

WHA

Neutral

งบ 4Q67 ออกมาต่ำคาด

Flash Points

- กำไรสุทธิ 4Q67 1,247 ล้านบาท (+171%QoQ, -47%YoY) ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยและตลาดคาดการณ์ไปถึง 10% และ 17% ตามลำดับ จากธุรกิจนิคมฯ ที่โอนได้ 449 ไร่ (จากที่เคยคาด 499 ไร่), FX loss ไร่ไฟฟ้าและ effective tax rate 24.4%
- เตรียม spin-off WHAID เข้า IPO เบื้องต้น คาดว่าจะส่ง filing ให้กับทาง กต. ช่วง เม.ย. และเข้าซื้อ-ขายในตลาดหุ้นช่วงปลายปี - ต้นปีหน้า

Impact Insight

- มีมุมมองเชิงลบในระยะสั้นเนื่องจากจะเกิดผลกระทบในแง่ของ Dilution Effect แต่มีมุมมองบวกในระยะยาว เนื่องจาก WHAID จะได้รับเงินลงทุนจาก IPO เพื่อใช้ในการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงนักลงทุนที่ต้องการเน้นลงทุนในธุรกิจนิคมฯ สามารถลงทุนในหุ้น WHAID ได้โดยไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงจากธุรกิจอื่นๆ
- วันที่ 24 ก.พ. มีมูลค่า Program Trading สูงถึง 1,911 ล้านบาท (คิดเป็น 49.86% เทียบกับมูลค่าการซื้อขายแบบ Auto Matching)

Execution

- ปรับประมาณการกำไรปี 2568 ลง 16% สะท้อนจากรายได้การขายสินทรัพย์เข้า REIT ที่ลดลง แต่ประเมิน gross margin จากการขายที่ดินสูงขึ้นสะท้อนจากราคายที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รวมถึง effective tax rate ที่สูงขึ้น
- ประเมิน FV ถึง PE 15.7 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 4.80 บาท ให้น้ำหนักการลงทุน Neutral



ที่มา : WHA

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Downtrend

แนวรับ : 3.48 บาท

แนวต้าน : 4.50/5.05 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ราคาปัจจุบัน (บาท)

3.70

Upside (%)

29.7

ราคาเป้าหมาย (บาท)

4.80

Dividend yield (%)

4.93

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.31	0.36	-15%
2569F	0.33	0.38	-14%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

หุ้น	P/BV		PE	
	2568F	2569F	2568F	2569F
WHA CORP PCL	1.48	1.39	10.54	9.66
AMATA CORP PUB	1.14	1.05	9.24	8.30
ABOITZ EQUITY	0.63	0.61	6.36	5.98
EVN AG	0.61	0.58	9.67	9.62
LOGISTEA AB-A	0.93	0.87	#N/A	#N/A
REN-REDE ENERGET	1.08	1.07	14.11	13.28
GREMZ INC	3.11	2.53	11.61	10.03
CONS EDISON INC	1.47	1.39	17.47	16.37

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรสุทธิ (ลบ)	4,426	4,359	4,593	4,892	5,045
EPS (บาท)	0.30	0.29	0.31	0.33	0.34
PER (เท่า)	12.6	12.8	12.2	11.4	11.1
DPS (บาท)	0.18	0.19	0.18	0.20	0.19
Dividend Yield (%)	4.92%	5.07%	4.93%	5.34%	4.96%
BVS (บาท)	2.24	2.33	2.51	2.71	2.91
PBV (เท่า)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EVEBITDA (เท่า)	11.8	11.9	11.0	10.9	10.1
ROE (%)	13.5%	12.8%	12.7%	12.5%	12.0%

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

AAA

ดีเลิศ

Yes

กำไร 4Q67 ต่ำคาดไป 10%

งวด 4Q67 รายงานกำไรสุทธิ 1,247 ล้านบาท (+171%QoQ, -47%YoY) แต่ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยและตลาดคาดการณ์ไปถึง 10% และ 17% ตามลำดับ โดยมีสาเหตุมาจาก 1) ธุรกิจนิคมฯ ในงวด 4Q67 ที่มียอดโอนที่ดิน 449 ไร่ จากเดิมที่บริษัทเคยรายงานในวันแถลงแผนธุรกิจช่วงเดือน ม.ค. ที่ 499 ไร่ 2) FX loss จากโรงไฟฟ้า เนื่องจากช่วง 4Q67 อ่อนค่า 3) effective tax rate 24.4% เนื่องจาก WHA กำลังวางแผนที่จะ spin-off WHAID (ธุรกิจนิคมฯ) เข้า IPO โดยต้องการลดผลกระทบทางภาษีย้อนหลัง หลังจากที่ WHAID เข้า trade ในตลาดหุ้นแล้ว

SPIN-OFF WHAID (ธุรกิจนิคมฯ) เริ่มยื่น Filing กลางปี

WHA แจ้งข่าวกับตลาดฯ ถึงแผนที่จะ spin-off WHAID เข้าตลาด IPO โดยเป็นการเพิ่มทุนสำหรับการเสนอขาย หุ้นจำนวนสูงสุด 388,207,422 หุ้น ส่งผลให้หลัง IPO มีจำนวนหุ้นสูงสุด 4,270,281,900 หุ้น โดยแบ่งเป็นการขายหุ้นเดิม 13.64% และขายหุ้นใหม่ 9.09% ด้าน timeline คาดว่าจะส่ง filing ให้กับทาง กสท. ช่วง เม.ย. และหากเป็นไปได้ตามแผน WHAID จะเข้าซื้อ-ขายในตลาดหุ้นช่วง ปลายปี – ต้นปีหน้า ในปัจจุบัน WHA มีสัดส่วนการถือหุ้น WHAID ที่ 98.5% และหลังจาก IPO สำเร็จ สัดส่วนการถือหุ้นจะลดลงเหลือ 75.9%

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงลบในระยะสั้นต่อข่าวนี้ เนื่องจากจะเกิดผลกระทบในแง่ของ Dilution Effect จากสัดส่วนการถือหุ้นที่ลดลง และมีโอกาสกระทบต่อกำไรปีหน้า แต่มีมุมมองบวกในระยะยาว เนื่องจาก WHAID จะได้รับเงินลงทุนที่ได้จาก IPO เพื่อใช้ในการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงนักลงทุนที่ต้องการเน้นลงทุนในธุรกิจนิคมฯ สามารถลงทุนในหุ้น WHAID ได้โดยที่ไม่ต้องแบกรับความเสี่ยงจากธุรกิจอื่นๆ ในขณะที่ WHA จะ Focus ในการขยายธุรกิจอื่นมากขึ้น โดยให้ความสำคัญกับธุรกิจ Mobility นอกจากนี้เงินที่ได้จากการขายหุ้นของ WHAID มีแผนจะนำไปลดภาระหนี้ และบางส่วนมีโอกาสรายจ่ายปันผลพิเศษให้กับผู้ถือหุ้น

ปรับประมาณการกำไร ... ปรับคำแนะนำลงเป็น Neutral

ฝ่ายวิจัยปรับประมาณการกำไรปี 2568 ลง 16% สะท้อนจากรายได้การขายสินทรัพย์เข้า REIT ที่ลดลง (ผู้บริหารตั้งเป้าการขายสินทรัพย์ที่ 70,000 ตร.ม. (-65%YoY)) แต่ประเมิน gross margin จากการขายที่ดินสูงขึ้นสะท้อนจากราคาขายที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รวมถึง effective tax rate ที่สูงขึ้นเนื่องจากต้องการลดผลกระทบทางภาษีย้อนหลัง ในวันที่ WHAID เข้าเทรด ฝ่ายวิจัยประเมิน FV อิง PE 15.7 เท่า (เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี discount 0.5 S.D. สะท้อนความสามารถในการเติบโตที่ชะลอตัวลง เนื่องจากช่วง 4 ปีที่ผ่านมา มีอัตราการเติบโต EPS เฉลี่ยต่อปีสูงถึง 14.6% และเป้าหมาย pre-sale ปี 2568 ตั้งเป้าที่ 2,350 ไร่ เทียบปี 2567 ที่ทำได้ 2,565 ไร่) ได้ราคาเหมาะสม 4.80 บาท ให้น้ำหนักการลงทุน Neutral

รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	68F	69F	68F	69F	68F	69F
ประมาณการ						
กำไรสุทธิ (ลบ.)	4,593	4,892	5,500	5,439	-16.5%	-10.1%
EPS (บาท)	0.31	0.33	0.37	0.36	-16.9%	-9.1%
Fair Value PER(X)	16		19			
Fair Value (บาท)	4.80		6.90			
สมมติฐาน						
รายได้ (ลบ.)	17,465	18,269	20,325	21,691	-14.1%	-15.8%
Gross Margin	53.5%	50.2%	51.3%	51.4%	2.2%	-1.1%
SG&A/Sale	15.5%	15.5%	15%	15%	-0.5%	-0.5%
effective tax rate	20.0%	12.0%	12.0%	12.0%	-8.0%	0.0%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

การดำเนินการด้าน ESG ของ WHA

Environment (E) : กลุ่มบริษัทนำรูปแบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมมาใช้ โดยการตรวจวัดตัวแปรหลักที่มีผลต่อสิ่งแวดล้อมอยู่เสมอ ซึ่งครอบคลุมถึงความหลากหลายทางชีวภาพ คุณภาพน้ำทิ้ง การจัดการขยะ มลพิษทางอากาศ และการอนุรักษ์ทรัพยากร

Social (S) : กลุ่มบริษัทมีการพัฒนาโครงการเพื่อสังคมอย่างยั่งยืน 3 มิติ ได้แก่ การพัฒนาด้านการศึกษา การดูแลสุขภาพชุมชนและการพัฒนาองค์ความรู้เรื่องการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมให้เหมาะสมกับความต้องการและวิถีของชุมชน

Governance (G) : กลุ่มบริษัทมีการกำหนด นโยบายและแนวทางปฏิบัติต่อต้านการทุจริตและคอร์รัปชัน และให้ผู้บริหารและพนักงานทุกคน ใช้เป็นแนวทางปฏิบัติอย่างเคร่งครัดโดยไม่มีข้อยกเว้น เช่น NO-GIFT POLICY, WHISTLEBLOWING

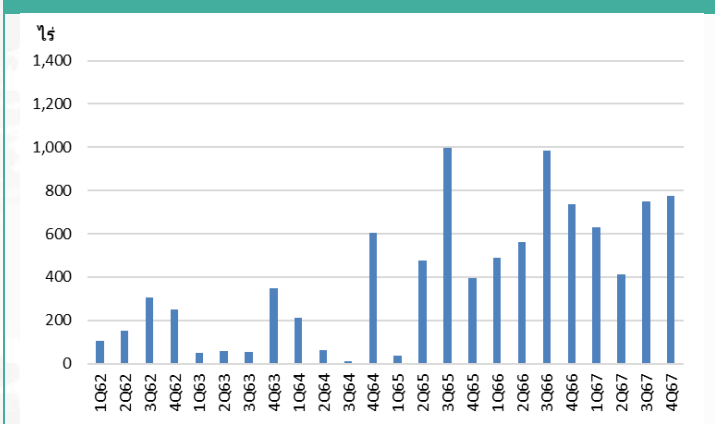
ESG Comment: ลักษณะการประกอบธุรกิจของ WHA มีความเกี่ยวข้องกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมสูง เนื่องจากการก่อสร้างและดำเนินธุรกิจในนิคมฯ อาจก่อให้เกิดมลภาวะและมีการทำงานในพื้นที่ที่เกี่ยวข้องกับชุมชน แต่จากการดำเนินงานของ WHA ที่ผ่านมา ได้จัดทำกรอบแนวทางโดยยึดหลักบรรษัทภิบาล การพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ การปรับเปลี่ยนเข้าสู่ยุคดิจิทัล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

ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	% QoQ	% YoY	2567	2566	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	2,671	2,116	8,031	3,280	2,322	2,049	3,684	80%	-54%	11,335	14,875	-24%
ต้นทุนขาย	1,391	1,109	4,397	1,471	1,095	1,055	1,594	51%	-64%	5,215	7,967	-35%
กำไรขั้นต้น	1,281	1,006	3,633	1,808	1,228	994	2,090	110%	-42%	6,120	6,908	-11%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	437	443	815	443	449	426	652	53%	-20%	1,970	2,105	-6%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	175	358	696	173	610	770	183	-76%	-74%	1,736	1,496	16%
EBIT	1,421	1,193	3,367	2,016	1,799	1,201	2,141	78%	-36%	7,157	6,943	3%
กำไรสุทธิ	866	623	2,414	1,365	1,289	459	1,247	171%	-48%	4,359	4,426	-1%
Norm Profit	866	623	2,414	1,365	1,289	459	1,247	171%	-48%	4,359	4,426	-1%
Gross Margin (%)	47.9%	47.6%	45.2%	55.1%	52.9%	48.5%	56.7%			54.0%	46.4%	
SG&A/Sales	14.2%	18.5%	10.3%	11.8%	16.4%	22.3%	15.5%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	32.4%	29.4%	30.1%	41.6%	55.5%	22.4%	33.8%			38.5%	29.8%	

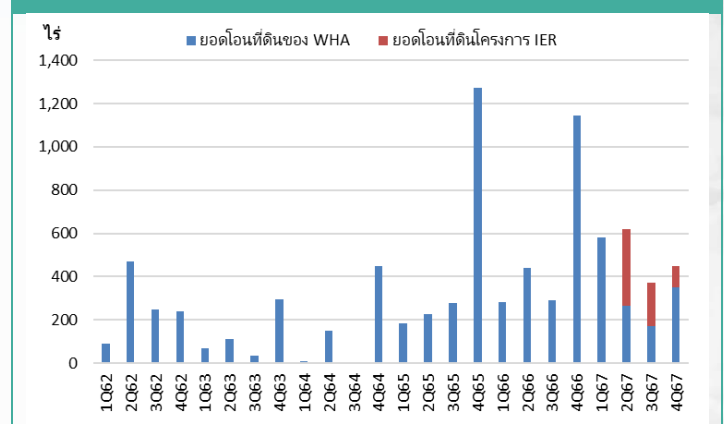
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



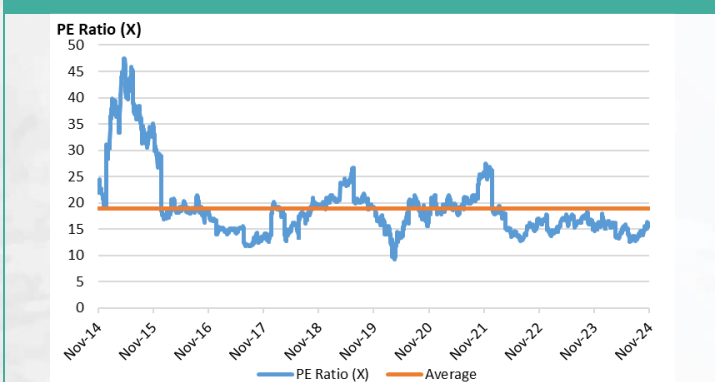
ที่มา : TACINDEX

ยอด LAND TRANSFER นิคมฯ WHA รายไตรมาส



หมายเหตุ: 4Q65, 4Q66 มีรายการพิเศษ 321.7 ลบ.และ 305.9 ลบ. ตามลำดับ

HISTORICAL PER ของ WHA



ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ประเด็นความเสี่ยง

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

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ WHA

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบกระแสเงินสด (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้รวม	12,605	17,465	18,269	18,870	กำไรสุทธิ	5,779	4,593	4,892	5,045
ต้นทุนขาย	5,215	7,559	8,492	8,803	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	915	481	470	492
กำไรขั้นต้น	7,391	9,906	9,777	10,067	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(1,113)	-	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,970	2,707	2,832	2,925	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	1,378	1,964	1,479	1,471	อื่นๆ	81	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,736	1,074	1,074	1,074	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(2,736)	(3,476)	794	800
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,779	6,309	6,540	6,745	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,926	1,598	6,155	6,338
ภาษีเงินได้	977	1,262	785	809					
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(442)	(454)	(863)	(890)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	(100)	(100)	(100)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม	-	(400)	(400)	(400)
กำไรสุทธิ	4,359	4,593	4,892	5,045	เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(5,254)	373	585	105
EPS	0.29	0.31	0.33	0.34	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(5,254)	(127)	85	(395)
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	4,359	4,593	4,892	5,045					
Norm EPS	0.29	0.31	0.33	0.34	เพิ่ม/ลด เงินกู้	7,134	714	214	(286)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	-18.8%	38.6%	4.6%	3.3%	เพิ่ม/ลด วอร์เรน	-	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-1.5%	5.4%	6.5%	3.1%	ลด จ่ายปันผล	(3,280)	(1,837)	(1,957)	(2,018)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	54.0%	53.5%	50.2%	50.2%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	3,854	(1,123)	(1,742)	(2,304)
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	34.6%	26.3%	26.8%	26.7%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	1,726	348	4,498	3,640
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้ธุรกิจหลัก	3,280	2,322	2,049	3,684	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	8,176	8,524	13,023	16,663
ต้นทุนขาย	1,471	1,095	1,055	1,594	ลูกหนี้การค้า	827	873	913	943
กำไรขั้นต้น	1,808	1,228	994	2,090	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	17,540	19,175	18,845	18,485
ค่าใช้จ่ายในการขาย	443	449	426	652	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	74,998	75,144	75,088	75,491
ดอกเบี้ยจ่าย	342	302	388	347	สินทรัพย์รวม	101,541	103,716	107,870	111,582
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	173	610	770	183					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,674	1,497	813	1,795	เจ้าหนี้การค้า	5,871	4,017	4,202	4,340
ภาษีเงินได้	142	87	312	437	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	10,813	9,113	7,413	5,713
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(168)	(122)	(42)	(111)	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	37,573	39,988	41,902	43,317
รายการพิเศษอื่น ๆ					หนี้สินรวม	63,030	61,995	62,351	62,145
กำไรสุทธิ	1,365	1,289	459	1,247					
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	1,365	1,289	459	1,247	ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
					ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
					กำไรสะสม	15,800	18,556	21,491	24,518
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	-59.2%	-29.2%	-11.8%	79.8%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	34,832	37,587	40,522	43,550
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	55.1%	52.9%	48.5%	56.7%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,679	4,134	4,997	5,887
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-43%	-6%	-64%	171%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	101,541	103,716	107,870	111,582
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.5	2.0	2.6	3.2	รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	9,129	5,815	6,106	1,493
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	16.7	20.5	20.4	20.3	รายได้จากการขายของสิ่งทอหัตถ์ (ลบ.)	6,454	10,663	11,186	11,493
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A	Gross Margin จากการขายของสิ่งทอหัตถ์	61.1%	60.0%	55.0%	55.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	2.7	3.5	4.4	4.4	SG&A / Sales	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%
หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	1.6	1.5	1.4	1.3	Effective Tax Rate	16.9%	20.0%	12.0%	12.0%
Gearing Ratio	1.3	1.2	1.1	1.0					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.8%	12.7%	12.5%	12.0%					

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส