

EQUITY TALK

EARNING PREVIEW

โอนที่ดินต่อเนื่อง แต่ถูก share profit บางส่วน

ประเมินกำไรสุทธิ 2Q67 ที่ 959 ล้านบาท (-30%QOQ,+11%YOY) สาเหตุจาก ยอดโอนที่ดิน ที่ดินที่ทำได้ราวๆ 640 ไร่ เทียบกับ 1Q67 ที่ทำได้ 581 ไร่ ทั้งนี้ 2Q67 เป็นไตรมาสแรกที่ โครงการ IER เฟส 1 โอนให้กับลูกค้าได้ 300 ไร่ แต่โครงการดังกล่าว เป็นโครงการร่วมทุนที่ WHA มีสัดส่วนการลงทุน 60% เท่านั้น

แม้มีปัจจัยบวกระยะยาวจากการย้ายฐานการผลิต แต่ฝ่ายวิจัยยังคงให้น้ำหนักกับ ปัจจัยระยะสั้นยอดขายและยอดโอนที่ดินที่มาจากโครงการ IER และการจัดตั้งกอง REIT ที่ไม่เป็นไปตามแผน ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง HISTORICAL PER 10 ปี ย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ FV. 6.30 บาท แม้มี UPSIDE 25% แต่ให้คำแนะนำเป็น NEUTRAL

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ลบ)	4,046	4,426	4,747	5,500	5,839
EPS (บาท)	0.27	0.30	0.32	0.37	0.39
PER (เท่า)	18.7	17.1	15.9	13.7	12.9
DPS (บาท)	0.17	0.18	0.21	0.22	0.24
Dividend Yield (%)	3.31%	3.64%	4.09%	4.37%	4.72%
BVS (บาท)	2.14	2.24	2.43	2.65	2.89
PBV (เท่า)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (เท่า)	16.4	14.4	12.7	10.8	9.8
ROE (%)	12.9%	13.5%	13.6%	14.5%	14.1%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 4.50/4.80 บาท

แนวต้าน : 5.55 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



25 กรกฎาคม 2567

WHA

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	5.05
ราคาเป้าหมาย (บาท)	6.30
Upside (%)	25.00
Dividend yield (%)	4.09

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.32	0.33	-4%
2568F	0.37	0.37	-1%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: SET, SEC	

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

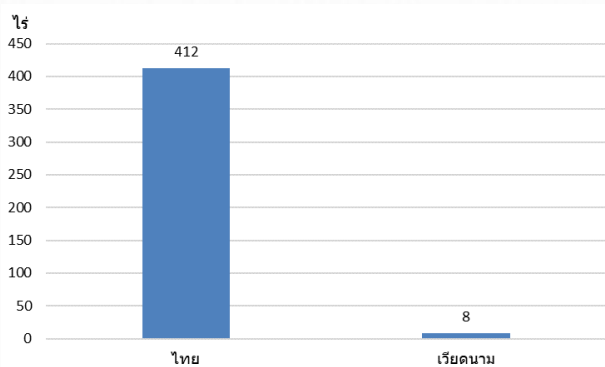
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

EQUITY TALK

ยังโอนที่ดินต่อเนื่อง แต่ถูก share profit ไปบางส่วน

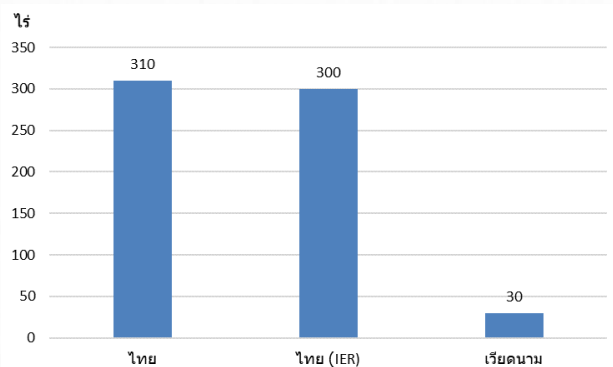
ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรสุทธิ 2Q67 ที่ 959 ล้านบาท (-30%QoQ,+11%YoY) ด้านรายได้ประเมินที่ 2,628 ล้านบาท (-20%QoQ,-2%YoY) สาเหตุที่รายได้ปรับลดลงเป็นผลจากยอดโอนที่ดินที่ทำได้ราวๆ 640 ไร่ เทียบกับ 1Q67 ที่ทำได้ 581 ไร่ ทั้งนี้ ในยอดโอน 640 ไร่ ดังกล่าวประกอบด้วยยอดโอนจากที่ดินในไทย 310 ไร่, เวียดนาม 30 ไร่ และโครงการ IER เฟส 1 อีก 300 ไร่ ซึ่งเป็นโครงการที่ WHA ร่วมทุนกับ IRPC (WHA ถือครองสัดส่วน 60%) ส่งผลให้ยอดโอนจากโครงการ IER ไม่ถูกบันทึกเข้ามาเป็นรายได้, ขณะที่ยอดขายที่ดินทำได้ 420 ไร่ (ไทย 412 ไร่, เวียดนาม 8 ไร่) ลดลงจาก 1Q67 ที่เคยทำได้ 630 ไร่ ด้าน gross margin จากการขายที่ดินประเมินที่ 59% อยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับงวด 1Q67 เป็นผลมาจากการปรับราคาขายที่ดินเพิ่มขึ้น 5% จากปีก่อนหน้า, นอกเหนือจากการโอนและการขายที่ดินรูปแบบดั้งเดิม งวด 2Q67 เป็นไตรมาสแรกที่ โครงการ IER เฟส 1 โอนให้กับลูกค้า ได้ 300 ไร่ ซึ่งมีราคาขายราวๆ 3.5 – 4 ล้านบาท/ไร่ ด้วยความที่โครงการ IER เฟส 1 เป็นโครงการที่ WHA ร่วมทุนกับ IRPC (WHA ถือครองสัดส่วน 60%) ส่งผลให้กำไรจากการโอนที่ดิน IER ถูกบันทึกเป็นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและสามารถรับรู้กำไรได้เพียง 60% ตามสัดส่วนการถือครอง ด้านส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าประเมินที่ 175 ล้านบาท ใกล้เคียง 1Q67 โดยได้โอนกำไรจากต้นทุนค่าธรรมเนียมที่ลดลงแต่ไม่มี excessive charge ราวๆ 37 ล้านบาทเหมือน 1Q67

ยอด PRE-SALE 2Q67 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 2Q67 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

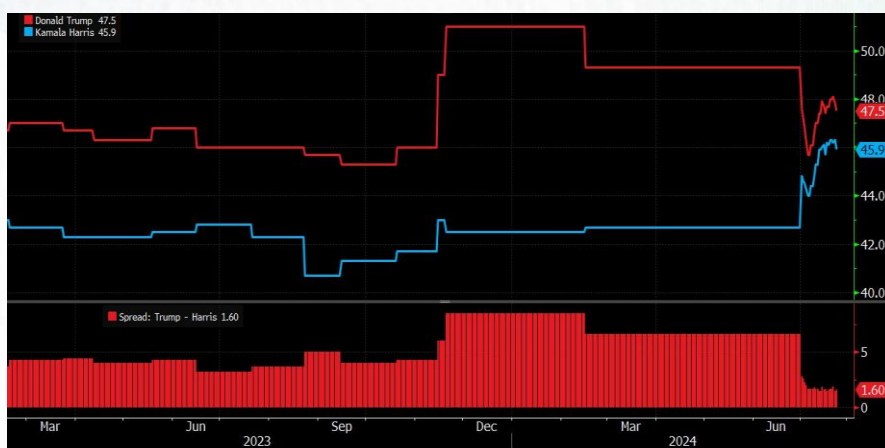
เชื่อว่าที่ดินไทยมีล้นเกินเป้า แต่เวียดนามยังท้าทาย

ยอดขายที่ดิน 1H67 ที่ทำได้ราวๆ 1,050 ไร่ ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 46 ของเป้าหมายที่ตั้งไว้ (2,275 ไร่ ประกอบด้วย ไทย : 1,650 ไร่ , เวียดนาม 625 ไร่) โอกาสสูงที่ WHA จะทำได้ถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ เนื่องจากช่วงครึ่งปีแรกมักจะทำได้ดีกว่าช่วง

EQUITY TALK

ครึ่งปีหลัง นอกจากนี้อาจจะมีที่ดินขนาดใหญ่ (big ticket) ขนาด 400 ไร่ จำนวน 2 แปลง โดยคาดว่าจะเข้ามาช่วง 3Q67 – 4Q67 ได้ 1 แปลง และเข้ามาช่วง 4Q67 – 2568 ได้อีก 1 แปลง, ด้วย demand จากต่างชาติที่เข้ามาต่อเนื่อง ส่งผลให้ช่วง 2H67 จะมีการปรับราคาขายที่ดินเพิ่มอีกราวๆ 5% จากงวด 1H67 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงมีความกังวล 2 ประเด็นหลัก 1) การโอนที่ดินเวียดนามที่ล่าช้า เนื่องจากอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาลเวียดนาม 2) ยอดขายและยอดโอนที่ดินที่มาจากโครงการ IER – เนื่องจากเป็นโครงการร่วมทุน ส่งผลให้รับรู้กำไรเข้ามาได้ 60% ตามสัดส่วนการถือครอง

2024 GENERAL ELECTION: TRUMP VS. HARRIS



ที่มา: RCP & WSL ELECTION

คงคำแนะนำเป็น Neutral

ด้วยปัจจัยต่างๆ ที่หนุนธุรกิจนิคมฯ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องสภาวะเศรษฐกิจจีนที่ซบเซา ธุรกิจจีนหันมาลงทุนนอกประเทศ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งปี 2567 เป็นปีที่มีการเลือกตั้ง ปธน. สหรัฐฯ หาก Donald Trump สามารถชนะการเลือกตั้ง ดำรงตำแหน่ง ปธน. สมัยที่ 2 ได้อีกครั้ง จะส่งผลให้เกิดภาวะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน (trade war) เหมือนที่เคยดำรงตำแหน่ง ปธน. สมัยที่ 1 หนุนให้เกิดการย้ายฐานการผลิตจากจีนเข้าสู่ภูมิภาคอาเซียนต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงให้น้ำหนักกับปัจจัยที่เกิดขึ้นในระยะสั้น ได้แก่ ยอดขายและยอดโอนที่ดินที่มาจากโครงการ IER ที่รับรู้กำไรได้เพียง 60% และการจัดตั้งกอง REIT ที่ไม่เป็นไปตามแผน

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสม โดยอิง Historical PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 6.30 บาท แม้ upside เปิดกว้าง 25% แต่ยังคงให้คำแนะนำเป็น Neutral ทั้งนี้ จะมีการปรับเป้าหมายราคาขายที่ดินขึ้นในช่วงเดือน ส.ค. - ก.ย. ฝ่ายวิจัยจะพิจารณาปรับประมาณการณ์ตามความเหมาะสม

EQUITY TALK

การดำเนินการด้าน ESG ของ WHA

ด้านสิ่งแวดล้อม : กลุ่มบริษัทนำรูปแบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมมาใช้ โดยการตรวจวัดตัวแปรหลักที่มีผลต่อสิ่งแวดล้อมอยู่เสมอ ซึ่งครอบคลุมถึงความหลากหลายทางชีวภาพ คุณภาพน้ำทิ้ง การจัดการขยะ มลพิษทางอากาศ และการอนุรักษ์ทรัพยากร

ด้านสังคม : กลุ่มบริษัทมีการพัฒนาโครงการเพื่อสังคมอย่างยั่งยืน 3 มิติ ได้แก่ การพัฒนาด้านการศึกษา การดูแลสุขภาพชุมชนและการพัฒนาองค์ความรู้เรื่องการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมให้เหมาะสมกับความต้องการและข้อกังวลของชุมชน

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

ESG Comment: ลักษณะการประกอบธุรกิจของ WHA มีความเกี่ยวข้องกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมสูง เนื่องจากการก่อสร้างและดำเนินธุรกิจในนิคมฯ อาจก่อให้เกิดมลภาวะและมีการทำงานในพื้นที่ที่เกี่ยวข้องกับชุมชน แต่จากการดำเนินงานของ WHA ที่ผ่านมา ได้จัดทำกรอบแนวทางโดยยึดหลักธรรมาภิบาล การพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ การปรับเปลี่ยนเข้าสู่ยุคดิจิทัล (digital transformation) และการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติเป็นอย่างดี ในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี WHA ได้รับการประเมิน ESG Rating ปี 2566 ที่ระดับ “AAA” ซึ่งเป็น Rating ระดับสูงสุด นับเป็นการติดรายชื่อหุ้นยั่งยืน 4 ปี ติดต่อกัน

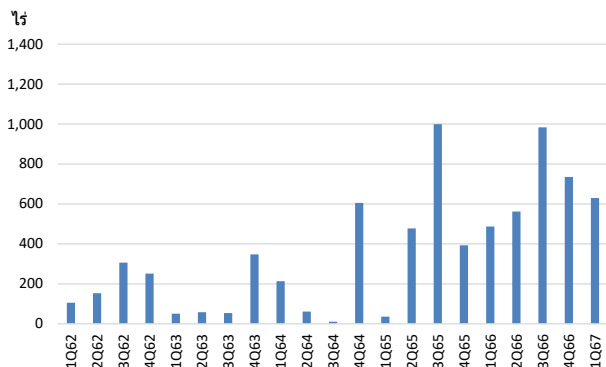
EQUITY TALK

ผลการดำเนินงานงวด 2Q67

Key Data (ล้านบาท)	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67F	% QoQ	% YoY	1H67F	1H66	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	8,375	2,057	2,671	2,116	8,031	3,280	2,628	-20%	-2%	5,908	4,728	25%
ต้นทุนขาย	4,644	1,070	1,391	1,109	4,397	1,471	1,210	-18%	-13%	2,681	2,460	9%
กำไรขั้นต้น	3,731	987	1,281	1,006	3,633	1,808	1,419	-22%	11%	3,227	2,268	42%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	866	410	437	443	815	443	430	-3%	-2%	873	846	3%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทร่วม	805	266	175	358	696	173	364	111%	108%	537	441	22%
EBIT	3,487	961	1,421	1,193	3,367	2,016	1,583	-21%	11%	3,599	2,382	51%
กำไรสุทธิ	2,842	523	866	623	2,414	1,365	959	-30%	11%	2,324	1,389	67%
Norm Profit	2,842	523	866	623	2,414	1,365	959	-30%	11%	2,324	1,389	67%
Gross Margin (%)	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%	45.2%	55.1%	54.0%			54.6%	48.0%	
SG&A/Sales	10.6%	18.8%	14.2%	18.5%	10.3%	11.8%	15.0%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	33.9%	25.4%	32.4%	29.4%	30.1%	41.6%	36.5%			39.3%	29.4%	

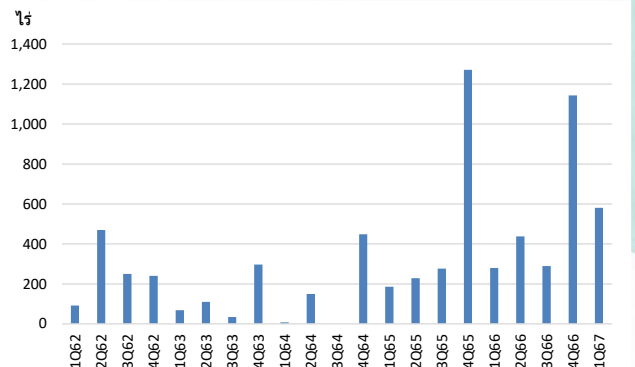
ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



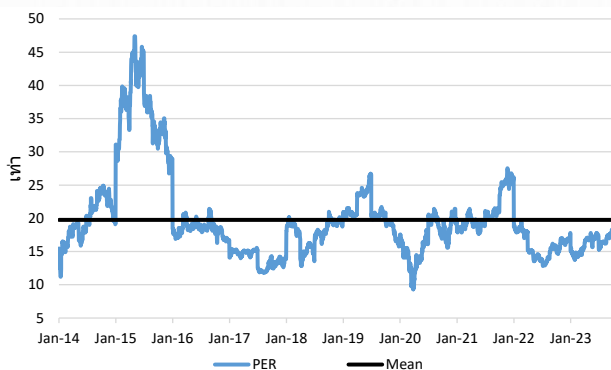
ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER นิคมฯ WHA รายไตรมาส



ที่มา: WHA

HISTORICAL PER ของ WHA



ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

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

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ WHA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้รวม	15,519	17,840	20,325	21,691
ต้นทุนขาย	7,967	8,180	9,311	9,961
กำไรขั้นต้น	7,552	9,660	11,014	11,730
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,105	2,676	3,049	3,254
ดอกเบี้ยจ่าย	1,235	1,480	1,342	1,185
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,496	995	1,027	943
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,708	6,499	7,650	8,234
ภาษีเงินได้	659	780	918	988
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(624)	(972)	(1,144)	(1,232)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	4,426	4,747	5,587	6,014
EPS	0.30	0.32	0.37	0.40
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	4,426	4,747	5,587	6,014
Norm EPS	0.30	0.32	0.37	0.40
การเติบโตของยอดขาย	3.6%	15.0%	13.9%	6.7%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.4%	7.3%	17.7%	7.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.4%	51.0%	51.3%	51.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	28.5%	26.6%	27.5%	27.7%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67
รายได้ธุรกิจหลัก	2,671	2,116	8,031	3,280
ต้นทุนขาย	1,391	1,109	4,397	1,471
กำไรขั้นต้น	1,281	1,006	3,633	1,808
ค่าใช้จ่ายในการขาย	437	443	815	443
ดอกเบี้ยจ่าย	317	310	317	342
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	175	358	696	173
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,104	884	3,050	1,674
ภาษีเงินได้	79	85	436	142
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(158)	(176)	(200)	(168)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	866	623	2,414	1,365
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	866	623	2,414	1,365
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	29.9%	-20.8%	279.6%	-59.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	47.9%	47.6%	45.2%	55.1%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	66%	-28%	288%	-43%
อัตราส่วนทางการเงิน				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.3	1.5	1.9	2.2
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	24.9	22.6	21.3	20.7
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%	5.2%	6.1%	6.4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.5%	13.6%	14.7%	14.5%

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