BUY (Unchanged) | **TP: Bt 27.00** (Unchanged)

Company Update | **Upside : 67.7%** | **8 OCTOBER 2025**

Small Cap Research

Amata Corporation Pcl (AMATA TB)

เริ่มมีการโอน Backlog

RATA LIMSUTHIWANPOOM
662-779-9119
rata.lim@thanachartsec.co.th

เราคาดว่าความกังวลของตลาดต่อการโอน backlog ที่ช้าของ AMATA จะลดลงจากการบันทึกรายได้ที่แข็งแกร่งใน 3Q25F ด้วยมี backlog ขนาดใหญ่ที่ 2.5 หมื่นลบ. ณ 2Q25 เราคาดว่าการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง 24/25% ใน 2H25-2026F และยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" AMATA

เริ่มโอน backlog

ยอด presales ที่แข็งแกร่งของ AMATA ที่ราว 2,000-3,000 ไร่ต่อปี ในปี 2023-24 ยังไม่ได้สะท้อนในผลการดำเนินงานอย่างเต็มที่ เนื่องจากการโอนที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมชลบุรี 1 และชลบุรี 2 ที่ช้า ทำให้ backlog ของ AMATA เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดที่ 2.5 หมื่นลบ. ใน 2Q25 โดยมีการโอนที่ดินล็อตใหญ่ใน 3Q25F ซึ่งเป็นที่ดินขนาด 400 ไร่ที่ขายให้กับ Hisense (ผู้ผลิตเครื่องใช้ไฟฟ้าจีน) ในชลบุรี 2 เราคาดว่า AMATA จะมีกำไร 900 ลบ. ใน 3Q25F เพิ่มขึ้น 20% y-y และ 190% q-q ด้วยแรงผลักดันต่อเนื่องไปยังไตรมาสหน้า เราจึงคาดว่า AMATA จะมีกำไร 2.1 พันลบ. ใน 2H25F เพิ่มขึ้น 23% y-y และ 180% h-h นอกจากนี้เรายังปรับกำไรขึ้นเล็กน้อย 1-3% ในปี 2025-27F สะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นของนิคมอุตสาหกรรมชลบุรี 2 ที่ดีกว่าคาดที่ 50% เทียบกับคาดการณ์เดิมที่ 47%

Backlog คุณภาพสูง

Backlog ของ AMATA ถือว่ามีคุณภาพสูง จากประมาณการของเรา พบว่าประมาณ 35-40% ของ backlog มาจากนิคมอุตสาหกรรมชลบุรี 1 ซึ่งมีอัตรากำไรสูง ขณะที่นิคมชลบุรี 2 คิดเป็นอีกราว 35-40% และที่เหลือมาจากนิคมในจังหวัดระยอง 2 แห่ง เนื่องจากชลบุรี 1 ตั้งอยู่ในทำเลที่โดดเด่น ราคาขายจึงสูงกว่านิคมอื่นถึง 2 เท่า และสามารถทำกำไรได้มากกว่า โดยชลบุรี 1 มีราคาขายอยู่ที่ราว 12-14 ลบ. ต่อไร่ และมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 60-70% ขณะที่นิคมอื่นรวมถึงชลบุรี 2 มีราคาขายอยู่ที่ 6-7 ลบ. ต่อไร่ และมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ 45-55%

Presales ชะลอตัวใน 3Q25

ยอด presales ใน 3Q25F คาดว่าจะชะลอตัว ตามข้อมูลจาก AMATA ลูกค้าชาวจีนกำลังรอการแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับมาตรการเก็บภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าจะสรุปใน 4Q25 อย่างไรก็ตาม เราสงสัยว่าปัญหาอาจเกี่ยวกับความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราสุดท้ายของเกณฑ์การคำนวณสัดส่วนมูลค่าการผลิตในภูมิภาค (regional content value) สำหรับสินค้าที่จะไม่ถูกจัดให้เป็นสินค้าถ่ายลำ (transshipment products) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงนี้ เราจึงให้สมมติฐาน presales ที่ระมัดระวังที่ 1,600 ไร่ ในปีนี้ AMATA มียอด presold ไปแล้ว 748 ไร่ ใน 1H25 และ 4Q ปกติเป็นช่วงไฮซีซั่น อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่าไทยยังคงอยู่ที่ FDI เฟื่องฟู และมองว่าคาดการณ์ presales ที่ 1,600/1,400/1,400 ไร่ ในปี 2026-28F เป็นระดับที่เป็นไปได้

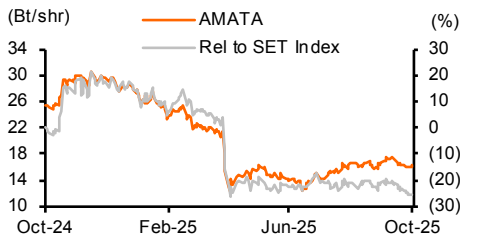
เป็นหุ้นที่ถูกมาก แนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” AMATA ด้วยใหม่มูลค่า SOTP NAV ปี 2026F ที่ 27 บาท ราคาหุ้นในปัจจุบันสะท้อนเพียงมูลค่าที่ดินในไทยเท่านั้น ซึ่งหมายความว่าไม่มีการให้มูลค่าใดๆ กับธุรกิจอื่นๆ ทั้งที่ธุรกิจอื่นเหล่านี้มีสัดส่วนถึง 40% ของ EBITDA ในปี 2025F นอกจากนี้ ธุรกิจอื่นๆ ยังคิดเป็น 30% ของราคาเป้าหมาย SOTP ที่ 27 บาท/หุ้น ราคาปัจจุบันที่ 0.7 เท่า P/BV สะท้อนการขายที่ดินในปริมาณที่ต่ำอย่างไม่สมเหตุสมผล เพียงแค่ 225 ไร่ต่อปี ขณะที่ราคาเป้าหมายของเราที่ 27 บาท สะท้อน P/BV ที่ 1.1 เท่าในปี 2026F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	14,724	14,626	16,941	15,211
Net profit	2,483	3,241	4,058	3,633
Consensus NP	—	2,974	3,246	3,481
Diff frm cons (%)	—	*9.0*	*25.0*	*4.4*
Norm profit	2,529	3,241	4,058	3,633
Prev. Norm profit	—	3,146	3,985	3,588
Chg frm prev (%)	—	*3.0*	*1.8*	*1.2*
Norm EPS (Bt)	2.2	2.8	3.5	3.2
Norm EPS grw (%)	29.3	28.2	25.2	(10.5)
Norm PE (x)	7.3	5.7	4.6	5.1
EV/EBITDA (x)	7.6	6.2	5.3	5.0
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.6
Div yield (%)	5.0	5.3	6.6	5.9
ROE (%)	11.9	14.0	15.8	12.8
Net D/E (%)	41.4	47.6	46.9	28.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 8-Oct-25 (Bt)	16.10
Market Cap (US$ m)	569.3
Listed Shares (m shares)	1,150.0
Free Float (%)	72.1
Avg Daily Turnover (US$ m)	8.5
12M Price H/L (Bt)	30.50/12.20
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Mr. Vikrom Kromadit 26.2%

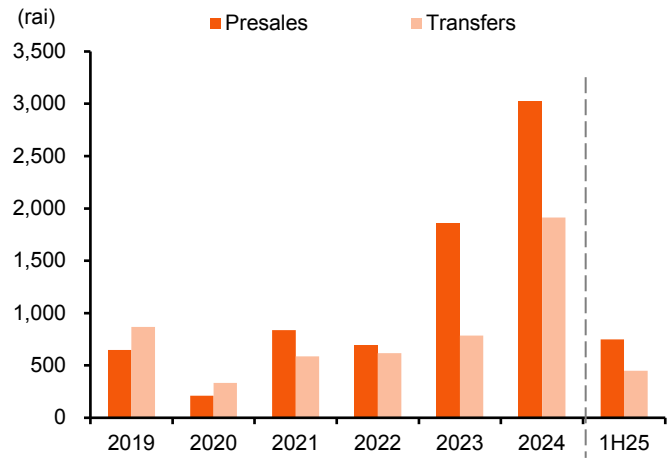
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

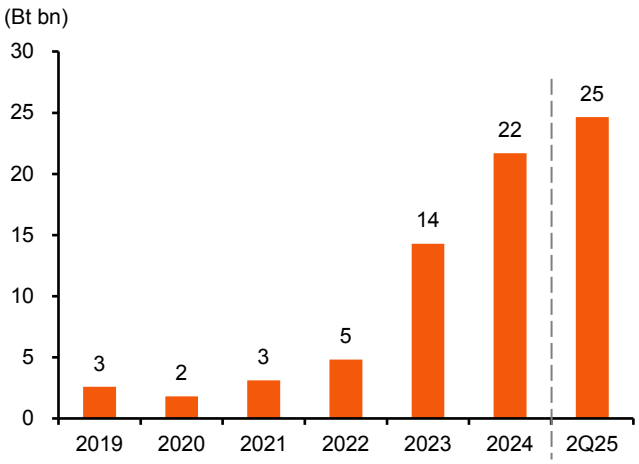
Thanachart Securities

Ex 1: Strong Presales But Slow Transfers



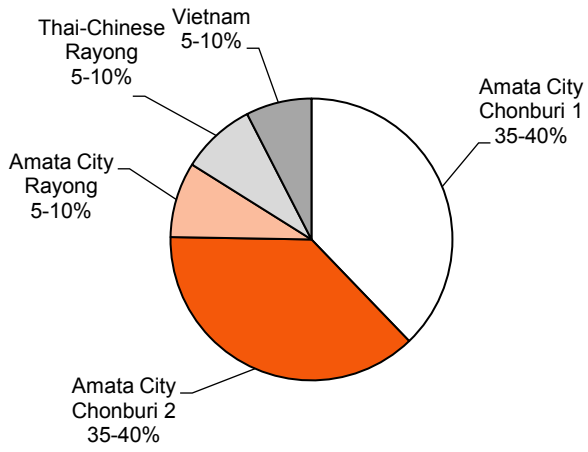
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Backlog Built Up To A Record Bt25bn In 2Q25



Sources: Company data, Thanachart estimates

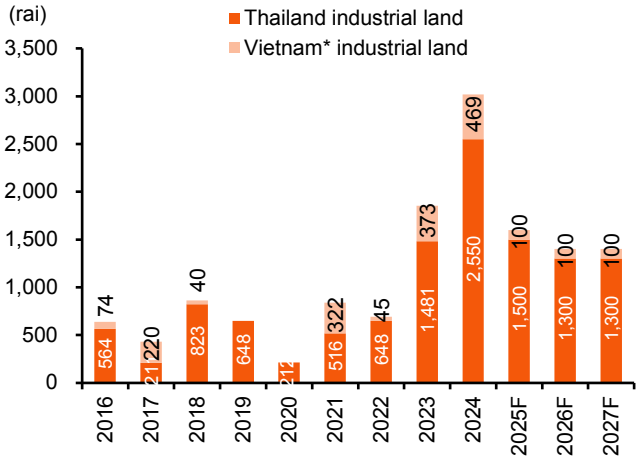
Ex 3: Backlog Value Breakdown As Of End-2Q25



Source: Thanachart estimates

Note: Chonburi 1 IE sells at ~Bt12m-14m/rai with a GPM of 60-70%, while other estates, including Chonburi 2, are priced at Bt6m-7m/rai with a GPM of 45-55%

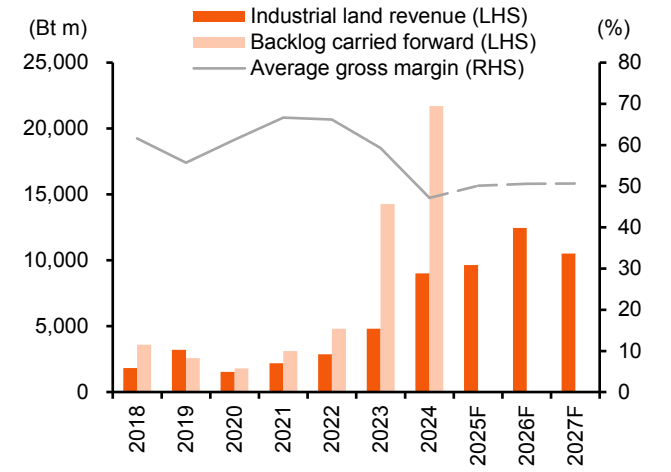
Ex 4: Land Presales Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

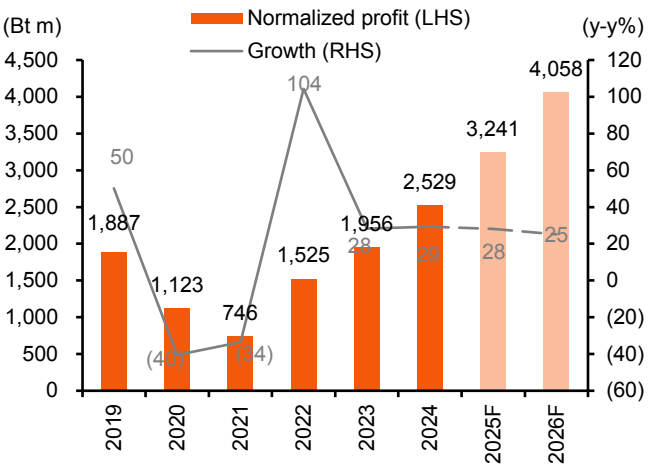
Note: *Vietnam is via a 73% stake in AMATA VN

Ex 5: Land Revenue Supported By Backlog Transfers



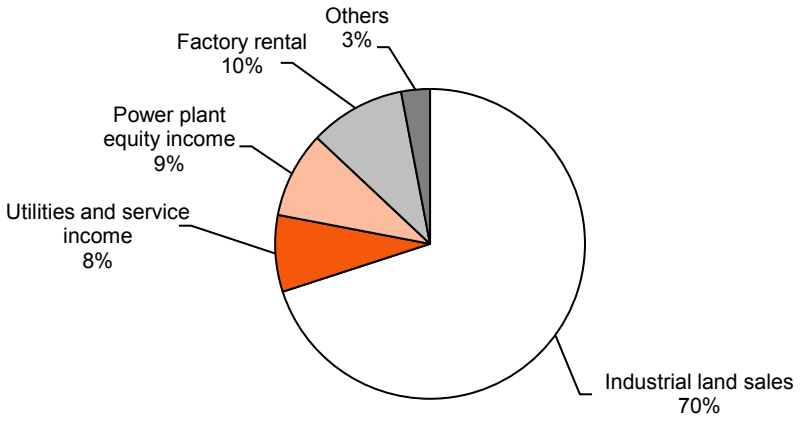
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: We Estimate 28/25% Earnings Growth In 2025-26F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 2026F EBIT And Equity Income Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: NAV-derived SOTP-based TP of Bt27.0/share

	Equity Value (Bt m)	Value/ Share (Bt)	Sum of The Parts (%)
Thailand industrial land bank value*	19,705	17.1	64
Factory rentals (book value)	4,057	3.5	13
Utilities and power (DCF)	5,316	4.7	17
REIT investment (DDM)	475	0.4	1
Vietnam industrial land bank value	1,471	1.3	5
Total equity value	**31,024**	**27.0**	**100.0**

Sources: Thanachart estimates

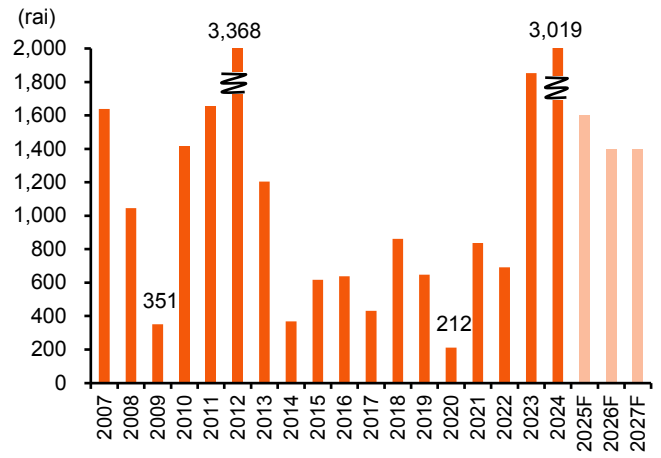
Note:* We assign an average 30% discount to the price of developed land, while raw land is valued at cost. We also deduct the company's total consolidated net debt here.

Ex 9: P/BV Sensitivity Against Annual Land Sales

Annual land sales (rai)	P/BV (x)	Implied share price (Bt/share)
225	0.70	17
500	1.03	24
1,000	1.32	31
1,500	1.44	34
2,000	1.49	35
3,000	1.52	36

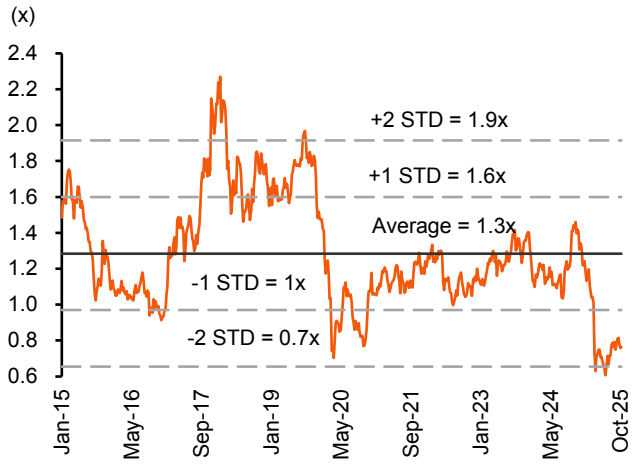
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: AMATA's Land Presales



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Trading At COVID-crisis P/BV Level



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		—— PE ——		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
Name	**BBG code**	**Country**	**25F**	**26F**	**25F**	**26F**	**25F**	**26F**	**25F**	**26F**	**25F**	**26F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	4.4	7.6	10.9	2.1	10.2	11.6	11.7	11.0	3.9	4.1
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	(34.3)	7.5	7.4	6.9	0.5	0.5	6.4	6.3	1.7	1.3
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	10.5	1.7	7.2	7.1	0.7	0.7	4.3	4.4	2.9	3.1
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	(97.7)	61.8	15.4	9.6	0.2	0.2	8.9	7.4	na	na
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	12.2	5.6	7.6	7.2	0.8	0.7	5.2	4.9	3.2	3.6
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	(26.3)	(8.7)	6.6	7.2	0.6	0.5	6.0	5.9	1.8	2.0
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	32.2	59.9	31.0	19.4	1.7	1.6	10.2	8.0	0.3	0.5
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	28.2	25.2	5.7	4.6	0.8	0.7	6.2	5.3	5.3	6.6
Pinthong Industrial Park *	PIN TB	Thailand	(46.0)	(5.6)	5.4	5.7	1.0	0.9	7.5	8.0	3.7	3.5
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)	10.1	11.3	1.4	1.4	13.6	15.5	5.9	5.3
Average			**(9.6)**	**9.3**	**10.1**	**8.7**	**0.8**	**0.8**	**7.3**	**7.0**	**3.1**	**3.2**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 8 October 2025 closing prices

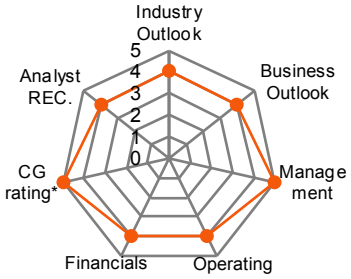
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชัน จำกัด (มหาชน) เป็นผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรม เพื่อขายให้แก่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรม บริษัทฯ ซื้อที่ดิน และพัฒนาสาธารณูปโภค และสิ่งอำนวยความสะดวกที่จำเป็น พร้อมสำหรับการดำเนินงานอุตสาหกรรม AMATA มีนิคมอุตสาหกรรม 4 แห่ง ในประเทศไทย และมีนิคมอุตสาหกรรม 2 แห่ง ในประเทศเวียดนาม

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีที่ทำเลตั้งที่ดี โดยอมตะนคร อยู่ห่างจากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ 42 กม. และอมตะซิตี้อยู่ห่างจากท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบัง 27 กม.
- ดำเนินงานในตลาดที่มีผู้เล่นน้อยราย
- มีที่ดินพร้อมขายจำนวนมาก

W — Weakness

- กำไรขึ้นอยู่กับยอดขายที่ดินอย่างมาก ซึ่งเป็นสาเหตุให้กำไรมีความผันผวนสูง
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง
- ธุรกิจมีการกระจายความเสี่ยงน้อยกว่าคู่แข่ง

O — Opportunity

- การขายที่ดินรอบใหม่ขับเคลื่อนโดยความจำเป็นในการกระจายความเสี่ยงเนื่องจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายของจีน
- การกระจายการลงทุนสู่ธุรกิจที่สร้างรายได้ประจำ เช่น ธุรกิจให้เช่าสาธารณูปโภค และไฟฟ้า

T — Threat

- มีความอ่อนไหวต่อสภาวะเศรษฐกิจสูง
- เศรษฐกิจทั่วโลกอ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.99	27.00	23%
Net profit 25F (Bt m)	2,974	3,241	9%
Net profit 26F (Bt m)	3,246	4,058	25%
Consensus REC	**BUY: 16**	**HOLD: 1**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2025-26F และราคาเป้าหมายสูงกว่าประมาณการของ Bloomberg consensus ซึ่งเรามองบวกมากกว่าตลาดสำหรับแนวโน้มการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากสภาพเศรษฐกิจโลกอ่อนแอลง ความต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรมอาจต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้
- ความล่าช้าในการเตรียมความพร้อมของลูกค้าหรือการขออนุญาต อาจทำให้การรับรู้รายได้เลื่อนออกไปในปีถัดไป ซึ่งส่งผลให้กำไรต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้
- หากเศรษฐกิจเวียดนามเติบโตช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน อาจมีความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรของ AMATAV ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกำไรสุทธิของ AMATA

Source: Thanachart

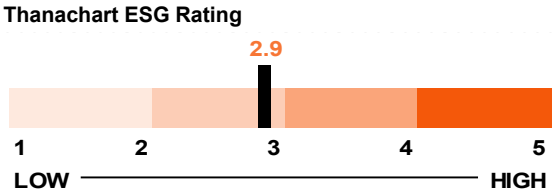
AMATA

AMATA Corporation Pcl.

Sector: Property & Construction | Property Dev.

ESG & Sustainability Report

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	-	73.05	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 ความเข้มของก๊าซเรือนกระจก scope 1&2 อยู่ที่ 3.15 tCO2e/hectare ลดลง 11.5% จากปีฐาน 2019 ▪ การใช้ระบบบำบัดน้ำเสียช่วยให้ AMATA ลดการพึ่งพาแหล่งน้ำธรรมชาติลงได้ 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 สมาชิกครอบครัวผู้ก่อตั้ง 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

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

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	8,317	9,144	8,290
Gross profit	**3,713**	**4,968**	**6,309**	**7,797**	**6,921**
% gross margin	39.0%	33.7%	43.1%	46.0%	45.5%
Selling & administration expenses	1,261	1,447	1,458	1,804	1,595
Operating profit	**2,452**	**3,522**	**4,851**	**5,993**	**5,326**
% operating margin	25.8%	23.9%	33.2%	35.4%	35.0%
Depreciation & amortization	430	451	545	581	617
EBITDA	**2,882**	**3,973**	**5,396**	**6,574**	**5,943**
% EBITDA margin	30.3%	27.0%	36.9%	38.8%	39.1%
Non-operating income	196	219	232	248	233
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(687)	(707)	(743)	(822)	(794)
Pre-tax profit	**1,960**	**3,034**	**4,340**	**5,419**	**4,765**
Income tax	463	479	868	1,084	953
After-tax profit	**1,497**	**2,555**	**3,472**	**4,335**	**3,812**
% net margin	15.7%	17.4%	23.7%	25.6%	25.1%
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**	**3,241**	**4,058**	**3,633**
Normalized profit	**1,956**	**2,529**	**3,241**	**4,058**	**3,633**
EPS (Bt)	1.6	2.2	2.8	3.5	3.2
Normalized EPS (Bt)	1.7	2.2	2.8	3.5	3.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	20,235	21,103	19,611	21,226	20,947
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	11,948	13,189	13,189
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**	**69,963**	**77,408**	**73,632**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,323	19,554	19,934	21,436	18,410
Account payables	1,862	2,962	3,190	3,507	3,180
Bank overdraft & ST loans	1,263	1,559	2,024	2,195	1,632
Current LT debt	4,722	4,141	4,755	5,156	3,833
Others current liabilities	7,477	10,891	9,965	10,578	9,766
Total LT debt	**11,487**	**11,726**	**13,464**	**14,600**	**10,854**
Others LT liabilities	5,051	5,573	5,144	5,886	5,382
Total liabilities	**31,861**	**36,853**	**38,543**	**41,922**	**34,646**
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**	**21,440**	**24,403**	**26,883**
Shareholders' equity	20,418	21,984	24,279	27,242	29,722
Liabilities & equity	**57,588**	**64,941**	**69,963**	**77,408**	**73,632**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,960	3,034	4,340	5,419	4,765
Tax paid	(396)	(589)	(750)	(1,114)	(944)
Depreciation & amortization	430	451	545	581	617
Chg In w orking capital	(6,932)	2,476	1,211	(1,152)	(157)
Chg In other CA & CL / minorities	5,752	3,982	(270)	1,320	128
Cash flow from operations	**814**	**9,354**	**5,076**	**5,054**	**4,409**
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)	2,817	1,707	(5,631)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,003)	(917)	(946)	(1,095)	(1,154)
Warrants & other surplus	118	1	0	0	0
Cash flow from financing	**1,771**	**(1,051)**	**1,871**	**612**	**(6,785)**
Free cash flow	**(300)**	**7,982**	**3,704**	**4,054**	**3,409**

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.5	7.3	5.7	4.6	5.1
Normalized PE - at target price (x)	15.9	12.3	9.6	7.7	8.5
PE (x)	10.0	7.5	5.7	4.6	5.1
PE - at target price (x)	16.8	12.5	9.6	7.7	8.5
EV/EBITDA (x)	11.2	7.6	6.2	5.3	5.0
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	10.7	8.5	7.3	7.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
P/CFO (x)	22.7	2.0	3.6	3.7	4.2
Price/sales (x)	1.9	1.3	1.3	1.1	1.2
Dividend yield (%)	4.0	5.0	5.3	6.6	5.9
FCF Yield (%)	(1.6)	43.1	20.0	21.9	18.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	2.2	2.8	3.5	3.2
EPS	1.6	2.2	2.8	3.5	3.2
DPS	0.7	0.8	0.8	1.1	0.9
BV/share	17.8	19.1	21.1	23.7	25.8
CFO/share	0.7	8.1	4.4	4.4	3.8
FCF/share	(0.3)	6.9	3.2	3.5	3.0

Share price trades below average P/BV

Sources: Company data, Thanachart estimates

AMATA is financially strong. Its net D/E ratio is only 0.5x in 2026F

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	30.5	25.2	(10.5)
EPS (%)	(21.2)	34.6	30.5	25.2	(10.5)
Normalized profit (%)	28.3	29.3	28.2	25.2	(10.5)
Normalized EPS (%)	28.3	29.3	28.2	25.2	(10.5)
Dividend payout ratio (%)	40.5	37.1	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	39.0	33.7	43.1	46.0	45.5
Operating margin (%)	25.8	23.9	33.2	35.4	35.0
EBITDA margin (%)	30.3	27.0	36.9	38.8	39.1
Net margin (%)	15.7	17.4	23.7	25.6	25.1
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	6.5	7.3	6.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.2	5.6	7.3	8.0	7.5
ROA - using norm profit (%)	3.7	4.1	4.8	5.5	4.8
ROE - using norm profit (%)	9.8	11.9	14.0	15.8	12.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.5	12.1	15.0	16.8	13.4
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	27.8	25.4	34.8	36.8	36.5
- leverage (x)	2.6	2.9	2.9	2.9	2.7
- interest burden (%)	74.0	81.1	85.4	86.8	85.7
- 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	11.5	12.2	9.7
NOPAT (Bt m)	1,873	2,965	3,881	4,794	4,261
invested capital (Bt m)	34,116	33,608	39,223	43,893	40,741

Sources: Company data, Thanachart estimates

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, non 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.moodys.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 บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท กัลฟ์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
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 , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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