

Industrial Estate Sector

Neutral Maintained

เราคาดว่าอุปสงค์ที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมจะยังคงเร่งตัวขึ้น และอาจจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในรอบสิบปี อย่างไรก็ตาม การรักษาระดับยอดขายที่ดินในปีหน้าจะเป็นความท้าทาย ซึ่งอาจทำให้กำไรลดลงในปี 2568 เราจึงคงให้คำแนะนำหุ้นกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมที่ Neutral และคงคำแนะนำหุ้นรายตัวเอาไว้เหมือนเดิม

ยังคงอยู่

Event

แนวโน้มอุตสาหกรรม

Impact

ยอดยื่นขอ และยอดอนุมัติ BOI ยังคงเร่งตัวขึ้น

คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) เปิดเผยยอดยื่นขอสิทธิประโยชน์ BOI ของประเทศไทย ในงวดเก้าเดือนแรกของปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 5.17 แสนล้านบาท (+22% YoY); Figure 1 จากการกลับมาเปิดประเทศหลัง COVID-19, การขยายฐานการผลิตจากประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์, และกลยุทธ์การลงทุน 5 ปี (ปรับโครงสร้างสู่เศรษฐกิจใหม่) โดยกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์มีสัดส่วนสูงสุดที่ 40% ของยอดยื่นขอ BOI (ในแง่มูลค่าโครงการ) รองลงมาคือกลุ่มเกษตร และอาหารแปรรูป (11%) และยานยนต์ (8%) ทั้งนี้ อุปสงค์การลงทุนใน EEC คิดเป็น 45% ของยอดยื่น BOI ทั้งหมด (Figure 3) โดยโครงการในจังหวัดชลบุรี คิดเป็น 64% ของโครงการทั้งหมดในพื้นที่ EEC (Figure 5) ส่วนยอดอนุมัติสิทธิประโยชน์ BOI ของประเทศไทย ในงวดเก้าเดือนแรกของปีนี้อยู่ที่ 5.33 แสนล้านบาท (+6% YoY); Figure 2 โดยอุปสงค์การลงทุนเน้นที่กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ (31%), เกษตร และอาหารแปรรูป (13%) และยานยนต์ (9%) ทั้งนี้ โครงการในจังหวัดระยอง และชลบุรีที่อยู่ในพื้นที่ EEC มีสัดส่วนสูงสุด โดยคิดเป็น 53% และ 44% ของยอดอนุมัติ BOI ในพื้นที่ EEC ตามลำดับ (Figure 6)

อุปสงค์การลงทุนเร่งตัวขึ้นจากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

ยอดยื่นขอ BOI จากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในงวดเก้าเดือนแรกของปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 3.99 แสนล้านบาท (+43% YoY); Figure 7 และคิดเป็น 77% ของยอดยื่นขอ BOI ของประเทศไทย ทั้งหมด ในขณะที่ยอดอนุมัติ BOI จาก FDI ในช่วงเดียวกันอยู่ที่ 3.80 แสนล้านบาท (+70% YoY); Figure 8 คิดเป็น 71% ของยอดอนุมัติ BOI ทั้งหมด โดยการลงทุนจากจีน/สิงคโปร์/ญี่ปุ่น มีมูลค่าที่สุดทั้งในแง่ของยอดยื่นขอ และยอดอนุมัติ BOI จาก FDI (Figure 9 – 10) โดยอุปสงค์การลงทุนรวมจากสามประเทศนี้คิดเป็นสัดส่วนถึงเกือบ 60% ของยอดยื่นขอ BOI และยอดอนุมัติ BOI จาก FDI ทั้งหมด ทั้งนี้ เมื่อแยกเป็นรายกลุ่ม พบว่ากลุ่มอิเล็กทรอนิกส์มีสัดส่วนสูงสุดที่ 52% ของยอดยื่นขอ BOI จาก FDI และ 43% ของยอดอนุมัติ BOI จาก FDI (Figure 11 – 12)

อุปสงค์การลงทุนที่แข็งแกร่งจะช่วยให้เกิดกระแสความต้องการซื้อที่ดิน

เรายังคงมองว่าอุปสงค์การลงทุนที่แข็งแกร่งจะทำให้ยอดขายที่ดินแข็งแกร่งตามไปด้วย แต่เรามองว่ายังมีมีความท้าทายอยู่บางในการที่จะรักษาระดับ/ทำให้ยอดขายที่ดินดีขึ้นไปอีกในปีหน้า โดยยอดขายที่ดินในงวด 9M66 ของ Amata Corporation (AMATA.BK/AMATA TB)* และ WHA Corporation (WHA.BK/WHA TB)* อยู่ที่ 1,200 ไร่ และ 2,000 ไร่ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่ายอดขายที่ดินเต็มปี 2565 แล้ว เราคาดว่ายอดขายที่ดินของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยจะแข็งแกร่งใน 4Q66 และทำให้ยอดขายที่ดินในปี 2566 ทำสถิติสูงสุดใหม่ในรอบสิบปี อย่างไรก็ตาม การที่ยอดขายที่ดินจะทำสถิติใหม่ให้ได้อีกในปี 2567 ยังคงเป็นความท้าทาย ซึ่งหากยอดขายที่ดินลดลงในปี 2567 ก็หมายความว่า ยอดโอนที่ดิน และกำไรจะลดลงในปี 2568 ทั้งนี้ราคาหุ้นอาจมีโอกาสดูการเข้าเก็งกำไรได้จากกระแสข่าวในปัจจุบันที่สนับสนุนความต้องการในการซื้อที่ดิน ในกรณีที่มีการให้ premium บน Valuation ของหุ้นมากขึ้นถึงระดับ +1.5S.D. และ 2.0 S.D จากปัจจุบันที่เราให้อยู่ที่ +1.0 S.D ราคาหุ้นของ AMATA และ WHA อาจมีจังหวะไปถึงราคา 30.0 - 32.0 บาท (สำหรับ AMATA) และ 5.9 – 6.4 บาท (สำหรับ WHA)

Valuation & Action

เรายังคงให้คำแนะนำหุ้นกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมที่ Neutral และคงคำแนะนำหุ้น AMATA (ถือ ราคาเป้าหมาย 27.00 บาท) และ WHA (ถือ ราคาเป้าหมาย 5.30 บาท) เรามองว่ากำไรที่อาจจะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากยอดโอนที่ดินที่สูงขึ้นจะเปิดโอกาสให้เข้าเก็งกำไรได้บาง

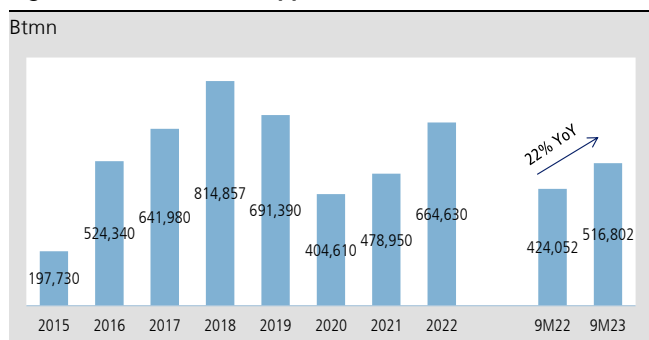
Risks

ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk), เศรษฐกิจชะลอตัวลง, ภัยธรรมชาติ, การซื้อที่ดิน, การกระจุกตัวของกลุ่มอุตสาหกรรม, เงินทุนไม่เพียงพอ

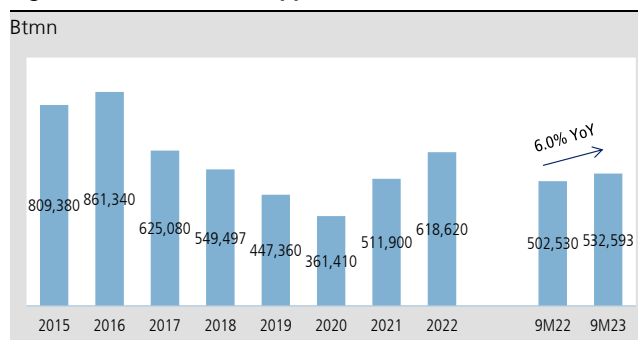
Peer comparison – Key valuation stats

	Rating	Target Price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	23F core EPS (Bt)	24 core EPS (Bt)	23F PER (X)	24F PER (X)	22 PBV (X)	23F PBV (X)	24F PBV (X)	22 Div yield (%)	23F Div yield (%)	24F Div yield (%)	22 ROAE (%)	23F ROAE (%)	24F ROAE (%)
AMATA*	Neutral	27.0	24.6	9.8	1.65	1.77	14.9	13.9	1.2	1.1	1.1	2.8	2.7	2.9	10.1	7.6	7.8
WHA*	Neutral	5.3	5.05	5.0	0.30	0.31	17.0	16.4	2.1	2.0	1.8	2.1	2.4	2.4	11.6	12.0	11.6
Sector	Neutral						15.9	15.1	1.6	1.5	1.4	2.5	2.5	2.7	10.9	9.8	9.7

Source: KGI Securities Research

Figure 1: Thailand's BOI applications as of 9M23


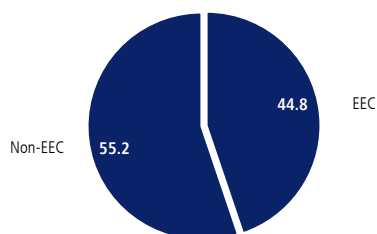
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 2: Thailand's BOI approvals as of 9M23


Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 3: Thailand's BOI application location breakdown as of 9M23

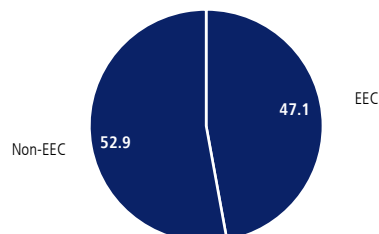
Percent



Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 4: Thailand's BOI approval location breakdown as of 9M23

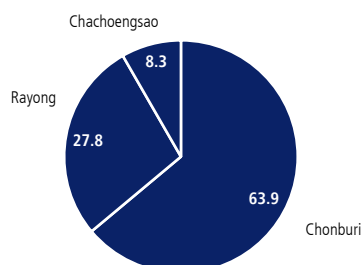
Percent



Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 5: Thailand's BOI applications EEC breakdown as of 9M23

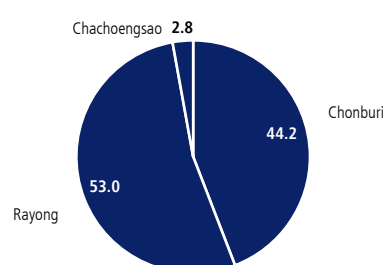
Percent



Source: BOI, KGI Securities Research

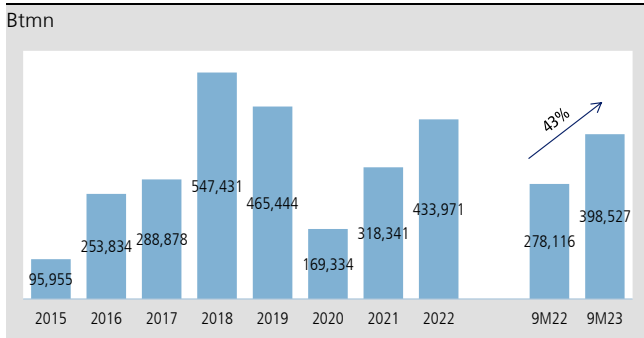
Figure 6: Thailand's BOI approvals EEC location breakdown as of 9M23

Percent



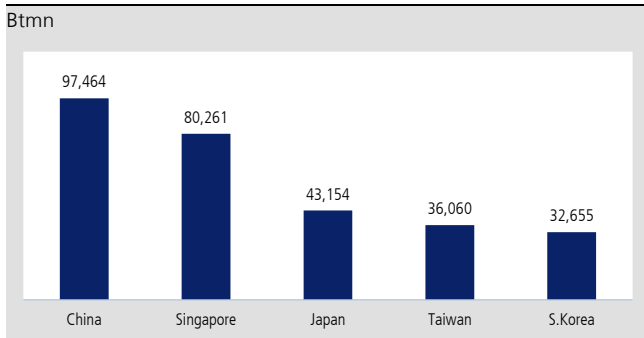
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 7: FDI BOI applications 9M23
Figure 8: FDI BOI approvals 9M23



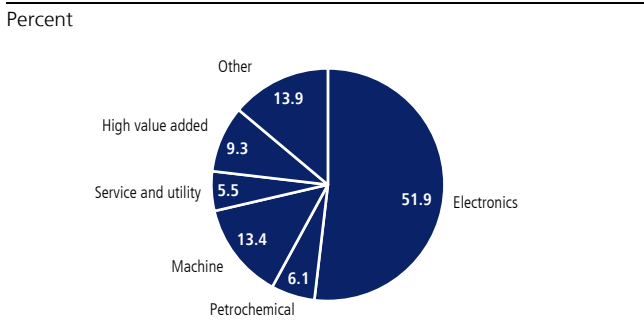
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 9: Top 5 countries for FDI applications 9M23



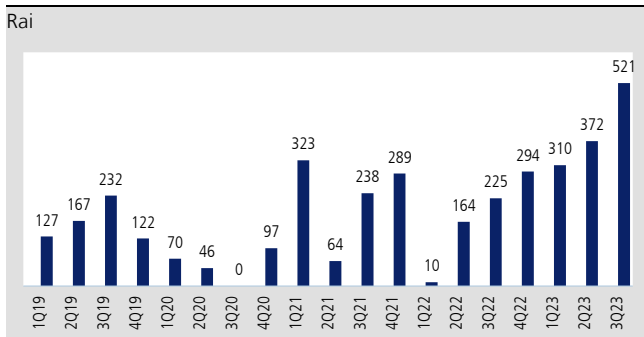
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 11: FDI application industry breakdown 9M23



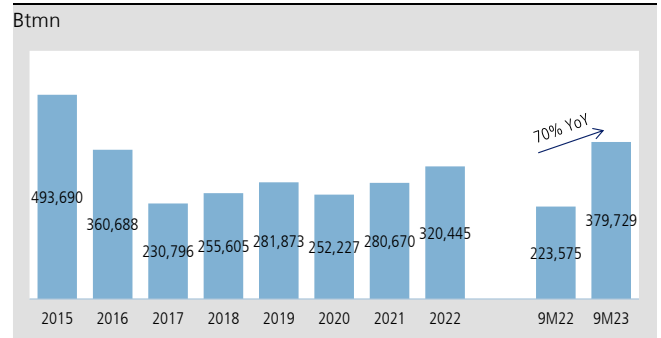
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 13: AMATA Land sales



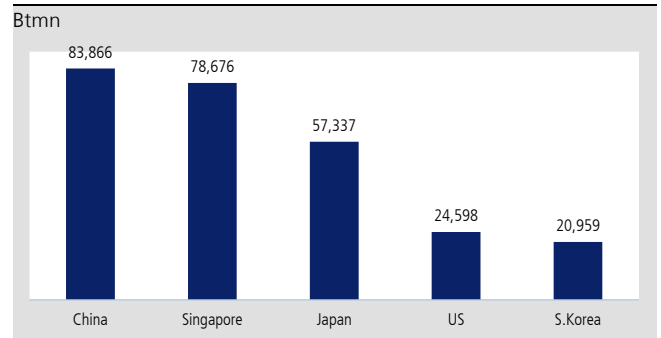
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: WHA Land sales



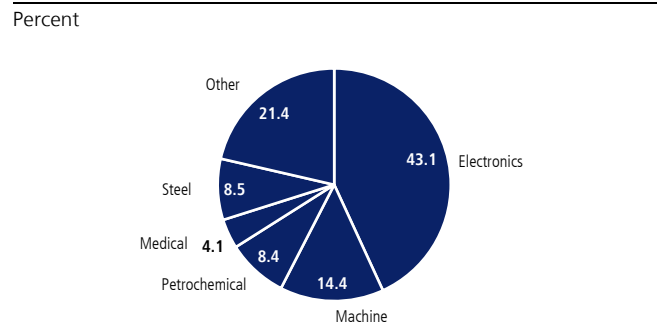
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 10: Top 5 countries for FDI approvals 9M23



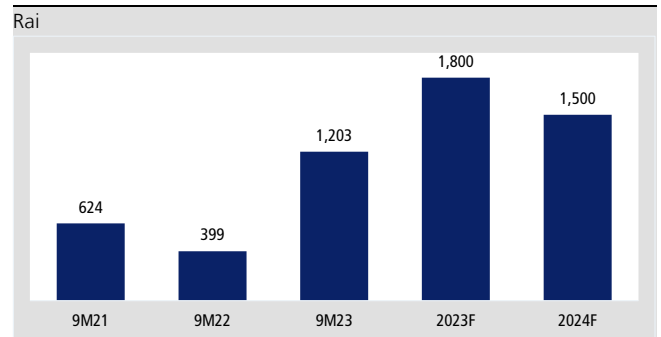
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 12: FDI approval industry breakdown 9M23



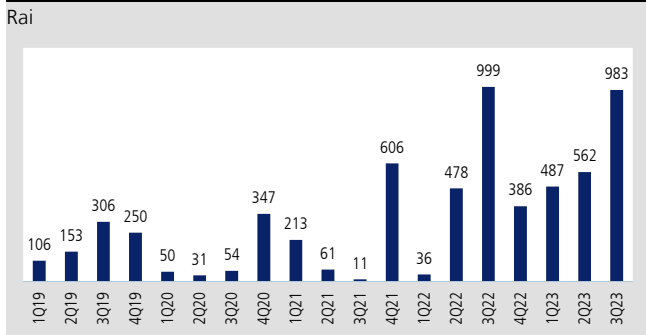
Source: BOI, KGI Securities Research

Figure 14: Land sales target in 2023F-2024F



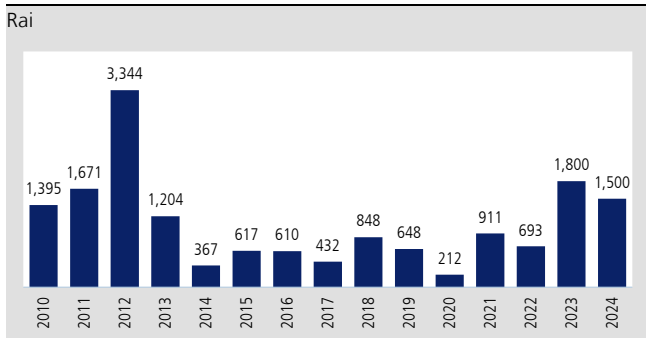
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Land sales target in 2023F-2024F

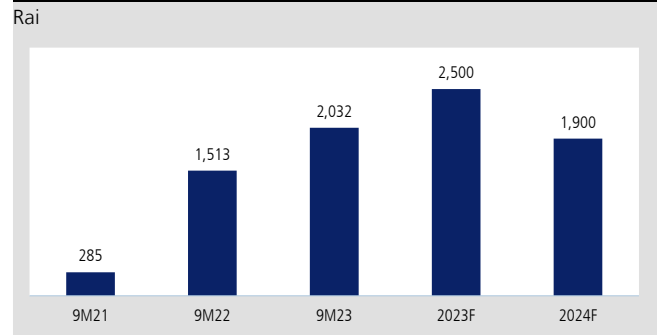


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: AMATA historical land sales

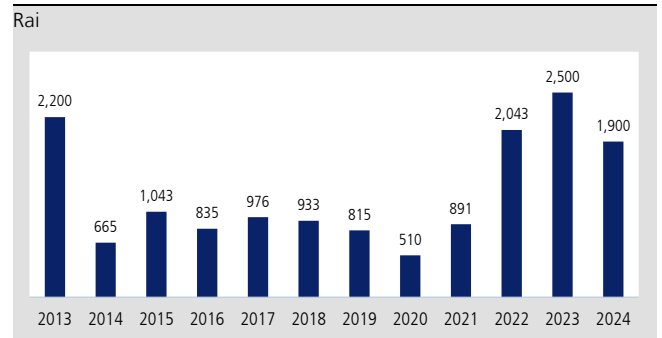


Source: Company data, KGI Securities Research



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: WHA historical land sales



Source: Company data, KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFECO	SEAFECO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORN BANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SIRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.