

Thailand Industrial Estate Sector

FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
	BBG		price	price	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Amata Corp.	AMATA TB	BUY	16.50	27.00	24.4	26.7	6.0	4.8	0.8	0.7	5.0	6.3
Pinthong Industrial	PIN TB	BUY	4.58	5.50	(46.0)	(5.6)	5.6	5.9	1.0	0.9	3.6	3.4
Rojana Industrial	ROJNA TB	BUY	4.78	8.60	8.7	(43.5)	4.5	8.0	0.5	0.4	2.8	3.1
WHA Corp.	WHA TB	BUY	3.68	4.20	16.9	(11.0)	10.4	11.7	1.5	1.4	5.8	5.1

Source: Thanachart estimates, based on 30 July 2025 closing prices

แม้จะมีความกังวลเรื่องภาระภาษีของสหรัฐฯ แต่การไหลเข้าของ FDI ในไทย ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง และเรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น “OVERWEIGHT” ต่อกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม โดยเราแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง 4 บริษัทที่เราทำบทวิเคราะห์ โดย AMATA เป็นหุ้น Top pick ของเรา

ให้น้ำหนักลงทุนเป็น “OVERWEIGHT”

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมไทย (IE) เป็น “OVERWEIGHT” 1) การยื่นคำขอและการอนุมัติจากสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง แม้มีความกังวลต่อภาษีของสหรัฐฯ 2) ยอด presales ที่ดิน ไม่สะดุด และราคาที่ดินยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 3) ปัจจุบัน BOI ห้ามบริษัทต่างชาติในบางอุตสาหกรรมเป็นเจ้าของที่ดินนอกนิคมฯ ซึ่งน่าจะช่วยเพิ่มความต้องการที่ดินในนิคมฯ และ 4) ด้วยมีความกังวลต่อภาษีของสหรัฐฯ ราคาหุ้น IE จึงลดลงเฉลี่ย 22-41% YTD และดูน่าสนใจ ด้วยให้ upside 14-80% เทียบกับมูลค่า SOTP ประมาณการของเราสมมติให้ภาระภาษีสหรัฐฯ ของไทยสูงกว่าประเทศเพื่อนบ้าน หากอัตราภาษีออกมาใกล้เคียงกับเพื่อนบ้าน จะมี upside ต่อตัวเลขของเรา

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง

ความกังวลต่อมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ไม่ได้ส่งผลให้การเติบโตของ FDI ในไทยชะลอตัวลง มูลค่าการยื่นขอรับส่งเสริมการลงทุนจาก BOI พุ่งขึ้น 139% y-y เป็น 1.1 ล้านลบ. ใน 1H25 โดยมูลค่าใน 2Q25 หลังประกาศมาตรการภาษีครั้งแรกอยู่ที่ 6.77 แสนลบ. ซึ่งสูงกว่ามูลค่าใน 1Q25 ที่ 3.81 แสนลบ. แม้ว่าเกือบครึ่งหนึ่งของมูลค่าดังกล่าวจะมาจากกลุ่ม data center แต่กลุ่มที่มีมูลค่ารองลงมา คือ กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า และยังมีการลงทุนจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ เช่น ยานยนต์ เกษตรกรรม และอาหาร อีกด้วย แม้ data center จะไม่ได้เชื่อมโยงกับภาษีสหรัฐฯมากนัก แต่ยังคงมีความต้องการโยกย้ายฐานจากธุรกิจที่ไม่ได้ส่งออกไปยังสหรัฐฯ เราปรับเพิ่มคาดการณ์ presales ที่ดิน และกำไรของบริษัทในกลุ่มฯ ที่เราทำบทวิเคราะห์ ดังแสดงใน Exhibit 12

กฎหมายของ BOI ส่งเสริมความต้องการที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม (IE)

BOI ได้ออกกฎระเบียบใหม่เมื่อเดือนที่แล้ว ห้ามบริษัทต่างชาติเกี่ยวกับกลุ่มโลหะเคมี และพลาสติกเป็นเจ้าของที่ดินนอกนิคมฯ ในอนาคต เรามองว่าประเด็นนี้ช่วยเพิ่มความเข้มงวดในการตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทต่างๆ และอาจช่วยในการควบคุมการลักลอบขนส่งสินค้าผ่านแดนได้ด้วย ซึ่งสิ่งนี้น่าจะช่วยหนุนความต้องการใช้พื้นที่นิคมอุตสาหกรรม และอาจมีผลบวกเพิ่มเติมหาก BOI เพิ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ เข้ามาในรายการกฎหมายนี้

มูลค่าหุ้นอยู่ในระดับฐานต่ำ

ราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่ม IE ลดลงเฉลี่ย 22-41% YTD เนื่องจากความกังวลต่อมาตรการภาษีสหรัฐฯ แต่ด้วยยังคงมีการไหลเข้าของ FDI อย่างต่อเนื่อง หุ้นทั้งสี่ตัวนี้จึงมีมูลค่าที่ดี และราคาเป้าหมาย และมูลค่า breakup values ของแต่ละหุ้นได้แสดงไว้ใน Exhibit 14 เราได้ทำ sensitivity valuation ในกรณีที่มาตรการภาษีของสหรัฐฯ ออกมาระดับเดียวกับประเทศในอาเซียนที่ราว 20% โดย AMATA เป็น Top Pick ของเรา ตามด้วย WHA, ROJNA และ PIN (ปรับเป็น “ซื้อ”)

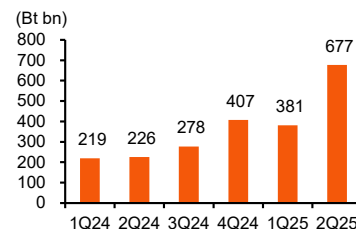


RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

BOI Applications Value



Source: Board of Investment

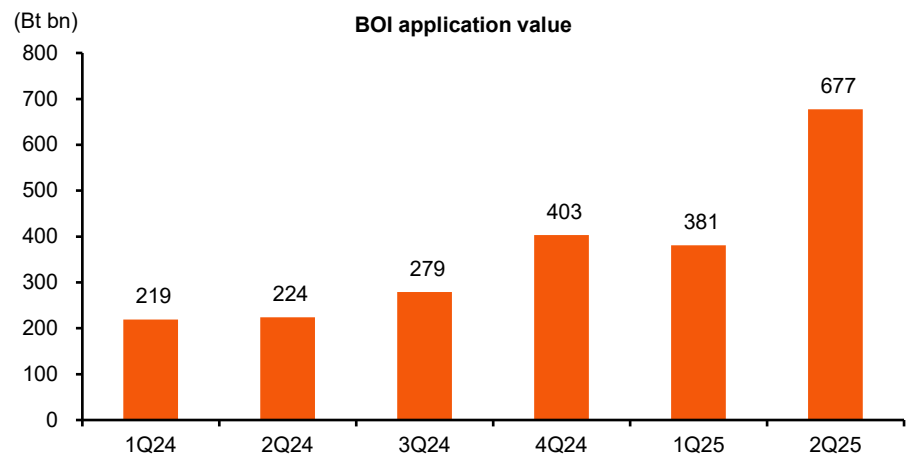
Recommendation And TP Changes

Stocks	— Rec. —		— TP (Bt) —	
	New	Old	New	Old
AMATA	BUY	BUY	27.0	23.0
WHA	BUY	BUY	4.2	4.0
PIN	BUY	SELL	5.5	4.0
ROJNA	BUY	BUY	8.6	5.8

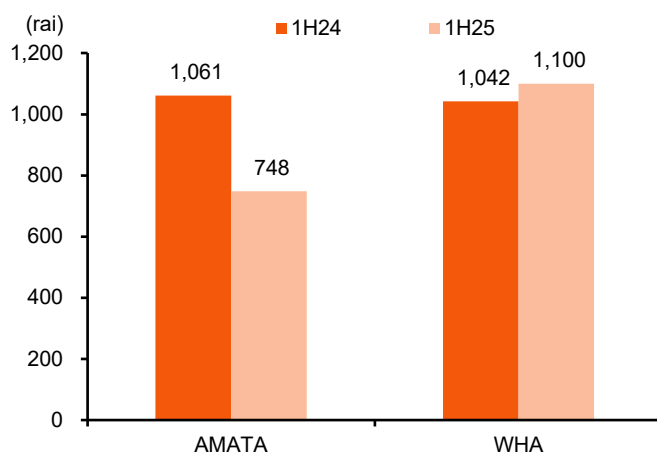
Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

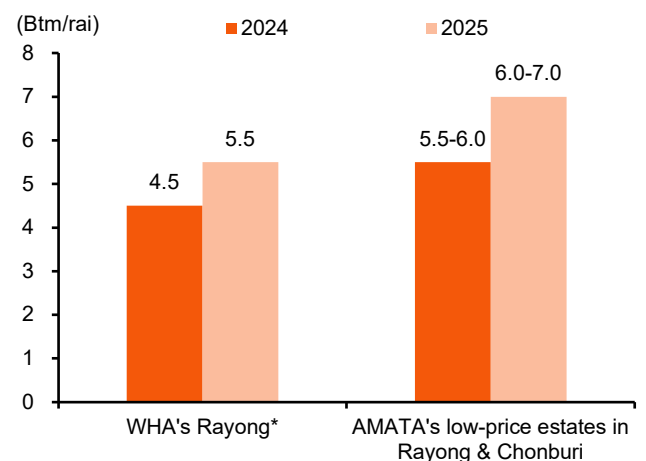


Ex 1: Strong BOI Application Value Despite the US Tariff Announced In April 2025

Source: Board of Investment

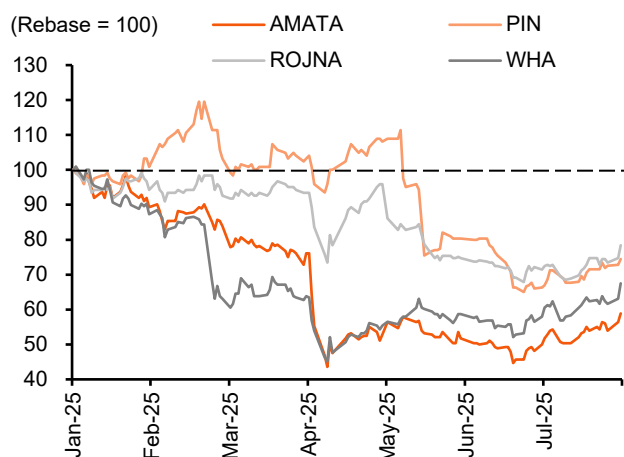
Ex 2: Strong Land Presales in 1H25

Source: Company data

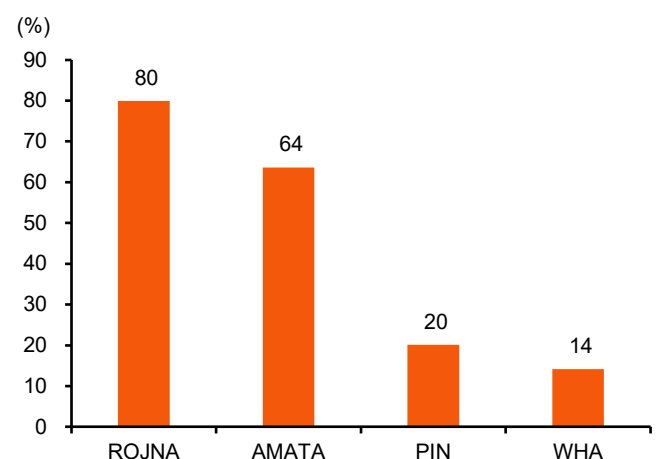
Ex 3: Rising Land Prices In EEC

Sources: Company data, Thanachart estimates

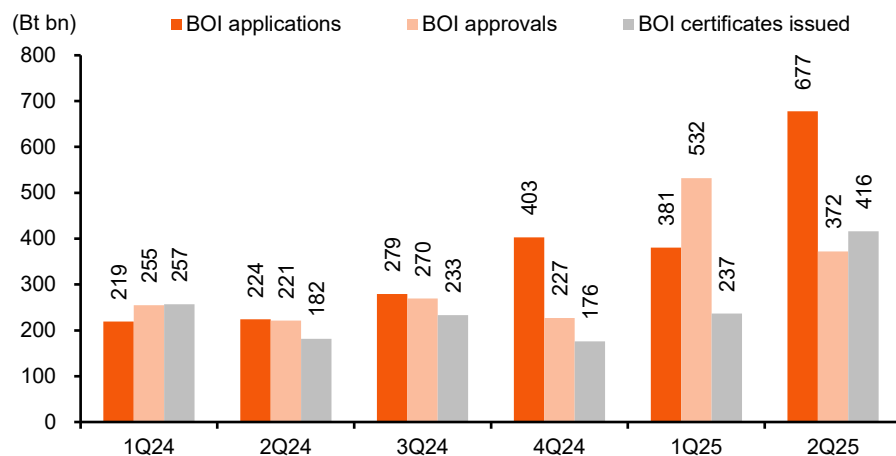
Note: *WHA's ESIE 5 priced at Bt5.5m/rai in 2025 vs. Bt4.5m/rai for older Rayong sites in 2024.

Ex 4: YTD Share Price Performances

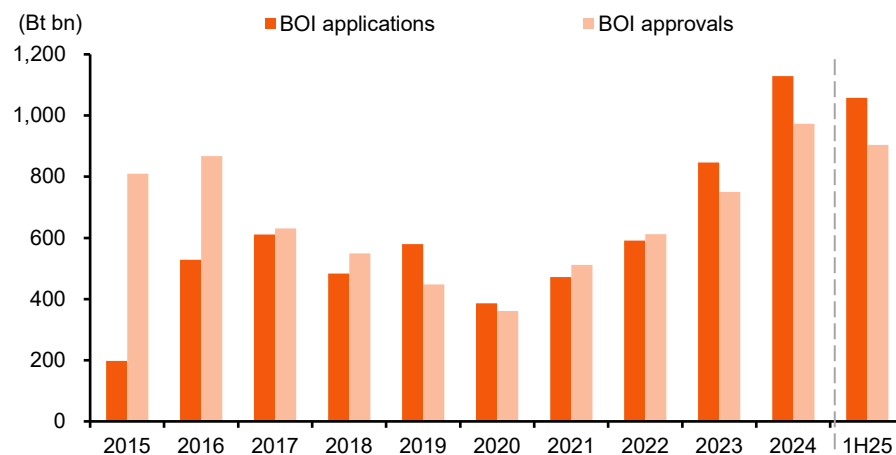
Source: Bloomberg

Ex 5: Potential Upside to Our Conservative NAV SOTP TPs

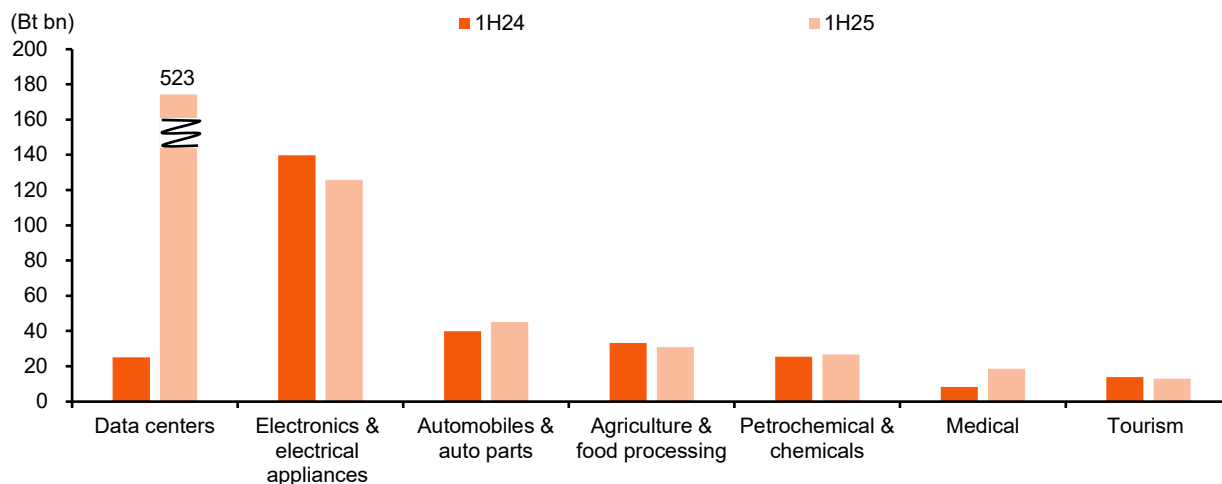
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Strong BOI Applications Despite US Tariff Uncertainty

Source: Board of Investment

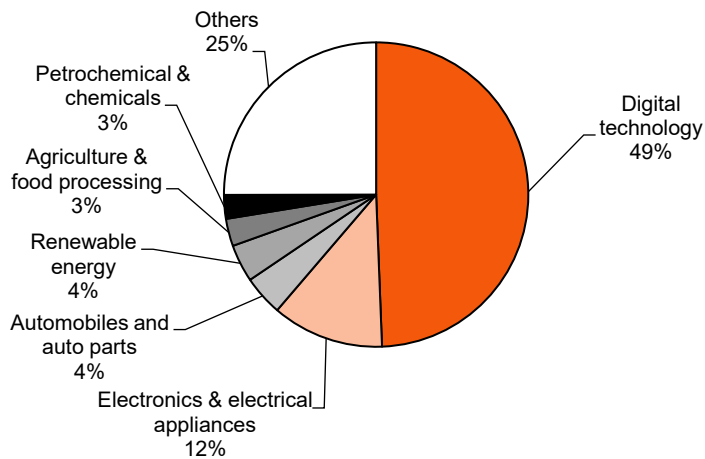
Ex 7: BOI Applications Hit Bt1.1tn in 1H25, Nearly Matching Full-Year 2024 Total

Source: Board of Investment

Ex 8: BOI Applications By Major Contributing Sectors

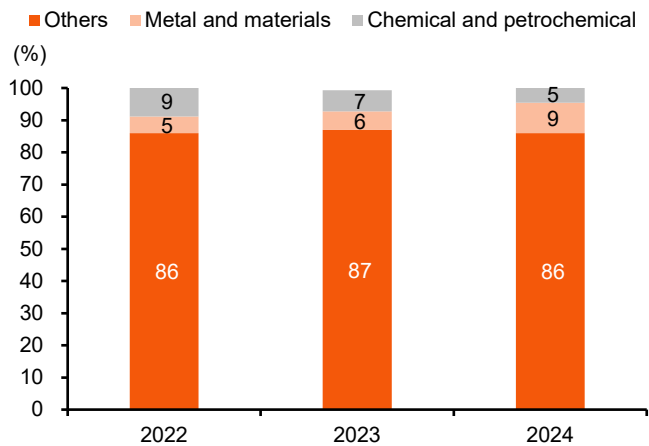
Source: Board of Investment

Ex 9: BOI Applications By Sector In 1H25



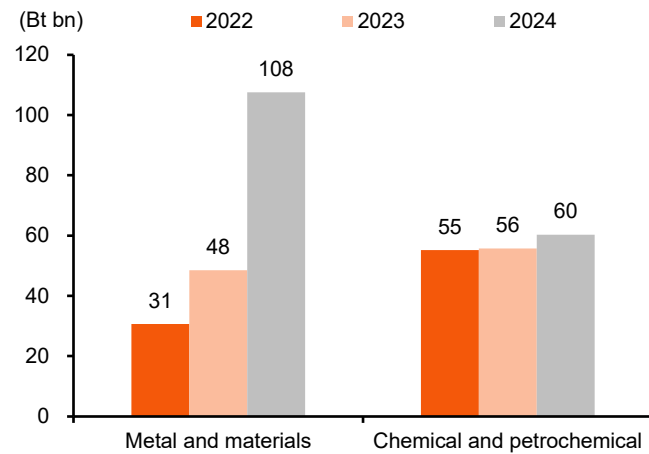
Source: Board of Investment

Ex 10: BOI Application Value Breakdown



Source: Board of Investment

Ex 11: BOI Application Value Breakdown



Source: Board of Investment

Ex 12: Key Assumption Changes

	WHA	AMATA	ROJNA	PIN
IE land presales				
2025F - New	2,450	1,600	1,000	400
2025F - Old	2,450	1,400	500	400
2026F - New	1,600	1,400	700	400
2026F - Old	1,600	1,200	500	400
2027F - New	1,600	1,400	700	400
2027F - Old	1,600	1,200	500	400
Gross margin on IE land sales (%)				
2025F - New	57.0	48.3	45.0	51.0
2025F - Old	57.0	43.6	38.0	51.0
2026F - New	50.2	49.4	46.0	50.0
2026F - Old	50.2	37.9	35.0	48.0
2027F - New	50.4	49.6	46.0	50.0
2027F - Old	50.4	37.4	35.0	48.0
Normalized profit (Bt m)				
2025F - New	5,230	3,146	2,133	950
2025F - Old	5,230	2,076	431	808
Change (%)	-	51.6	394.7	17.5
2026F - New	4,592	3,985	1,205	87
2026F - Old	4,592	1,998	377	497
Change (%)	-	99.5	219.3	80.4
2027F - New	4,170	3,588	1,075	938
2027F - Old	4,170	2,031	317	513
Change (%)	-	76.7	239.4	82.8
TP (Bt/share)				
New	4.2	27.0	8.6	5.5
Old	4.0	23.0	5.8	4.0
Recommendation				
New	BUY	BUY	BUY	BUY
Old	BUY	BUY	BUY	SELL

Source: Thanachart estimates

Ex 13: US Tariff Sensitivities

	AMATA	WHA	PIN	ROJNA
IE land presales				
2026F - US tariff at 20%	2,100	2,100	700	1,000
2026F - US tariff at 36%	1,400	1,600	400	700
2027F - US tariff at 20%	2,100	2,100	700	1,000
2027F - US tariff at 36%	1,400	1,600	400	700
Normalized profit (Bt m)				
2026F - US tariff at 20%	4,528	5,074	1,138	1,435
2026F - US tariff at 36%	3,985	4,693	897	1,205
Change (%)	13.6	8.1	26.8	19.1
2027F - US tariff at 20%	4,616	5,052	1,398	1,527
2027F - US tariff at 36%	3,588	4,278	938	1,075
Change (%)	28.6	18.1	49.1	42.0

Source: Thanachart estimates

Ex 14: SOTP-derived Breakup Values

(Bt/share)	Thailand landbank		Utilities	Rental warehouses & factories	Vietnam landbank	REITs & stocks	Others	Target price
	All land at cost	Developed land (30% disc. to market), raw land (at cost)						
AMATA	14.4	17.1	4.7	3.5**	1.3	0.4	0.0	27.0
WHA	(1.6)	(0.6)	2.0	1.7**	0.1	0.7	0.3***	4.2
PIN	2.6	3.8	0.6	0.9**	0.0	0.2	0.0	5.5
ROJNA	0.0*	1.5*	4.0	0.0	0.0	3.1	0.0	8.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Includes landbank from a 25% equity stake in the industrial estate venture, Araya

** At book value for AMATA and PIN. For WHA, we use DCF as the company also sells its assets to REITs.

***Includes WHA's green logistics platform, Mobilix.

Ex 15: Sector Valuation Comparison

		AMATA	PIN	ROJNA	WHA	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	27.00	5.50	8.60	4.20	
	Consensus	20.41	na	5.00	4.07	
Consensus rec.	Buy	14	0	1	18	
	Hold	2	0	1	2	
	Sell	3	0	0	2	
Sales (Bt m)	2024	14,724	4,167	19,687	11,335	49,912
	2025F	14,626	2,653	17,939	16,461	51,679
	2026F	16,941	2,723	13,411	15,755	48,830
	2027F	15,211	2,821	12,555	14,601	45,188
Norm profits (Bt m)	2024	2,529	1,761	1,960	4,511	10,761
	2025F	3,146	950	2,131	5,274	11,501
	2026F	3,985	897	1,205	4,693	10,780
	2027F	3,588	938	1,075	4,278	9,879
Sales growth (%)	2024	54.7	44.9	2.1	(23.8)	7.2
	2025F	(0.7)	(36.3)	(8.9)	45.2	3.5
	2026F	15.8	2.6	(25.2)	(4.3)	(5.5)
	2027F	(10.2)	3.6	(6.4)	(7.3)	(7.5)
Norm EPS growth (%)	2024	29.3	41.1	(11.6)	2.1	9.4
	2025F	24.4	(46.0)	8.7	16.9	6.9
	2026F	26.7	(5.6)	(43.5)	(11.0)	(6.3)
	2027F	(9.9)	4.5	(10.8)	(8.8)	(8.4)
Operating margin (%)	2024	23.9	43.0	16.3	36.6	25.4
	2025F	32.3	37.4	19.2	34.7	28.8
	2026F	34.8	36.4	15.9	29.7	28.0
	2027F	34.7	36.3	14.3	28.2	27.0
ROE (%)	2024	11.9	41.9	10.5	13.2	19.4
	2025F	13.6	19.2	10.4	14.7	14.5
	2026F	15.5	16.3	5.7	12.4	12.5
	2027F	12.7	15.2	4.9	10.8	10.9
Dividend yield (%)	2024	4.8	16.6	10.5	5.2	9.3
	2025F	5.0	3.6	2.8	5.8	4.3
	2026F	6.3	3.4	3.1	5.1	4.5
	2027F	5.7	8.8	2.8	4.7	5.5
P/BV (x)	2024	0.9	1.1	0.5	1.6	1.1
	2025F	0.8	1.0	0.5	1.5	1.0
	2026F	0.7	0.9	0.4	1.4	1.0
	2027F	0.6	0.8	0.4	1.4	0.9
Norm PE (x)	2024	7.5	3.0	4.9	12.2	8.3
	2025F	6.0	5.6	4.5	10.4	7.7
	2026F	4.8	5.9	8.0	11.7	8.3
	2027F	5.3	5.7	9.0	12.9	9.0
EV/EBITDA (x)	2024	7.7	4.5	4.4	18.8	8.8
	2025F	6.4	7.7	4.3	13.9	8.1
	2026F	5.5	8.1	4.5	15.8	8.5
	2027F	5.1	6.7	4.3	17.3	8.4
Net D/E (x)	2024	0.4	0.7	0.5	1.0	0.7
	2025F	0.5	0.6	0.5	0.9	0.6
	2026F	0.5	0.6	0.3	0.8	0.6
	2027F	0.3	0.4	0.2	0.8	0.4

Sources: Bloomberg consensus, Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	10.9	5.7	12.0	11.4	2.2	2.0	12.0	11.6	3.4	3.6
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	(34.2)	1.1	6.0	6.0	0.4	0.4	5.9	5.9	2.0	1.5
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	14.8	1.3	7.1	7.0	0.7	0.7	4.6	4.6	2.7	3.2
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	(98.4)	7.1	20.3	18.9	0.2	0.2	na	na	na	na
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	12.4	5.5	7.5	7.1	0.8	0.7	5.2	5.0	2.9	3.2
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	(30.5)	(11.0)	7.2	8.1	0.6	0.6	6.0	6.0	1.7	1.4
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	49.7	55.8	35.6	22.9	2.2	2.0	11.8	9.4	0.3	0.4
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	24.4	26.7	6.0	4.8	0.8	0.7	6.4	5.5	5.0	6.3
Pinthong Industrial Park *	PIN TB	Thailand	(46.0)	(5.6)	5.6	5.9	1.0	0.9	7.7	8.1	3.6	3.4
Rojana Industrial Park *	ROJNA TB	Thailand	8.7	(43.5)	4.5	8.0	0.5	0.4	4.3	4.5	2.8	3.1
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	16.9	(11.0)	10.4	11.7	1.5	1.4	13.9	15.8	5.8	5.1
Average			(6.5)	2.9	11.1	10.2	1.0	0.9	7.8	7.6	3.0	3.1

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates
Based on 30 July 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	14.2	3.9	(5.8)	(11.1)	—	—	—	—
SETPROP	11.9	(0.7)	(23.1)	(23.3)	(2.3)	(4.6)	(17.3)	(12.2)
AMATA	17.9	11.5	(30.1)	(42.6)	3.7	7.6	(24.3)	(31.5)
PIN	12.3	(31.1)	(3.8)	(26.1)	(1.9)	(35.0)	2.0	(15.0)
ROJNA	9.6	(18.3)	(15.4)	(24.1)	(4.6)	(22.2)	(9.6)	(13.0)
WHA	16.5	21.9	(29.9)	(33.1)	2.3	17.9	(24.1)	(21.9)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ เป็นธุรกิจที่มีผู้เล่นน้อยราย โดยบริษัทชั้นนำ คือ AMATA และ WHA ▪ ผู้เล่นใหม่เข้ามาได้ยาก เนื่องจากมีอุปสรรคขัดขวางการเข้ามายังตลาดสูง	▪ ธุรกิจต้องใช้ต้นทุนสูง ▪ เป็นธุรกิจที่มีความผันผวนของกำไรสูง ▪ ประเทศไทยจำเป็นต้องลงทุนในทุนมนุษย์และการวิจัยและพัฒนา เพื่อยกระดับห่วงโซ่คุณค่า
O — Opportunity	T — Threat
▪ ความต้องการการกระจายฐานการผลิตเนื่องจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ระดับภูมิภาคและนโยบายเงินที่เพิ่มขึ้น ▪	▪ มีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจ และการเมืองสูง ▪ วิกฤติเศรษฐกิจทั่วโลก ▪ ภัยธรรมชาติ ภัยแล้ง ▪ ภาษีนำเข้าของสหรัฐ

REGIONAL COMPARISON

Name	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Singapore	10.9	5.7	12.0	11.4	2.2	2.0	12.0	11.6	3.4	3.6
Indonesia	(14.4)	10.0	14.0	11.7	0.8	0.8	6.7	6.2	1.9	1.9
Thailand	1.0	(8.4)	6.6	7.6	1.0	0.9	8.1	8.5	4.3	4.5
Average	(0.8)	2.4	10.9	10.2	1.3	1.2	8.9	8.8	3.2	3.3
AMATA	24.4	26.7	6.0	4.8	0.8	0.7	6.4	5.5	5.0	6.3
PIN	(46.0)	(5.6)	5.6	5.9	1.0	0.9	7.7	8.1	3.6	3.4
ROJNA	8.7	(43.5)	4.5	8.0	0.5	0.4	4.3	4.5	2.8	3.1
WHA	16.9	(11.0)	10.4	11.7	1.5	1.4	13.9	15.8	5.8	5.1
Average *- Thailand	1.0	(8.4)	6.6	7.6	1.0	0.9	8.1	8.5	4.3	4.5

Source: Bloomberg consensus
Note: Thanachart estimates – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

(From: Bt 23.00)

Upside : 63.6%

31 JULY 2025

Small Cap Research

Amata Corporation Pcl (AMATA TB)

ความต้องการที่ดินแข็งแกร่ง

ยอด presales และราคาที่ดินของ AMATA ยังคงแข็งแกร่ง แม้จะมีความกังวลต่อมาตรการเก็บภาษีของสหรัฐฯ เราปรับเพิ่มคาดการณ์ presales ที่ดินของ AMATA ขึ้นอีก 14-17% ในปี 2025-27F และยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 27 บาท/หุ้น



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

ความต้องการที่ดินแข็งแกร่ง และราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้น

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่ม นิคมอุตสาหกรรม – “FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง” วันที่ 31 กรกฎาคม 2025 ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ยอด presales ที่ดินของ AMATA ใน 2Q25 หลังการประกาศขึ้นภาษีของสหรัฐฯ เมื่อต้นเดือนเมษายนเพิ่มขึ้นเป็น 465 ไร่ จาก 283 ไร่ ใน 1Q25 จาก presales รวม 748 ไร่, 89% มาจากไทย และ 11% จากเวียดนาม และจาก presales ในไทยนั้น กว่า 80% มาจากบริษัทสัญชาติจีนในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ อาหาร เครื่องมือแพทย์ อุปกรณ์อุตสาหกรรม และยานยนต์ ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดว่า 2H25F จะเป็นช่วงที่มีความต้องการสูงขึ้น ราคาที่ดินก็ปรับตัวสูงขึ้นเช่นกัน โดยในจ.ระยอง ราคาเพิ่มขึ้นเป็น 6-7 ลบ./ไร่ ในปี 2025 (เทียบกับ 5.5-6.0 ลบ. ในปี 2024) ขณะที่จ.ชลบุรี ราคายังคงอยู่ในระดับสูงที่ 12-14 ลบ./ไร่ ในส่วนของเวียดนาม ความต้องการที่ดินยังคงต่ำ แม้สหรัฐฯ ประกาศภาษีนำเข้าแน่นอนที่ 20% และภาษีการส่งสินค้าผ่านประเทศที่สามที่ 40% แล้วก็ตาม

ปรับเพิ่มคาดการณ์กำไร

เนื่องจาก presales ใน 1H25 สูงกว่าคาด และมีแนวโน้มการยื่นขอรับสิทธิประโยชน์จาก BOI ที่แข็งแกร่งมาก ซึ่งเพิ่มขึ้น 139% y-y ใน 1H25 และ 2Q25 แข็งแกร่งกว่า 1Q25 มาก เราจึงปรับเพิ่มประมาณการ presales ที่ดินขึ้น 14/17/17% เป็น 1,600/1,400/1,400 ไร่ ในปี 2025-27F นอกจากนี้ เนื่องจากราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้น เราจึงปรับสมมติฐานอัตรากำไรขึ้นต้นขึ้นเป็น 48/49/50% (จาก 44/38/37%) แม้จะปรับ presales ขึ้นไม่มากนัก แต่ปรับกำไรขึ้นถึง 52-100% เนื่องจากอัตรากำไรที่สูงขึ้นและการโอนที่ดินใน backlog ที่รวดเร็วขึ้น โดย AMATA มี backlog รอโอนมูลค่า 2.1 หมื่นลบ. ณ สิ้น 1Q25 หลังปรับกำไรขึ้น เราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ +24/+27/-10% ในปี 2025-27F และน่าจะมี upside หากอัตราภาษีสุดท้ายของสหรัฐฯ สำหรับไทยลดลงจากอัตราเริ่มต้นที่ 36%

การแยกมูลค่าเป้าหมาย

ตามที่แสดงในตารางแยกมูลค่า SOTP ใน Exhibit 1 เราประเมินมูลค่า breakup value ของ AMATA อย่างระมัดระวังที่สุดที่ 14.4 บาท/หุ้น โดยกำหนดมูลค่าที่ดินที่ถือครองไว้ที่ราคาทุน มูลค่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 17.1 บาท/หุ้น หากเราให้มูลค่าที่ดินพัฒนาแล้วโดยใช้ส่วนลด 30% จากราคาตลาด และยังคงมูลค่าที่ดินเปล่าที่ราคาทุน อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมาย SOTP ของเรารวมถึงธุรกิจอื่นของบริษัทฯ ด้วย ทำให้มูลค่ารวมของบริษัทฯ อยู่ที่ 27 บาท/หุ้น ซึ่งเป็นราคาเป้าหมายในกรณีฐานของเรา ราคาเป้าหมายถูกปรับขึ้นจาก 23 บาท/หุ้น เนื่องจากจำนวนที่ดินที่เพิ่มขึ้น ราคาที่ดินที่สูงขึ้น และผลของการปรับมาใช้ปีฐานปี 2026F

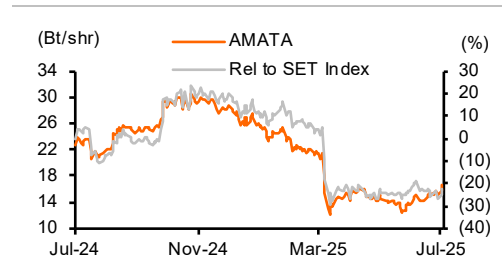
Deep Value Stock; แนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงมองว่า AMATA เป็น deep value stock และคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยซื้อขายใกล้กับ breakup value ในกรณีเลวร้ายที่สุดที่ 14.4 บาท/หุ้น ซึ่งหมายความว่าราคานี้ยังไม่ได้นับรวมธุรกิจในเวียดนาม รวมถึงธุรกิจสาธารณูปโภคและไฟฟ้าที่มีกำไรสูง ราคาหุ้นยังกลับมาซื้อขายที่ระดับต่ำสุดในช่วงวิกฤตโควิด-19 ที่ 0.8 เท่า P/BV ทั้งที่ธุรกิจหลักยังแข็งแกร่งและงบดุลมั่นคง โดยคาดว่าอัตราส่วนหนี้สุทธิต่อทุนในปี 2025F จะอยู่ที่เพียง 0.5 เท่า เท่านั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	14,724	14,626	16,941	15,211
Net profit	2,483	3,146	3,985	3,588
Consensus NP	—	2,965	2,952	3,044
Diff frm cons (%)	—	6.1	35.0	17.9
Norm profit	2,529	3,146	3,985	3,588
Prev. Norm profit	—	2,076	1,998	2,031
Chg frm prev (%)	—	51.6	99.5	76.7
Norm EPS (Bt)	2.2	2.7	3.5	3.1
Norm EPS grw (%)	29.3	24.4	26.7	(9.9)
Norm PE (x)	7.5	6.0	4.8	5.3
EV/EBITDA (x)	7.7	6.4	5.5	5.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
Div yield (%)	4.8	5.0	6.3	5.7
ROE (%)	11.9	13.6	15.5	12.7
Net D/E (%)	41.4	47.3	47.0	28.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Jul-25 (Bt)	16.50
Market Cap (US\$ m)	584.2
Listed Shares (m shares)	1,150.0
Free Float (%)	72.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.1
12M Price H/L (Bt)	30.50/12.20
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Mr. Vikrom Kromadit 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P18

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: SOTP-derived TP NAV-based Breakup Value

	Thailand landbank						
	All land at cost	Developed land (30% disc. to market), raw land (at cost)	Utilities	Rental warehouses & factories	Vietnam landbank	REITs & stocks*	Target price
Equity value (Bt/share)	14.4	17.1	4.9	3.6	1.0	0.4	27.0
Equity value (Bt m)	16,612	19,705	5,316	4,057	1,471	475	31,024

Sources: Company data, Thanachart estimates

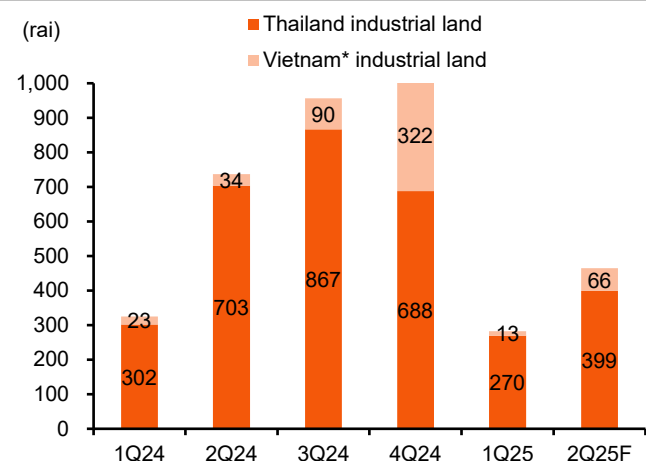
Note: *AMATA holds 17% stake in a REIT, AMATAR

Ex 2: Earnings Assumption Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Industrial land presales (rai)					
New	1,854	3,019	1,600	1,400	1,400
Old			1,400	1,200	1,200
Change (%)			14.3	16.7	16.7
Industrial land revenue (Bt m)					
New	4,804	9,004	9,647	12,447	10,504
Old			6,307	6,494	6,246
Change (%)			53.0	91.7	68.2
IE gross margin (%)					
New	47.5	38.2	48.3	49.4	49.6
Old			43.6	37.9	37.4
Normalized profit (Bt m)					
New	1,956	2,529	3,146	3,985	3,588
Old			2,076	1,998	2,031
Change (%)			51.6	99.5	76.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

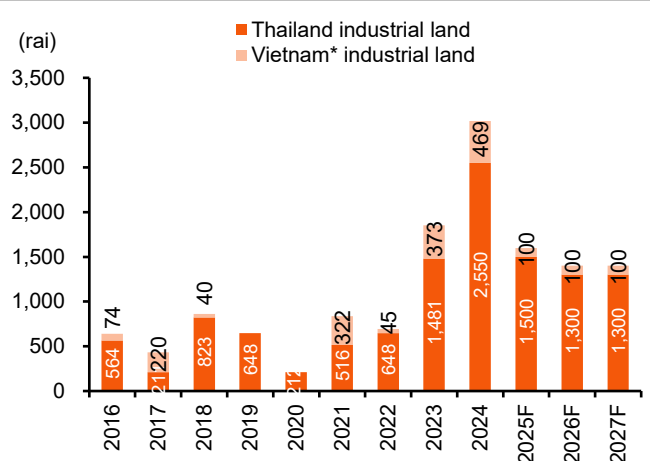
Ex 3: 1H25F Presales Are At 748 rai



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Vietnam is via a 73% stake in AMATA VN

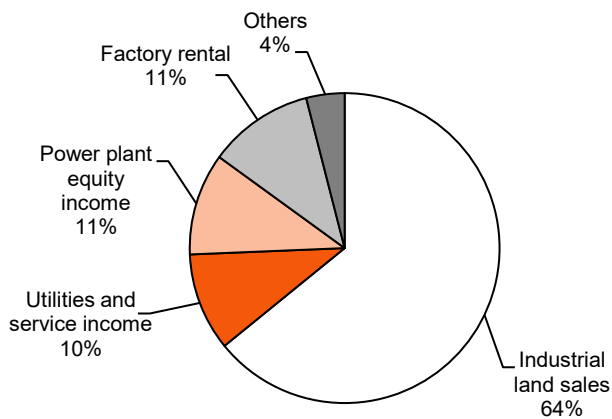
Ex 4: Land Presales



Sources: Company data, Thanachart estimates

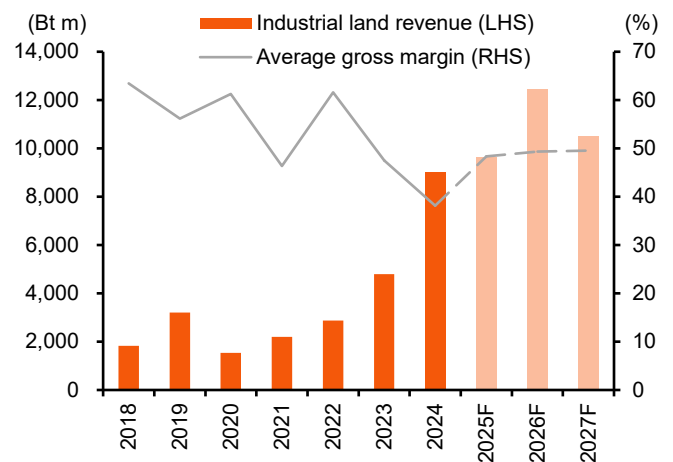
Note: *Vietnam is via a 73% stake in AMATA VN

Ex 5: 2025F EBIT And Equity Income Breakdown



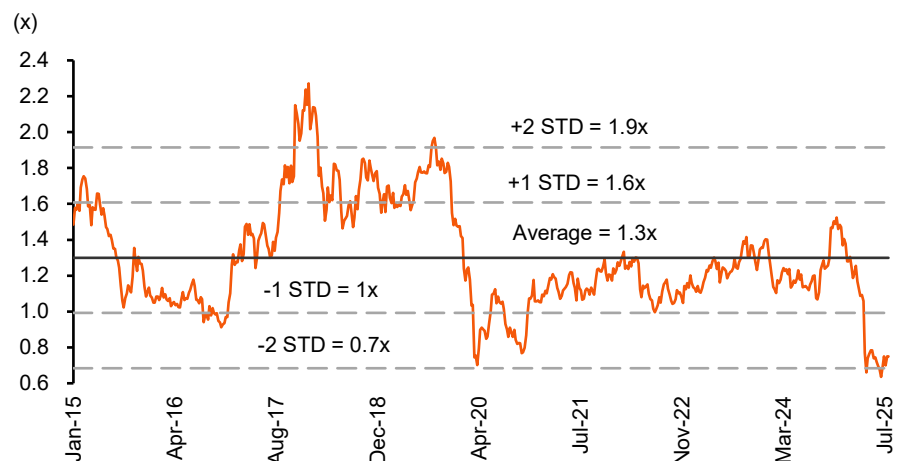
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: IE Revenue And Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Trading At COVID-crisis P/BV Level



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Amata City Chonburi Market Breakdown

Overall portfolio	
Japan	58%
Thailand	21%
Europe	7%
Taiwan	3%
China	3%
USA	3%
Southeast Asia	3%
Others	2%

Source: Company data

Ex 9: Amata City Chonburi Industry Breakdown

Overall portfolio	
Auto	31%
Steel, metal, plastic, rubber	28%
Electronics & electrical appliances	10%
Service, logistics, warehouse	9%
Consumer products, healthcare, packaging	8%
Chemical & related	7%
Food and beverage	3%
Aerospace	1%
Others	3%

Source: Company data

Ex 10: Amata City Rayong Market Breakdown

Overall portfolio	
China	45%
Japan	25%
Thailand	12%
Europe	6%
South Korea	3%
Southeast Asia	3%
USA	3%
Australia	2%
Taiwan	1%

Source: Company data as of the end of 2022

Ex 11: Amata City Rayong Industry Breakdown

Overall portfolio	
Steel, metal, plastic, rubber	38%
Auto	21%
Electronics & electrical appliances	16%
Consumer products, healthcare, packaging	12%
Chemical & related	5%
Service, logistics, warehouse	3%
Food and beverage	3%
Aerospace	1%
Others	1%

Source: Company data as of the end of 2022

Ex 12: AMATA’s Landbank As Of End 1Q25

	Landbank (rai)	
	Developed	Raw
Chonburi province, eastern Thailand	542	12,243
Rayong province, eastern Thailand	908	4,661
Total	1,450	16,904

Source: Company data

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรม เพื่อขายให้แก่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรม บริษัทฯ ซื้อที่ดิน และพัฒนา สาธารณูปโภค และสิ่งอำนวยความสะดวกที่จำเป็น พร้อมสำหรับการ ดำเนินงานอุตสาหกรรม AMATA มีนิคมอุตสาหกรรม 4 แห่ง ในประเทศ ไทย และมีนิคมอุตสาหกรรม 2 แห่ง ในประเทศเวียดนาม

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทำเลที่ตั้งดี โดยอมตะนคร อยู่ห่างจากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ 42 กม. และอมตะซิตี้ อยู่ห่างจากท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบัง 27 กม.
- ดำเนินงานในตลาดที่มีผู้เล่นน้อยราย
- มีที่ดินพร้อมขายจำนวนมาก

O — Opportunity

- การขายที่ดินรอบใหม่ขับเคลื่อนโดยความจำเป็นในการกระจายความ เสี่ยงเนื่องจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบาย ของจีน
- การกระจายการลงทุนสู่ธุรกิจที่สร้างรายได้ประจำ เช่น ธุรกิจให้เช่า สาธารณูปโภค และไฟฟ้า

CONSENSUS COMPARISON

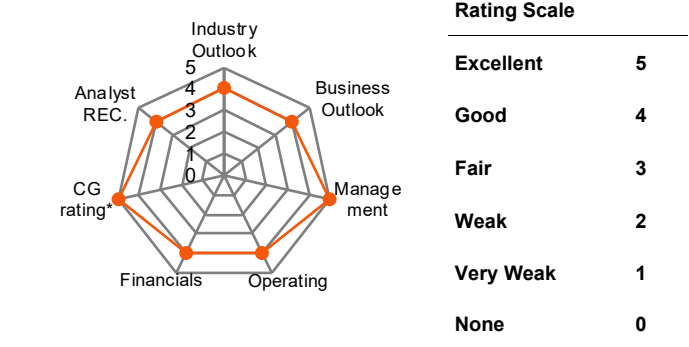
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.41	27.00	32%
Net profit 25F (Bt m)	2,965	3,146	6%
Net profit 26F (Bt m)	2,952	3,985	35%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 2	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2025-26F สูงกว่าค่าเฉลี่ยคาดการณ์ของ ตลาด ซึ่งเรามองว่าสาเหตุเป็นเพราะเรามองบวกมากกว่าตลาดในเรื่อง แนวโน้ม FDI

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรขึ้นอยู่กับยอดขายที่ดินอย่างมาก ซึ่งเป็นสาเหตุให้กำไรมีความผันผวนสูง
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง
- ธุรกิจมีการกระจายความเสี่ยงน้อยกว่าคู่แข่ง

T — Threat

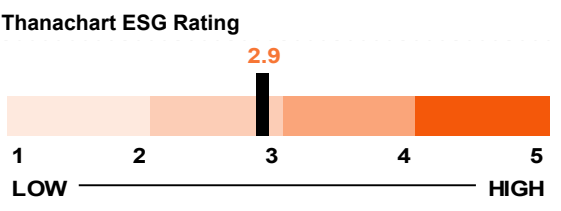
- มีความอ่อนไหวต่อสถานะเศรษฐกิจสูง
- เศรษฐกิจทั่วโลกอ่อนแอ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงจากการที่สหรัฐฯ อาจใช้มาตรการภาษีในระดับที่รุนแรงกว่าที่คาดไว้ อาจเป็นปัจจัยกดดันต่อสมมติฐานการขายที่ดินของเรา
- หากเศรษฐกิจเวียดนามเติบโตช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน อาจเกิดความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรของ AMATAV (AMATAV, ไม่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์) ซึ่งเป็นบริษัทที่มีส่วนในการสนับสนุนกำไรสุทธิของ AMATA

Source: Thanachart

ธุรกิจของ AMATA ครอบคลุมการขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม ไฟฟ้า และสาธารณูปโภคอื่น ๆ นอกจากนี้ AMATA ยังได้ขยายธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมไปยังเวียดนามด้วย AMATA ให้ความสำคัญกับ ESG เป็นอย่างมาก แต่คะแนนระดับปานกลางของเราที่ 2.9 สะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่อ่อนแอและความเสี่ยงจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ที่ธุรกิจของ AMATA เผชิญโดยตรง



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AMATA	YES	AAA	-	A	-	73.45	41.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนน E 3.2 แก่ AMATA ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นที่ดีต่อความยั่งยืน โดยมีเป้าหมายที่ชัดเจนและแผนปฏิบัติการ - AMATA ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2040 และลดภาวะเรือนกระจกลง 30% ในปี 2030 เทียบกับปีฐาน 2019 ในปี 2024 การปล่อยก๊าซเรือนกระจก scope 1-3 อยู่ที่ 63,271 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (tCO2e) ทรงตัว y-y ความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจก scope 1&2 อยู่ที่ 3.15 tCO2e/hectare ลดลง 11.5% จากปีฐาน 2019 - การใช้ระบบบำบัดน้ำเสียช่วยให้ AMATA ลดการพึ่งพาแหล่งน้ำธรรมชาติได้ ในปี 2024 น้ำที่ผ่านการบำบัดคิดเป็น 37% ของการใช้น้ำทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่วางไว้เล็กน้อยที่มากกว่า 40% เนื่องจากปริมาณน้ำเสียที่ป้อนเข้ามีจำกัด - ในปี 2024 มีขยะมูลฝอย 27,699 กิโลกรัม (เพิ่มขึ้น 5% y-y) โดย 61% ถูกนำกลับมาใช้ใหม่เป็นเชื้อเพลิงจากขยะ (RDF) 8% สามารถนำไปรีไซเคิลได้ และ 31% ที่เหลือถูกส่งไปฝังกลบ ซึ่งเป็นพื้นที่ที่สามารถปรับปรุงได้
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- AMATA ให้คะแนน S ปานกลางที่ 3.0 ซึ่งสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่มั่นคงในด้านแนวทางปฏิบัติด้านแรงงาน มาตรฐานความปลอดภัย และการลงทุนเพื่อชุมชน - AMATA มุ่งเน้นการปฏิบัติด้านแรงงานอย่างเป็นธรรมและการพัฒนาพนักงาน โดยในปี 2024 มีการฝึกอบรมพนักงาน 23 ชั่วโมงต่อคน เพิ่มขึ้น 11% y-y AMATA มีอัตราการลาออกโดยสมัครใจต่ำที่ 7% และรักษาพนักงานที่มีความหลากหลายทางเพศ โดยผู้หญิงคิดเป็น 47% ของพนักงานทั้งหมด - AMATA ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน และมาตรฐานความปลอดภัยระหว่างประเทศอย่างเคร่งครัด โดยบริษัทฯ รายงานกรณีการบาดเจ็บที่เกี่ยวข้องกับการทำงาน 1 กรณีต่อปีทั้งในปี 2023 และ 2024 - ในปี 2024 AMATA ดำเนินโครงการและกิจกรรมทั้งหมด 25 โครงการ โดยใช้งบประมาณการลงทุนเพื่อสังคม 5.4 ล้านบาท (ไม่รวมเงินบริจาค) มีผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงและโดยอ้อมจากโครงการและกิจกรรมเหล่านี้ประมาณ 134,262 คน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนน G ที่ค่อนข้างต่ำที่ 2.7 ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสมและความเสี่ยงทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้นจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ - ประธานคณะกรรมการเป็นผู้บริหาร สมาชิกครบถ้วนผู้ก่อตั้ง และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จุดที่ดีคือกรรมการ 6 ใน 9 คน (67%) เป็นอิสระ ซึ่งอยู่ในอัตราส่วนที่เหมาะสมที่ 2/3 - คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการหญิง 3 คน (33%) และมีทักษะรอบด้านในด้านอสังหาริมทรัพย์ วิศวกรรม การจัดการทั่วไป การบัญชี การกำกับดูแลกิจการ ความยั่งยืน และไอที อย่างไรก็ตาม สมาชิกคณะกรรมการส่วนใหญ่อยู่ในช่วงอายุ 60-75 ปี - EBIT ของ AMATA ในปี 2025F ส่วนใหญ่ (53%) มาจากการขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม ซึ่งยังคงอ่อนไหวต่อการพัฒนาทางภูมิรัฐศาสตร์

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	9,517	14,724	14,626	16,941	15,211
Cost of sales	5,804	9,755	8,439	9,238	8,345
Gross profit	3,713	4,968	6,187	7,702	6,866
% gross margin	39.0%	33.7%	42.3%	45.5%	45.1%
Selling & administration expenses	1,261	1,447	1,458	1,804	1,595
Operating profit	2,452	3,522	4,729	5,899	5,271
% operating margin	25.8%	23.9%	32.3%	34.8%	34.7%
Depreciation & amortization	430	451	545	581	617
EBITDA	2,882	3,973	5,275	6,480	5,888
% EBITDA margin	30.3%	27.0%	36.1%	38.2%	38.7%
Non-operating income	196	219	232	248	233
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(687)	(707)	(740)	(819)	(795)
Pre-tax profit	1,960	3,034	4,221	5,328	4,709
Income tax	463	479	844	1,066	942
After-tax profit	1,497	2,555	3,377	4,262	3,767
% net margin	15.7%	17.4%	23.1%	25.2%	24.8%
Shares in affiliates' Earnings	1,056	964	807	824	843
Minority interests	(596)	(990)	(1,038)	(1,102)	(1,021)
Extraordinary items	(112)	(46)	0	0	0
NET PROFIT	1,845	2,483	3,146	3,985	3,588
Normalized profit	1,956	2,529	3,146	3,985	3,588
EPS (Bt)	1.6	2.2	2.7	3.5	3.1
Normalized EPS (Bt)	1.7	2.2	2.7	3.5	3.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	20,235	21,103	19,587	21,221	20,941
Cash & cash equivalent	3,774	5,803	5,300	5,300	5,300
Account receivables	621	1,453	1,443	1,671	1,500
Inventories	15,127	12,920	11,923	13,183	13,183
Others	713	927	921	1,067	958
Investments & loans	5,522	5,727	6,027	6,027	6,027
Net fixed assets	8,240	9,205	10,095	10,578	11,027
Other assets	23,591	28,906	34,230	39,576	35,631
Total assets	57,588	64,941	69,939	77,402	73,627
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,323	19,554	20,079	21,573	18,517
Account payables	1,862	2,962	3,237	3,543	3,201
Bank overdraft & ST loans	1,263	1,559	2,011	2,193	1,638
Current LT debt	4,722	4,141	4,724	5,151	3,849
Others current liabilities	7,477	10,891	10,107	10,685	9,829
Total LT debt	11,487	11,726	13,376	14,586	10,898
Others LT liabilities	5,051	5,573	5,144	5,886	5,382
Total liabilities	31,861	36,853	38,599	42,046	34,797
Minority interest	5,309	6,104	7,141	8,243	9,264
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
Share premium	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	788	619	619	619	619
Retained earnings	17,410	19,145	21,359	24,274	26,727
Shareholders' equity	20,418	21,984	24,198	27,114	29,566
Liabilities & equity	57,588	64,941	69,939	77,402	73,627

Sources: Company data, Thanachart estimates

Due to the nature of its business, it carries huge land inventory for sale

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,960	3,034	4,221	5,328	4,709
Tax paid	(396)	(589)	(726)	(1,096)	(933)
Depreciation & amortization	430	451	545	581	617
Chg In working capital	(6,932)	2,476	1,282	(1,182)	(172)
Chg In other CA & CL / minorities	5,752	3,982	(128)	1,285	85
Cash flow from operations	814	9,354	5,194	4,916	4,306
Capex	(1,115)	(1,372)	(1,372)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(115)	48	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(558)	(205)	(300)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	394	(4,745)	(5,727)	(4,616)	3,426
Cash flow from investments	(1,394)	(6,274)	(7,450)	(5,666)	2,376
Debt financing	2,656	(135)	2,685	1,819	(5,545)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,003)	(917)	(932)	(1,070)	(1,136)
Warrants & other surplus	118	1	0	0	0
Cash flow from financing	1,771	(1,051)	1,753	750	(6,681)
Free cash flow	(300)	7,982	3,822	3,916	3,306

Share price trades below
average P/BV

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.7	7.5	6.0	4.8	5.3
Normalized PE - at target price (x)	15.9	12.3	9.9	7.8	8.7
PE (x)	10.3	7.6	6.0	4.8	5.3
PE - at target price (x)	16.8	12.5	9.9	7.8	8.7
EV/EBITDA (x)	11.3	7.7	6.4	5.5	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	10.7	8.7	7.4	7.2
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.1
P/CFO (x)	23.3	2.0	3.7	3.9	4.4
Price/sales (x)	2.0	1.3	1.3	1.1	1.2
Dividend yield (%)	3.9	4.8	5.0	6.3	5.7
FCF Yield (%)	(1.6)	42.1	20.1	20.6	17.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	2.2	2.7	3.5	3.1
EPS	1.6	2.2	2.7	3.5	3.1
DPS	0.7	0.8	0.8	1.0	0.9
BV/share	17.8	19.1	21.0	23.6	25.7
CFO/share	0.7	8.1	4.5	4.3	3.7
FCF/share	(0.3)	6.9	3.3	3.4	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	46.4	54.7	(0.7)	15.8	(10.2)
Net profit (%)	(21.2)	34.6	26.7	26.7	(9.9)
EPS (%)	(21.2)	34.6	26.7	26.7	(9.9)
Normalized profit (%)	28.3	29.3	24.4	26.7	(9.9)
Normalized EPS (%)	28.3	29.3	24.4	26.7	(9.9)
Dividend payout ratio (%)	40.5	37.1	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	39.0	33.7	42.3	45.5	45.1
Operating margin (%)	25.8	23.9	32.3	34.8	34.7
EBITDA margin (%)	30.3	27.0	36.1	38.2	38.7
Net margin (%)	15.7	17.4	23.1	25.2	24.8
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.6	5.0	6.4	7.2	6.6
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	5.6	7.1	7.9	7.4
ROA - using norm profit (%)	3.7	4.1	4.7	5.4	4.8
ROE - using norm profit (%)	9.8	11.9	13.6	15.5	12.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.5	12.1	14.6	16.6	13.3
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	27.8	25.4	33.9	36.3	36.2
- leverage (x)	2.6	2.9	2.9	2.9	2.7
- interest burden (%)	74.0	81.1	85.1	86.7	85.6
- tax burden (%)	76.4	84.2	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
ROIC (%)	5.9	8.7	11.3	12.1	9.6
NOPAT (Bt m)	1,873	2,965	3,783	4,719	4,217
invested capital (Bt m)	34,116	33,608	39,009	43,744	40,651

Sources: Company data, Thanachart estimates

AMATA is financially strong. Its net D/E is only 0.5x in 2025F

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 5.50

Upside : 20.1%

(From: Bt 4.00)

31 JULY 2025

Small Cap Research

Pinthong Industrial Park Pcl (PIN TB)

อุปทานที่ดินได้รับการปลดล็อก

เราปรับคำแนะนำ PIN เป็น “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.5 บาท หลังประสบปัญหาการขาดแคลนที่ดินเพื่อขายตั้งแต่ปีก่อน นิคมฯ ใหม่ 2 แห่งมีกำหนดเปิดตัวใน 2H25 และ 1H26 เพื่อรองรับความต้องการที่ดินที่เพิ่มขึ้น เรามองว่าหุ้นมีมูลค่าต่ำไป โดยซื้อขายที่ 83% ของราคาเป้าหมาย



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

นิคมใหม่สองแห่ง; ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่ม นิคมอุตสาหกรรม – “FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง” วันที่ 31 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำหุ้น PIN ขึ้นจาก ขาย เป็น “ซื้อ” โดยบริษัท มีแผนจะเปิดตัวนิคมอุตสาหกรรมใหม่ 2 แห่งในช่วง 2H25 และ 1H26 ซึ่งจะช่วยปลดล็อกปัญหาการขาดแคลนที่ดินสำหรับขายที่เผชิญมาตั้งแต่ปีที่แล้ว เรายังได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ PIN ขึ้น 18/80/83% ในปี 2025-27F จากการปรับสมมติฐานราคาที่ดินและอัตรากำไรขึ้นต้นให้สูงขึ้น เพื่อสะท้อนแนวโน้มราคาที่ดินที่ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แม้จะมีความกังวลเกี่ยวกับภาษีของสหรัฐฯ

เตรียมเปิดโครงการใหม่ใน 2H25 และ 2H26

แม้ว่า PIN จะสามารถจัดหาที่ดินเพิ่มเติมได้มากขึ้น แต่ยังคงอยู่ระหว่างการอนุมัติรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) ปัจจุบันบริษัท มีที่ดินในมือรวม 2,800 ไร่ (1,000 ไร่ ในปี 2023) โดยในจำนวนนี้ 2,300 ไร่กำลังอยู่ระหว่างการพัฒนาและรอการอนุมัติ EIA บริษัท มีแผนจะเปิดนิคมแห่งใหม่ (แห่งที่ 7) หลังได้รับอนุมัติ EIA ในช่วง 2H25 และอีกแห่ง (แห่งที่ 8) หลังได้รับอนุมัติ EIA ใน 2H26 เราคาดว่า การเปิดโครงการใหม่เหล่านี้จะช่วยสนับสนุนยอด presales ที่ดินให้เฉลี่ยอยู่ที่ 400 ไร่ต่อปีในปี 2025-27F เทียบกับ 875/574 ไร่ ในปี 2023-24 เราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ -46/-6/+5% ในปี 2025-27F

ราคาเป้าหมาย SOTP-derived NAV-based TP

เราได้รับเพิ่มราคาเป้าหมาย SOTP ขึ้นเป็น 5.5 บาท (จาก 4.0 บาท) เพื่อสะท้อนถึงราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้น การปรับมาใช้ปีฐานปี 2026F และการเปลี่ยนแปลงวิธีประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า เราให้มูลค่าที่ดินโดยใช้ส่วนลด 30% จากราคาตลาดของที่ดินพัฒนาแล้ว ขณะที่ที่ดินเปล่าประเมินมูลค่าที่ต้นทุน เดิมเราใช้ส่วนลด 20% จากต้นทุนของที่ดินเปล่า ซึ่งในสภาพแวดล้อมที่ราคาที่ดินยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง มองว่าการให้ส่วนลดเดิมนั้นต่ำเกินไป

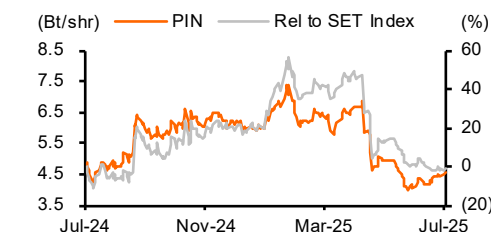
มูลค่าไม่แพงในมุมมองของเรา

ปัจจุบันหุ้น PIN ซื้อขายอยู่ที่เพียง 83% ของราคาเป้าหมายใหม่ที่ 5.5 บาท/หุ้น โดยซื้อขายที่ PE เพียง 6 เท่า ในปี 2025F ซึ่งเราคาดว่าจะจะเป็นปีที่มีฐานต่ำของกำไร เนื่องจากปัญหาการขาดแคลนที่ดินเพื่อขาย เรามองว่าหุ้น PIN ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงเนื่องจากข้อจำกัดด้านที่ดินดังกล่าว และเชื่อว่าการเปิดนิคมใหม่จะเป็นจุดเริ่มต้นของการ “ปลดล็อก” ราคาหุ้นให้สะท้อนศักยภาพที่แท้จริงมากขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	4,167	2,653	2,723	2,821
Net profit	1,734	950	897	938
Consensus NP	—	na	na	na
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	1,761	950	897	938
Prev. Norm profit	—	808	497	513
Chg frm prev (%)	—	17.5	80.4	82.8
Norm EPS (Bt)	1.52	0.82	0.77	0.81
Norm EPS grw (%)	41.1	(46.0)	(5.6)	4.5
Norm PE (x)	3.0	5.6	5.9	5.7
EV/EBITDA (x)	4.5	7.7	8.1	6.7
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
Div yield (%)	16.6	3.6	3.4	8.8
ROE (%)	41.9	19.2	16.3	15.2
Net D/E (%)	65.4	61.2	64.7	38.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Jul-25 (Bt)	4.58
Market Cap (US\$ m)	163.6
Listed Shares (m shares)	1,160.0
Free Float (%)	19.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	7.35/4.00
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Pinthong Holding Co.,Ltd. & Patamavorakulchai Family 53%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P25

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Industrial land transfer revenue (Bt m)					
New	2,630	3,901	2,352	2,397	2,469
Old	2,630	3,901	2,101	1,531	1,542
Land transfer gross margin (%)					
New	58.7	51.6	51.0	50.0	50.0
Old			51.0	48.0	48.0
Normalized profit (Bt m)					
New	1,248	1,761	950	897	938
Old			808	497	513
Change (%)			17.5	80.4	82.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: NAV-derived SOTP-based TP

	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	SOTP (%)
Landbank and utilities	5,041	4.4	81
Warehouse/factory rental	1,003	0.9	16
REIT investment	282	0.2	3
Total equity value	6,326	5.5	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We apply a 30% discount to the market value of developed land, and value raw land at cost.

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีนทอง อินดัสเตรียล ปาร์ค จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมมายาวนาน โดยบีนทองมีนิคมอุตสาหกรรมทั้งหมด 6 แห่ง ในพื้นที่เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) จังหวัดชลบุรี และจังหวัดระยอง โดยมีแผนจะขยายธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมแห่งใหม่ในปี 2025-26

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

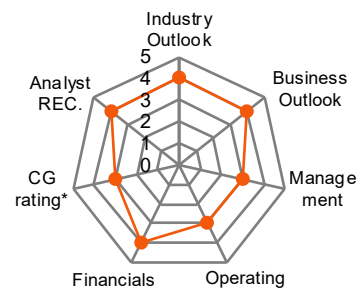
S — Strength

- มีแปลงที่ดินอยู่ในทำเลทอง
- ดำเนินธุรกิจในตลาดผู้เล่นน้อยราย

O — Opportunity

- รอบการขายที่ดินใหม่ถูกขับเคลื่อนโดยความต้องการกระจายความเสี่ยงจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายจีน

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจหลักคือการขายที่ดินอุตสาหกรรมซึ่งมีความผันผวนของกำไรสูง
- มีรายได้ประจำต่ำ

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของต้นทุนที่ดินและการพัฒนา และค่าแรงที่เพิ่มสูงขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	na	5.50	na
Net profit 25F (Bt m)	na	950	na
Net profit 26F (Bt m)	na	897	na
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ไม่มีโบรกเกอร์ที่ทาบหัวเคาะหัวหุ้นตัวนี้

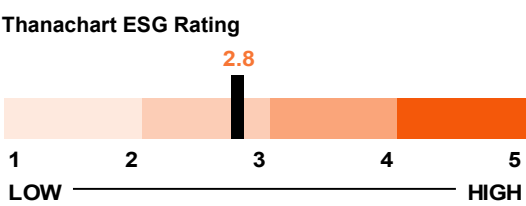
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากยอดขายที่ดินและอัตรากำไรขึ้นต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- หากที่ดินเปล่าใหม่พัฒนาช้ากว่าที่เราคาดไว้

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

PIN เป็นผู้พัฒนาและจำหน่ายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมที่ตั้งอยู่ในพื้นที่เขตพัฒนาเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) โดยรายได้ 90% มาจากการขายที่ดิน ส่วนที่เหลือมาจากการจัดการน้ำ และการให้เช่าโรงงานและคลังสินค้า เราให้คะแนน ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล) ของ PIN อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทในด้านสิ่งแวดล้อมและการดูแลผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในมิติสังคม แต่ยังมีจุดอ่อนด้านธรรมาภิบาล โดยเฉพาะในโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PIN	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ PIN ที่ระดับดี คือ 3.1 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นที่ดีต่อความยั่งยืนและความพยายามอย่างต่อเนื่องในการรักษาความหลากหลายทางชีวภาพ - PIN ได้ตั้งเป้าด้านภูมิอากาศระยะยาวชัดเจน โดยตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 5% ภายในปี 2027 และ 20% ภายในปี 2037 เทียบกับระดับฐานปี 2022 บริษัทยังตั้งเป้าความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2065 ซึ่งสะท้อนกลยุทธ์ด้านภูมิอากาศที่มองไปข้างหน้า - ในปี 2024 PIN ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (CO₂e) ที่ 3,707 ตัน เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 3,579 และ 3,516 ตัน ในปี 2023 และ 2022 ตามลำดับ เพื่อสนับสนุนความพยายามลดคาร์บอน PIN ได้ติดตั้งระบบพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาและฟาร์มโซลาร์ กำลังผลิตรวม 208MWh ต่อปี คาดว่าจะช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ประมาณ 94 ตันต่อปี - การใช้น้ำรวมในปี 2024 อยู่ที่ 3.9 ล้านลบ.ม. โดยน้ำเสียบางส่วนราว 0.38 ล้านลบ.ม. ถูกนำกลับมาใช้รดน้ำพื้นที่สีเขียว - PIN สนับสนุนการอนุรักษ์ความหลากหลายทางชีวภาพ โดยปฏิบัติตามแนวทางการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) และดำเนินโครงการปลูกป่า บริษัทมีแผนจะปลูกต้นไม้บนพื้นที่ 905 ไร่ ใน 5 นิคมอุตสาหกรรมที่มีอยู่ โดยขณะนี้ดำเนินการไปแล้วประมาณ 9%
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ PIN ที่ระดับดี คือ 3.0 ซึ่งสะท้อนถึงผลงานที่มีนัยสำคัญในการปฏิบัติต่อแรงงาน มาตรฐานความปลอดภัย และการลงทุนในชุมชน - PIN ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรมและการพัฒนาพนักงาน โดยในปี 2024 พนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 20 ชั่วโมงต่อคน เพิ่มขึ้นจาก 14 ชั่วโมงในปี 2023 PIN มีพนักงานที่มีความหลากหลายทางเพศ โดยสัดส่วนผู้หญิงคิดเป็น 54% ของพนักงานทั้งหมด อย่างไรก็ตาม อัตราการลาออกโดยสมัครใจเพิ่มขึ้นเป็น 16% ในปี 2024 จาก 10-11% ในปี 2022-23 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม บริษัทรายงานอุบัติเหตุที่เกี่ยวข้องกับการทำงาน 1 กรณีในปี 2024 - ในปี 2024 PIN ดำเนินโครงการและกิจกรรมด้านสังคมรวม 21 โครงการ โดยใช้งบประมาณลงทุนทางสังคมรวม 16 ลบ.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ PIN ในระดับปานกลางที่ 2.4 ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่เหมาะสม และความเสี่ยงทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้นจากความไม่แน่นอนของนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ภายใต้รัฐบาลปัจจุบัน ทั้งยังมีปัญหาการขาดแคลนที่ดิน ซึ่งส่งผลต่อคะแนนด้านความยั่งยืนของธุรกิจ - ประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ และองค์ประกอบของกรรมการมีความหลากหลายในด้านประสบการณ์วิชาชีพที่เกี่ยวกับธุรกิจหลักของบริษัท อย่างไรก็ตาม มีกรรมการอิสระเพียง 4 คน จากทั้งหมด 9 คน (44%) ซึ่งต่ำกว่าอัตราในอุดมคติที่ 2 ใน 3 - คณะกรรมการไม่มีกรรมการหญิง และกรรมการส่วนใหญ่อยู่ในช่วงอายุ 65-80 ปี 90% ของ EBIT ของ PIN ในปี 2025F คาดว่ามาจากการขายที่ดินในนิคมฯ ซึ่งยังคงมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ ปัญหาการขาดแคลนที่ดินของบริษัทส่งผลให้คะแนนความยั่งยืนของธุรกิจลดลง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	2,876	4,167	2,653	2,723	2,821
Cost of sales	1,268	2,138	1,378	1,441	1,496
Gross profit	1,609	2,029	1,275	1,281	1,325
% gross margin	55.9%	48.7%	48.1%	47.1%	47.0%
Selling & administration expenses	236	236	283	292	301
Operating profit	1,373	1,794	992	990	1,024
% operating margin	47.7%	43.0%	37.4%	36.4%	36.3%
Depreciation & amortization	70	80	108	128	135
EBITDA	1,443	1,874	1,100	1,118	1,159
% EBITDA margin	50.2%	45.0%	41.5%	41.1%	41.1%
Non-operating income	46	98	44	45	46
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(55)	(19)	(24)	(80)	(73)
Pre-tax profit	1,364	1,872	1,011	955	998
Income tax	116	111	61	57	60
After-tax profit	1,248	1,761	950	897	938
% net margin	43.4%	42.3%	35.8%	33.0%	33.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	107	(27)	0	0	0
NET PROFIT	1,355	1,734	950	897	938
Normalized profit	1,248	1,761	950	897	938
EPS (Bt)	1.2	1.5	0.8	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.5	0.8	0.8	0.8

We assume presales of 400
rai p.a. in 2025-27F vs.
875/574 rai in 2023-24

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,835	6,916	6,732	7,950	7,335
Cash & cash equivalent	500	556	500	500	500
Account receivables	37	41	36	37	39
Inventories	4,289	6,305	6,188	7,404	6,787
Others	10	13	8	8	9
Investments & loans	343	315	315	315	315
Net fixed assets	978	1,549	2,160	2,232	2,198
Other assets	23	17	14	15	15
Total assets	6,180	8,796	9,222	10,511	9,862
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,027	569	1,335	1,435	1,155
Account payables	102	138	91	95	98
Bank overdraft & ST loans	347	150	658	773	535
Current LT debt	136	25	270	317	220
Others current liabilities	441	256	318	251	302
Total LT debt	1,472	3,480	2,726	3,203	2,219
Others LT liabilities	18	13	11	12	12
Total liabilities	2,516	4,062	4,073	4,650	3,387
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
Share premium	812	812	812	812	812
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3	0	0	0	0
Retained earnings	1,689	2,762	3,177	3,889	4,503
Shareholders' equity	3,663	4,734	5,149	5,861	6,475
Liabilities & equity	6,180	8,796	9,222	10,511	9,862

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,364	1,872	1,011	955	998
Tax paid	(97)	(80)	(89)	(54)	(60)
Depreciation & amortization	70	80	108	128	135
Chg In working capital	829	(1,986)	75	(1,213)	619
Chg In other CA & CL / minorities	373	(256)	45	(70)	50
Cash flow from operations	2,539	(370)	1,151	(255)	1,742
Capex	(195)	(651)	(720)	(200)	(100)
Right of use	4	6	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	41	28	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	42	5	50	0	0
Cash flow from investments	(108)	(611)	(670)	(200)	(100)
Debt financing	(1,851)	1,700	(1)	639	(1,318)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(174)	(684)	(536)	(185)	(324)
Warrants & other surplus	(35)	22	0	0	0
Cash flow from financing	(2,061)	1,037	(537)	454	(1,642)
Free cash flow	2,344	(1,021)	431	(455)	1,642

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	4.3	3.0	5.6	5.9	5.7
Normalized PE - at target price (x)	5.1	3.6	6.7	7.1	6.8
PE (x)	3.9	3.1	5.6	5.9	5.7
PE - at target price (x)	4.7	3.7	6.7	7.1	6.8
EV/EBITDA (x)	4.7	4.5	7.7	8.1	6.7
EV/EBITDA - at target price (x)	5.4	5.1	8.7	9.1	7.6
P/BV (x)	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
P/CFO (x)	2.1	(14.4)	4.6	(20.9)	3.0
Price/sales (x)	1.8	1.3	2.0	2.0	1.9
Dividend yield (%)	12.9	16.6	3.6	3.4	8.8
FCF Yield (%)	44.1	(19.2)	8.1	(8.6)	30.9
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.5	0.8	0.8	0.8
EPS	1.2	1.5	0.8	0.8	0.8
DPS	0.6	0.8	0.2	0.2	0.4
BV/share	3.2	4.1	4.4	5.1	5.6
CFO/share	2.2	(0.3)	1.0	(0.2)	1.5
FCF/share	2.0	(0.9)	0.4	(0.4)	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Inexpensive valuation

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	160.7	44.9	(36.3)	2.6	3.6
Net profit (%)	317.2	28.0	(45.2)	(5.6)	4.5
EPS (%)	317.2	28.0	(45.2)	(5.6)	4.5
Normalized profit (%)	284.3	41.1	(46.0)	(5.6)	4.5
Normalized EPS (%)	284.3	41.1	(46.0)	(5.6)	4.5
Dividend payout ratio (%)	50.5	50.9	20.0	20.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	55.9	48.7	48.1	47.1	47.0
Operating margin (%)	47.7	43.0	37.4	36.4	36.3
EBITDA margin (%)	50.2	45.0	41.5	41.1	41.1
Net margin (%)	43.4	42.3	35.8	33.0	33.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	24.8	95.2	40.9	12.4	14.1
Interest coverage - EBITDA (x)	26.1	99.4	45.4	14.0	15.9
ROA - using norm profit (%)	19.6	23.5	10.5	9.1	9.2
ROE - using norm profit (%)	40.4	41.9	19.2	16.3	15.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	40.4	41.9	19.2	16.3	15.2
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	49.3	45.4	39.0	38.0	37.9
- leverage (x)	2.1	1.8	1.8	1.8	1.7
- interest burden (%)	96.1	99.0	97.7	92.3	93.2
- tax burden (%)	91.5	94.1	94.0	94.0	94.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	20.3	33.0	11.9	11.2	10.0
NOPAT (Bt m)	1,256	1,687	932	930	963
invested capital (Bt m)	5,118	7,833	8,302	9,654	8,949

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 8.60

(From: Bt 5.80)

Upside : 79.9%

31 JULY 2025

Small Cap Research

Rojana Industrial Park (ROJNA TB)

ได้หุ้น GULF ฟรี ผ่าน ROJNA

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ROJNA ราคาเป้าหมาย SOTP ที่ 8.6 บาท/หุ้น โดย 37% มาจากการถือหุ้นใน GULF ดังนั้น ที่ราคาหุ้น ROJNA ปัจจุบันที่ 4.78 บาท นักลงทุนจึงเหมือนได้ถือหุ้น GULF ฟรี นอกจากนี้ เรายังมองว่า ROJNA มีมูลค่าไม่แพง โดยซื้อขายที่ P/BV เพียง 0.5 เท่า ในปี 2025F



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

อีกหนึ่งบริษัทนิคมอุตสาหกรรมชั้นนำ

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่ม นิคมอุตสาหกรรม – “FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง” วันที่ 31 กรกฎาคม 2025 ROJNA เป็นบริษัทนิคมอุตสาหกรรมใหญ่เป็นอันดับสามรองจากบมจ.อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA, “อ้อม”) และบมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA, “ช่อ”) บริษัทฯ มีที่ดินถือครองรวม 7,000 ไร่ ซึ่งรวมถึงหุ้น 25% ใน Araya ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนด้านนิคมอุตสาหกรรมและโลจิสติกส์ที่ถือครองที่ดิน 3,500 ไร่ ใกล้สนามบินสุวรรณภูมิ ROJNA ต่างจากคู่แข่ง ด้วยไม่มีการลงทุนในเวียดนาม ยอดขายที่ดินของ ROJNA ตัวชี้้อย่างมากสอดคล้องกับอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2022 โดยมี presales 960/2,110/1,050 ไร่ ในปี 2022-24 สูงกว่าค่าเฉลี่ย 320 ไร่ต่อปี ในปี 2015-19 อย่างมาก ในช่วง FDI เติบโตขึ้น ROJNA ยังสามารถขายที่ดินหรือปลดปล่อยมูลค่าของนิคมฯ ในอยุธยาที่ได้รับคามนิยมน้อยลง (28% ของที่ดินรวม 2,000 ไร่) ความต้องการนิคมอุตสาหกรรมในอยุธยาลดลงตั้งแต่เกิดอุทกภัยใหญ่ในปี 2021 นอกจากนี้ ROJNA ยังมีนิคมในพื้นที่โครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ในจังหวัดชลบุรีและระยอง (72% ของที่ดินทั้งหมด) อีกด้วย

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร

แม้จะมีความกังวลต่อภาษีสหรัฐ แต่การยื่นขอรับสิทธิประโยชน์จาก BOI ยังคงแข็งแกร่ง โดยเพิ่มขึ้น 139% y-y ใน 1H25 เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐาน presales ของ ROJNA เป็น 1,000/700/700 ไร่ ในปี 2025-27F (จากเดิมที่ประมาณการไว้ 500 ไร่ต่อปี) เทียบกับ 960/2,110/1,050 ไร่ ในปี 2022-24 ณ สิ้น 2Q25 ROJNA มีความต้องการที่ดินที่ได้รับการยืนยันมากกว่า 1,000 ไร่ ด้วยความต้องการที่ดินที่แข็งแกร่งและราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้น เราจึงปรับสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของนิคมอุตสาหกรรมเป็น 45/46/46% (จากเดิม 38/35/35%) และปรับกำไรขึ้น 219-394% ในปี 2025-27F

ราคาเป้าหมาย SOTP หมายถึงการได้หุ้น GULF ฟรี

เราให้มูลค่า ROJNA ด้วยวิธี SOTP-derived NAV ที่ 8.6 บาท/หุ้น (จาก 5.8 บาท/หุ้น) โดย 5.4 บาท/หุ้น มาจากธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมหลักและสาธารณูปโภค และ 3.1 บาท/หุ้น มาจากการถือหุ้น 0.77% ในบมจ.กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF, “ช่อ”) ในการประเมินนี้ เรานำหุ้นทั้งหมดไปรวมไว้ในธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและสาธารณูปโภค ดังนั้นที่ราคาหุ้น ROJNA ปัจจุบันที่ 4.78 บาท/หุ้น จึงหมายความว่านักลงทุนได้ธุรกิจหลักในราคาที่มีส่วนลด และได้ส่วนของการถือหุ้นใน GULF ฟรี ทั้งนี้ ในการคำนวณมูลค่าที่ดิน เราใช้ส่วนลด 30% จากราคาตลาดสำหรับที่ดินพัฒนาแล้ว และประเมินที่ดินเปล่าที่ราคาทุน โดยก่อนหน้านี้เราใช้ส่วนลด 20% จากทุนสำหรับที่ดินเปล่า ซึ่งเรามองว่าปัจจุบันเป็นสมมติฐานที่ระมัดระวังเกินไป เมื่อเทียบกับแนวโน้มราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้นในปัจจุบัน

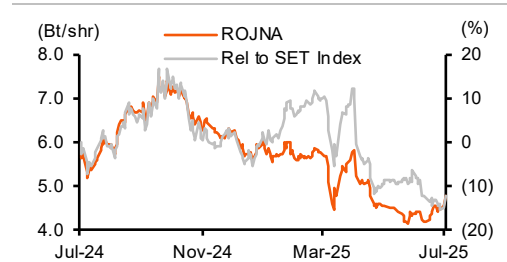
มูลค่าหุ้นต่ำเมื่อพิจารณาจากหลายมุมมอง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ROJNA โดยบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมที่กำลังเติบโต และราคาหุ้นยังถูกเมื่อพิจารณาจากหลายมุมมองด้านมูลค่า นอกจากมูลค่า SOTP ข้างต้นแล้ว เรายังมองว่า ROJNA มีมูลค่าไม่แพงเมื่อพิจารณาที่ PE ด้วยซื้อขายที่เพียง 5/8 เท่า ในปี 2025-26F รวมถึง P/BV เพียง 0.5 เท่า ในปี 2025F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	19,687	17,939	13,411	12,555
Net profit	3,854	1,071	1,205	1,075
Consensus NP	—	703	1,098	1,741
Diff frm cons (%)	—	52.3	9.7	(38.2)
Norm profit	1,960	2,131	1,205	1,075
Prev. Norm profit	—	431	377	317
Chg frm prev (%)	—	394.4	219.3	239.4
Norm EPS (Bt)	1.0	1.1	0.6	0.5
Norm EPS grw (%)	(11.6)	8.7	(43.5)	(10.8)
Norm PE (x)	4.9	4.5	8.0	9.0
EV/EBITDA (x)	4.4	4.3	4.5	4.3
P/BV (x)	0.5	0.5	0.4	0.4
Div yield (%)	10.5	2.8	3.1	2.8
ROE (%)	10.5	10.4	5.7	4.9
Net D/E (%)	52.0	53.0	33.3	24.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Jul-25 (Bt)	4.78
Market Cap (US\$ m)	297.3
Listed Shares (m shares)	2,020.5
Free Float (%)	31.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	7.50/4.14
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Vinichbutr Family 35.8%

ESG Summary Report P32

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Key Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
IE land presales (rai)					
New	2,110	1,050	1,000	700	700
Old			500	500	500
Change (%)			100	40	40
IE land revenue (Bt m)					
New	5,483	7,093	7,147	4,342	3,628
Old			2,191	2,388	2,512
Change (%)			226.2	81.8	44.5
IE land gross margin (%)					
New	47.1	41.2	45.0	46.0	46.0
Old			38.0	35.0	35.0
Change (ppt)			7.0	11.0	11.0
Normalized profit (Bt m)					
New	2,218	1,960	2,131	1,205	1,075
Old			431	377	317
Change (%)			394.4	219.3	239.4

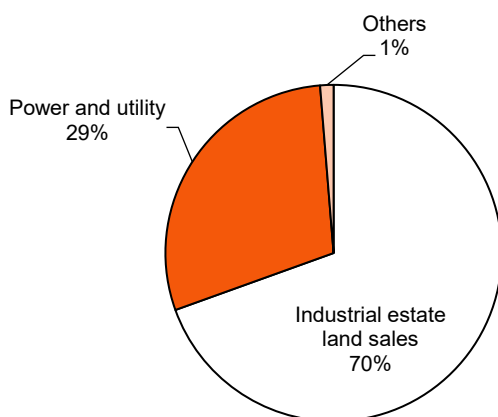
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: SOTP-derived NAV-based TP

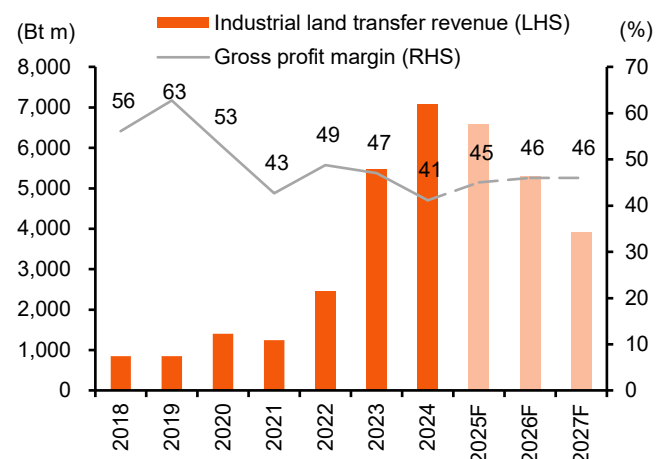
	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	SOTP (%)
Landbank and utilities	10,977	5.4	63
Investment 0.77%-stake in GULF	6,327	3.1	37
Total equity value	17,304	8.6	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We apply a 30% discount to the market value of developed land, and value raw land at cost.

Ex 3: 2025F EBIT Contribution

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: IE Land Transfer Revenue And Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สวณอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) หรือ ROJNA เป็นบริษัทผู้พัฒนาอุตสาหกรรมชั้นนำของประเทศไทย โดยครองอันดับที่ 3 ในแง่ของส่วนแบ่งตลาดการขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม ROJNA บริหารสวนอุตสาหกรรม 8 แห่ง ในพื้นที่ ECC ของจังหวัดอยุธยา และปราจีนบุรี บริษัทฯ ยังมีธุรกิจไฟฟ้า (ถือหุ้น 75%) และธุรกิจน้ำ (ถือหุ้น 90%) อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ด้วยมีธุรกิจที่หลากหลายกระจายความเสี่ยง – ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมขายที่ดินในนิคม และธุรกิจขายสาธารณูปโภค (ไฟฟ้าและน้ำ)
- มีที่ดินในแหล่งที่สำคัญในมือ

O — Opportunity

- การขายที่ดินรอบใหม่ขับเคลื่อนโดยความจำเป็นในการกระจายความเสี่ยงเนื่องจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายของจีน
- การกระจายการลงทุนไปสู่ธุรกิจที่สร้างรายได้ประจำ เช่น ธุรกิจให้เช่าสาธารณูปโภค และไฟฟ้า

CONSENSUS COMPARISON

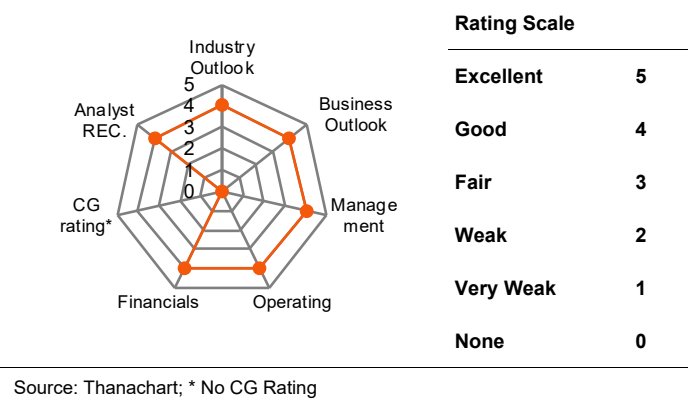
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.00	5.80	16%
Net profit 25F (Bt m)	703	1,071	52%
Net profit 26F (Bt m)	1,098	1,205	10%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรในปี 2025-26F ของเราสูงกว่าของตลาดมาก ซึ่งเป็นเพราะเรามองบวกมากกว่าต่อ FDI ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เป็นบริษัทที่มีหนี้สินต่อทุนสุทธิสูง

T — Threat

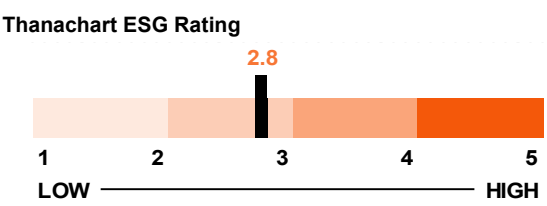
- ต้นทุนที่ดินและการพัฒนาที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากความต้องการลงทุนย้ายมาทางตะวันออก และค่าจ้างแรงงานที่สูงขึ้น
- ความเสี่ยงจากภาษีสหรัฐฯ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากยอดขายที่ดินและอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าที่เราคาดไว้ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ROJNA เป็นผู้พัฒนาและจำหน่ายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม โดยมีรายได้จากการขายที่ดิน การจัดการน้ำ และการขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าในพื้นที่นิคมฯ เราให้คะแนน ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล) ในระดับปานกลางที่ 2.8 เพื่อสะท้อนถึงการปฏิบัติตามข้อกำหนดด้านกฎหมายและมาตรฐานพื้นฐาน ประเด็นสำคัญที่ควรปรับปรุงเพิ่มเติม ได้แก่ กลยุทธ์ด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในระยะยาว โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท และการรายงานผลกระทบทางสังคม



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ROJNA	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ ROJNA ในระดับปานกลางที่ 2.7 ซึ่งสะท้อนถึงการปฏิบัติตามมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อมในระดับพื้นฐาน - ในปี 2024 ROJNA รายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) รวมทั้งหมด (Scope 1–3) ที่ 602 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (tCO₂e) อย่างไรก็ตาม บริษัทยังไม่ได้กำหนดแผนหรือตั้งเป้าหมายอย่างเป็นทางการในการบรรลุเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero) - น้ำเสียได้รับการบำบัดตามมาตรฐาน ISO 14001 และมีการนำน้ำบางส่วนกลับมาใช้รดน้ำพื้นที่สีเขียวส่วนกลาง - ในปี 2024 ROJNA เกิดของเสียไม่เป็นอันตรายจำนวน 82,598 กิโลกรัม โดยบริษัทมีการบริหารจัดการของเสียแบบแยกประเภท รวมถึงการคัดแยกและรีไซเคิลวัสดุที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ ROJNA ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในด้านแรงงานและมาตรฐานความปลอดภัย - ROJNA ให้ความสำคัญกับหลักปฏิบัติด้านแรงงานที่เป็นธรรมและการพัฒนาบุคลากร โดยในปี 2024 บริษัทจัดการฝึกอบรมพนักงานเฉลี่ย 45 ชั่วโมงต่อคน เพิ่มขึ้นจาก 33 ชั่วโมงในปี 2023 อัตราการลาออกโดยสมัครใจอยู่ในระดับต่ำที่ 4% และพนักงานหญิงคิดเป็น 58% ของพนักงานทั้งหมด แสดงถึงความหลากหลายทางเพศในปี 2024 ไม่มีรายงานอุบัติเหตุจากการทำงาน - ด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ROJNA ได้สนับสนุนกิจกรรมชุมชนหลากหลายรูปแบบ รวมถึงโครงการด้านการศึกษา กิจกรรมทางวัฒนธรรมและศาสนา ตลอดจนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับสุขภาพ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ ROJNA ในระดับปานกลางที่ 2.8 สะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่เหมาะสมเต็มที่ และความเสี่ยงจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ แม้อัตราภาษีสุดท้ายจะถูกกำหนดในภายหลัง แต่เรามองว่ายังมีความไม่แน่นอนตลอดช่วงวาระของประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนปัจจุบัน - ประชานกรรมการบริษัทเป็นกรรมการอิสระ และองค์ประกอบของคณะกรรมการมีทักษะที่ครอบคลุมสอดคล้องกับธุรกิจหลัก อย่างไรก็ตาม มีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากทั้งหมด 9 คน (44%) ซึ่งต่ำกว่าอัตราในอุดมคติที่ 2 ใน 3 หรือประมาณ 67% กรรมการหญิงมีเพียง 2 คน (22%) และกรรมการส่วนใหญ่อยู่ในช่วงอายุ 50-80 ปี - EBIT ของ ROJNA ในปี 2025F คาดว่า 60% มาจากการขายที่ดินอุตสาหกรรม ซึ่งยังคงมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical developments)

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	19,275	19,687	17,939	13,411	12,555
Cost of sales	15,378	15,512	13,543	10,378	9,852
Gross profit	3,898	4,175	4,396	3,032	2,702
% gross margin	20.2%	21.2%	24.5%	22.6%	21.5%
Selling & administration expenses	801	967	957	901	907
Operating profit	3,097	3,208	3,439	2,131	1,795
% operating margin	16.1%	16.3%	19.2%	15.9%	14.3%
Depreciation & amortization	1,732	1,767	1,786	1,835	1,884
EBITDA	4,829	4,974	5,226	3,967	3,679
% EBITDA margin	25.1%	25.3%	29.1%	29.6%	29.3%
Non-operating income	148	241	155	155	155
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,027)	(933)	(943)	(834)	(667)
Pre-tax profit	2,218	2,516	2,651	1,452	1,283
Income tax	(39)	517	530	290	257
After-tax profit	2,258	1,999	2,121	1,162	1,026
% net margin	11.7%	10.2%	11.8%	8.7%	8.2%
Shares in affiliates' Earnings	76	103	140	140	140
Minority interests	(115)	(142)	(130)	(97)	(91)
Extraordinary items	(1,238)	1,893	(1,060)	0	0
NET PROFIT	980	3,854	1,071	1,205	1,075
Normalized profit	2,218	1,960	2,131	1,205	1,075
EPS (Bt)	0.5	1.9	0.5	0.6	0.5
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.0	1.1	0.6	0.5

*We project 1,000/700/700
rai land presales in 2025-
27F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	21,789	19,267	19,257	15,755	15,121
Cash & cash equivalent	6,348	5,086	5,000	5,000	5,000
Account receivables	1,776	1,750	1,720	1,286	1,204
Inventories	7,734	4,373	5,195	3,981	3,779
Others	5,932	8,058	7,342	5,488	5,138
Investments & loans	3,605	4,896	4,896	4,896	4,896
Net fixed assets	17,678	16,861	16,075	15,239	14,355
Other assets	4,624	6,472	6,878	6,878	6,878
Total assets	47,696	47,496	47,106	42,769	41,250
LIABILITIES:					
Current liabilities:	11,291	11,168	9,878	7,794	6,802
Account payables	1,516	786	705	540	513
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	3,965	5,852	5,983	4,508	3,822
Others current liabilities	5,810	4,530	3,189	2,747	2,467
Total LT debt	15,236	11,300	11,615	8,750	7,419
Others LT liabilities	1,234	1,822	1,847	1,440	1,364
Total liabilities	27,762	24,291	23,339	17,985	15,585
Minority interest	2,815	2,984	3,114	3,211	3,301
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Share premium	5,622	5,622	5,622	5,622	5,622
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(278)	(175)	(175)	(175)	(175)
Retained earnings	9,755	12,753	13,185	14,106	14,896
Shareholders' equity	17,119	20,221	20,653	21,573	22,363
Liabilities & equity	47,696	47,496	47,106	42,769	41,250

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,218	2,516	2,651	1,452	1,283
Tax paid	39	(517)	(530)	(290)	(257)
Depreciation & amortization	1,732	1,767	1,786	1,835	1,884
Chg In working capital	2,856	2,656	(872)	1,483	257
Chg In other CA & CL / minorities	4,396	(3,474)	(514)	1,525	190
Cash flow from operations	11,241	2,948	2,520	6,005	3,357
Capex	(911)	(950)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	31	(32)	0	0	0
ST loans & investments	423	172	1	0	0
LT loans & investments	107	(1,291)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,809)	683	(1,419)	(381)	(56)
Cash flow from investments	(3,159)	(1,418)	(2,418)	(1,381)	(1,056)
Debt financing	(5,271)	(2,040)	450	(4,340)	(2,016)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(636)	(808)	(639)	(284)	(285)
Warrants & other surplus	(53)	57	0	0	0
Cash flow from financing	(5,960)	(2,792)	(189)	(4,625)	(2,301)
Free cash flow	10,330	1,998	1,520	5,005	2,357

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	4.4	4.9	4.5	8.0	9.0
Normalized PE - at target price (x)	7.8	8.9	8.2	14.4	16.2
PE (x)	9.9	2.5	9.0	8.0	9.0
PE - at target price (x)	17.7	4.5	16.2	14.4	16.2
EV/EBITDA (x)	4.7	4.4	4.3	4.5	4.3
EV/EBITDA - at target price (x)	6.3	5.9	5.7	6.5	6.4
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	0.9	3.3	3.8	1.6	2.9
Price/sales (x)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
Dividend yield (%)	8.4	10.5	2.8	3.1	2.8
FCF Yield (%)	107.0	20.7	15.7	51.8	24.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.0	1.1	0.6	0.5
EPS	0.5	1.9	0.5	0.6	0.5
DPS	0.4	0.5	0.1	0.1	0.1
BV/share	8.5	10.0	10.2	10.7	11.1
CFO/share	5.6	1.5	1.2	3.0	1.7
FCF/share	5.1	1.0	0.8	2.5	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Inexpensive valuation

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	12.3	2.1	(8.9)	(25.2)	(6.4)
Net profit (%)	(14.0)	293.2	(72.2)	12.5	(10.8)
EPS (%)	(14.0)	293.2	(72.2)	12.5	(10.8)
Normalized profit (%)	1,028.9	(11.6)	8.7	(43.5)	(10.8)
Normalized EPS (%)	1,028.9	(11.6)	8.7	(43.5)	(10.8)
Dividend payout ratio (%)	82.5	26.2	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.2	21.2	24.5	22.6	21.5
Operating margin (%)	16.1	16.3	19.2	15.9	14.3
EBITDA margin (%)	25.1	25.3	29.1	29.6	29.3
Net margin (%)	11.7	10.2	11.8	8.7	8.2
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.7	0.7	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	3.0	3.4	3.6	2.6	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	5.3	5.5	4.8	5.5
ROA - using norm profit (%)	4.6	4.1	4.5	2.7	2.6
ROE - using norm profit (%)	13.1	10.5	10.4	5.7	4.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.3	10.7	10.4	5.5	4.7
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	16.8	17.5	20.0	17.0	15.5
- leverage (x)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
- interest burden (%)	68.4	72.9	73.8	63.5	65.8
- tax burden (%)	101.8	79.5	80.0	80.0	80.0
ROIC (%)	8.5	8.5	8.5	5.1	4.8
NOPAT (Bt m)	3,152	2,549	2,751	1,705	1,436
invested capital (Bt m)	29,973	32,287	33,251	29,831	28,605

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.20

(From: Bt 4.00)

31 JULY 2025

Upside : 14.1%

WHA Corporation Pcl (WHA TB)

ความต้องการที่ดินแข็งแกร่ง

WHA ยังคงเห็นความต้องการที่ดินที่แข็งแกร่งและราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้นในพื้นที่ EEC เราคาดว่า presales ในปี 2025F จะแข็งแกร่ง และคงคำแนะนำ “ซื้อ” เนื่องจากมองว่าได้ประโยชน์หลักจาก FDI มูลค่าหุ้นยังน่าสนใจที่ 10 เท่า 2025F PE และยังมี upside 14% จากราคาเป้าหมาย NAV ที่ 4.2 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

ความต้องการที่ดินแข็งแกร่งและราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้น

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่ม นิคมอุตสาหกรรม – “FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง” วันที่ 31 กรกฎาคม 2025 แม้ความไม่แน่นอนจากภาษีนำเข้าของสหรัฐที่มีต่อการสินค้าส่งออกของไทย ซึ่งเดิมตั้งไว้สูงถึง 36% แต่ WHA ยังคงเห็นความต้องการที่ดินที่แข็งแกร่งในไทย Presales ในเวียดนามยังอ่อนแอ แต่บริษัท หวังว่าจะดีขึ้นหลังสหรัฐฯ กำหนดภาษีนำเข้าสินค้าจากเวียดนามไว้ที่ 20% (ยกเว้น transshipment ที่ถูกเก็บที่ 40%) WHA มี presold ที่ 876 ไร่ ใน 1Q25 และเพิ่มอีก 224 ไร่ ใน 2Q25F ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในไทย โดยยังมีความต้องการซื้อที่ดินจากกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า data center และยางรถยนต์ อีกทั้งยังมีความต้องการจากภาคอื่นๆ แม้จะไม่ใช้ที่ดินซื้อที่ดินใหญ่ ราคาที่ดินใน EEC ยังคงสูงขึ้น ล่าสุด นิคม ESIE 5 ใหม่ของ WHA ในจ. ระยอง มีราคาเพิ่มขึ้นเป็น 5.5 ลบ./ไร่ จาก 4.5 ลบ./ไร่ ในนิคมเก่าในจ.ระยอง

ยอด presales มีแนวโน้มแข็งแกร่ง; อัตราค่าเช่าเข้าสู่ภาวะปกติ

สมมติว่ามาตรการเก็บภาษีของสหรัฐฯ ต่อไทยยังคงสูงกว่าประเทศคู่แข่ง เราคาดว่า presales ที่ดินอยู่ที่ 2,450 ไร่ ในปี 2025F ก่อนปรับเข้าสู่ระดับปกติที่ราว 1,600 ไร่ต่อปี ในปี 2026-27F เทียบกับ 2,717/2,565 ไร่ ในปี 2023-24 WHA มี presold แล้ว 1,100 ไร่ ใน 1H25F และเราคาดว่าที่ดิน 2 ล็อตใหญ่ รวมกัน 1000 ไร่ จากบริษัทเครื่องใช้ไฟฟ้า และผู้ผลิตยางรถยนต์ ภายใต้ MOU จะปิดได้ในปีนี้ นอกจากนี้ เรายังเห็นโอกาสเพิ่มขึ้นอีก 1,000 ไร่จาก data centers ในปี 2026F ด้วยความต้องการที่แข็งแกร่งและราคาที่ดินที่สูงขึ้น เราคาดว่าอัตราค่าเช่าเริ่มต้นของนิคมอุตสาหกรรมจะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 57% ในปี 2025F (63% ในปี 2024) ก่อนลดลงสู่ระดับ 50% ในปี 2026-27F เนื่องจากต้นทุนที่ดินที่เพิ่มสูงขึ้น

ให้มูลค่า SOTP เป้าหมายที่ 4.2 บาท/หุ้น

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย SOTP ของ WHA เล็กน้อยเป็น 4.2 บาทต่อหุ้น (จาก 4.0 บาท) เนื่องจากแนวโน้ม presales ที่ดินที่แข็งแกร่ง เราจึงประเมินมูลค่าที่ดินของบริษัท โดยใช้ส่วนลด 30% จากราคาตลาดของที่ดินพัฒนาแล้ว และประเมินมูลค่าที่ดินเปล่าที่ราคาต้นทุน ก่อนหน้านี้ เราได้ใช้ส่วนลด 20% สำหรับที่ดินเปล่า แต่ปัจจุบันเชื่อว่าสมมติฐานดังกล่าวเป็นระดับที่ระมัดระวังเกินไป เนื่องจากราคาที่ดินยังคงปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม WHA ไม่ใช่เพียงนิคมอุตสาหกรรมที่เน้นขายที่ดินเท่านั้น ยังมีธุรกิจสาธารณูปโภค และธุรกิจขายและให้เช่าโกดังสินค้า, โลจิสติกส์ และการลงทุนใน REIT ด้วย ดูรายละเอียดมูลค่า SOTP ของเราได้ใน Exhibit 1

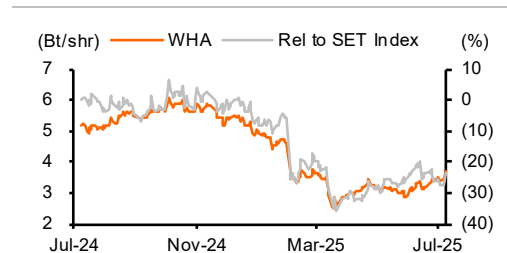
คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” WHA เพราะมองว่าเป็นหุ้นสำคัญที่ได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) รอบใหม่ของประเทศไทย บริษัทฯ สามารถจับโอกาสจากการไหลเข้าของ FDI ที่เพิ่มขึ้นได้อย่างดีเยี่ยม เรายังคงมองว่ามูลค่าหุ้นของ WHA ไม่แพง โดยซื้อขายที่ PE ที่เพียง 10 เท่า ในปี 2025F และยังมี upside 14% จากราคาเป้าหมายของเร

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	11,335	16,461	15,755	14,601
Net profit	4,359	5,274	4,693	4,278
Consensus NP	—	5,058	4,769	4,755
Diff frm cons (%)	—	4.3	(1.6)	(10.0)
Norm profit	4,511	5,274	4,693	4,278
Prev. Norm profit	—	5,230	4,592	4,170
Chg frm prev (%)	—	0.8	2.2	2.6
Norm EPS (Bt)	0.3	0.4	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	2.1	16.9	(11.0)	(8.8)
Norm PE (x)	12.2	10.4	11.7	12.9
EV/EBITDA (x)	18.8	13.9	15.8	17.3
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.4
Div yield (%)	5.2	5.8	5.1	4.7
ROE (%)	13.2	14.7	12.4	10.8
Net D/E (%)	104.9	92.4	80.5	76.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Jul-25 (Bt)	3.68
Market Cap (US\$ m)	1,693.4
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	67.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.1
12M Price H/L (Bt)	6.10/2.46
Sector	Industrial Estate
Miss Jareeporn Jarukornsakul	
Major Shareholder	23.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P40

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

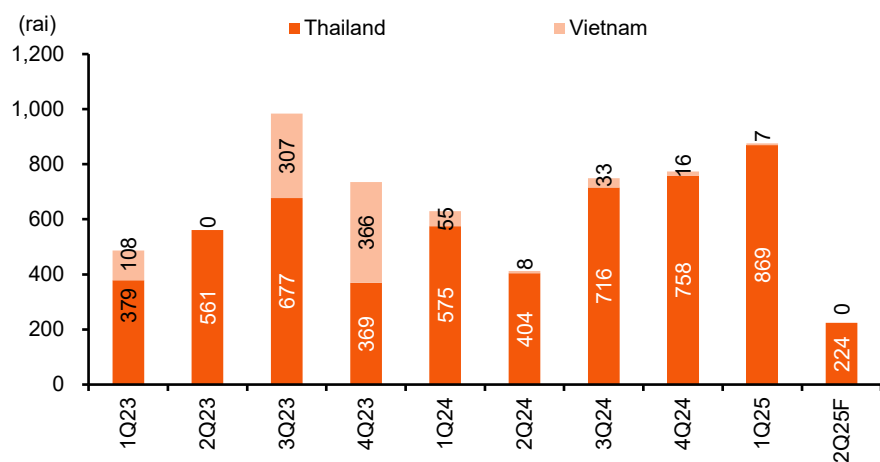
Ex 1: DCF/NAV-derived SOTP-based TP of Bt4.20

	Thailand landbank							
	All land at cost	Developed land (30% disc. to market), raw land (at cost)	Utilities	Rental warehouses & factories	Vietnam landbank	REITs & stocks*	Others**	Target price
Equity value (Bt/share)	(1.6)	(0.6)	2.0	1.7	0.1	0.7	0.3	0.7
Equity value (Bt m)	(23,226)	(9,465)	29,486	25,393	1,910	10,909	4,585	10,909

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *WHA holds 15-23% in REITs and property fund, namely WHAIR, WHART, HPF, WHABT

**Includes WHA's green logistics platform, Mobilix

Ex 2: 1H25F Presales Are At 1,100 rai

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Thai Estates' IE Presales By Market

	Overall portfolio	2023-1Q25
China	27%	68%
Japan	20%	2%
Thailand	18%	2%
US	13%	19%
Europe	10%	1%
Taiwan	6%	3%
Others	6%	5%

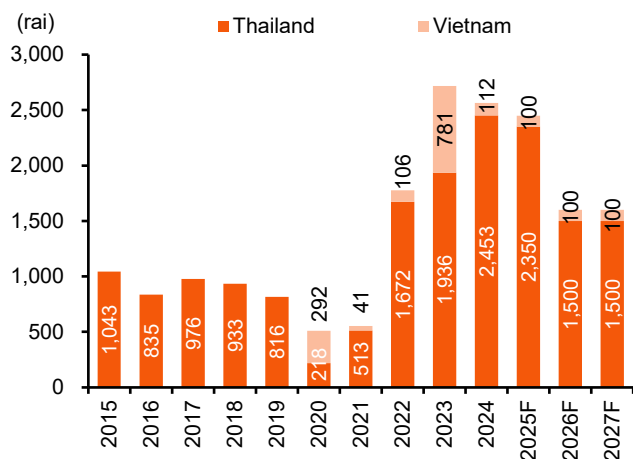
Source: Company data

Ex 4: Thai Estates' IE Presales By Sector

	Overall portfolio	2023-1Q25
Auto	43%	26%
Consumer	15%	35%
Electronics & electrical appliances	9%	11%
Steel & metal	9%	1%
Digital & technology	11%	18%
Chemical & petrochemical	2%	0%
Logistics	2%	0%
Others	9%	9%

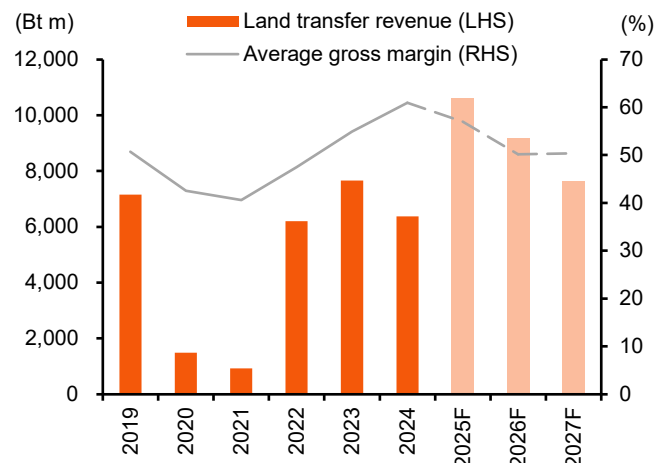
Source: Company data

Ex 5: Land Presales



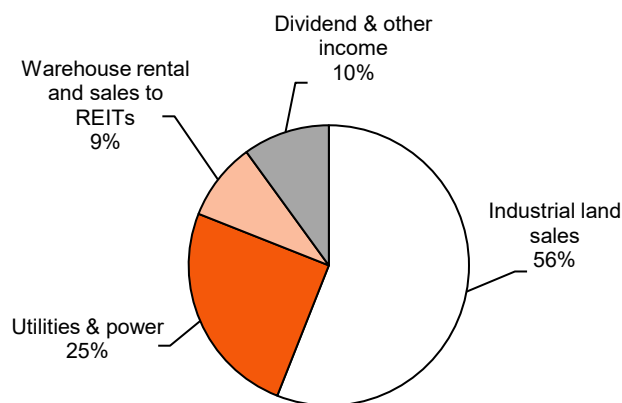
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: IE Revenue And Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 2025F EBIT And Equity Income Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA) ดำเนินธุรกิจพัฒนา logistics facilities ให้เช่า บริษัทฯ พัฒนาโครงการตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็น ผู้ผลิต, ผู้ประกอบการค้าปลีก และ ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ นอกจากนี้ WHA ยังเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน WHA ถือหุ้น 15-23% ใน REITs และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (WHART WHAIR WHABT และ HPF) WHART และ WHAIR จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับ WHA ผ่านการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

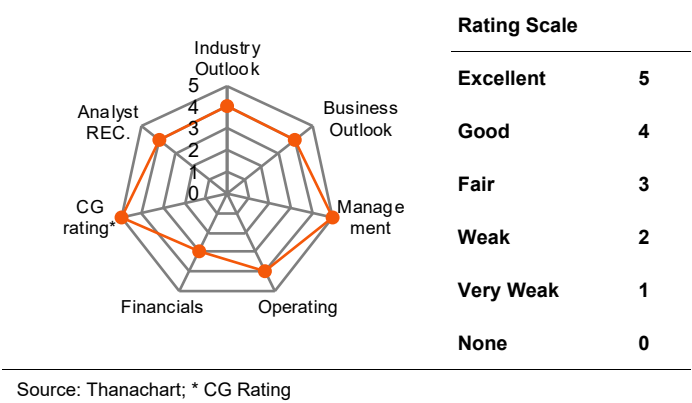
S — Strength

- มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญสูงในธุรกิจพัฒนาศูนย์ โลจิสติกส์ และสร้างคลังสินค้าประเภท Built-to-Suit
- กลุ่มลูกค้าที่มีคุณภาพสูง และ WHA มีชื่อเสียงในหมู่บริษัทข้ามชาติและบริษัทชั้นนำของไทย
- คลังสินค้าในปัจจุบัน และที่ดินเพื่อการพัฒนาโครงการในอนาคต ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่ดี และไม่มีประวัติน้ำท่วม

O — Opportunity

- การขายที่ดินรอบใหม่ขับเคลื่อนโดยความจำเป็นในการกระจายความเสี่ยงเนื่องจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายของจีน
- แนวโน้มการขยายตัวของสังคมเมือง และกลุ่มค้าปลีก
- แนวโน้มการ outsourcing คลังสินค้าที่เติบโต

COMPANY RATING



W — Weakness

- ธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าต้องใช้เงินทุนสูง และมีระยะเวลาดึงทุนนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ใหญ่ เช่น ROJNA FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง
- เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.07	4.20	3%
Net profit 25F (Bt m)	5,058	5,274	4%
Net profit 26F (Bt m)	4,769	4,693	-2%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2025-26F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงของตลาด

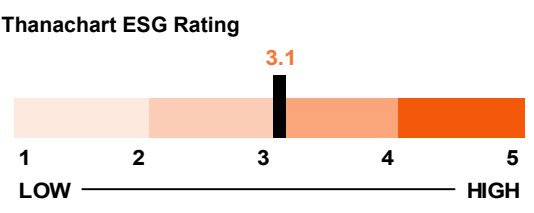
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศอ่อนแอกว่าคาด อาจส่งผลต่อประมาณการยอดขายที่ดินนิคมฯ ของเรา
- หากบริษัทโอนที่ดินนิคมฯ น้อยกว่าที่เราคาด จะส่งผลต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากทรัพย์สินที่รอการขายให้ลูกค้าและ REITs มีมูลค่าต่ำกว่าที่คาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศหยุดชะงัก ผู้เช่าอาจยกเลิกหรือไม่ต่ออายุสัญญาเช่า จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากแรงจูงใจในการลงทุนใหม่ไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนได้ เราจะเห็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนจากการขายที่ดินระยะยาวของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ธุรกิจของ WHA ครอบคลุมการขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม การบริหารคลังสินค้า ไฟฟ้า และสาธารณูปโภคฯ นอกจากนี้ยังได้ขยายธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมไปยังเวียดนามอีกด้วย WHA ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG (สิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล) อย่างมาก โดยมีแผนและเป้าหมายที่ชัดเจน เราให้คะแนน ESG ที่ดีที่ 3.1 โดยให้คะแนนสูงสุดในด้านสิ่งแวดล้อม (E) ตามด้วยสังคม (S) และการกำกับดูแล (G).



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
WHA	YES	AAA	-	A	55.29	67.48	85.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ดีที่ 3.4 แก่ WHA เพื่อสะท้อนถึงความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในประเด็นนี้ และแผนงานและเป้าหมายที่ชัดเจนของบริษัท - WHA ได้บรรลุการเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality) แล้ว ในปี 2024 WHA ปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับ Scope 1 & 2 รวม 21,856 ตัน CO2e (+14% y-y) โดยมีการผลิตไฟฟ้าจากแผงโซลาร์เซลล์บนหลังคาที่ช่วยลด CO2e ได้ถึง 61,808 ตัน WHA ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero emissions) ภายในปี 2025 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับ Scope 1 & 2 ลง 42% ภายในปี 2030 และ 90% ภายในปี 2050 และลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซในระดับ Scope 3 สำหรับการลงทุนลง 74% ภายในปี 2030 และ 90% ภายในปี 2050 จากปีฐาน 2021 - WHA มุ่งมั่นในการพัฒนากระบวนการจัดการขยะที่สอดคล้องกับนโยบายต่างๆ เช่น การประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA). - WHA มีโครงการการคืนสภาพน้ำและตั้งเป้าหมายลดการใช้น้ำธรรมชาติลง 21 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปีภายในปี 2027 และ 25 ล้านลบ.ม. ภายในปี 2029 WHA มุ่งมั่นที่จะไม่ให้เกิดการตัดไม้ทำลายป่า (zero deforestation) ภายในปี 2030 และตั้งเป้าที่จะมีผลกระทบบวกสุทธิต่อความหลากหลายทางชีวภาพภายในปี 2050
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนน S โดยเฉลี่ยที่ 3.0 แก่ WHA - WHA ให้ความสำคัญกับการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรมและการพัฒนาพนักงาน โดยมีการฝึกอบรมพนักงานเฉลี่ย 45 ชั่วโมง/คน ในปี 2024 เพิ่มขึ้นจาก 33 ชั่วโมงในปี 2023 อัตราการลาออกโดยสมัครใจอยู่ที่ 4% ซึ่งถือว่าต่ำมาก ผู้หญิงมีสัดส่วนสูงถึง 58% ของพนักงานทั้งหมดในปี 2024 - WHA ยึดมั่นในพระราชบัญญัติความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม พ.ศ. ๒๕๕๔ และมาตรฐานความปลอดภัยระดับสากล อย่างเคร่งครัด ไม่มีการณีอุบัติเหตุเสียชีวิตในปี 2021-24 - WHA มีส่วนร่วมในการสนับสนุนและช่วยเหลือผู้ด้อยโอกาสในสังคม โดยเฉพาะในด้านการศึกษา สุขภาพ สิ่งแวดล้อมที่ยั่งยืน และเศรษฐกิจหมุนเวียน.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามอบคะแนน G โดยเฉลี่ยที่ 3.0 ให้กับ WHA ซึ่งมีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม แต่คะแนนนี้ถูกดึงลงจากความเสี่ยงทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้นจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ - ประธานคณะกรรมการของ WHA เป็นกรรมการอิสระ และกรรมการ 9 ใน 12 คน (75%) เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งสูงกว่าค่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรจะเป็น 2/3 นอกจากนี้ยังมีกรรมการหญิง 4 คน คิดเป็น 33% ของกรรมการทั้งหมด แม้ว่าทักษะของคณะกรรมการจะหลากหลายและครอบคลุมพื้นที่สำคัญ เช่น การพัฒนาธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์ วิศวกรรม การบริหารทั่วไป การบัญชี การกำกับดูแลกิจการ ความยั่งยืน และเทคโนโลยีสารสนเทศ แต่สมาชิกในคณะกรรมการส่วนใหญ่จะอยู่ในช่วงอายุ 50-70 ปี - เราชื่นชมความพยายามของ WHA ในการขยายธุรกิจสู่การเช่ารถบรรทุกไฟฟ้า (EV) ที่มีรายได้ประจำให้กับลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรม แม้ว่ายังไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่มีนัยสำคัญได้ในขณะนี้

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	14,875	11,335	16,461	15,755	14,601
Cost of sales	7,967	5,215	8,232	8,563	7,962
Gross profit	6,908	6,120	8,228	7,192	6,639
% gross margin	46.4%	54.0%	50.0%	45.7%	45.5%
Selling & administration expenses	2,105	1,970	2,510	2,518	2,521
Operating profit	4,803	4,150	5,718	4,675	4,117
% operating margin	32.3%	36.6%	34.7%	29.7%	28.2%
Depreciation & amortization	709	915	994	1,043	1,084
EBITDA	5,513	5,065	6,712	5,718	5,201
% EBITDA margin	37.1%	44.7%	40.8%	36.3%	35.6%
Non-operating income	806	1,438	917	913	855
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,235)	(1,378)	(1,363)	(1,311)	(1,337)
Pre-tax profit	4,374	4,210	5,273	4,277	3,635
Income tax	659	977	844	684	582
After-tax profit	3,716	3,232	4,429	3,593	3,054
% net margin	25.0%	28.5%	26.9%	22.8%	20.9%
Shares in affiliates' Earnings	1,277	1,721	1,487	1,714	1,794
Minority interests	(575)	(442)	(642)	(615)	(570)
Extraordinary items	8	(152)	0	0	0
NET PROFIT	4,426	4,359	5,274	4,693	4,278
Normalized profit	4,418	4,511	5,274	4,693	4,278
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3

We expect +17/-11/-9%
EPS growth in 2025-27F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	19,295	26,543	26,710	26,003	26,289
Cash & cash equivalent	6,450	8,176	8,000	8,000	8,000
Account receivables	686	827	1,218	1,165	1,080
Inventories	11,310	16,346	16,054	15,434	15,865
Others	848	1,194	1,439	1,403	1,344
Investments & loans	26,184	26,504	26,826	27,253	27,647
Net fixed assets	20,889	23,808	25,162	24,984	25,700
Other assets	23,858	24,686	25,225	24,945	24,483
Total assets	90,225	101,541	103,923	103,184	104,119
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,096	17,669	18,444	18,079	17,440
Account payables	3,637	5,871	6,766	7,038	6,544
Bank overdraft & ST loans	3,445	900	1,852	1,728	1,725
Current LT debt	7,515	10,087	8,888	8,294	8,280
Others current liabilities	499	812	938	1,019	891
Total LT debt	30,407	37,573	35,552	33,178	33,119
Others LT liabilities	7,400	7,788	8,508	8,189	7,666
Total liabilities	52,903	63,030	62,503	59,446	58,225
Minority interest	3,835	3,679	4,322	4,936	5,506
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
Share premium	15,266	15,266	15,266	15,266	15,266
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,537	2,270	2,270	2,270	2,270
Retained earnings	14,189	15,800	18,067	19,770	21,357
Shareholders' equity	33,487	34,832	37,099	38,801	40,388
Liabilities & equity	90,225	101,541	103,923	103,184	104,119

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	4,374	4,210	5,273	4,277	3,635
Tax paid	(484)	(695)	(846)	(588)	(685)
Depreciation & amortization	709	915	994	1,043	1,084
Chg In working capital	146	(2,942)	797	943	(839)
Chg In other CA & CL / minorities	498	899	900	1,298	1,382
Cash flow from operations	5,244	2,386	7,118	6,974	4,578
Capex	(2,742)	(3,823)	(2,280)	(793)	(1,726)
Right of use	628	(750)	(60)	(60)	(60)
ST loans & investments	42	(391)	17	0	0
LT loans & investments	(3,230)	(320)	(323)	(427)	(394)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,538	612	627	388	369
Cash flow from investments	(3,764)	(4,672)	(2,019)	(893)	(1,811)
Debt financing	809	7,027	(2,269)	(3,091)	(76)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,801)	(3,280)	(3,007)	(2,990)	(2,691)
Warrants & other surplus	(187)	265	0	0	0
Cash flow from financing	(2,179)	4,012	(5,276)	(6,081)	(2,767)
Free cash flow	2,503	(1,437)	4,838	6,180	2,852

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.4	12.2	10.4	11.7	12.9
Normalized PE - at target price (x)	14.2	13.9	11.9	13.4	14.7
PE (x)	12.4	12.6	10.4	11.7	12.9
PE - at target price (x)	14.2	14.4	11.9	13.4	14.7
EV/EBITDA (x)	16.3	18.8	13.9	15.8	17.3
EV/EBITDA - at target price (x)	17.7	20.4	15.1	17.1	18.8
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
P/CFO (x)	10.5	23.1	7.7	7.9	12.0
Price/sales (x)	3.7	4.9	3.3	3.5	3.8
Dividend yield (%)	5.0	5.2	5.8	5.1	4.7
FCF Yield (%)	4.6	(2.6)	8.8	11.2	5.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EPS	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
BV/share	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7
CFO/share	0.4	0.2	0.5	0.5	0.3
FCF/share	0.2	(0.1)	0.3	0.4	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Trading at around P/BV of
-1STD its 10-year historical
average

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	8.3	(23.8)	45.2	(4.3)	(7.3)
Net profit (%)	9.4	(1.5)	21.0	(11.0)	(8.8)
EPS (%)	9.4	(1.5)	21.0	(11.0)	(8.8)
Normalized profit (%)	18.7	2.1	16.9	(11.0)	(8.8)
Normalized EPS (%)	18.7	2.1	16.9	(11.0)	(8.8)
Dividend payout ratio (%)	62.1	65.4	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	46.4	54.0	50.0	45.7	45.5
Operating margin (%)	32.3	36.6	34.7	29.7	28.2
EBITDA margin (%)	37.1	44.7	40.8	36.3	35.6
Net margin (%)	25.0	28.5	26.9	22.8	20.9
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	3.9	3.0	4.2	3.6	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.5	3.7	4.9	4.4	3.9
ROA - using norm profit (%)	5.0	4.7	5.1	4.5	4.1
ROE - using norm profit (%)	13.5	13.2	14.7	12.4	10.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.3	9.5	12.3	9.5	7.7
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	37.7	49.3	40.3	35.5	34.1
- leverage (x)	2.7	2.8	2.9	2.7	2.6
- interest burden (%)	78.0	75.3	79.5	76.5	73.1
- tax burden (%)	84.9	76.8	84.0	84.0	84.0
WACC (%)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
ROIC (%)	6.2	4.7	6.4	5.2	4.7
NOPAT (Bt m)	4,080	3,187	4,803	3,927	3,459
invested capital (Bt m)	68,404	75,216	75,390	74,002	75,512

Sources: Company data, Thanachart estimates

Manageable net D/E of
0.9x, on our 2025F
estimate

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถุภโศก, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทวิวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สทาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th