

Thailand

**Overweight** (previously Neutral)

Highlighted Companies

**Amata Corporation**  
ADD, TP THB23.90, THB16.30 close

เรายังแนะนำ "ซื้อ" AMATA เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มทำรายได้ชัดเจนเพราะมียอด backlog สูงและยอดขายที่ดินใหม่จะเพิ่มขึ้นใน 4Q25 เราประมาณการยอด backlog อยู่ที่ 2.07 หมื่นล้านบาท ณ สิ้น 3Q25 หรือคิดเป็นประมาณ 92.2% ของประมาณการรายได้จากการขายที่ดินในปี 2025-27

**Pinthong Industrial Park**  
ADD, TP THB5.48, THB4.24 close

เราปรับเพิ่มคำแนะนำของ PIN จาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" เพราะคาดว่าบริษัทจะมียอดขายที่ดินพื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2026-27 โดยมีปัจจัยหนุนจากโครงการนิคมอุตสาหกรรมใหม่ ได้แก่ PIN 7, PIN 8 และการขยาย PIN 3 ซึ่งมีพื้นที่ขายรวมกัน 2,100 ไร่ และบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2026 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในปี 2026 จะสูงถึง 11.7%

**WHA Corporation**  
ADD, TP THB4.14, THB3.22 close

WHA ให้ข้อมูลว่าบริษัทมีโอกาสสูงที่จะขายที่ดินได้มากถึง 2,000 ไร่ด้วยอุปสงค์จากลูกค้าในกลุ่ม data centre, เครื่องใช้ไฟฟ้าและยางรถยนต์ในช่วง 4Q25-2026 โดยเราเชื่อว่า DC อาจเป็นกลุ่มหลักที่ขับเคลื่อนการเติบโตของยอดขายที่ดินใหม่ของ WHA ในปี 2025-26 และน่าจะเริ่มสร้างรายได้ประจำให้กับบริษัทตั้งแต่ปี 2027 ปัจจุบัน WHA ซื้อขายอยู่ที่ P/E 9.6x ในปี FY26 หรือที่ -2SD จากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนผลกระทบจากมาตรการภาษีของสหรัฐแล้ว

Summary Valuation Metrics

P/E (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Amata Corporation	6.29	5.93	5.66
Pinthong Industrial Park	10.85	4.35	3.26
WHA Corporation	9.53	9.58	9.44

P/BV (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Amata Corporation	0.78	0.73	0.67
Pinthong Industrial Park	1.14	0.94	0.80
WHA Corporation	1.31	1.25	1.19

Dividend Yield	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Amata Corporation	6.28%	6.74%	7.06%
Pinthong Industrial Park	4.69%	11.70%	15.63%
WHA Corporation	6.71%	6.78%	6.89%

Analyst(s)

**Pornthipa RAYABSANGDUAN**  
T (66) 2 761 9229  
E pornthipa.ra@cgsi.com

# Property Development

## ยังมีอุปสงค์จาก China+1 แม้มີมาตรการภาษีสหรัฐ

- เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมจาก Neutral เป็น Overweight
- เราเชื่อว่าอุปสงค์ที่ดินเพื่อการอุตสาหกรรมจากการย้ายฐานการผลิตตาม China+1 ยังคงสูง
- AMATA เป็นหุ้น Top pick ของเราสำหรับรอบเวลาการลงทุนหนึ่งปีเนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มทำรายได้ชัดเจน ขณะที่เราชอบ WHA จากความต้องการที่ดินที่แข็งแกร่งจากลูกค้า DC

### ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Overweight โดยมี AMATA เป็นหุ้น Top pick

เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมไทยจาก Neutral เป็น Overweight เพราะมาตรการภาษีของสหรัฐส่งผลกระทบต่อแนวโน้มความต้องการที่ดินน้อยกว่าที่คาดการณ์ ขณะที่กลุ่มนี้คือขายที่จุดต่ำสุดหรือ -2SD จากค่าเฉลี่ยย้อนหลังห้าปี ซึ่งเรามองว่าเป็น oversold ปัจจุบัน เรายังแนะนำ "ซื้อ" AMATA ที่ราคาเป้าหมาย 23.90 บาทตามวิธี SOP เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มทำรายได้ชัดเจน นอกจากนี้ เรายังแนะนำ "ซื้อ" WHA และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 4.14 บาท ซึ่งจะเท่ากับ P/E 12.1x ในปี FY27 เพราะเชื่อว่าบริษัทเป็นผู้ได้รับประโยชน์จากความต้องการ Data centre (DC) ที่เพิ่มขึ้น พร้อมกันนี้ เราได้ปรับเพิ่มคำแนะนำของ PIN จาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.48 บาท ซึ่งจะเท่ากับ P/E 4.2x ในปี FY27 ด้วยยอดขายที่ดินที่แข็งแกร่งจากโครงการใหม่ในปี 2026

### อุปสงค์จาก China+1 ยังแข็งแกร่ง; ปรับยอดขายที่ดินขึ้น 3.4-13.6% ในปี FY26-27

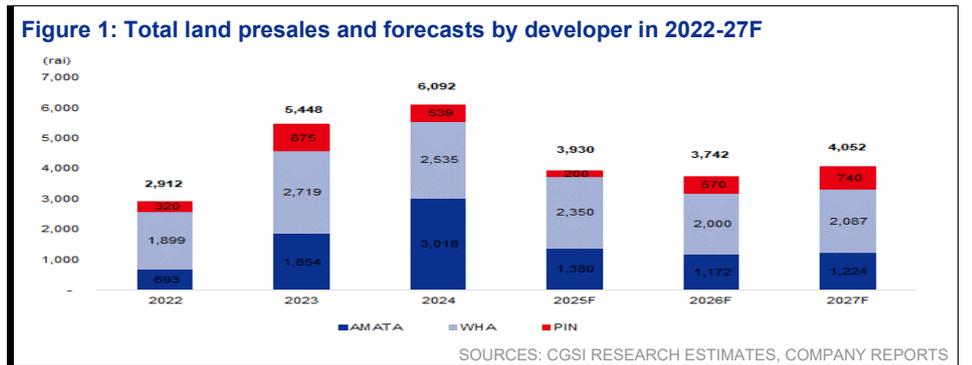
เรามองเชิงบวกต่อการที่สหรัฐปรับลดอัตราภาษีตอบโต้ให้กับประเทศในอาเซียนในเดือนส.ค. 2025 โดยเราเชื่อว่าอุปสงค์การย้ายฐานการผลิตตามกลุ่มยุทธศาสตร์ China+1 ยังคงแข็งแกร่งเนื่องจากบริษัทจีนและบริษัทข้ามชาติมักจะเลือกอาเซียนเป็นจุดหมายหลัก ขณะที่สหรัฐเก็บภาษีจากเวียดนามและไทยต่ำกว่าจีนถึง 27-28% จึงทำให้ทั้งไทยและเวียดนามเป็นจุดหมายที่น่าสนใจสำหรับการย้ายฐานการผลิต นอกจากนี้ ยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในไทย (ไม่รวมการลงทุนใน DC) ยังเติบโตสูงถึง 23.7% yoy เป็น 7.618 แสนล้านบาทใน 9M25 อีกทั้งความชัดเจนเรื่องอัตราภาษีที่สหรัฐจะเก็บจากสินค้าจีนและเกณฑ์ที่กำหนดสินค้าสามสิบลูกหรืออาจช่วยเร่งการย้ายฐานของนักลงทุนจีนในปี 2026-27 เราจึงปรับประมาณการยอดขายที่ดินใหม่ของผู้ประกอบการที่ศึกษาขึ้น 3.4-13.6% ในปี 2026-27 เท่ากับว่ายอดขายที่ดินในปี FY26 ของ WHA จะอยู่ที่ 2,000 ไร่, AMATA 1,172 ไร่และ PIN 570 ไร่

### ยอดขายที่ดินใหม่ในปี 2026-28 จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวจากค่าเฉลี่ย 10 ปีที่แล้ว

เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของผลกระทบจากมาตรการภาษีของสหรัฐต่อยอดขายที่ดินของ WHA และ AMATA (Fig 23-24) โดยในกรณีฐาน (ประมาณการปัจจุบันของเรา) เราตั้งสมมติฐานว่ามาตรการภาษีจะส่งผลกระทบต่อปานกลางหรือทำให้ FDI ไหลเข้าไทยลดลง 10-20% และชะลอการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China+1 ในระดับหนึ่ง ซึ่งกรณีนี้ เราประมาณการว่า WHA และ AMATA จะมียอดขายที่ดินอยู่ที่เฉลี่ย 3,312 ไร่ต่อปีในปี 2026-28 หรือลดลงจาก 5,553 ไร่ในปี 2024 (ก่อนสหรัฐตั้งกำแพงภาษี) แต่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 1,732 ไร่ต่อปีในปี 2013-22 เกือบเท่าตัว ขณะที่ในกรณีเลวร้าย เราคาดว่ามาตรการภาษีจะทำให้ FDI ลดลง 40-60% หรือใกล้เคียงกับช่วงวิกฤตการเงินโลกในปี 2008-09 ซึ่งจะกระทบประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปกติในปี 2026-27 ของเรา 3.7-13.3% ส่วนในกรณีที่ดี เราประเมินว่า FDI จะไหลเข้าไทยเพิ่มขึ้น 5-12% คล้ายกับการไหลเข้าจาก China+1 ในปี 2022 ซึ่งจะส่งผลให้ประมาณการกำไรปกติในปี 2026-27 มี upside 3.4-12.0%

### WHA ได้ประโยชน์จากความต้องการ data centre ที่เพิ่มขึ้น

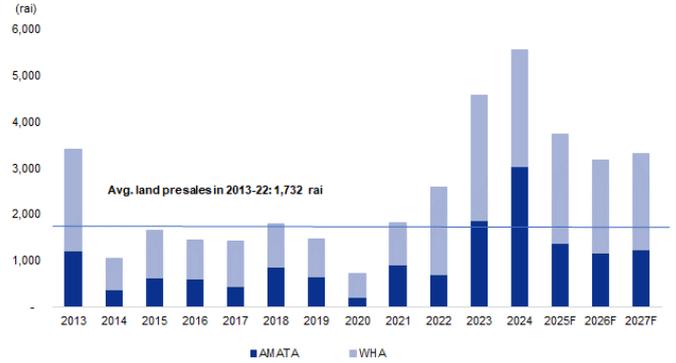
เรามองว่า WHA ได้ประโยชน์จากการลงทุนใน data centre เพิ่มขึ้นในประเทศไทยเนื่องจากบริษัทมีบริการจัดหาหน้า รวมทั้งขายที่ดินและไฟฟ้าให้กับลูกค้า DC โดยตรง เราจึงประมาณการว่ายอดขายที่ดินจาก DC จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 50% ของยอดขายที่ดินโดยรวมในปี 2026 (จาก 21.7% ในปี 2024) ขณะที่ประมาณการของเรา รวมถึงสัญญาใหม่สองฉบับของ WHA ในการจัดหาหน้ารวม 57 ล้านลูกบาศก์เมตรให้กับลูกค้า DC และคาดว่ารายได้จากการจำหน่ายหน้าให้กับลูกค้า DC จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 0% ในปี 2024 เป็น 26.5% ของรายได้รวมจากธุรกิจสาธารณูปโภคภายในปี 2032 ทั้งนี้ downside risk ของกลุ่มคือกรณีที่สหรัฐปรับเพิ่มอัตราภาษีของอาเซียน ส่วนปัจจัยบวกที่จะช่วยหนุนราคาหุ้นคือกรณีที่ WHA และ AMATA มียอดขายที่ดินแข็งแกร่งกว่าคาดใน 4Q25-2026



## KEY CHARTS

### ยอดขายที่ดินใหม่ของ AMATA และ WHA ในปี 2026-28 จะสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีเกือบเท่าตัว >

เราเชื่อว่าความต้องการที่ดินเพื่อการอุตสาหกรรมจากการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China Plus One (China+1) ยังคงแข็งแกร่งเนื่องจากประเทศในอาเซียนมักเป็นจุดหมายหลักของบริษัทจีนและบริษัทข้ามชาติ ขณะที่ความชัดเจนเรื่องอัตราภาษีที่สหรัฐจะเก็บจากสินค้าจีนและเกณฑ์ที่กำหนดสินค้าสวมสิทธิ์อาจช่วยเร่งการย้ายฐานของนักลงทุนจีน เราจึงประมาณการว่ายอดขายที่ดินใหม่ของ WHA และ AMATA รวมกันในปี 2026-28 จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 1,732 ไร่ต่อปีในปี 2013-22 เกือบเท่าตัว



### การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของผลกระทบจากมาตรการภาษีของสหรัฐต่อยอดขายที่ดินใหม่ในปี 2026-28 >

เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของผลกระทบจากมาตรการภาษีของสหรัฐต่อยอดขายที่ดินของ WHA และ AMATA แบ่งออกเป็นสามกรณี โดยในกรณีฐานเราตั้งสมมติฐานว่ามาตรการภาษีจะส่งผลกระทบต่อปานกลางหรือทำให้ FDI ไหลเข้าไทยลดลง 10-20% และชะลอการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China+1 ในระดับหนึ่ง ซึ่งกรณีนี้ เราประมาณการว่า WHA และ AMATA จะมียอดขายที่ดินใหม่อยู่ที่เฉลี่ย 3,312 ไร่ต่อปีในปี 2026-28 หรือลดลงจาก 5,553 ไร่ในปี 2024 (ก่อนสหรัฐตั้งกำแพงภาษี) แต่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 1,732 ไร่ต่อปีในปี 2013-22 เกือบเท่าตัว ขณะที่ในกรณีเลวร้าย เราคาดว่ามาตรการภาษีจะทำให้ FDI ลดลง 40-60% หรือใกล้เคียงกับช่วงวิกฤตการเงินโลกในปี 2008-09 ซึ่งจะกระทบประมาณการยอดขายที่ดินในปี 2026-27 ของเรา 24.3-35.3% ส่วนในกรณีที่ดี เราประเมินว่า FDI จะไหลเข้าไทยเพิ่มขึ้น 5-12% คล้ายกับการไหลเข้าจาก China+1 ในปี 2022 ซึ่งจะส่งผลให้ประมาณการยอดขายที่ดินในปี 2026-27 มี upside 33.4-38.7%

Land presales (rai)	Avg of 2013-22	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	Avg of 2026-28F	
<b>Base case: US reciprocal tariffs impact FDI inflows in Thailand by 10-20%</b>								
WHA	666	3,018	2,350	2,000	2,087	2,175	2,087	
AMATA	1,077	2,535	1,380	1,172	1,224	1,276	1,224	
<b>Total</b>	<b>1,732</b>	<b>5,553</b>	<b>3,730</b>	<b>3,172</b>	<b>3,312</b>	<b>3,451</b>	<b>3,312</b>	
<b>Bear case: US reciprocal tariffs significantly impact FDI inflows by 40-60% similar to Global Financial Crisis in 2008-2009</b>								
WHA	666	3,018	2,350	1,288	1,465	1,642	1,465	
AMATA	1,077	2,535	1,380	763	866	969	866	
<b>Total</b>	<b>1,732</b>	<b>5,553</b>	<b>3,730</b>	<b>2,051</b>	<b>2,331</b>	<b>2,611</b>	<b>2,331</b>	
<b>% downside from our forecasts</b>				0.0%	-35.3%	-29.6%	-24.3%	-29.6%
<b>Bull case: foreign investors accelerate relocation to Thailand and Vietnam. FDI inflows increase by 5-12% similar to China+1 inflows in 2022</b>								
WHA	666	3,018	2,350	2,474	2,537	2,582	2,531	
AMATA	1,077	2,535	1,380	1,925	2,009	2,023	1,985	
<b>Total</b>	<b>1,732</b>	<b>5,553</b>	<b>3,730</b>	<b>4,398</b>	<b>4,545</b>	<b>4,604</b>	<b>4,516</b>	
<b>% upside from our forecasts</b>				0.0%	38.7%	37.3%	33.4%	36.4%

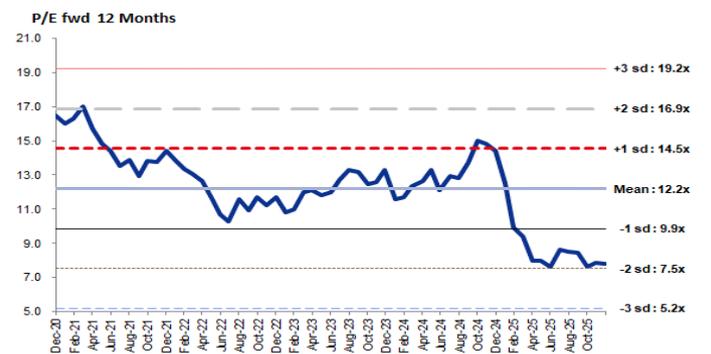
### รายได้จากการจัดหน้าให้ data centre จะช่วยหนุนรายได้ค่าสาธารณูปโภคของ WHA ในระยะยาว >

เราเชื่อว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนใน data centre (DC) ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทย ทั้งจากการขายที่ดิน, จัดหน้าและขายไฟฟ้าให้กับลูกค้า DC โดยตรง ขณะที่เราประมาณการว่าสัญญาจัดหน้าใหม่สองฉบับที่ WHA เซ็นสัญญากับลูกค้า DC จะมีปริมาณรวม 57 ล้านลูกบาศก์เมตร และบริษัทจะรับรู้รายได้จากธุรกิจนี้ ซึ่งประกอบด้วยรายได้ excessive charge (ค่าบริการพิเศษ) และรายได้จากการจำหน่ายน้ำ เราจึงคาดว่ารายได้จากการจัดหน้าให้กับลูกค้า DC ของ WHA จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 0% ในปี 2024 เป็น 26.5% ของรายได้รวมจากธุรกิจสาธารณูปโภคภายในปี 2032

(THBm)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Utilities income excluding DC	2,967.7	2,867.0	2,938.7	3,026.8	3,102.5	3,180.1	3,259.6	3,341.1	3,424.6
<b>Water revenue from data centre (DC)</b>	<b>-</b>	<b>406.0</b>	<b>464.0</b>	<b>585.4</b>	<b>656.2</b>	<b>697.7</b>	<b>877.8</b>	<b>1,048.8</b>	<b>1,233.5</b>
Excessive charge for 28 million m3 contract	-	406	194	100.0	-	-	-	-	-
Excessive charge for 17-29 million m3 contract	-	-	270	230.0	150.0	-	-	-	-
Revenue from water sales	-	-	-	255.4	506.2	697.7	877.8	1,048.8	1,233.5
<b>Total utilities income</b>	<b>2,967.7</b>	<b>3,273.0</b>	<b>3,402.7</b>	<b>3,612.2</b>	<b>3,758.7</b>	<b>3,877.7</b>	<b>4,137.4</b>	<b>4,389.9</b>	<b>4,658.1</b>
<b>% yoy growth</b>	<b>3.7%</b>	<b>10.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>
Revenue from water sales to data centre customers:									
Water capacity for DC (million m3)	n.a.	n.a.	n.a.	28.0	45.0	48.0	51.0	54.0	57.0
Water sales volume from DC	n.a.	n.a.	n.a.	11.2	22.2	30.6	38.5	46.0	54.1
Water revenue of THB22.8m per million m3 based on total contract value of THB1,300m per year for total capacity of 57 million m3									
	n.a.	n.a.	n.a.	255.4	506.2	697.7	877.8	1,048.8	1,233.5

### Forward P/E band ของกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม >

กลุ่มนิคมอุตสาหกรรมซื้อขายที่จุดต่ำสุดหรือ -2SD จากค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปี เราจึงมองว่าหุ้นในกลุ่มนี้ถูกขายมากเกินไป (oversold) เพราะอุปสงค์จากการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China+1 ยังคงแข็งแกร่ง ขณะเดียวกัน การลงทุนใน DC ที่เพิ่มขึ้นในไทยยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะช่วยหนุนยอดขายที่ดินในปี 2025-27 เราจึงเลือก AMATA เป็นหุ้น Top pick สำหรับกรอบเวลาการลงทุน 1 ปี เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มทำรายได้ชัดเจน ในขณะที่เราชอบ WHA เนื่องจากความต้องการที่ดินจาก DC ยังแข็งแกร่ง



## ยังมีอุปสงค์จาก China+1 แม้มีมาตรการภาษี สหรัฐ

**Figure 2: Changes in core net profit forecasts in 2025-27F**

Previous forecasts (THBm)	2025F	2026F	2027F
AMATA	2,971.7	3,099.3	3,164.1
WHA	5,106.4	4,758.5	4,882.3
PIN	609.3	1,100.6	1,654.8
<b>Total</b>	<b>8,687.5</b>	<b>8,958.5</b>	<b>9,701.2</b>
Current forecasts (THBm)	2025F	2026F	2027F
AMATA	2,979.7	3,158.6	3,308.9
WHA	5,049.5	5,023.5	5,100.9
PIN	453.3	1,130.7	1,509.9
<b>Total</b>	<b>8,482.6</b>	<b>9,312.8</b>	<b>9,919.8</b>
% changes	2025F	2026F	2027F
AMATA	0.3%	1.9%	4.6%
WHA	-1.1%	5.6%	4.5%
PIN	-25.6%	2.7%	-8.8%
<b>Total</b>	<b>-2.4%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.3%</b>
Consensus profit			
AMATA	2,972	3,063	3,128
WHA	4,953	4,809	4,942
PIN	444	875	1,310
<b>Total</b>	<b>8,369.0</b>	<b>8,746.5</b>	<b>9,380.0</b>
Core net profit/consensus profit			
AMATA	0%	3%	6%
WHA	2%	4%	3%
PIN	2%	29%	15%
<b>Total</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>

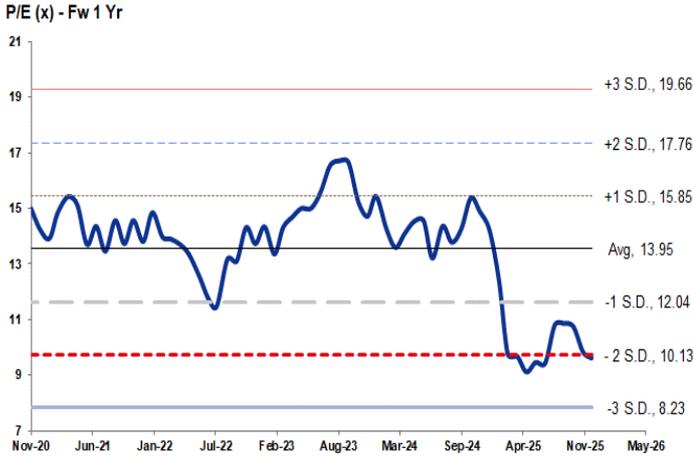
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

**Figure 3: Target price basis**

Stock	Recom.	Target price (THB)	TP basis	Earnings revision
AMATA	Add	23.90	SOP, equivalent to 8.3x FY27F P/E, -1.25 s.d. from its historical five-year mean	Raise FY25-27F core EPS by 0.3-4.6%
WHA	Add	4.14	12.1x FY27F P/E, -1.0 s.d. from its historical five-year mean	Trim FY25F core EPS by 1.1% but raise FY26-27F core EPS by 4.5-5.6%
PIN	Add	5.48	4.2x FY27F P/E, -1.75 s.d. from its historical one-year mean	Cut FY25F core EPS by 25.6% and FY27F core EPS by 8.8%, but raise FY26F core EPS by 2.7%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**Figure 4: WHA's forward P/E band**



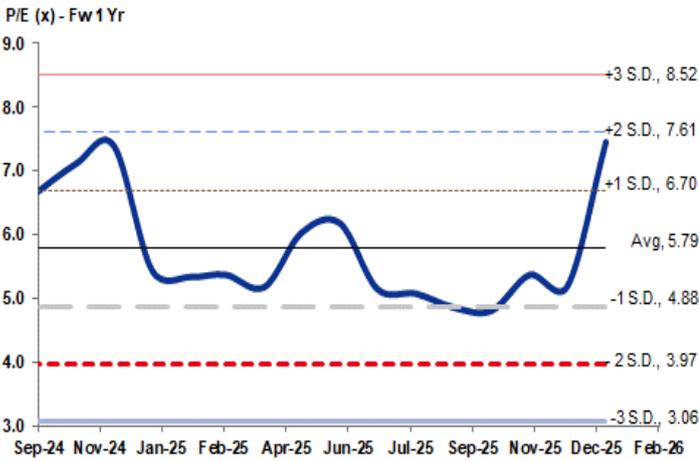
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

**Figure 5: AMATA's forward P/E band**



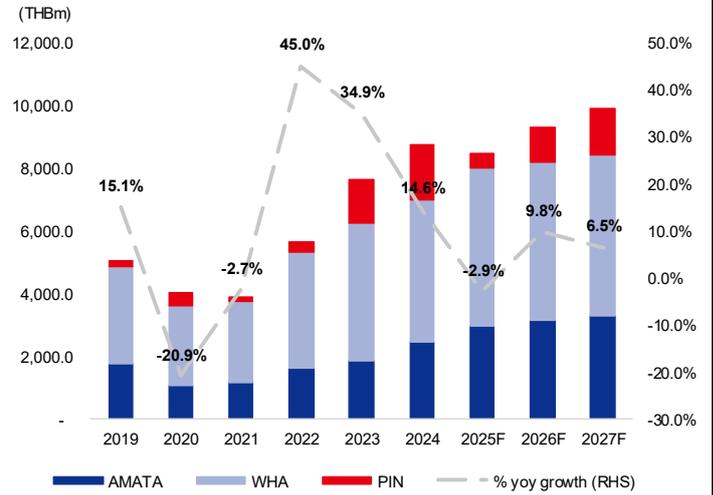
SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

**Figure 6: PIN's forward P/E band**



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

**Figure 7: Total core net profit in 2019-27F**



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**Figure 8: Peer comparison**

Company	Bloomberg Ticker	Recom.	Price	Target Price	Market Cap	P/E (x)			P/BV (x)			Recurring ROE (%)			Dividend yield (%)		
			(local curr)	(local curr)	(US\$ m)	CY25F	CY26F	CY27F	CY25F	CY26F	CY27F	CY25F	CY26F	CY27F	CY25F	CY26F	CY27F
<b>THAILAND</b>																	
Amata Corporation	AMATA TB	Add	16.30	23.90	587	6.3	5.9	5.7	0.78	0.73	0.67	13.0%	12.7%	12.3%	6.3%	6.7%	7.1%
Pinthong Industrial Park	PIN TB	Add	4.24	5.48	154	10.9	4.4	3.3	1.14	0.94	0.80	10.0%	23.8%	26.6%	4.7%	11.7%	15.6%
Rojana Industrial Park	ROJNA TB	NR	4.42	NA	279	4.6	4.6	4.6	0.44	0.41	0.40	9.9%	9.2%	8.8%	5.0%	5.4%	4.9%
WHA Corporation	WHA TB	Add	3.22	4.14	1,508	9.5	9.6	9.4	1.31	1.25	1.19	14.1%	13.3%	12.9%	6.7%	6.8%	6.9%
<b>THAILAND Average</b>					<b>2,529</b>	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	<b>6.9</b>	<b>0.92</b>	<b>0.88</b>	<b>0.83</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.1%</b>
<b>INDONESIA</b>																	
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	NR	950	NA	1,208	7.8	6.7	6.2	0.45	0.42	0.40	5.9%	6.5%	6.6%	1.8%	0.9%	1.2%
Ciputra Development	CTRA IJ	Add	875	1,180	975	7.0	6.7	n.a.	0.69	0.64	n.a.	10.3%	9.9%	n.a.	2.7%	3.1%	n.a.
<b>INDONESIA Average</b>					<b>3,852</b>	<b>7.9</b>	<b>7.1</b>	<b>6.6</b>	<b>0.50</b>	<b>0.47</b>	<b>0.41</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>
<b>MALAYSIA</b>																	
UEM Sunrise Bhd	UEMS MK	NR	0.585	NA	720	29.2	25.5	21.9	0.42	0.42	0.42	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	2.2%	2.4%
Sime Darby Property	SDPR MK	Add	1.39	1.95	2,294	16.3	14.2	13.1	0.89	0.86	0.83	5.6%	6.1%	6.4%	2.5%	2.8%	3.1%
<b>MALAYSIA Average</b>					<b>3,013</b>	<b>18.4</b>	<b>16.1</b>	<b>14.7</b>	<b>0.70</b>	<b>0.67</b>	<b>0.66</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.9%</b>
<b>VIETNAM</b>																	
Kinh Bac City	KBC VN	NR	35,550	NA	1,270	19.0	12.0	9.1	1.39	1.24	1.09	8.1%	10.9%	12.7%	n.a.	1.4%	1.4%
Becamex Investment	BCM VN	NR	66,300	NA	2,602	28.2	25.4	20.3	3.25	3.02	3.02	11.8%	12.3%	14.9%	1.7%	1.6%	1.6%
Viglacera Corp JSC	VGC VN	NR	44,300	NA	753	14.2	11.8	9.6	2.26	2.14	1.98	16.1%	18.7%	21.5%	4.7%	4.7%	5.0%
Phuoc Hoa Rubber JSC	PHR VN	NR	58,200	NA	299	11.9	6.5	7.1	1.94	1.72	1.47	16.8%	28.0%	22.3%	4.7%	7.8%	6.3%
IDICO Corp JSC	IDC VN	NR	39,200	NA	564	8.1	7.4	6.7	2.25	2.05	1.55	29.7%	28.8%	26.4%	7.7%	8.1%	7.7%
<b>VIETNAM Average</b>					<b>6,216</b>	<b>16.8</b>	<b>13.4</b>	<b>11.6</b>	<b>2.25</b>	<b>2.05</b>	<b>1.86</b>	<b>14.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.1%</b>
<b>Average (all)</b>					<b>15,609</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>9.5</b>	<b>0.90</b>	<b>0.86</b>	<b>0.83</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.7%</b>

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

Share prices as of 4 Dec 2025

ESTIMATES FOR NOT RATED COMPANIES ARE FROM BLOOMBERG CONSENSUS ESTIMATES



**ESG in a nutshell**

In our view, industrial estate developers under our coverage have implemented sustainable development strategies as a means of achieving corporate sustainability across economic, social, and environmental dimensions to achieve sustainable business growth. With dedication and commitment to sustainability, AMATA and WHA have achieved continuous development and significant progress in corporate sustainability, resulting in notable ESG awards and recognition from several leading organisations. AMATA and WHA have expanded their businesses in Thailand and overseas by embracing innovation to strengthen their leading position as a fully integrated provider of smart industrial estates, industrial properties, utilities, power and digital infrastructure.

<p><b>Keep your eye on</b></p> <p>WHA monetises its assets to 15%-owned WHA Premium Growth REIT (WHART; Add, THB9.75) as part of its strategy to recycle its capital. The company postponed the asset monetisation to WHART scheduled for 4Q24 as some unitholders (local funds) did not want to invest in additional trust units through capital increase given the 1) weak market sentiment and 2) the 15% premium over the appraised value of new assets.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>This was the first time WHA has postponed asset monetisation to WHART. We see increasing uncertainty on its capital raising through the REIT and the size of its asset monetisation to the REIT from 2025F onwards.</p>
<p><b>ESG highlights</b></p> <p>AMATA and WHA achieved the highest rating of “AAA” in the SET ESG Rating Assessment from the Stock Exchange of Thailand in 2024.</p> <p>WHA received a Best Sustainability Award and AMATA the Sustainability Award of Honor from the Stock Exchange of Thailand in 2024.</p> <p>Both WHA and AMATA were rated B+ by LSEG in 2023, the highest score among Thai property companies under our coverage.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>We believe the excellence awards and recognitions in environment, social and corporate governance (ESG) is a testament to the companies’ strong commitment to sustainability, business ethics and benefit of all stakeholders.</p>
<p><b>Trends</b></p> <p>Investment trends in low-carbon energy transition encourage the development of eco-industrial parks, investment in electric vehicles, green logistics and environmentally-friendly data centres across ASEAN.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>AMATA develops smart cities in Thailand’s Eastern Economic Corridor and Vietnam, meeting increased investor demand for a sustainable environment. Amata City Chonburi aims to become a carbon-neutral city by 2040.</p> <p>WHA has been offsetting carbon dioxide emissions from its business operations, resulting in an extensive number of credits for carbon trading. The company is committed to achieving net zero greenhouse gas emissions by 2050.</p>

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG, SET, COMPANY REPORTS



## Company Briefs

**Thailand**

**ADD** (no change)

Consensus ratings\*: Buy 17 Hold 1 Sell 1

Current price:	THB16.30
Target price:	THB23.90
Previous target:	THB23.10
Up/downside:	46.6%
CGSI / Consensus:	7.9%
Reuters:	AMATA.BK
Bloomberg:	AMATA TB
Market cap:	US\$588.9m
	THB18,745m
Average daily turnover:	US\$5.19m
	THB167.2m
Current shares o/s:	1,150m
Free float:	71.1%

\*Source: Bloomberg

**Key changes in this note**

- FY26-27F land presales increased 11.3-17.2%.
- We raised gross margins from land sales by 1% pt in FY25F and 2.1% pts in FY27F, but reduced FY26F's by 0.5% pt.
- FY25-27F core EPS increased 0.3-4.6%.



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	15.6	0.0	-44.8
Relative (%)	17.5	-1.7	-32.6

Major shareholders	% held
Kromadit family	21.9
Thai NVDR	10.5
The Bank of New York Mellon	5.0

**Analyst(s)**

**Pornthipa RAYABSANGDUAN**  
T (66) 2 761 9229  
E pornthipa.ra@cgsi.com

**Amata Corporation**

**โครงการใหม่ในลาวน่าจะเริ่มขายที่ดินในปี 2026**

- ราคาประมาณการยอดขายที่ดินใหม่อยู่ที่ 1,380 ไร่ในปี FY25 แต่ปรับประมาณการขึ้น 11.3-17.2% เป็น 1,172 ไร่ในปี 2026 และ 1,224 ไร่ในปี 2027
- AMATA มีแผนจะเริ่มขายที่ดินในโครงการ Amata Smart City Namor ในสปป.ลาวในปี 2026 ซึ่งเรายังไม่ได้รวมในประมาณการ
- ยังแนะนำ "ซื้อ" AMATA และปรับราคาเป้าหมายตามวิธี SOP ขึ้นเป็น 23.90 บาท

**คาดยอดขายที่ดินพื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q25 ด้วยอุปสงค์จาก DC และอิเล็กทรอนิกส์**  
AMATA มียอดขายที่ดินใหม่รวม 1,100 ไร่ใน 10M25 แต่บริษัทเชื่อว่าจะยังขายที่ดินได้ตามเป้าที่ 2,000 ไร่ในปี 2025 โดย AMATA มีแนวโน้มขายที่ดินอีก 700 ไร่ ประกอบด้วย: 1) ที่ดิน 500 ไร่ในไทย ซึ่งลูกค้าส่วนใหญ่มาจากกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ (300 ไร่) และ data centre (DC; 200 ไร่) และ 2) ที่ดิน 200 ไร่ในเวียดนาม ซึ่งลูกค้ามาจากกลุ่มอาหาร, อิเล็กทรอนิกส์, บรรจุก๊าซและยา ทั้งนี้บริษัทคาดว่าจะสามารถปิดดีลการขายที่ดินขนาดใหญ่ในเดือนพ.ย.-ธ.ค. 2025 รวมที่ดิน 200 ไร่จากผู้ประกอบการ DC ในไทยและยอดขายที่ดินใหม่ 200 ไร่ให้กับกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ในเวียดนามใน 4Q25 อย่างไรก็ตาม ดีลบางส่วนกับ DC อาจเลื่อนไปเป็นปี 2026 เพราะขึ้นอยู่กับการดำเนินการเรื่องการจัดหาและไฟฟ้าตามข้อตกลงเชิงพาณิชย์

**โครงการใหม่ในสปป.ลาวคาดว่าจะเริ่มขายที่ดินในปี 2026**

เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินใหม่อยู่ที่ 1,380 ไร่ในปี FY25 ดังนั้นหาก AMATA สามารถทำยอดขายที่ดินได้ตามเป้าที่ 2,000 ไร่ในปี 2025 เราเชื่อว่าราคาหุ้นอาจปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่เราปรับประมาณการยอดขายที่ดินใหม่ขึ้น 11.3-17.2% เป็น 1,172 ไร่ในปี 2026 และ 1,224 ไร่ในปี 2027 แต่ประมาณการของเรายังต่ำกว่าแนวทางที่ AMATA ให้ไว้ที่ 2,000 ไร่ในปี 2026 ซึ่งมาจากทั้งที่ดินในไทยและเวียดนาม นอกจากนี้ บริษัทมีแผนเริ่มขายที่ดินในโครงการ Amata Smart City Namor ในสปป.ลาวในปี 2026 โดยมีกลุ่มเป้าหมายเป็นนักลงทุนในกลุ่มเกษตรจากจีนและยุโรป ทั้งนี้เรายังไม่ได้รวมโครงการนี้ในประมาณการจึงอาจทำให้ประมาณการกำไรสุทธิมี upside ตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป

**แนวโน้มทำรายได้ชัดเจนในปี 2025-27 เพราะมี backlog จำนวนมาก**

เราคาดว่า AMATA จะยังมียอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินแข็งแกร่งที่ 645 ไร่ใน 4Q25 และบริษัทยังตั้งเป้ารับรู้รายได้ 50% จากยอด backlog ในสิ้นปี 2024 (หรือ 9.7 พันล้านบาท) ในปี 2025 โดยหลังจากสหรัฐประกาศมาตรการภายในเดือนเม.ย. 2025 บริษัทพบว่าไม่มีกรยกเลิก backlog และลูกค้ายังเดินทางก่อสร้างโรงงานหลังได้รับโอนที่ดิน ขณะที่เราประมาณการว่า backlog ณ สิ้น 3Q25 น่าจะอยู่ที่ 2.07 หมื่นล้านบาท ซึ่งสามารถประกันรายได้จากการขายที่ดินแล้ว 92.2% ของประมาณการในปี 2025-27

**ยังแนะนำ "ซื้อ" พร้อมทั้งปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 23.90 บาท**

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติต่อหุ้นในปี FY25-27 ขึ้น 0.3-4.6% หลังปรับสมมติฐานยอดขายที่ดินใหม่, ยอดโอนที่ดินและและอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ส่งผลให้ราคาเป้าหมายตามวิธี SOP เพิ่มขึ้นเป็น 23.90 บาท ซึ่งจะเท่ากับ P/E 8.3x ในปี FY27 หรือ -1.25SD จากค่าเฉลี่ยห้าปี ขณะที่เรายังแนะนำ "ซื้อ" เพราะ AMATA มีแนวโน้มทำรายได้ชัดเจนเนื่องจากมี backlog สูงและมีแนวโน้มขายที่ดินได้เพิ่มขึ้นใน 4Q25 อีกทั้งเรามองว่าอุปสงค์จาก China+1 และ DC จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2026 โดยเราทำประมาณการยอด backlog ของบริษัทอยู่ที่ 2.07 หมื่นล้านบาท ณ สิ้น 3Q25 ซึ่งสามารถประกันรายได้จากการขายที่ดิน 92.2% ของประมาณการในปี 2025-27 อย่างไรก็ตาม AMATA จะมี downside risk หากรัฐบาลเวียดนามส่งมอบที่ดินล่าช้าและการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินล่าช้า ส่วนปัจจัยบวกที่จะช่วยหนุนราคาหุ้นคือการที่ยอดขายที่ดินใหม่และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) สูงกว่าคาด

**Financial Summary**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues (THBm)	9,517	14,724	14,159	15,861	16,390
Operating EBITDA (THBm)	2,882	3,973	4,627	5,106	5,395
Net Profit (THBm)	1,885	2,483	2,980	3,159	3,309
Normalised EPS (THB)	1.61	2.13	2.59	2.75	2.88
Normalised EPS Growth	13.5%	32.5%	21.7%	6.0%	4.8%
FD Normalised P/E (x)	10.15	7.66	6.29	5.93	5.66
DPS (THB)	0.65	0.80	1.02	1.10	1.15
Dividend Yield	3.99%	4.91%	6.28%	6.74%	7.06%
EV/EBITDA (x)	11.60	8.41	7.47	6.94	6.84
P/FCFE (x)	9.60	13.55	28.79	7.45	17.92
Net Gearing	60.0%	52.9%	53.0%	51.2%	50.9%
P/BV (x)	0.92	0.85	0.78	0.73	0.67
ROE	9.3%	11.5%	13.0%	12.7%	12.3%
% Change In Normalised EPS Estimates			0.27%	1.91%	4.58%
Norm EPS/consensus EPS (x)			1.00	1.03	1.07

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

## โครงการใหม่ในลาวน่าจะเริ่มขายที่ดินในปี 2026

**Figure 1: Target price (THB)**

**Sum-of-parts valuation**

	(THBm)	Per share (THB)
Net profit of land sale business in 2027F	1,704.7	
Target P/E (x)	7.8	
<b>Equity value of land sale business</b>	<b>13,211.1</b>	<b>11.49</b>
Add: equity value of recurring businesses		
Net profit of recurring businesses in 2027F	1,604.3	
Target P/E (x)	8.9	
<b>Equity value of recurring businesses</b>	<b>14,278.0</b>	<b>12.42</b>
<b>Sum-of-parts value</b>	<b>27,489.1</b>	<b>23.90</b>
No. of shares outstanding	1,150.0	
<b>Sum-of-parts target price (THB/share)</b>	<b>23.90</b>	

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**Figure 2: AMATA's forward P/E band**

**P/E (x) - Fw 1 Yr**



SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG

**Figure 3: Earnings revision**

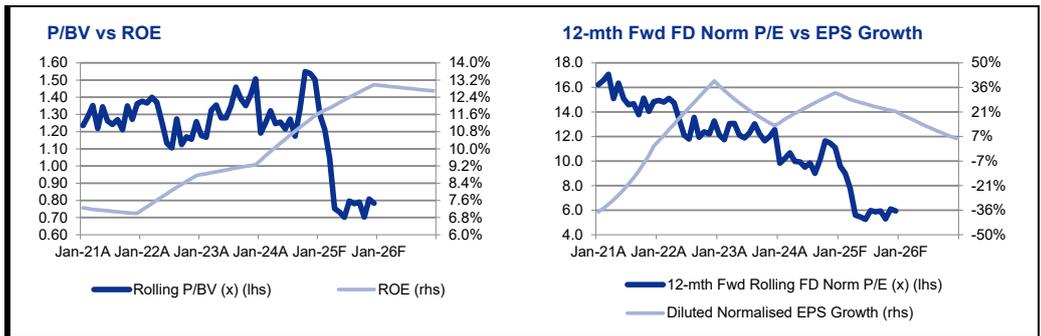
(THB m)	2025F			2026F			2027F		
	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes
Revenue from land sales	8,556.0	8,643.5	1.0%	9,604.3	10,022.0	4.3%	9,942.3	10,116.0	1.7%
Revenue from utility services	4,462.7	4,462.7	0.0%	4,722.8	4,722.8	0.0%	5,057.1	5,101.6	0.9%
Revenue from rental	1,053.0	1,053.0	0.0%	1,116.2	1,116.2	0.0%	1,172.0	1,172.0	0.0%
Total revenue	14,071.7	14,159.2	0.6%	15,443.3	15,861.0	2.7%	16,171.4	16,389.7	1.3%
Gross profit from land sales	4,032.8	4,163.2	3.2%	4,678.6	4,829.5	3.2%	4,744.7	5,037.1	6.2%
Gross profit from utility services	847.9	852.4	0.5%	883.2	887.9	0.5%	945.7	954.0	0.9%
Gross profit from rental	811.9	818.2	0.8%	860.6	870.6	1.2%	903.6	914.2	1.2%
Total gross profit	5,692.6	5,833.8	2.5%	6,422.3	6,588.1	2.6%	6,594.0	6,905.3	4.7%
SG&A expenses	1,707.5	1,720.5	0.8%	1,977.1	2,022.2	2.3%	2,050.0	2,083.8	1.6%
Interest expenses	671.7	686.2	2.2%	710.2	703.0	-1.0%	735.4	743.6	1.1%
Share of profit from associates	893.7	880.7	-1.5%	876.5	876.5	0.0%	895.9	895.9	0.0%
Extra items	-	-	n.m.	-	-	n.m.	-	-	n.m.
Net profit	2,971.7	2,979.7	0.3%	3,099.3	3,158.6	1.9%	3,164.1	3,308.9	4.6%
Core net profit	2,971.7	2,979.7	0.3%	3,099.3	3,158.6	1.9%	3,164.1	3,308.9	4.6%
<b>EPS</b>	<b>2.58</b>	<b>2.59</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.70</b>	<b>2.75</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.75</b>	<b>2.88</b>	<b>4.6%</b>
<b>Core EPS</b>	<b>2.58</b>	<b>2.59</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.70</b>	<b>2.75</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.75</b>	<b>2.88</b>	<b>4.6%</b>
Weighted average number of shares	1,150.0	1,150.0	0.0%	1,150.0	1,150.0	0.0%	1,150.0	1,150.0	0.0%
Gross margin - Amata City Chonburi	68.0%	68.0%	0.0%	60.0%	60.0%	0.0%	60.0%	60.0%	0.0%
Gross margin - Amata City Rayong	45.0%	45.0%	0.0%	45.0%	45.0%	0.0%	45.0%	47.0%	2.0%
Gross margin - Thai-Chinese Rayong	44.0%	44.0%	0.0%	44.0%	44.0%	0.0%	45.0%	45.0%	0.0%
Gross margin - Amata Vietnam	45.0%	46.8%	1.8%	40.0%	40.9%	0.9%	38.7%	42.0%	3.3%
Gross margin from land sales	47.1%	48.2%	1.03%	48.7%	48.2%	-0.5%	47.7%	49.8%	2.1%
Gross margin from utility services	19.0%	19.1%	0.1%	18.7%	18.8%	0.1%	18.7%	18.7%	0.0%
Gross margin from rental	77.1%	77.7%	0.6%	77.1%	78.0%	0.9%	77.1%	78.0%	0.9%
Overall gross margin	40.5%	41.2%	0.7%	41.6%	41.5%	-0.1%	40.8%	42.1%	1.4%
<b>Land sales (rai)</b>	<b>1,380</b>	<b>1,380</b>	<b>0.0%</b>	<b>1,000</b>	<b>1,172</b>	<b>17.2%</b>	<b>1,100</b>	<b>1,224</b>	<b>11.3%</b>
Thailand	1,140	1,140	0.0%	785	892	13.6%	875	924	5.6%
Vietnam	240	240	0.0%	215	280	30.2%	225	300	33.3%
<b>Land transfers (rai)</b>	<b>1,812</b>	<b>1,772</b>	<b>-2.2%</b>	<b>1,723</b>	<b>1,852</b>	<b>7.5%</b>	<b>1,445</b>	<b>1,736</b>	<b>20.1%</b>
Thailand	1,572	1,532	-2.5%	1,508	1,572	4.2%	1,145	1,436	25.4%
Vietnam	240	240	0.0%	215	280	30.2%	300	300	0.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

LSEG ESG Scores													
	<table border="1"> <tr> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">B+</td> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">A+</td> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">B+</td> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">B+</td> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">A-</td> <td style="background-color: #4CAF50; color: white; padding: 5px;">B</td> </tr> <tr> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Grade</td> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Controversies Grade</td> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Combined Grade</td> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Environment Pillar Grade</td> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Social Pillar Grade</td> <td style="font-size: 8px; text-align: center;">ESG Governance Pillar Grade</td> </tr> </table>	B+	A+	B+	B+	A-	B	ESG Grade	ESG Controversies Grade	ESG Combined Grade	ESG Environment Pillar Grade	ESG Social Pillar Grade	ESG Governance Pillar Grade
B+	A+	B+	B+	A-	B								
ESG Grade	ESG Controversies Grade	ESG Combined Grade	ESG Environment Pillar Grade	ESG Social Pillar Grade	ESG Governance Pillar Grade								
<h2>ESG in a nutshell</h2> <p>AMATA said it is committed to developing a smart city that produces “all win” benefits for its stakeholders by integrating sustainable development approaches into its business development plan, combining innovation and technology to increase operational efficiency and reduce environmental impact. AMATA aims to be the leading developer of smart cities in Thailand's Eastern Economic Corridor (EEC). It targets to make its industrial estates (IEs) in Thailand’s low carbon cities by 2040. AMATA has also implemented various smart energy and smart environment projects to reduce its greenhouse gas emissions. LSEG rated AMATA a B+ Combined Grade in 2024.</p>													
<h3>Keep your eye on</h3> <p>Transactions of land presales and land transfers between AMATA and its subsidiaries, i.e. Thai Chinese Rayong and Amata Summit Ready Built.</p>	<h3>Implications</h3> <p>AMATA’s reported land presales and land transfers exclude land sales transactions to its subsidiaries and associates in Amata Group.</p>												
<h3>ESG highlights</h3> <p>AMATA received the Sustainability Award of Honor at SET Awards 2024 from the Stock Exchange of Thailand. The award recognises its continued excellence in sustainable development.</p> <p>Amata City Chonburi and Amata City Rayong received Eco Excellence certification granted by the Thailand Industrial Estate Authority as these industrial estates actively contribute to enhancement of environmental quality.</p> <p>AMATA has been certified as a member of Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC) since 30 Sep 2020. The company received “Excellent CG Scoring” in a corporate governance report for Thai listed companies in 2024.</p>	<h3>Implications</h3> <p>AMATA received a rating of AAA in SET ESG ratings in 2024 from the Stock Exchange of Thailand. It was rated B+ for its ESG combined score by LSEG in 2024, above the Thai property companies’ average of C.</p>												
<h3>Trends</h3> <p>AMATA collaborates with its strategic business partners to develop new businesses related to the smart city concept. For example, AMATA and ADVANC have partnered to use 5G and fibre optic networking in Amata City Chonburi. Meanwhile, AMATA and SCC have signed an MOU to implement “Koom Kah Smart Manifest”, a digital application that will enhance its waste collection system and promote sustainable recycling practices.</p>	<h3>Implications</h3> <p>By integrating sustainable development into its strategy, AMATA plans to be a leading developer of smart cities in the EEC to gain a competitive advantage and reduce social and environmental impact. The concept of Amata Smart City will start with upgrades for Amata City Chonburi and then expand to other IEs.</p>												

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG

**BY THE NUMBERS**



**Profit & Loss**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>Total Net Revenues</b>	<b>9,517</b>	<b>14,724</b>	<b>14,159</b>	<b>15,861</b>	<b>16,390</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>3,713</b>	<b>4,968</b>	<b>5,834</b>	<b>6,588</b>	<b>6,905</b>
<b>Operating EBITDA</b>	<b>2,882</b>	<b>3,973</b>	<b>4,627</b>	<b>5,106</b>	<b>5,395</b>
Depreciation And Amortisation	(430)	(451)	(513)	(540)	(574)
<b>Operating EBIT</b>	<b>2,452</b>	<b>3,522</b>	<b>4,113</b>	<b>4,566</b>	<b>4,821</b>
Financial Income/(Expense)	(602)	(620)	(590)	(628)	(665)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	1,064	959	881	877	896
Non-Operating Income/(Expense)	(48)	48	12	17	17
<b>Profit Before Tax (pre-EI)</b>	<b>2,866</b>	<b>3,908</b>	<b>4,416</b>	<b>4,831</b>	<b>5,069</b>
Exceptional Items					
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>2,866</b>	<b>3,908</b>	<b>4,416</b>	<b>4,831</b>	<b>5,069</b>
<b>Taxation</b>	<b>(463)</b>	<b>(470)</b>	<b>(802)</b>	<b>(791)</b>	<b>(835)</b>
Exceptional Income - post-tax	38	35	0	0	0
<b>Profit After Tax</b>	<b>2,441</b>	<b>3,473</b>	<b>3,614</b>	<b>4,040</b>	<b>4,234</b>
Minority Interests	(556)	(990)	(634)	(881)	(925)
Pref. & Special Div	0	0	0	0	0
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
<b>Net Profit</b>	<b>1,885</b>	<b>2,483</b>	<b>2,980</b>	<b>3,159</b>	<b>3,309</b>

**Cash Flow**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>EBITDA</b>	<b>2,882</b>	<b>3,973</b>	<b>4,627</b>	<b>5,106</b>	<b>5,395</b>
Cash Flow from Invt. & Assoc.					
Change In Working Capital	6,840	6,940	(386)	461	(491)
Straight Line Adjustment					
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense					
Other Operating Cashflow	38	134	108	91	95
Net Interest (Paid)/Received	(687)	(707)	(686)	(703)	(744)
Tax Paid	(463)	(470)	(802)	(791)	(835)
<b>Cashflow From Operations</b>	<b>8,609</b>	<b>9,870</b>	<b>2,861</b>	<b>4,164</b>	<b>3,421</b>
Capex	(9,115)	(6,928)	(3,089)	(3,800)	(3,500)
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Disposals of Investment Properties					
Acq. Of Subsidiaries/investments					
Other Investing Cashflow	320	(725)	(98)	(35)	(42)
<b>Cash Flow From Investing</b>	<b>(8,794)</b>	<b>(7,654)</b>	<b>(3,188)</b>	<b>(3,835)</b>	<b>(3,542)</b>
Debt Raised/(repaid)	2,137	(833)	978	2,188	1,167
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	(747)	(747)	(1,048)	(1,220)	(1,293)
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	(327)	(146)	(0)	(0)	0
<b>Cash Flow From Financing</b>	<b>1,062</b>	<b>(1,727)</b>	<b>(70)</b>	<b>968</b>	<b>(127)</b>
Total Cash Generated	877	490	(397)	1,296	(247)
<b>Free Cashflow To Firm</b>	<b>503</b>	<b>2,923</b>	<b>359</b>	<b>1,031</b>	<b>623</b>
<b>Free Cashflow To Equity</b>	<b>1,952</b>	<b>1,383</b>	<b>651</b>	<b>2,516</b>	<b>1,046</b>

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**BY THE NUMBERS... cont'd**
**Balance Sheet**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	2,032	2,522	2,125	3,421	3,174
Properties Under Development					
Total Debtors	625	1,457	1,231	1,379	1,425
Inventories	15,127	12,920	13,740	13,747	13,869
Total Other Current Assets	2,520	4,204	4,172	4,280	4,313
<b>Total Current Assets</b>	<b>20,304</b>	<b>21,103</b>	<b>21,268</b>	<b>22,827</b>	<b>22,780</b>
Fixed Assets	2,239	2,796	2,796	2,885	3,154
<b>Total Investments</b>	<b>12,076</b>	<b>12,691</b>	<b>13,758</b>	<b>14,806</b>	<b>15,859</b>
Intangible Assets	0	0	0	0	0
Total Other Non-Current Assets	22,969	28,351	30,891	33,982	36,582
<b>Total Non-current Assets</b>	<b>37,284</b>	<b>43,838</b>	<b>47,445</b>	<b>51,673</b>	<b>55,594</b>
Short-term Debt	1,263	1,515	1,507	1,507	1,507
Current Portion of Long-Term Debt	4,722	4,141	4,141	4,141	4,141
Total Creditors	1,903	2,962	2,531	2,819	2,883
Other Current Liabilities	7,459	10,936	11,545	11,980	11,625
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>15,347</b>	<b>19,554</b>	<b>19,723</b>	<b>20,447</b>	<b>20,156</b>
Total Long-term Debt	11,487	11,726	12,712	14,900	16,067
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-Current Liabilities	5,028	5,573	5,626	5,681	5,739
<b>Total Non-current Liabilities</b>	<b>16,514</b>	<b>17,299</b>	<b>18,338</b>	<b>20,581</b>	<b>21,805</b>
Total Provisions	0	0	0	0	0
<b>Total Liabilities</b>	<b>31,861</b>	<b>36,853</b>	<b>38,061</b>	<b>41,027</b>	<b>41,961</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>20,418</b>	<b>21,984</b>	<b>23,916</b>	<b>25,854</b>	<b>27,869</b>
Minority Interests	5,309	6,104	6,738	7,619	8,544
<b>Total Equity</b>	<b>25,727</b>	<b>28,088</b>	<b>30,653</b>	<b>33,473</b>	<b>36,414</b>

**Key Ratios**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	46.4%	54.7%	(3.8%)	12.0%	3.3%
Operating EBITDA Growth	14.7%	37.9%	16.5%	10.4%	5.7%
Operating EBITDA Margin	30.3%	27.0%	32.7%	32.2%	32.9%
Net Cash Per Share (THB)	(13.43)	(12.92)	(14.12)	(14.89)	(16.12)
BVPS (THB)	17.75	19.12	20.80	22.48	24.23
Gross Interest Cover	3.57	4.98	5.99	6.49	6.48
Effective Tax Rate	16.1%	12.0%	18.2%	16.4%	16.5%
Net Dividend Payout Ratio	40.5%	30.5%	35.2%	38.6%	39.1%
Accounts Receivables Days	18.98	25.88	34.65	30.04	31.23
Inventory Days	723.2	526.1	584.4	541.0	531.4
Accounts Payables Days	99.6	91.3	120.4	105.3	109.7
ROIC (%)	6.17%	8.26%	9.18%	9.42%	9.30%
ROCE (%)	6.17%	8.14%	8.91%	9.01%	8.74%
Return On Average Assets	5.48%	6.42%	6.11%	6.34%	6.24%

**Key Drivers**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Land presales (rai)	1,854.0	3,019.0	1,380.0	1,172.0	1,224.0
Land transfers (rai)	788.0	1,912.0	1,772.0	1,852.0	1,736.0
Gross margin from real estate sales (%)	47.5%	38.2%	48.2%	48.2%	49.8%
SG&A-to-revenue ratio (%)	13.3%	9.8%	12.2%	12.7%	12.7%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**Thailand**

**ADD** (no change)

Consensus ratings\*: Buy 17 Hold 4 Sell 1

Current price:	THB3.22
Target price:	THB4.14
Previous target:	THB4.08
Up/downside:	28.6%
CGSI / Consensus:	4.0%

Reuters:	WHA.BK
Bloomberg:	WHA TB
Market cap:	US\$1,512m
	THB48,129m
Average daily turnover:	US\$7.12m
	THB230.0m
Current shares o/s:	14,322m
Free float:	47.7%

\*Source: Bloomberg

**Key changes in this note**

- FY26-27F land presales increased 5.3-7.0%.
- FY25-27F utilities income increased 3.5-6.3%.
- FY25F core EPS dropped 1.1%, but FY26-27F core EPS increased 4.5-5.6%.



Source: Bloomberg

<b>Price performance</b>	1M	3M	12M
Absolute (%)	3.9	-12.0	-44.5
Relative (%)	5.8	-13.7	-32.3

<b>Major shareholders</b>	% held
Ms. Jareeporn Jarukornsakul	21.6
State Street Europe Limited	9.2
Ms. Chatchamol Anantaprayoon	8.3

**Analyst(s)**

**Pornthipa RAYABSANGDUAN**  
T (66) 2 761 9229  
E pornthipa.ra@cgisi.com

**WHA Corporation**

**ได้ประโยชน์จากความต้องการ data centre ที่เพิ่มขึ้น**

- เราปรับประมาณการยอดขายที่ดินขึ้น 5.3-7.0% เป็น 2,000 ไร่ในปี 2026 และ 2,087 ไร่ในปี 2027
- WHA จะได้ประโยชน์จากความต้องการ data centre ที่เพิ่มขึ้นในรูปของการขายที่ดินล็อตใหญ่ในปี 2025-26 และรายได้ค่าสาธารณูปโภคที่จะเติบโตแข็งแกร่งตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป
- ยังแนะนำ "ซื้อ" WHA และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 4.14 บาท

**ยอดขายที่ดินใหม่ใน 4Q25 มีแรงหนุนจากดีลใหญ่ 900 ไร่**

เราคงประมาณการยอดขายที่ดินในปี 2025 ของ WHA อยู่ที่ 2,350 ไร่เพราะคาดว่าจะขายที่ดินใน 4Q25 จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 1,092 ไร่เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มขายที่ดินล็อตใหญ่รวม 2,000 ไร่ให้กับลูกค้าในกลุ่ม data centre (DC), เครื่องใช้ไฟฟ้าและยานยนต์ โดย WHA กล่าวระหว่างการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 21 พ.ย. 2025 ว่าบริษัทบันทึกยอดขายที่ดินใหม่ 200-300 ไร่ในเดือนธ.ค.-พ.ย. 2025 และคาดว่าจะเซ็นสัญญาอีกสองดีลรวม 900 ไร่ในเดือนธ.ค. 2025 ส่วนที่เหลืออีก 1,100 ไร่ น่าจะเซ็นสัญญาในปี 2026 นอกจากนี้ WHA พบว่ามีนักลงทุนสถาบันเข้ามามากขึ้นทั้งในไทยและเวียดนาม (VN) ในช่วงเดือนพ.ย. 2025 หลังจากสหรัฐและจีนบรรลุข้อตกลงเพื่อยุติสงครามการค้าชั่วคราวทำให้อัตราภาษีของสินค้านำเข้าลดลงเหลือ 47% (จาก 57%) อย่างไรก็ตาม อัตราภาษีของเวียดนาม/ไทยต่ำกว่าจีนถึง 28-29% ทำให้ทั้งเวียดนามและไทยยังเป็นตัวเลือกที่น่าสนใจสำหรับการย้ายฐานการผลิต ดังนั้น WHA จึงคาดว่าจะขายที่ดินในเวียดนามจะเพิ่มขึ้นในปี 2026 จากโครงการ WHA Industrial Zone 1 Thanh Hoa Phase 1 (178 เฮกเตอร์) ซึ่งจะเริ่มขายที่ดินในปีหน้า

**ปรับประมาณการยอดขายที่ดินในปี 2026-27 ขึ้น 5.3-7.0%**

เราปรับประมาณการยอดขายที่ดินของ WHA ขึ้น 5.3-7.0% เป็น 2,000 ไร่ในปี 2026 และ 2,087 ไร่ในปี 2027 สะท้อนความต้องการที่ดินที่เพิ่มขึ้นจากลูกค้า DC และการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China+1 อย่างต่อเนื่อง โดยเรามองว่าไทยกำลังจะกลายเป็นจุดหมายหลักสำหรับการลงทุนใน DC เนื่องจากระบบไฟฟ้าและโครงสร้างพื้นฐานทั่วไปในประเทศค่อนข้างเสถียรและเชื่อถือได้ในภูมิภาค ซึ่งจะเห็นได้จากอัตราการสูญเสียในระบบส่งจ่ายไฟฟ้าที่ค่อนข้างต่ำ ขณะที่ในช่วง 9 เดือนแรกของปีมีโครงการ DC ยื่นขอรับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI รวม 119 โครงการ มูลค่า 6.128 แสนล้านบาท (+551% yoy) เราจึงประมาณการว่ายอดขายที่ดินให้กับ DC จะมีสัดส่วน 22.6% ของยอดขายที่ดินของ WHA ในปี 2025 และจะเพิ่มเป็น 50% ในปี 2026

**รายได้จากการจัดหาหนี้ให้ DC จะหนุนรายได้ค่าสาธารณูปโภคในระยะยาว**

เราคาดว่าความต้องการใช้น้ำของ DC จะผลักดันการเติบโตของรายได้ค่าสาธารณูปโภคหลังจากโครงการ DC เริ่มเปิดดำเนินการในปี 2027 โดย WHA เซ็นสัญญาฉบับใหม่กับลูกค้า DC มูลค่า 600-700 ล้านบาทต่อปี สำหรับปริมาณการใช้น้ำรวม 28 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปีใน 3Q25 และคาดว่าจะเซ็นสัญญากับลูกค้า DC อีกราย สำหรับปริมาณการใช้น้ำรวม 17-29 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปีในปี 2026 เราจึงรวมทั้งสองสัญญา (57 ล้านลูกบาศก์เมตร) จาก DC ในประมาณการรายได้จากธุรกิจสาธารณูปโภคของ WHA และคาดว่ารายได้จากการจำหน่ายน้ำให้กับ DC จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นจาก 0% ในปี 2024 เป็น 26.5% ของรายได้รวมจากธุรกิจสาธารณูปโภคภายในปี 2032

**คงคำแนะนำ "ซื้อ" และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 4.14 บาท**

เราปรับประมาณการกำไรปกติต่อหุ้นลง 1.1% ในปี FY25 แต่ปรับขึ้น 4.5-5.6% ในปี FY26-27 หลังปรับสมมติฐานยอดขายที่ดิน, ยอดโอนที่ดิน, รายได้ค่าสาธารณูปโภค, รายได้ค่าเช่า EV และรายได้อื่น ส่งผลให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 4.14 บาท ซึ่งจะเท่ากับ P/E 12.1x ในปี FY27 หรือ -1SD จากค่าเฉลี่ยห้าปี โดยเรายังแนะนำ "ซื้อ" WHA เพราะคาดว่าจะขายที่ดินใหม่และกำไรสุทธิจะฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 4Q25 นอกจากนี้ WHA ยังได้ประโยชน์จากความต้องการ data centre ที่เพิ่มขึ้นจากการขายที่ดินล็อตใหญ่ในปี 2025-26 รวมทั้งรายได้จากธุรกิจสาธารณูปโภคที่จะเติบโตแข็งแกร่งตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม WHA อาจมี downside risk หากการขายสินทรัพย์ให้กับ REIT และการโอนที่ดินล่าช้า ส่วนปัจจัยบวกที่ช่วยหนุนราคาหุ้นคือยอดขายที่ดินและ GPM ที่สูงกว่าค่าด

<b>Financial Summary</b>	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues (THBm)	15,519	12,605	15,701	17,348	17,866
Operating EBITDA (THBm)	6,157	6,336	7,080	7,234	7,561
Net Profit (THBm)	4,426	4,359	5,050	5,024	5,101
Normalised EPS (THB)	0.30	0.30	0.34	0.34	0.34
Normalised EPS Growth	19.6%	3.0%	10.8%	(0.5%)	1.5%
FD Normalised P/E (x)	10.87	10.56	9.53	9.58	9.44
DPS (THB)	0.18	0.19	0.22	0.22	0.22
Dividend Yield	5.71%	5.92%	6.71%	6.78%	6.89%
EV/EBITDA (x)	11.72	12.32	11.91	12.53	12.74
P/FCFE (x)	24.71	8.81	48.23	15.52	16.26
Net Gearing	93%	106%	117%	128%	136%
P/BV (x)	1.44	1.38	1.31	1.25	1.19
ROE	13.5%	13.3%	14.1%	13.3%	12.9%
% Change In Normalised EPS Estimates			(1.11%)	5.57%	4.48%
Norm EPS/consensus EPS (x)			1.05	1.05	1.04

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

## ได้ประโยชน์จากความต้องการ data centre ที่เพิ่มขึ้น

Figure 1: WHA's forward P/E band

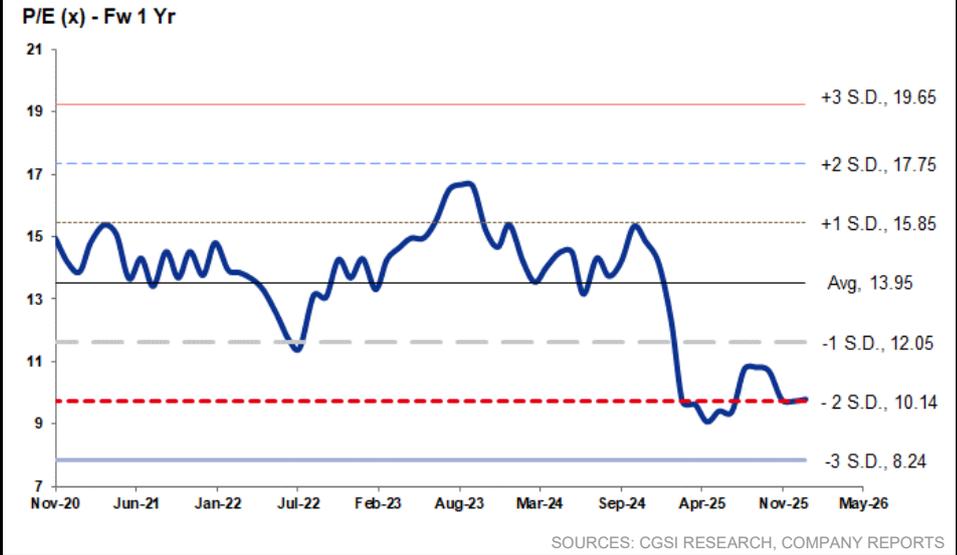


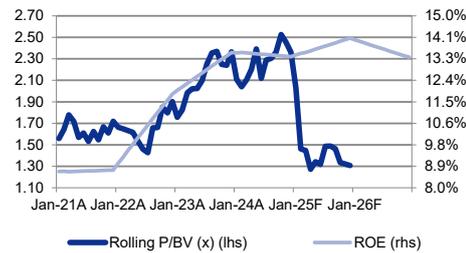
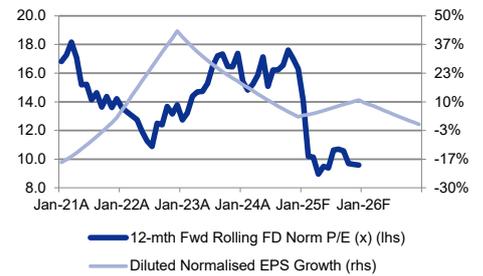
Figure 2: Earnings revision

(THBm)	2025F			2026F			2027F		
	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes
Rental and service income	1,351.1	1,351.1	0.0%	1,422.1	1,422.1	0.0%	1,514.9	1,523.5	0.6%
Revenue from industrial land sales	8,278.4	8,325.8	0.6%	8,027.4	8,480.9	5.7%	9,079.5	9,485.1	4.5%
Revenue from sales of investment property to REITs	1,500.0	1,500.0	0.0%	2,576.0	2,576.0	0.0%	1,560.5	1,560.5	0.0%
Utilities income	3,092.6	3,273.0	5.8%	3,200.9	3,402.7	6.3%	3,489.0	3,612.2	3.5%
Revenue from solar and mobility	738.3	599.8	-18.8%	924.4	786.6	-14.9%	1,199.6	954.6	-20.4%
Total revenue	14,960.5	15,049.8	0.6%	16,150.8	16,668.4	3.2%	16,843.5	17,135.9	1.7%
Gross profit	7,807.1	7,816.0	0.1%	7,828.6	8,093.2	3.4%	8,152.3	8,346.1	2.4%
SG&A expenses	2,413.6	2,407.0	-0.3%	2,703.2	2,671.8	-1.2%	2,824.8	2,769.8	-1.9%
Other income	785.9	650.9	-17.2%	820.9	679.2	-17.3%	878.9	730.1	-16.9%
Interest expenses	1,402.0	1,353.1	-3.5%	1,440.6	1,402.3	-2.7%	1,495.6	1,437.6	-3.9%
Share of profit from investments in associates and JVs:	1,554.5	1,559.2	0.3%	1,466.6	1,587.1	8.2%	1,447.3	1,542.1	6.5%
Share of profit from power associates	777.1	777.1	0.0%	808.5	858.5	6.2%	822.5	847.5	3.0%
Share of profit from JVs and other associates	777.4	782.1	0.6%	658.1	728.6	10.7%	624.8	694.6	11.2%
Minority interests	480.2	482.2	0.4%	493.0	510.2	3.5%	522.1	531.0	1.7%
Net profit	5,106.4	5,049.5	-1.1%	4,758.5	5,023.5	5.6%	4,882.3	5,100.9	4.5%
Core net profit	5,106.4	5,049.5	-1.1%	4,758.5	5,023.5	5.6%	4,882.3	5,100.9	4.5%
EPS (THB)	0.34	0.34	-1.1%	0.32	0.34	5.6%	0.33	0.34	4.5%
Core EPS (THB)	0.34	0.34	-1.1%	0.32	0.34	5.6%	0.33	0.34	4.5%
No. of outstanding shares	14,946.8	14,946.8	0.0%	14,946.8	14,946.8	0.0%	14,946.8	14,946.8	0.0%
Gross margin from land sales	58.9%	58.5%	-0.4%	55.1%	55.0%	-0.1%	53.5%	53.8%	0.3%
Overall gross margin	52.2%	51.9%	-0.3%	48.5%	48.6%	0.1%	48.4%	48.7%	0.3%
<b>Land presales (rai)</b>	<b>2,350</b>	<b>2,350</b>	<b>0.0%</b>	<b>1,900</b>	<b>2,000</b>	<b>5.3%</b>	<b>1,950</b>	<b>2,087</b>	<b>7.0%</b>
Thailand	2,200	2,318	5.4%	1,600	1,800	12.5%	1,500	1,737	15.8%
Vietnam	150	32	-78.7%	300	200	-33.3%	450	350	-22.2%
<b>Land transfers (rai)</b>	<b>2,166</b>	<b>2,166</b>	<b>0.0%</b>	<b>1,961</b>	<b>2,101</b>	<b>7.1%</b>	<b>2,120</b>	<b>2,245</b>	<b>5.9%</b>
Thailand	2,069	2,127	2.8%	1,761	2,001	13.6%	1,820	1,970	8.2%
Vietnam	97	39	-59.8%	200	100	-50.0%	300	275	-8.3%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

LSEG ESG Scores	
	
	
<h2>ESG in a nutshell</h2> <p>WHA Corporation focuses on creating sustainable value and adhering to balanced business principles, in our view. The group has said it is committed to upholding environmental and social responsibilities, as well as good governance, to safeguard the future of all its stakeholders. WHA Corporation was rated B+ for its ESG combined score by LSEG in 2023, the highest score among Thai property companies under our coverage.</p>	
<h3>Keep your eye on</h3> <p>WHA monetises its assets to 15%-owned WHA Premium Growth REIT (WHART) as part of its strategy to recycle its capital. The company postponed the asset monetisation to WHART scheduled for 4Q24 as some unitholders (local funds) did not want to invest in additional trust units through a capital increase, given the: 1) weak market sentiment and 2) the 15% premium to the appraised value of new assets.</p>	<h3>Implications</h3> <p>This was the first time that WHA postponed asset monetisation to WHART. We see increasing uncertainty on its capital raising through the REIT and the size of its asset monetisation to the REIT from 2025F onwards.</p>
<h3>ESG highlights</h3> <p>WHA has outperformed its local peers in terms of ESG, in our view. According to WHA's 2023 annual report, the company received several awards for ESG excellence in 2023, including:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Best Sustainability Excellence Award 2023, in the category of Sustainability Excellence for companies with market capitalisation of THB30bn-100bn, organised by the Stock Exchange of Thailand;</li> <li>WHA Industrial Estates received 6 Eco Industrial Town Awards at the Eco Innovation Forum 2023;</li> <li>Corporate ESG Bond of the Year Award 2023 from Thai BMA and Best Sustainability-Linked Bond in Thailand at the Asset Triple A Sustainable Finance Award 2024.</li> </ul>	<h3>Implications</h3> <p>WHA was rated AAA for its ESG ratings by the Stock Exchange of Thailand in 2024. The excellence awards in environment, social and corporate governance are a testament to WHA's strong commitment to sustainability and business ethics, in our view.</p>
<h3>Trends</h3> <p>In Oct 2020, WHA launched Thailand's first industrial park catering to e-commerce, which has a total area of 200,000 sq m. The park offers advanced features, such as automation technology, robotics and smart logistics, to facilitate all forms of e-commerce activities and operations.</p>	<h3>Implications</h3> <p>WHA has integrated the use of technology and innovation to drive its core businesses towards sustainable growth and further enhance the value-added services it offers to its customers.</p>

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG

**BY THE NUMBERS**
**P/BV vs ROE**

**12-mth Fwd FD Norm P/E vs EPS Growth**

**Profit & Loss**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>Total Net Revenues</b>	<b>15,519</b>	<b>12,605</b>	<b>15,701</b>	<b>17,348</b>	<b>17,866</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>7,552</b>	<b>7,391</b>	<b>8,467</b>	<b>8,772</b>	<b>9,076</b>
<b>Operating EBITDA</b>	<b>6,157</b>	<b>6,336</b>	<b>7,080</b>	<b>7,234</b>	<b>7,561</b>
Depreciation And Amortisation	(709)	(915)	(1,020)	(1,133)	(1,255)
<b>Operating EBIT</b>	<b>5,447</b>	<b>5,421</b>	<b>6,060</b>	<b>6,101</b>	<b>6,306</b>
Financial Income/(Expense)	(1,235)	(1,378)	(1,353)	(1,402)	(1,438)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	1,496	1,736	1,559	1,587	1,542
Non-Operating Income/(Expense)	0	0	0	0	0
<b>Profit Before Tax (pre-EI)</b>	<b>5,708</b>	<b>5,779</b>	<b>6,266</b>	<b>6,285</b>	<b>6,411</b>
Exceptional Items					
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>5,708</b>	<b>5,779</b>	<b>6,266</b>	<b>6,285</b>	<b>6,411</b>
<b>Taxation</b>	<b>(659)</b>	<b>(779)</b>	<b>(734)</b>	<b>(752)</b>	<b>(779)</b>
Exceptional Income - post-tax	0	(198)	0	0	0
<b>Profit After Tax</b>	<b>5,050</b>	<b>4,802</b>	<b>5,532</b>	<b>5,534</b>	<b>5,632</b>
Minority Interests	(624)	(442)	(482)	(510)	(531)
Pref. & Special Div	0	0	0	0	0
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
<b>Net Profit</b>	<b>4,426</b>	<b>4,359</b>	<b>5,050</b>	<b>5,024</b>	<b>5,101</b>

**Cash Flow**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>EBITDA</b>	<b>6,157</b>	<b>6,336</b>	<b>7,080</b>	<b>7,234</b>	<b>7,561</b>
Cash Flow from Invt. & Assoc.					
Change In Working Capital	2,253	(3,066)	149	(1,193)	(116)
Straight Line Adjustment					
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense					
Other Operating Cashflow	1,506	1,813	0	0	0
Net Interest (Paid)/Received	(1,235)	(1,378)	(1,353)	(1,402)	(1,438)
Tax Paid	(659)	(779)	(734)	(752)	(779)
<b>Cashflow From Operations</b>	<b>8,022</b>	<b>2,926</b>	<b>5,142</b>	<b>3,887</b>	<b>5,229</b>
Capex	(6,333)	(6,444)	(9,152)	(7,811)	(8,572)
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Disposals of Investment Properties					
Acq. Of Subsidiaries/investments					
Other Investing Cashflow	(458)	1,394	(248)	(219)	(99)
<b>Cash Flow From Investing</b>	<b>(6,791)</b>	<b>(5,050)</b>	<b>(9,400)</b>	<b>(8,030)</b>	<b>(8,671)</b>
Debt Raised/(repaid)	717	7,588	5,256	7,244	6,402
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	(2,499)	(2,749)	(3,040)	(3,248)	(3,290)
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	(147)	(989)	0	0	0
<b>Cash Flow From Financing</b>	<b>(1,929)</b>	<b>3,850</b>	<b>2,216</b>	<b>3,995</b>	<b>3,112</b>
Total Cash Generated	(698)	1,726	(2,042)	(147)	(331)
<b>Free Cashflow To Firm</b>	<b>2,466</b>	<b>(746)</b>	<b>(2,905)</b>	<b>(2,740)</b>	<b>(2,005)</b>
<b>Free Cashflow To Equity</b>	<b>1,948</b>	<b>5,464</b>	<b>998</b>	<b>3,101</b>	<b>2,960</b>

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**BY THE NUMBERS... cont'd**
**Balance Sheet**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	6,450	8,176	6,134	5,986	5,655
Properties Under Development					
Total Debtors	983	1,443	1,588	1,658	1,674
Inventories	11,310	16,346	22,387	27,075	30,692
Total Other Current Assets	551	577	343	376	385
<b>Total Current Assets</b>	<b>19,295</b>	<b>26,543</b>	<b>30,452</b>	<b>35,095</b>	<b>38,407</b>
Fixed Assets	8,852	10,654	11,629	12,557	13,439
<b>Total Investments</b>	<b>39,336</b>	<b>41,484</b>	<b>50,381</b>	<b>57,943</b>	<b>66,159</b>
Intangible Assets	0	0	0	0	0
Total Other Non-Current Assets	22,743	22,861	22,989	23,092	23,067
<b>Total Non-current Assets</b>	<b>70,930</b>	<b>74,998</b>	<b>84,998</b>	<b>93,592</b>	<b>102,665</b>
Short-term Debt	3,445	900	900	900	900
Current Portion of Long-Term Debt	7,287	9,922	0	0	0
Total Creditors	3,637	5,871	12,056	15,591	19,108
Other Current Liabilities	727	977	892	955	965
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>15,096</b>	<b>17,669</b>	<b>13,848</b>	<b>17,446</b>	<b>20,973</b>
Total Long-term Debt	30,557	38,055	53,233	60,477	66,879
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-Current Liabilities	7,250	7,306	7,367	7,477	7,591
<b>Total Non-current Liabilities</b>	<b>37,807</b>	<b>45,361</b>	<b>60,600</b>	<b>67,954</b>	<b>74,470</b>
Total Provisions	0	0	0	0	0
<b>Total Liabilities</b>	<b>52,903</b>	<b>63,030</b>	<b>74,448</b>	<b>85,400</b>	<b>95,442</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>33,487</b>	<b>34,832</b>	<b>36,841</b>	<b>38,616</b>	<b>40,426</b>
Minority Interests	3,835	3,679	4,161	4,672	5,203
<b>Total Equity</b>	<b>37,322</b>	<b>38,511</b>	<b>41,002</b>	<b>43,287</b>	<b>45,629</b>

**Key Ratios**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	8.3%	(23.8%)	32.8%	10.8%	2.8%
Operating EBITDA Growth	8.5%	2.9%	11.7%	2.2%	4.5%
Operating EBITDA Margin	41.4%	55.9%	47.0%	43.4%	44.1%
Net Cash Per Share (THB)	(2.33)	(2.72)	(3.21)	(3.71)	(4.16)
BVPS (THB)	2.24	2.33	2.46	2.58	2.70
Gross Interest Cover	4.41	3.93	4.48	4.35	4.39
Effective Tax Rate	11.5%	13.5%	11.7%	12.0%	12.2%
Net Dividend Payout Ratio	82.5%	78.9%	82.5%	82.5%	82.5%
Accounts Receivables Days	15.28	24.42	21.80	22.04	22.36
Inventory Days	504	971	977	1,053	1,199
Accounts Payables Days	146.3	333.6	452.3	588.4	720.5
ROIC (%)	10.9%	10.8%	10.8%	10.6%	10.5%
ROCE (%)	7.04%	6.53%	6.64%	6.11%	5.78%
Return On Average Assets	6.84%	6.36%	6.10%	5.45%	5.03%

**Key Drivers**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Land presales (rai)	2,717.0	2,550.0	2,350.0	2,000.0	2,087.0
Land transfers (rai)	2,197.0	2,020.0	2,166.0	2,101.0	2,245.0
Gross margin from sales of real estate (%)	47.2%	61.1%	54.6%	49.4%	49.7%
Gross margin - total (%)	46.4%	54.0%	51.9%	48.6%	48.7%
SG&A-to-revenue ratio (%)	14.1%	17.4%	16.0%	16.0%	16.2%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Thailand

**ADD** (previously HOLD)

Consensus ratings\*: Buy 0 Hold 2 Sell 0

Current price:	THB4.24
Target price:	THB5.48
Previous target:	THB4.44
Up/downside:	29.2%
CGSI / Consensus:	22.6%
Reuters:	PIN.BK
Bloomberg:	PIN TB
Market cap:	US\$154.5m
	THB4,918m
Average daily turnover:	US\$0.04m
	THB1.13m
Current shares o/s:	1,160m
Free float:	20.3%

\*Source: Bloomberg

**Key changes in this note**

- FY25-26F land presales reduced 20.8-42.9% but increased 31% in FY27F.
- FY25F gross margin from land sales increased 0.4% pt but cut 1.5% pts in FY26-27F.
- Core EPS reduced 25.6% in FY25F and 8.8% in FY27F but increased 2.7% in FY26F.



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-0.9	0.5	-32.2
Relative (%)	1.0	-1.2	-20.0

**Major shareholders**

	% held
Pinthong Holding	37.5
JTW Asset	28.3
Patamavorakulchai Family	14.0

**Analyst(s)**

**Pornthipa RAYABSANGDUAN**  
T (66) 2 761 9229  
E pornthipa.ra@cgsi.com

# Pinthong Industrial Park

## พร้อมพื้นตัวในปี 2026

- PIN จะเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการใหม่ที่มีพื้นที่ขายรวม 2,100 ไร่ในปี 2026
- ราคาตัวกำไรสุทธิของ PIN จะกลับมาเติบโต 149% yoy ในปี 2026 จากยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินที่เพิ่มขึ้นจากโครงการใหม่และรายได้ค่าเช่า
- ปรับเพิ่มคำแนะนำของ PIN จาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.48 บาท

### เตรียมเปิดโครงการนิคมอุตสาหกรรมใหม่ 3 โครงการในปี 2026

ในการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 27 พ.ย. PIN กล่าวว่าบริษัทคาดว่าจะรับรู้รายได้จากโครงการใหม่หรือ PIN 8 (800 ไร่) และส่วนขยายของ PIN 3 (500 ไร่) ซึ่งขณะนี้อยู่ระหว่างการพัฒนา ตามแผนในเดือนมี.ค. 2026 และ 2Q26 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม โครงการ PIN 7 (พื้นที่ขาย 800 ไร่) เลื่อนกำหนดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินจาก 2Q26 เป็น 4Q26 เนื่องจากการอนุมัติรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) ล่าช้า ขณะเดียวกัน ที่ดินนอกโครงการ PIN 7 ได้รับความสนใจน้อยลงเมื่อเทียบกับ 3Q25 โดยมีลูกค้าสองรายประกอบด้วยผู้ให้บริการ data centre (DC) และผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่สนใจที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมเพราะด้านในมีโครงสร้างพื้นฐานดีกว่า ทั้งนี้ PIN มีที่ดินพร้อมขาย ณ สิ้น 3Q25 ในโครงการเดิมในจังหวัดระยอง 80 ไร่และในชลบุรี 50 ไร่

### คาดยอดขายที่ดินพื้นตัวใน 1H26

PIN เผยว่ามีนักลงทุนติดต่อเข้ามามากขึ้นหลังจากที่สหรัฐและจีนบรรลุข้อตกลงเพื่อยุติสงครามการค้าชั่วคราว และเชื่อว่าความต้องการย้ายฐานการผลิตตามกลยุทธ์ China+1 จะยังมีอยู่อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ บริษัทน่าจะบันทึกยอดขายที่ดินใหม่จาก PIN 6 ในจังหวัดระยองจำนวน 80 ไร่ใน 4Q25 ส่วนลูกค้าที่สนใจซื้อที่ดินแปลงใหญ่กว่า 100 ไร่ น่าจะตัดสินใจในปี 2026 เมื่อโครงการใหม่คือ PIN 7, PIN 8 และส่วนขยายของ PIN 3 (พื้นที่ขายรวม 2,100 ไร่) พร้อมขายที่ดิน เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายที่ดินเหลือ 200 ไร่ (เดิม 350 ไร่) ในปี 2025 และ 570 ไร่ (เดิม 720 ไร่) ในปี 2026 แต่ปรับเพิ่มยอดขายที่ดินในปี 2027 เป็น 740 ไร่ (เดิม 565 ไร่) เนื่องจากโครงการ PIN 7 เปิดตัวช้า นอกจากนี้ เราประมาณการว่าที่ดินนอกโครงการ PIN 7 น่าจะขายได้ 290 ไร่ในปี 2027-28 เทียบกับประมาณการเดิมในปี 2025-26 ดังนั้นยอดขายที่ดินใหม่จึงน่าจะพื้นตัวใน 1H26 หลังจากที่ดินใน PIN 8 และส่วนขยายของ PIN 3 พร้อมขาย

### กำไรสุทธิน่าจะพื้นตัวในปี 2026

ราคาตัวกำไรสุทธิใน 4Q25 จะเติบโตสูงถึง 198% qoq เป็น 168 ล้านบาทจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพิ่มขึ้นเป็น 80 ไร่ในไตรมาสจาก PIN 6 และรายได้ค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นจากการทำสัญญาเช่าระยะสั้นใหม่ในโครงการ Logistics park ทั้งนี้อัตราการเช่าพื้นที่ใน Logistics park ของ PIN น่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 72% ใน 4Q25 จากเพียง 10% ใน 3Q25 หลังจากผู้เช่ารายใหม่ย้ายเข้ามา ขณะที่ราคาตัวกำไรสุทธิของ PIN จะกลับมาเติบโต 149% yoy ในปี 2026 นำโดยการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินในโครงการใหม่สามโครงการ

### ปรับเพิ่มคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” และราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 5.48 บาท

เราปรับประมาณการกำไรปกติต่อหุ้นในอดีตจาก -25.6%/+2.7%/-8.8% ในปี FY25/26/27 หลังปรับสมมติฐานยอดขายที่ดินใหม่, ยอดโอนที่ดินและอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ขณะที่เราเลือกพื้นฐานในการประเมินมูลค่าเป็นปี 2026 ส่งผลให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 5.48 บาท ซึ่งจะเท่ากับ P/E 4.2x ในปี FY26 (เดิม 4.7x เนื่องจากการพัฒนาโครงการใหม่มีความเสี่ยงในการดำเนินการสูงขึ้น) หรือ -1.75SD จากค่าเฉลี่ยหนึ่งปี นอกจากนี้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำของ PIN จาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” เนื่องจากยอดขายที่ดินน่าจะพื้นตัวในปี 2026-27 จากโครงการนิคมอุตสาหกรรมใหม่ และราคาต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะอยู่ที่ 11.7% ในปี 2026 เทียบกับ 4.7% ในปี 2025 โดยบริษัทอาจมี upside risk หาก PIN เข้ามาอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (ESG) ของ SET ที่จะประกาศใน 4Q25 และการขายโรงงานและคลังสินค้าสำเร็จรูปให้กับ REIT ส่วน downside risk จะมาจากความล่าช้าในการอนุมัติ EIA ของโครงการ PIN 7-8 และการที่ยอดขายที่ดินใหม่ต่ำกว่าคาด

**Financial Summary**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues (THBm)	3,029	4,237	1,851	3,978	5,098
Operating EBITDA (THBm)	1,596	1,943	663	1,399	1,848
Net Profit (THBm)	1,355	1,734	453	1,131	1,510
Normalised EPS (THB)	1.17	1.49	0.39	0.97	1.30
Normalised EPS Growth	317%	28%	(74%)	149%	34%
FD Normalised P/E (x)	3.63	2.84	10.85	4.35	3.26
DPS (THB)	0.59	0.76	0.20	0.50	0.66
Dividend Yield	13.9%	17.9%	4.7%	11.7%	15.6%
EV/EBITDA (x)	4.00	4.13	10.97	5.35	4.76
P/FCFE (x)	8.98	6.62	4.05	15.61	NA
Net Gearing	40.2%	65.7%	54.6%	49.4%	63.2%
P/BV (x)	1.34	1.04	1.14	0.94	0.80
ROE	43.8%	41.3%	10.0%	23.8%	26.6%
% Change In Normalised EPS Estimates			(25.6%)	2.7%	(8.8%)
Norm EPS/consensus EPS (x)			1.95	1.62	1.63

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

## พร้อมฟื้นตัวในปี 2026

Figure 1: PIN's forward P/E band

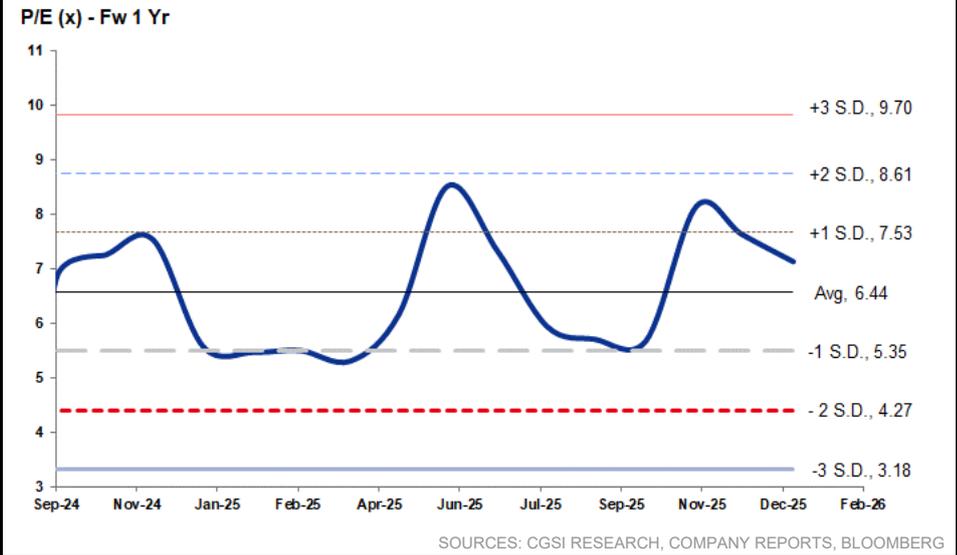


Figure 2: Earnings revision

(THB m)	2025F			2026F			2027F		
	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes	Previous	New	Changes
Revenue from land sales	2,126.3	1,452.6	-31.7%	3,365.0	3,515.0	4.5%	4,987.6	4,591.6	-7.9%
Revenue from rental and services	340.2	349.8	2.8%	363.8	414.5	14.0%	390.6	456.9	17.0%
Total revenue	2,466.6	1,802.5	-26.9%	3,728.8	3,929.5	5.4%	5,378.2	5,048.4	-6.1%
Gross profit from land sales	1,017.1	701.3	-31.1%	1,682.5	1,704.8	1.3%	2,543.7	2,272.8	-10.6%
Gross profit from rental and services	77.9	88.6	13.8%	83.7	110.6	32.1%	89.1	122.6	37.6%
Total gross profit	1,095.0	789.9	-27.9%	1,766.2	1,815.3	2.8%	2,632.8	2,395.5	-9.0%
SG&A expenses	355.2	252.3	-29.0%	529.5	546.2	3.2%	763.7	689.1	-9.8%
Other income	48.2	48.2	0.0%	48.7	48.7	0.0%	49.2	49.7	1.0%
Interest expenses	28.0	20.7	-26.1%	63.5	62.4	-1.7%	80.7	79.5	-1.6%
Extra items	-	-	n.m.	-	-	n.m.	-	-	n.m.
Net profit	609.3	453.3	-25.6%	1,100.6	1,130.7	2.7%	1,654.8	1,509.9	-8.8%
Core net profit	609.3	453.3	-25.6%	1,100.6	1,130.7	2.7%	1,654.8	1,509.9	-8.8%
<b>EPS</b>	<b>0.53</b>	<b>0.39</b>	<b>-25.6%</b>	<b>0.95</b>	<b>0.97</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.43</b>	<b>1.30</b>	<b>-8.8%</b>
<b>Core EPS</b>	<b>0.53</b>	<b>0.39</b>	<b>-25.6%</b>	<b>0.95</b>	<b>0.97</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.43</b>	<b>1.30</b>	<b>-8.8%</b>
Weighted average number of shares	1,160.0	1,160.0	0.0%	1,160.0	1,160.0	0.0%	1,160.0	1,160.0	0.0%
Gross margin from land sales	47.8%	48.3%	0.4%	50.0%	48.5%	-1.5%	51.0%	49.5%	-1.5%
Gross margin from rental and services	22.9%	25.3%	2.4%	23.0%	26.7%	3.7%	22.8%	26.8%	4.0%
Overall gross margin	44.4%	43.8%	-0.6%	47.4%	46.2%	-1.2%	49.0%	47.4%	-1.5%
Land sales (rai)	350	200	-42.9%	720	570	-20.8%	565	740	31.0%
Land transfers (rai)	366	250	-31.7%	500	515	3.0%	765	690	-9.8%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS



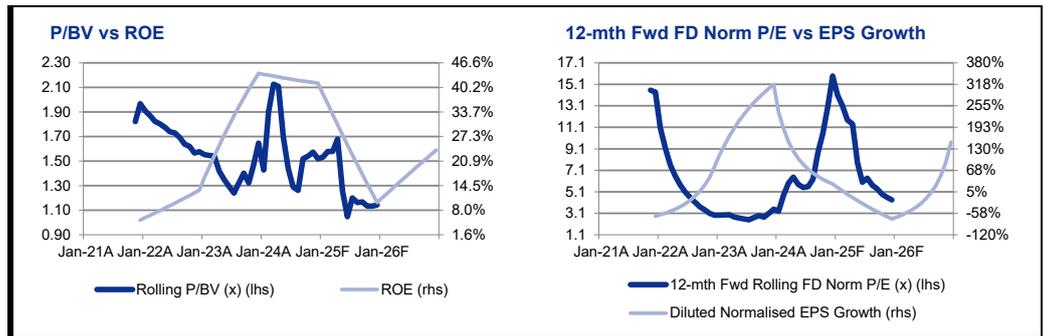
## ESG in a nutshell

According to its annual report, PIN is committed to sustainable business growth and good corporate governance, ensuring transparency and accountability. PIN also prioritises social and environmental responsibility while developing and operating its industrial estate projects as an Eco-Industrial Town, which is an initiative implemented by the Industrial Estate Authority of Thailand (IEAT) to promote the economic development and environmental sustainability of industrial estates.

<p><b>Keep your eye on</b></p> <p>Residential and commercial areas in PIN's industrial estate projects, such as those on which apartments, hotels, conference rooms, restaurants, and offices for rent are built, are owned by the Patamavorakulchai family's companies.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>All related-party transactions must be considered and approved by an audit committee. PIN requires related-party transactions to be in accordance with the ordinary course of business operations at market prices, which must be comparable to prices offered by third parties.</p>
<p><b>ESG highlights</b></p> <p>PIN received 4 Eco-Industrial Town awards in 2024 as follows:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Eco-Excellence Award for Pinthong Industrial Estate 5,</li> <li>• Eco-World Class Certification for Pinthong Industrial Estate 1,</li> <li>• Eco-Excellence Certification for Pinthong Industrial Park 2,</li> <li>• Eco-Excellence Certification for Pinthong Industrial Estate 3</li> </ul> <p>PIN received a 3-star corporate governance rating from the Thai Institute of Directors Association.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>PIN is committed to reducing negative environmental impacts and places an emphasis on environmental management.</p>
<p><b>Trends</b></p> <p>PIN plans to implement a "Smart City" concept throughout its industrial estate projects and utilises technology to monitor operations and manage various systems, including industrial water systems, wastewater treatment, information technology systems, security systems, and surrounding weather monitoring systems.</p>	<p><b>Implications</b></p> <p>With its Smart City concept, we believe PIN could become more effective and manage its industrial estates and public utilities more efficiently, while also reducing personnel costs.</p>

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG

## BY THE NUMBERS



### Profit & Loss

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>Total Net Revenues</b>	<b>3,029</b>	<b>4,237</b>	<b>1,851</b>	<b>3,978</b>	<b>5,098</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>1,761</b>	<b>2,099</b>	<b>838</b>	<b>1,864</b>	<b>2,445</b>
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,596</b>	<b>1,943</b>	<b>663</b>	<b>1,399</b>	<b>1,848</b>
Depreciation And Amortisation	(70)	(80)	(77)	(82)	(92)
<b>Operating EBIT</b>	<b>1,526</b>	<b>1,863</b>	<b>586</b>	<b>1,318</b>	<b>1,756</b>
Financial Income/(Expense)	(55)	(18)	(19)	(61)	(78)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	0	0	0	0	0
Non-Operating Income/(Expense)	0	0	0	0	0
<b>Profit Before Tax (pre-EI)</b>	<b>1,471</b>	<b>1,845</b>	<b>567</b>	<b>1,256</b>	<b>1,678</b>
Exceptional Items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>1,471</b>	<b>1,845</b>	<b>567</b>	<b>1,256</b>	<b>1,678</b>
<b>Taxation</b>	<b>(116)</b>	<b>(111)</b>	<b>(113)</b>	<b>(126)</b>	<b>(168)</b>
Exceptional Income - post-tax					
<b>Profit After Tax</b>	<b>1,355</b>	<b>1,734</b>	<b>453</b>	<b>1,131</b>	<b>1,510</b>
Minority Interests	0	0	0	0	0
Pref. & Special Div	0	0	0	0	0
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
<b>Net Profit</b>	<b>1,355</b>	<b>1,734</b>	<b>453</b>	<b>1,131</b>	<b>1,510</b>

### Cash Flow

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
<b>EBITDA</b>	<b>1,596</b>	<b>1,943</b>	<b>663</b>	<b>1,399</b>	<b>1,848</b>
Cash Flow from Inv. & Assoc.					
Change In Working Capital	1,240	(2,186)	1,573	(1,045)	(1,807)
Straight Line Adjustment					
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense					
Other Operating Cashflow	1	1	2	1	1
Net Interest (Paid)/Received	(55)	(19)	(21)	(62)	(79)
Tax Paid	(116)	(111)	(113)	(126)	(168)
<b>Cashflow From Operations</b>	<b>2,665</b>	<b>(372)</b>	<b>2,104</b>	<b>167</b>	<b>(205)</b>
Capex	(191)	(645)	(156)	(125)	(495)
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Disposals of Investment Properties	41	343	(309)	(31)	(34)
Acq. Of Subsidiaries/investments					
Other Investing Cashflow	(111)	(277)	0	0	0
<b>Cash Flow From Investing</b>	<b>(261)</b>	<b>(579)</b>	<b>(464)</b>	<b>(156)</b>	<b>(529)</b>
Debt Raised/(repaid)	(1,856)	1,694	(426)	304	554
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	(174)	(684)	(882)	(231)	(576)
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	(3)	(3)	0	0	0
<b>Cash Flow From Financing</b>	<b>(2,033)</b>	<b>1,007</b>	<b>(1,308)</b>	<b>73</b>	<b>(22)</b>
Total Cash Generated	370	56	332	84	(755)
<b>Free Cashflow To Firm</b>	<b>2,459</b>	<b>(932)</b>	<b>1,660</b>	<b>74</b>	<b>(654)</b>
<b>Free Cashflow To Equity</b>	<b>548</b>	<b>743</b>	<b>1,213</b>	<b>315</b>	<b>(180)</b>

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**BY THE NUMBERS... cont'd**
**Balance Sheet**

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	500	556	888	973	217
Properties Under Development					
Total Debtors	37	41	24	49	62
Inventories	4,289	6,305	4,992	6,099	7,940
Total Other Current Assets	10	327	6	12	15
<b>Total Current Assets</b>	<b>4,835</b>	<b>7,230</b>	<b>5,909</b>	<b>7,132</b>	<b>8,235</b>
Fixed Assets	567	546	680	740	804
<b>Total Investments</b>	<b>755</b>	<b>1,003</b>	<b>1,248</b>	<b>1,263</b>	<b>1,636</b>
Intangible Assets	0	0	0	0	0
Total Other Non-Current Assets	23	17	24	25	25
<b>Total Non-current Assets</b>	<b>1,344</b>	<b>1,566</b>	<b>1,953</b>	<b>2,028</b>	<b>2,465</b>
Short-term Debt	347	150	530	530	530
Current Portion of Long-Term Debt	144	32	32	32	32
Total Creditors	102	138	92	176	221
Other Current Liabilities	434	249	216	224	231
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>1,027</b>	<b>569</b>	<b>870</b>	<b>963</b>	<b>1,014</b>
Total Long-term Debt	1,481	3,484	2,677	2,981	3,535
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-Current Liabilities	9	9	9	10	10
<b>Total Non-current Liabilities</b>	<b>1,490</b>	<b>3,493</b>	<b>2,687</b>	<b>2,991</b>	<b>3,545</b>
Total Provisions	0	0	0	0	0
<b>Total Liabilities</b>	<b>2,516</b>	<b>4,062</b>	<b>3,557</b>	<b>3,954</b>	<b>4,559</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>3,663</b>	<b>4,734</b>	<b>4,306</b>	<b>5,206</b>	<b>6,140</b>
Minority Interests	0	0	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>3,663</b>	<b>4,734</b>	<b>4,306</b>	<b>5,206</b>	<b>6,140</b>

**Key Ratios**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	161%	45%	(57%)	118%	28%
Operating EBITDA Growth	210%	22%	(66%)	111%	32%
Operating EBITDA Margin	55.5%	46.6%	36.8%	35.6%	36.6%
Net Cash Per Share (THB)	(1.27)	(2.68)	(2.03)	(2.22)	(3.35)
BVPS (THB)	3.16	4.08	3.71	4.49	5.29
Gross Interest Cover	27.55	98.84	28.28	21.12	22.10
Effective Tax Rate	7.9%	6.0%	20.0%	10.0%	10.0%
Net Dividend Payout Ratio	13%	39%	194%	20%	38%
Accounts Receivables Days	4.06	3.44	6.60	3.35	4.01
Inventory Days	1,351	907	2,036	957	966
Accounts Payables Days	25.46	20.59	41.47	23.15	27.33
ROIC (%)	22.3%	34.0%	6.8%	19.5%	21.5%
ROCE (%)	25.5%	26.6%	7.4%	16.2%	18.5%
Return On Average Assets	22.0%	23.3%	5.6%	13.9%	15.8%

**Key Drivers**

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Land presales (rai)	875.0	539.2	200.0	570.0	740.0
Land transfers (rai)	584.1	836.4	250.0	515.0	690.0
Gross margin from real estate sales (%)	59.0%	50.2%	48.3%	48.5%	49.5%
SG&A-to-revenue ratio (%)	8.2%	5.7%	14.0%	13.9%	13.7%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

**DISCLAIMER**

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

**คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)**

**คำแนะนำในหุ้น**

- ADD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- HOLD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- REDUCE:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

**คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม**

- OVERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- NEUTRAL:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- UNDERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

**รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)**

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

**รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2568**


AAI	AAV	ACE	ADB	ADVANC	AEONTS	AF	AGE	AIRA	AJ	AKP	AKR
ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	AOT	AP	ARIP	ASIAN	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AUCT	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL
BCH	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BH	BIZ	BJC	BKIH
BLA	BLC	BOL	BPP	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BWG	CBG	CENTEL
CFRESH	CGH	CHASE	CHEWA	CHG	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CMC	CNT
COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF	CPL	CPN	CPW	CRC	CREDIT	DCC	DDD
DELTA	DEMCO	DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FORTH	FPI	FPT	FSMART	FSX	FTI	GABLE	GC	GCAP
GFC	GFPT	GGC	GLAND	GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG
HMPRO	HPT	HTC	ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	INSURE
IP	IRC	IRPC	IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	J	JAS	JMART	JMT
JTS	KBANK	KCAR	KCC	KCE	KCG	KJL	KKP	KSL	KTB	KTC	KUMWEL
LH	LHFG	LIT	LOXLEY	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	MEGA
MFC	MFEC	MGC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI
NEP	NER	NKI	NOBLE	NRF	NV	NVD	NYT	OCC	ONEE	OR	ORI
ORN	OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PG	PHOL	PIMO	PJW	PL
PLANB	PLAT	PLUS	PM	PMC	PORT	PPP	PPS	PQS	PR9	PRG	PRM
PRTR	PSH	PSL	PSP	PTC	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH	QTC
RABBIT	RATCH	RBF	ROCTEC	RS	RT	S	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK
SAMART	SAMTEL	SAT	SAV	SAWAD	SC	SCAP	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGD
SCGP	SCM	SDC	SE	SEAFCO	SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SFLEX	SGC	SGF
SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI	SJWD	SKR	SKY	SMPC	SNC	SNNP
SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC	SPCG	SPI	SPRC	SR	SSF	SSP	SSSC
STA	STARM	STECON	STGT	STI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SVOA	SYMC	SYNEX
SYNTEC	TACC	TAN	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH	TEKA	TFG	TFMAMA
TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIPH	TISCO	TKS	TKT
TLI	TM	TMD	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA	TOG	TOP	TPAC
TPBI	TQM	TRUBB	TRUE	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU
TVDH	TVH	TVO	TWPC	UAC	UBE	UBIS	UP	UPF	UPOIC	UV	VGI
VIBHA	VIH	VNG	WACOAL	WGE	WHA	WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	WP	WPH
ZEN											



2S	A5	ABM	ACG	ADD	AE	AH	AIT	ALUCON	AMC	ANAN	APCO
APCS	ATP30	BA	BBIK	BC	BCP	BE8	BIG	BPS	BR	BSBM	BTC
BTW	BVG	BYD	CFARM	CH	CIG	CM	CMAN	CMO	COCOCO	COMAN	CPI
CRD	CSC	DEXON	DTCENT	EAST	EKH	ESTAR	EURO	EVER	FE	FVC	GEL
HUMAN	ICN	IFS	JDF	JPARK	JSP	JUBILE	K	KGI	KTIS	KTMS	KUN
LALIN	LANNA	LEO	LHK	LPN	MAGURO	MATCH	MBAX	M-CHAI	MCOT	METCO	MICRO
MVP	NC	NCH	NCL	NDR	NEO	NL	NSL	NTSC	NTV	OKJ	PATO
PDG	PEACE	PEER	PREB	PRI	PRIME	PRIN	PRINC	PROUD	PSGC	PSTC	PT
QLT	RCL	READY	RPH	SAMCO	SANKO	SAPPE	SCI	SCN	SECURE	SFT	SINO
SKE	SMT	SPA	SPVI	SRS	SUPER	SVI	SWC	TAE	TFM	TIDLOR	TIPCO
TITLE	TK	TKN	TMC	TMI	TNP	TNR	TPA	TPCS	TIPIPL	TIPIPP	TPS
TQR	TRP	TRT	TURTLE	TVT	UBA	UREKA	VCOM	VRANDA	WARRIX	WAVE	WIN
XO	XPG	XYZ	ZIGA								



AHC	AIE	AMANAH	AMR	ANI	APURE	ARIN	ARROW	ASIA	ASN	AYUD	BIOTEC
BIS	BJCHI	BLAND	CAZ	CEN	CHAO	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHOTI	CI	CITY
CSP	CSS	CWT	DIMET	DOD	DPAINT	DV8	EA	EASON	ECF	EFORL	FNS
FTE	GBX	GPI	GTB	GYT	IMH	IRCP	ITNS	IVF	JCK	KBS	KISS
KK	KWC	KWM	L&E	LDC	LEE	MCA	MEB	MEDEZE	MENA	MILL	MITSIB
MK	MPJ	NAM	NATION	NCAP	NEX	NOVA	NPK	OGC	PACO	PANEL	PCE
PHG	PICO	PIN	PIS	PLANET	POLY	PRAKIT	PRAPAT	PROEN	PROS	PTECH	PYLON
RAM	RJH	RML	ROCK	RPC	SAFE	SALEE	SE-ED	SIAM	SINGER	SISB	SK
SKN	SMD100	SNPS	SORKON	SPREME	SST	STANLY	STC	STPI	STX	SVR	SVT
TAKUNI	TATG	TFI	THG	TMAN	TOPP	TPLAS	TPOLY	TRC	TRU	TSE	TSR
UKEM	UOBKH	VARO	VL	WFX	WIIK	WORK	YUASA	ZAA			

**ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน**
**ได้รับการรับรอง**

2S	AAI	ACE	ADB	ADVANC	AE	AF	AH	AI	AIE	AIRA	AJ
AKP	AMA	AMANAH	AMATA	AMATAV	AP	APCS	AS	ASIAN	ASK	ASP	ASW
AWC	AYUD	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH	BCP	BCPG
BE8	BEC	BEYOND	BGC	BGRIM	BLA	BPP	BPS	BRI	BRR	BSBM	BTC
BTG	BTS	BWG	CAZ	CBG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHASE	CHEWA	CHOTI
CHOW	CI	CIG	CIMBT	CM	CMC	COM7	CPALL	CPAXT	CPF	CPI	CPL
CPN	CPW	CRC	CREDIT	CSC	CV	DCC	DELTA	DEMCO	DEXON	DIMET	DMT
DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	ECF	EGCO	EP	EPG	ERW	ETC	ETE	FNS
FPI	FPT	FSMART	FSX	FTE	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GLOBAL
GPI	GPSC	GUNKUL	HANA	HARN	HEALTH	HENG	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	ICN
IFS	III	ILINK	ILM	INET	INOX	INSURE	IRPC	ITC	ITEL	IVL	JAS
JMART	JR	JTS	K	KASET	KBANK	KCAR	KCE	KGEN	KGI	KKP	KSL
KTB	KTC	L&E	LANNA	LH	LHFG	LHK	LPN	LRH	M	MAJOR	MALEE
MATCH	MBAX	MBK	MC	MCOT	MEGA	MENA	META	MFC	MFEC	MINT	MODERN
MONO	MOONG	MSC	MST	MTC	MTI	NATION	NCAP	NEP	NER	NKI	NOBLE
NRF	OCC	OGC	OR	ORI	OSP	PAP	PATO	PB	PCSGH	PDG	PDJ
PG	PHOL	PIMO	PK	PL	PLANB	PLANET	PLAT	PLUS	PM	PMC	PPP
PPPM	PPS	PQS	PR9	PREB	PRG	PRIME	PRINC	PRM	PROS	PRTR	PSH
PSL	PSTC	PT	PTECH	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QLT
QTC	RABBIT	RATCH	RBF	RML	RS	RWI	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK
SAPPE	SAT	SC	SCB	SCC	SCG	SCGD	SCGP	SCM	SCN	SEAOIL	SEAIOL
SE-ED	SELIC	SENA	SENX	SFLEX	SGC	SGP	SIRI	SIS	SITHAI	SJWD	SKR
SMIT	SMPC	SNC	SNNP	SNP	SORKON	SPACK	SPALI	SPC	SPI	SPRC	SRICHA
SSF	SSP	SSSC	SST	STA	STARM	STGT	STOWER	SUSCO	SVI	SVOA	SVT
SYMC	SYNTEC	TAE	TAKUNI	TASCO	TCAP	TCMC	TEGH	TFG	TFI	TFMAMA	TGE
TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIPCO	TIPH	TISCO	TKN	TKS	TKT
TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNR	TNL	TOG	TOP	TOPP	TPA	TPAC
TPCS	TPLAS	TRT	TRU	TRUE	TSC	TSI	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL
TU	TURTLE	TVDH	TVO	TWPC	UBE	UBIS	UEC	UKEM	UPF	UV	VCOM
VGI	VIBHA	VIH	WACOAL	WHA	WHAUP	WICE	WIJK	WPH	XO	YUASA	ZEN
ZIGA											

**ประกาศเจตนาธรรมณ์**

AMARIN	ANI	APCO	ASAP	ASEFA	AUCT	AURA	B52	BKIH	CHG	DITTO	EA
EAST	EMC	ESTAR	EVER	FLOYD	GABLE	GFC	GREEN	GULF	HL	HUMAN	IP
IT	J	JDF	JMT	KCC	KJL	LDC	LIT	M-CHAI	MEDEZE	MGC	MJD
MOSHI	NSL	NTSC	PCC	PCE	PLE	PROEN	PROUD	PTC	S	SANKO	SAWAD
SCAP	SFT	SHR	SINGER	SINO	SKE	SKY	SOLAR	SONIC	SUPER	TBN	TEAMG
TMC	TMI	TPP	TQM	UOBKH	UP	UREKA	VL	VNG	WARRIX	WELL	WIN
WP											

**ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย**

88TH	A	A5	AAV	ABM	ACAP	ACC	ACG	ADD	ADVICE	AEONTS	AFC
AGE	AHC	AIT	AJA	AKR	AKS	ALLA	ALPHAX	ALT	ALUCON	AMARC	AMC
AMR	ANAN	AOT	APO	APP	APURE	AQUA	ARIN	ARIP	ARROW	ASIA	ASIMAR
ASN	ATP30	AU	BA	BBIK	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEM	BGT	BH
BIG	BIOTEC	BIS	BIZ	BJC	BJCHI	BKA	BKD	BKGI	BLAND	BLC	BLESS
BLISS	BM	BOL	BR	BROCK	BSM	BSRC	BTNC	BTW	BUI	BVG	BYD
CCET	CCP	CEYE	CFARM	CGD	CH	CHAO	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHO	CITY
CIVIL	CK	CKP	CMAN	CMO	CMR	CNT	COCOCO	COLOR	COMAN	CPANEL	CPH
CPR	CPT	CRANE	CRD	CSP	CSR	CSS	CTW	CWT	D	DCON	DDD
DHOUSE	DOD	DPAINT	DTCENT	DTCI	DV8	EASON	EFORL	EKH	EMPIRE	ETL	EURO
F&D	FANCY	FE	FM	FMT	FN	FORTH	FTI	FVC	GENCO	GJS	GLAND
GLORY	GRAMMY	GRAND	GSTEEL	GTB	GTV	GYT	HANN	HFT	HPT	HTECH	HYDRO
I2	IHL	IIG	IMH	IND	INGRS	INSET	IRC	IRCP	IROYAL	ITD	ITNS
ITTHI	IVF	JAK	JCK	JCKH	JCT	JKN	JPARK	JSP	JUBILE	KAMART	KBS
KC	KCG	KCM	KDH	KIAT	KISS	KK	KKC	KLINIQ	KOOL	KTIS	KTMS
KUMWEL	KUN	KWC	KWI	KWM	KYE	LALIN	LEE	LEO	LOXLEY	LPH	LST
LTMH	LTS	MADAME	MAGURO	MANRIN	MASTER	MATI	MCA	MCS	MDX	MEB	METCO
MGI	MGT	MICRO	MIDA	MILL	MITSI	MK	ML	MORE	MOTHER	MPJ	MTW
MUD	MVP	NAM	NAT	NC	NCH	NCL	NCP	NDR	NEO	NETBAY	NEW
NEWS	NEX	NFC	NKT	NL	NNCL	NOVA	NPK	NTV	NUT	NV	NVD
NWR	NYT	OHTL	OKJ	ONEE	ONSENS	ORN	PACO	PAF	PANEL	PEACE	PEER
PERM	PF	PHG	PICO	PIN	PIS	PJW	PLT	PMTA	POLY	PORT	PPM
PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRI	PRIN	PSP	PTL	QTCG	RAM	RCL	READY	RICHY
RJH	ROCK	ROCTEC	ROH	ROJNA	RP	RPC	RPH	RSP	RT	S11	SAF
SAFE	SALEE	SAM	SAMART	SAMCO	SAMTEL	SAUCE	SAV	SAWANG	SCI	SCL	SCP
SDC	SE	SEAFCO	SECURE	SEI	SGF	SHANG	SIAM	SICT	SIMAT	SISB	SK
SKIN	SKN	SLP	SMART	SMD100	SMT	SNPS	SO	SPA	SPCG	SPG	SPREME
SPVI	SQ	SR	SRS	STANLY	STC	STECH	STECON	STELLA	STI	STP	STPI
STX	SUC	SUN	SUTHA	SWC	SVR	SYNEX	TACC	TAN	TAPAC	TATG	TC
TCC	TCJ	TCOAT	TEAM	TEKA	TERA	TFM	TGPRO	TH	THAI	THANA	THE
THG	THMUI	TIDLOR	TIGER	TITLE	TK	TKC	TL	TLI	TM	TMAN	TMW
TNDT	TNH	TNPC	TOA	TPBI	TPCH	TPIPL	TPIPP	TPL	TPOLY	TPS	TQR
TR	TRC	TRITN	TRP	TRUBB	TRV	TSE	TSR	TTI	TTT	TTW	TURBO
TVH	TVT	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UBA	UMI	UMS	UNIQ	UPOIC	UTP
UVAN	VARO	VPO	VRANDA	VS	WAVE	WFX	WGE	WINDOW	WINMED	WINNER	WORK
WSOL	XBIO	XPG	XYZ	YGG	YONG	ZAA					