

# EQUITY TALK

## RE-INITIATE COVERAGE

### WHA - ธุรกิจนิคมฯ 4.0

ด้วยจำนวนพื้นที่ขายในนิคมฯ ที่รอการปิดดิลจำนวนมาก และพื้นที่กลุ่ม LOGISTICS ที่ทำได้เกินเป้า นอกจากนี้ยังมีปัจจัยหนุนด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นความต้องการย้ายฐานการผลิตมายังภูมิภาค ASEAN ประกอบกับพื้นที่นิคมฯ เกือบทั้งหมดของ WHA อยู่ในพื้นที่เขตโครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งได้สิทธิประโยชน์จาก BOI ทางด้านสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีและสิทธิประโยชน์ที่ไม่เกี่ยวกับภาษี ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนการเติบโตให้กับ WHA ได้ในระยะยาว

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าโดยอิง HISTORICAL PER 10 ปีย้อนหลัง ปรับเพิ่ม 0.5 S.D. สะท้อน OUTLOOK ทางธุรกิจในช่วงห้าปี อยู่ที่ 23 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี UPSIDE 15.5% ให้แนะนำ OUTPERFORM

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ (ลบ)	2,590	4,046	3,460	3,847	4,378
EPS (บาท)	0.17	0.27	0.23	0.26	0.29
PER (เท่า)	29.7	19.0	22.3	20.0	17.6
DPS (บาท)	0.10	0.17	0.16	0.17	0.18
Dividend Yield (%)	1.95%	3.25%	3.15%	3.25%	3.41%
BVS (บาท)	2.05	2.14	2.28	2.44	2.61
PBV (เท่า)	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



10 ตุลาคม 2566

# WHA

## Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	5.15
ราคาเป้าหมาย (บาท)	5.95
Upside (%)	15.5
Dividend yield (%)	3.15

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2566F	0.23	0.28	-17%
2567F	0.26	0.31	-17%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

Arabesque S-Ray	58.79
Moody's	-
MSCI	BBB
Refinitiv	72.06
S&P	75.00

ที่มา: Settrade  
CG Score ดีเลิศ  
Anti-corruption ได้รับการรับรอง

ที่มา: IAA CONSENSUS

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจมงคล, CISA, CFA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และทางเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

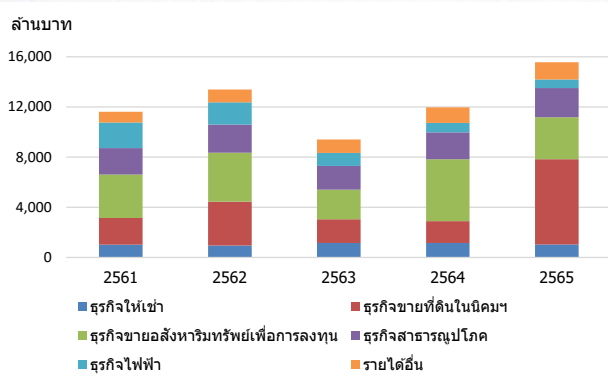
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

# EQUITY TALK

## WHA – ธุรกิจนิคมฯ 4.0

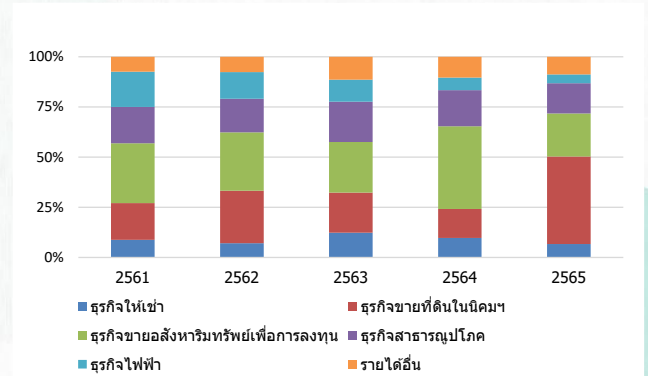
บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบของธุรกิจพัฒนาและบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์และการพัฒนานิคมอุตสาหกรรม มีธุรกิจหลัก 4 กลุ่ม ประกอบด้วย 1) ธุรกิจพัฒนาและบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ 2) ธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรม 3) ธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภค 4) ธุรกิจพลังงาน โดยมีโครงสร้างรายได้ดังต่อไปนี้

โครงสร้างรายได้ของ WHA



ที่มา: WHA

สัดส่วนโครงสร้างรายได้ของ WHA



ที่มา: WHA

ธุรกิจหลักที่ WHA ดำเนินการ แบ่งเป็น 4 กลุ่มธุรกิจ ประกอบไปด้วย

1) ธุรกิจพัฒนาและบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ (Logistics) - สามารถแบ่งประเภทผลิตภัณฑ์และบริการได้ดังนี้

1.1 ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อรายได้ค่าเช่าและบริการ ประกอบด้วยโครงการ Built-to-suit เป็นโครงการที่พัฒนาขึ้นตามความต้องการของลูกค้า ส่วนมากเป็นโครงการอาคารขนาดใหญ่ (พื้นที่ขนาด 10,000 - 100,000 ตร.ม.) โดยสัญญาเช่าของโครงการ Built-to-suit ส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าระยะยาว มีอายุเฉลี่ย 5 - 15 ปี, โครงการ Warehouse Farm เป็นโครงการที่มีส่วนผสมของโครงการประเภท Built-to-suit และโครงการสร้างแบบสำเร็จรูป (Ready-Built) โดยอาคารประเภท Built-to-suit ใน Warehouse Farm มีขนาดพื้นที่เฉลี่ย 20,000 - 100,000 ตร.ม. ขณะที่อาคารประเภท Ready-Built มีขนาดพื้นที่เฉลี่ยต่อหลัง 3,000 - 10,000 ตร.ม. โดยสัญญาเช่าโครงการแบบ Built-to-Suit เป็นสัญญาเช่าระยะยาว 5-10 ปีขึ้นไป ขณะที่สัญญาเช่าของโครงการแบบ Ready-Built เป็นสัญญาเช่าระยะสั้นที่มีอายุสัญญาเฉลี่ย 3 ปี

# EQUITY TALK

นอกจากนี้ยังมีโครงการ Logistics Park ซึ่งเป็นโครงการคลังสินค้าสำเร็จรูป (Ready-Built) คุณภาพสูง ขนาดพื้นที่เฉลี่ยต่อหลัง 2,400 – 25,000 ตร.ม. โดยโครงการ Logistics Park ตั้งอยู่ในพื้นที่สำคัญ เช่น บริเวณท่าเรือและเขตเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก

## BUILT-TO-SUIT



ที่มา: WHA

## WAREHOUSE FARM



ที่มา: WHA

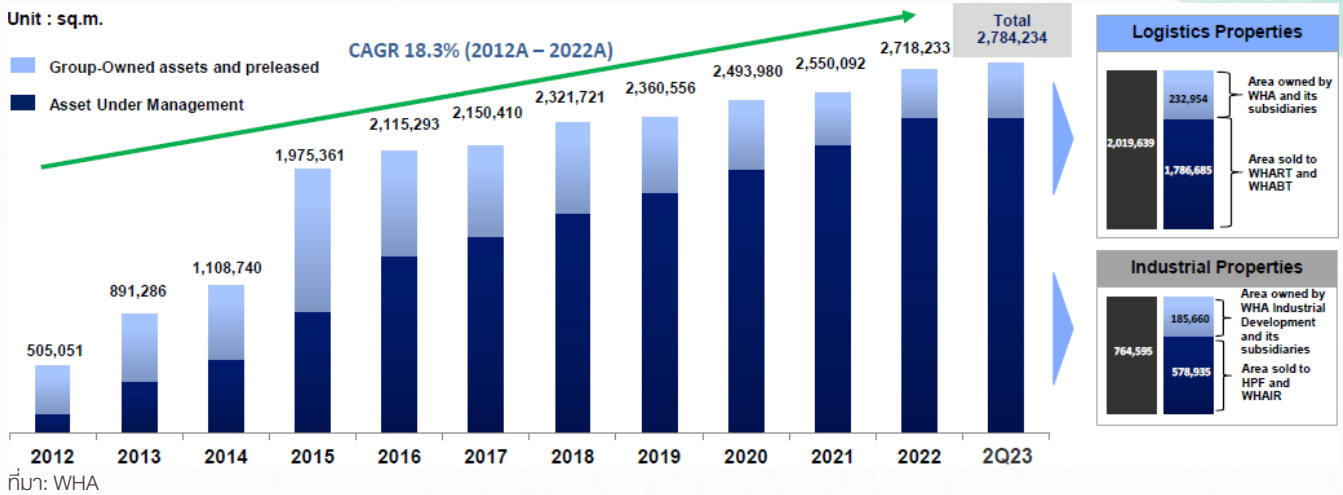
## READY BUILT



ที่มา: WHA

ณ 1H66 WHA มีพื้นที่รวมทั้งสิ้น 2,784,234 ตร.ม. ประกอบด้วยพื้นที่ที่ WHA เป็นเจ้าของ 418,614 ตร.ม. ซึ่งได้มีการปล่อยเช่าไปแล้ว 195,833 ตร.ม. ส่วนที่เหลืออีก 2,588,401 ตร.ม. เป็นพื้นที่ที่ WHA ขายให้กับกอง REIT ซึ่งประกอบด้วย กอง WHART และ WHAIR

## พื้นที่จำแนกตามกลุ่ม LOGISTICS และ INDUSTRIAL PROPERTIES





# EQUITY TALK

## 2) ธุรกิจพัฒนาที่ดินนิคมอุตสาหกรรม

WHA มีพื้นที่นิคมอุตสาหกรรมใน 2 ประเทศ ประกอบด้วย 1) ประเทศไทย อยู่ที่ จังหวัดชลบุรี ระยอง และสระบุรี 2) ประเทศเวียดนาม อยู่ที่จังหวัดเหงะอาน (Nghe An) โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

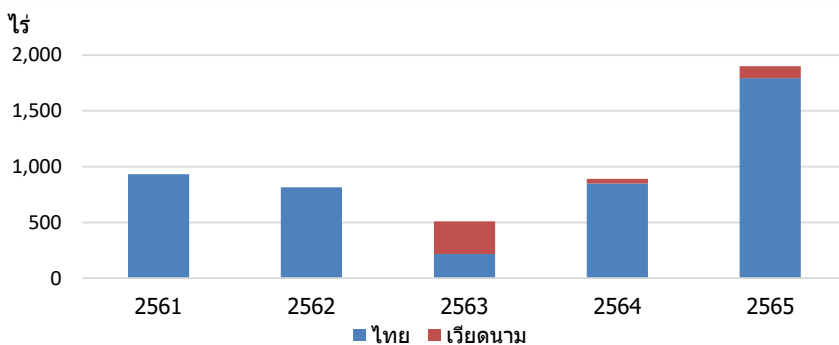
### พื้นที่แต่ละโครงการต่างๆ

นิคมอุตสาหกรรมและเขตประกอบการอุตสาหกรรม	ที่ตั้ง	ที่ตั้ง	ขนาดโครงการ (ไร่)
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ชลบุรี 1	WHA CIE 1	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	3,482
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ชลบุรี 2	WHA CIE 2	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	632
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ตะวันออก (มาตาพุด)	WHA EIE	อ.มาตาพุด จ.ระยอง	3,747
นิคมฯ อีสเทิร์น ซีบอร์ด ระยอง	ESIE	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	9,688
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 1	WHA ESIE 1	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	8,003
เขตประกอบการอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ สระบุรี	WHA SIL	อ.หนองแค จ.สระบุรี	3,619
เขตประกอบการอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ ระยอง	WHA RIL	อ.บ้านค่าย จ.ระยอง	3,439
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 2	WHA ESIE 2	อ.ศรีราชา และ อ.บ้านบึง	3,650
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 4	WHA ESIE 4	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	2,443
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 3	WHA ESIE 3	อ.หนองใหญ่ จ.ชลบุรี	2,198
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ระยอง 36	WHA RAYONG 36	อ. นิคมพัฒนา จ.ระยอง	1,281
เขตอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ เหงะอาน เฟส 1			900
เขตอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ เหงะอาน เฟส 2			2,200

ณ 31 ธ.ค. 2565 WHA มี ที่ดินรอการพัฒนาและที่ดินพร้อมขายในประเทศไทยจำนวน 7,800 ไร่  
ที่มา: WHA

ถึงแม้รายได้ที่เกิดขึ้นจากกลุ่มธุรกิจนี้มีสัดส่วนที่ค่อนข้างมีนัยสำคัญโดยคิดเป็น สัดส่วน 14% - 44% ของรายได้รวมในปี 2561 - 2565 หากพิจารณาจาก ยอดขายที่ดินในนิคมฯ พบว่ารายได้ส่วนนี้มีคามผันผวนสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ปี 2563 ที่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้การเดินทางระหว่าง ประเทศขัดข้อง เป็นเหตุให้ยอดขายที่ดินปี 2563 ลดลงอย่างมาก

### ยอดขายที่ดิน (LAND SALE) ในระหว่างปีของ WHA



ที่มา: WHA

# EQUITY TALK

3) ธุรกิจสาธารณูปโภค สามารถแบ่งลักษณะผลิตภัณฑ์ได้เป็น

1) การจัดหาและจัดจำหน่ายน้ำดิบ (Raw Water) – กลุ่มลูกค้าหลักที่ใช้บริการและจำหน่ายน้ำดิบ ได้แก่ กลุ่มปิโตรเคมี กลุ่มอุตสาหกรรมเหล็ก กลุ่มอุตสาหกรรม โรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ (IPP) โรงไฟฟ้าเอกชนรายเล็ก (SPP) เป็นต้น

2) การผลิตและจำหน่ายน้ำเพื่ออุตสาหกรรม (Industrial Water) - เป็นน้ำเพื่ออุตสาหกรรมแก่ผู้ประกอบการโรงงานโดยเฉพาะ สามารถแบ่งย่อยได้เป็น 4 ประเภท - น้ำเพื่อกระบวนการผลิต (Process Water), น้ำเพื่อกระบวนการผลิตปราศจากคลอรีน (Clarified Water), น้ำเพื่ออุตสาหกรรมคุณภาพสูง (Premium Clarified Water), น้ำเพื่ออุตสาหกรรมปราศจากแร่ธาตุ (Demineralized Water)

3) การบริหารจัดการน้ำเสีย (Wastewater Treatment) - เป็นการบำบัดน้ำเสีย ส่วนกลางของนิคมฯ ที่โรงงานอุตสาหกรรมปล่อยน้ำเสียมารวมกัน จากนั้นจึงปล่อยน้ำที่บำบัดแล้วสู่แหล่งน้ำธรรมชาติ หรือนำไปใช้ใหม่ในกระบวนการผลิตต่อไป

4) การพัฒนาแหล่งน้ำดิบ (Vertical integration to the raw water resources development)

## กำลังการผลิตน้ำของพื้นที่แต่ละโครงการต่างๆ

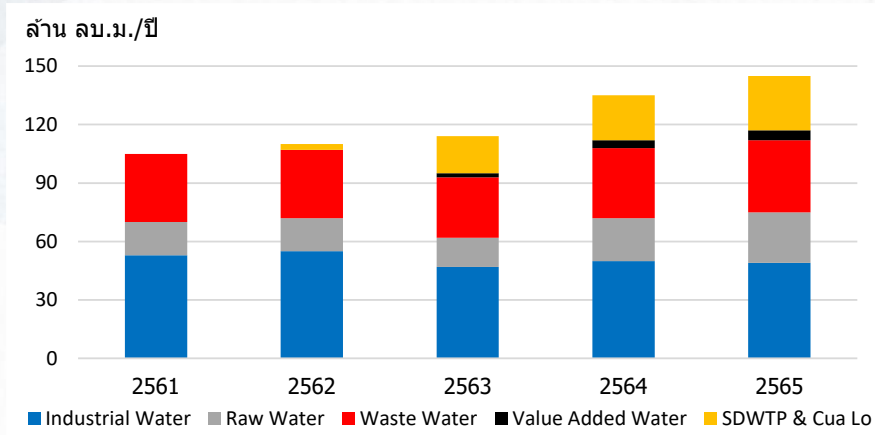
นิคมอุตสาหกรรมและเขตประกอบการอุตสาหกรรม	ที่ตั้ง	กำลังการผลิตน้ำเพื่ออุตสาหกรรม (ลบ.ม./วัน)	ความสามารถในการบำบัดน้ำเสีย (ลบ.ม./วัน)
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ชลบุรี 1 (WHA CIE 1)	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	18,000	8,400
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ชลบุรี 2 (WHA CIE 2)	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	6,000	1,600
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ตะวันออก (มาบตาพุด) – (WHA EIE)	อ.มาบตาพุด จ.ระยอง	159,400	60,000
นิคมฯ อีสเทิร์น ซีบอร์ด ระยอง (ESIE)	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	53,200	-
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 1 (WHA ESIE 1)	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	57,800	18,200
เขตประกอบการอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ สระบุรี (WHA SIL)	อ.หนองแค จ.สระบุรี	30,576	14,976
เขตประกอบการอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ ระยอง (WHA RIL)	อ.บ้านค่าย จ.ระยอง	14,400	12,480
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 2 (WHA ESIE 2)	อ.ศรีราชา และ อ.บ้านบึง	12,000	3,200
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 4 (WHA ESIE 4)	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	3,600	1,500
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์น ซีบอร์ด 3 (WHA ESIE 3)	อ.หนองใหญ่ จ.ชลบุรี	3,600	1,500
นิคมฯ ดับบลิวเอชเอ ระยอง 36 (WHA RAYONG 36)	อ. นิคมพัฒนา จ.ระยอง	2,500	3,000
เขตอุตสาหกรรม ดับบลิวเอชเอ เหวงอาน เฟส 1	เหวงอาน เวียดนาม	12,000	3,200
เขตนวัตกรรมระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EECI)	อ.วังจันทร์ จ.ระยอง	-	600
นิคมอุตสาหกรรมเอเชีย (มาบตาพุด)	อ.บ้านฉาง จ.ระยอง	2,500	

ที่มา: WHAUP

# EQUITY TALK

นอกจากนี้ กลุ่ม WHAUP ย้ายธุรกิจไปยังประเทศเวียดนามโดยเข้าร่วมลงทุนในกิจการน้ำประปาในประเทศเวียดนาม 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท เกอ๋อ หล่อ วอเตอร์ ซัพพลาย (Cua Lo Water Supply) และ บริษัท ดวง ริเวอร์ เซอร์ฟิส วอเตอร์แพลนท์ (SDWTP) โดยมีสัดส่วนการถือหุ้น ร้อยละ 47 และ ร้อยละ 34 ตามลำดับ

## ปริมาณขายน้ำแยกประเภท



ที่มา: WHAUP

#### 4) ธุรกิจพลังงาน

WHA ดำเนินธุรกิจพลังงานผ่านบริษัทย่อย WHAUP (WHA ถือหุ้น 69.41%) ซึ่งดำเนินธุรกิจพลังงาน (Power) ทั้งในแบบที่ดำเนินการเองในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และในรูปแบบการเข้าร่วมลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าทั้งในประเทศและต่างประเทศร่วมกับพันธมิตรที่มีชื่อเสียงและมีความชำนาญในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ทั้งที่เป็นการผลิตไฟฟ้าโดยใช้พลังงานสิ้นเปลือง (Conventional Fuel) และพลังงานทดแทน (Renewable Energy) โดยมีโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการผลิตไฟฟ้าเชิงพาณิชย์แล้วจำนวนประมาณ 80 โครงการ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งรวม (Installed MW) 2,674 เมกะวัตต์ หรือคิดเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม (Equity MW) 683 เมกะวัตต์ แบ่งเป็นโรงไฟฟ้าหลัก (Conventional Power Plant) จำนวน 547 เมกะวัตต์, โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Rooftop) 94 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้าขยะ (Waste to energy) อีก 3 เมกะวัตต์ รวมถึงการลงทุนในธุรกิจจัดจำหน่ายและค้าปลีกก๊าซธรรมชาติ (Natural Gas Distribution)



# EQUITY TALK

## ตารางสรุปโครงการโรงไฟฟ้า

โครงการโรงไฟฟ้า	สถานที่ตั้ง	ประเภทโรงไฟฟ้า	ประเภทผู้ผลิต	สัดส่วนการลงทุน	กำลังการผลิตติดตั้ง	กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น	COD
<b>1) ข้อมูลของโครงการโรงไฟฟ้าที่กลุ่มบริษัทร่วมลงทุนที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว</b>							
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับกลุ่มจีพีเอสซี</b>							
เท็คโค-วัน	นิคมฯ มาบตาพุด	พลังงานความร้อน ใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง	IPP	35.00%	ไฟฟ้า 660 MW	231 MW	ส.ค. 2555
โกลว์ โอพีพี	WHA CIE 1	พลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	IPP	5.00%	ไฟฟ้า 713 MW	36 MW	ม.ค. 2546
ห้วยเหาะ-พาวเวอร์	สปป. ลาว	พลังงานน้ำ	IPP	12.75%	ไฟฟ้า 152 MW	19 MW	ก.ย. 2542
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับกลุ่มกัลฟ์</b>							
กัลฟ์ เจพี เอ็นแอลแอล	WHA RIL	พลังงานความร้อนร่วมโคเจนเนอเรชันที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	SPP	25.01%	ไฟฟ้า 123 MW ไอน้ำ 8 TPH น้ำเย็น 4,600 RT	31 MW 2 TPH 1,150 RT	พ.ค. 2556
กัลฟ์ โซลาร์ เคเคเอส	WHA LP1	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	25.01%	ไฟฟ้า 0.25 MW	0.06 MW	ร.ค. 2557
กัลฟ์ โซลาร์ บีวี	WHA CIE	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	25.01%	ไฟฟ้า 0.13 MW	0.03 MW	มี.ย. 2557
กัลฟ์ โซลาร์ ทีเอส 1	WHA ESIE 1	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	25.01%	ไฟฟ้า 0.13 MW	0.03 MW	ส.ค. 2557
กัลฟ์ โซลาร์ ทีเอส 2	ESIE	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	25.01%	ไฟฟ้า 0.09 MW	0.02 MW	ม.ค. 2558
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับกลุ่มกุก</b>							
WHA GUNKUL GREEN SOLAR ROOF 1,3,6	WHA MEGA LOGISTICS CENTER บางนา-ตราด กม. 18	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	74.99%	ไฟฟ้า 2.30 MW	1.72 MW	เม.ย. 2557
WHA GUNKUL GREEN SOLAR ROOF 17	WHA MEGA LOGISTICS CENTER วังน้อย 61 อยุธยา	พลังงานแสงอาทิตย์	VSPP	74.99%	ไฟฟ้า 1.00 MW	0.73 MW	ก.ค. 2557
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับกลุ่ม บี.กริม เพาเวอร์</b>							
บี.กริม เพาเวอร์ (ดับบลิวเอชเอ) 1	WHA CIE 1	พลังงานความร้อนร่วมโคเจนเนอเรชันที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	SPP	25.01%	ไฟฟ้า 130 MW ไอน้ำ 30 TPH	33 MW 8 TPH	พ.ย. 2559
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับบริษัท กัลฟ์ เอ็มพี จำกัด</b>							
กัลฟ์ วิกพี, กัลฟ์ ทีเอส 1, 2	ESIE	พลังงานความร้อนร่วมโคเจนเนอเรชันที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	SPP	25.01%	ไอน้ำ 405 MW ไอน้ำ 80 MW	102 MW 21 MW	ปี 2560
กัลฟ์ ทีเอส 3, 4	WHA ESIE 1	พลังงานความร้อนร่วมโคเจนเนอเรชันที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	SPP	25.01%	ไอน้ำ 260 MW ไอน้ำ 50 MW	64 MW 12 MW	พ.ย. 2560, ม.ค. 2561
กัลฟ์ เอ็นแอลแอล 2	WHA RIL	พลังงานความร้อนร่วมโคเจนเนอเรชันที่ใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง	SPP	25.01%	ไอน้ำ 127 MW ไอน้ำ 10 MW	ไอน้ำ 32 MW ไอน้ำ 3 MW	ม.ค. 2562
<b>โครงการโรงไฟฟ้าร่วมกับกลุ่มจีพีเอสซีและวีไอเอส</b>							
ชลบุรี คลีนเอ็นเนอร์ยี	WHA CIE	พลังงานขยะ	VSPP	33.33%	ไฟฟ้า 8.6 MW	2.9 MW	พ.ย. 2562
<b>2) ข้อมูลโครงการโรงไฟฟ้าที่กลุ่มบริษัทดำเนินการเองและชำระแล้ว</b>							
โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์	-	พลังงานแสงอาทิตย์	PRIVATE PPA	100%	ไฟฟ้า 94 MW	94 MW	พ.ค. 2561 - ร.ค. 2565
<b>รวม 1) และ 2)</b>					<b>ไฟฟ้า 2,677 MW</b>	<b>644 MW</b>	
<b>โครงการโรงไฟฟ้าที่กลุ่มบริษัทร่วมลงทุนและดำเนินการเองที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์แล้ว</b>					<b>ไอน้ำ 148 TPH</b>	<b>38 TPH</b>	
					<b>น้ำเย็น 4,600 RT</b>	<b>1,150 RT</b>	

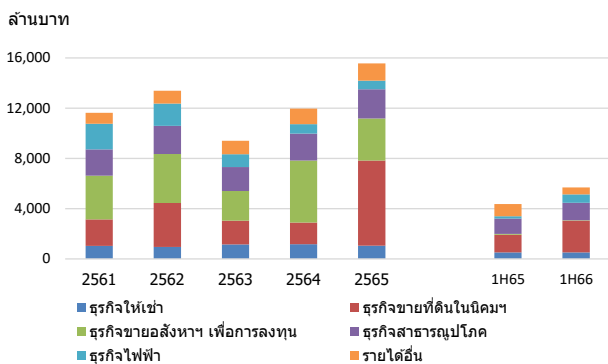
ที่มา: WHAUP

# EQUITY TALK

## ปี 2563 – 64 สะดุดบ้าง แต่ปี 2565 กลับมาต่อ

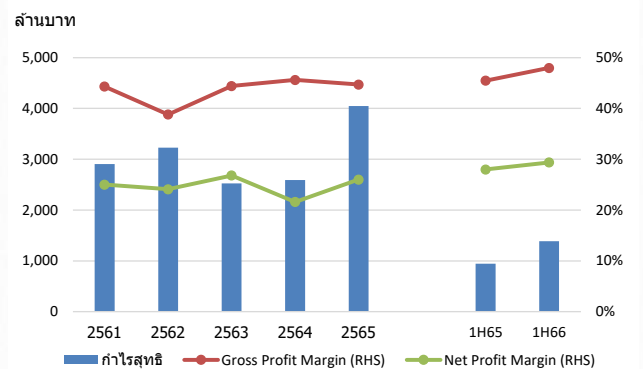
ผลประกอบการปี 2563 ลดลงจากสภาวะการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่ทำให้การเดินทางระหว่างประเทศชะงักงัน เป็นเหตุให้นักลงทุนไม่สามารถเข้ามาเยี่ยมชมพื้นที่นิคมฯ ได้ ส่งผลให้รายได้และกำไรสุทธิปี 2563 อยู่ที่ 9,407 ล้านบาท (-29.7% YoY) และ 2,524 ล้านบาท (-21.8% YoY) ตามลำดับ ในขณะที่ปี 2564 รายได้ฟื้นตัวจากการที่ WHA ขายสินทรัพย์ประเภท Built-to-Suit warehouse และ General warehouse เข้ากอง WHART มูลค่า 4,934.5 ล้านบาท ซึ่ง WHA เป็นเจ้าของ 100% (Own Asset 100%) อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิในปี 2564 ปรับเพิ่มจากปี 2563 ไม่มากนัก เนื่องจากปี 2564 WHA มีการรับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมในธุรกิจสาธารณูปโภค (SDWTP) 204.1 ล้านบาท และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนในธุรกิจไฟฟ้าจำนวน 434.9 ล้านบาท อย่างไรก็ตามผลประกอบการปี 2565 ดีขึ้นอย่างชัดเจน โดยรายได้และกำไรสุทธิปี 2565 อยู่ที่ 15,568 ล้านบาท (+30.1% YoY) และ 4,046 ล้านบาท (+56.2% YoY) ตามลำดับ สาเหตุหลักมาจากการขายที่ดินในนิคมฯ ที่ทำได้ถึง 1,899 ไร่ (+113% YoY) เนื่องจากช่วง 3Q65 WHA ได้ปิดดีลกับ BYD เป็นจำนวนมากถึง 600 ไร่ ในช่วง 1H66 ผลประกอบการยังเดินหน้าเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยมีกำไรสุทธิ 1,389 ล้านบาท (+47% YoY) สาเหตุหลักมาจากยอดขายที่ดิน 1H66 ทำได้ 1,049 ไร่ เทียบกับ 1H65 ที่ทำได้ 513 ไร่

### โครงสร้างรายได้ของ WHA



ที่มา: WHA

### อัตรากำไรของ WHA



ที่มา: WHA

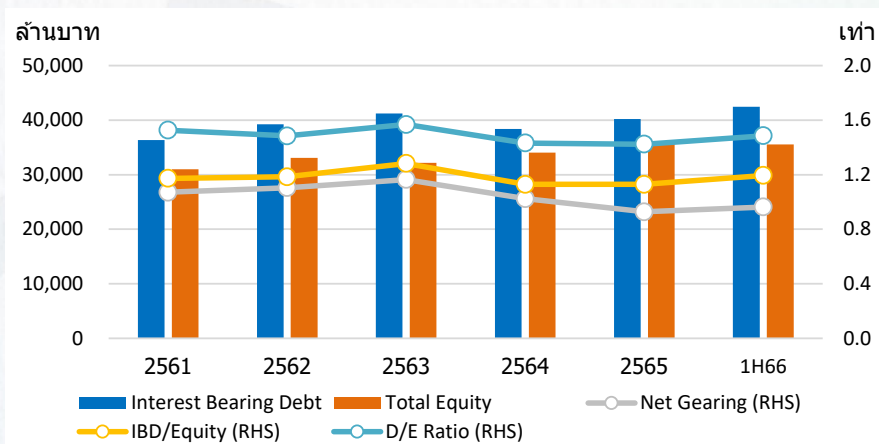
## โครงสร้างทางการเงินแข็งแกร่ง

ในปี 2565 บริษัทมีอัตราส่วน Net Gearing ที่ 0.9 เท่า อย่างไรก็ตาม ในช่วง 1H66 มีการออกหุ้นกู้ระยะยาว 5 พันล้านบาท ส่งผลให้ Net Gearing งวด 1H66 ปรับเพิ่มเล็กน้อย อยู่ที่ 1.0 เท่า



# EQUITY TALK

## โครงสร้างทางการเงิน



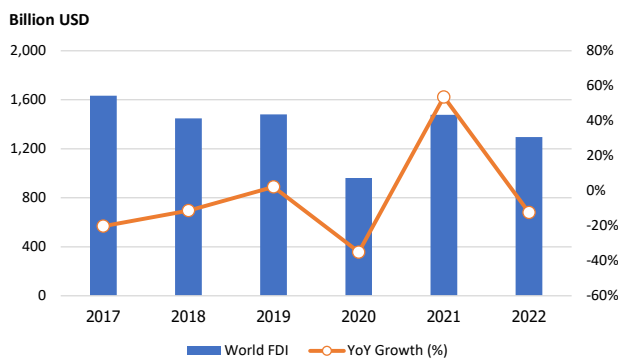
ที่มา: WHA

## FDI ทั่วโลกหด แต่ยังหลังไหลเข้าภูมิภาค ASEAN

ท่ามกลางเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นมากมายในช่วง 3 - 5 ปีที่ผ่านมา ไม่ว่าจะเป็น สงครามการค้า ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างสหรัฐฯ และจีน รวมถึง สงครามรัฐเซีย-ยูเครนที่ยังคงยืดเยื้อ ได้สร้างผลกระทบในวงกว้าง ส่งผลให้เกิด ความไม่แน่นอนต่อการดำเนินธุรกิจ จึงเกิดความต้องการที่จะโยกย้ายฐานการผลิตบางส่วนไปยังภูมิภาคอื่นๆ เพื่อกระจายความเสี่ยง

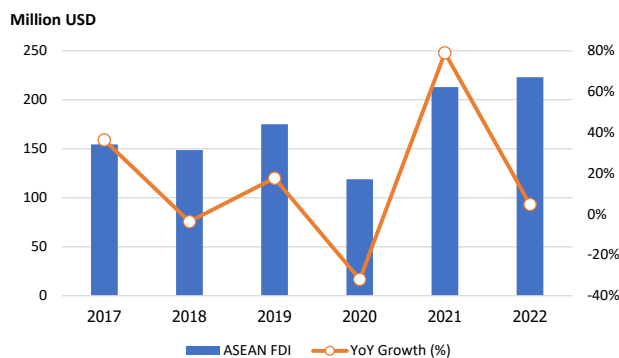
จากข้อมูลการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ของ UNCTAD ปี 2022 พบว่า ตัวเลข FDI ปี 2022 ทั่วโลกคิดเป็นมูลค่า 1.3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ลดลง 12% YoY แสดงถึงผลกระทบจากสภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) ทั่วโลก อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาภูมิภาคอาเซียนพบว่า เป็นหนึ่งในไม่กี่ภูมิภาคที่ยัง ได้รับความสนใจ เมื่อพิจารณาจากตัวเลข FDI พบว่ามีเงินทุนไหลเข้าภูมิภาค อาเซียนกว่า 223 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ เติบโต 5% YoY คิดเป็น 17% ของเม็ดเงิน FDI ทั้งหมด สอดคล้องกับอัตราการเติบโตที่ลดลงของ FDI ทั่วโลก

### ยอดการลงทุนโดยตรง (FDI) ทั่วโลก



ที่มา: UNCTAD

### ยอดการลงทุนโดยตรง (FDI) ของภูมิภาค ASEAN



ที่มา: UNCTAD

# EQUITY TALK

ประเทศไทยถือเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้โอนิสงส์จากการย้ายฐานการผลิต โดยช่วง 3Q65 WHA เซ็นสัญญาซื้อขายที่ดินกับ BYD ผู้ผลิตรถ EV สัญชาติจีน จำนวนทั้งสิ้น 600 ไร่ ซึ่งคิดดังกล่าวถือเป็นดินที่ใหญ่ที่สุดในรอบกว่า 20 ปีของทาง WHA นอกจากนี้ เดือน ม.ค. ที่ผ่านมา SONY ตัดสินใจเลือกไทยเป็นตลาดยุทธศาสตร์สำคัญในการย้ายฐานการผลิตกล้องดิจิทัลเพื่อส่งออกต่างประเทศ (ยกเว้นจีน) มาที่ไทยแบบเบ็ดเสร็จ หลังความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับจีนทวีความรุนแรงมากขึ้น เช่นเดียวกับ Panasonic โดย ช่วง ก.ค. ที่ผ่านมา บริษัท ฟานาโซนิค อินดัสเตรียล ดีไวซ์ ซิงค์ ประเทศญี่ปุ่นและประเทศจีน ซึ่งเป็นผู้ผลิตชิ้นส่วน Electronic Measuring Instrument และอุปกรณ์อัตโนมัติ เช่น Programmable Logic Controller (PLC) ซึ่งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ใช้เทคโนโลยีที่ซับซ้อนและทักษะแรงงานสูง ได้ย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทย ทำให้มีการใช้วัตถุดิบและจ้างแรงงานในประเทศไทยจำนวนมาก

พื้นที่นิคมฯ ของ WHA เกือบทั้งหมดอยู่ในเขตโครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งเป็นพื้นที่ที่เพียบพร้อมทางด้านโครงสร้างพื้นฐาน ไม่ว่าจะเป็น ถนนมอเตอร์เวย์ สนามบินอู่ตะเภา รวมถึงมีท่าเรือแหลมฉบัง นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมนิคมฯ ยังเป็นหนึ่งในธุรกิจที่ได้รับสิทธิประโยชน์จาก BOI (คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน) ด้วย ไม่ว่าจะเป็นสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษี ได้แก่ ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสูงสุด 13 ปี (ขึ้นกับประเภทกิจการและเงื่อนไข) ลดหย่อนภาษีเงินได้ 50% อีก 5 ปี (เฉพาะเขตส่งเสริมการลงทุน), ยกเว้นอากรขาเข้าเครื่องจักร และสิทธิประโยชน์ที่ไม่เกี่ยวกับภาษี ได้แก่ การอนุญาตต่างชาติถือหุ้น 100%, การอนุญาตให้ช่างฝีมือ/ผู้ชำนาญการเข้ามาทำงาน เป็นต้น โดยในช่วง 1H66 ที่ผ่านมา คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน เปิดเผยยอดขอรับส่งเสริมการลงทุน โดยในเขตพื้นที่ภาคตะวันออก EEC มีจำนวนทั้งสิ้น 128 โครงการ (+28%YoY) คิดเป็นมูลค่าเงินลงทุน 101,103 ล้านบาท (+84%YoY) โดย จ. ชลบุรี มีโครงการลงทุนสูงที่สุด จำนวน 70 โครงการ เงินลงทุน 81,232 ล้านบาท รองลงมาคือ จ.ระยอง มี 41 โครงการ เงินลงทุน 18,653 ล้านบาท และ จ.ฉะเชิงเทราอยู่ที่ 17 โครงการ เงินลงทุน 1,218 ล้านบาท ด้วยปัจจัยหนุนที่เข้ามาข้างต้น ฝ่ายวิจัยประเมินว่ายอดการโอนที่ดินจะเติบโตทั้งไทยและเวียดนาม เนื่องจากพื้นที่นิคมฯ ของ WHA อยู่ในเขต EEC เกือบทั้งหมด ประกอบกับมีกระแสปัจจัยบวกจากการเคลื่อนย้ายฐานการผลิตเข้ามายังภูมิภาค ASEAN ทำให้มีนักลงทุนชาวต่างชาติติดต่อเข้ามาเยี่ยมชม (site visit) เพื่อลงทุนสร้างโรงงานเป็นจำนวนมาก ด้วย demand ดังกล่าว ส่งผลให้ WHA จำเป็นต้องเร่งพัฒนานิคมฯ เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าที่เพิ่มขึ้น

# EQUITY TALK

นอกเหนือจากรายได้จากการโอนที่ดินแล้ว ธุรกิจ logistics ถือเป็นอีกหนึ่งธุรกิจที่มาแรงเช่นกัน โดย 1H66 ที่ผ่านมา WHA ลงนามสัญญาเช่าโครงการ BTS (Built-to-Suit) และโรงงาน/คลังสินค้าสำเร็จรูปเพิ่มเติมรวม 74,929 ตร.ม. และมีสัญญาเช่าระยะสั้น (short-term contract) ที่ให้ผลตอบแทนสูง รวม 120,904 ตร.ม. ซึ่งเกินเป้าหมายในปีที่บริษัทตั้งไว้ที่ 100,000 ตร.ม. ด้วย demand การเช่าพื้นที่คลังสินค้าคุณภาพสูงที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้มี occupancy rate สูงถึง 90% ขณะที่ช่วง 2H66 ธุรกิจ logistics มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องจาก 1H66 เนื่องจากมีลูกค้ารายใหม่ ทั้งแบบระยะสั้นและระยะยาวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

## ขาย Asset เข้ากอง REIT ไตรมาส 4 ทุกปี

WHA มีนโยบายในการขายสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์ เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการในอนาคต โดย WHA มีนโยบายในการเลือกทรัพย์สินที่จะขายให้แก่กองทรัสต์ ทั้งนี้ทรัพย์สินจะต้องเป็นโครงการที่พัฒนาแล้วเสร็จ มีคุณสมบัติครบถ้วน ไม่ขัดต่อนโยบายการลงทุนของกองทุนรวม นอกจากนี้ การขายทรัพย์สินให้แก่กองทรัสต์ จำเป็นต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นลงทุน โดย WHA ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้นลงทุนของกองทรัสต์ จะไม่สามารถออกเสียงได้

ในช่วงไตรมาส 4 ของทุกปี WHA จะมีการขาย Asset เข้ากอง REIT ประกอบด้วย

- 1) WHART (WHA ถือหุ้น 99.997%) - ลงทุนในคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงานประเภท Built to suit/Warehouse Farm
- 2) WHAIR (WHA ถือหุ้น 15%) - ลงทุนใน Ready Built Factory (อาคารโรงงาน) และ Ready Built Warehouse (คลังสินค้า)

ในแต่ละปี WHA ขายพื้นที่ประมาณ 150,000 – 200,000 ตร.ม./ปี เข้า 2 กองดังกล่าว โดยจะรับรัฐรายได้ 5 – 6 พันล้านบาท และมี gross margin 30 – 40%

### ขนาดพื้นที่และมูลค่าการขายสินทรัพย์ในอดีต

	2561	2562	2563	2564	2565
<b>WHART</b>					
Area (sq.m.)	156,534	155,000	128,789	184,329	159,963
Value (m.THB)	4,465	4,880	3,234	4,922	4,051
<b>WHAIR</b>					
Area (sq.m.)	71,047	-	48,127	-	48,186
Value (m.THB)	2,067	-	1,338	-	1,346

ที่มา: WHA



# EQUITY TALK

ณ 31 ธ.ค. 2565 WHART มีพื้นที่เข้าร่วมทั้งสิ้น 2.23 ล้าน ตร.ม. แบ่งเป็น

- 1) อาคารคลังสินค้า 1.74 ล้าน ตร.ม.
- 2) พื้นที่หลังคา 0.45 ล้าน ตร.ม.
- 3) ลานจอดรถ 0.3 ล้าน ตร.ม.

WHAIR มีพื้นที่เข้าร่วมทั้งสิ้น 428,818 ตร.ม. แบ่งเป็น

- 1) อาคารโรงงาน 286,502 ตร.ม.
- 2) อาคารคลังสินค้า 142,316 ตร.ม.

ในปี 2566 WHA ยังคงมีแผนขาย Asset เข้ากอง REIT เช่นกัน ล่าสุดผู้ถือหุ้นหน่วยกองทรัสต์ WHART ได้มีมติอนุมัติให้ทำการลงทุน Asset เพิ่มเติมเรียบร้อยแล้ว โดย WHA ตั้งเป้าหมายจำหน่ายทรัพย์สินประเภทคลังสินค้าพื้นที่เข้าร่วมทั้งสิ้นประมาณ 142,583 ตารางเมตร เป็นมูลค่า 3,567 ล้านบาท และคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ภายใน 4Q66

## คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2566 – 2568 โตเฉลี่ยปีละ 12.5%

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิของ WHA ในช่วงปี 2566 - 2568 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 12.5% จาก 3,460 ล้านบาทในปี 2566 เป็น 4,378 ล้านบาทในปี 2568 บนสมมติฐานดังต่อไปนี้

### 1) สมมติฐานรายได้

#### 1.1 รายได้จากธุรกิจนิคมฯ

ฝ่ายวิจัยประเมินว่ายอด Presale ที่ดินปี 2566 – 2568 จะมีจำนวนมาก เนื่องจากการย้ายฐานการผลิตของบริษัทต่างชาติ โดยผู้บริหารออกมาเปิดเผยว่าช่วง 2H66 อยู่ระหว่างการปิดตลาดมากมาย เช่น บริษัทลูกของ Foxconn ผู้ผลิตอิเล็กทรอนิกส์สัญชาติไต้หวันซื้อที่ดินในนิคมฯ ในเวียดนามไป 300 ไร่, การเจรจา กับ EV รายใหญ่ที่สนใจซื้อที่ดินกว่า 200 ไร่, ตีลใหญ่ซื้อที่ดิน 600 ไร่ ที่จะปิดตลาดได้ในสิ้นปีนี้หรือต้นปีหน้า ด้วยเหตุดังกล่าว ผู้บริหารจึงปรับเป้าหมาย Presale ปี 2566 จากเดิม 1,000 ไร่ เป็น 2,750 ไร่ โดยฝ่ายวิจัยประเมินว่าพอมีโอกาสที่จะบรรลุเป้าหมายดังกล่าวได้ เนื่องจาก 1H66 ทำได้แล้ว 1,049 ไร่ และธุรกิจนิคมฯ มีช่วง peak ในช่วงครึ่งหลังของปี ด้วยเหตุดังกล่าว ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดสมมติฐานยอด Presale ปี 2566 ไว้ที่ 2,750 ไร่ นอกจากนี้ ด้วย sentiment จากการย้ายฐานการผลิตที่หลังไหลเข้าภูมิภาคอาเซียนอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับทาง WHA มีพื้นที่นิคมฯ รวม 45,000 ไร่ โดยเป็นที่ดินรอการพัฒนาและที่ดินพร้อมขายใน

# EQUITY TALK

ประเทศไทยจำนวน 7,800 ไร่ นอกจากนี้ยังมี นิคมฯ ในไทยที่อยู่ระหว่างพัฒนาใหม่อีก 1 แห่ง ประกอบกับส่วนขยายนิคมฯ อีก 3 แห่ง พื้นที่รวม 5,700 ไร่ และในเวียดนามกำลังเร่งพัฒนานิคมฯ เห่ง-อาณ เฟส 2 พื้นที่รวม 2,215 ไร่ และยังมี นิคมฯ ใหม่อีก 2 แห่ง ที่เมืองกันหิวและดานัง ที่อยู่ระหว่างการขอใบอนุญาตลงทุน ฝ่ายวิจัยจึงที่กำหนดสมมติฐาน Presale ปี 2567 – 2568 ไว้ที่ 2,750 ไร่ และเมื่อพิจารณาจาก backlog ณ สิ้นปี 2565 ที่มีจำนวน 468 ไร่ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานรายได้ปี 2566 – 68 มาจากการรับรู้รายได้ 50% ของ backlog ปีก่อนหน้า และ 30% ของยอด pre-sale ในปีปัจจุบัน ที่ราคา 4 ล้านบาท/ไร่

## สมมติฐาน PRE-SALE ปี 2566 - 2568

(หน่วย : ล้านบาท)	2564	2565	2566F	2567F	2568F
backlog ต้นงวด	1,432	2,192	1,872	8,636	12,018
มูลค่า presale รวม	3,564	7,620	11,000	11,000	11,000
รายได้จากการขายที่ดิน	1,730	6,787	4,236	7,618	9,309
backlog สิ้นงวด	2,192	1,872	8,636	12,018	13,709
ราคาขายที่ดิน (ล้านบาท/ไร่)	4	4	4	4	4

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 1.2 รายได้จากธุรกิจ logistics

เมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาพบว่ารายได้ส่วนนี้มีค่อนข้างมีความคงที่ อย่างไรก็ตามในช่วง 1 – 2 ปีที่ผ่านมา WHA มีการพัฒนาพื้นที่ค่อนข้างมาก ได้แก่ โครงการ Mega Project เทพารักษ์ เฟส 2 จำนวน 400 ไร่ , office solutions, อาคารพาณิชย์ที่ถนนสุขุมวิท 25 ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนให้ WHA มีจำนวนพื้นที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในอนาคต ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้จำนวนพื้นที่เติบโตขึ้น 10%YoY ในช่วงปี 2566 - 2568 ด้วยราคาเช่าเฉลี่ยต่อไตรมาสที่ 385 บาท/ตร.ม. นอกจากนี้มีการขาย Asset เข้ากอง REIT ในช่วงไตรมาส 4 ของทุกปี โดยจำนวน ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท ฝ่ายวิจัยจึงประมาณการ Asset Monetization โดยใช้ค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 3,320 ล้านบาทต่อปี

## สมมติฐานรายได้กลุ่ม LOGISTICS ปี 2566 - 2568

	2563	2564	2565	2566F	2567F	2568F
พื้นที่รวม (sq.m.)	763,531	735,528	691,942	761,136	837,250	920,975
รายได้ (ล้านบาท)	1,157	1,161	1,044	1,172	1,289	1,418
ราคาเฉลี่ยต่อไตรมาส (บาท/ตร.ม.)	379	395	377	385	385	385
Asset Monetization (ล้านบาท)	2,048	4,935	3,263	3,320	3,320	3,320

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 1.3 รายได้จากสาธารณูปโภคและพลังงาน

กลุ่มธุรกิจนี้มีความผันผวนต่ำเช่นเดียวกับธุรกิจ logistics โดยเมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีต พบว่าราคาขายน้ำเฉลี่ยค่อนข้างมีความคงที่ และปริมาณขายน้ำ

# EQUITY TALK

เติบโต 10% ต่อปี ขณะที่รายได้จากรธุรกิจพลังงานในปี 2565 ลดลง 32%YoY สาเหตุเกิดจากหลายปัจจัย ไม่ว่าจะเป็น 1) ปัญหาด้าน technic ของโรงไฟฟ้า GHECO-One 2) การห้ามการส่งออกถ่านหินจากอินโดนีเซีย 3) ราคาแก๊สที่ปรับเพิ่มขึ้นมาอย่างมีนัยสำคัญในช่วงต้นปี 2565 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบดังกล่าวได้หมดไป และส่งผลให้ผลประกอบการ 1H66 กลับมาเติบโตอีกครั้ง โดย 1H66 มีรายได้อยู่ที่ 682 ล้านบาท (+78%HoH) ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ รายได้จากสาธารณูปโภคมีปริมาณขายน้ำเติบโต 10% ต่อปี ในช่วงประมาณการ ที่ราคา 19 บาท/ลบ.ม. และกำหนดให้รายได้จากรธุรกิจไฟฟ้ามีอัตราการเติบโต 50%YoY ในปี 2566 และ มีอัตราการเติบโต 10%YoY ในปี 2567 – 2568

## สมมติฐานรายได้กลุ่มสาธารณูปโภคและพลังงาน ปี 2566 - 2568

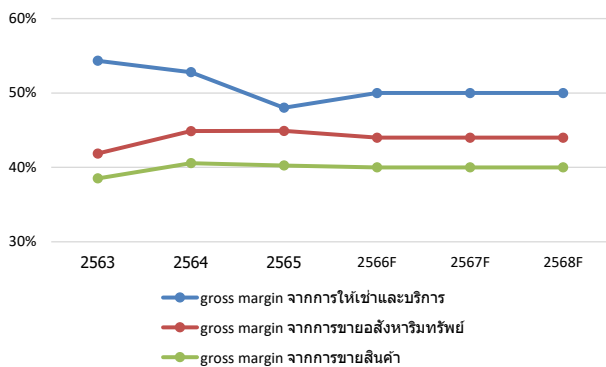
	2563	2564	2565	2566F	2567F	2568F
ปริมาณน้ำ (ล้าน ลบ.ม.)	97	112	118	130	143	157
รายได้ธุรกิจน้ำ (ล้านบาท)	1,890	2,147	2,339	2,472	2,720	2,992
ราคา (บาท/ลบ.ม.)	19	19	20	19	19	19
รายได้ธุรกิจพลังงาน (ล้านบาท)	957	1,197	804	1,206	1,327	1,459

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## 2) สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin)

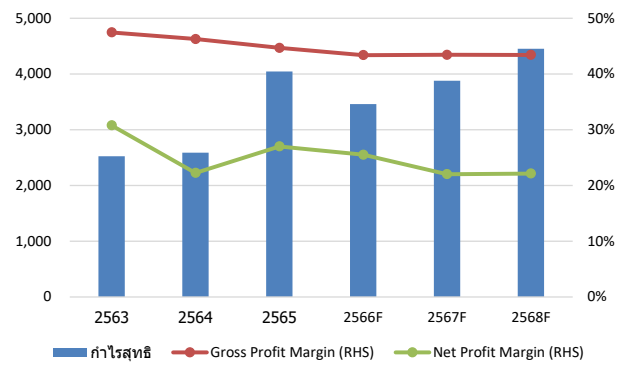
โดยปกติแล้ว อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างคงที่ แม้ว่าในบางช่วงเวลาอาจผันผวนบ้าง เช่น ปี 2565 gross margin จากการให้เช่าและบริการลดลงจาก 53% เหลือ 48% เนื่องจากปี 2564 มีการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT เป็นจำนวนมากถึง 4,935 ล้านบาท แต่ในธุรกิจอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็น การขายอสังหาริมทรัพย์, การขายสินค้า มี gross margin ค่อนข้างคงที่ ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดให้ gross margin จากการให้เช่าและบริการที่ 50%, gross margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่ 44% และ gross margin จากการขายสินค้าที่ 40%

### สมมติฐาน GROSS MARGIN ปี 2566 - 2568



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### คาดการณ์กำไรปี 2566 - 68 โตเฉลี่ยปีละ 13.5%



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



# EQUITY TALK

ภายใต้สมมุติฐานข้างต้น ฝ่ายวิจัยประเมินว่ากำไรสุทธิของ WHA ในช่วงปี 2566 - 2568 จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 12.5% จาก 3,460 ล้านบาทในปี 2566 เป็น 4,378 ล้านบาท หนุนจากการขายที่ดินนิคมฯ ที่จะทำได้จำนวนมากในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า, การพัฒนาพื้นที่ logistics รองรับลูกค้าเพิ่มเติม ประกอบกับการทำ Asset Monetization ในทุกๆ ปี

## ประเมิน Fair Value ปี 2567 ที่ 5.95 บาท ... Outperform

ด้วยจำนวนพื้นที่นิคมฯ ที่รอการปิดตลาดจำนวนมากมาย และพื้นที่กลุ่ม logistics ที่ทำได้เกินเป้า ประกอบกับปัจจัยหนุน ไม่ว่าจะเป็นต้องการย้ายฐานการผลิตมายังภูมิภาค ASEAN เพื่อกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่เกิดจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างสหรัฐฯ - จีน สะท้อนจาก FDI ที่ยังหลั่งไหลเข้ามายังภูมิภาค ASEAN นอกจากนี้ พื้นที่นิคมฯ เกือบทั้งหมดของ WHA อยู่ในพื้นที่เขตโครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งได้สิทธิประโยชน์จาก BOI ทางด้านสิทธิประโยชน์ทางด้านภาษีสิทธิประโยชน์ที่ไม่เกี่ยวกับภาษี ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนการเติบโตให้กับ WHA ได้ในระยะยาว

หากเปรียบเทียบผลประกอบการกับคู่แข่ง WHA มีผลประกอบการอยู่ในระดับที่ดี โดยมีอัตราการเติบโตของ EPS ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา สูงถึงร้อยละ 33.5% เหนือกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันที่ 16.8% มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิ อยู่ที่ 14.6% และ 29.8% เหนือกว่าค่าเฉลี่ยที่ทำได้ 12.7% และ 27.2% ตามลำดับ

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2567 โดยอิง Historical PER 10 ปีย้อนหลัง พร้อมปรับเพิ่ม 0.5 S.D. สะท้อน outlook ทางธุรกิจในช่วงข้างหน้า อยู่ที่ 23 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี upside 15.5% ให้คำแนะนำเป็น Outperform

### เปรียบเทียบตัวเลขสำคัญทางการเงินกับบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน

Bloomberg Ticker	Company Name	Country	Price	PE Ratio	TTM EPS Growth (%)	ROE(%)	PBV	TTM Profit Margin (%)
Average	Average		-	28.9	16.8	12.7	2.6	27.2
<b>WHA TB Equity</b>	<b>WHA Corp PCL</b>	<b>THAILAND</b>	<b>5.2</b>	<b>17.3</b>	<b>33.5</b>	<b>14.6</b>	<b>2.4</b>	<b>29.8</b>
AMATA TB Equity	Amata Corp PCL	THAILAND	25.0	14.8	-10.1	10.0	1.4	28.6
FPT TB Equity	Frasers Property Thailand PCL	THAILAND	15.0	19.8	-1.3	4.9	1.0	11.9
SPI TB Equity	Saha Pathana Inter-Holding PCL	THAILAND	65.3	10.9	0.9	7.7	0.8	90.5
NSE IN Equity	NESCO Ltd	INDIA	682.9	16.6	53.6	15.9	2.4	53.2
KECI IN Equity	KEC International Ltd	INDIA	676.0	98.7	-47.0	4.8	4.6	1.0
6620 JP Equity	Miyakoshi Holdings Inc	JAPAN	1079.0	84.2	-23.1	2.1	1.8	40.1
3150 JP Equity	gremz Inc	JAPAN	2185.0	14.7	86.2	35.8	4.6	10.6
MMLP IJ Equity	Mega Manunggal Property Tbk PT	INDONESIA	364.0	25.0	-47.3	2.4	0.6	30.0
NIRL IN Equity	Nirion Ltd	INDIA	413.8	23.6	42.4	35.9	9.3	27.8
AEV PM Equity	Aboitiz Equity Ventures Inc	PHILIPPINES	49.6	11.9	-5.3	9.2	1.1	7.1
8802 JP Equity	Mitsubishi Estate Co Ltd	JAPAN	1948.5	20.7	-31.4	5.8	1.1	9.0
601567 CH Equity	Ningbo Sanxing Medical Electri	CHINA	18.1	17.4	167.1	15.6	2.6	14.3

ที่มา: BLOOMBERG

TTM หมายถึง TRAILING TWELVE MONTHS

# 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

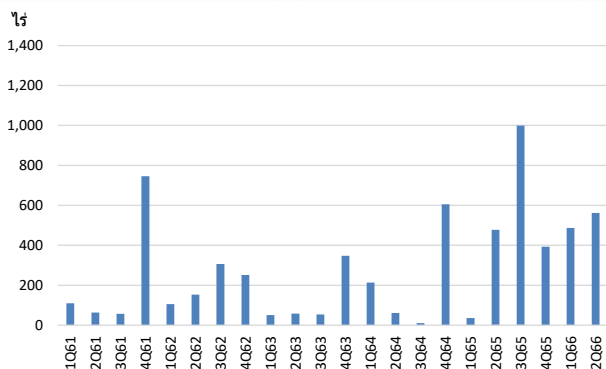
# EQUITY TALK

## ผลการดำเนินงานงวด 2Q66

Key Data (ล้านบาท)	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	% QoQ	% YoY	1H66	1H65	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	6,769	1,575	1,803	1,976	8,375	2,057	2,671	30%	48%	4,728	3,378	40%
ต้นทุนขาย	3,703	800	1,043	1,106	4,644	1,070	1,391	30%	33%	2,460	1,842	34%
กำไรขั้นต้น	3,065	775	760	870	3,731	987	1,281	30%	68%	2,268	1,536	48%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	605	349	371	395	866	410	437	7%	18%	846	720	18%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	225	31	(11)	(240)	805	266	175	-34%	NA	441	20	2098%
EBIT	2,931	1,033	773	700	3,487	961	1,421	48%	84%	2,382	1,806	32%
กำไรสุทธิ	2,035	656	290	259	2,842	523	866	66%	199%	1,389	946	47%
Norm Profit	2,035	656	290	259	2,842	523	866	66%	199%	1,389	946	47%
Gross Margin (%)	45.3%	49.2%	42.2%	44.0%	44.5%	48.0%	47.9%			48.0%	45.5%	
SG&A/Sales	8.6%	16.2%	16.9%	16.2%	10.6%	18.8%	14.2%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	30.1%	41.7%	16.1%	13.1%	33.9%	25.4%	32.4%			29.4%	28.0%	

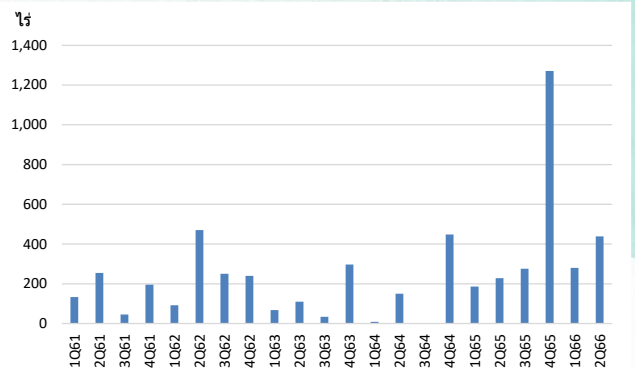
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



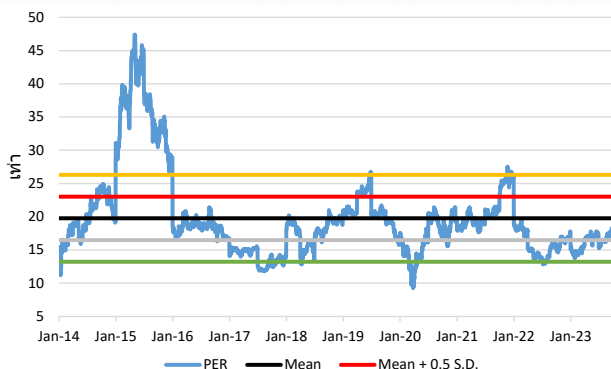
ที่มา: WHA

### 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

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)	2565	2566F	2567F	2568F
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
รายได้รวม	14,982	13,561	17,609	20,123
ต้นทุนขาย	7,592	7,025	9,306	10,707
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>7,390</b>	<b>6,536</b>	<b>8,302</b>	<b>9,416</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,982	2,034	2,641	3,019
ดอกเบี้ยจ่าย	1,126	1,213	1,146	1,099
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	585	1,625	995	1,027
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,867	4,914	5,510	6,325
ภาษีเงินได้	546	590	661	759
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(276)	(865)	(970)	(1,113)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>4,046</b>	<b>3,460</b>	<b>3,879</b>	<b>4,453</b>
EPS	0.27	0.23	0.26	0.30
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>4,046</b>	<b>3,460</b>	<b>3,879</b>	<b>4,453</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>
การเติบโตของยอดขาย	28.7%	-9.5%	29.9%	14.3%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	62.5%	-14.5%	12.1%	14.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44.7%	43.4%	43.4%	43.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	27.0%	25.5%	22.0%	22.1%
<b>งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)</b>				
	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66
รายได้ธุรกิจหลัก	1,976	8,375	2,057	2,671
ต้นทุนขาย	1,106	4,644	1,070	1,391
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>870</b>	<b>3,731</b>	<b>987</b>	<b>1,281</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	395	866	410	437
ดอกเบี้ยจ่าย	289	275	291	317
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	(240)	805	266	175
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	411	3,212	671	1,104
ภาษีเงินได้	109	271	59	79
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(43)	(99)	(89)	(158)
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>259</b>	<b>2,842</b>	<b>523</b>	<b>866</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>259</b>	<b>2,842</b>	<b>523</b>	<b>866</b>
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	9.6%	323.8%	-75.4%	29.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44.0%	44.5%	48.0%	47.9%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-11%	999%	-82%	66%
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.2	1.7	2.2	2.7
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	30.1	21.9	22.6	21.3
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.6	4.6	4.9	4.6
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.4	1.3	1.2	1.1
Gearing Ratio	1.1	1.0	0.9	0.8
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.8%	3.9%	4.3%	4.8%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.9%	10.5%	11.0%	11.8%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ WHA

<b>งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)</b>				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
กำไรสุทธิ	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ	4,867	3,460	3,879	4,453
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	634	570	526	481
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(2,046)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	229	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	738	(408)	1,175	1,215
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,422</b>	<b>3,621</b>	<b>5,579</b>	<b>6,149</b>
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(33)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(558)	1,202	761	914
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(591)</b>	<b>702</b>	<b>261</b>	<b>414</b>
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,605	251	(2,249)	(1,551)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด วรรรันท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,424)	(1,384)	(1,552)	(1,781)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(818)</b>	<b>(1,133)</b>	<b>(3,800)</b>	<b>(3,333)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>3,575</b>	<b>3,190</b>	<b>2,040</b>	<b>3,230</b>
<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	7,148	10,338	12,378	15,608
ลูกหนี้การค้า	559	678	880	1,006
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	11,423	12,593	12,800	12,727
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	67,172	66,400	66,114	65,719
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>86,302</b>	<b>90,010</b>	<b>92,172</b>	<b>95,061</b>
เจ้าหนี้การค้า	2,752	3,119	4,050	4,628
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	13,113	10,216	7,318	5,618
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	27,078	30,227	30,876	31,024
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>50,690</b>	<b>51,457</b>	<b>50,323</b>	<b>49,426</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
กำไรสะสม	12,263	14,338	16,666	19,338
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>32,050</b>	<b>34,125</b>	<b>36,453</b>	<b>39,125</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,562	4,427	5,397	6,510
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>86,302</b>	<b>90,010</b>	<b>92,172</b>	<b>95,061</b>
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)</b>				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	2,031	1,172	1,289	1,418
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	9,733	7,556	10,938	12,629
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	44.9%	44.0%	44.0%	44.0%
SG&A / Sales	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
Effective Tax Rate	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส