

Thailand Construction Services

เผชิญปัจจัยกดดัน Sentiment ระยะสั้น

- ประธานวุฒิสภากัมพูชาเรียกร้องให้แรงงานกัมพูชาเดินทางกลับประเทศ แต่เรามองว่าปัจจุบันยังไม่น่ากังวลให้เกิดการเคลื่อนย้ายแรงงานอย่างมีนัย
- ปรับค่าแรงขั้นต่ำขึ้น 7.5% ในกรุงเทพฯ เป็น 400 บาท ประเมินกระทบเพียงเล็กน้อยต่อประมาณการกำไรของกลุ่มรับเหมาฯ
- ราคาหุ้นกลุ่มรับเหมาฯ มีปัจจัยกดดันระยะสั้น อย่างไรก็ดี คงมุมมองเชิงบวกต่อทิศทางการฟื้นตัวของกำไรปี 2025

ความไม่แน่นอนของแรงงานกัมพูชาจากความตึงเครียดบริเวณชายแดน

กลุ่มรับเหมาก่อสร้างเผชิญประเด็นเชิงลบในระยะสั้นจาก 2 ข่าว ข่าวแรกเกิดขึ้นวันที่ 14 มิ.ย. เมื่อสมเด็จพระฮุน เซน ประธานวุฒิสภากัมพูชาออกมาเรียกร้องให้ชาวกัมพูชาที่ทำงานในไทยเดินทางกลับประเทศ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าสถานการณ์ปัจจุบันจะไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากแรงงานกัมพูชาคิดเป็นสัดส่วนน้อยกว่า 10% ของแรงงานรวมของ SEAFCO, 5% ของ CK และ STECON ส่วน PYLON ไม่มีแรงงานชาวกัมพูชาเลย โดยแรงงานดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นแรงงานไร้ฝีมือและสามารถทดแทนด้วยแรงงานจากชาติอื่น อีกทั้ง ไม่มีโครงการของผู้รับเหมาฯ ที่ดำเนินงานอยู่ในพื้นที่ชายแดนซึ่งเป็นบริเวณที่ได้รับผลกระทบ ขณะที่เราเชื่อว่าอัตราค่าจ้างยังเป็นแรงจูงใจหลักเนื่องจากค่าแรงขั้นต่ำของไทยอยู่ที่ประมาณ 400 บาท/วัน ซึ่งสูงกว่ากัมพูชาที่ 250 บาท/วัน อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามความเสี่ยงที่สถานการณ์นี้อาจเกิดความตึงเครียดมากขึ้นในบริเวณชายแดนไทย-กัมพูชา

ปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในพื้นที่กทม. เป็น 400 บาทตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค.

ประเด็นข่าวที่ 2 เกิดขึ้นเมื่อวันที่ 17 มิ.ย. เมื่อคณะกรรมการค่าจ้างอนุมัติให้ขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในกทม. เป็น 400 บาท/วัน มีผลตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. 2025 โดยเป็นอัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้น 7.5% จากค่าจ้างในปัจจุบันที่ 372 บาท/วัน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้รับเหมาฯ รายใหญ่อย่าง CK และ STECON ซึ่งปัจจุบันมีงานใน Backlog 62% และ 50% อยู่ในกทม. ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ทั้งสองบริษัทใช้ผู้รับเหมาช่วงซึ่งคิดเป็น 65-70% และ 30% ของต้นทุนรวมของ CK และ STECON ส่วนต้นทุนค่าแรงโดยตรงมีสัดส่วนต่ำคิดเป็นเพียง 7% ของ CK และ 10% ของ STECON ขณะที่ผู้รับเหมาฯ ก่อสร้างฐานรากอย่าง SEAFCO และ PYLON มีสัดส่วนต้นทุนค่าแรงที่ 10% ของต้นทุนรวมและมีพื้นที่ก่อสร้างส่วนใหญ่อยู่ในกทม. อย่างไรก็ตาม เป็นลักษณะงานระยะสั้นทำให้สามารถส่งต่อต้นทุนที่สูงขึ้นสะท้อนไปที่ราคาประมูลในโครงการใหม่ได้

ประเมินการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำกระทบประมาณการเพียงเล็กน้อย

ผลของการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในกทม. ครั้งนี้ เราประเมินผลกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิ 2025 (มีผล 6 เดือน) ของ CK, PYLON ที่ -1 ถึง -2%, SEAFCO ที่ -2%, และ STECON ที่ -3% สำหรับในปี 2026 ซึ่งค่าแรงที่สูงขึ้นมีผลกระทบเต็มปี เราประเมินว่ากระทบต่อ CK, SEAFCO, PYLON อยู่ที่ -2 ถึง -3%, และ STECON ที่ -5% อย่างไรก็ตาม ผลกระทบที่เกิดขึ้นอาจต่ำกว่าคาด เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มีกำไรจ่ายค่าแรงขั้นต่ำให้แก่แรงงานไม่มีฝีมือซึ่งมีสัดส่วนที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับแรงงานมีฝีมือซึ่งได้ค่าแรงเฉลี่ยประมาณ 450-500 บาท/วัน

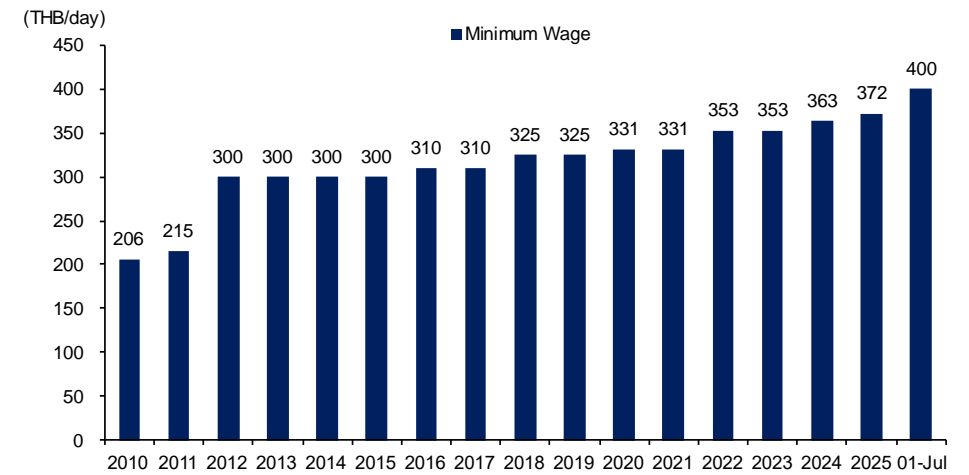
มีปัจจัยกดดันหุ้นระยะสั้น แต่ปัจจัยพื้นฐานยังเป็นทิศทางฟื้นตัว

เรามองว่าหุ้นกลุ่มรับเหมาฯ ในระยะสั้นจะถูกกดดันจาก 2 ประเด็นข่าวดังกล่าว รวมถึงความไม่แน่นอนทางการเมือง อย่างไรก็ตาม ทางพื้นฐานค่อนข้างหนักการลงทุนมากกว่าตลาดจาก Backlog ที่อยู่ระดับสูง และแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไร โดยคาดว่ากำไรปี 2025 ที่ 2.6 พันลบ. เติบโตจาก 167 ลบ. ในปี 2024 นอกจากนี้ ปัจจุบันหุ้นรับเหมาฯ ที่เราดูแลทุกบริษัทซื้อขายบน PBV ที่มีส่วนลด 1.5-2SD จากค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง ทั้งนี้ คงเลือก STECON (TP 9.5 บาท) เป็น Top Pick จากทิศทางการกำไรปี 2025 ที่กลับมาโดดเด่น



Thanyatorn Songwutti

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

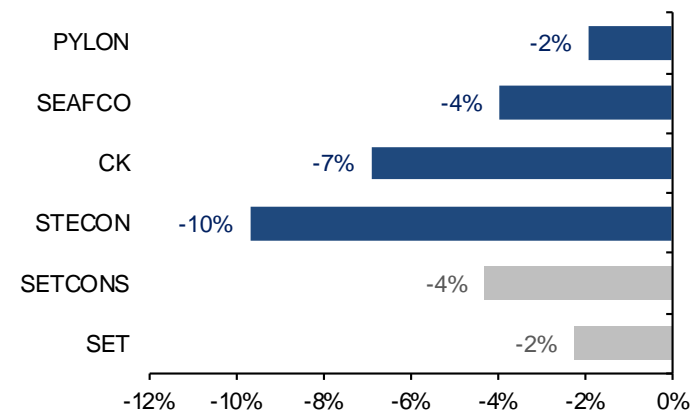
Exhibit 1: Minimum wage in Bangkok

Source: FSSIA's compilation

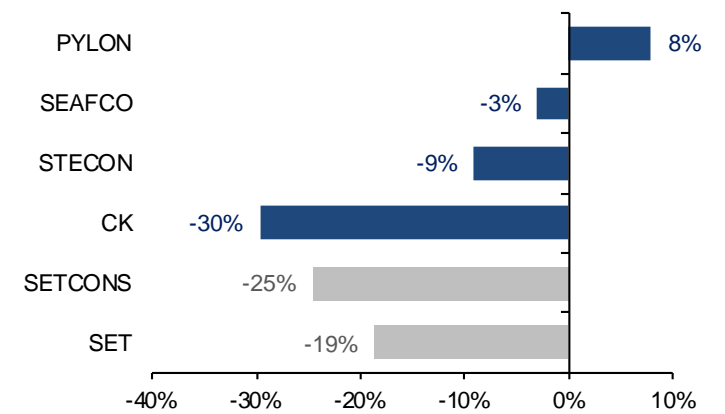
Exhibit 2: Impact of minimum wage hike to THB400/day in Bangkok

Company	Labor to total cost assumptions (%)	Net profit 2025E (THB m)	Impact on 2025E net profit	Net profit 2026E (THB m)	Impact on 2026E net profit
CK	7	1,498	-1.4%	1,647	-2.6%
STECON	10	934	-2.9%	1,023	-5.5%
PYLON	10	68	-0.9%	76	-1.7%
SEAFCO	10	148	-1.7%	171	-2.8%

Source: FSSIA estimates

Exhibit 3: One-week sector performances

Source: SETSMART

Exhibit 4: YTD sector performances

Source: SETSMART

Exhibit 5: Peer comparisons as of 17 June 2025

Company	Rec	Core profit			Core profit growth		PE		DivYld		ROE		PBV		PBV 5Y-avg
		24 (THB m)	25E (THB m)	26E (THB m)	25E (%)	26E (%)	25E (x)	26E (x)	25E (%)	26E (%)	25E (x)	26E (x)	25E (x)	26E (x)	
CK TB	BUY	1,446	1,498	1,647	3.6	9.9	15.3	13.9	2.2	2.6	5.7	6.0	0.9	0.8	1.3
STECON TB	BUY	(1,268)	934	1,023	n/a	9.5	11.4	10.4	4.3	4.3	5.3	5.6	0.6	0.6	1.0
PYLON TB	BUY	(6)	68	76	n/a	11.8	22.4	20.1	4.0	4.5	7.2	8.0	1.6	1.6	2.7
SEAFCO TB	BUY	(4)	148	171	n/a	15.7	10.7	9.2	3.6	4.2	9.5	10.3	1.0	0.9	1.7
Average		167	2,648	2,918	1,485	10	14.9	13.4	3.5	3.9	6.9	7.5	1.0	1.0	2.0

Source: FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
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.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
CH.Karnchang	CK TB	THB 13.50	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 7.00	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.
Pylon	PYLON TB	THB 2.04	BUY	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.
Seafco	SEAFKO TB	THB 1.94	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 17-Jun-2025 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

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

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

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

Industry Recommendations

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

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

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

Country (Strategy) Recommendations

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

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

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