BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 5.60 (From: Bt 4.50)

Upside : 33.3%

13 MARCH 2026

Small Cap Research

Pinthong Industrial Park Pcl (PIN TB)

ปลดล็อกอุปทานที่ดิน

RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PIN เป็น “ซื้อ” จากการปลดล็อกอุปทานที่ดินหลังเกิดภาวะขาดแคลนในปี 2024–25 โดยนิคมปิ่นทอง 8 เปิดตัวแล้วใน 1Q26 และคาดว่าปิ่นทอง 7 จะเปิดตัวใน 2H26 เราคาดว่ากำไรจะพลิกฟื้นในปีนี้ และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.6 บาท/หุ้น

อุปทานที่ดินใหม่ ปรับราคาเป้าหมายเป็น “ซื้อ”

เราปรับคำแนะนำ PIN ขึ้นเป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) เนื่องจาก 1) หลังจากเกิดภาวะขาดแคลนที่ดินในปี 2025 ปัจจุบัน PIN ได้รับอนุมัติ EIA แล้ว และได้เปิดตัวนิคมใหม่ปิ่นทอง 8 ใน 1Q26 โดยคาดว่าปิ่นทอง 7 จะได้รับอนุมัติ EIA และเปิดตัวได้ใน 2H26 2) ความต้องการซื้อที่ดินแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้เดิม เราจึงปรับสมมติฐาน presales เพิ่มเป็น 500 ไร่ต่อปี (จาก 400 ไร่) ในปี 2026–28F ทำให้เราปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น 4–24% ในช่วงเดียวกัน 3) เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจปกติจะฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในปี 2025 โดยจะเติบโต 145/75/6% ในปี 2026–28F และ 4) ที่ P/BV ที่ 1.0 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.5/12.1% ในปี 2026–27F เรามองว่าหุ้น PIN ยังมีมูลค่าไม่แพง

เปิดนิคมใหม่หลังล่าช้ามานาน

ในปี 2025 PIN ประสบปัญหาขาดแคลนที่ดินสำหรับขาย เนื่องจากเปิดตัวโครงการใหม่ล่าช้า และรอการอนุมัติ EIA โดยนิคมปิ่นทอง 8 ขนาด 800 ไร่ ได้รับอนุมัติ EIA แล้ว และได้เปิดตัวใน 1Q26 ปัจจุบันยังมีนิคมอีก 2 โครงการที่อยู่ระหว่างรออนุมัติ EIA ได้แก่ ปิ่นทอง 7 ขนาด 800 ไร่ และส่วนขยายปิ่นทอง 3 ขนาด 600 ไร่ โดยทั้งสองโครงการคาดว่าจะเปิดตัวได้ในช่วง 2H26 นิคมทั้งหมดตั้งอยู่ในจังหวัดชลบุรี ในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) และห่างจากท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบังประมาณ 20–40 กิโลเมตร ปัจจุบัน PIN มีที่ดินเปล่าในมือรวมประมาณ 2,600 ไร่ ซึ่งคิดเป็นประมาณ 5 เท่าของยอด presales รายปีที่คาดการณ์ไว้

คาดยอด presales ฟื้นตัวในปี 2026F

จากการปลดล็อกอุปทานที่ดิน เราคาดว่ายอด presales จะฟื้นตัวอย่างมาก จากเพียง 105 ไร่ ในปี 2025 เป็น 500 ไร่ต่อปี ในปี 2026–28F โดยก่อนเกิดปัญหาขาดแคลนที่ดิน PIN มียอด presales ที่ 875/574 ไร่ ในปี 2023–24 แม้ PIN จะเป็นผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรมขนาดเล็ก แต่ถือเป็นผู้ประกอบการที่มีประสบการณ์ในพื้นที่ EEC มากกว่า 30 ปี โดยมุ่งเน้นลูกค้ากลุ่มผู้ผลิตขนาดเล็กถึงกลาง และผู้ประกอบการในห่วงโซ่อุปทาน ผู้บริหารยังคงเห็นความต้องการซื้อที่ดินจากนักลงทุนจีนอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มเครื่องจักร ชิ้นส่วนอุตสาหกรรม และดาต้าเซ็นเตอร์

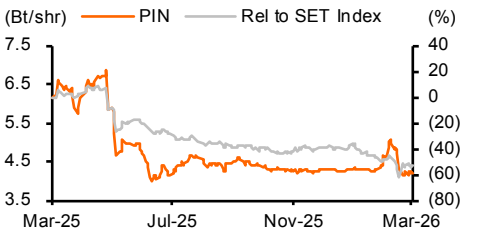
ราคาเป้าหมาย SOTP/NAV ที่ 5.6 บาทต่อหุ้น

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย SOTP-derived NAV-based ของ PIN เป็น 5.6 บาท (จาก 4.5 บาท) สะท้อนการฟื้นตัวของยอด presale ที่ดินหลังจากมีการเปิดตัวนิคมใหม่ตามที่กล่าวข้างต้น โครงสร้าง NAV ของเราประกอบด้วย 3.8 บาท/หุ้น จากมูลค่าที่ดิน (หักหนี้รวมแล้ว), 0.8 บาท จากธุรกิจสาธารณูปโภค, 0.8 บาท จากธุรกิจให้เช่าโรงงาน และ 0.2 บาท จากการลงทุนใน REIT ที่ราคาหุ้น 4.2 บาท ปัจจุบัน PIN ซื้อขายอยู่ที่เพียงประมาณ 75% ของมูลค่า NAV ของเรา ทั้งที่ใช้สมมติฐานค่อนข้างระมัดระวัง โดยให้ส่วนลด 30% สำหรับที่ดินพัฒนาแล้ว และประเมินมูลค่าที่ดินเปล่าที่ราคาทุน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	1,290	2,278	3,457	3,619
Net profit	497	728	1,182	1,253
Consensus NP	—	na	na	na
Diff frm cons (%)	—	*na*	*na*	*na*
Norm profit	276	676	1,182	1,253
Prev. Norm profit	—	648	964	1,011
Chg frm prev (%)	—	*4.3*	*22.6*	*23.9*
Norm EPS (Bt)	0.24	0.58	1.02	1.08
Norm EPS grw (%)	(84.3)	144.5	74.9	6.0
Norm PE (x)	17.6	7.2	4.1	3.9
EV/EBITDA (x)	19.3	9.9	5.4	4.2
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
Div yield (%)	5.1	7.5	12.1	12.9
ROE (%)	6.1	14.8	23.1	21.6
Net D/E (%)	80.3	52.0	45.2	21.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 13-Mar-26 (Bt)	4.20
Market Cap (US$ m)	150.9
Listed Shares (m shares)	1,160.0
Free Float (%)	19.1
Avg Daily Turnover (US$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	6.85/4.00
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Pinthong Holding Co.,Ltd. & Patamavorakulchai Family 53%

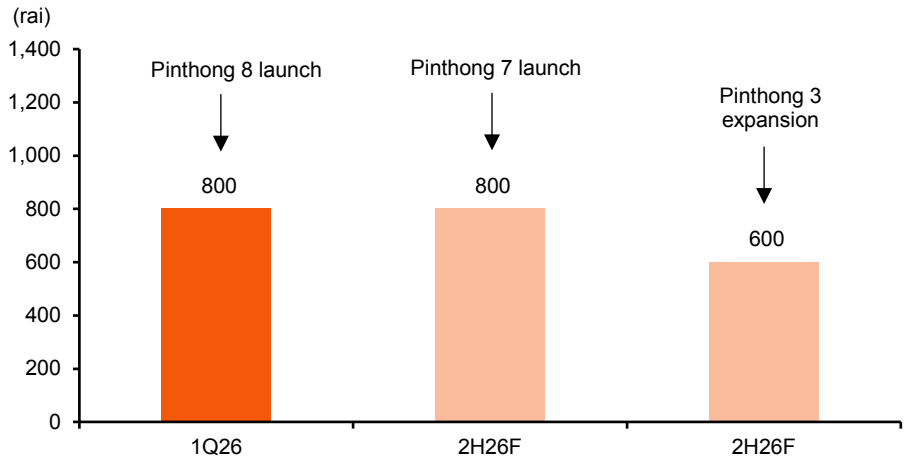
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

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

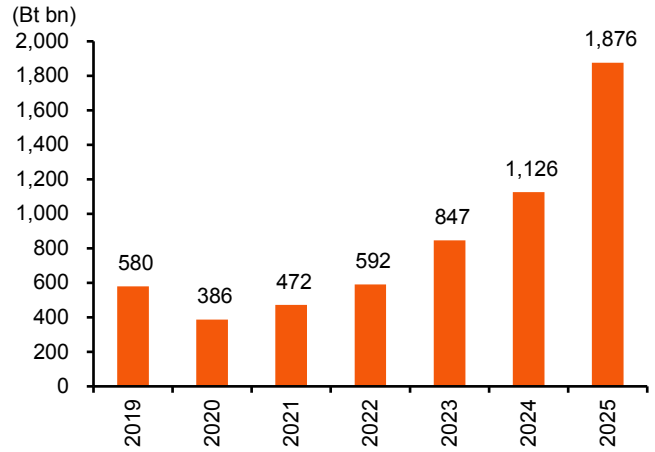
Thanachart Securities

Ex 1: New Estate Launches



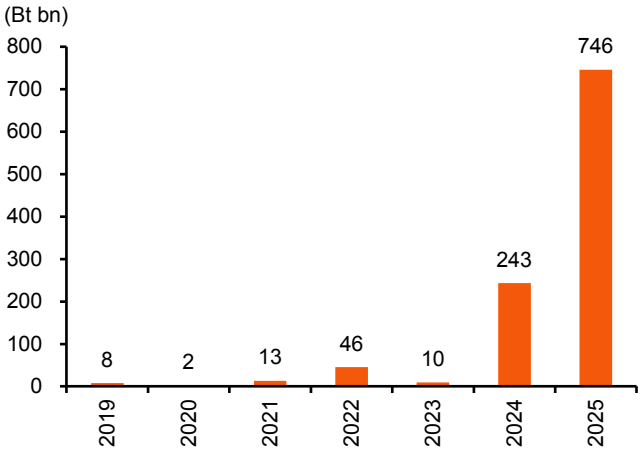
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Total BOI Application Value



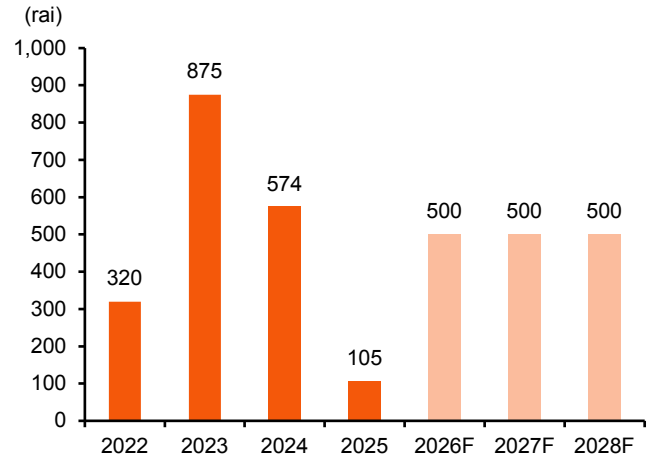
Source: Board of Investment

Ex 3: BOI Application Value In Digital Technology Sector



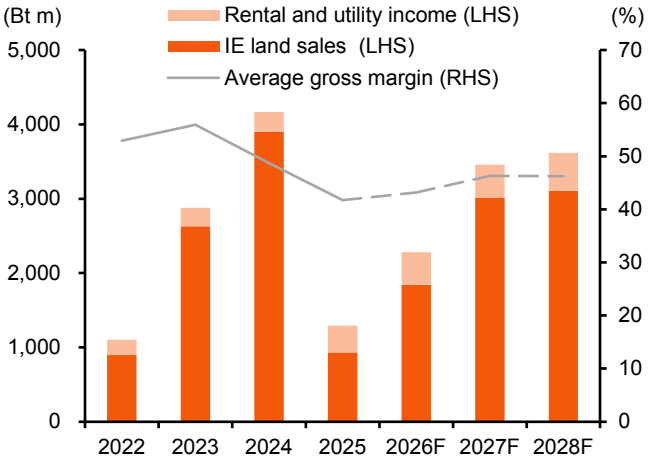
Source: Board of Investment

Ex 4: Presales Forecasts



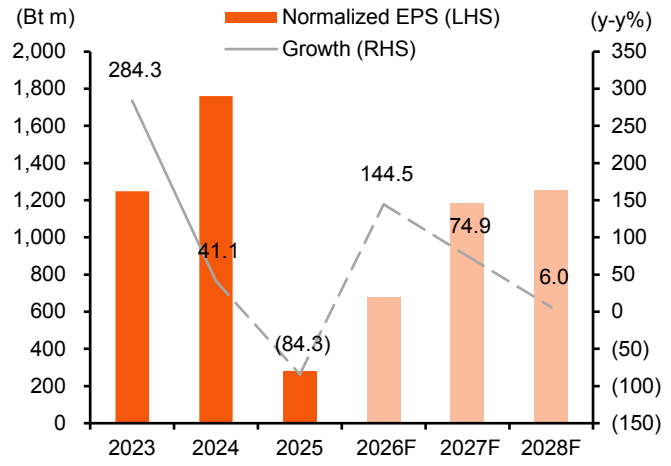
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue And Gross Margin Forecasts



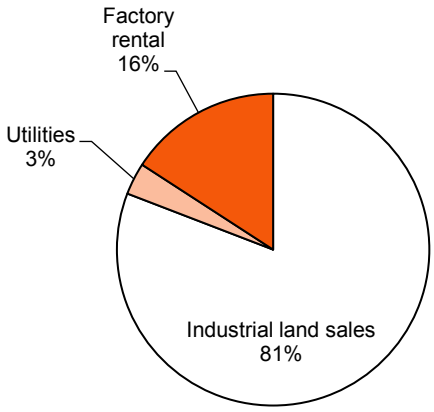
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 145/75/6% Earnings Growth In 2026-28F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 2026F EBIT And Equity Income Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Key Earnings Revisions

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Industrial land presales (rai)						
- New	875	574	105	500	500	500
- Old				400	400	400
Land transfer revenue (Bt m)						
- New	2,630	3,901	930	1,842	3,014	3,104
- Old				1,753	2,416	2,488
- Change (%)				*5.1*	*24.8*	*24.8*
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,248	1,761	276	676	1,182	1,253
- Old				648	964	1,011
- Change (%)				*4.3*	*22.6*	*23.9*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: High NAV-derived SOTP-based TP Of Bt5.6

	New			Old		
	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	SOTP (%)	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	SOTP (%)
Industrial estates*	4,436	3.8	68	3,348	2.8	63
Utilities	919	0.8	14	644	0.6	13
Warehouse/factory rental	887	0.8	14	1,003	0.9	19
REIT investment	282	0.2	4	282	0.2	5
Total equity value	**6,523**	**5.6**	**100**	**5,277**	**4.5**	**100**

Sources: Company data, 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.

Valuation Comparison

Ex 10: Comparison With Regional Peers

			EPS growth		—— PE ——		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
Name	**BBG code**	**Country**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	(1.3)	15.7	10.7	9.3	1.8	1.6	11.2	9.6	4.6	5.2
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	3.6	5.6	6.0	5.7	0.3	0.3	6.8	6.4	na	na
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	3.2	(0.5)	5.2	5.2	0.5	0.5	3.5	3.4	4.8	5.2
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	81.3	8.3	6.6	6.1	0.2	0.2	7.6	7.1	na	na
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	4.9	10.4	6.6	6.0	0.7	0.6	4.8	4.3	4.3	4.7
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	1.8	2.9	5.8	5.7	0.5	0.4	6.0	5.8	2.0	2.2
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	167.5	16.0	13.8	11.9	0.9	0.9	6.2	5.7	1.0	1.6
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	21.5	3.5	5.2	5.1	0.8	0.7	5.8	5.1	7.6	7.9
Pinthong Industrial Park *	PIN TB	Thailand	144.5	74.9	7.2	4.1	1.0	0.9	9.9	5.4	7.5	12.1
Rojana Industrial Park *	ROJNA TB	Thailand	(26.8)	(10.8)	8.4	9.4	0.5	0.5	4.6	4.4	3.0	2.7
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	8.8	27.8	11.1	8.7	1.5	1.4	14.2	10.2	5.4	6.9
Average			**37.2**	**14.0**	**7.9**	**7.0**	**0.8**	**0.7**	**7.3**	**6.1**	**4.5**	**5.4**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 13 March 2026 closing prices

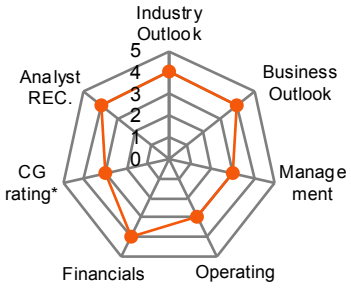
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

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

- มีแปลงที่ดินอยู่ในทำเลทอง
- ดำเนินธุรกิจในตลาดผู้เล่นน้อยราย

W — Weakness

- ธุรกิจหลักคือการขายที่ดินอุตสาหกรรมซึ่งมีความผันผวนของกำไรสูง
- มีรายได้ประจำต่ำ

O — Opportunity

- รอบการขายที่ดินใหม่ถูกขับเคลื่อนโดยความต้องการกระจายความเสี่ยงจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายจีน

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของต้นทุนที่ดินและการพัฒนา และค่าแรงที่เพิ่มสูงขึ้น
- ความเสี่ยงจากภาษีสหรัฐฯ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	-	5.60	-
Net profit 26F (Bt m)	-	728	-
Net profit 27F (Bt m)	-	1,182	-
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 0	SELL: 0

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

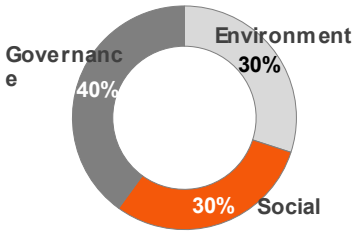
- ไม่มีโบรกอื่นที่ทำบทวิเคราะห์หุ้นตัวนี้

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

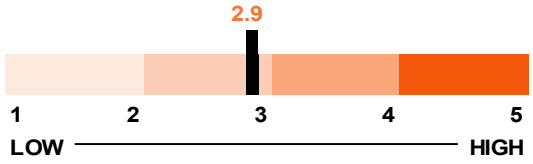
- หากการพัฒนาที่ดินในนิคมใหม่ปิ่นทอง 8 เป็นไปช้ากว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากนิคมใหม่ปิ่นทอง 7 และโครงการขยายของปิ่นทอง 3 ได้รับการอนุมัติ EIA ช้ากว่าที่คาด (2H26F) จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากยอดขายที่ดินและอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคำแนะนำของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
PIN	-	-	-	**2.86**	-	-	**3.0**

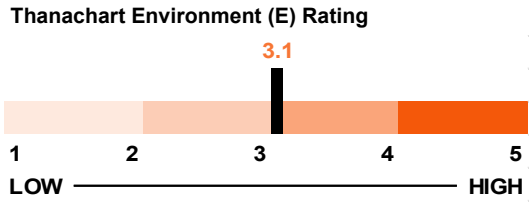
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)
MSCI ESG Research LLC, ESG Book,, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” in the following back page.

ESG Summary

- PIN เป็นผู้พัฒนาที่ดินนิคมอุตสาหกรรมขนาดกลางในพื้นที่ EEC โดยรายได้สูงสุดถึงประมาณ 90% มาจากการขายที่ดิน ส่วนที่เหลือมาจากธุรกิจบริหารจัดการน้ำและโรงงานให้เช่า
- เราให้คะแนน ESG ของ PIN อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมเล็กน้อยที่ 3.0 โดยด้านสิ่งแวดล้อม และสังคม เป็นจุดแข็งของบริษัท ขณะที่ด้านธรรมาภิบาลเป็นจุดที่อ่อนที่สุด
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ PIN อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.1 สะท้อนถึงความแข็งแกร่งในการบริหารจัดการน้ำ ขณะที่ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมอื่นๆ อยู่ในระดับปานกลาง และการจัดการของเสียยังถือว่าค่อนข้างอ่อนแอเมื่อเทียบกับด้านอื่น
- ด้านสังคม (S) ได้คะแนน 3.1 เช่นกัน โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการบริหารความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่มีเสถียรภาพ นโยบายด้านสิทธิมนุษยชนที่ชัดเจน และสถิติอุบัติเหตุที่อยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม การพัฒนาบุคลากร และการเปิดเผยข้อมูลผลกระทบต่อชุมชน ยังเป็นประเด็นที่ควรปรับปรุง
- ด้านธรรมาภิบาลเป็นจุดที่อ่อนที่สุดในโครงสร้าง ESG ของ PIN โดยเราให้คะแนนค่อนข้างต่ำที่ 2.5 สะท้อนถึงข้อจำกัดในโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท ความเสี่ยงจากการได้รับผลกระทบโดยตรงจากมาตรการภาษีนำเข้าของสหรัฐ (US tariff risks) รวมถึงความกังวลด้านความยั่งยืน เนื่องจากบริษัทพึ่งพารายได้จากการขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเป็นหลัก และเคยประสบปัญหาขาดแคลนที่ดินในอดีต

Sector: Property & Construction | Property Dev.

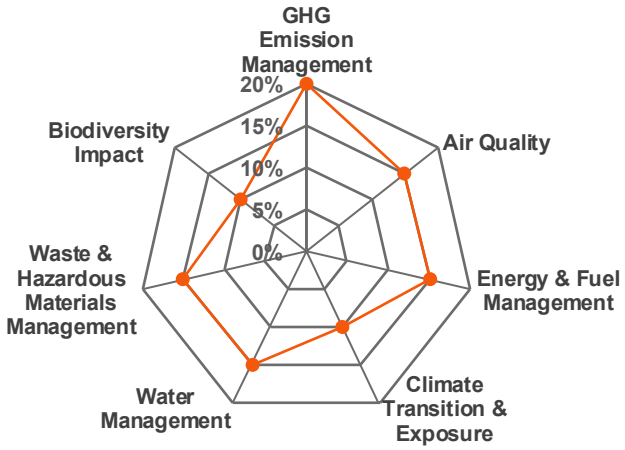
We assign PIN a decent E score of 3.1, reflecting strong water management supported by robust wastewater treatment and diversified water sourcing, moderate GHG, energy, and biodiversity management, and weak waste management due to limited recycling performance and disclosure.



ENVIRONMENT

- **GHG Emission Management**
- **Air Quality**
- **Energy & Fuel Management**
- **Climate Transition & Exposure**
- **Water Management**
- **Waste & Hazardous Materials Management**
- **Biodiversity Impact**

SCALE WEIGHTING



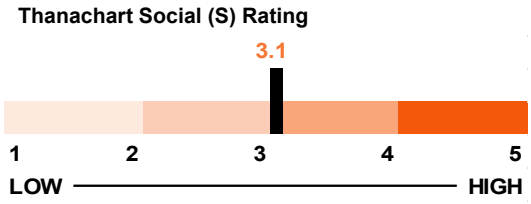
Our Comments

- We assign PIN an Environment (E) score of 3.1, broadly in line with sector peers.
- Water management is a key strength, in our view. PIN demonstrates robust water resource management through diversified water sources (surface reservoirs and private suppliers), no reliance on groundwater, and 100% compliance with wastewater treatment requirements under EIA monitoring. Notably, all treated wastewater is discharged only to surface water, with no discharge to groundwater or the sea, reducing contamination risks and supporting sustainable water resource management.
- GHG management is moderate as the company measures Scope 1-3 emissions and has set a long-term target to reduce Scope 1-2 emissions by 50% by 2050, using 2022 emissions of 3,579 tCO_2e as the base year. However, emissions have increased with business expansion, and the target lacks external validation (e.g., SBTi). Setting interim reduction targets and expanding renewable energy use would strengthen this area.
- Energy management is moderate, in our view. PIN has established an energy management policy, monitors electricity consumption, and set a target to reduce purchased electricity by 5% by 2028. The company has also begun integrating renewable energy (4.8% of total electricity use in 2024). However, renewable adoption remains relatively limited, suggesting room for further expansion.
- Biodiversity management is also moderate. PIN promotes green spaces and reforestation across its estates in line with EIA requirements, with 905 rai planted in 2024 (9% progress toward its plan). However, initiatives remain largely limited to tree planting, with limited disclosure on biodiversity monitoring or ecosystem protection.
- Waste management is relatively weak. Although the company has introduced waste reduction initiatives and set a 10% reduction target, recycling performance remains limited, with only 8% of total waste being reused or recycled in 2024 and no hazardous waste recycling. Waste data disclosure is also relatively recent, limiting visibility on long-term performance. Moreover, disclosure appears to focus mainly on internal office waste rather than tenant waste management, which is a key environmental aspect for industrial estate operators.

Sources: Thanachart, Company data

Sector: Property & Construction | Property Dev.

We assign PIN a decent Social (S) score of 3.1, reflecting stable operational and workplace practices supported by solid human rights policies and low incident records, although workforce development and community impact disclosure remain areas for improvement.



SOCIAL

- **Human Rights & Community Relations**
- **Customer Welfare**
- **Operational Risk Management**
- **Health, Safety & Well-being**

SCALE WEIGHTING

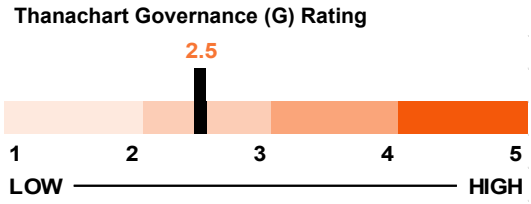
Our Comments

- We assign PIN a Social (S) score of 3.1, broadly in line with sector peers.
- Operational risk management is relatively strong. PIN maintains operational preparedness and emergency response mechanisms to support business continuity across its industrial estates. The company reported no significant operational disruptions, cybersecurity incidents, or major disputes with tenants or communities.
- Human rights management is solid. PIN has established a human rights policy aligned with international frameworks such as the ILO and UN Global Compact, covering employee rights, migrant labor, non-discrimination, and community rights. No significant incidents related to human rights violations, labor disputes, customer complaints, community conflicts, or data breaches were reported during 2022-2024.
- Workforce management is moderate. PIN maintains a formal health and safety policy and reported no workplace fatalities during 2022-2024, with only one lost-time injury recorded in 2024. However, employee development remains an area for improvement. While training hours increased to around 20 hours per employee per year, the company does not disclose a formal employee development plan integrated with performance evaluation, and training spending remains relatively small relative to revenue (<0.001%). Employee retention is also an area to monitor, with voluntary turnover rising to 15.6% in 2024 from around 11% in prior years.
- Community engagement performance is an area for improvement. PIN conducts community development initiatives around its industrial estates, including educational support for local schools, infrastructure development, and programs supporting local SMEs and vulnerable groups. However, disclosure on measurable social impact, long-term community outcomes, and structured stakeholder engagement frameworks remains limited.

Sources: Thanachart, Company data

Sector: Property & Construction | Property Dev.

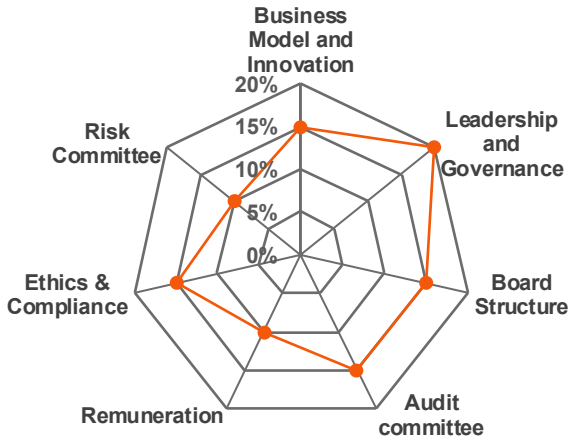
We assign PIN a weak Governance (G) score of 2.5, below the sector average of 2.9, reflecting a non-ideal board structure and concerns over the sustainability of its long-term business growth due to historical land supply shortage. The company is also exposed to business risk from US tariff policies.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

- **Business Model and Innovation**
- **Leadership and Governance**
- **Board Structure:**
- **Audit committee:**
- **Renumeration:**
- **Ethics & Compliance:**
- **Risk Committee:**

SCALE WEIGHTING



Our Comments

- We assign PIN a relatively low G score of 2.5, reflecting a non-ideal board structure, rising business uncertainty from potential US tariff policy changes under the current administration, and concerns over the sustainability of its long-term growth due to the company's historical land supply shortage.
- Business sustainability is a key concern in our view. The company's recent land supply shortage has caused earnings hiccups and raised concerns over the sustainability of its long-term growth. Also, around 80–90% of PIN's 2026–27F EBIT is expected to be driven by industrial estate land sales, making earnings highly sensitive to geopolitical developments.
- Board structure is another weakness. The board comprises nine directors, all male, with a relatively high average age of around 67. In addition, only four out of nine directors (44%) are independent, below the ideal ratio of two-thirds. However, the chairman is independent, which partially supports board oversight and governance balance.
- Audit and internal control frameworks are solid. The company maintains an internal audit function and engages external auditors to review financial statements, supporting transparency and financial reliability.
- Ethics & compliance practices are relatively strong. PIN has established comprehensive policies covering anti-corruption, conflict of interest, whistleblowing protection, insider trading prevention, and information security. The company also maintains a formal code of conduct and anti-bribery framework applicable to directors, executives, and employees. No significant incidents related to corruption or regulatory violations have been reported.

Sources: Thanachart, Company data

We project core earnings to recover with 145/75/6% growth in 2026-28F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	4,167	1,290	2,278	3,457	3,619
Cost of sales	2,138	752	1,294	1,857	1,944
Gross profit	**2,029**	**539**	**984**	**1,600**	**1,675**
% gross margin	48.7%	41.7%	43.2%	46.3%	46.3%
Selling & administration expenses	236	225	263	307	318
Operating profit	**1,794**	**314**	**721**	**1,293**	**1,356**
% operating margin	43.0%	24.3%	31.6%	37.4%	37.5%
Depreciation & amortization	80	120	21	62	103
EBITDA	**1,874**	**434**	**741**	**1,355**	**1,459**
% EBITDA margin	45.0%	33.6%	32.5%	39.2%	40.3%
Non-operating income	98	60	53	81	84
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(19)	(20)	(23)	(61)	(49)
Pre-tax profit	**1,872**	**354**	**751**	**1,313**	**1,392**
Income tax	111	78	75	131	139
After-tax profit	**1,761**	**276**	**676**	**1,182**	**1,253**
% net margin	42.3%	21.4%	29.7%	34.2%	34.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(27)	221	52	0	0
NET PROFIT	**1,734**	**497**	**728**	**1,182**	**1,253**
Normalized profit	**1,761**	**276**	**676**	**1,182**	**1,253**
EPS (Bt)	1.5	0.4	0.6	1.0	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.5	0.2	0.6	1.0	1.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	7,230	6,832	7,564	7,939	7,036
Cash & cash equivalent	556	304	550	550	550
Account receivables	41	56	31	47	50
Inventories	6,305	6,122	6,364	6,402	5,452
Others	327	351	619	940	984
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,549	0	479	918	1,315
Other assets	17	14	19	24	25
Total assets	**8,796**	**6,846**	**8,063**	**8,881**	**8,376**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	569	2,090	1,832	1,937	1,338
Account payables	138	119	85	122	128
Bank overdraft & ST loans	150	160	303	302	186
Current LT debt	25	1,721	1,291	1,288	791
Others current liabilities	256	90	153	224	234
Total LT debt	**3,480**	**1,913**	**1,435**	**1,432**	**880**
Others LT liabilities	13	(1,505)	27	40	41
Total liabilities	**4,062**	**2,499**	**3,295**	**3,409**	**2,260**
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	0	0	0	0	0
Retained earnings	**2,762**	**2,375**	**2,796**	**3,500**	**4,144**
Shareholders' equity	4,734	4,347	4,768	5,472	6,116
Liabilities & equity	**8,796**	**6,846**	**8,063**	**8,881**	**8,376**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,872	354	751	1,313	1,392
Tax paid	(80)	(90)	(64)	(77)	(145)
Depreciation & amortization	80	120	21	62	103
Chg In w orking capital	(1,986)	151	(252)	(17)	953
Chg In other CA & CL / minorities	(515)	(231)	(263)	(303)	(29)
Cash flow from operations	**(628)**	**303**	**193**	**977**	**2,273**
Capex	(651)	1,429	(500)	(500)	(500)
Right of use	6	2	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	343	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(51)	280	103	7	1
Cash flow from investments	**(353)**	**1,711**	**(397)**	**(493)**	**(499)**
Debt financing	1,700	139	(764)	(7)	(1,166)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(684)	(882)	(307)	(477)	(609)
Warrants & other surplus	22	(3)	0	0	0
Cash flow from financing	**1,037**	**(745)**	**(1,072)**	**(484)**	**(1,774)**
Free cash flow	**(981)**	**2,014**	**(204)**	**484**	**1,774**

VALUATION

We expect yield to improve with earnings and project 7.5/12.1% yields in 2026-27F

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	2.8	17.6	7.2	4.1	3.9
Normalized PE - at target price (x)	3.7	23.5	9.6	5.5	5.2
PE (x)	2.8	9.8	6.7	4.1	3.9
PE - at target price (x)	3.7	13.1	8.9	5.5	5.2
EV/EBITDA (x)	4.3	19.3	9.9	5.4	4.2
EV/EBITDA - at target price (x)	5.1	23.0	12.1	6.6	5.3
P/BV (x)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
P/CFO (x)	(7.8)	16.1	25.3	5.0	2.1
Price/sales (x)	1.2	3.8	2.1	1.4	1.3
Dividend yield (%)	18.1	5.1	7.5	12.1	12.9
FCF Yield (%)	(20.1)	41.3	(4.2)	9.9	36.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	0.2	0.6	1.0	1.1
EPS	1.5	0.4	0.6	1.0	1.1
DPS	0.8	0.2	0.3	0.5	0.5
BV/share	4.1	3.7	4.1	4.7	5.3
CFO/share	(0.5)	0.3	0.2	0.8	2.0
FCF/share	(0.8)	1.7	(0.2)	0.4	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Manageable balance sheet

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	44.9	(69.0)	76.5	51.8	4.7
Net profit (%)	28.0	(71.3)	46.3	62.4	6.0
EPS (%)	28.0	(71.3)	46.3	62.4	6.0
Normalized profit (%)	41.1	(84.3)	144.5	74.9	6.0
Normalized EPS (%)	41.1	(84.3)	144.5	74.9	6.0
Dividend payout ratio (%)	50.9	50.4	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	48.7	41.7	43.2	46.3	46.3
Operating margin (%)	43.0	24.3	31.6	37.4	37.5
EBITDA margin (%)	45.0	33.6	32.5	39.2	40.3
Net margin (%)	42.3	21.4	29.7	34.2	34.6
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.6	0.6	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	95.2	16.0	30.9	21.3	27.7
Interest coverage - EBITDA (x)	99.4	22.1	31.8	22.3	29.8
ROA - using norm profit (%)	23.5	3.5	9.1	13.9	14.5
ROE - using norm profit (%)	41.9	6.1	14.8	23.1	21.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	41.9	6.1	14.8	23.1	21.6
- asset turnover (x)	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	45.4	29.0	34.0	39.7	39.8
- leverage (x)	1.8	1.7	1.6	1.7	1.5
- interest burden (%)	99.0	94.8	97.0	95.6	96.6
- tax burden (%)	94.1	78.0	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	33.0	3.1	8.3	16.1	15.4
NOPAT (Bt m)	1,687	245	649	1,164	1,221
invested capital (Bt m)	7,833	7,837	7,247	7,945	7,423

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. 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

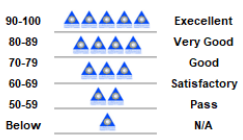
ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with 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 information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

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

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.

“บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาต") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited (“TNS”) using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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)

Thanachart Research Team

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

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, 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, 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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
โชติ เหรียญกิตติวัฒน์
chod.rea@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