

# EQUITY TALK

## RESULT NOTE

### กำไร 3Q66 ต่ำกว่าคาด จากยอดโอนที่ดิน

งวด 3Q66 มีกำไรสุทธิ 623 ล้านบาท (-28%QOQ, +141%YOY) ต่ำกว่าคาด สาเหตุเกิดจากงวด 3Q66 มียอดโอนที่ดินเพียง 289 ไร่ ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัย คาดการณ์ไว้ที่ 400 ไร่ อย่างไรก็ตามธุรกิจกลุ่มอื่นๆ ยังทำได้ดี ไม่ว่าจะเป็น กลุ่ม LOGISTICS, กลุ่มสาธารณูปโภค รวมไปถึงส่วนแบ่งกำไรในบริษัทร่วมธุรกิจไฟฟ้า ฝ่ายวิจัยเชื่อมั่นว่าผลประกอบการงวด 4Q66 จะดีขึ้นเนื่องจาก 3Q66 มียอด PRESALE มากถึง 990 ไร่ โดยคาดว่าโอนได้ในช่วง 4Q66 เป็นจำนวนมาก ประกอบกับจะมีการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT ช่วง ธ.ค. มูลค่า 3,567 ล้านบาท ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2567 โดยอิง HISTORICAL PER 10 ปีย้อนหลัง ปรับเพิ่ม 0.5 S.D. สะท้อน OUTLOOK ทางธุรกิจในช่วงข้างหน้า อยู่ที่ 23 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี UPSIDE 15.5% ให้คำแนะนำ 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



แนวโน้มราคา : Uptrend  
 แนวรับ : 4.80 บาท  
 แนวต้าน : 5.55 บาท

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชน- SET INDEX  
**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX  
**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

🕒 10 พฤศจิกายน 2566

# WHA

## Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	5.15
ราคาเป้าหมาย (บาท)	5.95
Upside (%)	15.53
Dividend yield (%)	3.15

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2566F	0.23	0.29	-20%
2567F	0.26	0.33	-22%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

ESG Book	58.78
Moody's	-
MSCI	BBB
Refinitiv	71.92
S&P	75.00

ที่มา: Settrade  
 CG Score ดีเลิศ  
 Anti-corruption ได้รับการรับรอง

ที่มา: IAA CONSENSUS

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

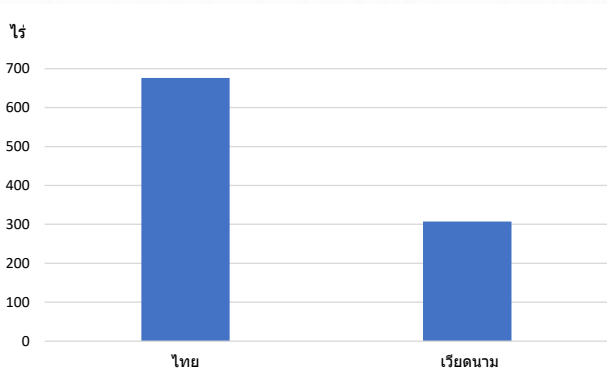
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

# EQUITY TALK

## กำไร 3Q66 ต่ำกว่าคาด จากยอดโอนที่ดิน (Land Transfer)

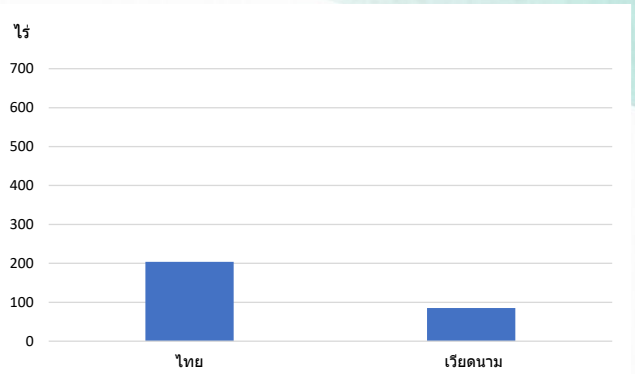
งวด 3Q66 มีกำไรสุทธิ 623 ล้านบาท (-28%QoQ, +141%YoY) ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ เนื่องจากยอดโอนที่ดินทำได้เพียง 289 ไร่ (ไทย 204 ไร่ & เวียดนาม 85 ไร่) ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้ที่ 400 ไร่ (ไทย 311 ไร่ & เวียดนาม 89 ไร่) อย่างไรก็ตาม ธุรกิจกลุ่มอื่นๆ ยังคงทำได้ดี เช่น ธุรกิจ logistics มีรายได้ 286 ล้านบาท (+8.5%YoY) เติบโตตามพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้น, ธุรกิจสาธารณูปโภคมีรายได้ที่ 713 ล้านบาท (+7.9%YoY) เติบโตตามปริมาณและราคาขายน้ำที่เพิ่มขึ้น ด้านส่วนแบ่งกำไรในบริษัทร่วมธุรกิจไฟฟ้าทำได้ 349 ล้านบาท (turnaround YoY) แม้จะมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 57 ล้านบาท แต่กำไรจากการดำเนินงานของบริษัทร่วมในธุรกิจไฟฟ้างวด 3Q66 อยู่ที่ 406 ล้านบาท เป็นผลจากโรงไฟฟ้า Gecho-1 ไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงเหมือน 3Q65 และกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ได้รับผลบวกจากต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่ลดลง อย่างไรก็ตาม หากเทียบผลประกอบการงวด 3Q66 กับ 3Q65 นับว่าดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากช่วง 3Q65 มีการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า Gecho-1 และมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนมากถึง 310 ล้านบาท

ยอด PRE-SALE 3Q66 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 3Q66 แยกตามภูมิภาค



ที่มา: WHA

## ยังมอง Outlook 4Q66 สดใส

ถึงแม้ช่วง 3Q66 มียอดโอนที่ดินเพียง 289 ไร่ แต่ฝ่ายวิจัยเชื่อมั่นว่ากำไร 4Q66 จะกลับมาดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากในยอด Pre-sale 990 ไร่ ประกอบไปด้วย 250 ไร่ซึ่งเป็นยอด Pre-sale ของดวงฮาน (Changan) โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าจจะโอนได้อย่างรวดเร็วภายใน 4Q66 นอกจากนี้ยังมี LOI ที่ยังรอเปลี่ยนเป็นยอด Pre-sale อีก 991 ไร่ (ไทย 561 ไร่ & เวียดนาม 430 ไร่) รวมไปถึงยอดขายที่รอการโอนกรรมสิทธิ์ (backlog) ให้กับลูกค้า 1,493 ไร่ (ไทย 1,252 ไร่ & เวียดนาม 241 ไร่)

# EQUITY TALK

นอกจากนี้ ช่วงกลาง ส.ค. จะมีการขาย Built-to-Suit Warehouse/General Warehouse ขนาด 142,586 ตร.ม. เข้ากอง WHART มูลค่า 3,567 ล้านบาท

## ให้คำแนะนำเป็น outperform

ด้วยจำนวนพื้นที่ที่คึกคัก ที่รอการโอนมากมายในช่วง 4Q66 ประกอบกับกระแสการย้ายฐานการผลิตที่หลั่งไหลเข้ามาอย่างต่อเนื่อง ส่งผล WHA ให้มีโอกาสปิดดีลจำนวนมากในปี 2567 โดยมีลูกค้าหลากหลายกลุ่มที่มีความสนใจที่จะย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็น กลุ่มรถยนต์ไฟฟ้า EV และกลุ่ม Data Center นอกจากนี้ WHA ยังมีแผนพัฒนาเขตอุตสาหกรรมอีก 2 แห่ง ประกอบด้วยเขตอุตสาหกรรม WHA Smart Technology Industrial Zone - Thanh Hoa พื้นที่ 5,320 ไร่ โดยมีกำหนดเริ่มดำเนินการก่อสร้างช่วง 2H67 และเขตอุตสาหกรรม WHA Smart Eco Industrial Zone - Quang Nam พื้นที่ 2,500 ไร่ โดยคาดว่าจะได้รับใบอนุญาตในปี 2569 - 2570 ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2567 โดยอิง Historical PER 10 ปีย้อนหลัง ปรับเพิ่ม 0.5 S.D. สะท้อน outlook ทางธุรกิจในช่วงข้างขึ้น อยู่ที่ 23 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี upside 15.5% ให้คำแนะนำเป็น Outperform

## 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



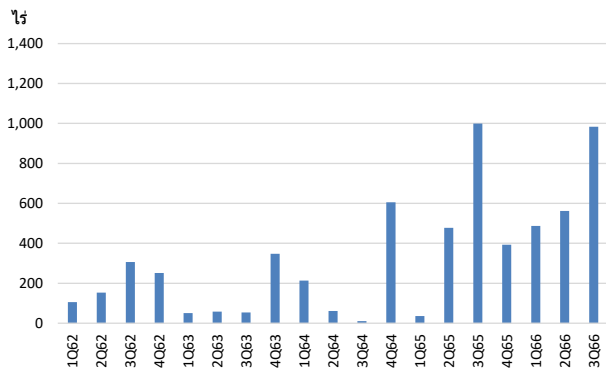
# EQUITY TALK

## ผลการดำเนินงานงวด 3Q66

Key Data (ล้านบาท)	1Q65	2Q65	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	% QoQ	% YoY	9M66	9M65	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	1,575	1,803	1,976	8,375	2,057	2,671	2,116	-21%	7%	6,844	5,354	28%
ต้นทุนขาย	800	1,043	1,106	4,644	1,070	1,391	1,109	-20%	0%	3,570	2,948	21%
กำไรขั้นต้น	775	760	870	3,731	987	1,281	1,006	-21%	16%	3,274	2,406	36%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	349	371	395	866	410	437	443	1%	12%	1,289	1,115	16%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	31	(11)	(240)	805	266	175	358	104%	NA	800	(220)	NA
EBIT	1,033	773	700	3,487	961	1,421	1,193	-16%	71%	3,575	2,506	43%
กำไรสุทธิ	656	290	259	2,842	523	866	623	-28%	141%	2,012	1,204	67%
Norm Profit	656	290	259	2,842	523	866	623	-28%	141%	2,012	1,204	67%
Gross Margin (%)	49.2%	42.2%	44.0%	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%			47.8%	44.9%	
SG&A/Sales	16.2%	16.9%	16.2%	10.6%	18.8%	14.2%	18.5%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	41.7%	16.1%	13.1%	33.9%	25.4%	32.4%	29.4%			29.4%	22.5%	

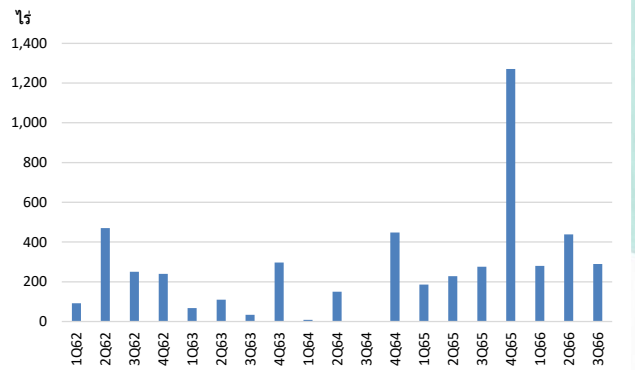
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



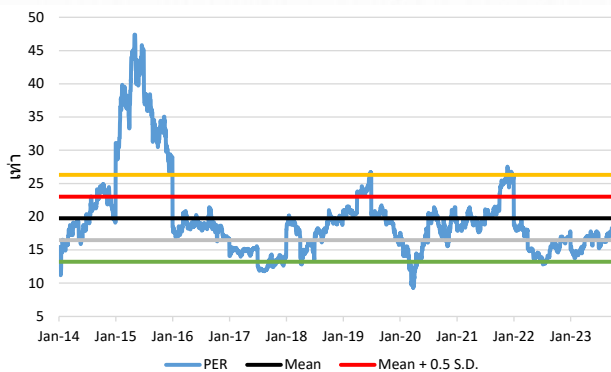
ที่มา: WHA

### 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

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)	2565	2566F	2567F	2568F
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
รายได้รวม	14,982	13,561	17,428	19,698
ต้นทุนขาย	7,592	7,025	9,198	10,452
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>7,390</b>	<b>6,536</b>	<b>8,230</b>	<b>9,246</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,982	2,034	2,614	2,955
ดอกเบี้ยจ่าย	1,126	1,213	1,146	1,099
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	585	1,625	995	1,027
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,867	4,914	5,465	6,219
ภาษีเงินได้	546	590	656	746
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(276)	(865)	(962)	(1,095)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>4,046</b>	<b>3,460</b>	<b>3,847</b>	<b>4,378</b>
EPS	0.27	0.23	0.26	0.29
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>4,046</b>	<b>3,460</b>	<b>3,847</b>	<b>4,378</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>
การเติบโตของยอดขาย	28.7%	-9.5%	28.5%	13.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	62.5%	-14.5%	11.2%	13.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44.7%	43.4%	43.5%	43.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	27.0%	25.5%	22.1%	22.2%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66
รายได้ธุรกิจหลัก	8,375	2,057	2,671	2,116
ต้นทุนขาย	4,644	1,070	1,391	1,109
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,731</b>	<b>987</b>	<b>1,281</b>	<b>1,006</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	866	410	437	443
ดอกเบี้ยจ่าย	275	291	317	310
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	805	266	175	358
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,212	671	1,104	884
ภาษีเงินได้	271	59	79	85
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(99)	(89)	(158)	(176)
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,842</b>	<b>523</b>	<b>866</b>	<b>623</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,842</b>	<b>523</b>	<b>866</b>	<b>623</b>
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	323.8%	-75.4%	29.9%	-20.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	999%	-82%	66%	-28%
อัตราส่วนทางการเงิน				
<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	22.5	21.2
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%	4.2%	4.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.9%	10.5%	10.9%	11.6%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ WHA

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
กำไรสุทธิ	2565	2566F	2567F	2568F
กำไรสุทธิ	4,867	3,460	3,847	4,378
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	634	570	526	481
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(2,046)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	229	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	738	(408)	1,149	1,172
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,422</b>	<b>3,621</b>	<b>5,521</b>	<b>6,031</b>
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(33)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(558)	1,202	779	938
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(591)</b>	<b>702</b>	<b>279</b>	<b>438</b>
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,605	251	(2,249)	(1,551)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด วรรรันท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,424)	(1,384)	(1,539)	(1,751)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(818)</b>	<b>(1,133)</b>	<b>(3,788)</b>	<b>(3,303)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>3,575</b>	<b>3,190</b>	<b>2,012</b>	<b>3,167</b>
งบดุล (ล้านบาท)				
<i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i>				
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	7,148	10,338	12,351	15,518
ลูกหนี้การค้า	559	678	871	985
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	11,423	12,593	12,773	12,664
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	67,172	66,400	66,096	65,676
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>86,302</b>	<b>90,010</b>	<b>92,091</b>	<b>94,842</b>
เจ้าหนี้การค้า	2,752	3,119	4,008	4,531
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>50,268</b>	<b>49,298</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
กำไรสะสม	12,263	14,338	16,647	19,274
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>32,050</b>	<b>34,125</b>	<b>36,434</b>	<b>39,061</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,562	4,427	5,389	6,483
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>86,302</b>	<b>90,010</b>	<b>92,091</b>	<b>94,842</b>
สมบัติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
<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