BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.50 (From: Bt 6.00)

Upside : 16.1%

WHA Utilities & Power Pcl (WHAUP TB)

ฐานรายได้เติบโตตามแนวโน้ม FDI

NUTTAPOP PRASITSUKSANT
662-779-9119
nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

เรามองข้ามการหดตัวกำไรในปีนี้และคงคำแนะนำ “ซื้อ” WHAUP บนการเติบโตระยะยาวตามความต้องการใช้น้ำและไฟฟ้าสีเขียว หนุนโดยการลงทุน FDI และดาต้าเซ็นเตอร์ที่แข็งแกร่ง เราปรับ TP เป็น 6.5 บาท หลังจากรวมโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ขนาดใหญ่ใหม่ในนิคมของ WHA เข้าในประมาณการ

กำไรเติบโตสม่ำเสมอตามแนวโน้ม FDI; คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคงแนะนำ “ซื้อ” WHAUP แม้คาดกำไรปี 2026F ลดลง 6% เนื่องจาก 1) เรามองการอ่อนตัวนี้เป็นเพียงปัจจัยลบระยะสั้นในปีนี้ ซึ่งมีการหยุดเดินเครื่องนอกแผนของโรงไฟฟ้า IPP Gheco-1 และอัตรากำไร SPP ที่หดตัวจากผลกระทบของต้นทุนราคาพลังงานที่สูงขึ้นช่วงสงครามอิหร่าน 2) WHAUP ยังเป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์หลักจาก การลงทุน FDI ที่เติบโตต่อเนื่อง โดยเราคาด EPS เติบโตได้ 36/7% ในปี 2027-28F จากความต้องการใช้น้ำและไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้น 3) WHAUP มีการรับรู้ทั้งรายได้ก้อนใหญ่ล่วงหน้าของค่าบริการ “กำลังการผลิตน้ำส่วนเกิน” และรายได้ประจำระยะยาวจากการให้บริการน้ำ และสาธารณูปโภคอื่นแก่อุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในไทยที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว และ 4) เราปรับราคาเป้าหมาย (2026F) ขึ้นเป็น 6.5 บาทต่อหุ้น (จาก 6.0 บาท) แม้ปรับกำไรปี 2026-28F ลง 27/10/5% จากการอ่อนตัวระยะสั้นของกำไรธุรกิจไฟฟ้า เนื่องจากเราได้รวมลูกค้าดาต้าเซ็นเตอร์ใหญ่รายใหม่ในนิคมฯ ของ WHA หลังจากที่ WHA เริ่มสื่อสารถึงโอกาสการขายที่ดินราว 700 ไร่ให้โครงการดาต้าเซ็นเตอร์รายใหญ่ในช่วงปี 2027F

ธุรกิจหลักยังแข็งแกร่ง แม้มีแรงกดดันระยะสั้น

เราคาดกำไรของ WHAUP จะลดลง 6% ในปี 2026F จากแรงกดดันหลัก 2 ประการ คือ 1) โรงไฟฟ้าถ่านหิน IPP Gheco-1 กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 231MW หยุดเดินเครื่องเกือบตลอดทั้งไตรมาส 1Q26 2) เราคาดว่าอัตรากำไร spark margin ของโรงไฟฟ้าก๊าซ SPP รวมกำลังการผลิตสัดส่วนการถือหุ้น 261MW จะลดลง 0.98 บาทต่อหน่วย (จาก 1.08 บาท ในปี 2025) เนื่องจากเราคาดราคา pool gas จะเพิ่มขึ้น 17% จากผลของสงครามอิหร่าน ในขณะที่ราคาไฟฟ้าจะถูกตรึงไว้ค่อนข้างทรงตัว แต่เรามองปัจจัยลบดังกล่าวจะถูกชดเชยจากอีกสองธุรกิจหลักของ WHAUP ที่แข็งแรง คือ ปริมาณการให้บริการน้ำในประเทศเติบโต 9% และมีการรับรู้รายได้กำลังการผลิตน้ำส่วนเกินก้อนใหญ่ รวมถึงการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับลูกค้าเอกชนเป็น 242MW จาก 162MW ในปี 2025

คาดกำไรฟื้นตัว 36% ในปี 2027F

เราคาดกำไรจะฟื้นตัวกลับเติบโตแข็งแกร่งที่ 36/7% ในปี 2027-28F โดยนอกจากการกลับมาดำเนินงานของ Gheco-1 ตั้งแต่ในเดือนมีนาคม 2026 แล้ว เราคาดอัตรากำไร spark margin ของ SPP จะฟื้นตัวเป็น 1.09 บาทต่อหน่วยในปี 2027-28F จากต้นทุนราคาพลังงานที่ลดลง ในขณะที่ปริมาณการบริการน้ำในประเทศจะเติบโตได้ 13% ต่อปีในช่วงปี 2027-28F หนุนโดยการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรม ความต้องการใช้น้ำของโครงการดาต้าเซนเตอร์ และจำนวนลูกค้าในนิคมฯ ของ WHA ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่วนกำลังการผลิตการให้บริการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ให้ลูกค้าเอกชน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นภาคอุตสาหกรรมจะเติบโตเป็น 242/298MW ในปี 2027-28F โดยมองโอกาสการได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากภาครัฐหลังการประกาศ PDP ฉบับใหม่เป็น upside

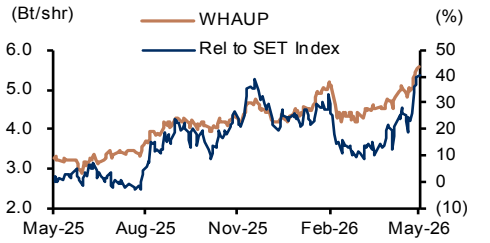
ลูกค้าดาต้าเซนเตอร์ขนาดใหญ่รายใหม่

WHAUP มีลูกค้าดาต้าเซนเตอร์ขนาดใหญ่เดิมสองราย โดยแต่ละรายมีความต้องการใช้น้ำกว่า 20 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี ซึ่งมากกว่าลูกค้าอุตสาหกรรมทั่วไปถึง 10 เท่า ซึ่งการใช้น้ำจากลูกค้าสองรายแรกนี้คาดจะทยอยเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2026F และ 2028F ตามลำดับ โดยในรายงานฉบับนี้เราได้รวมลูกค้าดาตาเซนเตอร์ขนาดใหญ่รายใหม่ในประมาณการด้วยสมมติฐานว่าจะเริ่มใช้น้ำในปี 2029F ซึ่งจะหนุนรายได้ของ WHAUP ให้เพิ่มขึ้นระยะยาว และเป็นปัจจัยสำคัญในการปรับเพิ่มราคาเป้าหมายของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,194	3,615	4,153	4,648
Net profit	1,016	1,154	1,568	1,682
Consensus NP	—	1,699	1,848	1,969
Diff frm cons (%)	—	*(32.1)*	*(15.2)*	*(14.6)*
Norm profit	1,221	1,154	1,568	1,682
Prev. Norm profit	—	1,574	1,734	1,777
Chg frm prev (%)	—	*(26.7)*	*(9.6)*	*(5.3)*
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.4	0.4
Norm EPS grw (%)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Norm PE (x)	17.5	18.6	13.7	12.7
EV/EBITDA (x)	24.8	22.4	20.1	18.4
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
Div yield (%)	4.5	4.5	4.5	4.5
ROE (%)	9.0	8.5	11.2	11.5
Net D/E (%)	112.5	138.8	145.3	147.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

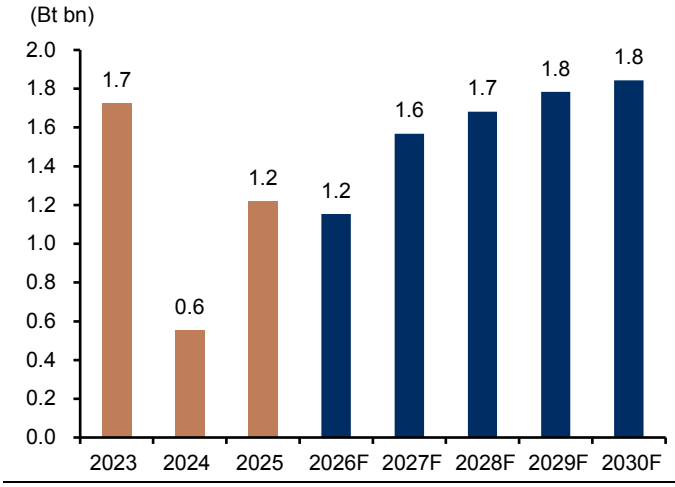
Price *as of* 25-May-26 (Bt)	5.60
Market Cap (US$ m)	659.6
Listed Shares (m shares)	3,825.0
Free Float (%)	25.6
Avg. Daily Turnover (US$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	5.45/2.90
Sector	Utilities
Major Shareholder	WHA Industrial Dev. 70.45%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P7

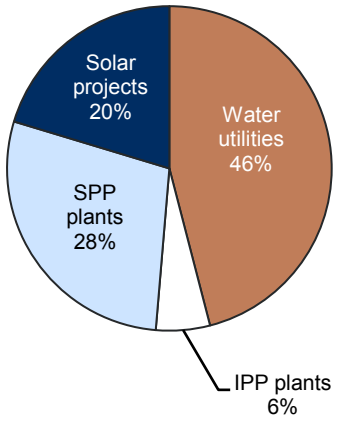
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: 2026F Earnings Weakness Just A Hiccup



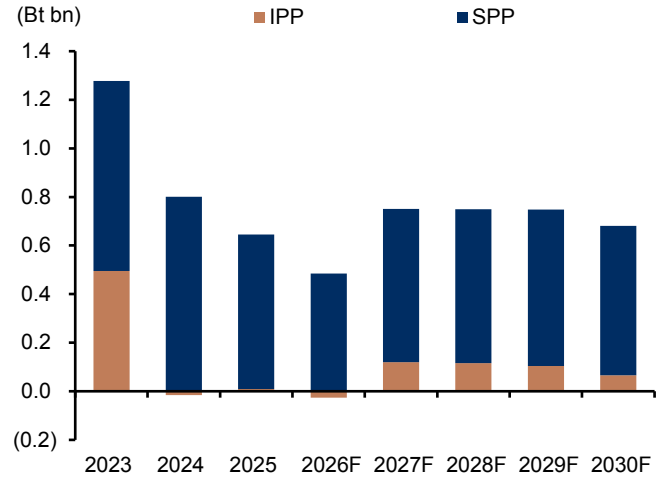
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: Estimated Normalized EBIT Breakdown (2027F)



Sources: Company data, ttb wealth estimates

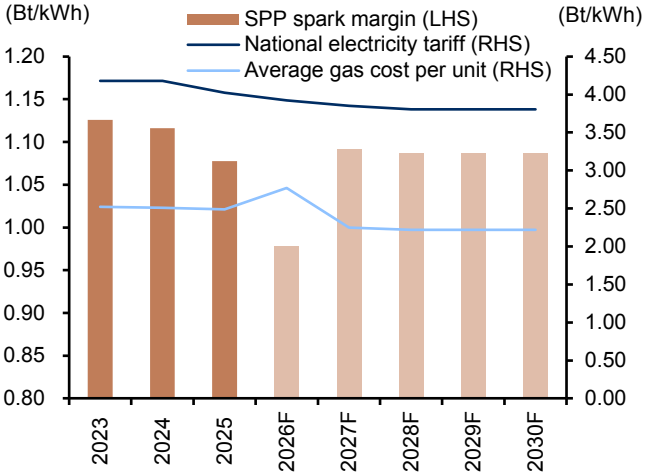
Ex 3: EBIT Contributions From Conventional Projects



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: WHAUP's IPP projects comprise 231MW Gheco-1 (coal), 36MW Glow IPP (gas), and 19MW Houay Ho (hydro).

Ex 4: SPP Margin Squeeze Amid High Global Fuel Prices



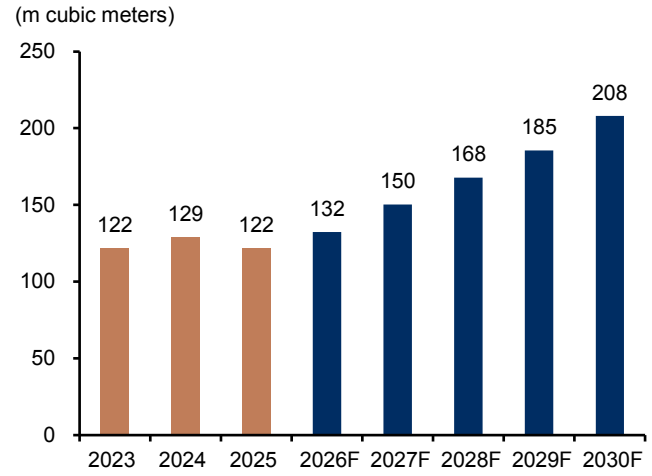
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: Key SPP Assumption Changes

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Blended spark margin (Bt/kWh)					
New	1.12	1.08	0.98	1.09	1.09
Old			1.10	1.12	1.12
National electricity tariff (Bt/kWh)					
New	4.18	4.02	3.92	3.85	3.80
Old			3.76	3.60	3.65
Change (%)			4.3	6.9	4.2
Gas pool prices (Bt/mmbtu)					
New	304	289	337	271	268
Old			260	260	255
Change (%)			29.8	4.4	5.1

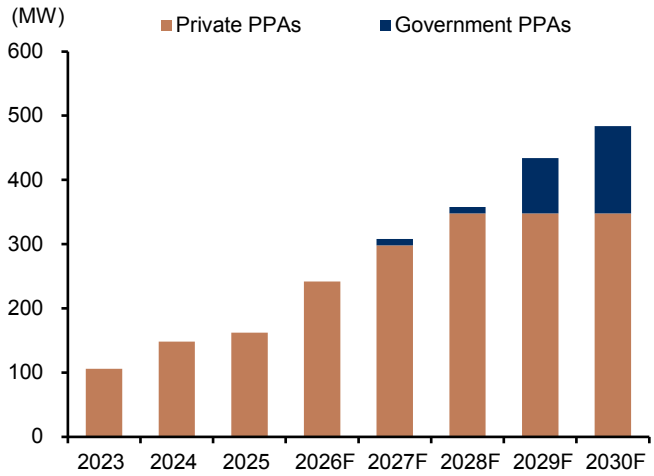
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: Growing Domestic Water Service Volume



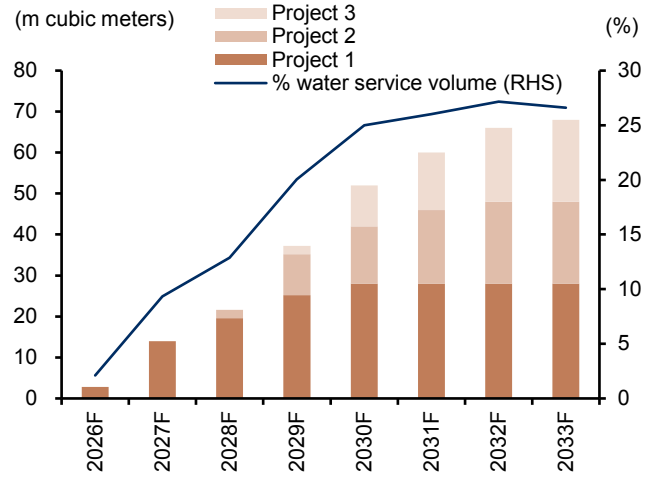
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 7: Expanding Solar Capacity In Thailand



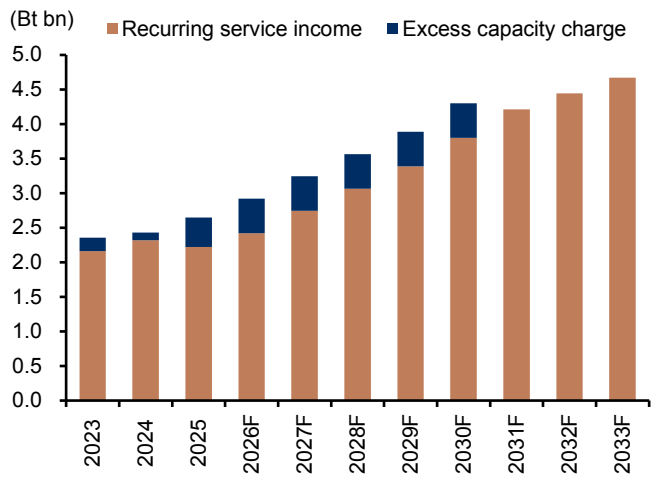
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 8: Water Demand From Large-Scale Data Centers



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 9: Domestic Water Services Revenue



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	1,803	2,102	2,366	2,528	2,681	2,907	3,080	3,118	3,141	3,159	3,176	3,192	
Free cash flow	(1,896)	(452)	(56)	1,603	1,016	(4,559)	2,162	2,199	2,222	2,238	2,254	2,270	39,879
PV of free cash flow	(1,896)	(427)	(50)	1,343	802	(3,395)	1,518	1,455	1,386	1,316	1,250	1,186	24,970

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
WACC (%)	6.1
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	31,355
Net debt	15,184
Minority interest	0
Equity value	16,171
# of Shares	3,825
Equity Value / Share	**4.23**

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
Plus value from affiliates				
- Utilities business in Vietnam	DCF	10.0%	665	0.17
- SPP projects in Thailand	DCF	8.2-8.7%	6,436	1.68
- Gheco-1	DCF	15.0%	1,039	0.27
- Glow IPP	DCF	8.0%	42	0.01
- Houay Ho	DCF	8.0%	148	0.04
- Other renewables	DCF	7.8-9.4%	377	0.10
Total				**2.28**
Grand total				**6.50**

Sources: ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Comparison With Regional Peers

			EPS growth		—— PE ——		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
Name	BBG code	Market	26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	12.7	(7.9)	16.7	18.1	1.1	1.1	na	45.7	4.1	4.1
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(22.0)	5.5	14.7	13.9	0.8	0.8	11.5	11.0	4.2	4.6
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(9.6)	2.3	8.3	8.1	0.8	0.8	8.2	7.8	4.8	5.0
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	2.3	2.4	16.8	16.4	1.7	1.6	10.1	9.8	4.2	4.2
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	3.3	3.7	21.0	20.2	1.5	1.5	35.7	46.4	4.4	4.4
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(15.6)	3.6	9.4	9.0	0.9	0.9	10.1	9.7	4.7	5.0
Tata Power	TPWR IN	India	1.3	14.4	31.5	27.5	3.4	3.1	14.1	12.2	0.6	0.6
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	13.4	4.2	17.3	16.6	1.5	1.5	7.6	7.2	3.7	3.9
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(15.2)	na	15.1	na	1.5	1.5	8.6	7.8	2.4	2.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(11.1)	4.2	15.7	15.1	1.5	1.4	10.1	9.4	2.0	2.0
Manila Electric	MER PM	Philippines	8.2	10.2	12.7	11.5	3.5	3.1	11.0	9.8	4.6	4.9
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	17.6	21.3	9.4	7.7	0.6	0.6	19.3	15.5	4.4	4.4
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.3)	126.9	44.5	19.6	1.1	1.1	11.6	10.8	3.1	3.6
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	34.3	4.0	8.3	8.0	0.7	0.6	12.3	10.1	5.0	5.0
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(0.5)	2.2	8.3	8.1	0.6	0.6	8.9	8.9	3.8	3.8
Energy Absolute Pcl*	EA TB	Thailand	41.3	(52.2)	6.1	12.8	0.3	0.3	6.4	6.7	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	46.5	(1.5)	6.6	6.7	0.5	0.5	25.9	26.0	5.6	5.6
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	5.2	25.0	22.4	17.9	1.1	1.1	12.1	10.7	3.6	3.6
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	16.4	12.7	27.7	24.6	2.3	2.2	38.6	34.7	2.2	2.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	8.0	8.2	16.8	15.5	2.1	2.0	14.9	14.8	3.3	3.3
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	8.9	14.2	9.9	8.7	0.7	0.7	14.8	13.5	5.2	5.2
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	(5.5)	35.9	18.6	13.7	1.6	1.5	22.4	20.1	4.5	4.5
Average			**4.8**	**11.4**	**16.3**	**14.3**	**1.4**	**1.3**	**15.0**	**15.8**	**3.7**	**3.8**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 25 May 2026 closing prices

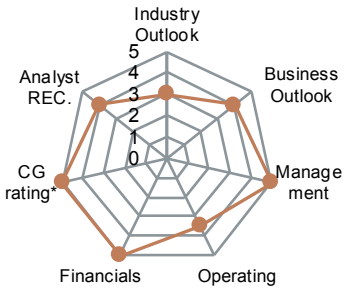
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (WHAUP) เป็นหน่วยธุรกิจลงทุนด้านสาธารณูปโภคของ กลุ่ม WHA บริษัทฯ ให้บริการโซลูชันน้ำสำหรับอุตสาหกรรม พร้อมกับการลงทุนในโครงการไฟฟ้าทั้งแบบ conventional (ดั้งเดิม) และ renewable (พลังงานทดแทน) ภายใต้สัญญา IPP, SPP และ Private PPA ส่วนใหญ่ดำเนินงานในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA โดยในปี 2025 พอร์ตการลงทุนของ WHAUP ประกอบด้วย: กำลังการผลิตน้ำอุตสาหกรรม 136 ล้านลบ.ม. ต่อปี กำลังการผลิตบำบัดน้ำเสีย 49 ล้านลบ.ม. กำลังการผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิม 528MW โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 187MW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



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

Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีสิทธิพิเศษในการให้บริการสาธารณูปโภคน้ำภายในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ที่กำลังขยายตัว
- มีบริการแบบครบวงจร ครอบคลุมน้ำอุตสาหกรรม ไฟฟ้าแบบดั้งเดิมที่มั่นคง และไฟฟ้าพลังงานสีเขียวจากพลังงานทดแทน
- มีผลงานการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในการให้บริการน้ำและไฟฟ้าที่สำคัญต่อภารกิจ (mission-critical) ด้วยมาตรฐานความน่าเชื่อถือสูง

W — Weakness

- กำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิมในไทย ซึ่งมี ศักยภาพการเติบโตจำกัด และเสี่ยงต่อความเปลี่ยนแปลงด้านนโยบาย
- ประสบการณ์โดยตรงในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมขนาดใหญ่ด้วยตัวเองจำกัด
-

O — Opportunity

- การไหลเข้ามาของ FDI และการขยายตัวของดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้น
- ความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับ การบำบัดน้ำขั้นสูง และโซลูชันพลังงานหมุนเวียน ในภาคอุตสาหกรรมต่าง ๆ
- การขยายธุรกิจนอกนิคมอุตสาหกรรมของ WHA และศักยภาพการเติบโตในเวียดนาม

T — Threat

- มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายในไทยหรือเวียดนามที่อาจกระทบต่อการไหลเข้าของ FDI และการพัฒนาภาคอุตสาหกรรม
- เผชิญกับความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และการค้าโลก ซึ่งอาจทำให้การย้ายฐานการผลิตเข้าสู่หรือออกจากภูมิภาคนี้เปลี่ยนแปลงได้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	5.74	6.50	13%
Net profit 26F (Bt m)	1,699	1,154	-32%
Net profit 27F (Bt m)	1,848	1,568	-15%
Consensus REC	**BUY: 7**	**HOLD: 1**	**SELL: 0**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2026–27F ของเรา ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด 32% และ 15% คาดเป็นเพราะเรารวมผลกระทบจากอัตรากำไรของ SPP ที่ลดลงในปีดังกล่าว
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด 13% ซึ่งน่าจะมาจากเรารวมลูกค้าดาต้าเซ็นเตอร์ขนาดใหญ่อีกรายในประมาณการ

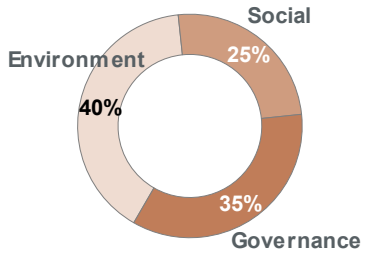
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

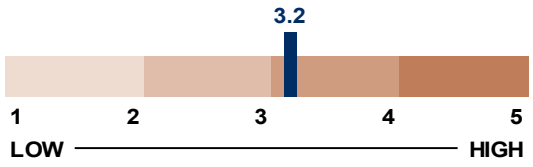
- นโยบายปรับลดค่าไฟฟ้าของรัฐบาลใหม่ที่อ่อนกว่าคาด และราคา pool gas ในประเทศที่ลดลงมากกว่าคาด ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านบวกหลักต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการใช้ไฟฟ้าและไอน้ำจากลูกค้าอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่งกว่าคาด เป็นอีกปัจจัยบวกต่อประมาณการของเรา
- การพัฒนาธุรกิจใหม่ที่เร็วกว่าคาด และให้ผลตอบแทนดีกว่าคาด ก็จะเป็น upside risk ต่อมูลค่าพื้นฐานของเราเช่นกัน

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
WHAUP	**YES**	**AAA**	**-**	**3.17**	**0**	**68.12**	**5.0**

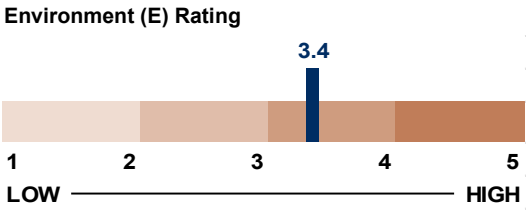
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)
MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” toward the back of this report.

ESG Summary

- บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (WHAUP) เป็นหน่วยธุรกิจด้านสาธารณูปโภคและไฟฟ้าของกลุ่ม WHA ให้บริการน้ำอุตสาหกรรม, การบำบัดน้ำเสีย และการจ่ายไฟฟ้า ส่วนใหญ่ภายในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ในไทยและเวียดนาม สำหรับธุรกิจไฟฟ้า WHAUP ใช้รูปแบบบริษัทร่วมทุน (JV) ร่วมลงทุนในโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ กับผู้พัฒนาในท้องถิ่นชั้นนำ โดยถือหุ้น 5–35% ขณะเดียวกันยังพัฒนาโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ผ่านบริษัทย่อยของตัวเอง ด้วยเหตุนี้ เรามองว่าโมเดลธุรกิจของ WHAUP เชื่อมโยงกับธีม ESG และการลงทุนอย่างยั่งยืน ได้แก่ การหมุนเวียนและฟื้นฟูน้ำ และการผลิตไฟฟ้าพลังงานสีเขียว
- เราให้คะแนน ESG แก่ WHAUP ที่ระดับค่อนข้างดีที่ 3.2 หนุนโดยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) ที่ดีที่ 3.4 แต่ถูกลดทอนบางส่วนจากคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ที่อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8
- เรามองว่าด้านสิ่งแวดล้อม (E) เป็นจุดแข็งสำคัญ WHAUP มีบทบาทในการหมุนเวียนน้ำ (water circularity) และการขยายโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ซึ่งช่วยให้ลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรมสามารถใช้น้ำสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero water usage) และลดการปล่อยคาร์บอน แม้ยังมีสินทรัพย์ก๊าซและถ่านหินดั้งเดิมร่วมทุนอยู่บ้าง แต่ WHAUP ยังคงขยายสัดส่วนพลังงานทดแทน และดำเนินมาตรการลดคาร์บอนภายในกิจการของตนเอง
- ด้านสังคม (S) ของ WHAUP มีความแข็งแกร่งเช่นกัน หนุนโดยความน่าเชื่อถือในการดำเนินงานสูง ซึ่งการจ่ายไฟฟ้าและน้ำบำบัดอย่างต่อเนื่องถือเป็นสิ่งสำคัญสำหรับลูกค้า บริษัทยังมีระบบความปลอดภัยที่เป็นโครงสร้าง และมีส่วนร่วมอย่างสร้างสรรค์กับชุมชนรอบข้าง
- คะแนนด้านสังคม (G) ดูจะเพียงพอในแง่ของกลไกการปฏิบัติตามกฎระเบียบและการกำกับดูแล อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดด้านความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการถือครองหุ้นที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่ม WHA จำกัดความสามารถของบริษัทในการปฏิบัติตามมาตรฐานแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดระดับโลกอย่างเต็มที่ในมุมมองของเรา

Sector: Resources | Energy & Utilities

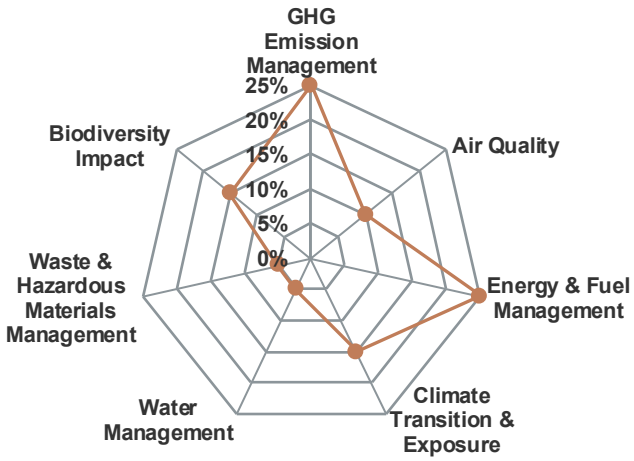
We assign WHAUP a decent E score of 3.4, supported by its core businesses in water utilities and solar power generation. These are major enablers of net-zero water consumption and carbon reduction in Thailand's industrial sector, offering a solid decarbonization roadmap for its operations.



ENVIRONMENT

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

SCALE WEIGHTING



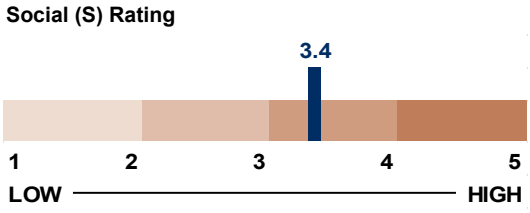
Our Comments

- We assign a decent 3.4 E score for WHAUP to reflect our view that its core water services and expanding green electricity supply are structurally aligned with global climate transition pathways.
- WHAUP's water management solutions business is its core environmental competitive strength. Its wastewater recycling service is an enabler for potential net-negative water consumption for industrial customers, while its use of reclaimed water as a primary input for industrial water supply services supports circular water usage within industrial estates and enhances its owned sustainability profile.
- For the power generation segment, WHAUP is accelerating solar capacity expansion through both private PPAs and public contracts. This renewable growth meaningfully offsets its legacy exposure to eight gas-fired power plants and one coal power project that operate under a joint-venture model.
- The company is also developing its own solar farms and rooftop solar projects to increase the share of renewables in electricity consumption for its internal operations.
- We raise a modest concern about WHAUP's expanding value-added water services, i.e., clarified and demineralized water, which involve intensive chemical usage. We will continue to monitor the company's hazardous waste handling and water treatment performance. That said, we view this as a tail risk, given WHAUP's strong regulatory compliance track record and the strict quality standards required by its customers.
- We believe WHAUP's operations have a limited biodiversity impact, as most assets are located within approved industrial estates that have already undergone environmental impact assessments and regulatory approvals.

Sources: ttb wealth, Company data

Sector: Resources | Energy & Utilities

We assign WHAUP a decent 3.4 Social score for its strong track record in delivering reliable water and electricity services, which are critical to the business continuity of its industrial customers. The company also provides support to key stakeholders, including employees and local communities.



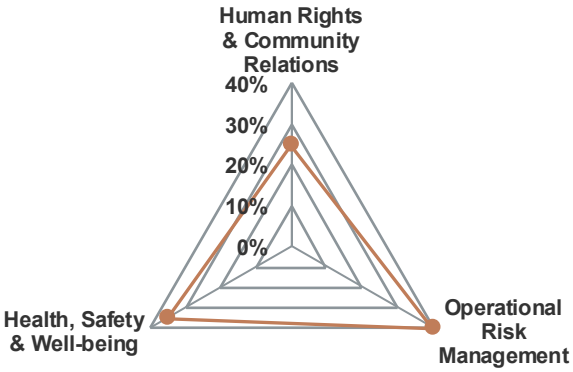
SOCIAL

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

Our Comments

- We assign a 3.4 S score to WHAUP, reflecting its highly dependable operations with services that are critical to customers in terms of continuity, reliability, and quality. The company also develops programs that support employee development and community engagement.
- As a utilities provider within industrial estates, uninterrupted electricity and treated water supply are critical for tenants' operations. WHAUP's ability to maintain reliability standards and consistent service quality represents its core social responsibility, in our view.
- The company operates under well-structured occupational health and safety systems across its power plants and water treatment facilities. Given the technical and operational nature of its businesses, workforce safety management is particularly important to us, and we see WHAUP's framework appears as being established appropriately.
- WHAUP engages local communities surrounding its water and power projects to mitigate potential social impacts. The company also supports local stakeholders via contributions to cultural activities, healthcare initiatives, and education programs, promoting shared growth alongside industrial development.
- As a result, the company has not reported any serious complaints from nearby communities, which we view as a constructive indicator of its social acceptance and operational legitimacy by locals.

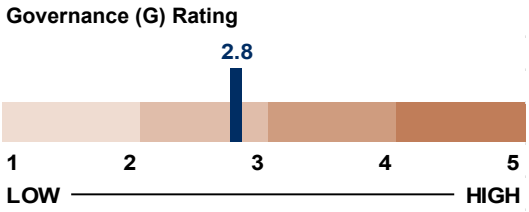
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

Sector: Resources | Energy & Utilities

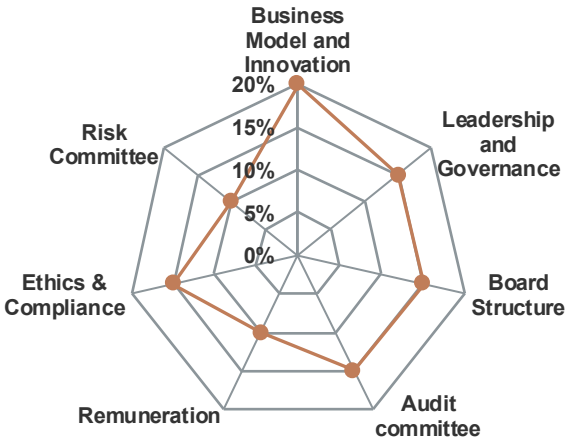
We assign a moderate 2.8 G score to WHAUP, reflecting a relatively weak board composition compared with global best practice standards. However, that is partly offset by the company's strong business sustainability, backed by an alignment of its core businesses with global megatrends, and its disciplined compliance with local regulations.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

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

SCALE WEIGHTING



Our Comments

- We assign a G score of 2.8 to WHAUP as we see its board composition still falling short of global best practices, which is partially offset by the company's well-structured sub-committee groups and its strong business sustainability.
- As a subsidiary within the WHA Group, we believe ownership concentration and high related-party exposures would require extra transparency and clear disclosure to safeguard minority shareholders.
- That said, the composition of WHAUP's board of directors has yet to meet global best practice standards with only four from 10 directors are independent members (vs. the 2/3 ideal ratio), while its board chairwoman is also the founder of its parent entity.
- On the positive side, WHAUP has well-structured sub-committee groups, including audit and risk oversight mechanisms, which provide a degree of balance and procedural discipline despite board composition constraints.
- We are satisfied with WHAUP's capital allocation and risk management discipline, reflected in its gradual expansion of core water utilities and renewable capacity, particularly in Vietnam where regulatory complexity is high. The introduction of mechanisms such as excess water surcharges for large hyperscale data centers demonstrates the company's prudent commercial structuring to protect its investment returns.
- WHAUP has demonstrated a strong operational compliance track record, maintaining constructive relationships with both industrial customers and surrounding communities, despite operating within sensitive industrial segments.
- We are also impressed by WHAUP's proactive strategic business positioning, particularly its alignment with emerging global megatrends in "Water Neutrality" (water recycling and reclamation) and "Carbon Neutrality" (private renewable energy solutions), to grow sustainably by leveraging the strong industrial estate foundation of its group.

Sources: ttb wealth, Company data

2026F earnings decline is only a near-term hiccup, in our view

Healthy balance sheet supporting expansion in both power and water

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	2,272	3,194	3,615	4,153	4,648
Cost of sales	1,872	1,884	2,041	2,340	2,610
Gross profit	**399**	**1,311**	**1,574**	**1,813**	**2,037**
% gross margin	17.6%	41.0%	43.5%	43.7%	43.8%
Selling & administration expenses	344	410	452	519	581
Operating profit	**55**	**901**	**1,122**	**1,294**	**1,456**
% operating margin	2.4%	28.2%	31.0%	31.2%	31.3%
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
EBITDA	**563**	**1,476**	**1,803**	**2,102**	**2,366**
% EBITDA margin	24.8%	46.2%	49.9%	50.6%	50.9%
Non-operating income	124	107	108	125	139
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(545)	(564)	(626)	(673)
Pre-tax profit	**(357)**	**463**	**667**	**792**	**922**
Income tax	17	92	133	158	184
After-tax profit	**(373)**	**371**	**533**	**634**	**738**
% net margin	-16.4%	11.6%	14.8%	15.3%	15.9%
Shares in affiliates' Earnings	929	851	621	934	944
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(90)	(205)	0	0	0
NET PROFIT	**465**	**1,016**	**1,154**	**1,568**	**1,682**
Normalized profit	**555**	**1,221**	**1,154**	**1,568**	**1,682**
EPS (Bt)	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	2,389	2,162	2,097	2,260	2,410
Cash & cash equivalent	1,598	1,201	1,000	1,000	1,000
Account receivables	484	616	743	853	955
Inventories	0	0	0	0	0
Others	307	345	354	407	455
Investments & loans	15,218	14,958	14,958	14,958	14,958
Net fixed assets	8,960	9,861	12,721	14,363	15,754
Other assets	4,680	4,668	5,283	6,069	6,793
Total assets	**31,247**	**31,648**	**35,059**	**37,650**	**39,915**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,912	4,600	4,918	5,408	5,789
Account payables	569	581	615	705	787
Bank overdraft & ST loans	100	150	200	218	231
Current LT debt	3,119	3,699	3,957	4,308	4,579
Others current liabilities	123	170	146	177	192
Total LT debt	**12,846**	**12,535**	**15,829**	**17,233**	**18,315**
Others LT liabilities	927	1,021	632	726	813
Total liabilities	**17,685**	**18,156**	**21,378**	**23,368**	**24,916**
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,825	3,825	3,825	3,825	3,825
Share premium	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,062	2,942	2,942	2,942	2,942
Retained earnings	**4,117**	**4,168**	**4,356**	**4,958**	**5,674**
Shareholders' equity	13,562	13,492	13,680	14,282	14,999
Liabilities & equity	**31,247**	**31,648**	**35,059**	**37,650**	**39,915**

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Power business remains the core cash flow generator

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(357)	463	667	792	922
Tax paid	(23)	(53)	(145)	(141)	(183)
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
Chg In w orking capital	55	(119)	(93)	(20)	(20)
Chg In other CA & CL / minorities	892	829	566	896	909
Cash flow from operations	**1,075**	**1,696**	**1,676**	**2,335**	**2,538**
Capex	(1,749)	(1,425)	(3,490)	(2,400)	(2,250)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(10)	(9)	32	0	0
LT loans & investments	(39)	261	0	0	0
Adj for asset revaluation	(158)	(120)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	194	178	(1,054)	(743)	(688)
Cash flow from investments	**(1,762)**	**(1,116)**	**(4,512)**	**(3,143)**	**(2,938)**
Debt financing	1,301	(11)	3,601	1,774	1,366
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(966)	(966)	(966)	(966)	(966)
Warrants & other surplus	654	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	**989**	**(976)**	**2,635**	**808**	**400**
Free cash flow	**(687)**	**579**	**(2,836)**	**(808)**	**(400)**

14x 2027F PE and a 4.5% dividend yield remain attractive to us

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	38.6	17.5	18.6	13.7	12.7
Normalized PE - at target price (x)	44.8	20.4	21.6	15.9	14.8
PE (x)	46.1	21.1	18.6	13.7	12.7
PE - at target price (x)	53.5	24.5	21.6	15.9	14.8
EV/EBITDA (x)	63.8	24.8	22.4	20.1	18.4
EV/EBITDA - at target price (x)	69.9	27.1	24.3	21.7	19.9
P/BV (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
P/CFO (x)	19.9	12.6	12.8	9.2	8.4
Price/sales (x)	9.4	6.7	5.9	5.2	4.6
Dividend yield (%)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
FCF Yield (%)	(3.2)	2.7	(13.2)	(3.8)	(1.9)
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
EPS	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	3.5	3.5	3.6	3.7	3.9
CFO/share	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
FCF/share	(0.2)	0.2	(0.7)	(0.2)	(0.1)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Increasing mix of value-added water services drives margin expansion

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(18.3)	40.6	13.2	14.9	11.9
Net profit (%)	(71.5)	118.6	13.6	35.9	7.3
EPS (%)	(71.5)	118.6	13.6	35.9	7.3
Normalized profit (%)	(67.8)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Normalized EPS (%)	(67.8)	119.9	(5.5)	35.9	7.3
Dividend payout ratio (%)	207.8	95.0	83.7	61.6	57.4
Operating performance					
Gross margin (%)	17.6	41.0	43.5	43.7	43.8
Operating margin (%)	2.4	28.2	31.0	31.2	31.3
EBITDA margin (%)	24.8	46.2	49.9	50.6	50.9
Net margin (%)	(16.4)	11.6	14.8	15.3	15.9
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5
Interest coverage - EBIT (x)	0.1	1.7	2.0	2.1	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	1.1	2.7	3.2	3.4	3.5
ROA - using norm profit (%)	1.8	3.9	3.5	4.3	4.3
ROE - using norm profit (%)	4.1	9.0	8.5	11.2	11.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	2.7	3.9	4.5	5.0
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	na	31.6	34.0	34.2	34.3
- leverage (x)	2.3	2.3	2.5	2.6	2.6
- interest burden (%)	(199.2)	45.9	54.2	55.9	57.8
- tax burden (%)	na	80.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	0.2	2.6	3.1	3.2	3.3
NOPAT (Bt m)	55	721	898	1,035	1,165
invested capital (Bt m)	28,029	28,676	32,666	35,042	37,124

Sources: Company data, ttb wealth 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

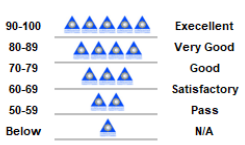
ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with 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 บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เวลธ์") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited (“ttb wealth”) 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.

ttb wealth 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) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

ttb wealth research team

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

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
รวิสรา สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
โชติ เหรียญกิตติวัฒน์, CFA
chod.rea@ttbwealth.co.th

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

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

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

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

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

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@ttbwealth.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สถาพร
sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email:research@ttbwealth.co.th