

EQUITY TALK

RESULT NOTE

4Q66 มาตามนัด, ดันกำไรปี 2566 new high

งวด 4Q66 มีกำไรสุทธิ 2371 ล้านบาท (+388%QOQ,-15%YOY) ไกลเคียงคาด เป็นผลจากยอดโอนที่ดินที่ทำได้ 1,143 ไร่, ASSET MONETIZATION มูลค่า 2,821 ล้านบาท และส่วนแบ่งกำไรจาก GHECO-ONE ที่มีการบันทึกค่า INSURANCE CLAIM และได้รับค่า AVAILABILITY PAYMENT (AP) เพิ่มขึ้น

ด้วย DEMAND การซื้อที่ดินที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ WHA ปรับราคาขายที่ดินเพิ่มขึ้น ราวๆ 10% ขณะที่ต้นทุนที่ดินยังเป็นราคาเดิม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลบวกต่อ GROSS MARGIN ในช่วง 2 ปีข้างหน้า ฝ่ายวิจัยจึงปรับประมาณการกำไรปี 2567 จากเดิมที่ 3,873 ล้านบาท เป็น 4,468 ล้านบาท ประเมิน FAIR VALUE อิง HISTORICAL PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี UPSIDE 26.6% ให้คำแนะนำเป็น OUTPERFORM

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ลบ)	4,046	4,426	4,468	4,866	4,817
EPS (บาท)	0.27	0.30	0.30	0.33	0.32
PER (เท่า)	17.4	15.9	15.7	14.4	14.6
DPS (บาท)	0.17	0.18	0.19	0.20	0.20
Dividend Yield (%)	3.56%	3.91%	4.13%	4.16%	4.18%
BVS (บาท)	2.14	2.24	2.42	2.62	2.81
PBV (เท่า)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (เท่า)	15.6	13.7	13.6	11.9	11.7
ROE (%)	12.9%	13.5%	12.8%	12.9%	11.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways
 แนวรับ : 4.50 บาท
 แนวต้าน : 4.98/5.55 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX
NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอกับ SET INDEX
UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

🕒 27 กุมภาพันธ์ 2567

WHA

Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	4.70
ราคาเป้าหมาย (บาท)	5.95
Upside (%)	26.57
Dividend yield (%)	4.13

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.30	0.31	-3%
2568F	0.33	0.32	3%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
ESG Book	59.42
Moody's	-
MSCI	BBB
Refinitiv	71.46
S&P	74.00

ที่มา: Settrade
 CG Score ดีเลิศ
 Anti-corruption ได้รับการรับรอง
 ที่มา: IAA CONSENSUS

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

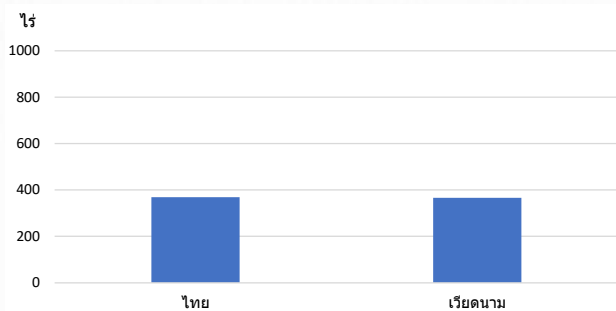
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

EQUITY TALK

กำไร 4Q66 ตามคาด, ส่งปี 2566 new high พร้อมจ่ายปันผล

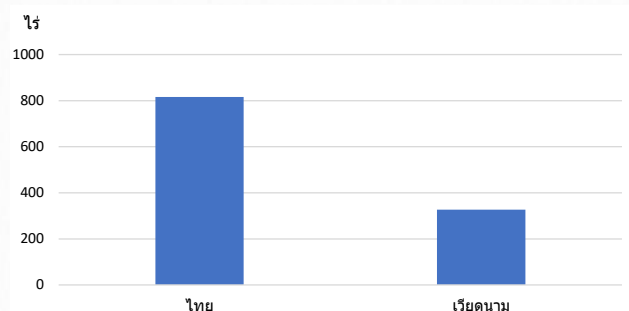
งวด 4Q66 มีกำไรสุทธิ 2,414 ล้านบาท (+388%QoQ,-15%YoY) ไกลเคียงกับที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ โดยปัจจัยหลักที่ทำให้ผลประกอบการงวด 4Q66 โดดเด่นมี 3 ประการ ได้แก่ 1) ธุรกิจขายที่ดิน - งวด 4Q66 ยอดโอนที่ดิน (land transfer) มากถึง 1,143 ไร่ (ไทย : 816, VN : 327) เทียบกับ 9M66 ที่ทำได้รวมกัน 1,007 ไร่ 2) ASSET MONETIZATION - มีการขายทรัพย์สินเข้ากอง WHART ขนาด 142,892 ตร.ม. มูลค่า 2,821 ล้านบาท 3) ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า - ได้อานิสงส์จากกลุ่มโรงไฟฟ้า GHECO-One มีการบันทึกค่า Insurance Claim และได้รับค่า Availability Payment (AP) เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2565, อย่างไรก็ตาม gross margin งวด 4Q66 อยู่ที่ 45.2% ต่ำกว่า 9M66 ที่ทำได้ 47.8% เป็นผลจากการขายทรัพย์สินเข้ากอง WHART ซึ่งสินทรัพย์ที่ขายเข้ากอง WHART มีการตัดค่าเสื่อมราคาสูง (ระยะเวลาเริ่มก่อสร้างไปถึงการขาย ใช้เวลาเพียง 1-2 ปีเท่านั้น) นอกจากนี้หากเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน กำไรลดลงเนื่องจาก 4Q65 มียอดโอนที่ดิน 1,271 ไร่ (เทียบ 4Q66 ที่ทำได้ 1,143 ไร่) ประกอบกับมีกำไรอัตราแลกเปลี่ยนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมในธุรกิจไฟฟ้า 401 ล้านบาท และดอกเบี้ยจ่ายที่ 275 ล้านบาท (เทียบ 4Q66 ที่ปรับเพิ่มเป็น 317 ล้านบาท) ทั้งนี้ WHA ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.117 บาท/หุ้น เมื่อรวมกับเงินปันผลระหว่างกาล 0.0669 บาท/หุ้น ส่งผลให้ dividend yield ปี 2566 อยู่ที่ 3.91% โดยมีกำหนด XD วันที่ 9 พ.ค.

ยอด PRE-SALE 4Q66 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 4Q66 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

นิคมฯ ไทย เป็น safe heaven ของหลากหลายประเทศ

ธุรกิจนิคมฯ ยังเป็นกลุ่มธุรกิจที่เติบโตต่อเนื่องท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจรุนแรง และความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อมานานกว่า 2 ปี โดยที่ยังไม่เห็นแนวโน้มที่ความเสี่ยงดังกล่าวจะจบลงในระยะเวลาดังกล่าว แต่ด้วยสภาวะความเป็นกลางทางการเมืองของประเทศไทย ประกอบกับระบบโครงสร้างพื้นฐานที่ดี ส่งผลให้นัก

EQUITY TALK

ลงทุนต่างชาติมองประเทศไทยเป็น safe heaven ในการดำเนินอุตสาหกรรมหลากหลายประเภท ปัจจัยดังกล่าวสะท้อนจากการขอรับการส่งเสริมการลงทุนจากต่างประเทศที่เติบโต โดยปี 2566 มีจำนวนทั้งสิ้น 1,401 โครงการ (+30%YoY) คิดเป็นมูลค่า 6.8 แสนล้านบาท (+56%YoY)

ในปี 2567 ทาง WHA ยังคงเดินหน้าเติบโตอย่างไม่หยุดหย่อน โดยไม่ว่าจะเป็น logistics ที่ตั้งเป้าส่งมอบพื้นที่โครงการและสัญญาใหม่เพิ่มขึ้น 200,000 ตร.ม. ส่งผลให้สินทรัพย์รวมภายใต้กรรมสิทธิ์ไต่ระดับไปถึง 3,145,000 ตร.ม. นอกจากนี้ยังมีแผนการขาย asset เข้ากอง REIT 2 กอง (WHART และ WHAIR) ขนาด 213,000 ตร.ม. มูลค่ารวม 5,290 ล้านบาท และในส่วนของ ธุรกิจขายที่ดิน ตั้งเป้ายอดขายที่ดิน (pre-sale) ในไทยและเวียดนามรวม 2,275 ไร่ สูงกว่าเป้าหมายในปี 2566 ที่ตั้งไว้ที่ 1,750 ไร่ (+30YoY, ปี 2566 ทำได้จริง 2,767 ไร่)

ปรับ gross margin เพิ่มขึ้นเล็กน้อย ให้ outperform

ด้วยการย้ายฐานการผลิตจากต่างชาติที่ยังหลังไหลเข้ามาต่อเนื่อง ส่งผลให้ทาง WHA สามารถปรับราคาขายที่ดินเพิ่มขึ้นได้ราวๆ 10% ขณะที่ต้นทุนที่ดินยังเป็นราคาเดิม ปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลบวกต่อ gross margin ในช่วง 2 ปีข้างหน้า ฝ่ายวิจัยจึงปรับประมาณการกำไรสุทธิ ปี 2567 จากเดิมที่ 3,873 ล้านบาท เป็น 4,468 ล้านบาท ประเมินมูลค่าเหมาะสม โดยอิง Historical PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี upside 26.6% ให้คำแนะนำเป็น Outperform

รายละเอียดการปรับประมาณการ

	67F	68F	67F	68F	67F	68F
ประมาณการ						
กำไรสุทธิ (ลบ.)	4,468	4,866	3,847	4,435	16.1%	9.7%
EPS (บาท)	0.30	0.33	0.26	0.30	16.1%	9.7%
Fair Value PER(X)	20		23			
Fair Value (บาท)	5.95		5.95			
สมมติฐาน						
รายได้ (ลบ.)	17,428	19,431	17,428	19,431	0.0%	0.0%
Gross Margin	46.2%	46.3%	43.5%	43.5%	2.7%	2.8%
SG&A/Sale	15.0%	15.0%	15%	15%	0.0%	0.0%
Effective Tax Rate	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	0.0%	0.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

การดำเนินการด้าน ESG ของ WHA

ด้านสิ่งแวดล้อม : กลุ่มบริษัทนำรูปแบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมมาใช้ โดยการตรวจวัดตัวแปรหลักที่มีผลต่อสิ่งแวดล้อมอยู่เสมอ ซึ่งครอบคลุมถึงความหลากหลายทางชีวภาพ คุณภาพน้ำทิ้ง การจัดการขยะ มลพิษทางอากาศ และการอนุรักษ์ทรัพยากร7

ด้านสังคม : กลุ่มบริษัทมีการพัฒนาโครงการเพื่อสังคมอย่างยั่งยืน 3 มิติ ได้แก่ การพัฒนาด้านการศึกษา การดูแลสุขภาพชุมชนและการพัฒนาองค์ความรู้เรื่องการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมให้เหมาะสมกับความต้องการและข้อกังวลของชุมชน

ด้านธรรมาภิบาล : กลุ่มบริษัทมีการกำหนด นโยบายและแนวทางปฏิบัติต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชัน และให้ผู้บริหารและพนักงานทุกคน ใช้เป็นแนวทางปฏิบัติอย่างเคร่งครัดโดยไม่มีข้อยกเว้น เช่น NO-GIFT POLICY, WHISTLEBLOWING

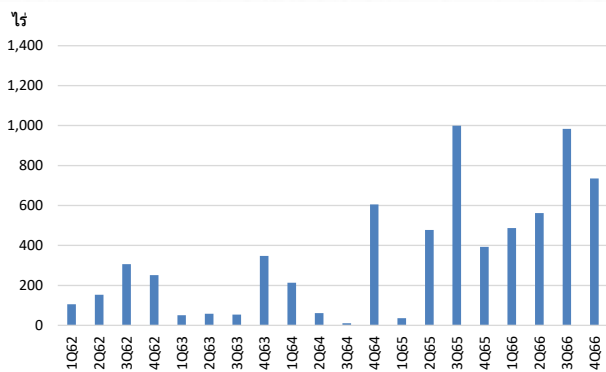
EQUITY TALK

ผลการดำเนินงานงวด 4Q66

Key Data (ล้านบาท)	2Q65	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	% QoQ	% YoY	2566	2565	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	1,803	1,976	8,375	2,057	2,671	2,116	8,031	380%	-4%	14,875	13,729	8%
ต้นทุนขาย	1,043	1,106	4,644	1,070	1,391	1,109	4,397	396%	-5%	7,967	7,592	5%
กำไรขั้นต้น	760	870	3,731	987	1,281	1,006	3,633	361%	-3%	6,908	6,137	13%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	371	395	866	410	437	443	815	184%	-6%	2,105	1,982	6%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	(11)	(240)	805	266	175	358	696	194%	-14%	1,496	585	156%
EBIT	773	700	3,487	961	1,421	1,193	3,367	282%	-3%	6,943	5,993	16%
กำไรสุทธิ	290	259	2,842	523	866	623	2,414	388%	-15%	4,426	4,046	9%
Norm Profit	290	259	2,842	523	866	623	2,414	388%	-15%	4,426	4,046	9%
Gross Margin (%)	42.2%	44.0%	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%	45.2%			46.4%	44.7%	
SG&A/Sales	16.9%	16.2%	10.6%	18.8%	14.2%	18.5%	10.3%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	16.1%	13.1%	33.9%	25.4%	32.4%	29.4%	30.1%			29.8%	29.5%	

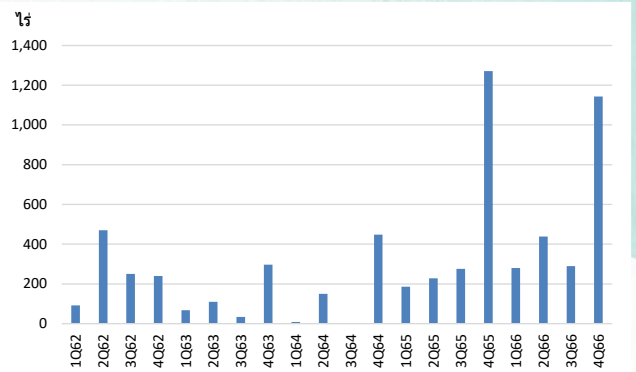
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



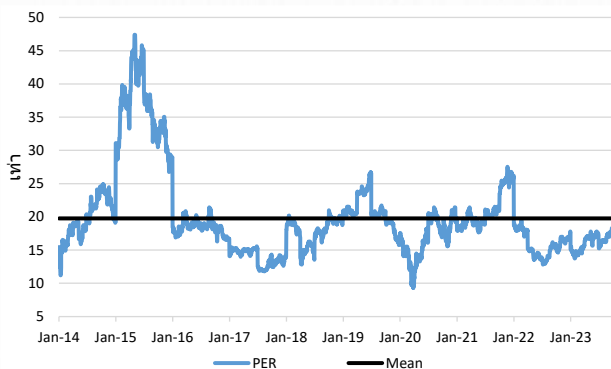
ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER นิคมฯ WHA รายไตรมาส



ที่มา: WHA

HISTORICAL PER ของ WHA



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. ความไม่แน่นอนจากรายได้จากกลุ่มธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม เนื่องจากยอดการโอนที่ดินมีความผันผวนสูง
2. เนื่องจากกำไรจากการขายสินทรัพย์เข้า REIT ในแต่ละปี มีสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับกำไรทั้งหมด หาก WHA ลดมูลค่าของสินทรัพย์ที่จะขายเข้ากอง REIT จะกระทบต่อประมาณการอย่างมีนัยสำคัญ

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ WHA

ไตรมาสแรก (สามบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้รวม	15,519	17,428	19,431	20,557
ต้นทุนขาย	7,967	8,760	9,793	10,933
กำไรขั้นต้น	7,552	8,667	9,638	9,624
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,105	2,614	2,915	3,084
ดอกเบี้ยจ่าย	1,235	1,110	1,007	889
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	1,496	995	1,027	943
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,708	5,938	6,744	6,594
ภาษีเงินได้	659	713	809	791
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(624)	(758)	(1,068)	(987)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	4,426	4,468	4,866	4,817
EPS	0.30	0.30	0.33	0.32
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	4,426	4,468	4,866	4,817
Norm EPS	0.30	0.30	0.33	0.32
การเติบโตของยอดขาย	3.6%	12.3%	11.5%	5.8%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.4%	1.0%	8.9%	-1.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.4%	46.2%	46.3%	43.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	28.5%	25.6%	25.0%	23.4%
ไตรมาสรายไตรมาส (สามบาท)				
	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66
รายได้ธุรกิจหลัก	2,057	2,671	2,116	8,031
ต้นทุนขาย	1,070	1,391	1,109	4,397
กำไรขั้นต้น	987	1,281	1,006	3,633
ค่าใช้จ่ายในการขาย	410	437	443	815
ดอกเบี้ยจ่าย	291	317	310	317
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	266	175	358	696
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	671	1,104	884	3,050
ภาษีเงินได้	59	79	85	436
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(89)	(158)	(176)	(200)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	523	866	623	2,414
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	523	866	623	2,414
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	-75.4%	29.9%	-20.8%	279.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	48.0%	47.9%	47.6%	45.2%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-82%	66%	-28%	288%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.3	1.5	1.8	2.1
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	24.9	22.4	21.1	20.6
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.9	4.6	4.6	4.5
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.4	1.2	1.0	0.9
Gearing Ratio	1.1	0.9	0.7	0.6
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.0%	4.9%	5.4%	5.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.5%	12.8%	12.9%	11.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ WHA

งบการเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	5,708	4,468	4,866	4,817
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	709	526	481	470
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(1,543)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	237	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(113)	(638)	1,119	949
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4,998	4,356	6,466	6,236
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(36)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(4,346)	254	965	553
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(4,381)	(246)	465	53
เพิ่ม/ลด เงินกู้	887	(4,128)	(3,430)	(3,930)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด วรรรันท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,801)	(1,787)	(1,946)	(1,927)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,914)	(5,915)	(5,377)	(5,857)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(698)	(1,805)	1,554	432
(ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	6,450	4,645	6,199	6,631
ลูกหนี้การค้า	686	871	972	1,028
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	12,159	13,750	13,601	13,319
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	70,930	71,151	70,704	70,681
สินทรัพย์รวม	90,225	90,417	91,476	91,660
เจ้าหนี้การค้า	3,637	4,008	4,469	4,728
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	10,713	7,815	6,115	4,415
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	30,407	29,176	27,446	25,216
หนี้สินรวม	52,903	49,656	46,727	43,034
ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
กำไรสะสม	14,189	16,870	19,790	22,680
ส่วนของผู้ถือหุ้น	33,487	36,168	39,088	41,978
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,835	4,593	5,661	6,647
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	90,225	90,417	91,476	91,660
ฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	4,395	5,538	5,815	6,106
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	10,479	10,938	12,629	13,475
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	47.2%	48.0%	48.0%	44.0%
SG&A / Sales	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
Effective Tax Rate	11.5%	12.0%	12.0%	12.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส