

WHA CORPORATION

THAILAND / PROPERTY DEVELOPMENT

WHA TB

BUY

ยอดขายที่ดินมีแนวโน้มทำสถิติสูงต่อเนื่อง

- ขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2,767 ไร่ ในปี 2023 คาดปี 2024 ทำสถิติยอดขายสูงสุดต่อเนื่อง
- คาดรายได้ปี 2024 จะลดลงเล็กน้อยแต่กำไรเติบโต 9% y-y ทำสถิติสูงต่อเนื่อง
- ประเมินราคาเป้าหมาย 6.40 บาท แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB6.40
CLOSE	THB5.45
UP/DOWNSIDE	+17.4%
TP vs CONSENSUS	+4.7%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	14,875	14,466	15,951	17,510
Net profit	4,426	4,842	5,333	5,720
EPS (THB)	0.30	0.32	0.36	0.38
vs Consensus (%)	-	(4.8)	(8.2)	(1.8)
EBITDA	6,157	7,594	8,022	8,390
Recurring net profit	4,426	4,842	5,333	5,720
Core EPS (THB)	0.30	0.32	0.36	0.38
EPS growth (%)	9.4	9.4	10.1	7.3

Core P/E (x)	18.4	16.8	15.3	14.2
Dividend yield (%)	3.4	3.6	3.9	4.2
EV/EBITDA (x)	19.5	16.2	14.9	14.0
Price/book (x)	2.4	2.4	2.2	2.1
Net debt/Equity (%)	92.5	98.5	85.4	75.5
ROE (%)	13.5	14.3	15.0	15.2

นิคมอุตสาหกรรมไทยมีทิศทางเติบโตจากการย้ายฐานการผลิต

คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) เปิดเผยยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในช่วง 1H24 โตต่อเนื่องทั้งจำนวนโครงการและมูลค่าการลงทุน โดยมีคำขอรับการส่งเสริม 1,412 โครงการ (+64% y-y) คิดเป็นมูลค่าการลงทุน 4.58 แสนล้านบาท (+35% y-y) อุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเงินลงทุนสูงสุด ยังคงเป็นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า ทิศทางการลงทุนใน 2H24 จะได้อานิสงส์จากการเคลื่อนย้ายการลงทุนจากต่างประเทศ จากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ ขณะเดียวกันคู่แข่งในภูมิภาคมีความตื่นตัวในการดึงดูดเม็ดเงินจากต่างชาติ ไทยจึงมีความจำเป็นต้องปรับตัว ยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันและพัฒนานวัตกรรม

ยอดขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์

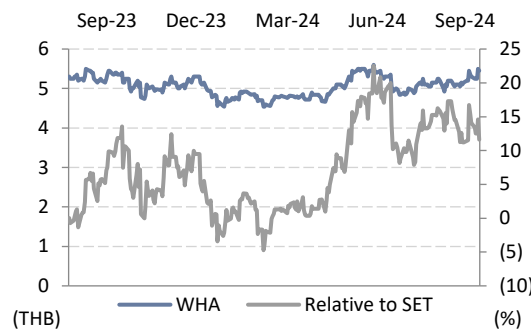
จุดเด่นของ WHA ซึ่งประกอบธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมยาวนานกว่า 21 ปี คือทำเลที่ตั้งของนิคมฯ โดยนิคมฯที่เปิดดำเนินการอยู่มีทั้งสิ้น 13 แห่ง พื้นที่รวมประมาณ 77,600 ไร่ แบ่งเป็นในไทย 12 แห่ง พื้นที่รวมกว่า 43,200 ไร่ ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลตะวันออกของไทย และในเวียดนาม 1 แห่ง พื้นที่กว่า 22,815 ไร่ ในปี 2023 WHA ประสบความสำเร็จในการขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2,767 ไร่ และในช่วง 1H24 มียอดขายที่ได้อีก 1,042 ไร่ บริษัทตั้งเป้าหมายยอดขายที่ดินในปี 2024 ที่ 2,400 ไร่ ทำสถิติสูงต่อเนื่อง

คาดการณ์กำไรเดิหน้าทำสถิติสูงต่อเนื่องในปี 2024E-26E

เราคาดการณ์ได้รวมในปี 2024 ลดลงเล็กน้อย 2.7% y-y แต่กำไรปกติเติบโต +9.4% y-y เดิหน้าทำสถิติสูงที่สุดที่ 4,842 ล้านบาทจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่สูงขึ้น เราคาดการณ์ได้และกำไรเติบโตต่อเนื่องในปี 2025-26 ตามทิศทางการขายและโอนที่ดินทั้งจากบริษัทเองและบริษัทร่วม โดยคาดการณ์การเติบโตของกำไรเฉลี่ย 8.7% CAGR (2024E-26E)

ประเมินราคาเป้าหมาย 6.40 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 6.40 บาท อิง 2025E P/E 18 เท่า (+0.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) แนะนำซื้อ เราชอบ WHA จากการเป็นผู้นำในธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม ทำเลที่ตั้งของนิคมฯ อยู่ในจุดยุทธศาสตร์ มีบริการที่ครบวงจร ตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าที่หลากหลายได้ และยังมีกองทรัสต์ภายใต้การบริหาร ทำให้สามารถขายทรัพย์สินเข้ากองทรัสต์ได้ทุกปีเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการต่างๆต่อไป



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	10.8	0.9	6.9
Relative to country (%)	(1.1)	(6.1)	15.9
Mkt cap (USD m)	2,432		
3m avg. daily turnover (USD m)	8.1		
Free float (%)	68		
Major shareholder	Miss Jareeporn Jarukornsakul (23%)		
12m high/low (THB)	5.65/4.50		
Issued shares (m)	14,946.83		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

จุดเด่นของ WHA ซึ่งประกอบธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมยาวนานกว่า 21 ปี คือทำเลที่ตั้งของนิคมฯ โดยนิคมฯที่เปิดดำเนินงานอยู่มีทั้งสิ้น 13 แห่ง พื้นที่รวมประมาณ 77,600 ไร่ แบ่งเป็นในไทย 12 แห่ง พื้นที่รวมกว่า 43,200 ไร่ และในเวียดนาม 1 แห่ง พื้นที่กว่า 22,815 ไร่

ในปี 2023 WHA ประสบความสำเร็จในการขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2,767 ไร่ บริษัทตั้งเป้าหมายยอดขายที่ดินในปี 2024 ที่ 2,400 ไร่ ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง เราคาดการณ์ได้จากการโอนที่ดินปี 2024 จะลดลงเล็กน้อยจากฐานสูงในปีก่อนแต่ทำไรเติบโตได้ต่อเนื่อง จากการบริหารต้นทุนที่ดี และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่สูงขึ้น

Company profile

WHA เป็นผู้นำในการให้บริการแบบครบวงจรที่ครอบคลุมทุกความต้องการของลูกค้าในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการด้านโลจิสติกส์ โดยสามารถจำแนกส่วนธุรกิจได้เป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจโลจิสติกส์ ธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรม ธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภคและพลังงาน และธุรกิจดิจิทัล อีกทั้งบริษัทฯ ยังมีนโยบายในการขายสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์ฯ (WHART WHAIR และ WHABT) เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการในอนาคตของบริษัท

www.wha.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

■ Lease and service - 14.7 %

■ Sales of real estate - 70.5 %

■ Sales of goods - 14.8 %

Source: WHA Corporation

Major shareholders

■ Miss Jareeporn Jarukornsakul - 23.3 %

■ Miss Chatchamol Anantaprayoon - 9.0 %

■ Thai NVDR - 7.5 %

■ Others - 60.2 %

Source: WHA Corporation

Catalysts

ปัจจัยหนุนผลประโยชน์ประกอบการ 1) นโยบายการส่งเสริมการลงทุนจากภาครัฐที่มากเกินคาด 2) การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่มากกว่าคาด 3) การเติบโตของการลงทุนทั้งภาคเอกชนและรัฐ

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) ความขัดแย้งของการเมืองภายในประเทศ หรือสัญญาณทางการเมือง; 2) ความล่าช้าของงบประมาณของประเทศ; 3) การไม่สามารถขายสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์ได้ตามเป้า; และ 4) การแข่งขันที่รุนแรงจากต่างประเทศ

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Land transferred (rai)	8,261	8,748	9,361
Revenue from land sold	9,731	10,858	12,044
Gross margin (%)	50.0	48.4	48.4
Revenue from logistics	2,432	2,602	2,771
Gross margin (%)	57.5	56.0	54.0
Revenue from goods sold	2,304	2,491	2,694
Gross margin (%)	40.0	40.0	40.0

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% change in land price, we project WHA's 2025 core profit to change by 4%, all else being equal.
- For every 0.5% change in average cost of fund, we project WHA's 2025 core profit to change by 1.5%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

นิคมอุตสาหกรรมไทยมีทิศทางเติบโตจากการย้ายฐานการผลิต

แนวโน้มธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมในไทยมีโอกาสเติบโตสูงต่อเนื่องหลังจากหดตัวอย่างรุนแรงในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ในปี 2019-20 คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) เปิดเผยว่ายอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในช่วง 1H24 เติบโตต่อเนื่องทั้งจำนวนโครงการและมูลค่าการลงทุน โดยมีค่าขอรับการส่งเสริม 1,412 โครงการ (+64% y-y) คิดเป็นมูลค่าการลงทุน 4.58 แสนล้านบาท (+35% y-y) สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อศักยภาพของประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเงินลงทุนสูงสุด 5 อันดับแรกยังคงเป็นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า (มูลค่า 1.40 แสนล้านบาท) กลุ่มยานยนต์และชิ้นส่วน (มูลค่า 4.0 หมื่นล้านบาท) กลุ่มเกษตรและแปรรูปอาหาร (มูลค่า 3.31 หมื่นล้านบาท) กลุ่มปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (มูลค่า 2.53 หมื่นล้านบาท) และกลุ่มดิจิทัล (มูลค่า 2.51 หมื่นล้านบาท)

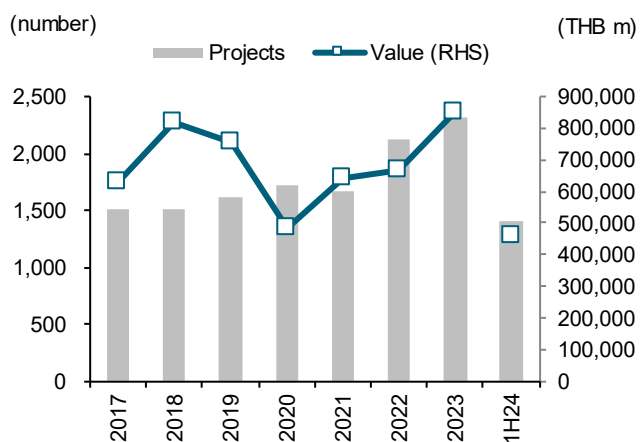
สำหรับการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) โครงการที่ยื่นขอรับการส่งเสริมการลงทุนมีมูลค่า 3.26 แสนล้านบาท (+16% y-y) เมื่อแยกตามสัญชาติ สิงคโปร์ก้าวขึ้นมาเป็นอันดับหนึ่ง (ส่วนใหญ่มีบริษัทแม่เป็นสัญชาติจีน ในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์) ตามด้วยจีนและฮ่องกง

ในด้านพื้นที่ลงทุน เงินลงทุนส่วนใหญ่ยังคงอยู่ในภาคตะวันออก (มูลค่า 2.12 แสนล้านบาท) ซึ่งคิดเป็น 46.2% ของยอดขอรับการส่งเสริมฯ รองลงมาได้แก่ ภาคกลาง (1.79 แสนล้านบาท) ภาคเหนือ (3.30 หมื่นล้านบาท) ภาคใต้ (1.57 หมื่นล้านบาท) ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (1.41 หมื่นล้านบาท) และภาคตะวันตก 4.71 พันล้านบาท)

สำหรับการอนุมัติให้การส่งเสริมการลงทุนในงวด 1H24 มีจำนวน 1,451 โครงการ (+37% y-y) คิดเป็นมูลค่าการลงทุนรวม 4.76 แสนล้านบาท (+27% y-y) ส่วนใหญ่ยังคงเป็นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า

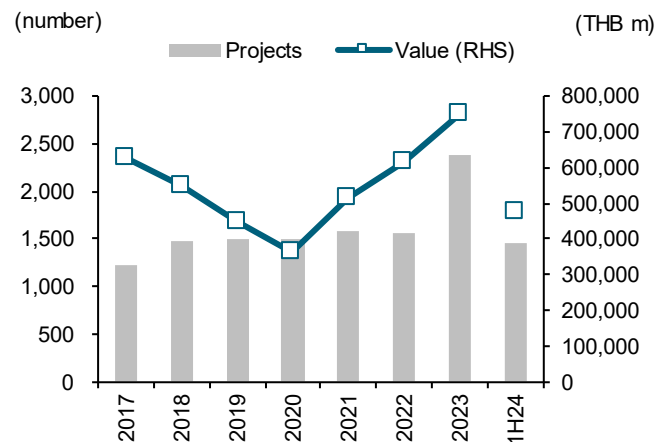
ทิศทางการลงทุนใน 2H24 คาดว่าจะได้อานิสงส์จากการเคลื่อนย้ายการลงทุนจากต่างประเทศจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ ขณะเดียวกันคู่แข่งในภูมิภาคมีความตื่นตัวในการดึงดูดเม็ดเงินจากต่างชาติเช่นกัน ประเทศไทยจึงมีความจำเป็นต้องปรับตัว ยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขัน พัฒนานวัตกรรม เป็นต้น

Exhibit 1: Investment promotion application



Sources: Thailand Board of Investment

Exhibit 2: Investment promotion approval



Sources: Thailand Board of Investment

นิคมฯ ของ WHA อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ทั้งในไทยและเวียดนาม

นิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยมีทั้งสิ้น 62 นิคม กระจายอยู่ใน 18 จังหวัด ประกอบด้วยนิคมอุตสาหกรรมที่การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (กนอ.) ดำเนินการเอง 15 นิคม ภาคตะวันออกโดยเฉพาะบริเวณ EEC เป็นทำเลยอดนิยม มีส่วนแบ่งพื้นที่นิคมฯ มากที่สุดราว 77%

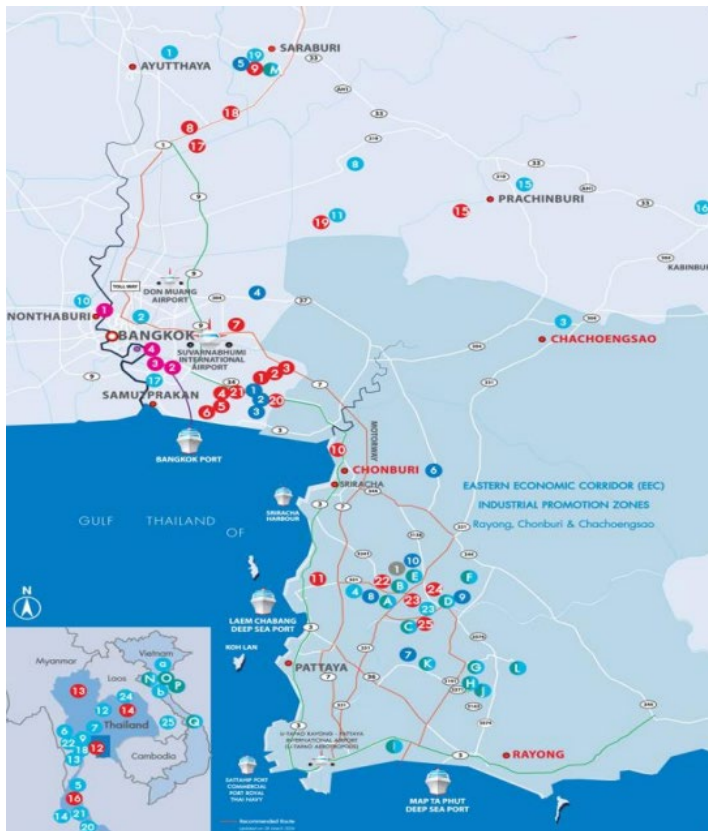
จุดเด่นของ WHA ซึ่งประกอบธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมยาวนานกว่า 21 ปี คือทำเลที่ตั้งของนิคมฯ โดยนิคมอุตสาหกรรมที่เปิดดำเนินงานอยู่มีทั้งสิ้น 13 แห่ง พื้นที่รวมประมาณ 77,600 ไร่ แบ่งเป็นในไทย 12 แห่ง พื้นที่รวมกว่า 43,200 ไร่ ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลตะวันออกของไทย และในเวียดนาม 1 แห่ง พื้นที่กว่า 22,815 ไร่

บริษัทมีโครงการขยายและพัฒนานิคมฯ ใหม่ในไทยอีก 7 โครงการ ส่วนใหญ่อยู่ในอีสเทิร์นซีบอร์ด บนพื้นที่รวมกว่า 9,430 ไร่ ส่งผลให้พื้นที่นิคมฯ ในไทยจะเพิ่มเป็นกว่า 52,650 ไร่ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

พื้นที่นิคมฯ ในเวียดนาม บริษัทมีแผนขยายเขตอุตสาหกรรมใหม่อีก 3 โครงการในจังหวัด Thanh Hoa และ Quang Nam รวมพื้นที่กว่า 9,690 ไร่

ในปี 2023 WHA ประสบความสำเร็จในการขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2,767 ไร่ แบ่งเป็นนิคมฯ ในไทย 1,986 ไร่ และเวียดนาม 781 ไร่ และในช่วง 1H24 มียอดขายที่ได้อีก 1,042 ไร่ (ไทย 979 ไร่ เวียดนาม 63 ไร่)

Exhibit 3: Strategic locations



Sources: WHA, FSSIA's compilation

Exhibit 4: WHA – key player in the development of EEC



Sources: WHA, FSSIA's compilation

กำไรปกติงวด 1H24 เติบโต 91.1% y-y ขับเคลื่อนด้วยธุรกิจนิคมฯ

WHA มีรายได้จากการธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมคิดเป็นสัดส่วนราว 45-50% ของรายได้รวม รายได้จากธุรกิจโลจิสติกส์ (ค่าเช่าคลังสินค้าและศูนย์กระจายสินค้า บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ บริหารจัดการกองทรัสต์) ราว 25-28% ของรายได้รวม ที่เหลือมาจากรายได้ธุรกิจบริการสาธารณูปโภคและไฟฟ้า ในงวด 1H24 WHA มีรายได้รวม 5,602 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 18.5% y-y การเติบโตหลักมาจากธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม โดยมีการโอนที่ดินทั้งในไทยและเวียดนาม 1,201 ไร่ (เป็นที่ดินของบริษัทเอง 848 ไร่ และบริษัทร่วมทุน 353 ไร่) เพิ่มขึ้นจาก 1H23 ที่โอนที่ดินได้ 718 ไร่ อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายที่ได้ทำได้ 60.7% สูงกว่าในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาที่อยู่ที่เฉลี่ย 45.3%

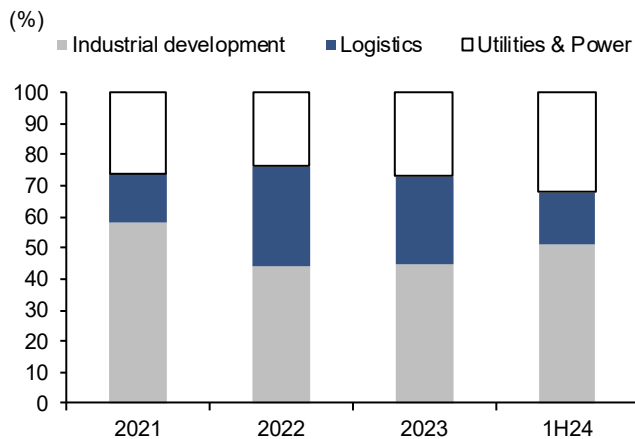
รายได้จากการให้เช่าคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า โรงงาน และธุรกิจให้เช่ายานยนต์ไฟฟ้า ในงวด 1H24 เติบโต 25.0% y-y เป็น 640 ล้านบาท ตามการเพิ่มขึ้นของพื้นที่ให้เช่าและอัตราค่าเช่าคลังสินค้า

รายได้จากธุรกิจสาธารณูปโภคซึ่งเป็น Recurring income เติบโตช้าแต่ต่อเนื่อง ในงวด 1H24 เติบโต 2.8% y-y เป็น 1,704 ล้านบาท การเพิ่มขึ้นของรายได้เป็นไปตามการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขายน้ำและอัตราค่าน้ำในและต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม รายได้จากการขายไฟฟ้าลดลงจากปีก่อนจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนของ SPP รายได้จากการติดตั้งแผงโซลาร์ (EPC revenue) ที่ลดลง

อัตรากำไรขั้นต้นรวมของทุกธุรกิจในงวด 1H24 เพิ่มขึ้นเป็น 54.2% จาก 50.0% ในงวด 1H23 หลักๆ มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นของธุรกิจนิคมฯ จากราคาขายที่ขยับขึ้นและการดูแลต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ

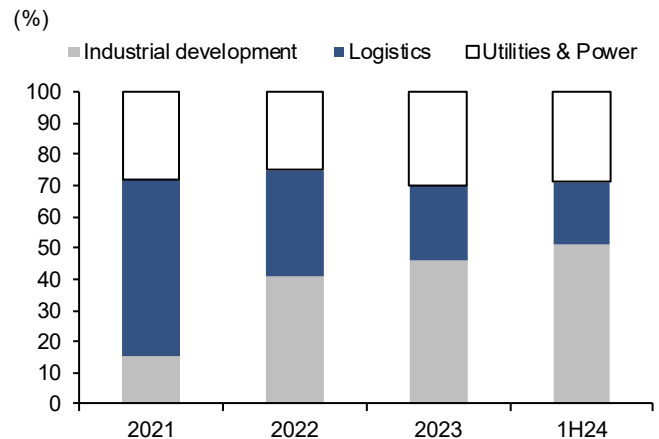
กำไรปกติใน 2Q24 แม้จะลดลง 5.6% q-q เพราะกำไรที่ลดลงของ WHAUP แต่กำไรปกติ 1H24 เติบโต 91.1% y-y เป็น 2,653 ล้านบาท จากการเติบโตของธุรกิจพัฒนานิคมฯ และธุรกิจให้เช่าอสังหาริมทรัพย์

Exhibit 5: Revenue structure by BU



Sources: WHA, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Gross profit by BU



Sources: WHA, FSSIA's compilation

Exhibit 7: WHA - 2Q24 earnings summary

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		1H23	1H24	Change	2024E	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	24E
Sales	2,671	2,116	8,031	3,280	2,322	(29.2)	(13.1)	4,728	5,602	18.5	14,466	38.7
Cost of sales	(1,391)	(1,109)	(4,397)	(1,471)	(1,095)	(25.6)	(21.3)	(2,460)	(2,566)	4.3	(6,734)	38.1
Gross profit	1,281	1,006	3,633	1,808	1,228	(32.1)	(4.1)	2,268	3,036	33.9	7,733	39.3
Operating costs	(437)	(443)	(816)	(443)	(449)	1.5	2.9	(846)	(892)	5.4	(2,063)	43.2
Operating profit	1,717	1,449	4,449	2,251	1,677	(25.5)	(2.4)	3,114	3,928	26.1	9,795	40.1
Operating EBITDA	1,418	1,016	2,561	2,041	1,414	(30.7)	(0.3)	2,285	3,454	51.2	7,594	45.5
Other income	401	271	(146)	478	410	(14.1)	2.2	519	888	71.1	1,085	81.9
Interest expense	(317)	(310)	(317)	(342)	(302)	(11.7)	(4.8)	(608)	(644)	5.9	(1,322)	48.7
Profit before tax	1,104	884	3,050	1,674	1,497	(10.6)	35.7	1,774	3,172	78.7	6,130	51.7
Tax	(79)	(85)	(436)	(142)	(87)	(39.0)	9.4	(138)	(228)	65.6	(1,054)	21.7
Associates	175	358	696	173	610	253.8	248.0	441	783	77.4	698	112.2
Non-recurring items	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0	0.0	0	0.0
Minority interests	158	176	200	168	122	(27.0)	(22.8)	248	290	17.0	235	123.3
Reported net profit	866	623	2,414	1,365	1,289	(5.6)	48.8	1,389	2,653	91.1	4,842	54.8
Core profit	866	623	2,414	1,365	1,289	(5.6)	48.8	1,389	2,653	91.1	4,842	54.8
Reported EPS (THB)	0.75	0.54	2.10	1.19	1.12	(5.6)	48.8	1	2	91.1	0	712.3
Core EPS (THB)	0.75	0.54	2.10	1.19	1.12	(5.6)	48.8	1	2	91.1	0	712.3
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	(%)	
Gross margin	47.9	47.6	45.2	55.1	52.9	(2.3)	4.9	41.8	44.9	3	53.5	
Operating margin	46.6	39.5	33.3	56.2	51.2	(5.0)	4.6	15.5	17.6	2	46.7	
EBITDA margin	53.1	48.0	31.9	62.2	60.9	(1.4)	7.8	17.4	19.3	2	52.5	
Core profit margin	32.4	29.4	30.1	41.6	55.5	13.9	23.1	12.9	15.2	2	33.5	
SG&A / Sales	16.3	20.9	10.2	13.5	19.3	5.8	3.0	26.7	27.8	1	14.3	
Revenue breakdown	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	
Revenue from lease and services	574	540	570	578	629	8.9	9.5	6,909	8,053	17	2,432	
Revenue from sales of real estate	1,502	1,018	6,906	2,133	1,115	(47.7)	(25.8)	6,906	7,320	6	9,731	
Revenue from sales of goods	595	557	554	569	578	1.7	(2.7)	321	314	(2)	2,304	
Gross margin by BU	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	(%)	
Lease and services	50.4	48.4	44.7	55.5	45.2	(10.3)	(5.2)	66.2	67.0	1	50.0	
Sales of real estate	49.0	51.9	45.6	58.8	64.4	(6)	0	17.5	20.8	19	57.5	
Sales of goods	42.8	38.8	41.7	40.8	39.0	3	2	40.7	44.9	10	40.0	

Sources: WHA, FSSIA's compilation

คาดการณ์กำไรปกติปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ย 9% CAGR

เราคาดการณ์รายได้รวมในปี 2024 ลดลงเล็กน้อย 2.7% y-y เป็น 14,466 ล้านบาท หลักๆ มาจากการลดลงของรายได้จากธุรกิจนิคมฯ -7.1% y-y บนสมมติฐานการโอนที่ดิน 2,024 ไร่ (-7.8% y-y) ในงวด 1H24 บริษัทสามารถโอนที่ดินได้ 1,201 ไร่ และมี Backlog รอโอนในอีก 12 เดือนข้างหน้า 879 ไร่ ทั้งนี้ บริษัทตั้งเป้าหมายยอดขายที่ดิน 2,400 ไร่ โดยยอดขายที่ดินใน 1H24 คิดเป็น 43.4% ของเป้าทั้งปีแล้ว และมีการแสดงเจตจำนง (LOI/MOU) จากลูกค้าอีก 756 ไร่

สำหรับธุรกิจโลจิสติกส์ในงวด 1H24 มีพื้นที่คลังสินค้าภายใต้การบริหารรวม 2,988,762 ตรม. บริษัทตั้งเป้าพื้นที่ภายใต้การบริหารสิ้นปี 2024 จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 3,145,000 ตรม. เราเชื่อว่ามีความเป็นไปได้หากบริษัทสามารถส่งมอบโครงการต่างๆ ทั้งโรงงานสำเร็จรูป (RBF) คลังสินค้าและโรงงานที่สร้างตามความต้องการของลูกค้า (BTS) ได้ตามเป้า ทั้งนี้ เราคาดการณ์รายได้จากธุรกิจนี้ +11.0% y-y เนื่องจากสัญญาเช่าโรงงานสำเร็จรูปและโรงงาน BTS (Built-to-suit) ที่ได้มาเพิ่มเติมในช่วง 1H24 นอกจากจะได้พื้นที่การบริหารเพิ่มแล้ว ยังมีอัตราค่าเช่าสูงสุด ซึ่งทำให้เราคาดอัตรากำไรขั้นต้น 50.0% สูงกว่าปีก่อน 48.4%

แม้รายได้รวมจะคาดว่าจะลดลง แต่อัตรากำไรขั้นต้นรวมทุกธุรกิจคาดว่าจะดีขึ้นจาก 46.4% ในปี 2023 เป็น 53.5% ในปี 2024 จากธุรกิจนิคมฯ และโลจิสติกส์ และคาดว่าส่วนแบ่งกำไรของบริษัทรวมจะดีขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของการโอนที่ดิน ทั้งหมดนี้ ช่วยชดเชยดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นได้ และแม้ว่าบริษัทจะเลื่อนการขายทรัพย์สินให้ WHART ซึ่งเดิมคาดว่าจะมีมูลค่าราว 4 พันล้านบาทออกไปก่อน มีเพียงการขายทรัพย์สินให้ WHAIR มูลค่า 1 พันล้านบาทแทน เราคาดว่ากำไรปกติปี 2024 จะเกินหน้าทำสถิติสูงสุดที่ 4,842 ล้านบาท +9.4% y-y ได้

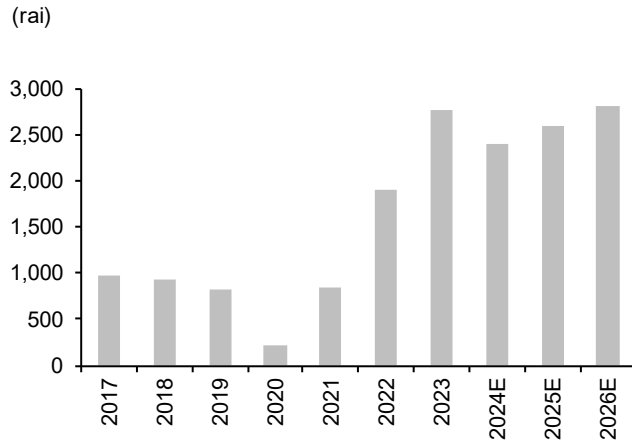
นอกจากนี้ เราคาดการณ์กำไรและกำไรในปี 2025-26 จะขยายตัวต่อเนื่อง โดยคาดกำไรปี 2025 เติบโตขึ้น +10.1% y-y และปี 2026 +7.3% y-y คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 8.7% CAGR (2024-26) จากการเติบโตของธุรกิจนิคมฯ และการให้เช่าคลังสินค้าเป็นหลัก

Exhibit 8: Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
Land sold (rai)	2,400	2,600	2,800
Land transferred (rai)	2,024	2,112	2,158
Revenue from real estate sale	9,731	10,858	12,044
Revenue from lease & services	2,432	2,602	2,771
Revenue from goods sold	2,304	2,491	2,694
Total revenue	14,466	15,951	17,510
Revenue growth (%)	(2.7)	10.3	9.8
Key ratio	(%)	(%)	(%)
Blended gross margin	53.5	52.3	51.0
Real estate	50.0	48.4	48.4
Lease & services	57.5	56.0	54.0
Goods sold	40.0	40.0	40.0
SG&A to revenue	14.3	13.7	13.9
EBITDA margin	52.5	50.3	47.9
Core profit margin	33.5	33.4	32.7

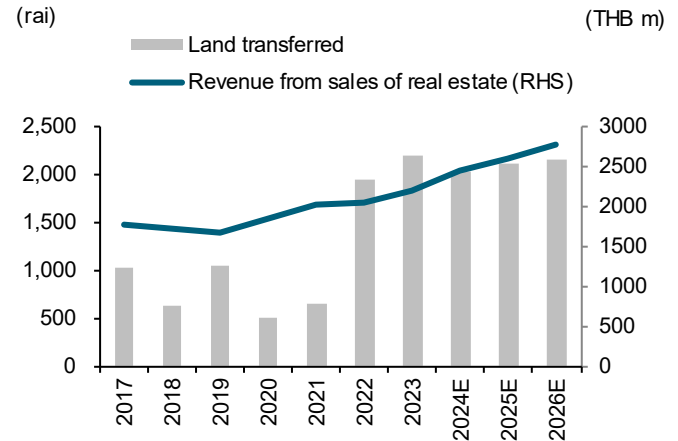
Sources: WHA, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Land sold



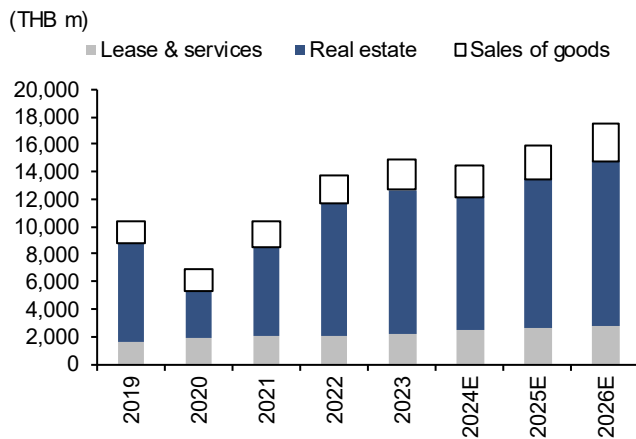
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 10: Land transferred



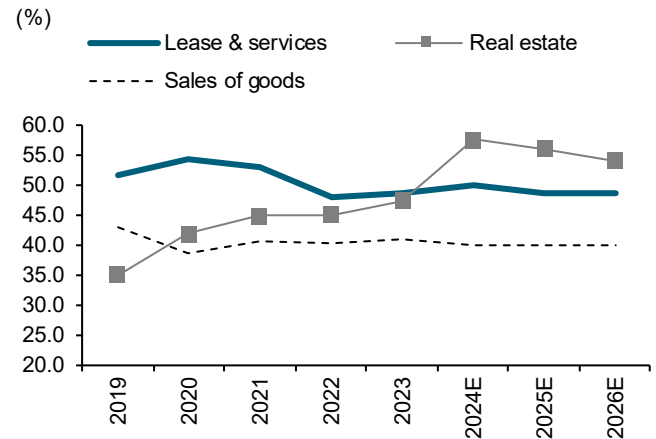
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 11: Revenue structure



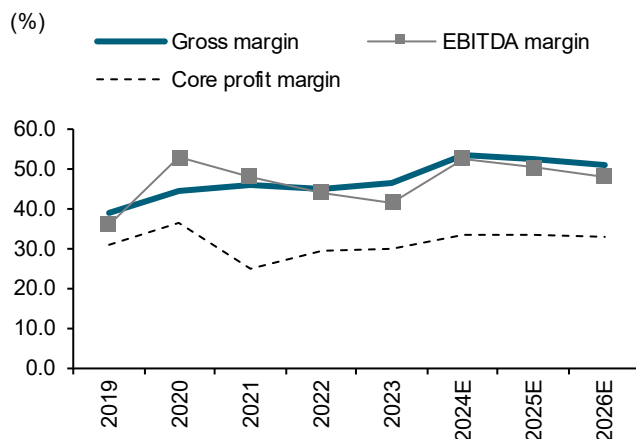
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 12: Gross margin by BU



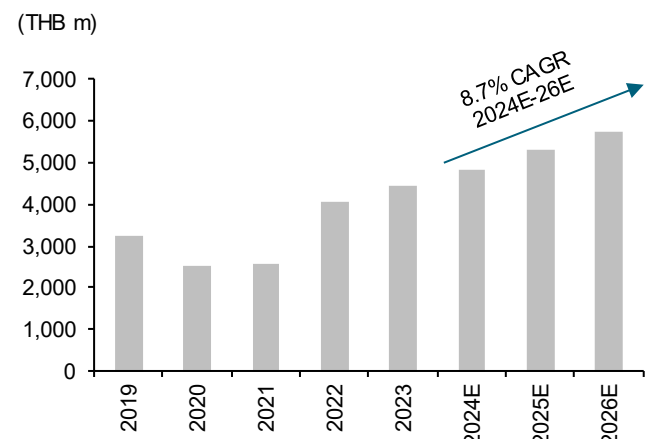
Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 13: Margins



Sources: WHA, FSSIA estimates

Exhibit 14: Core profit



Sources: WHA, FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 6.40 บาท แนะนำซื้อ

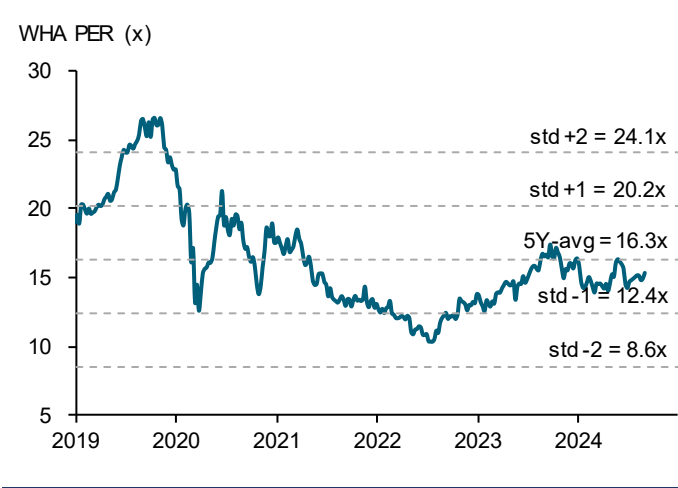
เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 6.40 บาท อิง 2025E P/E 18 เท่า (+0.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) เราแนะนำซื้อ เราชอบ WHA จากการเป็นผู้นำในธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม ด้วยประสบการณ์ยาวนานกว่า 21 ปี ทำเลที่ตั้งของนิคมฯ อยู่ในจุดยุทธศาสตร์ มีบริการที่ครบวงจร ตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าที่หลากหลายได้ และยังมีกองทรัสต์ภายใต้การบริหาร ทำให้สามารถขายทรัพย์สินเข้ากองทรัสต์ได้ทุกปี เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการต่างๆ ต่อไป

Exhibit 15: Peers comparison as of 6 September 2024

Company	BBG	Rec	Share price			Market	PE		ROE		PBV		EV/EBITDA	
			Current	Target	Upside		Cap	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E
			(LCY)	(LCY)	(%)	(USD m)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand														
WHA Corporation*	WHA TB	BUY	5.45	6.40	17	2,432	16.8	15.3	14.3	15.0	2.4	2.2	16.2	14.9
Amata Corporation	AMATA TB	n/a	24.40	n/a	n/a	837	12.6	10.8	10.4	11.0	1.2	1.1	12.7	11.0
Thailand average						3,269	14.7	13.0	12.3	13.0	1.8	1.7	14.5	13.0
Regional														
NESCO	NSE IN	n/a	995.30	n/a	n/a	835	19.9	18.3	16.6	15.5	3.1	2.6	15.4	14.0
Sai Gon VRG Investment	SIP VN	n/a	74,200.00	n/a	n/a	630	16.2	14.5	26.7	24.8	n/a	n/a	10.1	8.9
CICC GLP Warehouse Logistics	508056 CH	n/a	3.46	n/a	n/a	946	n/a	n/a	0.3	1.0	1.0	1.1	20.2	18.8
Regional average						2,412	18.0	16.4	14.5	13.8	2.0	1.9	15.2	13.9
Global														
Catena AB	CATE SS	n/a	552.00	n/a	n/a	3,236	25.3	21.8	6.1	7.5	1.5	1.4	27.9	23.8
CTP NV	CTPNV NA	n/a	16.34	n/a	n/a	8,213	19.8	14.6	5.5	5.3	1.0	0.9	24.6	20.8
Fortress Real Estate Investment	FFB SJ	n/a	1,961.00	n/a	n/a	1,309	14.0	14.4	3.4	3.5	n/a	n/a	12.2	12.1
Montea NV	MONT BB	n/a	77.70	n/a	n/a	1,805	16.9	16.1	6.6	8.8	1.0	0.9	21.6	18.3
Global average						14,563	19.0	16.7	5.4	6.3	1.2	1.1	21.6	18.8
Overall average						5,681	17.7	15.7	10.0	10.3	1.6	1.5	17.9	15.9

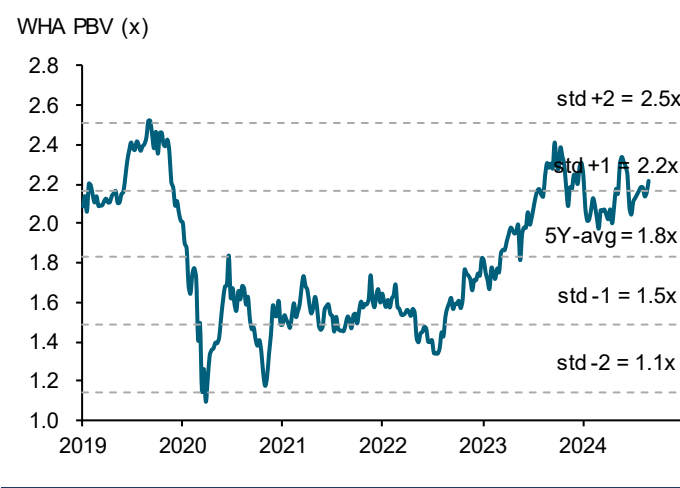
Sources: Bloomberg consensus, *FSSIA estimates

Exhibit 16: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 17: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	13,729	14,875	14,466	15,951	17,510
Cost of goods sold	(7,592)	(7,967)	(6,734)	(7,614)	(8,586)
Gross profit	6,137	6,908	7,733	8,337	8,924
Other operating income	1,253	644	1,085	1,037	998
Operating costs	(1,982)	(2,105)	(2,063)	(2,185)	(2,425)
Operating EBITDA	6,019	6,157	7,594	8,022	8,390
Depreciation	(611)	(709)	(840)	(834)	(894)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	5,408	5,447	6,755	7,189	7,497
Net financing costs	(1,126)	(1,235)	(1,322)	(1,338)	(1,362)
Associates	585	1,496	698	760	907
Recurring non-operating income	585	1,496	698	760	907
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	4,867	5,708	6,130	6,611	7,042
Tax	(546)	(659)	(1,054)	(1,042)	(1,087)
Profit after tax	4,321	5,050	5,077	5,568	5,955
Minority interests	(276)	(624)	(235)	(235)	(235)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	4,046	4,426	4,842	5,333	5,720
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	4,046	4,426	4,842	5,333	5,720
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.27	0.30	0.32	0.36	0.38
Reported EPS	0.27	0.30	0.32	0.36	0.38
DPS	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23
Diluted shares (used to calculate per share data)	14,947	14,947	14,947	14,947	14,947
Growth					
Revenue (%)	31.8	8.3	(2.7)	10.3	9.8
Operating EBITDA (%)	20.6	2.3	23.4	5.6	4.6
Operating EBIT (%)	23.7	0.7	24.0	6.4	4.3
Recurring EPS (%)	56.2	9.4	9.4	10.1	7.3
Reported EPS (%)	56.2	9.4	9.4	10.1	7.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	44.7	46.4	53.5	52.3	51.0
Gross margin exc. depreciation (%)	49.1	51.2	59.3	57.5	56.1
Operating EBITDA margin (%)	43.8	41.4	52.5	50.3	47.9
Operating EBIT margin (%)	39.4	36.6	46.7	45.1	42.8
Net margin (%)	29.5	29.8	33.5	33.4	32.7
Effective tax rate (%)	11.2	11.5	17.2	15.8	15.4
Dividend payout on recurring profit (%)	61.8	62.1	60.0	60.0	60.0
Interest cover (X)	5.3	5.6	5.6	5.9	6.2
Inventory days	609.7	553.2	820.1	848.1	812.3
Debtor days	13.2	15.3	19.2	19.5	18.6
Creditor days	139.2	160.4	238.3	232.8	214.9
Operating ROIC (%)	28.1	28.6	28.1	26.5	26.5
ROIC (%)	7.0	7.9	7.5	7.8	8.3
ROE (%)	12.9	13.5	14.3	15.0	15.2
ROA (%)	6.3	7.0	6.5	7.0	7.6

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Lease and service	2,031	2,191	2,432	2,602	2,771
Sales of real estate	9,733	10,479	9,731	10,858	12,044
Sales of goods	1,965	2,204	2,304	2,491	2,694

Sources: WHA Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	4,046	4,426	4,842	5,333	5,720
Depreciation	611	709	840	834	894
Associates & minorities	(585)	(1,496)	(698)	(760)	(907)
Other non-cash items	(410)	1,472	1,751	1,802	1,994
Change in working capital	761	(112)	(3,627)	(5,172)	(5,752)
Cash flow from operations	4,423	4,999	3,108	2,037	1,948
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(3,766)	(6,437)	(3,228)	(1,791)	(1,739)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	3,727	2,670	19	(3,133)	1,503
Cash flow from investing	(39)	(3,767)	(3,208)	(4,924)	(235)
Dividends paid	(2,098)	(2,499)	(2,905)	(3,200)	(3,432)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	1,756	(215)	2,513	447	151
Other financing cash flows	(476)	800	2,195	530	1,089
Cash flow from financing	(818)	(1,914)	1,803	(2,222)	(2,192)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	30	100	0	0	0
Net other adjustments	30	100	(22)	0	0
Movement in cash	3,595	(583)	1,681	(5,109)	(479)
Free cash flow to firm (FCFF)	5,510.11	2,466.07	1,221.64	(1,548.68)	3,074.42
Free cash flow to equity (FCFE)	5,693.86	1,916.46	4,585.82	(1,908.93)	2,953.29

Per share (THB)

FCFF per share	0.37	0.16	0.08	(0.10)	0.21
FCFE per share	0.38	0.13	0.31	(0.13)	0.20
Recurring cash flow per share	0.24	0.34	0.45	0.48	0.52

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	9,869	10,893	12,893	13,893	14,893
Less: Accumulated depreciation	(2,040)	(2,041)	(2,881)	(3,714)	(4,608)
Tangible fixed assets (net)	7,829	8,852	10,012	10,179	10,285
Intangible fixed assets (net)	21,694	21,694	22,572	20,727	19,066
Long-term financial assets	7,255	7,072	6,063	6,113	6,165
Invest. in associates & subsidiaries	16,428	19,631	20,416	20,824	21,241
Cash & equivalents	7,169	6,586	8,267	3,158	2,679
A/C receivable	559	686	832	874	911
Inventories	10,690	11,310	15,175	16,333	17,904
Other current assets	712	712	1,291	839	770
Current assets	19,130	19,295	25,565	21,205	22,265
Other assets	13,966	13,683	14,265	14,580	15,013
Total assets	86,302	90,225	98,893	93,628	94,035
Common equity	32,050	33,487	34,369	36,502	38,790
Minorities etc.	3,562	3,835	3,873	3,912	3,951
Total shareholders' equity	35,612	37,322	38,242	40,414	42,741
Long term debt	27,078	30,407	35,959	27,610	25,192
Other long-term liabilities	7,214	7,400	10,076	10,400	11,322
Long-term liabilities	34,292	37,807	46,035	38,010	36,514
A/C payable	2,743	3,637	4,059	4,589	4,469
Short term debt	13,113	10,713	9,975	10,073	9,744
Other current liabilities	542	747	582	542	565
Current liabilities	16,398	15,096	14,616	15,204	14,779
Total liabilities and shareholders' equity	86,302	90,225	98,893	93,628	94,035
Net working capital	8,676	8,325	12,657	12,916	14,551
Invested capital	75,848	79,255	85,985	85,339	86,321

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	2.14	2.24	2.30	2.44	2.60
Tangible book value per share	0.69	0.79	0.79	1.06	1.32

Financial strength

Net debt/equity (%)	92.7	92.5	98.5	85.4	75.5
Net debt/total assets (%)	38.3	38.3	38.1	36.9	34.3
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.7	1.4	1.5
CF interest cover (x)	9.4	7.8	6.9	0.9	4.4

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	20.1	18.4	16.8	15.3	14.2
Recurring P/E @ target price (x) *	23.6	21.6	19.8	17.9	16.7
Reported P/E (x)	20.1	18.4	16.8	15.3	14.2
Dividend yield (%)	3.1	3.4	3.6	3.9	4.2
Price/book (x)	2.5	2.4	2.4	2.2	2.1
Price/tangible book (x)	7.9	6.9	6.9	5.2	4.1
EV/EBITDA (x) **	19.6	19.5	16.2	14.9	14.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	22.0	21.8	18.1	16.7	15.7
EV/invested capital (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: WHA Corporation; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainability	The Sustainability's ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

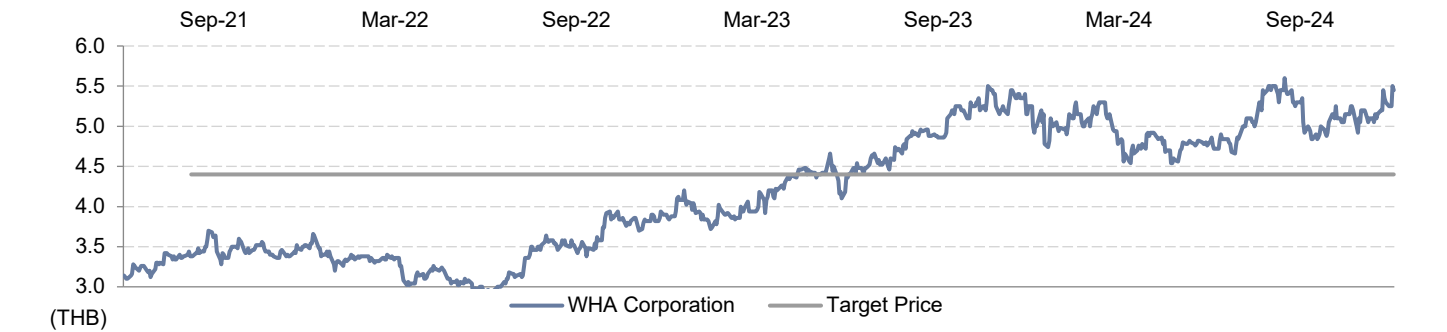
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

WHA Corporation (WHA TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
03-Nov-2021	BUY	4.40	-	-	-	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 6-Sep-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
WHA Corporation	WHA TB	THB 5.45	BUY	Downside risks to our TP include 1) the delayed registration process in many countries; 2) more intensified competition; 3) failure in introducing new products; and 4) risks associated with doing business in Myanmar.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 06-Sep-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.