

# EQUITY TALK

## EARNING PREVIEW



24 เมษายน 2567

### สดใสตั้งแต่ต้นปี

ประเมินกำไรสุทธิ 1Q67 ที่ 890 ล้านบาท (+70%YOY) สาเหตุจากยอดโอนที่ดิน บางส่วนที่โอนไม่ทันใน 4Q66 ส่งผลให้เลื่อนมาโอนในงวด 1Q67 แทน (1Q67 ทำได้ 600 ไร่ เทียบ 1Q66 ที่ 280 ไร่) นอกจากนี้ ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าได้อานิสงส์ จากต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่ลดลงและ SPREAD ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

ด้วยปัจจัยต่างๆ ที่หนุนธุรกิจนิคมฯ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ ส่งผลให้เกิด SENTIMENT การย้ายฐานการผลิตจากต่างประเทศหลังไหลเข้าไทย อีกทั้ง WHA มีแผนที่จะสร้างนิคมในไทยและเวียดนามอีกจำนวนมาก ประเมินมูลค่า เหมาะสมอิง HISTORICAL PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ FV. 5.95 บาท มี UPSIDE 25% ให้คำแนะนำเป็น OUTPERFORM

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.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)	17.6	16.1	15.9	14.6	14.8
DPS (บาท)	0.17	0.18	0.19	0.20	0.20
Dividend Yield (%)	3.51%	3.86%	4.08%	4.10%	4.13%
BVS (บาท)	2.14	2.24	2.42	2.62	2.81
PBV (เท่า)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (เท่า)	15.7	13.8	13.7	12.0	11.8
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 : 4.94/5.55 บาท

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

# WHA

## Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	4.76
ราคาเป้าหมาย (บาท)	5.95
Upside (%)	24.97
Dividend yield (%)	4.08

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	0.30	0.32	-6%
2568F	0.33	0.35	-6%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: IAA CONSENSUS	

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

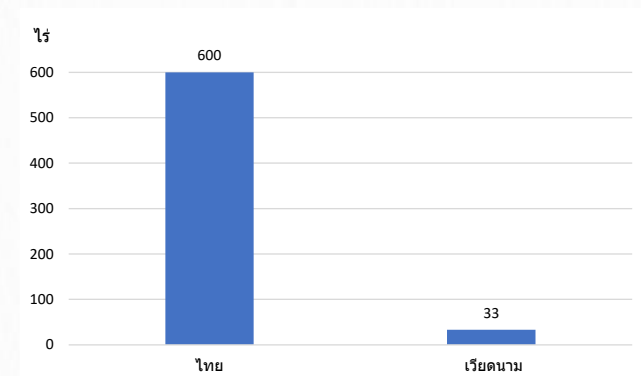
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

# EQUITY TALK

## ยอดโอน 1Q67 พุ่งกระชูด

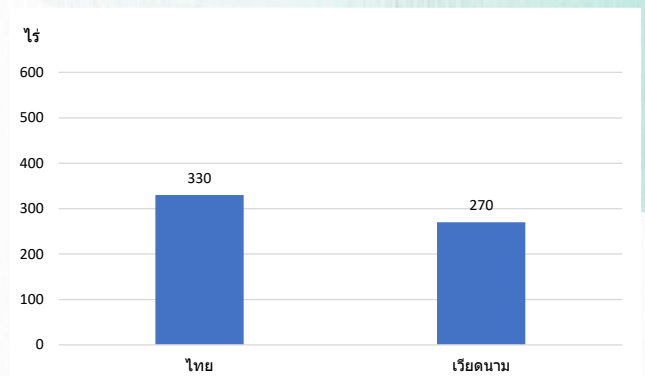
ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรสุทธิ 1Q67 ที่ 890 ล้านบาท (+70%YoY) โดยประเมินรายได้ที่ 3,338 ล้านบาท (+62%YoY) สาเหตุที่รายได้ปรับเพิ่มขึ้น เป็นผลจากยอดโอนที่ดินที่ทำได้มากถึง 600 ไร่ (1Q66 ทำได้เพียง 280 ไร่) โดยปกติแล้วไตรมาส 1 มักจะเป็นงวดที่มีผลประกอบการต่ำที่สุดของปี แต่ช่วง 4Q66 ที่ผ่านมามีที่ดินบางแปลงไม่สามารถโอนได้ทันในเวลาที่กำหนด ส่งผลให้เลื่อนมาโอนในงวด 1Q67 แทน ด้านยอดขายที่ดินทำได้ดีไม่แพ้กันโดยอยู่ที่ 633 ไร่ ในช่วงที่ผ่านมาความต้องการที่ดินนิคมฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ราคาขายที่ดินนิคมฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นราวๆ 5% และส่งผลให้ gross margin เพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยฝ่ายวิจัยประเมิน gross margin จากการขายที่ดิน 1Q67 ที่ 53% เทียบกับ 1Q66 ที่ทำได้ 51% ด้านส่วนแบ่งกำไรจากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าประเมินที่ 293 ล้านบาท (+10%YoY) โดยได้อานิสงส์จาก ต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่ลดลงและ spread ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

ยอด PRE-SALE 1Q67 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 1Q67 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

## เชื่อว่าทำได้ตามเป้าที่ตั้งไว้ในปีนี้

ยอดขายที่ดิน 1Q67 ที่ทำได้ 633 ไร่ ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 28 ของเป้าหมายที่ตั้งไว้ (2,275 ไร่ ประกอบด้วย ไทย : 1,650 ไร่ , เวียดนาม 625 ไร่) ฝ่ายวิจัยประเมินว่ามีโอกาสสูงที่ WHA จะทำได้ถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ เนื่องจากไตรมาส 1 มักจะเป็นงวดที่มียอดขายที่ดินต่ำสุดในรอบปี แม้ยอดขายของเวียดนาม 1Q67 ทำได้ค่อนข้างน้อย แต่เชื่อว่าหากผ่านขั้นตอนทางกฎหมายกับทางภาครัฐของเวียดนามแล้ว จะทำได้ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ เป้า pre-sale ปี 2567 ที่ตั้งไว้ที่ 2,275 ไร่ ซึ่งต่ำกว่ายอด pre-sale ปี 2566 ที่ทำได้จริง 2,767 ไร่ แต่ฝ่ายวิจัยประเมินว่าพอมมีโอกาสที่เป้าดังกล่าวปรับเพิ่มได้ เนื่องจากเป้าดังกล่าวยังไม่รวมลูกค้ารายใหญ่ (big ticket) ที่ทาง WHA ยังไม่ได้รวมไว้ในเป้าหมายแรกในปี 2567

# EQUITY TALK

## คงคำแนะนำเป็น outperform

ด้วยปัจจัยต่างๆ ที่หนุนธุรกิจนิคมฯ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่ส่งผลให้เกิด sentiment การย้ายฐานการผลิตจากต่างประเทศหลังไหลเข้าไทย และทางบริษัท WHA ที่มีแผนที่จะสร้างนิคมฯ ในไทย เพิ่ม 2 แห่ง ขนาด 5,800 ไร่ และสร้างนิคมฯ ในเวียดนามเพิ่มอีก 3 แห่ง ในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสม โดยอิง Historical PER 10 ปีย้อนหลัง อยู่ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 5.95 บาท มี upside 25% 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

**ESG Comment:** WHA ถือเป็นบริษัทนิคมอุตสาหกรรมที่ให้ความสำคัญกับมาตรฐานด้าน ESG นอกจากจะช่วยดึงดูดนักลงทุนให้มีความสนใจมากขึ้นแล้วย่อมส่งผลดีต่อภาพลักษณ์องค์กรเสริมสร้างการยอมรับของผู้ถือหุ้น และหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทด้วย

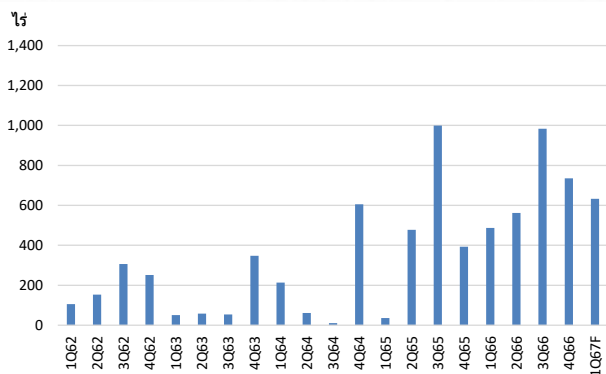
# EQUITY TALK

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 1Q67

Key Data (ล้านบาท)	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67F	% QoQ	% YoY	2566	2565	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	1,976	8,375	2,057	2,671	2,116	8,031	3,338	-58%	62%	14,875	13,729	8%
ต้นทุนขาย	1,106	4,644	1,070	1,391	1,109	4,397	1,712	-61%	60%	7,967	7,592	5%
กำไรขั้นต้น	870	3,731	987	1,281	1,006	3,633	1,626	-55%	65%	6,908	6,137	13%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	395	866	410	437	443	815	628	-23%	53%	2,105	1,982	6%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	(240)	805	266	175	358	696	293	-58%	10%	1,496	585	156%
EBIT	700	3,487	961	1,421	1,193	3,367	1,441	-57%	50%	6,943	5,993	16%
กำไรสุทธิ	259	2,842	523	866	623	2,414	890	-63%	70%	4,426	4,046	9%
Norm Profit	259	2,842	523	866	623	2,414	890	-63%	70%	4,426	4,046	9%
Gross Margin (%)	44.0%	44.5%	48.0%	47.9%	47.6%	45.2%	48.7%			46.4%	44.7%	
SG&A/Sales	16.2%	10.6%	18.8%	14.2%	18.5%	10.3%	18.0%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	13.1%	33.9%	25.4%	32.4%	29.4%	30.1%	26.7%			29.8%	29.5%	

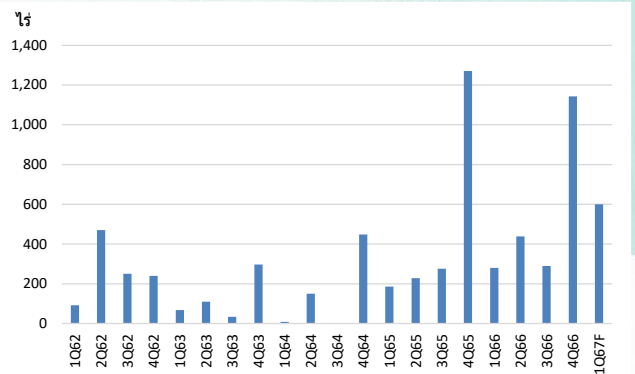
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



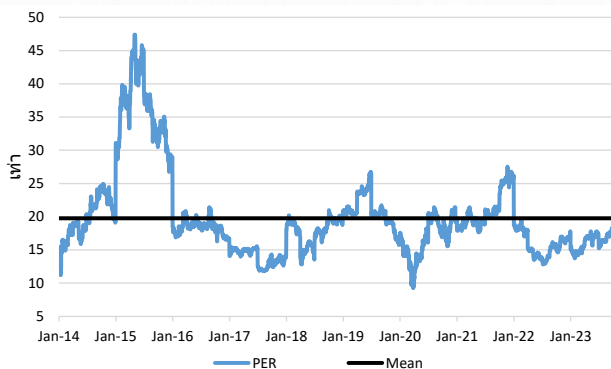
ที่มา: WHA

### 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
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>7,552</b>	<b>8,667</b>	<b>9,638</b>	<b>9,624</b>
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	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>4,426</b>	<b>4,468</b>	<b>4,866</b>	<b>4,817</b>
EPS	0.30	0.30	0.33	0.32
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>4,426</b>	<b>4,468</b>	<b>4,866</b>	<b>4,817</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>	<b>0.32</b>
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
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>987</b>	<b>1,281</b>	<b>1,006</b>	<b>3,633</b>
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	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>523</b>	<b>866</b>	<b>623</b>	<b>2,414</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>523</b>	<b>866</b>	<b>623</b>	<b>2,414</b>
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
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>4,998</b>	<b>4,356</b>	<b>6,466</b>	<b>6,236</b>
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(36)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(4,346)	254	965	553
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(4,381)</b>	<b>(246)</b>	<b>465</b>	<b>53</b>
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)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(1,914)</b>	<b>(5,915)</b>	<b>(5,377)</b>	<b>(5,857)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(698)</b>	<b>(1,805)</b>	<b>1,554</b>	<b>432</b>
(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
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>90,225</b>	<b>90,417</b>	<b>91,476</b>	<b>91,660</b>
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
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>52,903</b>	<b>49,656</b>	<b>46,727</b>	<b>43,034</b>
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
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>33,487</b>	<b>36,168</b>	<b>39,088</b>	<b>41,978</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,835	4,593	5,661	6,647
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>90,225</b>	<b>90,417</b>	<b>91,476</b>	<b>91,660</b>
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