

Thailand Industrial Estate Sector

FDI, การเติบโตอย่างมาก และภาวะคอขวด

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	16.60	27.00	28.2	25.2	5.9	4.7	0.8	0.7	5.1	6.4
Pinthong Industrial	PIN TB	HOLD	4.20	4.50	(84.2)	132.2	17.5	7.5	1.1	1.0	2.9	6.7
Rojana Industrial	ROJNA TB	BUY	4.42	8.60	8.7	(43.5)	4.2	7.4	0.4	0.4	3.0	3.4
WHA Corp.	WHA TB	BUY	3.26	4.20	16.9	(11.0)	9.2	10.4	1.3	1.3	6.5	5.8

Source: Thanachart estimates, Based on 2 December 2025 closing prices

การเข้ามาจำนวนมากของศูนย์ข้อมูลเริ่มก่อให้เกิดปัญหาความแออัดในการส่งไฟฟ้าในพื้นที่ EEC รัฐบาลกำลังดำเนินการจัดทำแผนพลังงานไฟฟ้าเพื่อรองรับศูนย์ข้อมูลเพิ่มเติมในพื้นที่นอก EEC นอกจากนี้ เรายังคาดว่า การยื่นขอ BOI โดยรวมจะเริ่มกลายเป็นการลงทุนจริง

ตัวเลขปี 2025 ไม่ยั่งยืน แต่การเติบโตยังคงต่อเนื่อง

ยอดยื่นขอส่งเสริมการลงทุนจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) พุ่งทำสถิติสูงสุดที่ 1.4 ล้านลบ. (+94% y-y) ใน 9M25 แซงหน้ายอดยื่นขอส่งเสริมการลงทุนทั้งปีในปี 2024 ที่ 1.1 ล้านลบ. อุตสาหกรรมหลักส่วนใหญ่มีการเติบโต และศูนย์ข้อมูล (data centers) มีสัดส่วนสูงถึง 45% ของมูลค่าการยื่นขอทั้งหมด หรือเติบโต 551% y-y ใน 9M25 เทียบกับอุตสาหกรรมอื่นที่เติบโต 24% y-y ข้อมูลจาก BOI ระบุว่า ยอดยื่นขอส่งเสริมการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมสำคัญส่วนใหญ่ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แม้ศูนย์ข้อมูลมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงจากฐานที่สูงอย่างไม่น่าเชื่อใน 9M25 เราคาดว่ามูลค่าการยื่นขอส่งเสริมการลงทุนจาก BOI จะยังคงสูงต่อเนื่องในอีกหลายปีข้างหน้า โดยได้แรงหนุนจากการย้ายฐานการผลิต

แผนพลังงานไฟฟ้า – แก้ปัญหาคอขวดสำหรับศูนย์ข้อมูล

หลังจากมีการยื่นขอจัดตั้งศูนย์ข้อมูลจำนวนมากในช่วงสองปีที่ผ่านมา พื้นที่เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) เริ่มเห็นความเสี่ยงของคอขวดด้านการส่งไฟฟ้าสำหรับโครงการใหม่ในอนาคต รัฐบาลจึงกำลังจัดทำแผนพลังงานไฟฟ้า (power map) เพื่อระบุพื้นที่ที่มีสถานไฟฟ้าและความสามารถในการส่งกำลังไฟฟ้าเพียงพอสำหรับรองรับการตั้งศูนย์ข้อมูลเพิ่มเติม นอกจากนี้ BOI ยังมีแผนที่จะลดสิทธิประโยชน์ในพื้นที่ EEC และเพิ่มสิทธิประโยชน์ในพื้นที่ใหม่ที่ถูกระบุไว้ในแผนพลังงานไฟฟ้า เพื่อจูงใจให้ศูนย์ข้อมูลขยายตัวไปยังพื้นที่ที่มีระบบไฟฟ้ารองรับมากกว่า ทั้งนี้ ประเทศไทยมีกำลังการผลิตไฟฟ้าสำรองค่อนข้างสูงอยู่ที่ประมาณ 30% ทำให้ปัญหาคอขวดด้านการส่งไฟฟ้ามีแนวโน้มใช้เวลาไม่นานในการแก้ไข

คำขอการส่งเสริมการลงทุน (BOI) กำลังกลายเป็นการลงทุนจริง

การยื่นขอ BOI เป็นตัวชี้วัดสำคัญ และใช้เวลาประมาณสองปีจึงจะกลายเป็นการลงทุนจริง โดยรอบการเติบโตที่เริ่มในปี 2022 การลงทุนจริงเพิ่งเริ่มต้นขึ้นจริง ด้วยมูลค่าการยื่นขอ BOI สูงกว่า 1 ล้านลบ. ต่อปี ในปี 2024-25 กิจกรรมการลงทุนจึงน่าจะเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในอีกสองปีข้างหน้า เนื่องจากกระแสการลงทุนใหม่หลังไหลเข้ามาในหลายอุตสาหกรรม เช่น อิเล็กทรอนิกส์, เครื่องใช้ไฟฟ้า, ศูนย์ข้อมูล, ยานยนต์ไฟฟ้า และเครื่องจักร เราจึงคาดว่า การลงทุนเหล่านี้จะก่อให้เกิดโครงการต่อเนื่องซึ่งจะขยายรอบการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ของไทย

คณานัดลงทุนเป็น “OVERWEIGHT”

ยอด presales ที่ดินของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ชั้นนำ 4 รายที่เราทำบทวิเคราะห์เพิ่มขึ้นจาก 2,057 ไร่ ในปี 2019 เป็น 7,001 ไร่ ในปี 2024 และเราคาดว่าจะอยู่ที่ 5,090 ไร่ ในปี 2025F เหตุผลที่เราแนะนำ “ซื้อ” หุ่นเหล่านี้ไม่ใช่เพราะยอดขายที่ดินทำสถิติสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง แต่เป็นเพราะระยะเวลาที่ดินที่สั้นลงจากการลงทุนในที่ดินเปล่า AMATA เป็น Top Pick ในกลุ่มของเรา โดยมูลค่าปัจจุบันบ่งชี้ยอด presales เพียง 225 ไร่ต่อปี เทียบกับที่คาดว่าจะ 1,400-1,600 ไร่ต่อปี

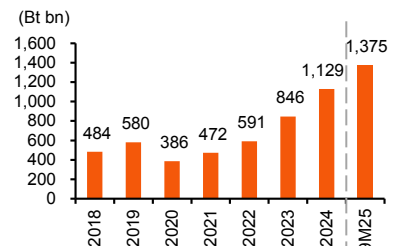


RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 779-9119

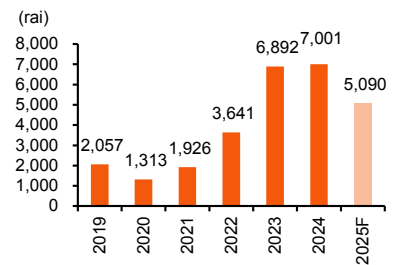
rata.lim@thanachartsec.co.th

BOI Application Value



Source: Board of Investment

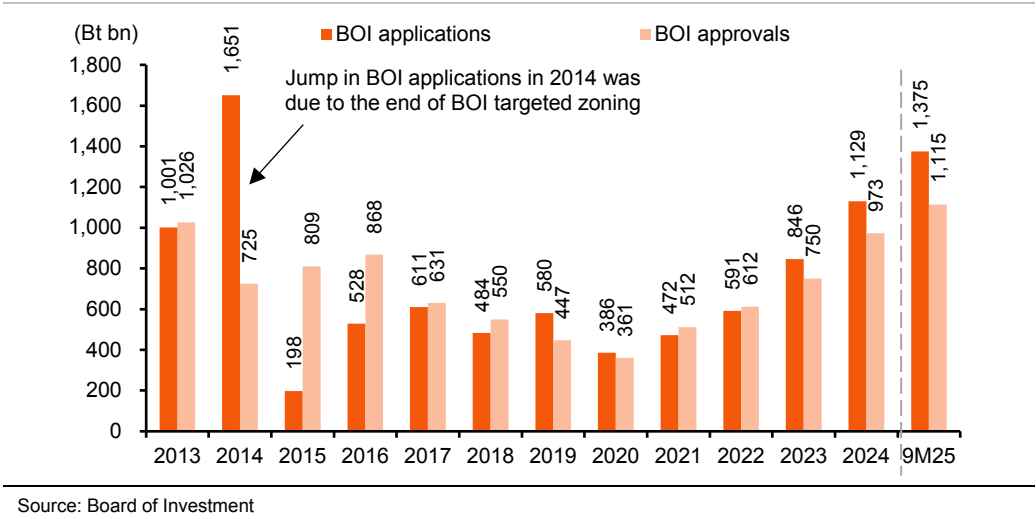
Land Sales Upcycle



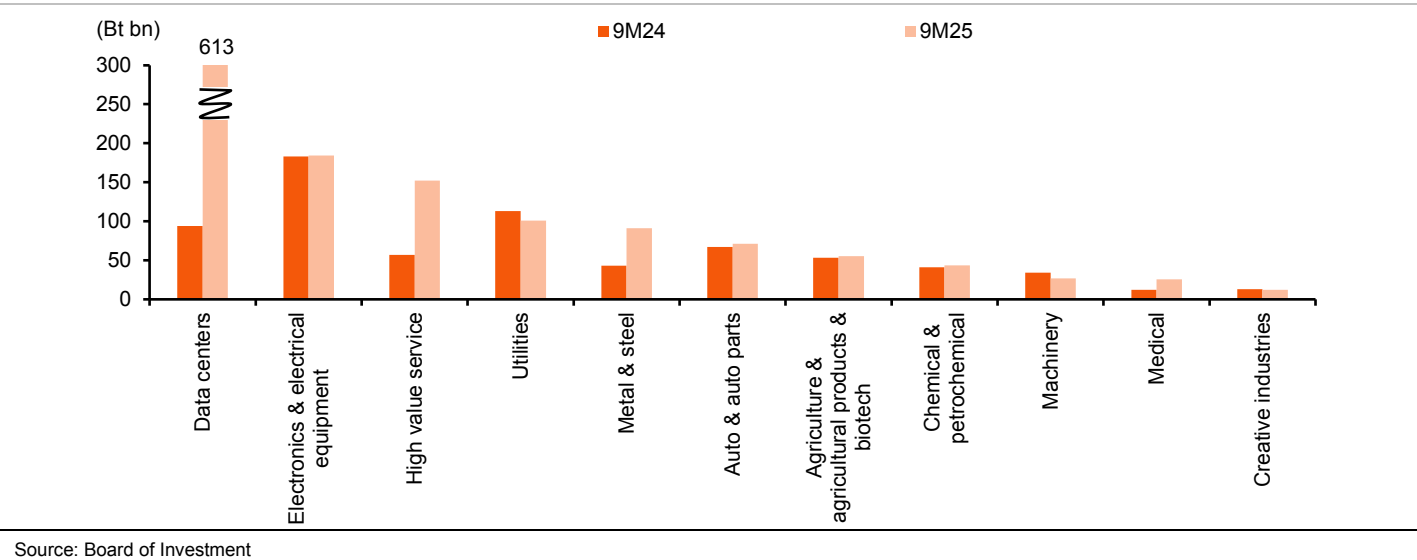
Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

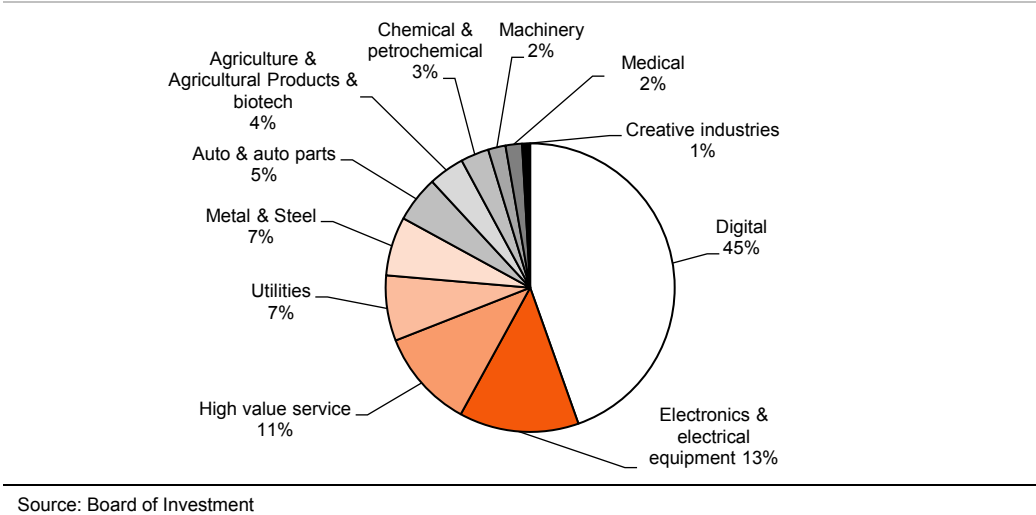
Ex 1: BOI Applications Reached Bt1.4tn in 9M25, Surpassing The Full-Year 2024 Total



Ex 2: BOI Applications By Major Contributing Sectors



Ex 3: BOI Applications By Sector In 9M25



Ex 4: Government’s EV Package To Build A Domestic EV Production Hub

Year of Production	Offset Requirement (Imported EV: Locally Produced EV)	Notes
2024	1:1	– Each imported EV must be offset by 1 locally produced EV
2025	1:1.5	– Each imported EV must be offset by 1.5 locally produced EVs
2026	1:2	– Each imported EV must be offset by 2 locally produced EVs
2027	1:3	– Each imported EV must be offset by 3 locally produced EVs

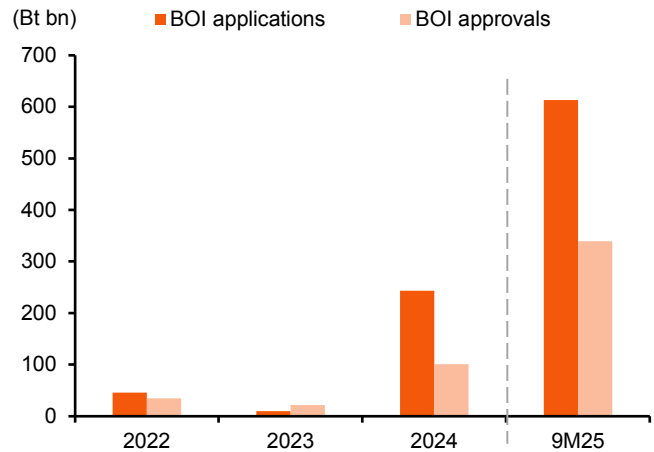
Source: The Excise Department

Ex 5: Government’s EV Package Requirement To Use Local Produced

	2026 Requirement	2030 Requirement	2035 Requirement
Option 1	Use locally produced battery cells	–	–
Option 2	Use locally produced battery modules	Use locally produced PCU inverter	Use 1 out of 5 local components (Motor / Gear / AC Compressor / BMS / DCU)
Option 3	Use locally produced battery packs (pack assembly)	Use locally produced PCU inverter	Use 2 out of 5 local components (Motor / Gear / AC Compressor / BMS / DCU)

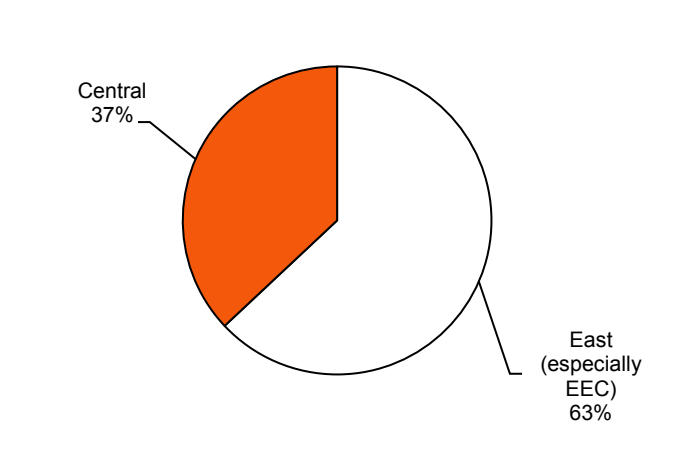
Source: The Excise Department

Ex 6: Surge In Data Center Applications

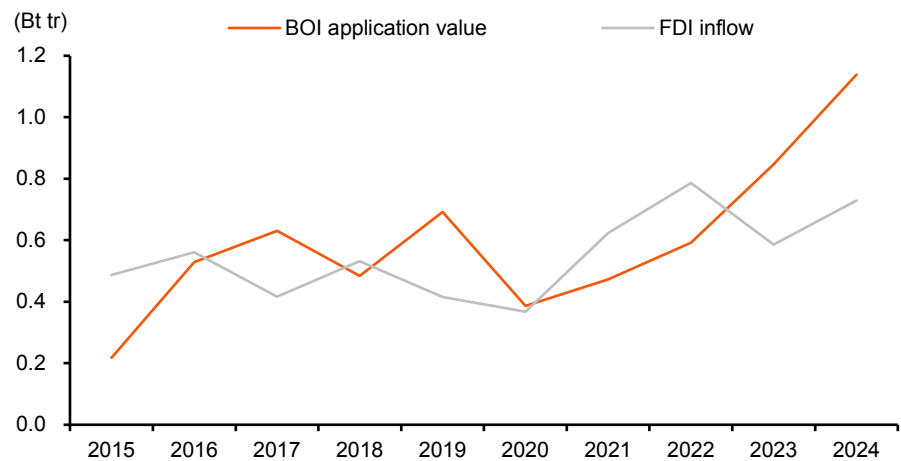


Source: Board of Investment

Ex 7: Locations Concentrated In East And Central Regions



Source: Board of Investment

Ex 8: FDI Is On An Uptrend

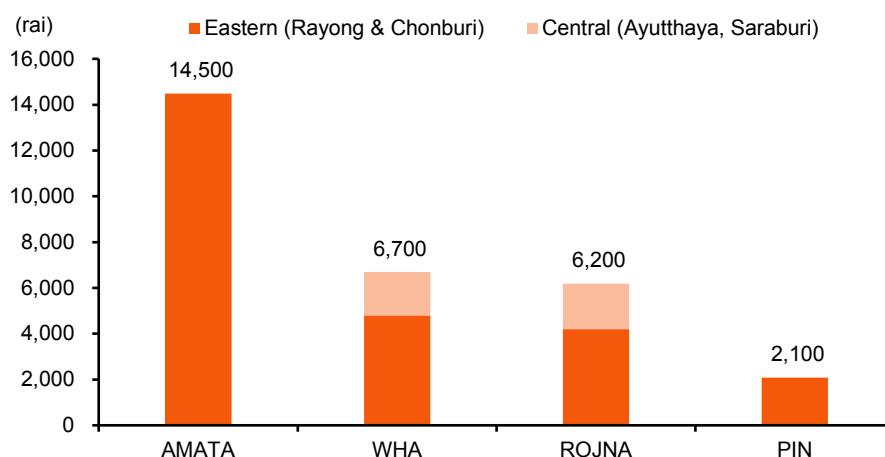
Sources: Board of Investment, Bank Of Thailand

Note: FDI inflows include manufacturing, wholesale & retail trade, vehicle repair, real estate, accommodation & food services, transportation & storage, construction, utilities, agriculture, and mining.

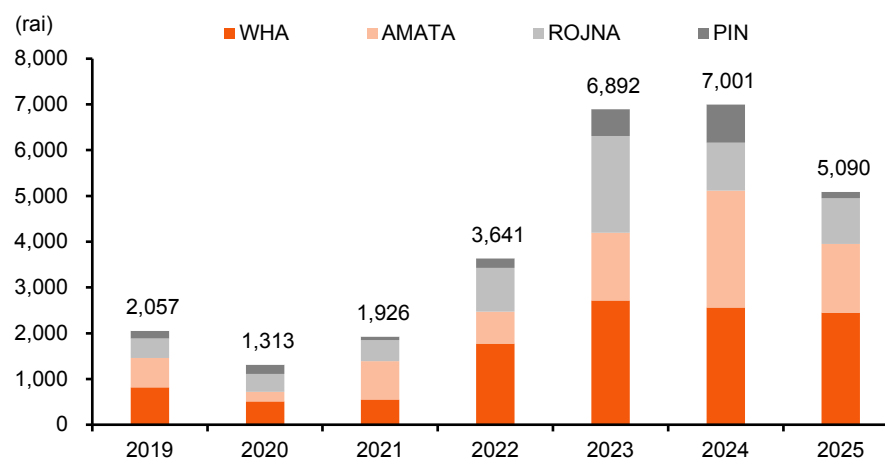
Ex 9: Examples Of BOI-Application Projects In 2024-9M25

Company name	Industry	Registered country	Investment value (Bt bn)
NextGen Data Center and Cloud Services Co., Ltd.,	Digital - data center	Dubai	26.7
Vistas Technology Co., Ltd.,	Digital - data center	Singapore	9.1
Telehouse (Thailand) Co., Ltd.,	Digital - data center	Japan	7.6
Tik Tok (Singapore)	Digital - data hosting service	China	126.8
Quartz Computing (Alphabet's sub)	Digital - data center	US	32.8
Perfect Companion Group	Food - pet food	Thailand	3.5
Sunwoda Automotive Energy Technology	Auto - EV and ESS	China	34.0
Mazda	Auto - small SUV EV	Japan	5.0
Hitashi Estimo Asia	Auto - EV parts	Japan	3.5
Lumentum	Electronics - semiconductors	US	2.3
Homa Appliances (Thailand) Co., Ltd	Electrical appliance - smart refrigerators	China	3.0
UniEQ Integrated Technology (Foxsemicon)	Electronics – semi-equipment parts	Taiwan	10.5
Cheng Yi Technology	Electronics - PCB components	China	6.5
Xingda Steel Cord (Thailand) Co.	Steel - steel wire	China	13.0

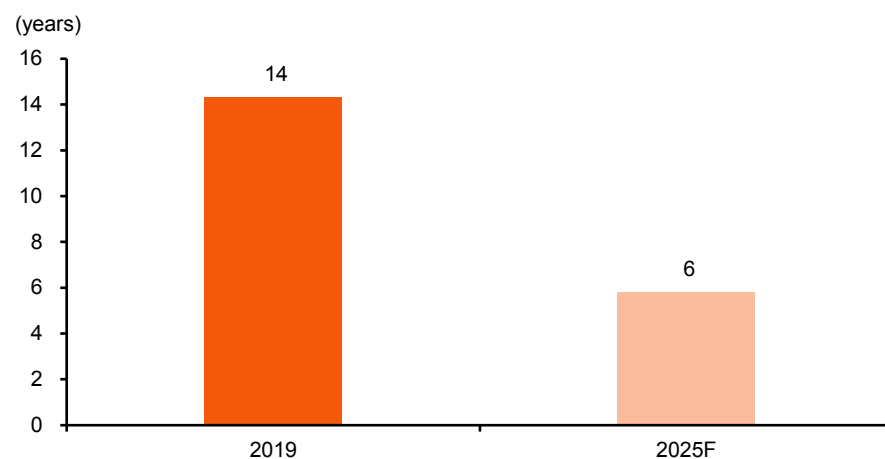
Source: Board of Investment

Ex 10: Four Leading Industrial Estate Developers Hold 29,500 Rai Of Landbank

Sources: Company data, Thanachart estimates

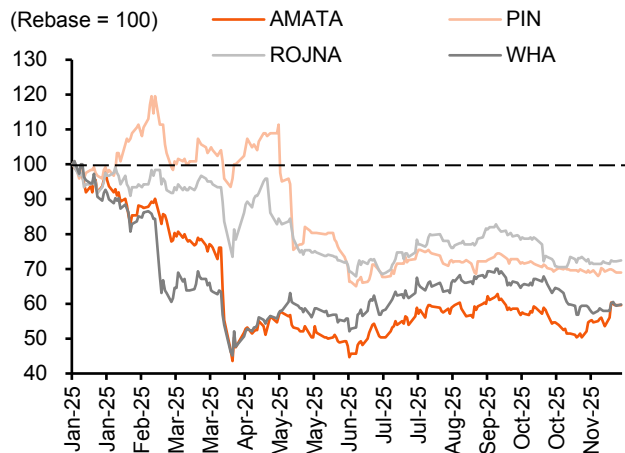
Ex 11: Robust Land Sales Continue

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Stronger Land Sales Imply A Shorter Payback Period

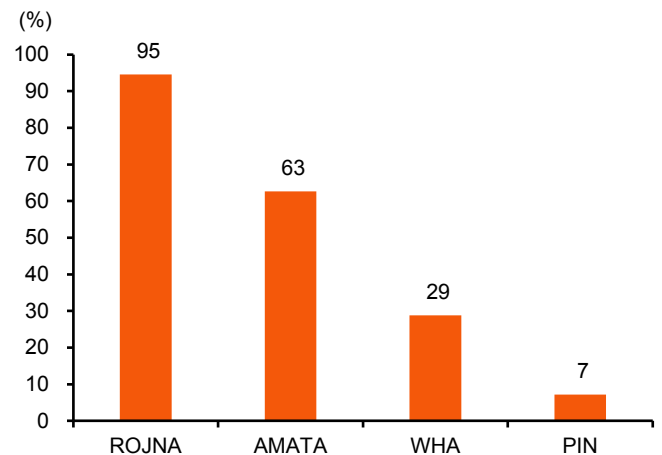
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: YTD Share Price Performances



Source: Bloomberg

Ex 14: Upside to Our Conservative NAV SOTP TP



Source: Thanachart estimates

Ex 15: SOTP-derived Breakup Values

(Bt/share)	Thailand landbank Developed land (30% disc. to market), raw land (at cost)	Utilities	Rental warehouses & factories	Vietnam landbank	REITs & stocks	Others	Target price
AMATA	17.1	4.7	3.5**	1.3	0.4	0.0	27.0
WHA	(0.6)	2.0	1.7**	0.1	0.7	0.3***	4.2
PIN	2.9	0.5	0.9**	0.0	0.2	0.0	4.5
ROJNA	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.

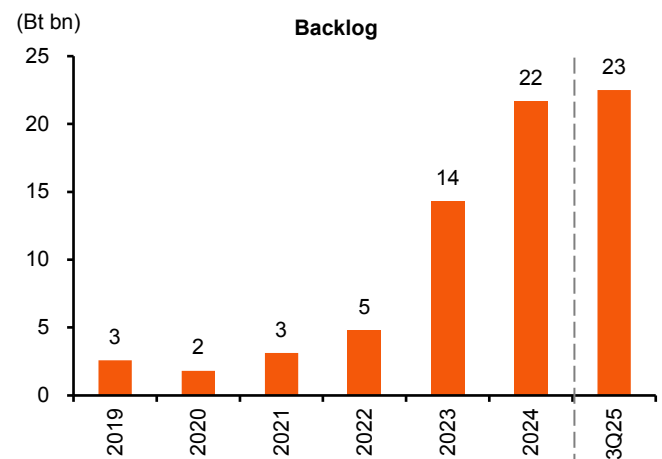
Ex 16: Land Presales Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

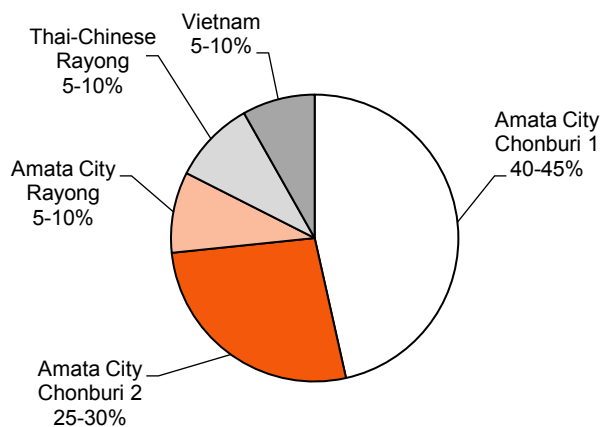
Note: *Vietnam is via a 73% stake in AMATA VN

Ex 17: Backlog Built Up To A Record Bt25bn In 2Q25



Sources: Company data, Thanachart estimates

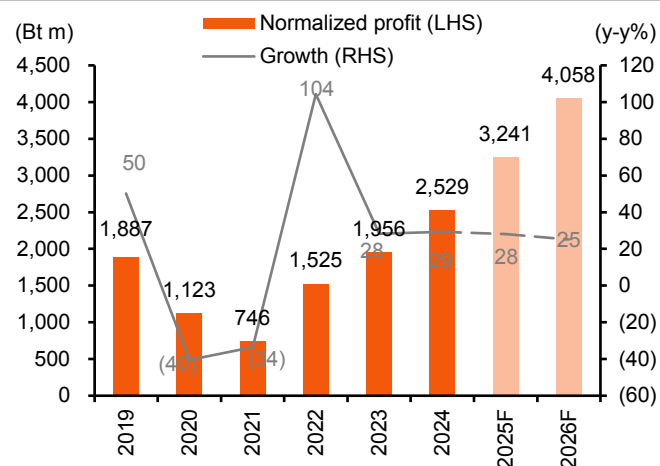
Ex 18: Backlog Value Breakdown As Of End-3Q25



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



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Sector Valuation Comparison

		AMATA	PIN	ROJNA	WHA	Industry
Rating		BUY	HOLD	BUY	BUY	OVERWEIGHT
Target price (Bt)	Thanachart	27.00	4.50	8.60	4.20	
	Consensus	22.14	-	-	3.98	
Consensus rec.	Buy	17.0	0.0	1.0	17.0	
	Hold	1.0	2.0	1.0	4.0	
	Sell	1.0	0.0	0.0	1.0	
Sales (Bt m)	2024	14,724	4,167	19,687	11,335	49,912
	2025F	14,626	1,351	17,939	16,461	50,377
	2026F	16,941	2,144	13,411	15,755	48,251
	2027F	15,211	2,842	12,555	14,601	45,208
Norm profits (Bt m)	2024	2,529	1,761	1,960	4,511	10,761
	2025F	3,241	279	2,131	5,274	10,925
	2026F	4,058	648	1,205	4,693	10,604
	2027F	3,633	964	1,075	4,278	9,950
Sales growth (%)	2024	54.7	44.9	2.1	(23.8)	7.2
	2025F	(0.7)	(67.6)	(8.9)	45.2	0.9
	2026F	15.8	58.7	(25.2)	(4.3)	(4.2)
	2027F	(10.2)	32.5	(6.4)	(7.3)	(6.3)
Norm EPS growth (%)	2024	29.3	41.1	(11.6)	2.1	9.4
	2025F	28.2	(84.2)	8.7	16.9	1.5
	2026F	25.2	132.2	(43.5)	(11.0)	(2.9)
	2027F	(10.5)	48.7	(10.8)	(8.8)	(6.2)
Operating margin (%)	2024	23.9	43.0	16.3	36.6	30.0
	2025F	33.2	24.2	19.2	34.7	27.8
	2026F	35.4	33.2	15.9	29.7	28.5
	2027F	35.0	36.0	14.3	28.2	28.4
ROE (%)	2024	11.9	41.9	10.5	13.2	19.4
	2025F	14.0	6.0	10.4	14.7	11.3
	2026F	15.8	13.8	5.7	12.4	11.9
	2027F	12.8	18.5	4.9	10.8	11.7
Dividend yield (%)	2024	4.8	18.1	11.3	5.8	10.0
	2025F	5.1	2.9	3.0	6.5	4.4
	2026F	6.4	6.7	3.4	5.8	5.5
	2027F	5.7	9.9	3.0	5.3	6.0
P/BV (x)	2024	0.9	1.0	0.4	1.4	0.9
	2025F	0.8	1.1	0.4	1.3	0.9
	2026F	0.7	1.0	0.4	1.3	0.8
	2027F	0.6	0.9	0.4	1.2	0.8
Norm PE (x)	2024	7.5	2.8	4.6	10.8	6.4
	2025F	5.9	17.5	4.2	9.2	9.2
	2026F	4.7	7.5	7.4	10.4	7.5
	2027F	5.3	5.1	8.3	11.4	7.5
EV/EBITDA (x)	2024	7.7	4.3	4.2	17.6	8.4
	2025F	6.3	19.7	4.1	13.0	10.8
	2026F	5.4	10.1	4.3	14.7	8.6
	2027F	5.1	7.0	4.1	16.1	8.1
Net D/E (x)	2024	0.4	0.7	0.5	1.0	0.7
	2025F	0.5	0.8	0.5	0.9	0.7
	2026F	0.5	0.7	0.3	0.8	0.6
	2027F	0.3	0.6	0.2	0.8	0.5

Sources: Bloomberg consensus, Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 21: 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	2.6	6.1	10.5	9.9	1.8	1.6	11.4	10.7	4.1	4.3
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	(40.4)	12.7	7.6	6.8	0.5	0.4	7.3	6.9	1.8	0.9
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	8.4	3.6	6.9	6.7	0.7	0.6	4.4	4.4	3.3	3.5
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	(97.7)	100.0	14.8	7.4	0.2	0.2	9.1	7.5	na	na
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	12.2	4.4	7.7	7.4	0.8	0.7	5.5	5.2	3.3	3.6
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	(26.2)	1.3	6.3	6.2	0.5	0.5	6.5	6.3	2.3	2.2
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	(1.9)	88.0	37.1	19.8	1.5	1.4	13.4	9.0	0.5	1.1
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	28.2	25.2	5.9	4.7	0.8	0.7	6.3	5.4	5.1	6.4
Pinthong Industrial Park *	PIN TB	Thailand	(84.2)	132.2	17.5	7.5	1.1	1.0	19.7	10.1	2.9	6.7
Rojana Industrial Park *	ROJNA TB	Thailand	8.7	(43.5)	4.2	7.4	0.4	0.4	4.1	4.3	3.0	3.4
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	16.9	(11.0)	9.2	10.4	1.3	1.3	13.0	14.7	6.5	5.8
Average			(15.8)	29.0	11.6	8.6	0.9	0.8	9.2	7.7	3.3	3.8

Sources: Bloomberg consensus, *Thanachart estimates
Based on 2 December 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(2.4)	2.3	(11.1)	(8.8)	—	—	—	—
SETPROP	(0.5)	(3.7)	(28.4)	(25.1)	1.8	(6.0)	(17.3)	(16.3)
AMATA	16.1	5.7	(44.7)	(42.3)	18.5	3.4	(33.6)	(33.5)
PIN	(1.9)	(2.8)	(33.3)	(32.3)	0.5	(5.1)	(22.2)	(23.5)
ROJNA	(0.5)	(6.4)	(32.0)	(29.8)	1.9	(8.7)	(20.9)	(21.1)
WHA	0.6	(8.9)	(43.8)	(40.7)	3.0	(11.2)	(32.7)	(32.0)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นธุรกิจที่มีผู้เล่นน้อยราย โดยบริษัทชั้นนำ คือ AMATA และ WHA
- ผู้เล่นใหม่เข้ามาได้ยาก เนื่องจากมีอุปสรรคขัดขวางการเข้ามายังตลาดสูง

O — Opportunity

- ความต้องการการกระจายฐานการผลิตเนื่องจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ระดับภูมิภาคและนโยบายเงินที่เพิ่มขึ้น
-

W — Weakness

- ธุรกิจต้องใช้ต้นทุนสูง
- เป็นธุรกิจที่มีความผันผวนของกำไรสูง
- ประเทศไทยจำเป็นต้องลงทุนในทุนมนุษย์และการวิจัยและพัฒนาเพื่อยกระดับห่วงโซ่คุณค่า

T — Threat

- มีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจ และการเมืองสูง
- วิกฤติเศรษฐกิจทั่วโลก
- ภัยธรรมชาติ ภัยแล้ง

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	2.6	6.1	10.5	9.9	1.8	1.6	11.4	10.7	4.1	4.3
Indonesia	(24.3)	35.0	13.4	9.1	0.7	0.6	7.7	6.6	2.2	2.3
Thailand	1.5	(2.9)	9.2	7.5	0.9	0.9	10.8	8.6	4.4	5.6
Average	(9.8)	22.3	11.0	8.8	1.1	1.0	10.0	8.6	3.6	4.1
AMATA	28.2	25.2	5.9	4.7	0.8	0.7	6.3	5.4	5.1	6.4
PIN	(84.2)	132.2	17.5	7.5	1.1	1.0	19.7	10.1	2.9	6.7
ROJNA	8.7	(43.5)	4.2	7.4	0.4	0.4	4.1	4.3	3.0	3.4
WHA	16.9	(11.0)	9.2	10.4	1.3	1.3	13.0	14.7	6.5	5.8
Average *- Thailand	(7.6)	25.7	9.2	7.5	0.9	0.9	10.8	8.6	4.4	5.6

Source: Bloomberg consensus

Note: Thanachart estimates – using normalized EPS

Amata Corporation Pcl

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

Amata Corporation Pcl

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 working 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)	9.8	7.5	5.9	4.7	5.3
Normalized PE - at target price (x)	15.9	12.3	9.6	7.7	8.5
PE (x)	10.3	7.7	5.9	4.7	5.3
PE - at target price (x)	16.8	12.5	9.6	7.7	8.5
EV/EBITDA (x)	11.4	7.7	6.3	5.4	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	10.7	8.5	7.3	7.1
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	1.0
P/CFO (x)	23.4	2.0	3.8	3.8	4.3
Price/sales (x)	2.0	1.3	1.3	1.1	1.3
Dividend yield (%)	3.9	4.8	5.1	6.4	5.7
FCF Yield (%)	(1.6)	41.8	19.4	21.2	17.9
(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

Sources: Company data; Thanachart estimates

Amata Corporation Pcl

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

Pinthong Industrial Park Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	2,876	4,167	1,351	2,144	2,842
Cost of sales	1,268	2,138	781	1,156	1,511
Gross profit	1,609	2,029	569	988	1,331
% gross margin	55.9%	48.7%	42.2%	46.1%	46.8%
Selling & administration expenses	236	236	243	277	307
Operating profit	1,373	1,794	326	711	1,024
% operating margin	47.7%	43.0%	24.2%	33.2%	36.0%
Depreciation & amortization	70	80	96	103	109
EBITDA	1,443	1,874	423	814	1,133
% EBITDA margin	50.2%	45.0%	31.3%	38.0%	39.9%
Non-operating income	46	98	32	50	66
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(55)	(19)	(26)	(80)	(76)
Pre-tax profit	1,364	1,872	332	682	1,015
Income tax	116	111	53	34	51
After-tax profit	1,248	1,761	279	648	964
% net margin	43.4%	42.3%	20.7%	30.2%	33.9%
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	279	648	964
Normalized profit	1,248	1,761	279	648	964
EPS (Bt)	1.2	1.5	0.2	0.6	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.5	0.2	0.6	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	4,835	6,916	6,821	7,157	7,506
Cash & cash equivalent	500	556	550	550	550
Account receivables	37	41	19	29	39
Inventories	4,289	6,305	6,248	6,571	6,908
Others	10	13	4	7	9
Investments & loans	343	315	315	315	315
Net fixed assets	978	1,549	1,603	1,650	1,691
Other assets	23	17	13	14	15
Total assets	6,180	8,796	8,750	9,136	9,526
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,027	569	957	989	1,061
Account payables	102	138	51	76	99
Bank overdraft & ST loans	347	150	401	393	363
Current LT debt	136	25	325	318	294
Others current liabilities	441	256	180	202	305
Total LT debt	1,472	3,480	3,282	3,217	2,973
Others LT liabilities	18	13	9	10	12
Total liabilities	2,516	4,062	4,248	4,216	4,046
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	2,531	2,947	3,508
Shareholders' equity	3,663	4,734	4,503	4,919	5,480
Liabilities & equity	6,180	8,796	8,750	9,136	9,526

Sources: Company data; Thanachart estimates

Pinthong Industrial Park Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,364	1,872	332	682	1,015
Tax paid	(97)	(80)	(99)	(21)	(42)
Depreciation & amortization	70	80	96	103	109
Chg In working capital	829	(1,986)	(7)	(310)	(323)
Chg In other CA & CL / minorities	373	(256)	(72)	7	92
Cash flow from operations	2,539	(370)	251	461	850
Capex	(195)	(651)	(150)	(150)	(150)
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	51	1	0
Cash flow from investments	(108)	(611)	(99)	(149)	(150)
Debt financing	(1,851)	1,700	353	(79)	(298)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(174)	(684)	(511)	(232)	(403)
Warrants & other surplus	(35)	22	0	0	0
Cash flow from financing	(2,061)	1,037	(158)	(311)	(701)
Free cash flow	2,344	(1,021)	101	311	700

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	3.9	2.8	17.5	7.5	5.1
Normalized PE - at target price (x)	4.2	3.0	18.7	8.1	5.4
PE (x)	3.6	2.8	17.5	7.5	5.1
PE - at target price (x)	3.9	3.0	18.7	8.1	5.4
EV/EBITDA (x)	4.4	4.3	19.7	10.1	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	4.6	4.4	20.5	10.6	7.3
P/BV (x)	1.3	1.0	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
P/CFO (x)	1.9	(13.2)	19.4	10.6	5.7
Price/sales (x)	1.7	1.2	3.6	2.3	1.7
Dividend yield (%)	14.0	18.1	2.9	6.7	9.9
FCF Yield (%)	48.1	(21.0)	2.1	6.4	14.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.5	0.2	0.6	0.8
EPS	1.2	1.5	0.2	0.6	0.8
DPS	0.6	0.8	0.1	0.3	0.4
BV/share	3.2	4.1	3.9	4.2	4.7
CFO/share	2.2	(0.3)	0.2	0.4	0.7
FCF/share	2.0	(0.9)	0.1	0.3	0.6

Sources: Company data; Thanachart estimates

Pinthong Industrial Park Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	160.7	44.9	(67.6)	58.7	32.5
Net profit (%)	317.2	28.0	(83.9)	132.2	48.7
EPS (%)	317.2	28.0	(83.9)	132.2	48.7
Normalized profit (%)	284.3	41.1	(84.2)	132.2	48.7
Normalized EPS (%)	284.3	41.1	(84.2)	132.2	48.7
Dividend payout ratio (%)	50.5	50.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	55.9	48.7	42.2	46.1	46.8
Operating margin (%)	47.7	43.0	24.2	33.2	36.0
EBITDA margin (%)	50.2	45.0	31.3	38.0	39.9
Net margin (%)	43.4	42.3	20.7	30.2	33.9
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.9	0.8	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	24.8	95.2	12.5	8.9	13.5
Interest coverage - EBITDA (x)	26.1	99.4	16.1	10.2	14.9
ROA - using norm profit (%)	19.6	23.5	3.2	7.2	10.3
ROE - using norm profit (%)	40.4	41.9	6.0	13.8	18.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	40.4	41.9	6.0	13.8	18.5
- asset turnover (x)	0.5	0.6	0.2	0.2	0.3
- operating margin (%)	49.3	45.4	26.5	35.5	38.4
- leverage (x)	2.1	1.8	1.9	1.9	1.8
- interest burden (%)	96.1	99.0	92.7	89.6	93.0
- tax burden (%)	91.5	94.1	84.0	95.0	95.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	20.3	33.0	3.5	8.5	11.7
NOPAT (Bt m)	1,256	1,687	274	676	973
invested capital (Bt m)	5,118	7,833	7,960	8,297	8,560

Sources: Company data; Thanachart estimates

Rojana Industrial Park Pcl

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

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

Rojana Industrial Park Pcl

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)	4.0	4.6	4.2	7.4	8.3
Normalized PE - at target price (x)	7.8	8.9	8.2	14.4	16.2
PE (x)	9.1	2.3	8.3	7.4	8.3
PE - at target price (x)	17.7	4.5	16.2	14.4	16.2
EV/EBITDA (x)	4.5	4.2	4.1	4.3	4.1
EV/EBITDA - at target price (x)	6.3	5.9	5.7	6.5	6.4
P/BV (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	0.8	3.0	3.5	1.5	2.7
Price/sales (x)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
Dividend yield (%)	9.0	11.3	3.0	3.4	3.0
FCF Yield (%)	115.7	22.4	17.0	56.0	26.4
(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

Rojana Industrial Park Pcl

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

WHA Corporation Pcl

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

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

WHA Corporation Pcl

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)	11.0	10.8	9.2	10.4	11.4
Normalized PE - at target price (x)	14.2	13.9	11.9	13.4	14.7
PE (x)	11.0	11.2	9.2	10.4	11.4
PE - at target price (x)	14.2	14.4	11.9	13.4	14.7
EV/EBITDA (x)	15.2	17.6	13.0	14.7	16.1
EV/EBITDA - at target price (x)	17.7	20.4	15.1	17.1	18.8
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
P/CFO (x)	9.3	20.4	6.8	7.0	10.6
Price/sales (x)	3.3	4.3	3.0	3.1	3.3
Dividend yield (%)	5.6	5.8	6.5	5.8	5.3
FCF Yield (%)	5.1	(2.9)	9.9	12.7	5.9
(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

WHA Corporation Pcl

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ 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 "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซอ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" 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
สาธารณูปโภค, 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสร่า 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, วิโทรเคมี 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 สภาพร 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