

STECON GROUP STECON TB

THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

BUY

FROM REDUCE

ปลดล็อกความกังวล ภาพปี 2025 พลิกเป็นบวก

- ประเด็นที่เคยกังวลถูกตั้งสำรองทั้งหมดใน 4Q24 ทั้งค่าเผื่อหนี้สูญโครงการ CFP และค่าใช้จ่ายล่วงหน้าของอสังหาริมทรัพย์บ่งชี้แนวโน้มการฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q25
- บริษัทตั้งเป้าปี 2025 รายได้ +7% y-y, GPM 7% และรับงานใหม่ 5 หมื่นล้านบาท
- ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ จากภาพปี 2025 พลิกเป็นบวก และมีข่าวดีรออยู่ข้างหน้า

TARGET PRICE	THB8.00
CLOSE	THB5.40
UP/DOWNSIDE	+48.1%
PRIOR TP	THB8.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+32.5%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	30,005	32,000	32,777	33,710
Net profit	(2,357)	310	417	887
EPS (THB)	(1.55)	0.20	0.27	0.58
vs Consensus (%)	-	nm	11.1	104.2
EBITDA	(139)	1,510	1,533	1,980
Recurring net profit	(1,268)	310	417	887
Core EPS (THB)	(0.83)	0.20	0.27	0.58
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.4	2.3	nm
EPS growth (%)	nm	nm	34.6	112.6
Core P/E (x)	(6.5)	26.5	19.7	9.3
Dividend yield (%)	-	1.9	2.5	5.4
EV/EBITDA (x)	(100.0)	9.1	9.4	7.5
Price/book (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
Net debt/Equity (%)	29.7	28.6	31.7	33.0
ROE (%)	(7.2)	1.8	2.4	4.9

เจ็บบ้างใน 4Q24 ขาดทุนหนักจากตั้งค่าเผื่อหนี้สูญและค่าใช้จ่ายล่วงหน้า

ประชุมทบทวนนี้ไตรมาส 4Q24 เผชิญขาดทุนหนักจากตั้งสำรองหลายรายการ 1) ตั้งค่าเผื่อหนี้สูญจากโครงการ CFP หลังกลุ่ม UJV ผิดนัดชำระค่าก่อสร้าง ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างยื่นฟ้องร้องต่ออนุญาโตตุลาการ 2) ตั้งสำรองค่าใช้จ่ายล่วงหน้างานอสังหาริมทรัพย์บ่งชี้แนวโน้ม 3) ค่าปรับปรุงงานเชิงป้องกันรถไฟฟ้าชมพู-เหลือง อย่างไรก็ตามผู้บริหารมั่นใจว่าจะไม่มีการตั้งค่าใช้จ่ายเพิ่มอีกในอนาคต ซึ่งส่งผลให้ทิศทางอัตรากำไรขึ้นต้นและผลประกอบการฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q25

ตั้งเป้าปี 2025 รายได้และ GPM เติบโต พร้อมเดินหน้าประมูลงานใหม่

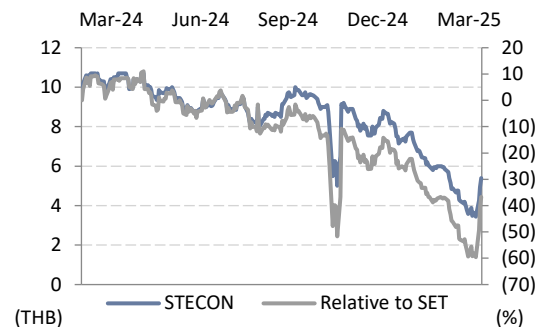
บริษัทตั้งเป้าปี 2025 รายได้ก่อสร้าง 3.2 หมื่นลบ. (+7% y-y) เท่ากับที่เราคาด และอัตรากำไรขั้นต้นก่อสร้าง 7% สูงสุดในรอบ 6 ปี เทียบกับปี 2024 -0.4% ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์เราที่ 5% ขณะที่ Backlog ปัจจุบัน 1.16 แสนลบ. ซึ่งรวมงานสนามบินอู่ตะเภา 2.7 หมื่นลบ. ซึ่งคาดว่าจะเริ่มก่อสร้างใน 1H25 ตั้งเป้ารับงานใหม่ปีนี้ 5 หมื่นลบ. (เพิ่มจาก 4 หมื่นลบ. ในปี 2024) จากแผนเข้าร่วมประมูลใหม่รวม 4.6 แสนลบ. บนเป้า success rate 15-20% ผลักดันจากงานภาครัฐที่คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าเปิดประมูล

มีข่าวบวกรออยู่ข้างหน้า เปิด Upside ต่อประมาณการ

คาดการณ์กำไรปี 2025 ของเราที่ 310 ลบ. มี Upside Risk จาก 1) งานอสังหาริมทรัพย์บ่งชี้แนวโน้มอยู่ระหว่างเคลมประกันค่าซ่อม คาดได้ข้อสรุป 1H25 หากได้รับเงินจะบวกกลับฝั่งต้นทุน ประเมินหากได้รับเงิน 1 พันลบ. ประเมินเป็น Upside ต่อประมาณการ 255% เป็น 1.1 พันลบ. 2) การรับรู้รถไฟฟ้าชมพู-เหลือง (STECON ถือ 15%) มีโอกาสเปลี่ยนวิธีบันทึกบัญชีจากบริษัทเป็นเงินลงทุน ภายหลังผู้บริหารมีแผนลาออกจากกรรมการของโครงการ คาดได้ข้อสรุป 1Q25 (คงค้างถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีของเงินลงทุน) หากเปลี่ยนวิธีบันทึกจะลดผลกระทบต่อการเงินที่ถูกกดดันจากส่วนแบ่งขาดทุน JV ตั้งแต่ปี 2023-2024 ที่ -70 ลบ. และ -584 ลบ. ตามลำดับ และปี 2025 เราคาด -480 ลบ. ประเมินเป็น Upside ต่อประมาณการ 126% เป็น 700 ลบ.

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ ราคาเหมาะสม 8 บาท

เรากลับมาเชื่อมั่นมองบวกหลังประเด็นที่เคยกังวลถูกปลดล็อกใน 4Q24 ทิศทางผลประกอบการปี 2025 Turnaround และมี Upside Risk จากโอกาสรับเงินประกันบ่งชี้แนวโน้ม และเปลี่ยนวิธีรับรู้รถไฟฟ้าชมพู-เหลือง ระยะสั้นปี 1Q25 คาดพลิกเป็นกำไรเด่นจากอัตรากำไรขั้นต้นฟื้นหลังไม่มีค่าใช้จ่ายบ่งชี้แนวโน้ม และปันผลรับจาก GULF 222 ลบ. ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ ราคาเหมาะสม 8 บ. (อิง PBV 0.7x)



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	4.9	(35.7)	(46.0)
Relative to country (%)	11.8	(22.7)	(39.2)
Mkt cap (USD m)	244		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.9		
Free float (%)	66		
Major shareholder	Charnvirakul family (24%)		
12m high/low (THB)	11.10/3.38		
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 พลิกเป็นขาดทุนในรอบ 6 ปี มีสาเหตุหลักจากการตั้งค่าเผื่อหนี้สูญโครงการ CFP และค่าซ่อมล่วงหน้าของอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอน อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าค่าใช้จ่ายต่างๆถูกตั้งสำรองทั้งหมดแล้วใน 4Q24 ขณะที่แนวโน้มผลประกอบการจะฟื้นตัวดีตั้งแต่ 1Q25 และ Turnaround ในปี 2025 หลังอัตราค่าไถ่เริ่มต้นไม่ถูกค่าซ่อมบึงหนองบอนกดดัน อีกทั้ง มีประเด็นที่จะเป็น Upside จากโอกาสการเปลี่ยนวิธีรับรัฐไฟฟ้า ชุมพล-เหลืองเป็นเงินลงทุน และการได้รับเงินเคลมประกันจากบึงหนองบอน

Company profile

STEC ก่อตั้งในปี 1962 ประกอบธุรกิจหลักคือรับเหมาก่อสร้าง รับงานทั้งภาครัฐและเอกชน ตั้งแต่โครงการขนาดกลางถึงขนาดใหญ่ แบ่งเป็น 5 ประเภทคือ ด้านสาธารณูปโภค ด้านอาคาร ด้านพลังงาน ด้านอุตสาหกรรม และด้านสิ่งแวดล้อม โดยในปี 2024 มีสัดส่วนรายได้จากงานภาคเอกชน 73% และภาครัฐ 23% หากพิจารณาตามประเภทงาน จะมีสัดส่วนมากที่สุดจากงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า 36% รองลงมาเป็นงานก่อสร้างสาธารณูปโภค 29% และงานอาคาร 26% ของรายได้รวม

www.stecon.co.th

Principal activities (revenue, 2024)

■ Construction - 99.7 %

■ Sales and service - 0.3 %

Source: Stecon Group

Major shareholders

■ Charnvirakul family - 23.6 %

■ Others - 76.4 %

Source: Stecon Group

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตคือ 1) การเข้าร่วมประมูลงานใหม่ โดยเฉพาะงานโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ และงานภาคเอกชนขนาดใหญ่ 2) การขยายการลงทุนในธุรกิจใหม่ 3) การเปลี่ยนวิธีการบันทึกบัญชีโครงการรถไฟฟ้าชุมพล-เหลือง จากปัจจุบันที่เป็นบริษัทร่วมเป็นเงินลงทุน 4) การได้รับเงินเคลมประกันค่าซ่อมของงานอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอน 5) การได้รับชำระหนี้คืนจากกลุ่ม UJV ในโครงการ CFP

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) ความผันผวนของอัตราค่าไถ่เริ่มต้น 2) ความล่าช้าและค่าใช้จ่ายซ่อมแซมเพิ่มของโครงการระบายน้ำบึงหนองบอน 3) กรอบเวลาการเริ่มก่อสร้างงานสนามบินอู่ตะเภาล่าช้า 4) ความล่าช้าของการเปิดประมูลงานใหม่ 5) ผลขาดทุนบริษัทร่วมมากกว่าคาด

Event calendar

Date	Event
May 2025	1Q25 results announcement

Key assumptions

	2025E	2026E	2027E
Revenue (THB m)	32,000	32,777	33,710
GPM (%)	5.0	5.0	6.3
SG&A to revenue (%)	2.9	3.0	3.1
Associates (THB m)	(480)	(360)	(200)

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 2% increase in revenue, we estimate 2025 net profit to rise by 10%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.25% increase in GPM, we estimate 2025 net profit to rise by 21%, 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 8%, and vice versa, all else being equal

Source: FSSIA estimates

งบ 4Q24 ขาดทุนหนัก จากตั้งสำรองหลายรายการ

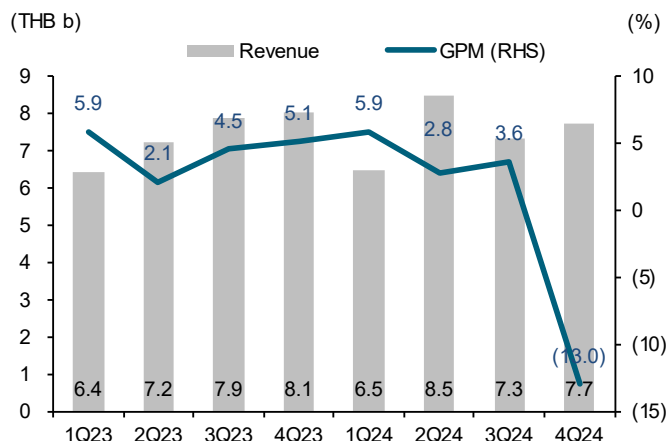
- งวด 4Q24 เป็นขาดทุนสุทธิ -2.25 พันลบ. (จากขาดทุน -147 ลบ.ใน 3Q24 และกำไร 71 ลบ.ใน 4Q23) โดยมี 3 รายการพิเศษรวม -1.1 พันลบ.จาก 1) ตั้งค่าเมื่อผลขาดทุนด้านเครดิตจากโครงการ CFP -1 พันลบ. หลังกลุ่ม UJV ผิดนัดชำระค่าก่อสร้าง 2) การปรับลดราคาทุนของคอนโดมิเนียม -170 ลบ. 3) กำไรจากการปรับมูลค่าที่ดินของอสังหาฯ 93 ลบ. หากไม่รวมรายการพิเศษ ผลประกอบการหลักเป็นขาดทุน -1.16 พันลบ.
- ผลประกอบการที่อ่อนแอมีสาเหตุมาจากอัตรากำไรขั้นต้นพลิกเป็นติดลบ -13% (vs 3.6% ใน 3Q24 และ 5.1% ใน 4Q23) มาจาก 1) ตั้งค่าใช้จ่ายล่วงหน้าเพิ่มจนจบโครงการของงานอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอน 2) ค่าใช้จ่ายเพิ่มของโครงการรถไฟฟ้าชานุมพู่-เหลืองในการปรับปรุงโครงสร้างและบำรุงรักษาในเชิงป้องกันให้เป็นไปตามเกณฑ์ของภาครัฐ
- รายได้ก่อสร้าง 7.7 พันลบ. -4% y-y แต่ +5% q-q จากการเริ่มงานโรงไฟฟ้า solar ใหม่ในช่วงปลายปี ส่วนค่าใช้จ่ายขายและบริหารลดลง -27% q-q, -41% y-y ที่ 171 ลบ. อย่างไรก็ตาม ถูกกดดันจากส่วนแบ่งขาดทุนรถไฟฟ้าชานุมพู่-เหลืองทรงตัวสูง -130 ลบ. (จาก -51 ลบ.ใน 4Q23)
- จบปี 2024 พลิกเป็นขาดทุนสุทธิ 2.36 พันลบ. (จากกำไรสุทธิ 526 ลบ.ใน 2023) หากไม่รวมรายการพิเศษ ผลประกอบการหลักเป็นขาดทุน -1.27 พันลบ. (จากกำไรปกติ 502 ลบ.ใน 2023) สาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรขั้นต้นติดลบ -0.4% (vs 4.4% ใน 2023) ถูกกดดันจากการตั้งขาดทุนจากบึงหนองบอนและค่าใช้จ่ายรถไฟฟ้าชานุมพู่-เหลืองรวม 2.2 พันลบ. (หากหักออกค่าใช้จ่าย one-time อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 6.8%)

Exhibit 1: STECON - 4Q24 results summary

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	Change		2023	2024	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)	(THB m)	(THB m)	(y-y%)
Total revenue	8,053	6,484	8,457	7,349	7,715	5.0	(4.2)	29,598	30,005	1.4
Cost of sales	7,643	6,104	8,221	7,081	8,717	23.1	14.1	28,299	30,123	6.4
Gross profit	410	380	236	268	(1,002)	na	na	1,299	(118)	na
SG&A	292	198	242	235	171	(27.0)	(41.3)	834	846	1.4
Operating profit	118	182	(6)	33	(1,173)	na	na	464	(964)	na
Other income	32	55	240	22	23	4.3	(27.9)	262	341	30.0
Interest expense	22	35	32	37	54	44.3	147.7	43	158	266.9
Tax expense	(27)	(42)	(6)	(19)	135	na	na	(102)	68	na
Associates	(51)	(146)	(166)	(142)	(130)	na	na	(70)	(584)	na
Reported net profit	71	12	25	(147)	(2,247)	na	na	526	(2,357)	na
Core profit	48	12	25	(147)	(1,158)	na	na	502	(1,268)	na
Key Ratio (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	5.1	5.9	2.8	3.6	(13.0)	(16.6)	(18.1)	4.4	(0.4)	(4.8)
SG&A / Sales	3.6	3.1	2.9	3.2	2.2	(1.0)	(1.4)	2.8	2.8	0.0
Operating margin	1.5	2.8	(0.1)	0.5	(15.2)	(15.7)	(16.7)	1.6	(3.2)	(4.8)
Net margin	0.9	0.2	0.3	(2.0)	(29.1)	(27.1)	(30.0)	1.8	(7.9)	(9.6)
Norm margin	0.6	0.2	0.3	(2.0)	(15.0)	(13.0)	(15.6)	1.7	(4.2)	(5.9)

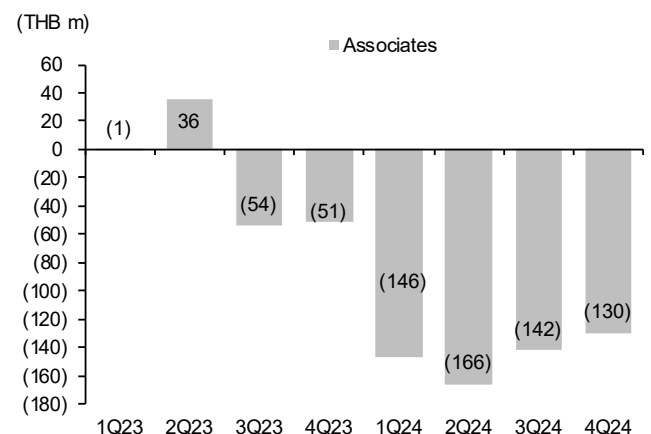
Sources: STECON; FSSIA's compilation

Exhibit 2: Quarterly revenue and GPM

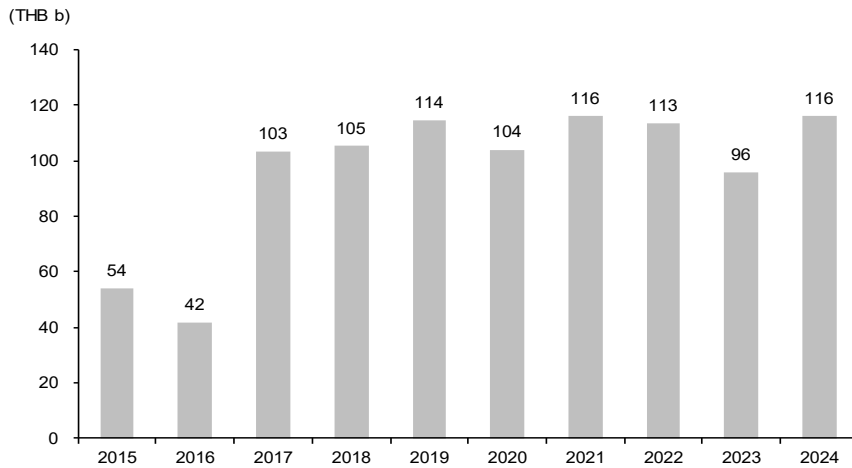


Sources: STECON; FSSIA's compilation

Exhibit 3: Quarterly associates



Sources: STECON; FSSIA's compilation

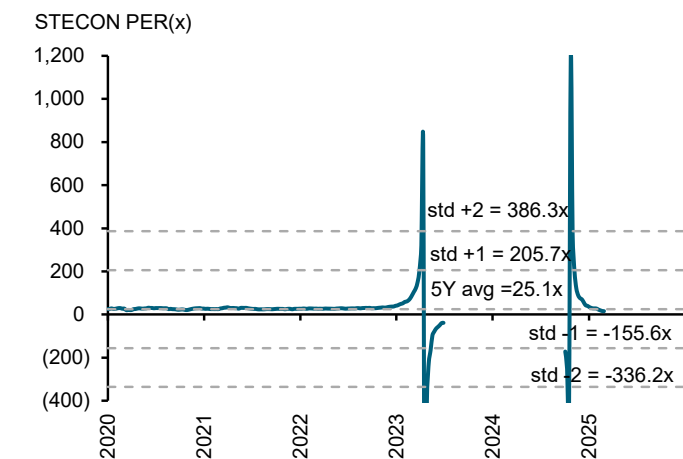
Exhibit 4: Backlog

Sources: STECON; FSSIA's compilation

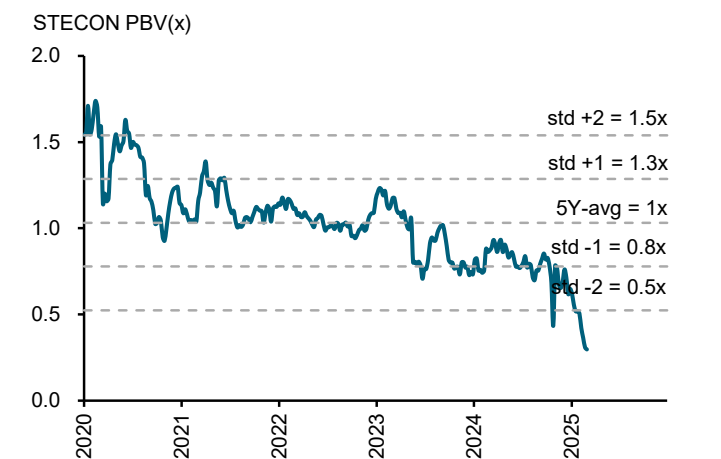
Exhibit 5: Targeted projects

Type of work	Project	Project owner	Contract value (THB m)	Project status
Motorway	Utraphimuk Elevated, Rangsit-Bang Pa-In (M5)	DOH	28,360	The cabinet approved on 24 Dec 24
	Bang Khun Thian-Bang Bua Thong (M9)	DOH	56,035	Proposing the Cabinet and expect to open for bidding in 2024
	The Intercity Motorway No.7-Extension to U-Tapao Airport (M7)	DOH	4,508	Bidding in progress
	Bang Khun Thian – Ban Phaeo (M82)	DOH	15,724 (O&M work)	Expect to open for bidding in 2026
Expressway	Expressway N2 (Prasertmanukit-Outer Ring Road East section)	EXAT	16,960	Expect to open for bidding in 2025
	Kratuu-Patong Expressway	EXAT	17,811	
Electrified Train	Brown Line : Khae Rai-Lumsalee	MRTA	41,720	Expect to propose to the Cabinet in 2Q25
	Dark Red Line : Thammasart-Mahachai	SRT	6,468	The cabinet approved on 7 Jan 25
	Light Red Line : Salaya-Hua Mark	SRT	15,364	Proposing the Cabinet and expect to open for bidding in 2025
Double Track Railway	Jira Junction-Ubonratchathani section	SRT	37,527	Expect to open for bidding in 2025
	Paknam Pho-Denchai section	SRT	62,860	
	Surat Thani-Hat Yai-Songkhla section	SRT	57,375	
Airports	Suvarnabhumi airport east expansion	AOT	11,000	Expect to open for bidding in 2025
	Don Mueang airport expansion	AOT	35,000	
	Chiang mai airport expansion	AOT	14,000	
Data Center		STECON's own invest	10,000	Negotiating process and expect construction begin in 2025
Renewable power plants		Private	11,800	Expect to open for bidding in 2025
Infrastructure		Private	15,000	
Commercial building		Private	3,900	
Total			461,412	

Sources: STECON; FSSIA's compilation

Exhibit 6: Historical P/E band

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 7: Historical P/BV band

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Financial Statements

Stecon Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	29,598	30,005	32,000	32,777	33,710
Cost of goods sold	(28,299)	(30,123)	(30,400)	(31,138)	(31,577)
Gross profit	1,299	(118)	1,600	1,639	2,133
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(834)	(846)	(935)	(971)	(1,037)
Operating EBITDA	1,270	(139)	1,510	1,533	1,980
Depreciation	(805)	(825)	(845)	(865)	(885)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	464	(964)	665	668	1,095
Net financing costs	(1)	(125)	(123)	(123)	(123)
Associates	(70)	(584)	(480)	(360)	(200)
Recurring non-operating income	151	(277)	(168)	(49)	111
Non-recurring items	23	(1,089)	0	0	0
Profit before tax	637	(2,456)	375	496	1,083
Tax	(102)	68	(75)	(99)	(217)
Profit after tax	536	(2,388)	300	397	867
Minority interests	(10)	31	10	20	20
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	526	(2,357)	310	417	887
Non-recurring items & goodwill (net)	(23)	1,089	0	0	0
Recurring net profit	502	(1,268)	310	417	887
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.33	(0.83)	0.20	0.27	0.58
Reported EPS	0.34	(1.55)	0.20	0.27	0.58
DPS	0.17	0.00	0.10	0.14	0.29
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,525	1,519	1,519	1,519	1,519
Growth					
Revenue (%)	(2.4)	1.4	6.6	2.4	2.8
Operating EBITDA (%)	(29.2)	nm	nm	1.5	29.2
Operating EBIT (%)	(38.4)	nm	nm	0.4	64.0
Recurring EPS (%)	(38.8)	nm	nm	34.6	112.6
Reported EPS (%)	(38.7)	nm	nm	34.6	112.6
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	4.4	(0.4)	5.0	5.0	6.3
Gross margin exc. depreciation (%)	7.1	2.4	7.6	7.6	9.0
Operating EBITDA margin (%)	4.3	(0.5)	4.7	4.7	5.9
Operating EBIT margin (%)	1.6	(3.2)	2.1	2.0	3.2
Net margin (%)	1.7	(4.2)	1.0	1.3	2.6
Effective tax rate (%)	16.0	2.8	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	52.3	-	50.0	50.0	50.0
Interest cover (X)	566.9	(9.9)	4.1	5.0	9.8
Inventory days	7.4	10.9	11.1	9.0	9.1
Debtor days	124.3	133.5	135.3	137.1	136.8
Creditor days	319.5	267.0	275.8	281.2	284.6
Operating ROIC (%)	(9.8)	229.3	(172.0)	(93.5)	(101.2)
ROIC (%)	2.6	(4.2)	1.5	1.9	3.5
ROE (%)	2.7	(7.2)	1.8	2.4	4.9
ROA (%)	1.0	(2.4)	0.8	0.9	1.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Construction	29,527	29,930	31,900	32,577	33,460
Sales and service	71	75	100	200	250

Sources: Stecon Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Stecon Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	502	(1,268)	310	417	887
Depreciation	805	825	845	865	885
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	23	(1,089)	0	0	0
Change in working capital	(2,001)	2,340	609	431	494
Cash flow from operations	(670)	808	1,764	1,713	2,266
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(574)	(1,349)	(1,107)	(975)	(913)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	1,585	(4,098)	(318)	(1,306)	(1,374)
Cash flow from investing	1,011	(5,447)	(1,425)	(2,281)	(2,287)
Dividends paid	(210)	0	(124)	(167)	(355)
Equity finance	0	(14)	0	0	0
Debt finance	(111)	345	(29)	9	9
Other financing cash flows	(2,770)	2,636	(38)	214	69
Cash flow from financing	(3,091)	2,966	(191)	56	(277)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(2,751)	(1,672)	149	(512)	(298)
Free cash flow to firm (FCFF)	383.73	(4,480.49)	497.35	(407.73)	140.66
Free cash flow to equity (FCFE)	(2,540.29)	(1,658.03)	272.70	(344.69)	56.79
Per share (THB)					
FCFF per share	0.25	(2.94)	0.33	(0.27)	0.09
FCFE per share	(1.67)	(1.09)	0.18	(0.23)	0.04
Recurring cash flow per share	0.87	(1.01)	0.76	0.84	1.17
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	10,174	10,683	11,217	11,778	12,366
Less: Accumulated depreciation	(5,467)	(5,452)	(5,725)	(6,176)	(6,736)
Tangible fixed assets (net)	4,707	5,231	5,492	5,602	5,630
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	2	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	21,342	24,512	25,738	27,025	28,376
Cash & equivalents	4,242	2,570	2,719	2,207	1,909
A/C receivable	10,386	11,559	12,160	12,455	12,810
Inventories	698	1,054	736	754	775
Other current assets	5,309	4,899	5,600	5,656	5,713
Current assets	20,636	20,082	21,215	21,072	21,207
Other assets	764	1,690	784	803	826
Total assets	47,449	51,516	53,229	54,502	56,039
Common equity	17,701	17,411	17,597	17,847	18,379
Minorities etc.	371	432	422	402	382
Total shareholders' equity	18,072	17,843	18,019	18,249	18,761
Long term debt	265	610	581	590	599
Other long-term liabilities	2,415	2,908	2,880	3,114	3,202
Long-term liabilities	2,680	3,518	3,461	3,703	3,801
A/C payable	21,244	21,619	23,040	23,599	24,271
Short term debt	5,082	7,255	7,300	7,400	7,500
Other current liabilities	373	1,281	1,409	1,550	1,705
Current liabilities	26,698	30,156	31,749	32,550	33,476
Total liabilities and shareholders' equity	47,449	51,516	53,229	54,502	56,039
Net working capital	(5,222)	(5,389)	(5,953)	(6,284)	(6,679)
Invested capital	21,591	26,046	26,061	27,146	28,153
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	11.61	11.46	11.58	11.75	12.10
Tangible book value per share	11.61	11.46	11.58	11.75	12.10
Financial strength					
Net debt/equity (%)	6.1	29.7	28.6	31.7	33.0
Net debt/total assets (%)	2.3	10.3	9.7	10.6	11.0
Current ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
CF interest cover (x)	(1,811.6)	(1.5)	12.2	6.1	8.9
Valuation					
Recurring P/E (x) *	16.4	(6.5)	26.5	19.7	9.3
Recurring P/E @ target price (x) *	24.3	(9.6)	39.2	29.1	13.7
Reported P/E (x)	15.7	(3.5)	26.5	19.7	9.3
Dividend yield (%)	3.2	-	1.9	2.5	5.4
Price/book (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Price/tangible book (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x) **	7.6	(100.0)	9.1	9.4	7.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	10.8	(128.3)	11.7	12.0	9.5
EV/invested capital (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
* 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

n/a

Exhibit 8: 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 9: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET ESG	SET ESG Rating	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	67.71	5.69	4.38	4.05	4.77	4.43	4.02	Medium	57.34	BBB	22.70	60.82	67.31	1.19	35.34
Coverage	66.17	5.16	4.33	3.94	4.81	4.43	3.83	Medium	56.41	BBB	18.92	59.20	65.82	1.38	35.46
CK	43.00	--	--	A	5.00	4.00	--	High	52.84	B	--	49.14	22.00	2.62	57.10
ITD	10.63	--	--	--	--	4.00	--	Severe	--	--	--	--	13.00	--	--
STECON	15.38	--	--	A	--	--	--	--	--	--	--	--	22.00	--	52.54
SYNTEC	28.92	--	--	A	5.00	4.00	Certified	--	--	--	--	39.33	--	--	--
NWR	14.00	--	--	--	5.00	4.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--

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

Exhibit 10: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
ESG financial materiality scores - ESG score	—	—	—	—	—	—	—	—
BESG environmental pillar score	—	—	—	—	—	—	—	—
BESG social pillar score	—	—	—	—	—	—	—	—
BESG governance pillar score	—	—	—	—	—	—	—	—
ESG disclosure score	31.84	31.84	31.84	33.23	34.92	45.38	46.50	52.54
Environmental disclosure score	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.45	16.43	32.74
Social disclosure score	14.24	14.24	14.24	18.41	20.98	33.16	30.56	32.38
Governance disclosure score	81.10	81.10	81.10	81.10	83.59	92.35	92.35	92.35
Environmental								
Emissions reduction initiatives	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Climate change policy	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	—	—	—	—	—	—	0	1
GHG scope 2 location-based	—	—	—	—	—	—	0	0
GHG Scope 3	—	—	—	—	—	—	0	0
Carbon per unit of production	—	—	—	—	—	—	—	—
Biodiversity policy	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Energy efficiency policy	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Total energy consumption	—	—	—	—	—	0	3	3
Renewable energy use	—	—	—	—	—	—	—	—
Electricity used	—	—	—	—	—	0	1	1
Fuel used - natural gas	—	—	—	—	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 11: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No	No	No	No	No
Waste reduction policy	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—	—	—	—	—
Total waste	—	—	—	—	—	0	0	0
Waste recycled	—	—	—	—	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—	—	—	—	—
Environmental supply chain management	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Water policy	No	No	No	No	No	Yes	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	Yes
Quality assurance and recall policy	No	No	No	No	No	Yes	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	27
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	—	—	—	—	—	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—	—	0	0	0
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	1,231	1,377	1,513	1,652	1,754	1,720	1,669	1,593
Employee turnover pct	—	—	—	—	7	10	13	10
Total hours spent by firm - employee training	31,138	41,280	49,015	54,589	7,708	11,593	15,772	15,930
Social supply chain management	No	No	No	No	No	No	No	Yes
Governance								
Board size	12	12	12	11	11	11	11	12
No. of independent directors (ID)	7	7	7	6	7	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	5	7	5	10	8	7	4	4
Board meeting attendance pct	100	98	98	89	100	99	100	96
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	40	41	42	43	44	45	51	52
Age of the oldest director	72	73	75	76	77	77	78	79
No. of executives / company managers	20	21	20	17	20	20	20	21
No. of female executives	4	5	5	4	5	5	5	6
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	6	7	5	8	8	11	5	8
Audit meeting attendance %	100	100	100	97	100	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	2	3	2	2	3	3	3	4
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	2	3	2	2	3	3	3	4
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

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 Sustainabilitys	The Sustainabilitys' 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

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 05-Jan-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Stecon Group	STECON TB	THB 5.40	BUY	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.

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 05-Mar-2025 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.