,074)	(1,105)	(1,117)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	800	1,939	2,119	2,163	2,303
Net financing costs	(1,411)	(1,830)	(1,897)	(1,789)	(1,711)
Associates	1,530	1,520	1,748	1,831	2,042
Recurring non-operating income	1,530	1,520	1,748	1,831	2,042
Non-recurring items	222	49	0	0	0
Profit before tax	1,142	1,678	1,969	2,205	2,633
Tax	(21)	(83)	(66)	(93)	(148)
Profit after tax	1,121	1,594	1,902	2,112	2,485
Minority interests	(16)	(93)	(90)	(90)	(90)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	1,105	1,501	1,812	2,022	2,395
Non-recurring items & goodwill (net)	(222)	(49)	0	0	0
Recurring net profit	882	1,452	1,812	2,022	2,395
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.52	0.86	1.07	1.19	1.41
Reported EPS	0.65	0.89	1.07	1.19	1.41
DPS	0.25	0.30	0.43	0.48	0.57
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Growth					
Revenue (%)	48.3	101.6	9.5	3.4	4.7
Operating EBITDA (%)	24.2	112.5	4.4	2.4	4.6
Operating EBIT (%)	72.8	142.3	9.2	2.1	6.5
Recurring EPS (%)	783.4	64.6	24.8	11.5	18.5
Reported EPS (%)	22.0	35.9	20.8	11.5	18.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	7.7	7.0	7.0	7.1	7.3
Gross margin exc. depreciation (%)	11.2	10.1	9.7	9.8	9.9
Operating EBITDA margin (%)	7.9	8.4	8.0	7.9	7.9
Operating EBIT margin (%)	4.4	5.3	5.3	5.2	5.3
Net margin (%)	4.9	4.0	4.5	4.9	5.5
Effective tax rate (%)	1.8	5.0	3.4	4.2	5.6
Dividend payout on recurring profit (%)	48.0	35.0	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	1.7	1.9	2.0	2.2	2.5
Inventory days	161.3	100.6	105.0	107.2	106.5
Debtor days	48.6	33.8	44.8	50.3	50.0
Creditor days	57.0	38.4	48.7	55.5	55.1
Operating ROIC (%)	4.2	7.7	7.4	8.1	(2.2)
ROIC (%)	2.8	3.9	4.1	4.3	(1.2)
ROE (%)	3.6	5.9	7.0	7.4	8.4
ROA (%)	2.4	3.3	3.6	3.7	2.2

* Pre exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Construction services	18,097	36,485	39,941	41,306	43,251
Others					

Sources: CH.Karnchang; FSSIA estimates

Financial Statements

CH.Karnchang

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	882	1,452	1,812	2,022	2,395
Depreciation	638	1,117	1,074	1,105	1,117
Associates & minorities	377	(24)	17	(14)	(24)
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(2,237)	(8,391)	2,302	(281)	(387)
Cash flow from operations	(340)	(5,846)	5,205	2,832	3,101
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	-	(2,742)	(452)	(322)	(294)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	233	-	-	-	-
Cash flow from investing	233	(2,742)	(452)	(322)	(294)
Dividends paid	(509)	(508)	(815)	(899)	(1,048)
Equity finance	(2,031)	(270)	73	(124)	22
Debt finance	2,835	9,416	(4,316)	(1,790)	(2,590)
Other financing cash flows	-	774	-	-	-
Cash flow from financing	295	9,413	(5,058)	(2,813)	(3,616)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	187	824	(305)	(303)	(809)
Free cash flow to firm (FCFF)	1,303.02	(6,758.11)	6,650.61	4,299.11	4,517.96
Free cash flow to equity (FCFE)	2,727.35	1,602.17	437.11	720.09	216.69

Per share (THB)

FCFF per share	0.77	(3.99)	3.93	2.54	2.67
FCFE per share	1.61	0.95	0.26	0.43	0.13
Recurring cash flow per share	1.12	1.50	1.71	1.84	2.06

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	18,625	18,722	19,020	19,220	19,422
Less: Accumulated depreciation	(6,798)	(6,788)	(7,838)	(8,820)	(9,834)
Tangible fixed assets (net)	11,827	11,934	11,183	10,400	9,588
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	49,847	51,584	51,687	51,791	51,894
Cash & equivalents	6,960	7,784	7,479	7,177	6,368
A/C receivable	2,549	4,215	5,592	5,783	6,055
Inventories	8,112	9,975	10,772	11,128	11,627
Other current assets	5,436	10,692	8,488	8,774	9,183
Current assets	23,057	32,666	32,331	32,862	33,233
Other assets	420	561	589	618	649
Total assets	85,151	96,745	95,789	95,671	95,364
Common equity	24,026	25,482	26,570	27,783	29,220
Minorities etc.	440	526	599	475	497
Total shareholders' equity	24,466	26,008	27,169	28,258	29,717
Long term debt	37,991	40,771	40,710	39,175	37,001
Other long-term liabilities	2,651	2,708	2,972	3,070	3,208
Long-term liabilities	40,642	43,479	43,681	42,245	40,208
A/C payable	2,850	4,058	5,572	5,756	6,014
Short term debt	8,199	14,835	10,581	10,325	9,910
Other current liabilities	8,994	8,365	8,787	9,087	9,515
Current liabilities	20,043	27,258	24,939	25,168	25,439
Total liabilities and shareholders' equity	85,151	96,745	95,789	95,671	95,364
Net working capital	4,253	12,460	10,493	10,842	11,336
Invested capital	66,347	76,539	73,951	73,651	73,467

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	14.18	15.04	15.69	16.40	17.25
Tangible book value per share	14.18	15.04	15.69	16.40	17.25

Financial strength

Net debt/equity (%)	160.3	183.9	161.3	149.8	136.4
Net debt/total assets (%)	46.1	49.4	45.7	44.2	42.5
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
CF interest cover (x)	2.9	3.4	1.5	1.6	1.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	34.6	21.0	16.8	15.1	12.7
Recurring P/E @ target price (x) *	51.8	31.5	25.2	22.6	19.1
Reported P/E (x)	27.6	20.3	16.8	15.1	12.7
Dividend yield (%)	1.4	1.7	2.4	2.7	3.1
Price/book (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
Price/tangible book (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x) **	48.8	25.8	23.5	22.4	20.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	59.4	30.8	28.2	27.1	25.4
EV/invested capital (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

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

Sources: CH.Karnchang; FSSIA estimates

CH Karnchang PCL (CK TB)

FSSIA ESG rating


38.06 /100

Exhibit 84: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★☆	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★☆☆	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★☆☆☆	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★☆☆☆☆	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 85: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
CK	38.06	--	--	--	5.00	4.00	--	High	50.15	BB	--	43.93	22.00	2.13	43.16
ITD	14.63	--	--	--	4.00	4.00	--	Severe	--	--	--	--	13.00	--	--
STEC	39.73	--	--	--	5.00	5.00	--	Severe	62.52	BBB	--	36.51	22.00	1.64	37.87
SYNTEC	36.38	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	53.14	--	--	37.86	--	--	--
NWR	24.97	--	--	--	4.00	5.00	Certified	--	47.79	--	--	--	--	--	--

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation

Exhibit 86: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
ESG financial materiality scores - ESG score	—	—	1.93	2.13
BESG environmental pillar score	—	—	0.00	0.10
BESG social pillar score	—	—	4.64	5.11
BESG governance pillar score	—	—	3.08	3.14
ESG disclosure score	32.81	33.67	38.17	43.16
Environmental disclosure score	0.91	0.91	6.10	20.48
Social disclosure score	16.26	18.83	27.15	27.78
Governance disclosure score	81.10	81.10	81.10	81.10
Environmental				
Emissions reduction initiatives	No	No	Yes	Yes
Climate change policy	No	No	No	No
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	No	No	No	No
GHG scope 1	—	—	—	—
GHG scope 2 location-based	—	—	2	2
GHG Scope 3	—	—	—	—
Carbon per unit of production	—	—	—	—
Biodiversity policy	No	No	No	No
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	—	—	643	3
Renewable energy use	—	—	—	—
Electricity used	—	—	643	3
Fuel used - natural gas	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 87: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No
Waste reduction policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—
Total waste	—	—	—	—
Waste recycled	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—
Environmental supply chain management	No	No	No	Yes
Water policy	No	No	No	No
Water consumption	—	—	—	—
Social				
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	No	No	No	Yes
Quality assurance and recall policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	No	No	No	No
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No
Pct women in workforce	—	—	18	26
Pct disabled in workforce	—	—	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	0	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	0	0	0	—
Training policy	No	No	No	Yes
Fair remuneration policy	No	No	No	No
Number of employees – CSR	—	2,380	2,124	2,304
Employee turnover pct	—	—	—	—
Total hours spent by firm - employee training	—	—	13,785	17,303
Social supply chain management	No	No	No	Yes
Governance				
Board size	10	9	10	10
No. of independent directors (ID)	4	3	4	4
No. of women on board	1	1	1	1
No. of non-executive directors on board	4	3	4	4
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	7	7	7	8
Board meeting attendance pct	100	100	100	100
Board duration (years)	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No
Age of the youngest director	45	46	47	43
Age of the oldest director	82	80	81	82
No. of executives / company managers	17	16	14	14
No. of female executives	2	2	2	1
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3
Audit committee meetings	4	4	4	4
Audit meeting attendance %	100	100	100	100
Size of compensation committee	4	3	3	3
No. of ID on compensation committee	3	1	1	1
No. of compensation committee meetings	2	2	3	4
Compensation meeting attendance %	100	100	100	100
Size of nomination committee	4	3	3	3
No. of nomination committee meetings	2	2	3	4
Nomination meeting attendance %	100	100	100	100
Sustainability governance				
Verification type	No	No	No	No

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

STECON GROUP STECON TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

This report is being republished for reference purposes. No changes have been made to the report from its original date of publication

REDUCE

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB8.00
CLOSE	THB8.10
UP/DOWNSIDE	-1.2%
PRIOR TP	THB8.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	-19.8%

งบ 3Q24 น่าผิดหวัง พลิกเป็นขาดทุน

- 3Q24 พลิกเป็นขาดทุน -147 ล้านบาทจากค่าซ่อมอุปกรณ์บึงหนองบอนกดดัน GPM ลดลง รวมถึงรายได้ก่อสร้างหดตัวและส่วนแบ่งขาดทุนรถไฟฟ้ายังอยู่ระดับสูง
- ปรับประมาณการปีนี้เป็นขาดทุน -111 ล้านบาท แนวโน้ม 4Q24 ยังไม่สดใส
- คงราคาเหมาะสม 8 บาท หุ่นเต็มมูลค่าและยังกังวลจากความผันผวน GPM

ผลประกอบการ 3Q24 พลิกเป็นขาดทุนสูงในรอบ 26 ไตรมาส

ผลประกอบการ 3Q24 พลิกเป็นขาดทุนในรอบ 26 ไตรมาสที่ -147 ล้านบาท (เทียบกับกำไร 25 ล้านบาทใน 2Q24 และ 129 ล้านบาทใน 3Q23) สาเหตุจากอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาดเป็น 3.6% จาก 2.8% ใน 2Q24 และ 4.5% ใน 3Q23 พลาดเป้าที่บริษัทตั้งไว้ที่ 5% ถูกกดดันจากค่าซ่อมอุปกรณ์ระบายน้ำบึงหนองบอน นอกจากนี้ รายได้ก่อสร้าง -13% q-q, -7% y-y ที่ 7.3 พันล้านบาท เนื่องจากโรงไฟฟ้า Solar 5 แห่งเริ่มอยู่ในช่วงปลายงาน ขณะที่ส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วมยังอยู่ระดับสูง -142 ล้านบาท แต่ทยอยดีขึ้น q-q ตามผู้โดยสารรถไฟฟ้าเหลือง-ชมพูมากขึ้นจากการเปิดภาคเรียน

ลุ้นรับหลายงานใหม่เต็ม 2H24 หุ่น Backlog เพิ่ม

Backlog ปัจจุบันอยู่ที่ 8.8 หมื่นล้านบาท โดย 3Q24 มีการรับงานใหม่ 6.4 พันล้านบาท เป็นอาคารห้างสรรพสินค้า ขณะที่มิงงานที่อยู่ระหว่างรอเซ็นใน 4Q24 เป็นโรงไฟฟ้า Solar 7 แห่ง มูลค่ารวม 6.6 พันล้านบาท และคาดหวังการรับงานบางส่วนของรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจาก CK มูลค่า 2.8-3 หมื่นล้านบาทในเดือนธ.ค. ทำให้ Backlog สิ้นปี 2024 คาดอยู่ที่ 1.1-1.2 แสนล้านบาท (เทียบกับปี 2023 9.6 หมื่นล้านบาท) ซึ่งไม่รวมโครงการที่บริษัทร่วมทุนในงาน Data center มูลค่า 7.2 พันล้านบาท

ทิศทาง 4Q24 ยังไม่สดใส ปรับประมาณการปี 2024 เป็นขาดทุน

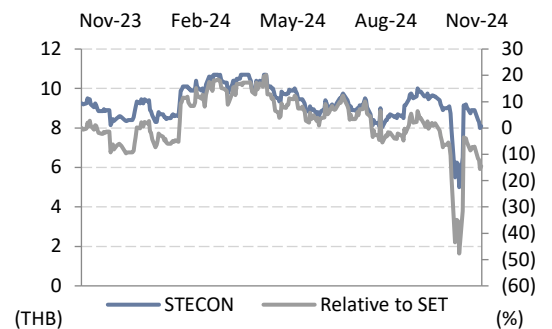
งวด 4Q24 แม้รายได้ก่อสร้างขยายตัว q-q เป็น 8 พันล้านบาทจากการเริ่มงานใหม่ในปลายไตรมาส อาทิ ห้างฯ และโรงไฟฟ้า Solar 7 แห่ง แต่คาดอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่า 5% เนื่องจากยังมีค่าซ่อมอุปกรณ์ระบายน้ำบึงหนองบอน และส่วนแบ่งขาดทุนมากขึ้นของรถไฟฟ้าเหลือง-ชมพูจากวันหยุดจำนวนมาก ทำให้เราประเมินผลประกอบการหลัก 4Q24 ดีขึ้น q-q แต่ยังเผชิญกับผลขาดทุน อย่างไรก็ดี 4Q มักมีการปรับมูลค่ายุติธรรมของอสังหาฯเพื่อการลงทุน แต่ประเมินมีกำไรไม่มาก เราปรับลดประมาณการปี 2024 เป็นขาดทุนในรอบ 6 ปีที่ -111 ล้านบาท (จากเดิมคาดกำไร 125 ล้านบาท)

คงราคาเหมาะสม 8 บาท หุ่นเต็มมูลค่า คงคำแนะนำ Reduce

เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2025 ที่ 310 ล้านบาท โดยยังกังวลต่อความผันผวนของอัตรากำไรขั้นต้นที่ยังถูกกดดันจากค่าซ่อมอุปกรณ์บึงหนองบอนจนถึงแผนส่งมอบ 1H25 คงราคาเหมาะสม 8 บาท (อิง PBV 0.7x) ราคาหุ้นเต็มมูลค่า คงคำแนะนำ Reduce ขณะที่ต้องติดตามโครงการ CFP ซึ่งมีประเด็นผู้รับเหมาหลัก UJV ค้างค่าแรงผู้รับเหมาช่วง ซึ่ง STECON รับงานราว 5.2 พันล้านบาทและคืบหน้า 48% บริษัทประเมินกระทบไม่มากจากยอดเงินที่ค้างจ่ายอยู่ต่ำกว่า 100 ล้านบาทและปัจจุบันยังดำเนินการก่อสร้าง

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	29,598	30,475	32,000	32,677
Net profit	528	(111)	310	409
EPS (THB)	0.35	(0.07)	0.20	0.27
vs Consensus (%)	-	nm	(33.6)	(35.1)
EBITDA	1,270	1,196	1,507	1,554
Recurring net profit	504	(131)	310	409
Core EPS (THB)	0.33	(0.09)	0.20	0.27
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(38.6)	nm	nm	32.2
Core P/E (x)	24.5	(94.6)	39.9	30.2
Dividend yield (%)	2.1	-	1.3	1.7
EV/EBITDA (x)	10.9	13.3	10.6	10.7
Price/book (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Net debt/Equity (%)	6.1	17.8	17.8	21.2
ROE (%)	2.7	(0.7)	1.8	2.3



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(10.0)	(10.0)	(3.0)
Relative to country (%)	(8.8)	(19.8)	(7.3)
Mkt cap (USD m)	350		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.3		
Free float (%)	66		
Major shareholder	Charnvirakul family (24%)		
12m high/low (THB)	11.10/4.16		
Issued shares (m)	1,525.11		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

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

Investment thesis

ผลการดำเนินงานปี 2024 คาดพลิกเป็นขาดทุนในรอบ 6 ปี แม้รายได้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากรับรู้งานขนาดใหญ่ อาทิ รถไฟฟ้ามวงใต้, รถไฟฟ้าทางคู่เด่นชัย, โรงไฟฟ้า แต่ถูกกดดันจากจากค่าซ่อมอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนกระทบอัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลง รวมถึงมีส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วมระดับสูงจากการเปิดเดินรถไฟฟ้าเหลืองชมพู-ซึ่งปริมาณการใช้อยู่ระดับต่ำ รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มจากการลงทุนในหลายธุรกิจใหม่

Company profile

STECON ก่อตั้งในปี 1962 ประกอบธุรกิจหลักคือรับเหมาก่อสร้างรับงานทั้งภาครัฐและเอกชน ตั้งแต่โครงการขนาดกลางถึงขนาดใหญ่ แบ่งเป็น 5 ประเภทคือ ด้านสาธารณูปโภค ด้านอาคาร ด้านพลังงาน ด้านอุตสาหกรรม และด้านสิ่งแวดล้อม โดยในปี 2022 มีสัดส่วนรายได้จากงานภาคเอกชน 70% และภาครัฐ 30% หากพิจารณาตามประเภทงาน จะมีสัดส่วนมากที่สุดจากงานก่อสร้างสาธารณูปโภค 56% รองลงมาเป็นงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า 27% ของรายได้รวม

www.stecon.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

■ Construction - 99.8 %

■ Sales and service - 0.2 %

Source: Stecon Group

Major shareholders

■ Charnvirakul family - 23.6 %

■ Others - 76.4 %

Source: Stecon Group

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตคือ 1) การเข้าร่วมประมูลงานใหม่ โดยเฉพาะงานโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ, โรงไฟฟ้า 2) การขยายการลงทุนในธุรกิจใหม่ ซึ่งยังไม่รวมในประมาณการ 3) กลับรายการค่าซ่อมในโครงการอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนหากได้รับเงินประกัน ซึ่งบริษัทอยู่ระหว่างทำเรื่องเคลมประกันและคาดชัดเจนในปี 2025

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาด 2) ความล่าช้าและค่าใช้จ่ายซ่อมแซมเพิ่มของโครงการระบายน้ำบึงหนองบอน 3) กรอบเวลาการเริ่มก่อสร้างงานสนามบินอยู่ทะเภาล่าช้า 4) ความล่าช้าของการเปิดประมูลงานใหม่ 5) ผลขาดทุนรถไฟฟ้าเหลือง-ชมพูมากกว่าคาด 6) ผู้รับเหมาหลัก UJV โครงการ CFP ไม่จ่ายค่าก่อสร้างตามสัญญา

Event calendar

Date	Event
22 November 2024	3Q24 analyst meeting

Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
Revenue (THB m)	30,395	31,900	32,577
GPM (%)	4.2	5.0	5.0
SG&A to revenue (%)	3.0	2.9	2.9
Associates (THB m)	(605)	(480)	(360)

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

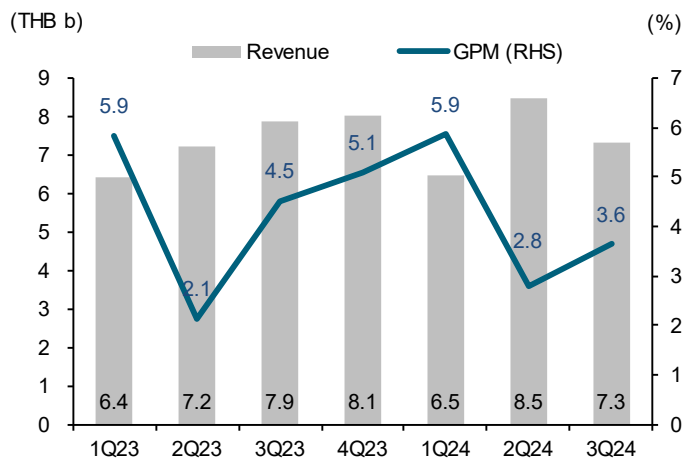
- For every 2% increase in revenue, we estimate 2025 net profit to rise by 6%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.1% increase in GPM, we estimate 2025 net profit to rise by 9%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.1% increase in SG&A to revenue, we estimate 2025 net profit to fall by 9%, and vice versa, all else being equal

Source: FSSIA estimates

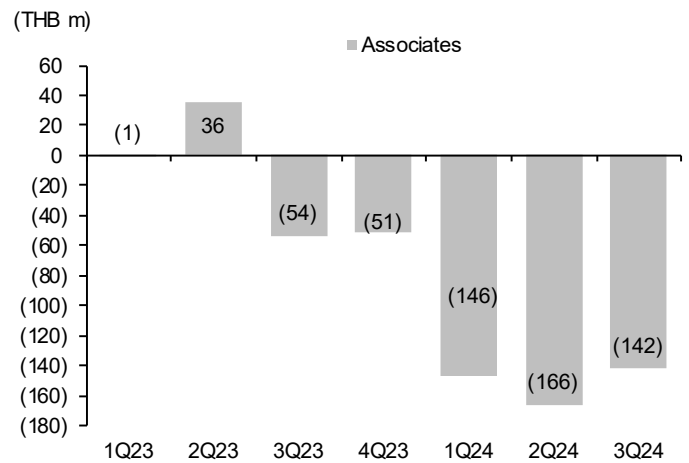
Exhibit 88: STECON - 3Q24 results summary

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	7,876	8,053	6,484	8,457	7,349	(13.1)	(6.7)
Cost of sales	7,519	7,643	6,104	8,221	7,081	(13.9)	(5.8)
Gross profit	357	410	380	236	268	13.6	(24.9)
SG&A	137	292	198	242	235	(3.1)	71.9
Operating profit	220	118	182	(6)	33	(621.5)	(84.9)
Other income	15	32	55	240	22	(90.9)	41.5
Interest expense	9	22	35	32	37	15.9	306.3
Tax expense	(41)	(27)	(42)	(6)	(19)	n/a	n/a
Associates	(54)	(51)	(146)	(166)	(142)	n/a	n/a
Reported net profit	130	74	12	25	(147)	n/a	n/a
Core profit	130	50	12	25	(147)	n/a	n/a
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	4.5	5.1	5.9	2.8	3.6	0.9	(0.9)
SG&A / Sales	1.7	3.6	3.1	2.9	3.2	0.3	1.5
Operating margin	2.8	1.5	2.8	(0.1)	0.5	0.5	(2.3)
Net margin	1.6	0.9	0.2	0.3	(2.0)	(2.3)	(3.7)
Norm margin	1.6	0.6	0.2	0.3	(2.0)	(2.3)	(3.7)

Sources: STECON; FSSIA's compilation

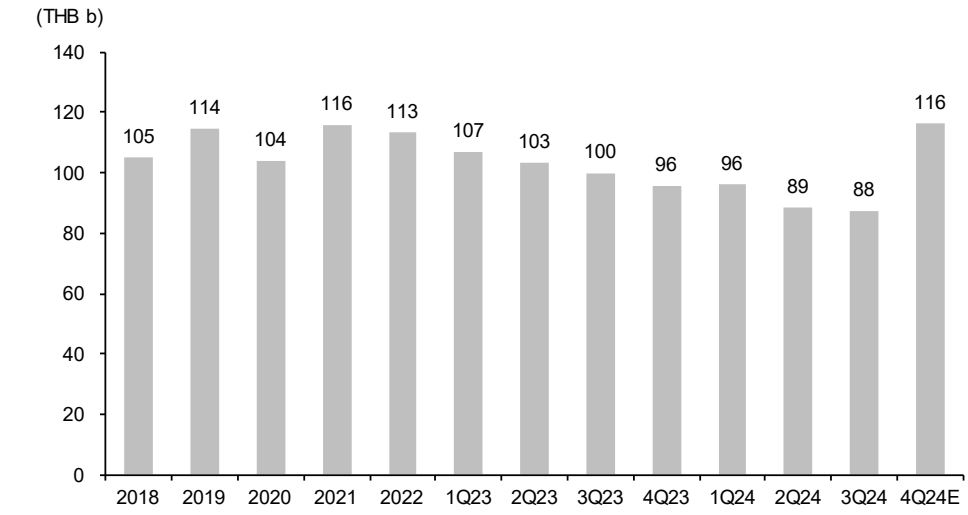
Exhibit 89: Quarterly revenue and GPM

Sources: STECON; FSSIA's compilation

Exhibit 90: Quarterly associates

Sources: STECON; FSSIA's compilation

Exhibit 91: Backlog



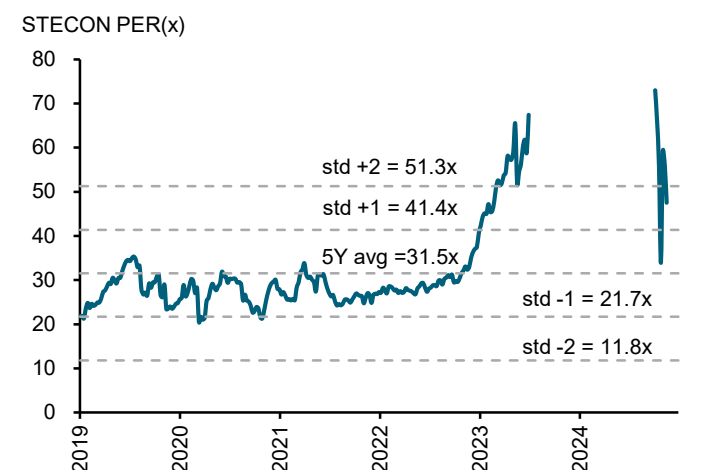
Sources: STECON; FSSIA estimates

Exhibit 92: Key assumptions for STECON

	Actual	Current			Previous			Change		
	2023 (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Total revenue (THB m)	29,527	30,395	31,900	32,577	30,695	31,900	32,577	(1)	0	0
Cost (THB m)	28,299	29,195	30,400	31,043	29,317	30,400	31,043	(0)	0	0
Gross margin (%)	4.4	4.2	5.0	5.0	4.8	5.0	5.0	(0.6)	0.0	0.0
SG&A (THB m)	834	909	938	945	915	941	945	(1)	(0)	(0)
SG&A to revenue (%)	2.8	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	(0.0)	(0.1)	0.0
Interest expense (THB m)	43	144	123	149	115	116	142	25	6	5
Share from associates (THB m)	(70)	(605)	(480)	(360)	(600)	(480)	(360)	n/a	n/a	n/a
Core profit (THB m)	504	(131)	310	409	125	320	422	n/a	(3)	(3)
Net profit (THB m)	528	(111)	310	409	125	320	422	n/a	(3)	(3)

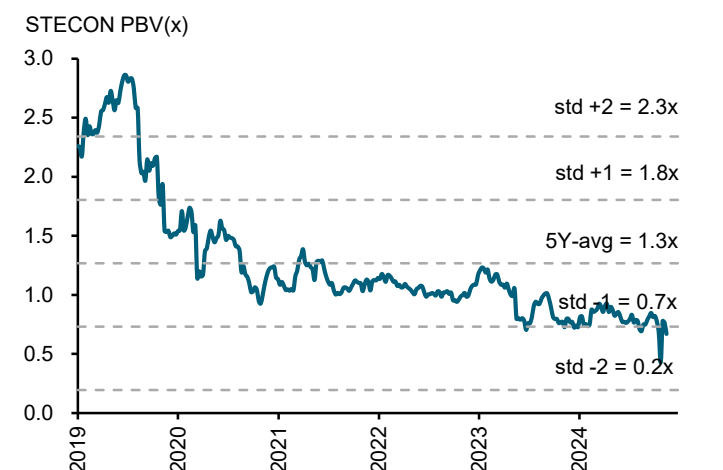
Sources: FSSIA estimates

Exhibit 93: Historical P/E band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 94: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Financial Statements

Stecon Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	30,326	29,598	30,475	32,000	32,677
Cost of goods sold	(28,792)	(28,299)	(29,195)	(30,400)	(31,043)
Gross profit	1,534	1,299	1,280	1,600	1,634
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(779)	(834)	(909)	(938)	(945)
Operating EBITDA	1,793	1,270	1,196	1,507	1,554
Depreciation	(1,038)	(805)	(825)	(845)	(865)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	754	464	371	662	689
Net financing costs	19	(1)	(101)	(75)	(99)
Associates	34	(70)	(605)	(480)	(360)
Recurring non-operating income	244	151	(302)	(173)	(49)
Non-recurring items	36	23	20	0	0
Profit before tax	1,054	637	(12)	414	542
Tax	(187)	(102)	(84)	(89)	(117)
Profit after tax	867	536	(96)	325	424
Minority interests	(9)	(8)	(15)	(15)	(15)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	857	528	(111)	310	409
Non-recurring items & goodwill (net)	(36)	(23)	(20)	0	0
Recurring net profit	821	504	(131)	310	409
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.54	0.33	(0.09)	0.20	0.27
Reported EPS	0.56	0.35	(0.07)	0.20	0.27
DPS	0.30	0.17	0.00	0.10	0.13
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Growth					
Revenue (%)	9.6	(2.4)	3.0	5.0	2.1
Operating EBITDA (%)	47.5	(29.2)	(5.8)	26.0	3.1
Operating EBIT (%)	25.7	(38.4)	(20.1)	78.4	4.1
Recurring EPS (%)	18.3	(38.6)	nm	nm	32.2
Reported EPS (%)	20.6	(38.5)	nm	nm	32.2
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	5.1	4.4	4.2	5.0	5.0
Gross margin exc. depreciation (%)	8.5	7.1	6.9	7.6	7.6
Operating EBITDA margin (%)	5.9	4.3	3.9	4.7	4.8
Operating EBIT margin (%)	2.5	1.6	1.2	2.1	2.1
Net margin (%)	2.7	1.7	(0.4)	1.0	1.3
Effective tax rate (%)	17.8	16.0	-697.8	21.6	21.6
Dividend payout on recurring profit (%)	55.7	52.3	-	50.0	50.0
Interest cover (X)	(52.8)	566.9	0.7	6.5	6.5
Inventory days	5.2	7.4	9.0	8.9	9.0
Debtor days	108.0	124.3	126.1	121.1	117.4
Creditor days	341.6	319.5	277.8	277.8	281.6
Operating ROIC (%)	(10.8)	(9.8)	(55.4)	(54.0)	9.0
ROIC (%)	4.7	2.6	0.2	1.6	(0.5)
ROE (%)	4.5	2.7	(0.7)	1.8	2.3
ROA (%)	1.7	1.0	(0.1)	0.8	0.8

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Construction	30,265	29,527	30,395	31,900	32,577
Sales and service	61	71	80	100	100

Sources: Stecon Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Stecon Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	821	504	(131)	310	409
Depreciation	1,038	805	825	845	865
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	36	23	20	0	0
Change in working capital	2,140	(2,001)	695	1,096	502
Cash flow from operations	4,036	(668)	1,410	2,250	1,776
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(545)	(574)	(1,060)	(1,092)	(1,125)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(2,584)	1,585	(2,132)	(1,196)	(1,249)
Cash flow from investing	(3,129)	1,011	(3,192)	(2,288)	(2,374)
Dividends paid	(343)	(211)	0	(124)	(164)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(105)	(111)	13	14	15
Other financing cash flows	2,477	(2,771)	99	140	71
Cash flow from financing	2,029	(3,093)	112	30	(79)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	2,935	(2,751)	(1,670)	(8)	(676)
Free cash flow to firm (FCFF)	926.01	385.82	(1,637.88)	84.91	(448.48)
Free cash flow to equity (FCFE)	3,278.39	(2,539.46)	(1,669.76)	116.26	(512.25)

Per share (THB)

FCFF per share	0.61	0.25	(1.07)	0.06	(0.29)
FCFE per share	2.15	(1.67)	(1.09)	0.08	(0.34)
Recurring cash flow per share	1.24	0.87	0.47	0.76	0.84

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	9,689	10,174	10,683	11,217	11,778
Less: Accumulated depreciation	(4,751)	(5,467)	(5,740)	(6,027)	(6,328)
Tangible fixed assets (net)	4,938	4,707	4,942	5,190	5,449
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	23,370	21,342	23,476	24,650	25,882
Cash & equivalents	6,993	4,242	2,572	2,565	1,889
A/C receivable	9,772	10,386	10,666	10,560	10,457
Inventories	421	698	701	736	752
Other current assets	4,975	5,309	5,485	5,600	5,718
Current assets	22,160	20,636	19,425	19,461	18,816
Other assets	321	764	762	784	801
Total assets	50,790	47,449	48,605	50,084	50,947
Common equity	19,592	17,701	17,591	17,776	18,022
Minorities etc.	297	371	386	401	416
Total shareholders' equity	19,889	18,072	17,976	18,177	18,438
Long term debt	376	265	278	292	307
Other long-term liabilities	3,052	2,415	2,499	2,624	2,680
Long-term liabilities	3,428	2,680	2,777	2,916	2,986
A/C payable	26,895	21,244	21,942	23,040	23,527
Short term debt	324	5,082	5,500	5,500	5,500
Other current liabilities	253	373	410	451	496
Current liabilities	27,472	26,698	27,852	28,991	29,523
Total liabilities and shareholders' equity	50,790	47,449	48,605	50,084	50,947
Net working capital	(11,981)	(5,222)	(5,499)	(6,595)	(7,097)
Invested capital	16,649	21,591	23,681	24,028	25,035

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	12.85	11.61	11.53	11.66	11.82
Tangible book value per share	12.85	11.61	11.53	11.66	11.82

Financial strength

Net debt/equity (%)	(31.6)	6.1	17.8	17.8	21.2
Net debt/total assets (%)	(12.4)	2.3	6.6	6.4	7.7
Current ratio (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
CF interest cover (x)	(201.2)	(1,810.8)	(5.0)	17.0	7.2

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	15.0	24.5	(94.6)	39.9	30.2
Recurring P/E @ target price (x) *	14.9	24.2	(93.4)	39.4	29.8
Reported P/E (x)	14.4	23.4	(111.6)	39.9	30.2
Dividend yield (%)	3.7	2.1	-	1.3	1.7
Price/book (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Price/tangible book (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x) **	3.5	10.9	13.3	10.6	10.7
EV/EBITDA @ target price (x) **	3.5	10.8	13.2	10.5	10.6
EV/invested capital (x)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7

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

Sources: Stecon Group; FSSIA estimates

Stecon Group (STECON TB)

FSSIA ESG rating


39.73 /100

Exhibit 95: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 96: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	----- Domestic ratings -----						----- Global ratings -----						--- Bloomberg ---	
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
CK	38.06	--	--	--	5.00	4.00	--	High	50.15	BB	--	43.93	22.00	2.13	43.16
ITD	14.63	--	--	--	4.00	4.00	--	Severe	--	--	--	--	13.00	--	--
STECON	39.73	--	--	--	5.00	5.00	--	Severe	62.52	BBB	--	36.51	22.00	1.64	37.87
SYNTEC	36.38	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	53.14	--	--	37.86	--	--	--
NWR	24.97	--	--	--	4.00	5.00	Certified	--	47.79	--	--	--	--	--	--

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation

Exhibit 97: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
ESG financial materiality scores - ESG score	1.38	1.44	1.46	1.40	1.39	1.45	1.64	1.64
BESG environmental pillar score	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	0.40
BESG social pillar score	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
BESG governance pillar score	3.66	3.99	4.09	3.77	3.72	4.05	3.75	3.77
ESG disclosure score	31.84	31.84	31.84	31.84	33.23	34.06	37.88	37.87
Environmental disclosure score	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.66	1.66
Social disclosure score	14.24	14.24	14.24	14.24	18.41	18.41	19.44	19.41
Governance disclosure score	81.10	81.10	81.10	81.10	81.10	83.59	92.35	92.35
Environmental								
Emissions reduction initiatives	No	No	No	No	No	No	No	No
Climate change policy	No	No	No	No	No	No	No	No
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes
GHG scope 1	—	—	—	—	—	—	—	—
GHG scope 2 location-based	—	—	—	—	—	—	—	—
GHG Scope 3	—	—	—	—	—	—	—	—
Carbon per unit of production	—	—	—	—	—	—	—	—
Biodiversity policy	No	No	No	No	No	No	No	No
Energy efficiency policy	No	No	No	No	No	No	No	No
Total energy consumption	—	—	—	—	—	—	—	—
Renewable energy use	—	—	—	—	—	—	—	—
Electricity used	—	—	—	—	—	—	—	—
Fuel used - natural gas	—	—	—	—	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 98: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No	No	No	No	No
Waste reduction policy	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—	—	—	—	—
Total waste	—	—	—	—	—	—	—	—
Waste recycled	—	—	—	—	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—	—	—	—	—
Environmental supply chain management	No	No	No	No	No	No	No	No
Water policy	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes
Water consumption	—	—	—	—	—	—	—	—
Social								
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	No	No	No	No	No	No	No	No
Quality assurance and recall policy	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes
Consumer data protection policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No	No	No	No	No
Pct women in workforce	—	—	—	—	—	—	—	36
Pct disabled in workforce	—	—	—	—	—	—	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	—	—	—	—	—	—	—	—
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—	—	—	—	—
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	No	No	No	No	No	No	No	No
Number of employees – CSR	1,287	1,231	1,377	1,513	1,652	1,754	1,720	1,665
Employee turnover pct	—	—	—	—	—	—	—	—
Total hours spent by firm - employee training	29,963	31,138	41,280	49,015	54,589	7,708	33,490	29,664
Social supply chain management	No	No	No	No	No	No	No	No
Governance								
Board size	12	12	12	12	11	11	11	11
No. of independent directors (ID)	7	7	7	7	6	7	7	7
No. of women on board	1	1	1	1	1	1	1	1
No. of non-executive directors on board	8	8	8	8	8	8	8	8
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	4	5	7	5	10	8	7	4
Board meeting attendance pct	96	100	98	98	89	100	99	100
Board duration (years)	3	3	3	3	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No	No	No
Age of the youngest director	39	40	41	42	43	44	45	51
Age of the oldest director	71	72	73	75	76	77	77	78
No. of executives / company managers	20	20	21	20	17	20	20	20
No. of female executives	4	4	5	5	4	5	5	5
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3	3	3	3	3
Audit committee meetings	5	6	7	5	8	8	11	5
Audit meeting attendance %	100	100	100	100	97	100	100	100
Size of compensation committee	3	3	3	3	3	3	3	3
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2	2	2	2	2
No. of compensation committee meetings	3	2	3	2	2	3	3	3
Compensation meeting attendance %	100	100	100	100	100	100	100	100
Size of nomination committee	3	3	3	3	3	3	3	3
No. of nomination committee meetings	3	2	3	2	2	3	3	3
Nomination meeting attendance %	100	100	100	100	100	100	100	100
Sustainability governance								
Verification type	No	No	No	No	No	No	No	No

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

PYLON PYLON TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

This report is being republished for reference purposes. No changes have been made to the report from its original date of publication

HOLD

UNCHANGED

3Q24 results at first glance

TARGET PRICE	THB2.40
CLOSE	THB1.99
UP/DOWNSIDE	+20.6%
TP vs CONSENSUS	-3.8%

ผลประกอบการ 3Q24 ฟิ้นกลับเป็นกำไรตามคาด

Highlights

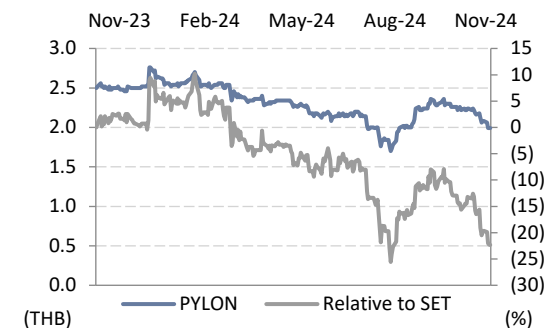
- PYLON รายงานกำไรสุทธิ 3Q24 เท่ากับ 13.5 ล้านบาท จากขาดทุน -6.7 ล้านบาทใน 2Q24 และกำไร 4.3 ล้านบาทใน 3Q23 เป็นไปตามที่เราคาด
- ผลประกอบการที่ฟื้นตัวมาจากอัตราการใช้เครื่องจักรที่เร่งขึ้นเป็น 10-12 ชุด (จาก 6-8 ชุดใน 2Q24 และ 8-9 ชุดใน 3Q23) เนื่องจากเริ่มงานใหม่ อาทิ โรงแรม Hatai-Narai และ Embassy Wireless ส่งผลให้รายได้ก่อสร้าง +82% q-q, +23% y-y ที่ 291 ล้านบาท ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 11.9% จาก 6.8% ใน 2Q24 และ 10% ใน 3Q23 ตามทิศทางรายได้และผลของ Economy of scale
- ค่าใช้จ่ายขายและบริหารต่อรายได้ปรับลงเป็น 7.1% จาก 13.9% ใน 2Q24 และ 8.4% ใน 3Q23 จากรายได้สูงขึ้นและเน้นควบคุมค่าใช้จ่าย ส่วนต้นทุนการเงินเพิ่มขึ้นเป็น 0.4 ล้านบาท (+16% q-q, +20% y-y) ตามทิศทางดอกเบี้ยสูงขึ้น

Outlook

- แนวโน้มผลประกอบการ 4Q24 ไม่สดใส คาดหดตัว q-q และ y-y ตามอัตราการใช้เครื่องจักรที่ลดลงเป็น 8 ชุด (เทียบกับ 10-12 ชุดใน 3Q24 และ 13-14 ชุดใน 4Q23) เนื่องจากเป็นรอยต่อที่งานเก่าอยู่ในช่วงท้ายโครงการ ขณะที่งานใหม่ถูกเลื่อนไปเริ่มก่อสร้างในปลายไตรมาส อีกทั้ง มีปัจจัยฤดูกาลจากช่วงวันหยุดยาว
- กำไรสุทธิ 9M24 อยู่ที่ 8 ล้านบาท (เทียบกับ 77 ล้านบาทใน 9M23) คิดเป็นเพียง 36% ของประมาณการทั้งปีของเราที่ 22 ล้านบาท ซึ่งมี Downside จากรายได้ต่ำกว่าคาดจากปริมาณงานใหม่ซบเซา เบื้องต้นประเมินจบปี 2024 มีโอกาสหดตัว 90% y-y เป็นระดับ 5-10 ล้านบาท
- หุ้นขาด Catalyst ขณะที่ Backlog ไม่สูง คาดระดับ 600 ล้านบาท และปี 2025 ยังมีความท้าทายท่ามกลางสถานการณ์ปัจจุบันที่งานในตลาดซบเซาและการแข่งขันสูง แนะนำดูจนกว่าจะเห็นความชัดเจนของการรับงานใหม่

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,483	1,005	1,115	1,200
Net profit	106	22	49	57
EPS (THB)	0.14	0.03	0.07	0.08
vs Consensus (%)	-	(50.0)	(17.6)	(20.0)
EBITDA	215	113	152	162
Recurring net profit	102	19	49	57
Core EPS (THB)	0.14	0.02	0.07	0.08
EPS growth (%)	(7.9)	(81.8)	164.2	15.9
Core P/E (x)	14.6	79.9	30.2	26.1
Dividend yield (%)	7.0	1.5	3.3	3.8
EV/EBITDA (x)	6.6	11.6	8.8	8.4
Price/book (x)	1.4	1.4	1.4	1.4
Net debt/Equity (%)	(7.8)	(17.6)	(14.6)	(12.3)
ROE (%)	9.8	1.8	4.7	5.5



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(11.9)	17.1	(20.4)
Relative to country (%)	(10.7)	4.4	(23.9)
Mkt cap (USD m)	42		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	41		
Major shareholder	Sangarayakul Family (55%)		
12m high/low (THB)	2.82/1.66		
Issued shares (m)	749.87		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

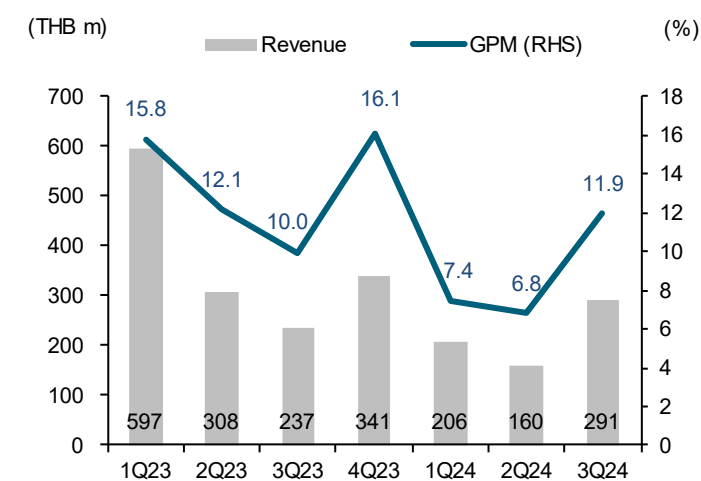
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

Exhibit 99: PYLON - 3Q24 results summary

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	Change	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	237	341	206	160	291	82.0	22.7
Cost of sales	214	286	191	149	256	71.9	20.0
Gross profit	24	55	15	11	35	219.6	46.9
SG&A	20	22	18	22	21	(7.2)	2.8
Operating profit	4	33	(2)	(11)	14	na	291.2
Interest expense	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	16.2	20.4
Tax expense	1	6	(0)	(2)	3	na	456.9
Reported net profit	4	30	1	(7)	14	na	212.8
Core profit	3	27	(0)	(8)	12	na	272.8
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	10.0	16.1	7.4	6.8	11.9	5.1	2.0
SG&A / Sales	8.4	6.3	8.5	13.9	7.1	(6.8)	(1.4)
Operating margin	1.5	9.8	(1.1)	(7.1)	4.9	11.9	3.3
Net margin	1.8	8.7	0.6	(4.2)	4.6	8.8	2.8
Norm margin	1.4	8.1	(0.2)	(5.2)	4.3	9.4	2.9

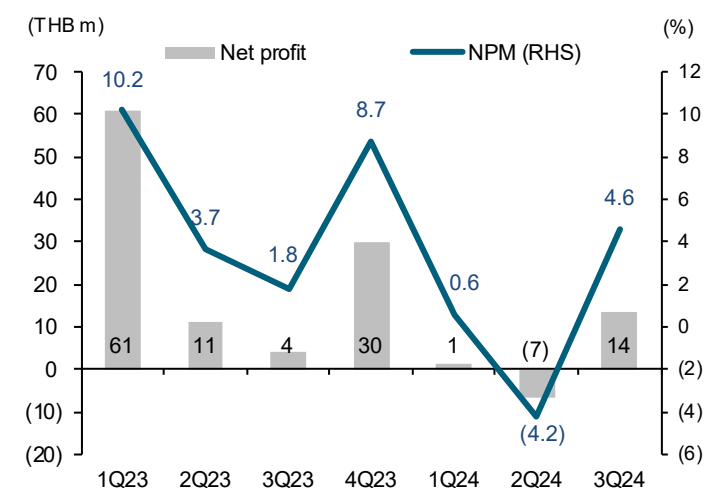
Sources: PYLON; FSSIA's compilation

Exhibit 100: Quarterly revenue and GPM



Sources: PYLON; FSSIA's compilation

Exhibit 101: Quarterly net profit and NPM



Sources: PYLON; FSSIA's compilation

Financial Statements

Pylon

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,147	1,483	1,005	1,115	1,200
Cost of goods sold	(935)	(1,273)	(899)	(970)	(1,044)
Gross profit	212	210	105	145	156
Other operating income	11	4	6	6	7
Operating costs	(84)	(86)	(86)	(88)	(90)
Operating EBITDA	234	215	113	152	162
Depreciation	(94)	(87)	(88)	(89)	(90)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	139	128	25	63	72
Net financing costs	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Associates	-	-	-	-	-
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	9	4	3	0	0
Profit before tax	147	131	26	61	71
Tax	(27)	(24)	(4)	(12)	(13)
Profit after tax	120	106	22	49	57
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	120	106	22	49	57
Non-recurring items & goodwill (net)	(9)	(4)	(3)	0	0
Recurring net profit	111	102	19	49	57
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.15	0.14	0.02	0.07	0.08
Reported EPS	0.16	0.14	0.03	0.07	0.08
DPS	0.15	0.14	0.03	0.07	0.08
Diluted shares (used to calculate per share data)	750	750	750	750	750
Growth					
Revenue (%)	45.9	29.3	(32.2)	10.9	7.7
Operating EBITDA (%)	64.8	(7.9)	(47.6)	34.5	7.0
Operating EBIT (%)	208.8	(8.3)	(80.8)	154.6	15.5
Recurring EPS (%)	190.6	(7.9)	(81.8)	164.2	15.9
Reported EPS (%)	201.3	(11.2)	(79.4)	125.5	15.9
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.5	14.2	10.5	13.0	13.0
Gross margin exc. depreciation (%)	26.7	20.0	19.3	21.0	20.5
Operating EBITDA margin (%)	20.4	14.5	11.2	13.6	13.5
Operating EBIT margin (%)	12.2	8.6	2.4	5.6	6.0
Net margin (%)	9.7	6.9	1.9	4.4	4.8
Effective tax rate (%)	18.4	18.5	16.7	19.0	19.0
Dividend payout on recurring profit (%)	101.1	102.4	116.0	99.0	99.0
Interest cover (X)	105.7	99.7	16.4	39.2	43.9
Inventory days	23.0	16.8	21.3	20.8	19.9
Debtor days	90.3	89.3	103.0	79.8	81.0
Creditor days	68.5	48.5	69.0	65.8	65.5
Operating ROIC (%)	15.4	11.3	2.2	5.8	6.5
ROIC (%)	14.2	11.0	2.1	5.7	6.4
ROE (%)	11.0	9.8	1.8	4.7	5.5
ROA (%)	9.0	8.1	1.6	4.0	4.5

* Pre exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Bored Piles	814	1,186	804	892	960
Diaphragm Wall/ Barrette Pile	0	294	198	220	236
Ground Improvement	333	3	3	3	4

Sources: Pylon; FSSIA estimates

Financial Statements

Pylon

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	111	102	19	49	57
Depreciation	94	87	88	89	90
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(270)	(98)	91	(23)	(14)
Cash flow from operations	(65)	92	198	116	133
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(44)	(64)	(76)	(99)	(100)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(44)	(64)	(76)	(99)	(100)
Dividends paid	(36)	(109)	(18)	(49)	(57)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(27)	7	0	4	2
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(64)	(102)	(18)	(45)	(55)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(172)	(74)	104	(28)	(22)
Free cash flow to firm (FCFF)	(107.51)	29.17	123.77	18.36	34.68
Free cash flow to equity (FCFE)	(136.07)	34.89	122.39	20.76	35.03

Per share (THB)

FCFF per share	(0.14)	0.04	0.17	0.02	0.05
FCFE per share	(0.18)	0.05	0.16	0.03	0.05
Recurring cash flow per share	0.27	0.25	0.14	0.18	0.20

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	1,089	1,044	1,054	1,064	1,074
Less: Accumulated depreciation	(651)	(651)	(651)	(651)	(651)
Tangible fixed assets (net)	438	392	402	412	422
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	206	132	236	208	186
A/C receivable	390	336	231	256	276
Inventories	65	44	50	50	54
Other current assets	144	345	330	340	345
Current assets	804	858	847	854	861
Other assets	37	19	20	21	22
Total assets	1,279	1,269	1,269	1,287	1,305
Common equity	1,052	1,046	1,046	1,047	1,047
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,052	1,046	1,046	1,047	1,047
Long term debt	36	42	40	43	45
Other long-term liabilities	3	3	3	3	4
Long-term liabilities	39	45	43	46	49
A/C payable	161	154	153	165	177
Short term debt	8	8	11	12	12
Other current liabilities	18	14	16	17	19
Current liabilities	187	176	180	194	209
Total liabilities and shareholders' equity	1,279	1,268	1,269	1,287	1,305
Net working capital	419	558	443	464	478
Invested capital	894	969	865	897	923

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Tangible book value per share	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40

Financial strength

Net debt/equity (%)	(15.3)	(7.8)	(17.6)	(14.6)	(12.3)
Net debt/total assets (%)	(12.6)	(6.4)	(14.5)	(11.8)	(9.9)
Current ratio (x)	4.3	4.9	4.7	4.4	4.1
CF interest cover (x)	(68.7)	77.9	133.6	76.1	83.0

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	13.4	14.6	79.9	30.2	26.1
Recurring P/E @ target price (x) *	16.2	17.6	96.3	36.5	31.5
Reported P/E (x)	12.5	14.0	68.2	30.2	26.1
Dividend yield (%)	7.5	7.0	1.5	3.3	3.8
Price/book (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Price/tangible book (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (x) **	5.7	6.6	11.6	8.8	8.4
EV/EBITDA @ target price (x) **	7.0	8.0	14.3	10.9	10.3
EV/invested capital (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

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

Sources: Pylon; FSSIA estimates

PYLON PCL (PYLON TB)

FSSIA ESG rating

★ ★

Exhibit 102: FSSIA ESG score implication

20 /100

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Source: FSSIA estimates

Exhibit 103: ESG – peer comparison

	FSSIA	Domestic ratings						Global ratings						Bloomberg	
	ESG score	DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
CK	38.06	--	--	--	5.00	4.00	--	High	50.15	BB	--	43.93	22.00	2.13	43.16
PYLON	20.00	--	--	--	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	--	--	--	--
SEAFCO	14.00	--	--	--	5.00	4.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
STEC	39.73	--	--	--	5.00	5.00	--	Severe	62.52	BBB	--	36.51	22.00	1.64	37.87
SYNTEC	36.38	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	53.14	--	--	37.86	--	--	--

Sources: SETTRADE.com; FSSIA's compilation

Exhibit 104: ESG disclosure from the company's one report

FY ending Dec 31		FY 2022	FY ending Dec 31		FY 2022
Environmental			Governance		
Climate change policy		Yes	Board size / Independent directors (ID) / Female		9 / 4 / 0
Climate change opportunities discussed		--	No. of board meetings for the year / % attendance		6 / 96.3%
GHG scope 2 location-based policy		Yes	Company conducts board evaluations		Yes
Biodiversity policy		--	Number of non-executive directors on board		5
Energy efficiency policy		Yes	Director share ownership guidelines		No
Electricity used		--	Board age limit		No
Fuel used - crude oil/diesel		--	Age of the youngest / oldest director		48 / 81
Waste reduction policy		--	Number of executives / female		11 / 1
Water policy		Yes	Executive share ownership guidelines		No
Water consumption		--	Size of audit committee / ID		3 / 3
Social			Audit committee meetings		5
Human rights policy		Yes	Audit committee meeting attendance (%)		93.33
Policy against child labor		Yes	Size of compensation committee		3 / 2
Quality assurance and recall policy		Yes	Number of compensation committee meetings		2
Consumer data protection policy		--	Compensation committee meeting attendance (%)		100
Equal opportunity policy		Yes	Size of nomination committee / ID		3 / 2
Gender pay gap breakout		--	Number of nomination committee meetings		2
Pct women in workforce		Yes	Nomination committee meeting attendance (%)		100
Business ethics policy		Yes	Board compensation (THB m)		2.376
Anti-bribery ethics policy		Yes	Auditor fee (THB m)		0.88
Health and safety policy		Yes	(Proud in Pro Company Limited.)		
Lost time incident rate - employees		--			
Training policy		Yes			
Fair remuneration policy		Yes			
Number of employees - CSR		--			
Total hours spent by firm - employee training		--			
Social supply chain management		--			

Source: FSSIA's compilation

SEAFCO SEAFCO TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

This report is being republished for reference purposes. No changes have been made to the report from its original date of publication

BUY

UNCHANGED

3Q24 results at first glance

TARGET PRICE THB3.00
CLOSE THB2.06
UP/DOWNSIDE +45.6%
TP vs CONSENSUS +1.9%

ผลประกอบการ 3Q24 ขาดทุนใกล้เคียงคาดจาก Cost overrun

Highlights

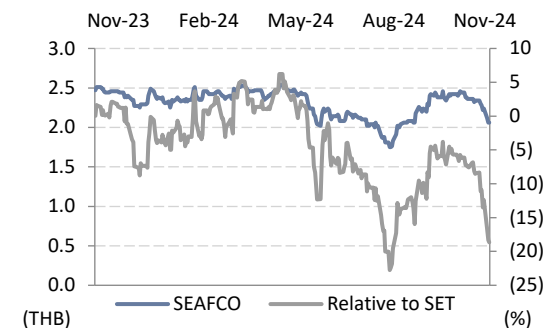
- SEAFCO รายงานผลประกอบการ 3Q24 ขาดทุนสุทธิ -11 ล้านบาท (ใกล้เคียงเราคาดที่ -12 ล้านบาท) จากกำไร 6 ล้านบาทใน 2Q24 และ 63 ล้านบาทใน 3Q23
- สาเหตุหลักมาจากผลกระทบของปริมาณน้ำฝนมากส่งผลให้บางโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างเกิดปัญหา Cost overrun อาทิ โครงการก่อสร้างสะพานข้ามแม่น้ำเจ้าพระยา กัดดินให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 3.2% จาก 12% ใน 2Q24 และ 22.7% ใน 3Q23 (มีการตั้งสำรองราว 20 ล้านบาท หากหักออก อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ราว 10%)
- รายได้ก่อสร้างอยู่ที่ 338 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +28% q-q จากการเริ่มใช้งาน Shark Fin ในช่วงปลายไตรมาส แต่ลดลง -31% y-y ตามปริมาณงานในตลาดหดตัว และใน 3Q23 มีการรับรู้กำไรไฟฟ้าสายส่งได้ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่และมาร์จิ้นสูง
- ค่าใช้จ่ายบริหารควบคุมได้ดีที่ 28 ล้านบาท ขณะที่ดอกเบี้ยจ่ายลดลงเป็น 2.8 ล้านบาท (-9% q-q, -22% y-y)

Outlook

- กำไรสุทธิ 9M24 อยู่ที่ 28 ล้านบาท (-79% y-y) คิดเป็น 64% ของประมาณการทั้งปีที่ 44 ล้านบาท (-74% y-y) ซึ่งมี Downside จากอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ระดับต่ำใน 3Q24 เบื้องต้นเรามองว่ากำไรปีมีโอกาสดกตัว 80% y-y ที่ 30-35 ล้านบาท
- แนวโน้มผลประกอบการ 4Q24 คาดดีขึ้น q-q และพลิกกลับมาเป็นกำไรจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟื้นตัวหลังตั้งสำรองโครงการที่มีปัญหาไปแล้วในไตรมาสก่อนหน้า ขณะที่แม้มีการรับรู้โครงการ Shark Fin เต็มไตรมาส แต่รายได้ก่อสร้าง 4Q24 คาดอ่อนลงจากปัจจัยฤดูกาลที่มีวันหยุดยาว
- ระยะสั้นหุ้นถูกกดดันจากงบ 3Q24 อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม มี Catalyst ที่รออยู่ข้างหน้า คือ การลุ้นรับงานรถไฟฟ้ายาสีลมจาก CK ซึ่งคาดว่าจะทยอยประกาศ Sub-contract งานฐานรากของแต่ละสถานีตั้งแต่สิ้นปีนี้อย่างน้อยเริ่มงานในต้นปี 2025 หนุนการเติม Backlog ซึ่งบริษัทตั้งเป้ารับ 5 สถานี (จากทั้งหมด 11 สถานี) มูลค่ารวม 1.5 พันล้านบาท (เทียบกับ Backlog ปัจจุบัน 700-800 ล้านบาท) และเป็นแรงขับเคลื่อนหลักต่อการเติบโตอย่างมีนัยของกำไรในปี 2025 โดยเฉพาะ 2Q-3Q25

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,786	1,222	1,592	1,802
Net profit	169	44	152	175
EPS (THB)	0.23	0.05	0.19	0.22
vs Consensus (%)	-	(31.5)	11.8	4.8
EBITDA	345	200	346	379
Recurring net profit	151	39	152	175
Core EPS (THB)	0.20	0.05	0.19	0.22
EPS growth (%)	nm	(76.5)	290.2	15.1
Core P/E (x)	10.1	42.9	11.0	9.6
Dividend yield (%)	4.4	1.0	3.6	4.2
EV/EBITDA (x)	4.6	9.2	5.2	4.6
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
Net debt/Equity (%)	5.1	9.6	6.8	3.5
ROE (%)	10.0	2.4	8.9	9.7



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(14.9)	17.7	(14.2)
Relative to country (%)	(13.8)	5.3	(18.0)
Mkt cap (USD m)	48		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	74		
Major shareholder	Thasnanipan Family (26%)		
12m high/low (THB)	2.58/1.70		
Issued shares (m)	739.71		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Thanyatorn Songwutti

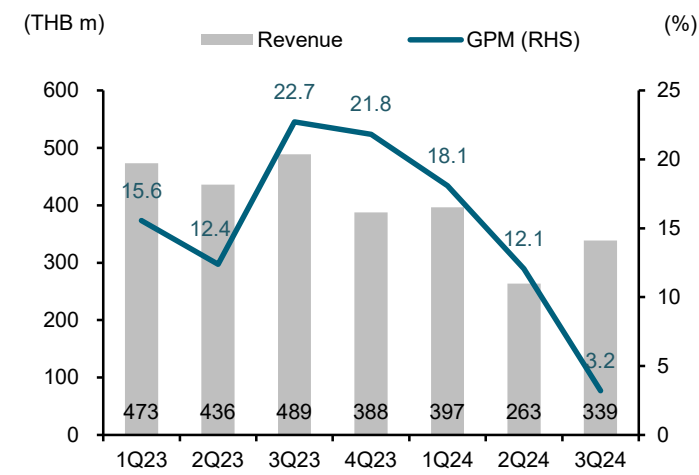
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

Exhibit 105: SEAFCO - 3Q24 results summary

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	Change	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	489	388	397	263	339	(33.6)	(39.6)
Cost of sales	378	303	325	232	328	(28.7)	(39.4)
Gross profit	111	85	72	32	11	(55.7)	(41.1)
SG&A	33	26	31	28	28	(9.1)	(21.0)
Operating profit	79	59	41	4	(17)	(90.8)	(79.8)
Interest expense	4	4	3	3	3	(9.0)	(21.6)
Tax expense	14	17	6	2	(4)	(59.9)	(37.9)
Reported net profit	63	36	33	6	(11)	(83.2)	(55.3)
Core profit	62	36	35	(0.2)	(10.1)	n/a	n/a
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	22.7	21.8	18.1	12.1	3.2	(6.0)	(0.3)
SG&A / Sales	6.6	6.7	7.8	10.6	8.3	2.9	2.5
Operating margin	16.1	15.1	10.3	1.4	(5.1)	(8.9)	(2.8)
Net margin	12.8	9.2	8.4	2.1	(3.3)	(6.3)	(0.7)
Norm margin	12.7	9.2	8.8	(0.1)	(3.0)	(8.8)	(3.3)

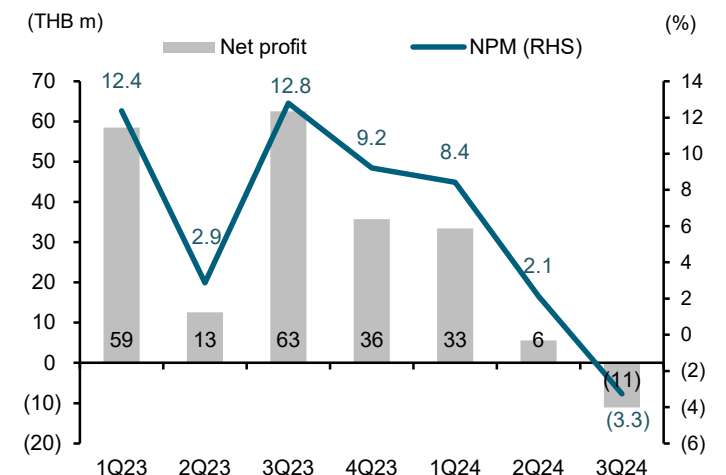
Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 106: Quarterly revenue and GPM



Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Exhibit 107: Quarterly net profit and NPM



Sources: SEAFCO; FSSIA's compilation

Financial Statements

Seafoo

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	781	1,786	1,222	1,592	1,802
Cost of goods sold	(837)	(1,463)	(1,049)	(1,272)	(1,449)
Gross profit	(56)	323	172	320	353
Other operating income	25	7	7	7	7
Operating costs	(109)	(121)	(118)	(121)	(125)
Operating EBITDA	19	345	200	346	379
Depreciation	(158)	(136)	(138)	(141)	(144)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	(139)	210	62	205	235
Net financing costs	(15)	(16)	(13)	(13)	(13)
Associates	-	-	-	-	-
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	4	19	4	0	0
Profit before tax	(150)	212	53	192	222
Tax	25	(45)	(12)	(42)	(49)
Profit after tax	(125)	167	41	150	173
Minority interests	(5)	2	2	2	2
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	(129)	169	44	152	175
Non-recurring items & goodwill (net)	(4)	(19)	(4)	0	0
Recurring net profit	(133)	151	39	152	175
Per share (THB)					
Recurring EPS *	(0.18)	0.20	0.05	0.19	0.22
Reported EPS	(0.18)	0.23	0.05	0.19	0.22
DPS	0.00	0.09	0.02	0.07	0.09
Diluted shares (used to calculate per share data)	740	740	814	814	814
Growth					
Revenue (%)	(45.6)	128.6	(31.6)	30.3	13.2
Operating EBITDA (%)	(88.1)	1,698.3	(42.0)	73.2	9.3
Operating EBIT (%)	nm	nm	(70.5)	232.7	14.3
Recurring EPS (%)	nm	nm	(76.5)	290.2	15.1
Reported EPS (%)	nm	nm	(76.6)	250.1	15.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	(7.1)	18.1	14.1	20.1	19.6
Gross margin exc. depreciation (%)	13.2	25.7	25.4	28.9	27.5
Operating EBITDA margin (%)	2.5	19.3	16.4	21.8	21.0
Operating EBIT margin (%)	(17.8)	11.7	5.1	12.9	13.0
Net margin (%)	(17.1)	8.4	3.2	9.6	9.7
Effective tax rate (%)	17.0	21.3	22.9	22.0	22.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	44.1	44.6	40.0	40.0
Interest cover (X)	(9.5)	13.3	4.8	15.7	18.1
Inventory days	31.4	12.5	23.9	25.8	22.4
Debtor days	214.9	91.9	144.6	107.4	114.5
Creditor days	188.1	122.9	200.0	149.6	156.4
Operating ROIC (%)	(8.4)	13.4	3.7	11.4	(3.2)
ROIC (%)	(6.0)	9.8	2.8	8.7	(2.4)
ROE (%)	(8.9)	10.0	2.4	8.9	9.7
ROA (%)	(4.8)	6.8	1.9	6.4	6.3

* Pre exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Hire of work	780	1,784	1,220	1,590	1,800
Sales of materials and services	2	2	2	2	2

Sources: Seafoo; FSSIA estimates

Financial Statements

Seafoo

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	(133)	151	39	152	175
Depreciation	158	136	138	141	144
Associates & minorities	5	(2)	(2)	(2)	(2)
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	194	(36)	(100)	(2)	(1)
Cash flow from operations	224	248	75	289	316
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)	(11)	(59)	(68)
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)	(29)	(59)	(68)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(118)	108	(133)	39	54
Free cash flow to firm (FCFF)	145.01	155.04	(91.31)	111.09	134.86
Free cash flow to equity (FCFE)	(119.44)	181.26	(159.87)	97.98	121.87

Per share (THB)					
FCFF per share	0.20	0.21	(0.12)	0.15	0.18
FCFE per share	(0.16)	0.25	(0.22)	0.13	0.16
Recurring cash flow per share	0.04	0.38	0.21	0.36	0.39

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	88	128	182
A/C receivable	338	561	407	530	600
Inventories	52	39	80	80	80
Other current assets	78	226	245	245	245
Current assets	581	1,048	820	983	1,107
Other assets	395	356	361	366	371
Total assets	2,164	2,566	2,384	2,602	2,781
Common equity	1,428	1,597	1,660	1,751	1,857
Minorities etc.	2	(3)	(3)	(3)	(3)
Total shareholders' equity	1,430	1,594	1,657	1,748	1,853
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	403	525	594
Short term debt	138	154	100	100	100
Other current liabilities	47	31	34	37	41
Current liabilities	483	780	536	662	735
Total liabilities and shareholders' equity	2,164	2,566	2,384	2,602	2,781
Net working capital	123	200	296	293	290
Invested capital	1,706	1,718	1,859	1,912	1,964

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)					
Book value per share	1.93	2.16	2.04	2.15	2.28
Tangible book value per share	1.93	2.16	2.04	2.15	2.28
Financial strength					
Net debt/equity (%)	16.4	5.1	9.6	6.8	3.5
Net debt/total assets (%)	10.8	3.1	6.6	4.6	2.3
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
CF interest cover (x)	(0.8)	19.5	2.5	23.0	25.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	(11.4)	10.1	42.9	11.0	9.6
Recurring P/E @ target price (x) *	(16.6)	14.7	62.5	16.0	13.9
Reported P/E (x)	(11.8)	9.0	38.5	11.0	9.6
Dividend yield (%)	-	4.4	1.0	3.6	4.2
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) **	91.8	4.6	9.2	5.2	4.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	128.0	6.7	13.0	7.4	6.6
EV/invested capital (x)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9

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

Sources: Seafoo; FSSIA estimates

SEAFCO PCL (SEAFCO TB)

FSSIA ESG rating

n/a

Exhibit 108: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Source: FSSIA estimates

Exhibit 109: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
CK	38.06	--	--	--	5.00	4.00	--	High	50.15	BB	--	43.93	22.00	2.13	43.16
PYLON	20.00	--	--	--	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	--	--	--	--
SEAFCO	n/a	--	--	--	5.00	4.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
STEC	39.73	--	--	--	5.00	5.00	--	Severe	62.52	BBB	--	36.51	22.00	1.64	37.87
SYNTEC	36.38	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	53.14	--	--	37.86	--	--	--

Sources: [SETTRADE.com](https://settrade.com); FSSIA's compilation

Exhibit 110: ESG disclosure from the company's one report

FY ending Dec 31	FY 2023	FY ending Dec 31	FY 2023
Environmental		Governance	
Climate change policy	Yes	Board size / Independent directors (ID) / Female	9 / 4 / 2
Climate change opportunities discussed	--	No. of board meetings for the year / % attendance	7 / 100%
GHG scope 2 location-based policy	Yes	Company conducts board evaluations	Yes
Biodiversity policy	Yes	Number of non-executive directors on board	4
Energy efficiency policy	Yes	Director share ownership guidelines	No
Electricity used	926	Board age limit	No
Fuel used - crude oil/diesel	3.1	Age of the youngest / oldest director	45 / 80
Waste reduction policy	Yes	Number of executives / female	12 / 1
Water policy	Yes	Executive share ownership guidelines	No
Water consumption	687	Size of audit committee / ID	3 / 3
Social		Audit committee meetings	5
Human rights policy	Yes	Audit committee meeting attendance (%)	100
Policy against child labor	Yes	Size of compensation committee	3 / 2
Quality assurance and recall policy	Yes	Number of compensation committee meetings	2
Consumer data protection policy	Yes	Compensation committee meeting attendance (%)	100
Equal opportunity policy	Yes	Size of nomination committee / ID	3 / 2
Gender pay gap breakout	--	Number of nomination committee meetings	2
Pct women in workforce	14.62	Nomination committee meeting attendance (%)	100
Business ethics policy	Yes	Board compensation (THB m)	2.76
Anti-bribery ethics policy	Yes	Auditor fee (THB m)	1.43
Health and safety policy	Yes	(NPS Siam Audit Limited.)	
Lost time incident rate - employees	--		
Training policy	Yes		
Fair remuneration policy	Yes		
Number of employees - CSR	--		
Total hours spent by firm - employee training	5,669		
Social supply chain management	Yes		

Source: FSSIA's compilation

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.																				
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings 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%). <i>(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.)</i>	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. <i>(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.)</i>	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 Sustainabilitycs	The Sustainabilitycs' 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. <i>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.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	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. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		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
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																			
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. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
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

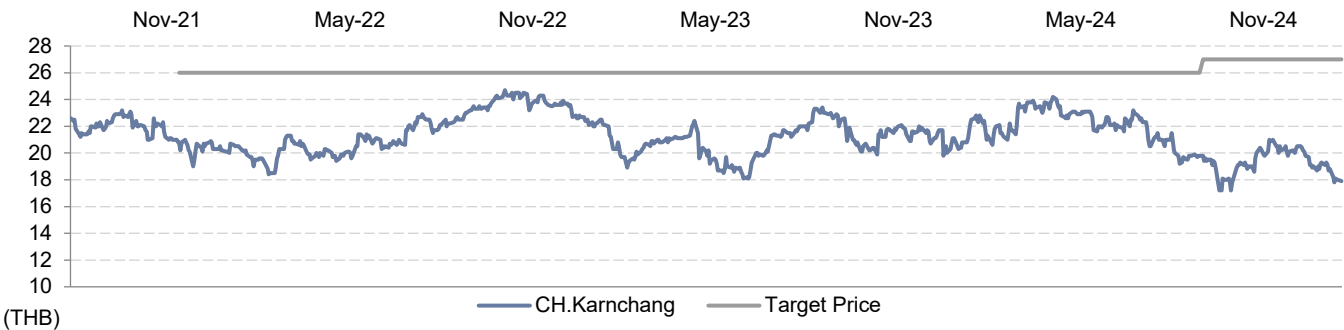
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

CH.Karnchang (CK TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
22-Feb-2022	BUY	26.00	19-Jul-2024	BUY	27.00	-	-	-

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 12-Nov-2020

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Stecon Group (STECON TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
12-May-2022	BUY	15.40	05-Jan-2024	HOLD	10.00	07-Aug-2024	REDUCE	8.00
17-Aug-2022	HOLD	13.00	07-May-2024	REDUCE	9.60			

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 12-Nov-2020

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Pylon (PYLON TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
14-Jun-2023	HOLD	3.80	27-Nov-2023	HOLD	2.70	17-Sep-2024	HOLD	2.40

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 14-Jun-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Seafco (SEAFCO TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
04-Apr-2023	BUY	4.70	12-Jun-2024	HOLD	2.30	-	-	-
04-Dec-2023	BUY	3.80	17-Sep-2024	BUY	3.00	-	-	-

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
CH.Karnchang	CK TB	THB 17.90	BUY	Key downside risks to our SoTP-based TP include 1) delays in the signing of the Orange Line project; 2) auction delays and fewer new projects than expected; 3) political uncertainty; 4) slower-than-expected construction progress and cost overrun; 5) increased building material costs, labor shortages, and a minimum wage hike; and 6) weaker-than-expected performance of associates (BEM, CKP, and LPCL).
Stecon Group	STECON TB	THB 8.15	REDUCE	Downside risks to our TP include 1) volatility of the gross margin, 2) a delay and additional repair expenses on the Bueng Nong Bon drainage tunnel project, 3) a delay in the commencement of its construction of U-Tapao Airport, 4) a delay in new auctions, and 5) a higher-than-expected loss sharing from associates.
Pylon	PYLON TB	THB 1.88	HOLD	Downside risks to our P/E-based TP include 1) fewer new projects than expected; 2) bidding delays for new projects; 3) political uncertainty; 4) delays in construction; 5) labour shortages; 6) higher raw material and labour costs; and 7) intense competition. Upside risks would be 1) a higher-than-expected additional backlog and new auctions; and 2) the sooner-than-expected commencement of the high-speed train project linking three airports.
Seafco	SEAFCO TB	THB 1.97	BUY	Downside risks to our P/BV-based TP include 1) fewer than expected new contract signing; 2) auction delays; 3) a failure to win contracts from the Orange Line project; 4) political uncertainties; 5) construction delays and cost overrun; 6) higher 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 18-Nov-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

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.