

EQUITY TALK

RESULT NOTE

ได้ส่วนแบ่งกำไร JV เข้ามาช่วย

กำไร 2Q67 ทำได้ 1,289 ล้านบาท (-6%QOQ,+49%YOY) เป็นผลจากยอดโอน การโอนที่ดินที่บริษัทร่วมทุนเป็นเจ้าของ (IER) จำนวน 353 ไร่ และเมื่อรวมกับยอด โอนที่ดินที่ WHA เป็นเจ้าของอีก 267 ไร่ ส่งผลให้ 2Q67 มียอดโอนที่ดินรวมกัน ทั้งสิ้น 620 ไร่ ทยอยขายที่ดินทำได้ 412 ไร่ (-35%QOQ,-27%YOY)

ยังมีปัจจัยบวกระยะยาวจากการเตรียมเซ็นสัญญาที่ดิน 2 แปลงที่จะเข้ามาในช่วง 3Q67 - 2568 แต่ฝ่ายวิจัยยังคงให้น้ำหนักกับปัจจัยระยะสั้นจากยอดขายและยอด โอนที่ดินที่มาจากโครงการ IER และการจัดตั้งกอง REIT ที่ไม่เป็นไปตามแผน ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง HISTORICAL PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ FV. 6.30 บาท มี UPSIDE 21% 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)	19.2	17.6	16.4	14.1	13.3
DPS (บาท)	0.17	0.18	0.21	0.22	0.24
Dividend Yield (%)	3.22%	3.54%	3.97%	4.25%	4.58%
BVS (บาท)	2.14	2.24	2.43	2.65	2.89
PBV (เท่า)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (เท่า)	16.7	14.7	13.0	11.0	10.0
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 Up

แนวรับ : 4.90 บาท

แนวต้าน : 5.40/5.65 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX
NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX
UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



13 สิงหาคม 2567

WHA

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	5.20
ราคาเป้าหมาย (บาท)	6.30
Upside (%)	21.15
Dividend Yield (%)	4.09

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.32	0.32	-1%
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: IAA CONSENSUS

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

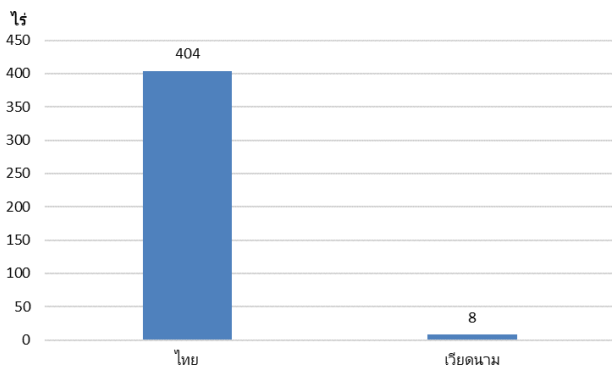
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

EQUITY TALK

รายได้ธุรกิจ organic ลด, ได้ส่วนแบ่งกำไร JV เข้ามาช่วย

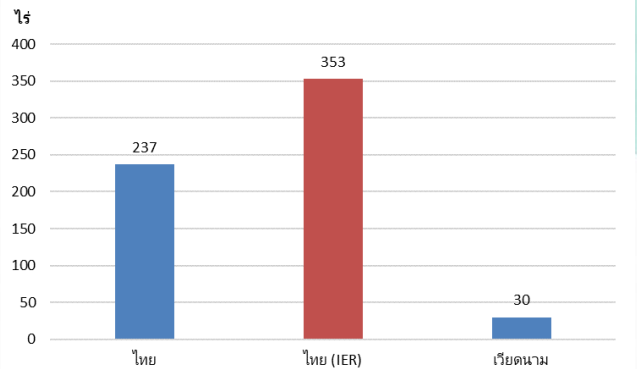
งวด 2Q67 มีกำไรสุทธิ 1,289 ล้านบาท (-6%QoQ,+49%YoY) โดยมีรายได้ อยู่ที่ 2,322 ล้านบาท (-29%QoQ,-13%YoY) เป็นผลจากยอดโอนที่ดินที่ WHA เป็นเจ้าของ 267 ไร่ เทียบกับ 1Q67 ที่มียอดโอนที่ดิน 581 ไร่ และ 2Q66 ที่มียอดโอนที่ดิน 437 ไร่ ขณะที่ยอดขายที่ดินทำได้ 412 ไร่ (-35%QoQ,-27%YoY) ด้าน gross margin จากการขายที่ดินอยู่ที่ 64.4% เป็นผลจากการปรับราคาขายที่ดินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ gross margin งวด 2Q67 อยู่ที่ 52.9% ปรับลดลงจากงวด 1Q67 ที่ 55.1% เนื่องจาก gross margin กลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภคและกลุ่มธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ที่ทำได้ 38.3% และ 49.8% ตามลำดับ ด้านส่วนแบ่งกำไรจากร่วมและการร่วมค้าทำได้ 610 ล้านบาท โดยแบ่งเป็น 2 องค์ประกอบหลัก 1) การโอนที่ดินที่บริษัทร่วมทุนเป็นเจ้าของจำนวน 353 ไร่ โดยรับส่วนแบ่งกำไรเข้ามา 347 ล้านบาท 2) ธุรกิจพลังงาน รับส่วนแบ่งกำไรเข้ามา 181 ล้านบาท ใกล้เคียง 1Q67 โดยได้อานิสงส์จากต้นทุนแก๊สธรรมชาติที่ลดลงแต่ไม่มี excessive charge ราวๆ 37 ล้านบาทเหมือน 1Q67

ยอด PRE-SALE 2Q67 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 2Q67 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

เตรียมรับที่ดินเข้ามาอีก 2 แปลง

ยอดขายที่ดิน 1H67 ที่ทำได้ราวๆ 1,042 ไร่ ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 46 ของเป้าหมายที่ตั้งไว้ (2,275 ไร่ ประกอบด้วย ไทย : 1650 ไร่ , เวียดนาม 625 ไร่) โอกาสสูงที่ WHA จะทำได้ถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ นอกจากนี้คาดว่าจะมีที่ดินขนาดใหญ่ (big ticket) ขนาด 400 ไร่ จำนวน 2 แปลง โดยคาดว่าจะเข้ามาช่วง 3Q67 – 4Q67 ได้ 1 แปลง และเข้ามาช่วง 4Q67 – 2568 ได้อีก 1 แปลง ส่งผลให้มีการปรับเป้าการขายที่ดินขึ้นในช่วงเดือน ส.ค. - ก.ย. และเป็นการคืนราคาขายที่ดินเพิ่มอีกราวๆ 5% จากงวด 1H67 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงมีความกังวลจากการโอนที่ดินเวียดนามที่ล่าช้าเนื่องจากอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านรัฐบาลเวียดนาม รวมถึงยอดขาย

EQUITY TALK

และยอดโอนที่ดินที่มาจากโครงการ IER – เนื่องจากเป็นโครงการร่วมทุน ส่งผลให้รับรู้กำไรเข้ามาได้ 60% ตามสัดส่วนการถือครอง

คงคำแนะนำเป็น Neutral

เศรษฐกิจจีนที่ซบเซา หนุนให้ธุรกิจจีนหันมาลงทุนนอกประเทศมากขึ้นซึ่งไทยและเวียดนามได้รับอานิสงส์จากเหตุการณ์ดังกล่าวประกอบด้วยปี 2567 มีการเลือกตั้ง ปธน. สหรัฐฯ หาก Donald Trump สามารถหวนคืนสู่ ปธน. สมัยที่ 2 ได้อีกครั้ง จะส่งผลให้เกิดภาวะสงครามการค้า สหรัฐฯ-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 21% แต่ยังคงให้คำแนะนำเป็น Neutral

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

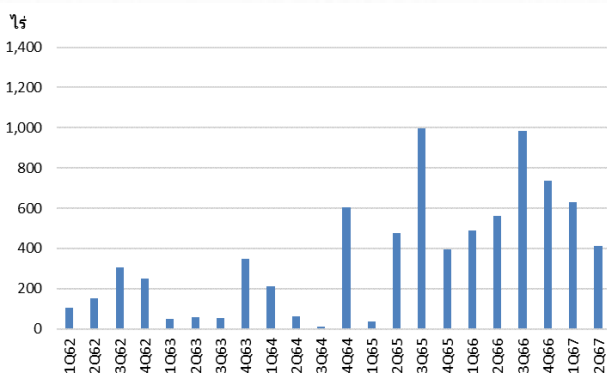
EQUITY TALK

ผลการดำเนินงานงวด 2Q67

Key Data (ล้านบาท)	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	% QoQ	% YoY	1H67	1H66	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	8,375	2,057	2,671	2,116	8,031	3,280	2,322	-29%	-13%	5,602	4,728	18%
ต้นทุนขาย	4,644	1,070	1,391	1,109	4,397	1,471	1,095	-26%	-21%	2,566	2,460	4%
กำไรขั้นต้น	3,731	987	1,281	1,006	3,633	1,808	1,228	-32%	-4%	3,036	2,268	34%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	866	410	437	443	815	443	449	1%	3%	892	846	5%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทร่วม	805	266	175	358	696	173	610	254%	248%	783	441	77%
EBIT	3,487	961	1,421	1,193	3,367	2,016	1,799	-11%	27%	3,815	2,382	60%
กำไรสุทธิ	2,842	523	866	623	2,414	1,365	1,289	-6%	49%	2,653	1,389	91%
Nom Profit	2,842	523	866	623	2,414	1,365	1,289	-6%	49%	2,653	1,389	91%
Gross Margin (%)	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%	45.2%	55.1%	52.9%			54.2%	48.0%	
SG&A/Sales	10.6%	18.8%	14.2%	18.5%	10.3%	11.8%	16.4%			13.8%	13.8%	
Nom Profit Margin (%)	33.9%	25.4%	32.4%	29.4%	30.1%	41.6%	55.5%			47.4%	29.4%	

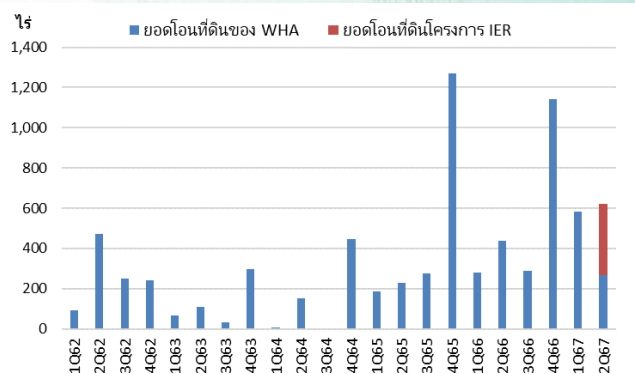
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



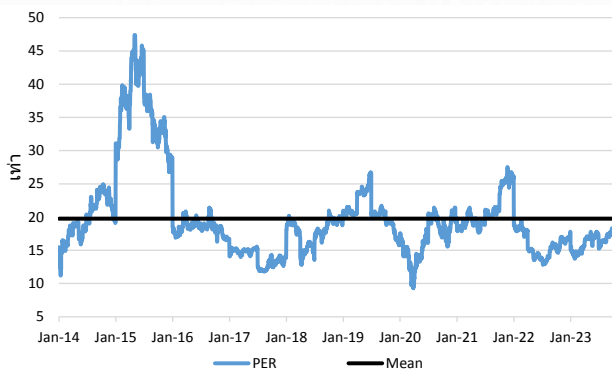
ที่มา: WHA

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 2567-2569 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	1,462	1,425
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,496	995	1,027	943
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,708	6,499	7,530	7,994
ภาษีเงินได้	659	780	904	959
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(624)	(972)	(1,126)	(1,196)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	4,426	4,747	5,500	5,839
EPS	0.30	0.32	0.37	0.39
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	4,426	4,747	5,500	5,839
Norm EPS	0.30	0.32	0.37	0.39
การเติบโตของยอดขาย	3.6%	15.0%	13.9%	6.7%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.4%	7.3%	15.9%	6.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.4%	51.0%	51.3%	51.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	28.5%	26.6%	27.1%	26.9%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67
รายได้ธุรกิจหลัก	2,116	8,031	3,280	2,322
ต้นทุนขาย	1,109	4,397	1,471	1,095
กำไรขั้นต้น	1,006	3,633	1,808	1,228
ค่าใช้จ่ายในการขาย	443	815	443	449
ดอกเบี้ยจ่าย	310	317	342	302
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	358	696	173	610
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	884	3,050	1,674	1,497
ภาษีเงินได้	85	436	142	87
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(176)	(200)	(168)	(122)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	623	2,414	1,365	1,289
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	623	2,414	1,365	1,289
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	-20.8%	279.6%	-59.2%	-29.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	47.6%	45.2%	55.1%	52.9%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-28%	288%	-43%	-6%
อัตราส่วนทางการเงิน				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.3	1.5	2.1	2.8
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	1.1	1.0
Gearing Ratio	1.1	0.9	0.8	0.7
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.0%	5.2%	5.9%	6.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.5%	13.6%	14.5%	14.1%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ WHA

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	5,708	4,747	5,500	5,839
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	709	526	481	470
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(1,543)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	237	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(113)	(382)	1,225	1,183
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4,998	4,890	7,206	7,491
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(36)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(4,346)	213	917	529
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(4,381)	(287)	417	29
เพิ่ม/ลด เงินกู้	887	(4,128)	(430)	(930)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด อร์เนอรั	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,801)	(1,899)	(2,200)	(2,336)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,914)	(6,026)	(2,630)	(3,266)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(698)	(1,423)	4,993	4,255
งบดุล (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	6,450	5,027	10,019	14,274
ลูกหนี้การค้า	686	892	1,016	1,085
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	12,159	13,812	13,735	13,490
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	70,930	71,192	70,794	70,795
สินทรัพย์รวม	90,225	90,923	95,564	99,643
เจ้าหนี้การค้า	3,637	4,103	4,675	4,989
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	10,713	7,815	6,115	4,415
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	30,407	29,176	30,446	31,216
หนี้สินรวม	52,903	49,780	49,995	49,375
ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
กำไรสะสม	14,189	17,037	20,337	23,840
ส่วนของผู้ถือหุ้น	33,487	36,336	39,635	43,139
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,835	4,807	5,934	7,130
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	90,225	90,923	95,564	99,643
สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	4,395	5,538	5,815	6,106
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	10,479	11,351	13,523	14,609
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	47.2%	55.0%	55.0%	55.0%
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