

SINO THAI ENGINEERING & CONSTRUCTION
THAILAND / CONSTRUCTION SERVICES

STEC TB

HOLD

มุ่งขยายธุรกิจสู่การเป็นมากกว่าก่อสร้าง

- ปรับโครงสร้างธุรกิจโดยจัดตั้ง Holding Company เพื่อเตรียมขยายการลงทุนในธุรกิจใหม่ เพื่อกระจายความเสี่ยง เพิ่มศักยภาพการเติบโต และสร้าง Recurring income
- คาดการณ์กำไรปี 2023 -33% y-y ก่อนปี 2024 +9% y-y จากธุรกิจก่อสร้างที่ดีขึ้น
- ประเมินราคาเหมาะสม 10 บาท ราคาหุ้น Upside จำกัด แนะนำถือ

TARGET PRICE	THB10.00
CLOSE	THB9.35
UP/DOWNSIDE	+7.0%
PRIOR TP	THB13.00
CHANGE IN TP	-23.1%
TP vs CONSENSUS	-13.5%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	30,326	27,968	30,765	31,970
Net profit	857	554	605	708
EPS (THB)	0.56	0.36	0.40	0.46
vs Consensus (%)	-	(18.9)	(21.9)	(17.7)
EBITDA	1,390	1,147	1,477	1,560
Recurring net profit	821	554	605	708
Core EPS (THB)	0.54	0.36	0.40	0.46
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	18.3	(32.6)	9.4	17.0
Core P/E (x)	17.4	25.8	23.6	20.1
Dividend yield (%)	2.7	1.6	1.7	2.0
EV/EBITDA (x)	5.9	9.1	8.1	7.8
Price/book (x)	0.7	0.8	0.8	0.7
Net debt/Equity (%)	(31.6)	(22.1)	(14.0)	(12.2)
ROE (%)	4.5	2.9	3.3	3.7

ปรับโครงสร้างครั้งใหญ่สู่ Holding Company

บริษัทจะจัดตั้งบมจ. สเตคอน กรุ๊ป เป็น Holding Company และ Share Swap กับผู้ถือหุ้นเดิม STEC ในอัตรา 1:1 ภายใต้เงื่อนไขที่มีผู้ตอบรับข้อเสนอซื้อมากกว่า 75% ของหุ้นทั้งหมด หลังจากนั้นจะนำบมจ. สเตคอน กรุ๊ป เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ STEC จะถูก Delist ทั้งนี้ แผนการปรับโครงสร้างธุรกิจครั้งใหญ่เพื่อขยายการลงทุนไปในอุตสาหกรรมอื่นใน 3 กลุ่มหลักพร้อมกับพันธมิตร เรามองเป็นกลางในระยะสั้น-กลาง เนื่องจากต้องรอดูความชัดเจนแผนการลงทุน และอาจทำให้รับรู้ผลขาดทุนจากธุรกิจใหม่ในระยะแรก อย่างไรก็ตาม มองเป็นบวกในระยะยาว ช่วยกระจายความเสี่ยงพร้อมกับเพิ่มศักยภาพการเติบโต ขณะที่ธุรกิจใหม่ที่มีเน้นสร้าง Recurring income จะช่วยให้ผลประกอบการมีเสถียรภาพขึ้นและลดความผันผวนจากการพึ่งพาธุรกิจรับเหมาย่อยอย่างเดียว โดยกำหนดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติในวันที่ 15 ก.พ. 2024

ตั้งเป้าเข้าร่วมประมูลงานใหม่รวมกว่า 3.3 แสนล้านบาท

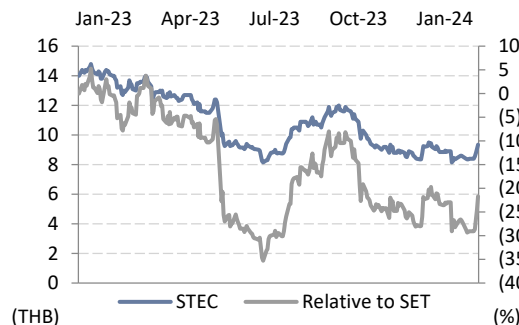
Backlog ณ สิ้นปี 2023 คาดที่ 9.4 หมื่นล้านบาท ขณะที่บริษัทตั้งเป้าเข้าร่วมประมูลงานใหม่ มูลค่ารวม 3.35 แสนล้านบาท จากทั้งภาครัฐที่คาดการณ์งานโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น อาทิ มอเตอร์เวย์, ทางด่วน, รถไฟฟ้า และรถไฟทางคู่ ซึ่งเราให้น้ำหนักการเปิดประมูลในช่วง 2H24 นอกจากนี้ มีงานประเภทที่บริษัทถนัดและเกี่ยวข้องกับการขยายไปธุรกิจใหม่ของบริษัทโฮสติ้ง อาทิ งานอาคาร Data Center และโรงไฟฟ้า

คาดการณ์กำไรปี 2023 ลดลง 33% y-y ก่อนทยอยฟื้น +9% y-y ในปี 2024

เราประเมินกำไรปี 4Q23 เท่ากับ 102 ล้านบาท (-22% q-q, -63% y-y) สาเหตุมาจากส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดให้บริการรถไฟฟ้าชมนพ-เหลือง ขณะที่รายได้ก่อสร้างลดลงและอัตรากำไรขั้นต้นยังถูกกดดันจากค่าซ่อมงานอุโมงค์บึงหนองบอน ทำให้คาดการณ์ปี 2023 ที่ 554 ล้านบาท (-33% y-y) ส่วนปี 2024 คาดทยอยฟื้นตัว +9% y-y ที่ 605 ล้านบาท หนุนจากธุรกิจก่อสร้างที่ดีขึ้น แต่ภาพรวมยังถูกกดดันจากการรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนของสายสีชมพู-เหลืองที่รับรู้เต็มปี

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 10 บาท เริ่มต้นคำแนะนำถือ

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 10 บาท อิง PER ที่ 25 เท่า เทียบเท่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ย้อนหลัง -0.50 SD สะท้อนระดับกำไรที่ยังต่ำกว่าในช่วงปี 2018-2022 เราเริ่มต้นด้วยคำแนะนำถือ จากราคาหุ้นมี Upside ต่ำกว่า 10% รวมถึงระยะสั้นกำไรปี 4Q23 คาดหดตัว q-q และ y-y และกำไรปี 2024 ไม่เด่น ด้าน Valuation ปัจจุบันหุ้น STEC ซื้อขายบน PE2024 ที่ 24x สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มรับเหมาย่อยที่ 20x



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	5.6	1.1	(31.3)
Relative to country (%)	2.4	2.8	(19.9)
Mkt cap (USD m)			411
3m avg. daily turnover (USD m)			1.3
Free float (%)			66
Major shareholder	Charnvirakul family (24%)		
12m high/low (THB)	14.90/7.95		
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

เราประเมินว่ากำไรของ STEC ทายอดดีขึ้นในปี 2024 แม้ถูกจุดจากส่วนแบ่งขาดทุนของรถไฟฟ้าชมนพ-เหลือง แต่ธุรกิจก่อสร้างมีแนวโน้มฟื้นตัว ขณะที่แผนการปรับโครงสร้างธุรกิจครั้งใหญ่สู่บริษัทโฮลดิ้งเพื่อขยายลงทุนในธุรกิจอื่น แม้ระยะสั้น-กลางยังไม่มีชัดเจน แต่มองบวกระยะยาวช่วยกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพาเพียงธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่ค่อนข้างผันผวนและสร้างผลการดำเนินงานให้มีเสถียรภาพขึ้น อย่างไรก็ตาม เราแนะนำถือ จากราคาหุ้นปัจจุบันที่ Upside จำกัด และ Valuation สูงสุดในกลุ่มฯ

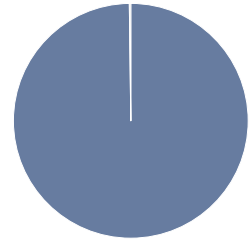
Company profile

STEC ก่อตั้งในปี 1962 ประกอบธุรกิจหลักคือรับเหมาก่อสร้าง รับงานทั้งภาครัฐและเอกชน 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, 2022)

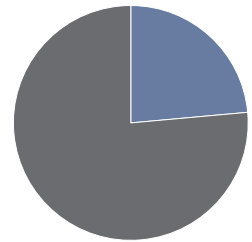
- Construction - 99.8 %
- Sales and service - 0.2 %



Source: Sino Thai Engineering & Construction

Major shareholders

- Charnvirakul family - 23.6 %
- Others - 76.4 %



Source: Sino Thai Engineering & Construction

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตคือ 1) การเข้าร่วมประมูลงานใหม่ โดยเฉพาะงานโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ 2) การขยายการลงทุนในธุรกิจใหม่ ซึ่งยังไม่รวมในประมาณการ

Risks to our call

ความเสี่ยงต่อประมาณการ 1) ความผันผวนของอัตราค่าไถ่ขั้นต้น 2) ความล่าช้าและค่าใช้จ่ายซ่อมแซมเพิ่มของโครงการระบายน้ำบึงหนองบอน 3) กรอบเวลาการเริ่มก่อสร้างงานสนามบินอู่ตะเภาล่าช้า 4) ความล่าช้าของการเปิดประมูลงานใหม่ 5) ผลขาดทุนบริษัทรวมมากกว่าคาด

Event calendar

Date	Event
February 2024	4Q23 results announcement

Key assumptions

	2023E	2024E	2025E
Revenue (THB m)	27,968	30,765	31,970
GPM (%)	4.2	4.9	5.0
SG&A to revenue (%)	2.5	2.3	2.3
Associates (THB m)	(90)	(320)	(280)

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% increase in revenue, we estimate 2024 net profit to rise by 5.4%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.1% increase in GPM, we estimate 2024 net profit to rise by 4.2%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.1% increase in SG&A to revenue, we estimate 2024 net profit to fall by 4.2%, and vice versa, all else being equal

Source: FSSIA estimates

ปรับโครงสร้างครั้งใหญ่สู่ Holding Company

วันที่ 8 ธ.ค. 2023 STEC แจ้งตลาด.บอร์ดมีมติอนุมัติแผนปรับโครงสร้างเพื่อขยายการลงทุนในธุรกิจอื่น โดยจะจัดตั้งบริษัท สเตคอน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้ง ขณะที่บริษัทโฮลดิ้งจะทำคำเสนอซื้อทั้งหมดจากผู้ถือหุ้น STEC ผ่านการแลกหุ้น (Share Swap) ในอัตราหุ้นสามัญของบริษัทโฮลดิ้งต่อหุ้น STEC ที่ 1:1 โดยต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่มีผู้ถือหุ้น STEC ตอบรับคำเสนอซื้อมากกว่า 75% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด หากการแลกหุ้นแล้วเสร็จ จะนำบริษัทโฮลดิ้งเข้าจดทะเบียนในตลาด. และเพิกถอนหุ้น STEC ออกจากตลาด.

บริษัทมีแผนขยายการลงทุนไปในธุรกิจอื่น นอกเหนือจากธุรกิจหลักอย่างรับเหมาก่อสร้าง สามารถต่อยอดความสามารถในการแข่งขันเดิม ผ่านการร่วมมือกับพันธมิตรเพื่อเกิด Synergy โดยการปรับโครงสร้างธุรกิจให้เป็นบริษัทโฮลดิ้ง จะทำให้มีความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ, ลดขั้นตอนการขออนุมัติที่ซ้ำซ้อน และกระจายความเสี่ยง โดยการลงทุนในธุรกิจใหม่แบ่งเป็น 3 กลุ่มหลัก คือ

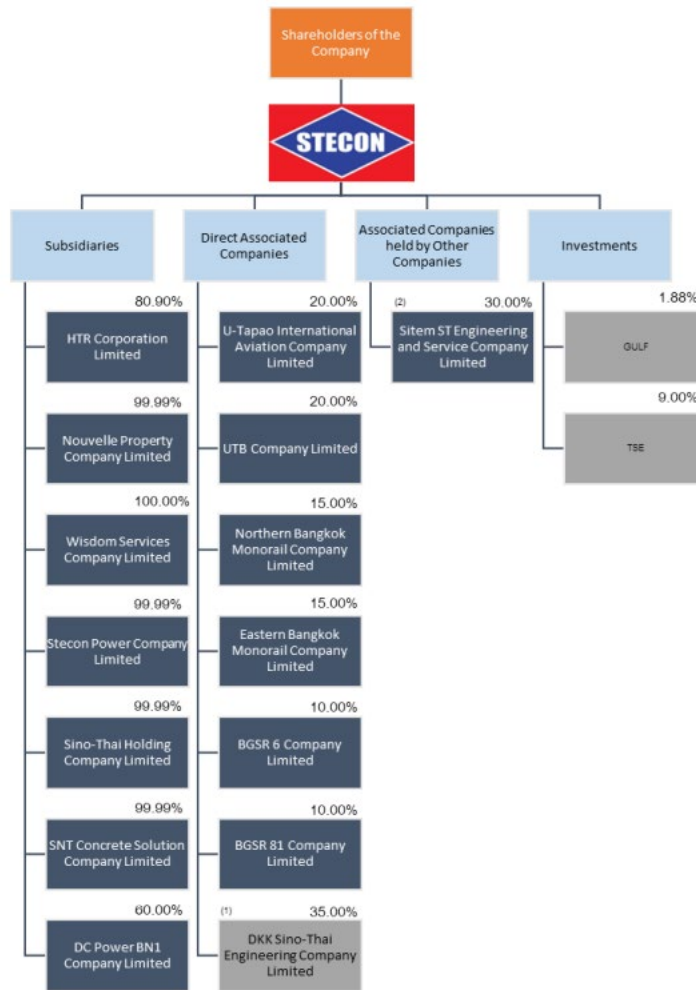
- 1) ธุรกิจการให้บริการสาธารณูปโภคพื้นฐานและพลังงาน อาทิ กิจการโรงไฟฟ้า และการให้บริการศูนย์ข้อมูล (Data Center) เป็นต้น ภายใต้บริษัทลูก STECON Power ปัจจุบันลงทุนในหุ้น GULF และ TSE ในสัดส่วนการถือหุ้น 1.88% และ 9% ตามลำดับ นอกจากนี้ STECON Power เริ่มลงทุนในธุรกิจ Data Center ตั้งแต่ 8 ก.ย. 2023 ผ่านบริษัทร่วมทุน โดยบริษัทฯ ถือ 60% กับพันธมิตรอย่าง SITEM 20% และ MyTelehaus 20% ซึ่งมีประสบการณ์ดำเนินงานระบบและการบริหารจัดการ Data Center โครงการตั้งอยู่.บางนา-ตราด กม.4.5 มี Data Center 4 อาคาร มูลค่าการลงทุนรวม 8 พันล้านบาท แบ่งเป็น 4 เฟส คาดเริ่มก่อสร้างเฟสแรกในปี 2024 มูลค่า 1.8 พันล้านบาท คาดเปิดดำเนินการปี 2025
- 2) ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมและการขนส่ง อาทิ การบริหารและให้บริการทางด่วนรถไฟฟ้า สนามบิน และโครงการสัมปทานอื่นๆ โดยบริษัทฯมีแผนนำบริษัทร่วมที่ปัจจุบันดำเนินการเกี่ยวกับรถไฟฟ้าสายสีเหลือง-ชมพู (STEC ถือหุ้น 15%), สนามบินอยู่ตะเภา, งาน O&M มอเตอร์เวย์ M6-M81 (STEC ถือหุ้น 20%) ไปอยู่ภายใต้การจัดตั้งบริษัทใหม่
- 3) ธุรกิจที่มีความสามารถในการเติบโตสูง อาทิ ธุรกิจเทคโนโลยีและสารสนเทศ เป็นต้น โดยปัจจุบันดำเนินการลงทุนใน SITEM ST Engineering and Service ซึ่งประกอบธุรกิจ ออกแบบติดตั้ง และบำรุงรักษาระบบวิศวกรรม ตั้งแต่ 28 ธ.ค. 2022

ทั้งนี้ กำหนดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติในวันที่ 15 ก.พ. 2024 ขณะที่เดือนมิ.ย.-ก.ค. 2024 บริษัทโฮลดิ้งจะทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทฯจากผู้ถือหุ้น และเดือนก.ค. 2024 ตลาด.รับหุ้นสามัญของบริษัทโฮลดิ้งเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนและเพิกถอนหุ้น STEC โดยคาดว่าจะดำเนินการปรับโครงสร้างทั้งหมดจะแล้วเสร็จภายในเดือนส.ค. 2024

กรณีบริษัทโฮลดิ้งสามารถทำคำเสนอซื้อได้ 100% ของหุ้นที่ออกและจำหน่ายทั้งหมดของบริษัทฯ จะไม่มีผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นของโฮลดิ้ง โดยฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทโฮลดิ้งจะเหมือนกับของ STEC ก่อนปรับโครงสร้าง ส่วนกรณีที่คำเสนอซื้อได้ตั้งแต่ 75% แต่น้อยกว่า 100% ของหุ้นที่ออกและจำหน่ายทั้งหมดของบริษัทฯ จะไม่ทำให้ Dilution effect หรือกำไรต่อหุ้น (EPS) จะไม่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากทั้งกำไรสุทธิและจำนวนหุ้นจะเปลี่ยนไปตามสัดส่วนที่ทำคำเสนอซื้อได้

เรามองเป็นกลางในระยะสั้น-กลาง เนื่องจากต้องรอดูความชัดเจนของแผนการลงทุนและเงินลงทุนในแต่ละธุรกิจ อาจส่งผลให้รับรู้ผลขาดทุนจากธุรกิจใหม่ในระยะแรก อย่างไรก็ตาม หากการลงทุนประสบความสำเร็จ มองเป็นบวกระยะยาวจากการกระจายความเสี่ยงทางด้านธุรกิจและรายได้ และเป็นการเพิ่มศักยภาพในการเติบโต ขณะที่ธุรกิจอื่นที่เน้นการสร้าง Recurring income จะช่วยให้ผลประกอบการมีเสถียรภาพขึ้น ลดความผันผวนจากการพึ่งพาธุรกิจรับเหมาเพียงอย่างเดียว

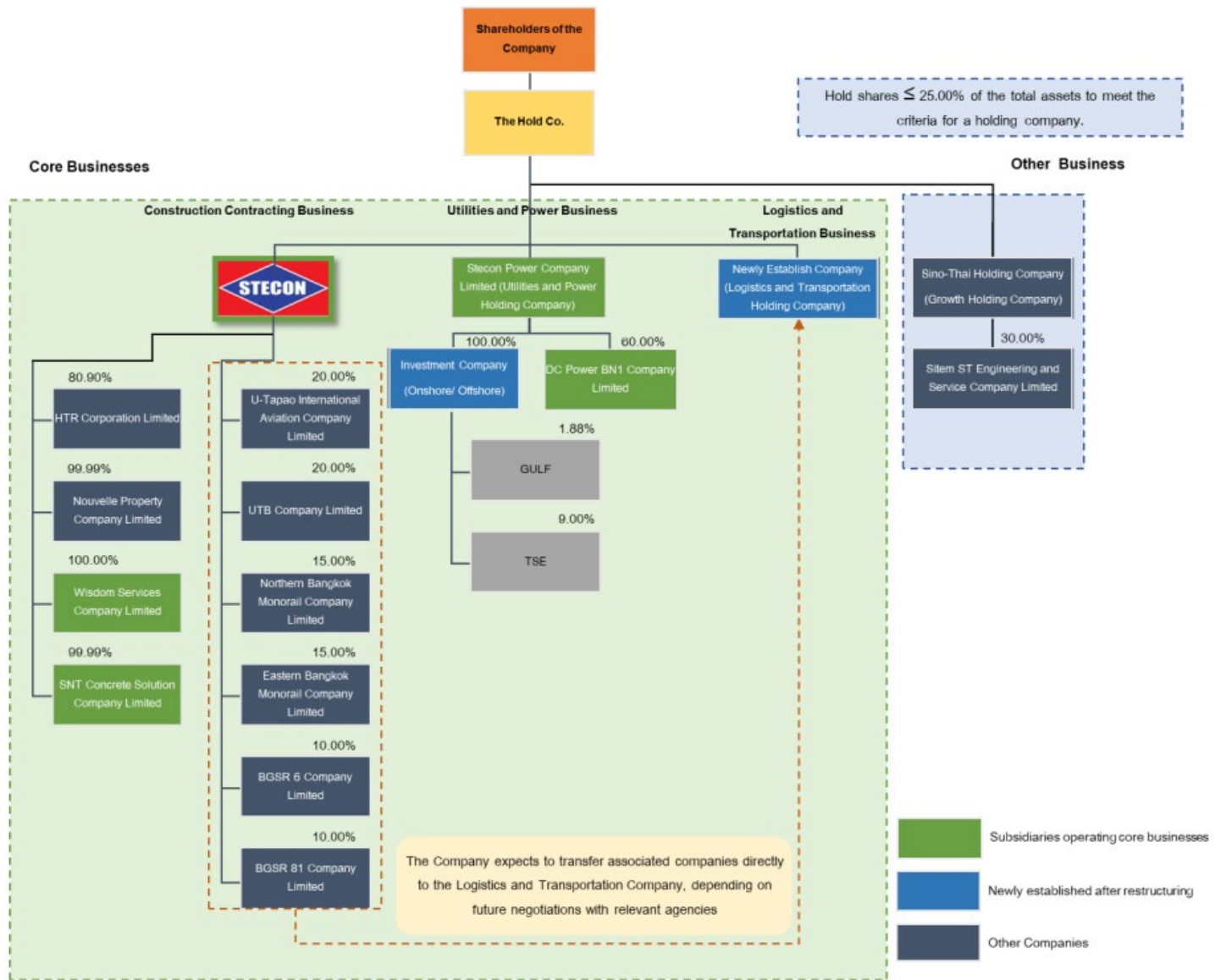
Exhibit 1: Shareholding structure before the implementation of the restructuring plan



(1) At present, DKK Sino-Thai Engineering Company Limited was registered for dissolution on July 6, 2023, but has not yet registered any liquidation
 (2) Sino-Thai Holding Company Limited holds 30% in Sitem ST Engineering and Service Company Limited

Source: STEC

Exhibit 2: Shareholding structure after the implementation of the restructuring plan



Source: STEC

งบ 9M23 กุดตันจาก GPM ต่ำ และส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วม

STEC รายงานกำไรสุทธิ 9M23 เท่ากับ 454 ล้านบาท หดตัว 16% y-y โดยรายได้ก่อสร้างทรงตัว y-y ที่ 2.2 แสนล้านบาท หลักๆจากการรับรู้โครงการเดิม อาทิ รถไฟฟ้าสายสีชมพูและเหลือง, โรงไฟฟ้า และงาน O&M มอเตอร์เวย์ 2 สาย

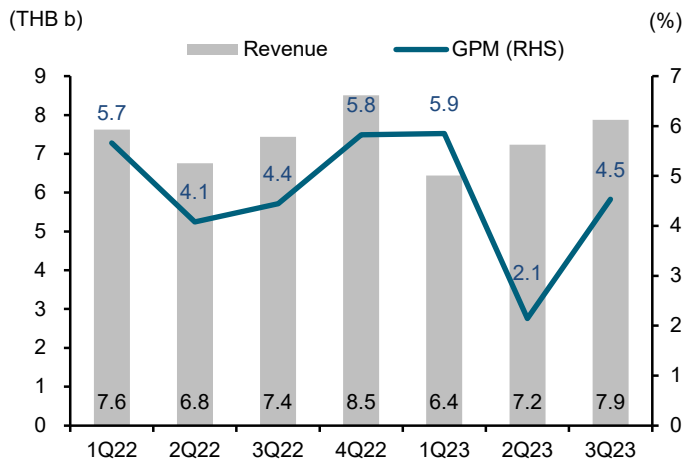
อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการมีแรงกดดันจากอัตรากำไรขั้นต้นที่อยู่ระดับต่ำเฉลี่ย 4.1% ปรับลดจาก 4.8% ใน 9M22 สาเหตุหลักจากงวด 2Q23 ที่ปรับลงเหลือ 2.1% และ 3Q23 ที่ 4.5% เนื่องจากมีการบันทึกค่าใช้จ่าย 2 รายการ 1) ค่าใช้จ่ายเพิ่มของการปรับปรุงพื้นผิวจราจรตามแนวรถไฟฟ้าสายสีเหลือง ใน 2Q23 2) งานซ่อมมอเตอร์เวย์นำบึงหนองบอนหลังเกิดอุบัติเหตุใน 2Q-3Q23 ซึ่งมีประกันครอบคลุมค่าใช้จ่ายและบริษัทอยู่ระหว่างดำเนินการเคลมกับทางบริษัทประกัน อีกทั้ง การเริ่มเปิดเดินรถไฟฟ้าสายสีเหลือง (STEC ถือหุ้น 15%) ตั้งแต่วันที่ 3 ก.ค. 2024 และจำนวนผู้โดยสารปัจจุบันอยู่ที่ 4-5 หมื่นเที่ยวต่อวัน ซึ่งยังไม่ถึงจุดคุ้มทุน และต่ำกว่าคาดการณ์ของ BTS ที่ 8 หมื่นเที่ยวต่อวันในช่วงแรก ส่งผลให้ส่วนแบ่งจากบริษัทร่วมพลิกเป็นขาดทุน -54 ล้านบาทใน 3Q23 (เทียบกับส่วนแบ่งกำไร 36 ล้านบาทใน 2Q23 และ 11 ล้านบาทใน 3Q22)

Exhibit 3: 3Q23 results summary

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	7,437	8,509	6,438	7,231	7,876	8.9	5.9
Cost of sales	7,106	8,013	6,061	7,076	7,519	6.3	5.8
Gross profit	331	496	377	155	357	129.9	7.9
SG&A	183	197	191	216	137	(36.7)	(25.5)
Operating profit	147	299	186	(60)	220	na	49.4
Other income	23	60	36	179	15	(91.4)	(33.9)
Interest expense	4	4	5	7	9	30.3	111.9
Tax expense	(37)	(72)	(43)	9	(41)	na	na
Associates	11	(2)	(1)	36	(54)	na	na
Reported net profit	138	314	171	154	130	(15.7)	(6.4)
Core profit	138	278	171	154	130	(15.7)	(6.4)
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	4.4	5.8	5.9	2.1	4.5	2.4	0.1
SG&A / Sales	2.5	2.3	3.0	3.0	1.7	(1.2)	(0.7)
Operating margin	2.0	3.5	2.9	(0.8)	2.8	3.6	0.8
Net margin	1.9	3.7	2.7	2.1	1.6	(0.5)	(0.2)
Norm margin	1.9	3.3	2.7	2.1	1.6	(0.5)	(0.2)

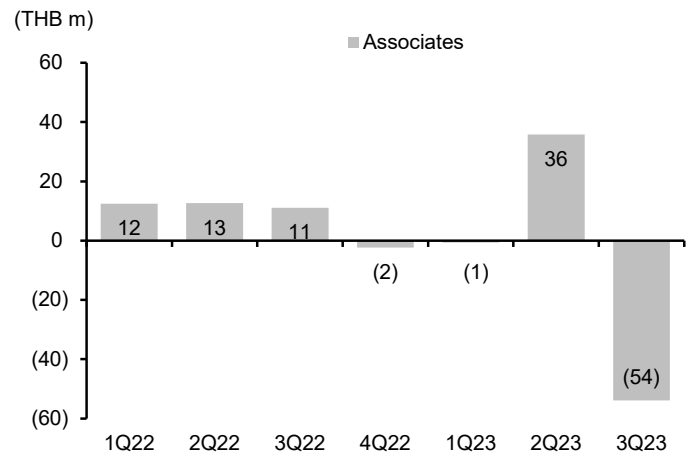
Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 4: Quarterly revenue and GPM



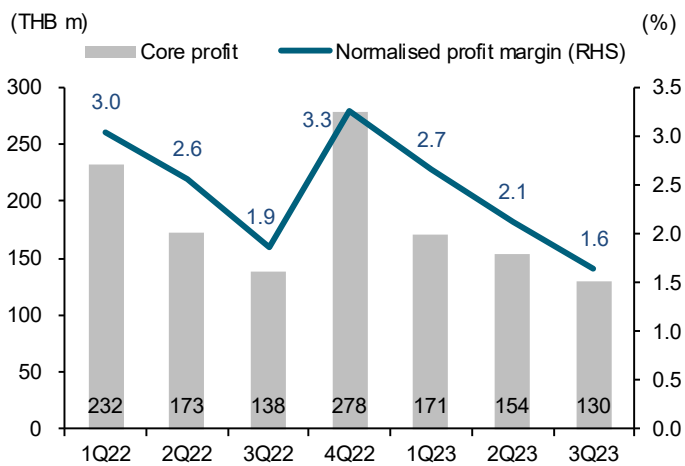
Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 5: Share profit/loss from associates



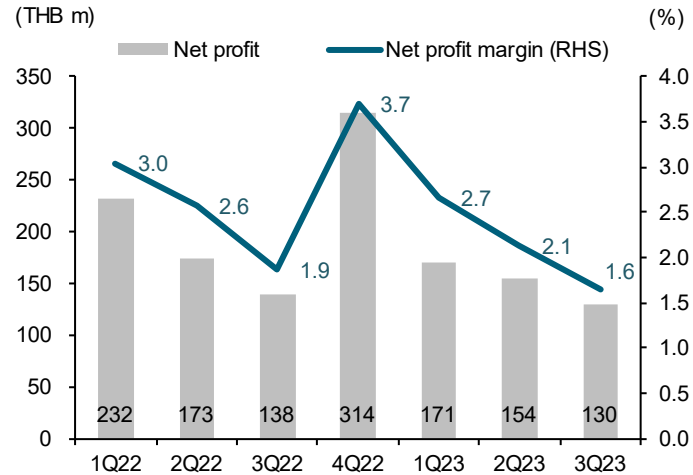
Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 6: Quarterly core profit and norm profit margin



Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 7: Quarterly net profit and net profit margin



Sources: STEC; FSSIA's compilation

ทิศทางกำไร 4Q23 หดตัว จบปี 2023 คาด -33% y-y

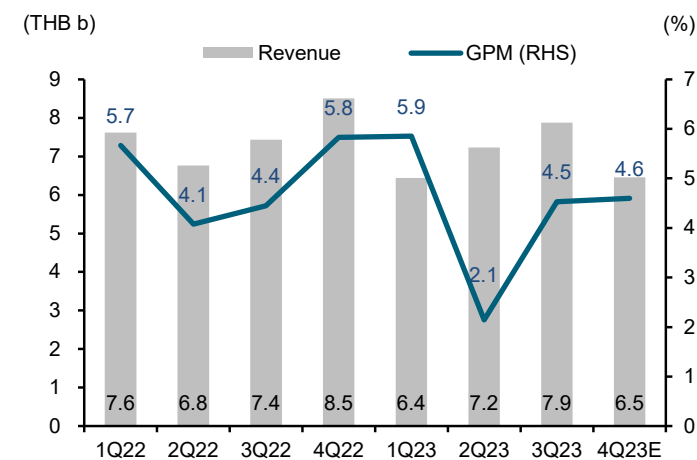
เบื้องต้นเราประเมินกำไรปกติ 4Q23 เท่ากับ 102 ล้านบาท หดตัว 22% q-q และ 63% y-y (ไม่รวมกำไรพิเศษจากการตีราคาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ซึ่งมักเกิดขึ้นในไตรมาส 4) สาเหตุมาจากส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้โดยสารรถไฟไฟฟ้าสายสีเหลืองยังอยู่ระดับต่ำ บวกกับค่าใช้จ่ายจากการเริ่มเปิดให้บริการรถไฟไฟฟ้าสายสีชมพูตั้งแต่วันที่ 21 พ.ย. 2023 และจะเริ่มเก็บค่าโดยสารตั้งแต่ 7 ม.ค. 2024 ขณะที่ธุรกิจก่อสร้าง คาดรายได้จะลดลงเป็น 6.4 พันล้านบาท (-18% q-q, -24% y-y) เนื่องจากส่งมอบงานก่อสร้างรถไฟไฟฟ้าสายสีเหลือง-ชมพู ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นคาดใกล้เคียงกับ 3Q23 ที่ 4.6% เทียบกับ 5.8% ใน 4Q22 เนื่องจากยังมีค่าใช้จ่ายซ่อมแซมงานอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอน ทำให้จบปี 2023 เราคาดการณ์กำไรปกติอยู่ที่ 554 ล้านบาท (-33% y-y) โดยคาดรายได้ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท (-8% y-y) และอัตรากำไรขั้นต้นที่ 4.2% ปรับลดจากปี 2022 ที่ 5.1%

Exhibit 8: 4Q23 results preview

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	Change	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q%)	(y-y%)
Total revenue	8,509	6,438	7,231	7,876	6,455	(18.0)	(24.1)
Cost of sales	8,013	6,061	7,076	7,519	6,158	(18.1)	(23.2)
Gross profit	496	377	155	357	297	(16.8)	(40.1)
SG&A	197	191	216	137	145	6.2	(26.5)
Operating profit	299	186	(60)	220	152	(31.0)	(49.1)
Other income	60	36	179	15	55	256.1	(7.7)
Interest expense	4	5	7	9	7	(23.7)	96.9
Tax expense	(72)	(43)	9	(41)	(26)	(36.2)	(64.0)
Associates	(2)	(1)	36	(54)	(70)	na	na
Reported net profit	314	171	154	130	102	(21.6)	(67.7)
Core profit	278	171	154	130	102	(21.6)	(63.4)
Key ratios (%)						(ppt)	(ppt)
Gross margin	5.8	5.9	2.1	4.5	4.6	0.1	(1.2)
SG&A / Sales	2.3	3.0	3.0	1.7	2.2	0.5	(0.1)
Operating margin	3.5	2.9	(0.8)	2.8	2.4	(0.4)	(1.2)
Net margin	3.7	2.7	2.1	1.6	1.6	(0.1)	(2.1)
Norm margin	3.3	2.7	2.1	1.6	1.6	(0.1)	(1.7)

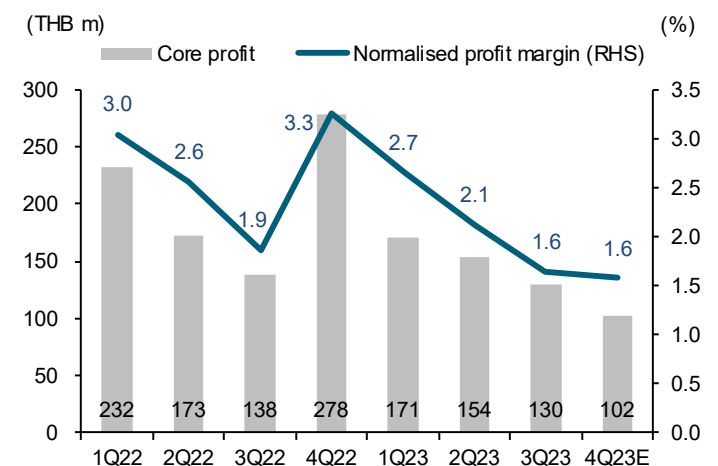
Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 9: Quarterly revenue and GPM



Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 10: Quarterly core profit and norm profit margin



Sources: STEC; FSSIA estimates

ภาพรวมปี 2024 ยังไม่เด่น ถูกจุดจากรถไฟฟ้าขมพู่-เหลือง

งานในมือของ STEC ณ สิ้นปี 2023 คาดที่ 9.4 หมื่นล้านบาท เทียบเท่ารายได้ 3 ปี ซึ่งรวมงานใหญ่ที่อยู่ระหว่างรอเซ็นอย่างโครงการสนามบินอุตะตะภา เฟสแรก มูลค่า 2.7 หมื่นล้านบาท คาดเริ่มก่อสร้างได้ในช่วง 2H24 ขณะที่บริษัทตั้งเป้าเข้าร่วมประมูลงานใหม่รวมมูลค่ากว่า 3.35 แสนล้านบาท แบ่งเป็นงานโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐที่จะถูกผลักดันมากขึ้นในปี 2024 ซึ่งเราให้น้ำหนักในช่วง 2H24 โดยมีโครงการที่มีความคืบหน้าเป็นรูปธรรม จำนวน 10 โครงการ มูลค่ารวม 3.1 แสนล้านบาท อาทิ มอเตอร์เวย์, ทางด่วน, รถไฟฟ้า และรถไฟทางคู่ ซึ่งมองว่าผู้รับเหมารายใหญ่จะมีแต้มต่อกว่ารายเล็กจากประสบการณ์และส่วนใหญ่เป็นงานที่มีมูลค่าสัญญาสูง นอกจากนี้ มีงานประเภทที่บริษัทถนัดและเกี่ยวข้องกับการขยายไปธุรกิจใหม่ของบริษัทโฮลดิ้ง อาทิ งานอาคาร Data Center และโรงไฟฟ้า มูลค่ารวม 2 หมื่นล้านบาท

สำหรับปี 2024 คาดผลการดำเนินงานหลักอยู่ที่ 605 ล้านบาท (+9% y-y) จากธุรกิจก่อสร้างที่ทยอยฟื้นตัว โดยประเมินรายได้ +10% y-y ที่ 3.1 หมื่นล้านบาท หลักๆจากความคืบหน้าที่เพิ่มขึ้นของรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ และทางคู่เด่นชัย-เชียงราย-เชียงของ ซึ่งช่วยชดเชยการส่งมอบงานโรงไฟฟ้าศรีราชาและปลวกแดงที่อยู่ช่วงท้ายโครงการ อีกทั้ง อัตรากำไรขั้นต้นคาดฟื้นตัวขึ้นเป็น 4.9% เทียบกับปี 2023 ที่ 4.2% จากค่าซ่อมโครงการอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนที่ลดลง แต่ยังคงต่ำกว่าปี 2022 ที่ 5.1% อย่างไรก็ตาม ภาพรวมยังถูกกดดันจากส่วนแบ่งขาดทุนบริษัทรวมที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและเหลืองซึ่งรับรู้การเดินรถเต็มปี และอยู่ในช่วงแรกของการเปิดให้บริการซึ่งจำนวนผู้โดยสารเป็นลักษณะทยอยเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ประเมินการของเราจะไม่รวมการลงทุนในธุรกิจใหม่

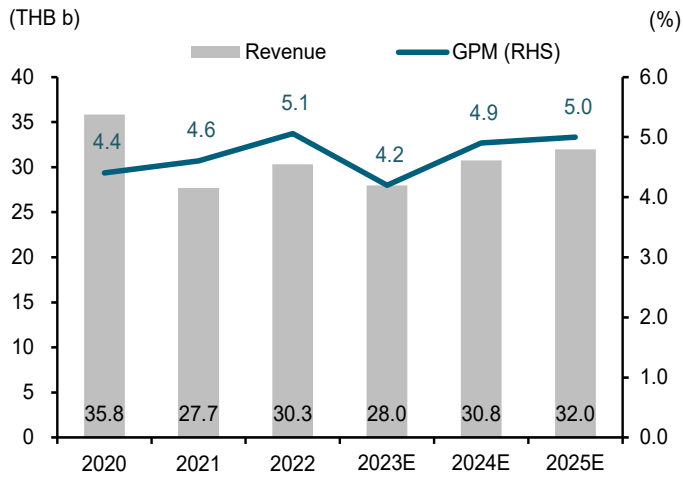
ขณะที่ประเด็นการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 2-16 บาท หรือราว 2-3% ซึ่งมีผลวันที่ 1 ม.ค. 2024 เราประเมินว่าผลกระทบจำกัด และสามารถส่งผ่านต้นทุนได้ โดยปัจจุบันค่าแรงคิดเป็น 10-15% ของต้นทุนรวมส่วนใหญ่เป็นแรงงานที่มีฝีมือ (ค่าจ้างสูงกว่าขั้นต่ำ) และพึ่งพา Sub-contract ถึง 40-45% ช่วยลดความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามการประชุมของคณะกรรมการค่าจ้างรอบใหม่ในช่วงเดือนม.ค. 2024 ซึ่งจะมีหรือถึงโอกาสการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอีกครั้งในเดือนมี.ค. 2024

Exhibit 11: Key assumptions for STEC

Assumptions	Actual	Forecast			% Growth		
	2022 (THB m)	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2023E (%)	2024E (%)	2025E (%)
Revenue	30,326	27,968	30,765	31,970	(7.8)	10.0	3.9
Costs	28,792	26,793	29,257	30,372	(6.9)	9.2	3.8
Gross profit	1,534	1,175	1,507	1,599	(23.4)	28.3	6.0
% Gross margin (%)	5.1	4.2	4.9	5.0	(0.9)	0.7	0.1
SG&A expense	779	684	706	734	(12.3)	3.3	3.9
% SG&A to sale (%)	2.6	2.4	2.3	2.3	(0.1)	(0.1)	0.0
Associates	34	-90	-320	-280	na	na	na
Net profit	857	554	605	708	(35.4)	9.4	17.0
% Net profit margin (%)	2.8	2.0	2.0	2.2	(0.8)	(0.0)	0.2
Core profit	821	554	605	708	(32.6)	9.4	17.0
% Normalised profit margin (%)	2.7	2.0	2.0	2.2	(0.7)	(0.0)	0.2

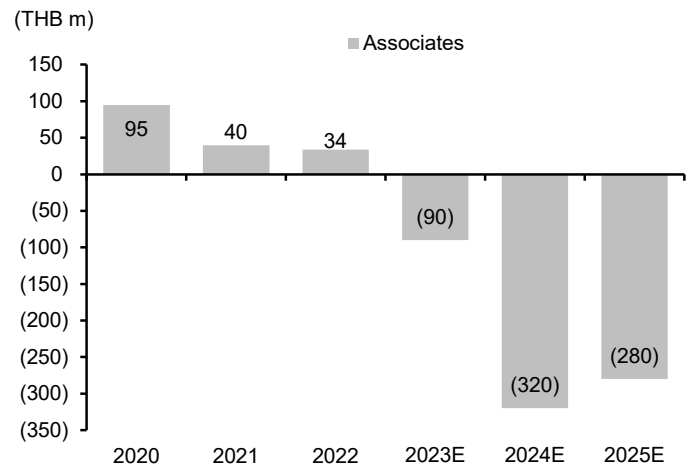
Source: FSSIA estimates

Exhibit 12: Yearly revenue and GPM



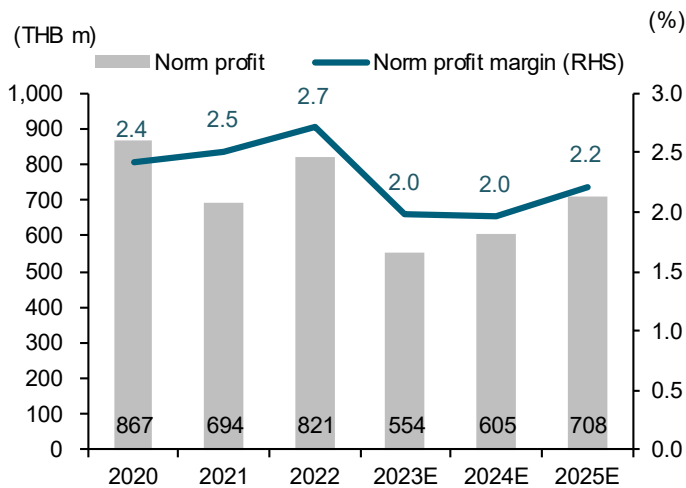
Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 13: Yearly share profit/loss from associates



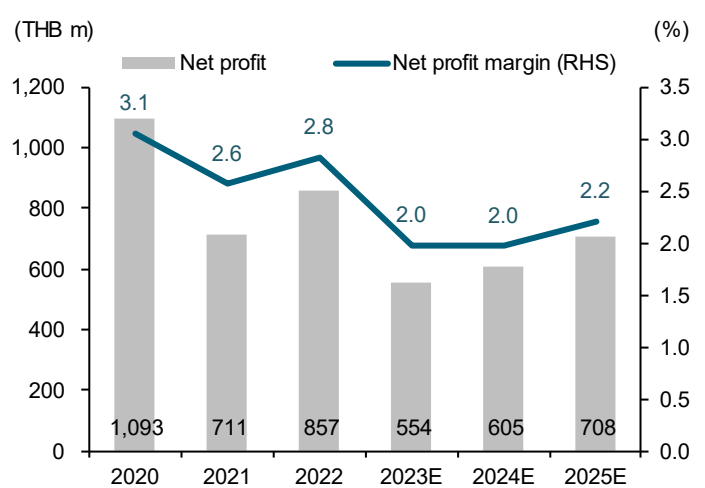
Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 14: Yearly norm profit and norm profit margin



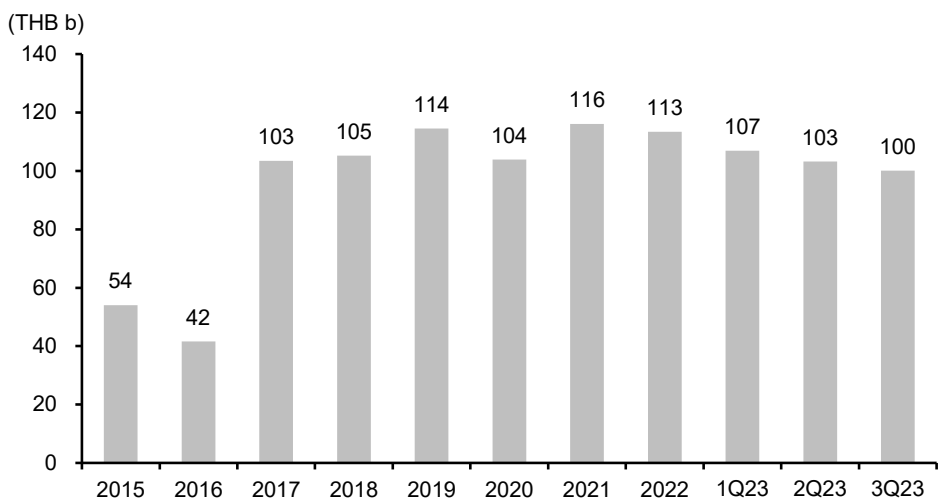
Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 15: Yearly net profit and net profit margin



Sources: STEC; FSSIA estimates

Exhibit 16: Backlog



Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 17: Major projects in current backlog

Project	Project value (THB m)
Yellow line, EBM	22,017
Pink line, NBM	21,927
Double track Denchai 2,3	17,370
Purple Line Contract 1&2, MRTA	14,202
Pluakdaeng power plant, GULF	9,481
Morchit complex	8,553
Hinkong power plant	9,826
Double track Nongplalai-Huahin,SRT	7,028
Manhole and ductbank – Pink, Yellow, MEA	6,818
O&M Motorway M6, M81	6,459
Government center zone C, Dhanarak	5,837
Cable conversion for Pink, Yellow II, MEA	7,942
Cable conversion for Pink, Yellow I, MEA	7,103
Ayudhaya diversion canal, RID	3,429
Thai Oil clean fuel	2,441

Sources: STEC; FSSIA's compilation

Exhibit 18: Targeted projects

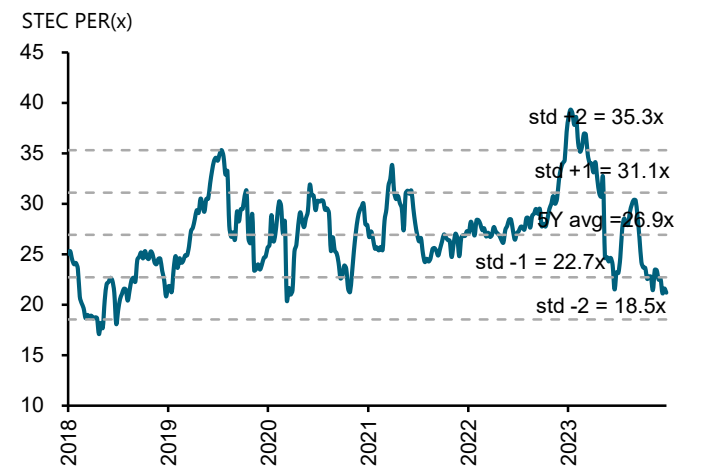
Type of work	Project	Project owner	Contract value (THB m)	Project status
Motorway	Utraphimuk Elevated, Rangsit-Bang Pa-In (M5)	DOH	28,360	Propose the Cabinet in 1H24
	Srinakarin Elevated-Suvarnabhumi (M7)	DOH	4,508	Propose MOT in 1H24
	Bang Khun Thian-Bang Bua Thong (M9)	DOH	56,035	Propose the Cabinet in 1H24
Expressway	Expressway N2 (Prasertmanukit-Outer Ring Road East section)	EXAT	16,960	Propose the Cabinet in 1Q24
Electrified Train	Brown Line : Khae Rai-Lumsalee	MRTA	41,720	Propose the Cabinet in 1Q24
	Orange Line West : BangKhonnon-Minburi	MRTA	85,200	Bidding in progress
	Dark Red Line : Thammasart-Mahachai	SRT	6,468	Propose the Cabinet in 1Q24
	Light Red Line : Salaya-Hua Mark	SRT	15,364	Propose the Cabinet in 1Q24
Double Track Railway	Khon Kaen-Nong Khai section	SRT	29,748	Approved by the Cabinet
	Jira Junction-Ubonratchathani	SRT	37,527	Propose MOT in 1H24
Building	Data Center	Sino Thai Holding	1,800/Building	Expect to construct in beginning of 2024
	Others	Various	14,000	Expect to bid in 2024
Power & Energy	Renewable Energy Power Plants	Various	6,500	Expect to bid in 2024
Total			335,190	

Sources: STEC; FSSIA's compilation

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

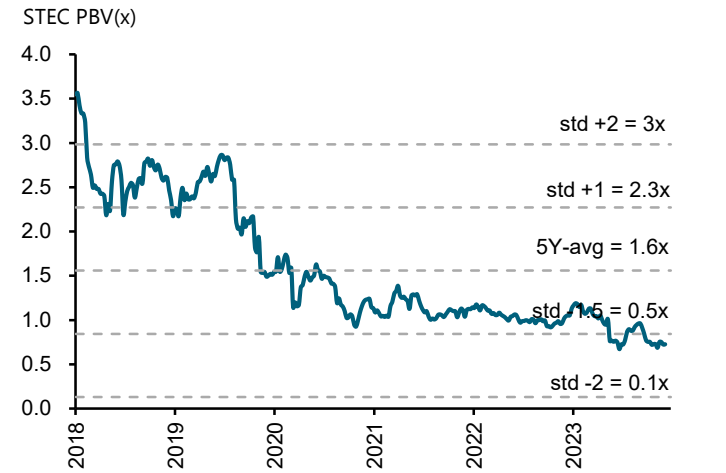
เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ STEC ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 25 เท่า เทียบเท่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง -0.50 SD สะท้อนระดับกำไรที่ยังต่ำกว่าในช่วงปี 2018-2022 ขณะที่คาดการณ์ EPS ปี 2024 ที่ 0.40 บาท/หุ้น จะคำนวณได้ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 10 บาท อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นมี Upside ต่ำกว่า 10% บวกกับระยะสั้นกำไรปกติ 4Q23 คาดหดตัว q-q, y-y และทิศทางผลประกอบการปี 2024 ไม่เด่น ขณะที่ปัจจุบันหุ้น STEC ซื้อขายบน PE2024 ที่ 24x สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มรับเหมายกที่ 20x จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำถือ ทั้งนี้ ในกลุ่มรับเหมายกก่อสร้าง เราเลือก Top Pick เป็น CK (แนะนำซื้อราคาเหมาะสม 26 บาท) จากคาดการณ์ผลประกอบการเติบโตเด่นสุดในกลุ่มฯ +30% y-y และปัจจุบันมี Backlog ที่แข็งแกร่ง

Exhibit 19: Historical P/E band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 20: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

Exhibit 21: Peer comparisons as of 5 Jan 2024

Company	BBG	Rec	Rec profit growth		PE		DivYld		ROE		PBV		PE 5Y-avg
			23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)			
CH Karnchang	CK TB	BUY	62.7	29.7	26.5	20.5	1.6	2.0	5.9	7.3	1.5	1.5	64.4
Sino-Thai Engineering	STEC TB	HOLD	(32.6)	9.4	25.8	23.6	1.6	1.7	2.9	3.3	0.8	0.8	30.6
Pylon	PYLON TB	HOLD	(15.2)	3.1	21.9	21.3	4.2	3.8	8.9	9.1	1.9	1.9	30.6
Seafoo	SEAFKO TB	BUY	(212.7)	4.5	13.5	12.9	4.2	3.9	10.2	10.1	1.3	1.3	19.2
Average			33	22	21.9	19.5	2.9	2.8	7.0	7.4	1.4	1.4	36.2

Source: FSSIA estimates

Financial Statements

Sino Thai Engineering & Construction

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	27,675	30,326	27,968	30,765	31,970
Cost of goods sold	(26,400)	(28,792)	(26,793)	(29,257)	(30,372)
Gross profit	1,275	1,534	1,175	1,507	1,599
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(675)	(779)	(684)	(706)	(734)
Operating EBITDA	1,215	1,390	1,147	1,477	1,560
Depreciation	(615)	(635)	(655)	(675)	(695)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	600	754	491	801	865
Net financing costs	10	19	12	15	18
Associates	40	34	(90)	(320)	(280)
Recurring non-operating income	252	244	160	(66)	(2)
Non-recurring items	17	36	0	0	0
Profit before tax	878	1,054	663	750	881
Tax	(158)	(187)	(99)	(135)	(163)
Profit after tax	721	867	564	615	718
Minority interests	(10)	(9)	(10)	(10)	(10)
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	711	857	554	605	708
Non-recurring items & goodwill (net)	(17)	(36)	0	0	0
Recurring net profit	694	821	554	605	708
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.46	0.54	0.36	0.40	0.46
Reported EPS	0.47	0.56	0.36	0.40	0.46
DPS	0.30	0.25	0.15	0.16	0.19
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Growth					
Revenue (%)	(22.8)	9.6	(7.8)	10.0	3.9
Operating EBITDA (%)	(19.0)	14.4	(17.5)	28.8	5.6
Operating EBIT (%)	(33.7)	25.7	(34.9)	63.2	7.9
Recurring EPS (%)	(20.0)	18.3	(32.6)	9.4	17.0
Reported EPS (%)	(35.0)	20.6	(35.4)	9.4	17.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	4.6	5.1	4.2	4.9	5.0
Gross margin exc. depreciation (%)	6.8	7.2	6.5	7.1	7.2
Operating EBITDA margin (%)	4.4	4.6	4.1	4.8	4.9
Operating EBIT margin (%)	2.2	2.5	1.8	2.6	2.7
Net margin (%)	2.5	2.7	2.0	2.0	2.2
Effective tax rate (%)	18.0	17.8	15.0	18.0	18.5
Dividend payout on recurring profit (%)	65.9	46.4	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	(86.3)	(52.8)	(54.3)	(49.0)	(46.9)
Inventory days	6.7	5.2	5.7	5.3	5.4
Debtor days	119.3	108.0	122.2	111.5	114.6
Creditor days	348.9	336.7	353.8	324.7	339.5
Operating ROIC (%)	(16.4)	(10.8)	(7.0)	(12.8)	(11.8)
ROIC (%)	4.2	4.7	3.1	3.3	3.5
ROE (%)	4.4	4.5	2.9	3.3	3.7
ROA (%)	1.5	1.7	1.1	1.3	1.4
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Construction	27,613	30,265	27,903	30,695	31,900
Sales and service	62	61	65	70	70

Sources: Sino Thai Engineering & Construction; FSSIA estimates

Financial Statements

Sino Thai Engineering & Construction

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	694	821	554	605	708
Depreciation	615	635	655	675	695
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	17	36	0	0	0
Change in working capital	1,149	2,140	(2,587)	1,835	429
Cash flow from operations	2,476	3,633	(1,378)	3,116	1,833
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(510)	(143)	(902)	(935)	(968)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(3,706)	(2,584)	2,435	(3,664)	(976)
Cash flow from investing	(4,216)	(2,727)	1,533	(4,598)	(1,944)
Dividends paid	(284)	(343)	(221)	(242)	(283)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(268)	(105)	19	20	21
Other financing cash flows	2,834	2,477	(2,131)	262	118
Cash flow from financing	2,281	2,029	(2,334)	39	(144)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	541	2,935	(2,179)	(1,444)	(255)
Free cash flow to firm (FCFF)	(1,706.71)	926.01	182.92	(1,453.90)	(81.27)
Free cash flow to equity (FCFE)	825.40	3,278.39	(1,957.41)	(1,201.47)	27.92
Per share (THB)					
FCFF per share	(1.12)	0.61	0.12	(0.95)	(0.05)
FCFE per share	0.54	2.15	(1.28)	(0.79)	0.02
Recurring cash flow per share	0.87	0.98	0.79	0.84	0.92
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	9,228	9,689	10,174	10,683	11,217
Less: Accumulated depreciation	(3,797)	(4,751)	(4,989)	(5,238)	(5,500)
Tangible fixed assets (net)	5,431	4,938	5,185	5,444	5,717
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	20,876	23,370	20,976	24,612	25,576
Cash & equivalents	4,057	6,993	4,814	3,370	3,115
A/C receivable	8,180	9,772	8,950	9,845	10,230
Inventories	374	421	392	431	448
Other current assets	7,472	4,975	5,314	5,845	6,074
Current assets	20,084	22,160	19,469	19,491	19,867
Other assets	231	321	280	308	320
Total assets	46,622	50,790	45,910	49,855	51,480
Common equity	17,079	19,592	18,319	18,682	19,107
Minorities etc.	288	297	307	317	327
Total shareholders' equity	17,367	19,889	18,626	18,999	19,434
Long term debt	480	376	394	414	435
Other long-term liabilities	2,584	3,052	2,517	2,769	2,877
Long-term liabilities	3,064	3,428	2,912	3,183	3,312
A/C payable	25,053	26,895	23,773	27,073	28,134
Short term debt	650	324	300	300	300
Other current liabilities	489	253	300	300	300
Current liabilities	26,191	27,472	24,373	27,673	28,734
Total liabilities and shareholders' equity	46,622	50,790	45,910	49,855	51,480
Net working capital	(9,515)	(11,981)	(9,418)	(11,252)	(11,681)
Invested capital	17,023	16,649	17,023	19,112	19,931
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	11.20	12.85	12.01	12.25	12.53
Tangible book value per share	11.20	12.85	12.01	12.25	12.53
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(16.9)	(31.6)	(22.1)	(14.0)	(12.2)
Net debt/total assets (%)	(6.3)	(12.4)	(9.0)	(5.3)	(4.6)
Current ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
CF interest cover (x)	(134.4)	(179.9)	88.9	18.8	(53.1)
Valuation					
Recurring P/E (x) *	20.5	17.4	25.8	23.6	20.1
Recurring P/E @ target price (x) *	22.0	18.6	27.5	25.2	21.5
Reported P/E (x)	20.1	16.6	25.8	23.6	20.1
Dividend yield (%)	3.2	2.7	1.6	1.7	2.0
Price/book (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
Price/tangible book (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x) **	9.6	5.9	9.1	8.1	7.8
EV/EBITDA @ target price (x) **	10.4	6.7	10.0	8.7	8.5
EV/invested capital (x)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Sino Thai Engineering & Construction; FSSIA estimates

Sino-Thai Engineering & Construction (STEC TB)

FSSIA ESG rating



39.73 /100

Exhibit 22: 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 23: 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 24: 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 25: 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

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																												
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																												
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																												
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																												
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <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 Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <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 border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </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 border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>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> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></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> </tbody> </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

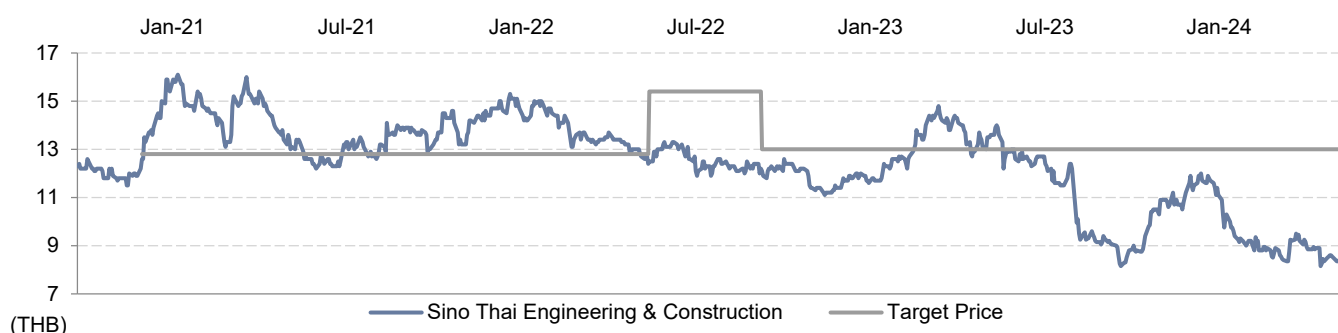
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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

Sino Thai Engineering & Construction (STEC TB)



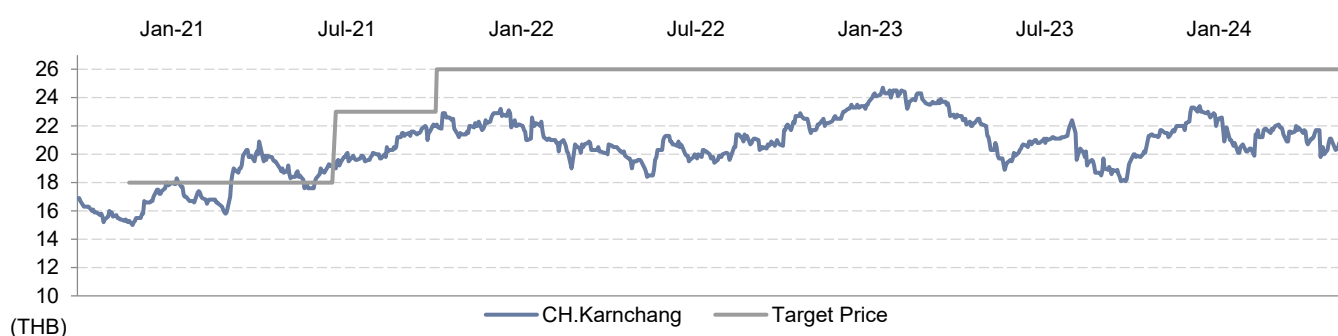
Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
01-Mar-2021	HOLD	12.80	12-May-2022	BUY	15.40	17-Aug-2022	HOLD	13.00

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 05-Jan-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

CH.Karnchang (CK TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
18-Feb-2021	BUY	18.00	13-Aug-2021	BUY	23.00	10-Nov-2021	BUY	26.00

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 11-Apr-2023

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	-	-	-

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

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Seafoo (SEAFKO TB)

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

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

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating
Sino Thai Engineering & Construction	STEC TB	THB 9.35	HOLD
CH.Karnchang	CK TB	THB 22.50	BUY
Pylon	PYLON TB	THB 2.76	HOLD
Seafoo	SEAFKO TB	THB 2.74	BUY

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-Jan-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.