Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

ผู้นำในอุตสาหกรรมที่มีความต้องการสูง

BUY

Fair price: Bt. 6.1

Upside (Downside): +21%

เราเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 6.1 บาท (17XPER’25E ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) มองว่า WHA อยู่ในอุตสาหกรรมที่ได้รับผลดีจากสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ที่อาจจะกลับมารุนแรงขึ้น ทำให้มีความต้องการที่ดินเพิ่มโดยเฉพาะที่ไทยและเวียดนาม ทั้งในด้านของที่ดินและโรงงานให้เช่า ซึ่ง WHA เองมีความพร้อมอยู่แล้วในสองประเทศดังกล่าว ขณะที่ธุรกิจอื่นอย่างบริการสาธารณูปโภคยังเห็นการเติบโตได้ต่อเนื่องจากการขยายกำลังการผลิตน้ำ และการติดตั้งแผง Solar Cell นอกจากนี้ทาง WHA มีแผนเปลี่ยนโครงสร้างไปเป็นบริษัทด้านเทคโนโลยีผ่านแผนงานที่ใช้ชื่อว่า “Mission to the sun” ที่จะมีการใช้ระบบดิจิตอลมาใช้ในบริษัทมากขึ้น

ผู้นำในอุตสาหกรรมที่มีความต้องการสูง

- WHA เป็นผู้ประกอบการด้านอสังหาริมทรัพย์โดยมีรูปแบบการให้บริการแบ่งเป็น 4 รูปแบบคือ 1.ธุรกิจโลจิสติกส์เป็นการให้เช่าโครงการรูปแบบ Built-to-suit และโรงงาน/คลังสินค้าให้เช่า 2. ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม 3.ธุรกิจสาธารณูปโภค และ ไฟฟ้า และ 4 ธุรกิจดิจิตอล โดยมีการดำเนินธุรกิจอยู่ใน 2 ประเทศคือไทยและเวียดนาม
- ซึ่งธุรกิจของ WHA มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจประเทศไทย อย่างมาก เพราะเป็นจุดเริ่มต้นของการเข้ามาลงทุนของผู้ประกอบการจากต่างประเทศ ซึ่งประเทศไทยและเวียดนามเป็นเป้าหมายที่ผู้ประกอบการจากจีนจะย้ายฐานการผลิตออกมา ซึ่งในช่วง 1Q24 ที่ผ่านมาประเทศไทยมีมูลค่า FDI เพิ่มขึ้นถึง 16%YoY ขณะที่เวียดนามเพิ่มขึ้น 13%YoY
- รายได้หลักของ WHA มาจากการขายที่ดินเป็นหลัก นอกจากนี้ในระหว่างปียังมีการขายสินทรัพย์จากธุรกิจโรงงาน/คลังสินค้าเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจเพิ่มอีกทางด้วย

คาดปี 24 กำไรสุทธิทำสถิติสูงสุดใหม่ได้อีกครั้ง

จากการที่ความต้องการที่ดินยังมีอยู่มาก ซึ่งในช่วง 1Q24 ขายที่ดินได้กว่า 629 ไร่ และยังมี Backlog รอโอนอีกกว่า 1,087 ไร่ ทำให้เราคาดว่ายอดการโอนที่ดินทั้งปีจะอยู่ที่ระดับ 2,400 ไร่ เพิ่มขึ้นจากประมาณ 2,200 ไร่ในปี 23 ขณะที่ธุรกิจกลุ่ม Logistic ยังคงมีจำนวนผู้เช่าเพิ่มขึ้น ขณะที่การเลื่อนการขายสินทรัพย์เข้ากองทุน WHART ออกไป 1 ปี ทำให้ WHA ยังคงรับรู้รายได้จากสินทรัพย์ดังกล่าวอยู่ เราจึงคาดว่าผลประกอบการ ในปี 24 จะมีกำไรสุทธิสูงถึง 4,691 ล้านบาท (+6%YoY) ซึ่งเป็นการทำสถิติสูงสุดได้ใหม่อีกครั้ง

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาพื้นฐาน 6.10 บาท

เราเริ่มคำแนะนำการลงทุนใน WHA ด้วย “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 6.10 บาท (17 PER’25E เป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) เพราะมองว่า WHA เป็นผู้ที่ได้รับผลดีจากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างจีนและอเมริกา ทำให้มีความต้องการย้ายฐานการผลิตออกมา ซึ่งเป้าหมายจะอยู่ที่เวียดนามและไทย ที่ WHA เป็นผู้ให้บริการอยู่ นอกจากนี้ WHA มีการดำเนินการภายใต้ชื่อ Mission to the sun ที่เป็นการใช้เทคโนโลยีมาขับเคลื่อนในการทำธุรกิจ อย่างเช่นการพัฒนาด้านระบบ Green Logistic หรือ Digital Health Tech เป็นต้น

Key Statistics	
Bloomberg Ticker	WHA TB
Current Price (Bt)	5.1
Market Cap. (Bt m)	75,481
Shares issued (mn)	14,947
Par value (Bt)	0.10
52 Week high/low (Bt)	5.65/4.50
Foreign limit/ actual (%)	49.0/16.18
NVDR Shareholders (%)	8.0
Free float (%)	67.5
Number of retail holders	40,793
Dividend policy (%)	40
Industry	Property & Construction
Sector	Property Development
First Trade Date	8 November 2012
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	YES
SET ESG Ratings	AAA
Major Shareholders	**10 MAY 2024**
Miss Jareeporn Jarukornsakul	23.3
Miss Chatchamol Anantaprayoon	9.0
Thai NVDR Company Limited	7.5
Mr. Chaiwat Phupisut	4.6
Miss Supitchaya Phupisut	4.4

Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	10,744	12,054	13,677	14,914
Net Profit (Bt m)	4,046	4,426	4,691	5,368
NP Growth (%)	56%	9%	6%	14%
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.4
PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
BPS (Bt)	2.4	2.5	2.6	2.8
PBV (x)	1.5	1.8	1.9	1.8
DPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Div. Yield (%)	4.8%	4.1%	3.7%	4.3%
ROA (%)	4.9%	5.4%	5.7%	6.2%
ROE (%)	12.2%	13.8%	13.8%	15.1%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad
Registration No.10196
Email: dome.ku@pi.financial

Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

Earnings Preview

(Bt m)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	2,639	2,110	5,248	3,280	2,402	(26.8)	(9.0)
Cost of sales	(1,362)	(1,104)	(2,355)	(1,471)	(1,121)	(23.8)	(17.7)
Gross profit	**1,278**	**1,006**	**2,893**	**1,808**	**1,281**	**(29.2)**	**0.3**
SG&A	(437)	(443)	(816)	(443)	(432)	(2.3)	(1.0)
Other (exp)/inc							
EBIT	**841**	**563**	**2,078**	**1,366**	**849**	**(37.9)**	**0.9**
Finance cost	(317)	(310)	(317)	(342)	(342)	-	7.9
Other inc/(exp)	404	272	594	478	315	(34.2)	(22.2)
Earnings before taxes	**928**	**525**	**2,354**	**1,502**	**822**	**(45.3)**	**(11.5)**
Income tax	(79)	(85)	(436)	(142)	(104)	(26.5)	31.9
Earnings after taxes	**849**	**441**	**1,918**	**1,360**	**717**	**N.M.**	**(15.6)**
Equity income	175	358	696	173	406	135.5	131.6
Minority interest	(159)	(176)	(200)	(168)	(123)	(26.7)	(22.6)
Earnings from cont. operations	**866**	**623**	**2,414**	**1,365**	**1,001**	**(26.7)**	**15.5**
Forex gain/(loss) & unusual items	49	14	(75)	81	-	N.M.	N.M.
Net profit	**817**	**609**	**2,489**	**1,284**	**1,001**	**(22.1)**	**22.5**
EBITDA	1,013	744	2,262	1,563	1,046	(33.1)	3.2
Recurring EPS (Bt)	0.06	0.04	0.16	0.09	0.07	(26.7)	15.5
Reported EPS (Bt)	0.05	0.04	0.17	0.09	0.07	(22.1)	22.5
Profits (%)	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23**	**1Q24**	**2Q24E**	**chg QoQ**	**chg YoY**
Gross margin	48.4	47.7	55.1	55.1	53.3	(1.8)	10.2
Operating margin	31.9	26.7	39.6	41.6	35.3	(6.3)	10.9
Net margin	31.0	28.9	47.4	39.1	41.7	2.5	34.6

Source : Company Data, Pi Research

คาด 2Q24 กำไรโต 23%YoY

- เราคาดว่า WHA จะรายงานกำไรสุทธิงวด 2Q24 ที่ระดับ 1,001 ล้านบาท (+23%YoY,-22%QoQ) เทียบกับปีก่อนเติบโตมากจากการเริ่มโอนที่ดินในนิคม IER จำนวนกว่า 300 ไร่ (แต่เป็นนิคมที่ WHA ร่วมมือกับผู้ประกอบการรายอื่น โดยถือหุ้น 60% ทำให้มีการรับรู้ผ่านส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนเข้ามาแทนที่จะรับรู้เป็นรายได้โดยตรง) ส่วนเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าลดลงเพราะยอดโอนที่ดิน ที่นับเฉพาะของ WHA เองลดลง
- รายได้คาดไว้ที่ 2,402 ล้านบาท (-9%YoY,-27%QoQ) โดยรายได้จากธุรกิจ Logistic ยังเติบโตดีจากพื้นที่เช่าที่เพิ่มขึ้นประมาณ 50,00 ตร.ม. ขณะที่ปริมาณการขายน้ำที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 10 % ส่วนการขายไฟมีโรงไฟฟ้าโซล่าล์เริ่มเปิดดำเนินการ (COD) เพิ่มอีก 7 MW (รวมแล้วในช่วง 1H24 มีโรงไฟฟ้าเพิ่ม 23 MW) ขณะที่การเซ็นสัญญามีเพิ่มอีก 13 MW รวมแล้วในช่วง 1H24 มีจำนวน 72 MW แต่รายได้รวมที่ลดลงมาจากธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมที่แม้ว่ายอดโอนรวมจะเพิ่มขึ้นเป็น 600 ไร่ เทียบกับ 437 ไร่ใน 2Q23 และ 581 ไร่ใน 1Q24 แต่ส่วนหนึ่งเป็นนิคมที่ถือหุ้นผ่าน JV ในสัดส่วน 60% ทำให้รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนแทน (ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนเพิ่มขึ้น 132 %YoY,136%QoQ) ขณะที่ยอดขายที่ดินใกล้เคียงกับปีก่อนที่ระดับ 1,049 ไร่ โดยเติบโตเล็กน้อยจากนิคมที่ไทย ส่วนที่เวียดนามยังไม่มากนัก อย่างไรก็ตามทาง WHA แจ้งว่ายังมีที่ดินผืนใหญ่ของลูกค้ากลุ่ม Data Center รอเซ็นสัญญาอีกกว่า 800 ไร่ในช่วง 2H24-1Q25 นี้) ทั้งนี้ด้วยยอดโอนที่สูง ทำให้ Backlog เหลือเพียง 850 ไร่ เทียบกับ 1,086 ไร่ ณ สิ้น 1Q24
- กำไรขั้นต้นรวมคาดที่ 53% ดีขึ้นจาก 48.4% ใน 2Q23 เพราะกำไรขั้นต้นธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมยังยืนสูงได้ แต่ลดลงเล็กน้อยจาก 55% ใน 1Q24 เพราะสัดส่วนรายได้จากธุรกิจนิคมลดลง

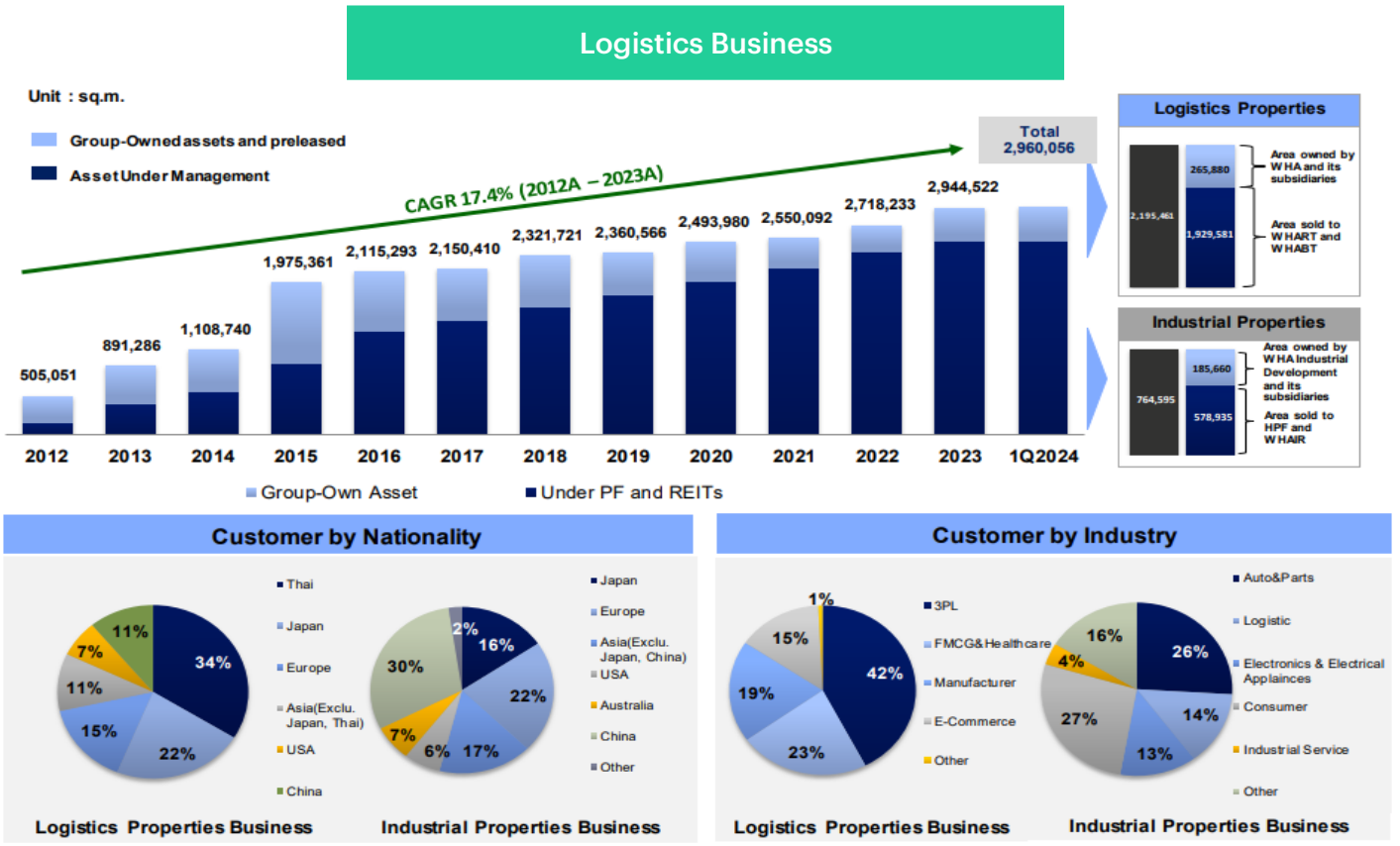
ความเป็นมาและลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) "WHA" ก่อตั้งในปี 2007 โดยช่วงแรกดำเนินธุรกิจพัฒนาและให้บริการเช่าโครงการคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงานคุณภาพสูง ที่มีการออกแบบตามความต้องการลูกค้า (Built-to-suit) รวมถึงโครงการประเภท Warehouse farm ทั้งนี้ WHA เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2009 หลังจากนั้นในปี 2015 มีการขยายไปยังธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมและธุรกิจให้บริการด้านสาธารณูปโภคและพลังงาน โดยการเข้าซื้อหุ้นของ HEMRAJ (ปัจจุบันเปลี่ยนชื่อเป็น WHA Industrial Development PCL.) และมีการตั้งบริษัท WHA infinite holding (ปัจจุบันเปลี่ยนเป็น WHA CN) เพื่อให้บริการด้านดิจิทัล อย่างเช่นการให้บริการศูนย์บริการระบบข้อมูลสารสนเทศ (Data Center) การให้บริการโครงข่ายสายเคเบิลใยแก้วนำแสง FTTx และการให้บริการเช่าเสาโทรคมนาคม เพื่อติดตั้งอุปกรณีรับกระจายสัญญาเครือข่ายให้ลูกค้าในนิคม ก่อนที่ในปี 2017 จะมีการปรับโครงสร้างธุรกิจอีกครั้งด้วยการจัดตั้งบริษัท WHA Utilities and Power (WHAUP ที่ WHA ถือหุ้น 71.59%) เพื่อดูแลธุรกิจด้านสาธารณูปโภคและพลังงานใน และล่าสุดปี 2022 มีการจัดตั้งบริษัท WHA Digital เพื่อพัฒนาโครงการและดำเนินงานด้านดิจิทัล และโอนย้ายธุรกิจการให้บริการโครงข่ายสายเคเบิลใยแก้วนำแสง FTTx และธุรกิจให้บริการเช่าเสาโทรคมนาคม

ปัจจุบัน WHA สามารถแบ่งธุรกิจได้เป็น 4 กลุ่มคือ

1.ธุรกิจโลจิสติกส์ (Logistics Business) : แบ่งรูปแบบหลักได้เป็น 1.พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อรายได้ค่าเช่าและบริการ ส่วนใหญ่เป็นอาคารคลังสินค้าและศูนย์กระจายสินค้า (Warehouse) และ อาคารโรงงาน (แบบ Build-to-Suit,Ready-Build) ณ 1Q24 มีพื้นที่ภายใต้การดูแลของกลุ่ม WHA (รวมที่ขายให้กองทุนต่างๆอย่าง WHART,WHABT,HPF และ WHAIR และส่วนที่ยังไม่ได้ขาย) อยู่ที่ 2.96 ล้านตร.ม. ซึ่งมีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากระดับ 0.5 ล้านตร.ม. ในปี 12 และมีโครงการอื่นๆเช่น อาคารนักงานให้เช่า ร้านค้าปลีก และศูนย์ข้อมูล (Data Center) 2.พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อจำหน่าย โดยนำอาคารในกลุ่มที่ 1 มาขายให้กองทุน WHART และ WHAIR เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการในอนาคตของกลุ่ม WHA

นอกจากนี้ปัจจุบันมีการลงทุนในโครงการ Green Logistic ที่เป็นการให้บริการด้านยานยนต์ไฟฟ้าครบวงจร เช่นการให้บริการรถขนส่งไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ การติดตั้งระบบชาร์จ สถานีชาร์จ รวมถึง แพลตฟอร์ม WHA Green Mobility (W-GMP) ที่เพิ่มประสิทธิภาพในการบริการจัดการยานยนต์ไฟฟ้าและแบตเตอรี่ให้กับลูกค้า โดยล่าสุดมีการจัดตั้งบริษัท โมบิลิกส์ จำกัด (Mobilix) มาให้บริการด้านยานยนต์ไฟฟ้าเพื่อตอบโจทย์ลูกค้าผู้ให้บริการด้าน โลจิสติกส์ โดย ณ สิ้น 1Q24 มีลูกค้าเซ็นสัญญาเช่าซื้อยานยนต์ไฟฟ้า (รถ EV) แล้วกว่า 176 คัน ขณะที่เป้าทั้งปีอยู่ที่ 1,000 คัน



Source: Company data

2.ธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรม (Industrial Development Business) : เป็นรายได้หลักของบริษัท (ไม่นับรายได้จากการขายสินทรัพย์ให้กองทุนต่างๆ) ดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการนิคมอุตสาหกรรมหรือเขตประกอบการอุตสาหกรรม เพื่อจำหน่ายที่ดินให้กับผู้ประกอบการที่ต้องการเข้ามาลงทุน ซึ่งปัจจุบัน WHA มีการจัดตั้งนิคม / เขตประกอบการอุตสาหกรรมอยู่ใน 2 ประเทศได้แก่ที่ประเทศไทย จำนวน 12 แห่ง แบ่งเป็นเขต EEC 11 แห่งและที่สระบุรี 1 แห่ง และที่เวียดนาม 1 แห่ง ที่เมือง เหงะอาน (Nghe AN) ที่มีอยู่ 2 เฟส ขณะที่แผนขยายนิคมที่ไทยและเวียดนาม จะมีทั้งก่อสร้างใหม่อย่างเช่นที่จังหวัดสระบุรี (SIL 2) และ ระยอง (ESIE 5) ในประเทศไทย และที่เมือง Thanh Hoa และ Quang Nam ประเทศเวียดนาม และการขยายพื้นที่เฟสใหม่ในนิคมปัจจุบันอย่างเช่น WHA Rayong 36 เฟส 2 หรือ WHA ESIE 3 เฟส 3 เป็นต้น ได้ โดย WHA มีแผนเพิ่มที่ดินใหม่ปีละมากกว่า 2,000 ไร่ต่อปี ภายในปี 2027 ซึ่งจะทำให้ภายในปี 2027 WHA จะมีที่ดินพร้อมขายในประเทศไทยรวมถึง 52,000 ไร่ จากระดับ 43,200 ไร่ ณ สิ้นปี 23 ที่ผ่านมา

ตำแหน่งที่ตั้งนิคมที่ไทยและเวียดนาม

แผนการพัฒนาที่ดินใหม่ในประเทศไทย

Source: Company data

3.ธุรกิจให้บริการด้านสาธารณูปโภคและพลังงาน (Utilities and Power Business) : ให้บริการผ่านบริษัทย่อย WHAUP แบ่งได้เป็น

การให้บริการด้านสาธารณูปโภค (Utilities) ประเภทการจำหน่ายน้ำดิบ ผลิตและจำหน่ายน้ำเพื่ออุตสาหกรรม รวถึงน้ำประเภทอื่นๆเช่น น้ำปราศจากแร่ธาตุ และการบริหารจัดการน้ำเสีย ให้แก่ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมในนิคมอุตสาหกรรมและเขตประกอบการอุตสาหกรรมทั้งในประเทศไทยและที่เวียดนาม โดยที่ไทยมีกำลังการผลิตน้ำเพื่ออุ ตสาหกรรมจำนวน 0.383 ล้านลูกบาศ์กเมตร/วัน และมีความสามารถในการบำบัดน้ำเสียจำนวน 0.135 ล้านลูกบาศ์กเมตร/วัน ส่วนที่เวียดนามมีกำลังการผลิต 18 ล้านลูกบาศ์กเมตร/ปี ที่ นิคมเหงะอาน และมีการถือหุ้นในกิจการน้ำประปาในเวียดนามเพิ่ม 2 แห่งคือบริษัท เก๋อ หล่อ วอเตอร์ ซัพพลาย (Cua Lo Water Supply WHAUP ถือหุ้น 47%) มีกำลังการผลิต 8.4 ล้านลูกบาศ์กเมตร/ปี และบริษัท ดวง ริเวอร์ เซอร์เฟส วอเตอร์แพลนท์ (WHAUP ถือหุ้น 34%) มีกำลังการผลิต 109 ล้านลูกบาศ์กเมตร/ปี

การให้บริการด้านพลังงาน (Power) ทั้งในรูปแบบที่ดำเนินการเองในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ปัจจุบันมีการเซ็นสัญญาโครงการ Private PPA สะสมรวม 242 MW และมีการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แล้ว 125 MW นอกจากนี้ยังมีโครงการที่ได้รับการคัดเลือกในรูปแบบ Feed in Tariff เฟส 1 จำนวน 5 โครงการมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น 125.4 MW ซึ่งคาดว่าจะเซ็นสัญญาได้ทั้งหมดภายในปี 24 นี้ (1Q24 มีการเซ็นสัญญาบางส่วนแล้ว) ส่วนที่เหลือเป็นการถือหุ้นในโรงไฟฟ้าที่มีการผลิตและจำหน่ายแล้วโดยร่วมถือหุ้นกับผู้ประกอบการรายใหญ่ไม่ว่าจะเป็น GPSC, GULF, GUNKUL, BGRIM โดยรวมแล้ว ณ สิ้น 1Q24 มีกำลังการผลิตรวม 675 MW โดยภายในปี 24 WHA ตั้งเป้ามีสัญญาขายไฟฟ้ารวม 1,000 MW

ตำแหน่งที่ตั้งนิคมที่ไทยและเวียดนาม

Source: Company data

4.ธุรกิจให้บริการด้านดิจิทัล (Digital business) : ให้บริการด้านดิจิทัลโซลูชันผ่านบริษัทย่อย WHA digital เพื่อช่วยในการเปลี่ยนถ่ายองค์กรสู่ดิจิทัลให้เป็น Technology Company ซึ่งมีการปรับเปลี่ยนในส่วนของ WHA เอง รวมถึงการให้บริการด้านดิจิทัลให้กับลูกค้าที่อยู่ในนิคม WHA ด้วย ทั้งนี้ปัจจุบัน WHA มีการใช้เทคโนโลยีมาขับเคลื่อนองค์กรผ่านใต้โครงการ “Mission to the SUN” ผ่าน 9 โครงการในการทรานสฟอร์มธุรกิจสู่ดิจิทัล เช่นโครงการ Green Logistic ตามที่กล่าวไปในกลุ่มธุรกิจ Logistics ข้างต้น

ภาพรวมโครงการ Mission to The Sun

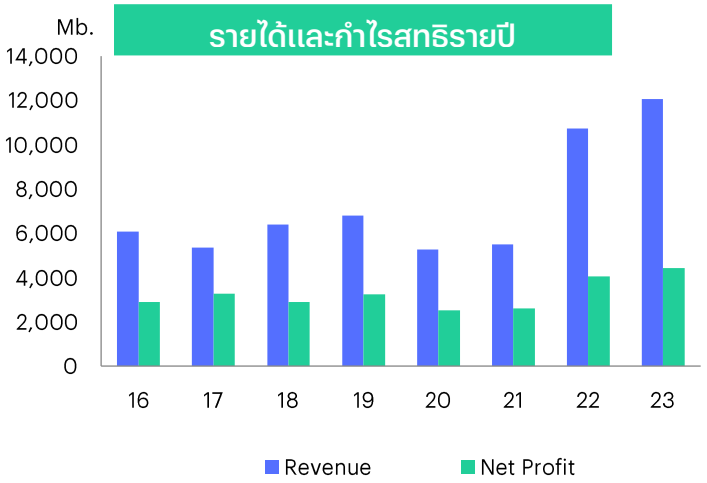
Source: Company data

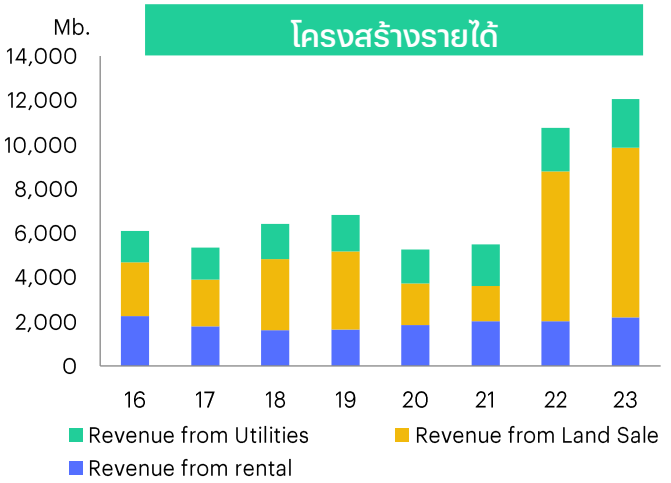
Stock Update

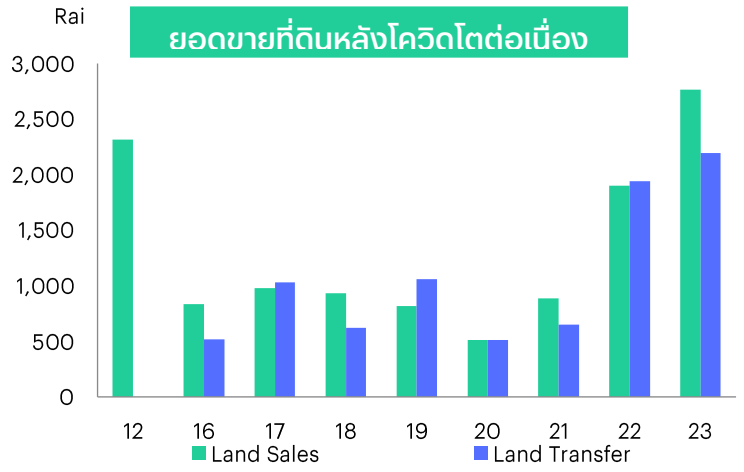
26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

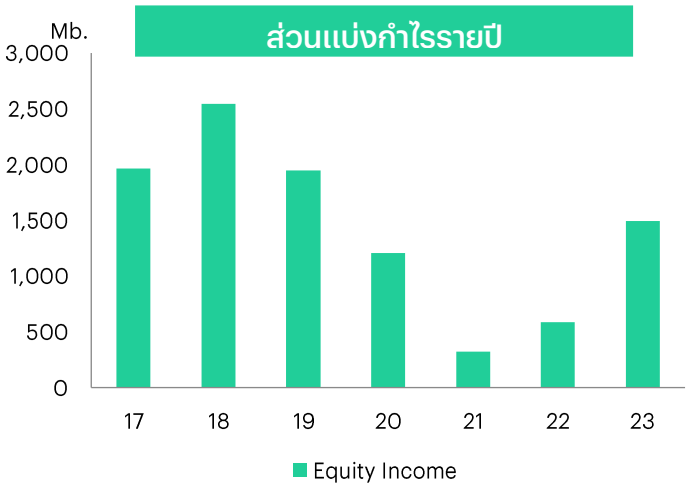
หลังโควิด ธุรกิจอยู่ในช่วงขาขึ้น

ภาพรวมผลประกอบการของ WHA เห็นการเติบโตได้ต่อเนื่องหลังผ่านพ้นช่วงโควิดที่เกิดในปี 20 โดยรายได้เพิ่มขึ้นมาทำสถิติสูงสุดที่ 12,054 ล้านบาทในปี 23 จาก 5,263 ล้านบาทในปี 20 (รายได้ที่ไม่รวมการขายสินทรัพย์เข้ากองทุน) ซึ่งเป็นผลจากการที่ปริมาณการโอนที่ดินเพิ่มขึ้นทุกปีจากระดับ 515 ไร่ในปี 20 เป็น 2,197 ไร่ในปี 23 ขณะที่ธุรกิจ Logistics มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องเช่นกันจากที่มี พื้นที่ให้เช่าทั้งหมด 2.49 ล้านตร.ม.ในปี 20 มาเป็น 2.94 ล้านตร.ม. ในปี 23 จากผลดีดังกล่าวทำให้ในแง่กำไรสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน จากระดับ 2,524 ล้านบาทในปี 20 มาเป็น 4,426 ล้านบาทในปี 23 แต่สิ่งที่ค่อนข้างผันผวนคือส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน เพราะธุรกิจโรงไฟฟ้าในอดีตมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพราะมีหนี้สินสกุลต่างประเทศค่อนข้างมาก









Source: Company data

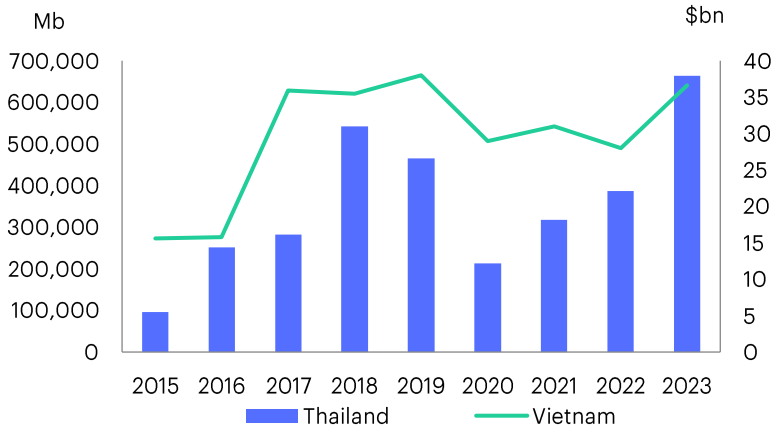
สงครามการค้าสหรัฐฯ-จีน เป็นโอกาสที่ดีกับ WHA

สาเหตุที่ยอดขายที่ดินหลังโควิดมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่ อเนื่อง นอกเหนือจากการกระจายความเสี่ยงจากการใช้ประเทศจีนเป็นฐานการผลิตแล้ว ยังมีประเด็นเรื่องความรุนแรงของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน หลังจากการขึ้นมาของโดนัลด์ ทรัมป์ที่ขึ้นเป็นประธานาธิบดีของสหรัฐฯระหว่างปี 16-20 ทำให้ผู้ประกอบการหลายรายเริ่งย้ายฐานการผลิตออกมาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะประเทศไทยและเวียดนามที่เป็นเป้าหมายในการย้ายฐานการผลิตออกมา เห็นได้จากตัวเลขการลงทุนทางตรง (Foreign Direct Investment: FDI) ที่เพิ่มขึ้นทั้งที่ประเทศไทยและเวียดนาม ทำให้ยอดขายที่ดินมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะในปี 22 -23 ที่ผ่านมา ขณะที่ปัจจุบันจะมีการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯขึ้นในช่วงปลายปี 24 (สำหรับดำรงตำแหน่งในปี 24 -28) ผู้สมัครที่มีคะแนนนำได้แก่ นาย โดนัล ทรัมป์ ซึ่งมีแนวนโยบายหันมาให้ความสำคัญกับเศรษฐกิจภายในประเทศสหรัฐฯ เป็นหลัก เราจึงมองว่าอาจจะทำให้สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯกับ จีน มีโอกาสที่จะกลับมารุนแรงอีกครั้ง ซึ่งนโยบายรูปแบบหนึ่งที่ใช้ได้คือการเรียกเก็บภาษี นำเข้าจากจีนที่เคยใช้มาแล้วสมัยดำรงตำแหน่งสมัยแรก

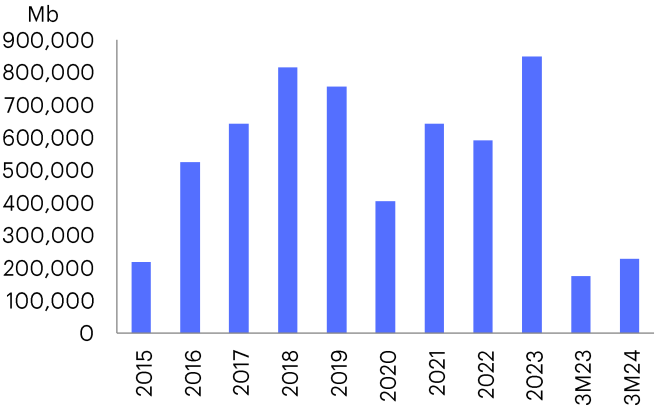
Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

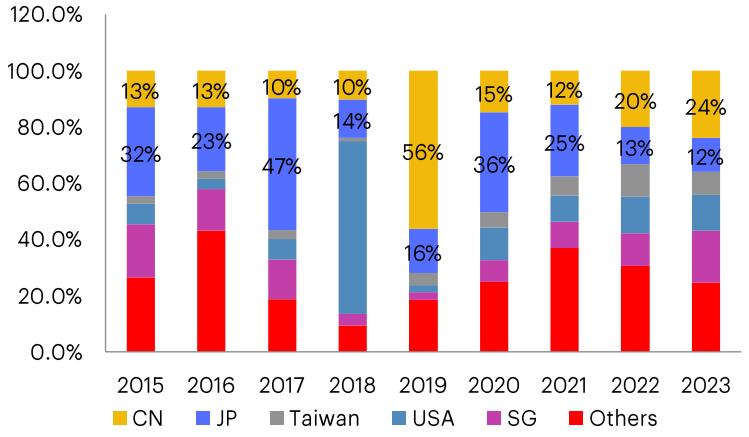
FDI รายปี ไทยและเวียดนาม



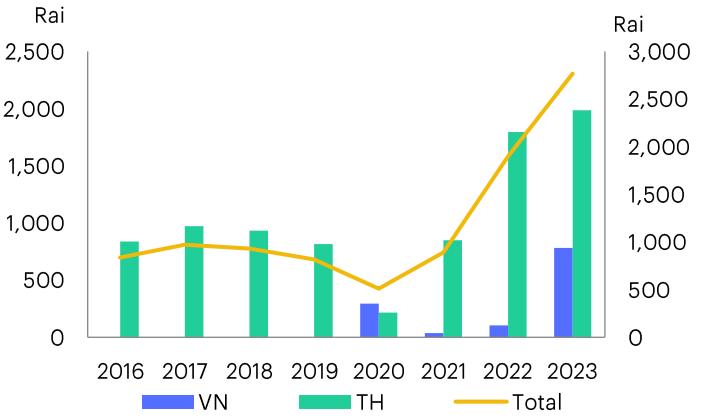
ยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนในประเทศไทย



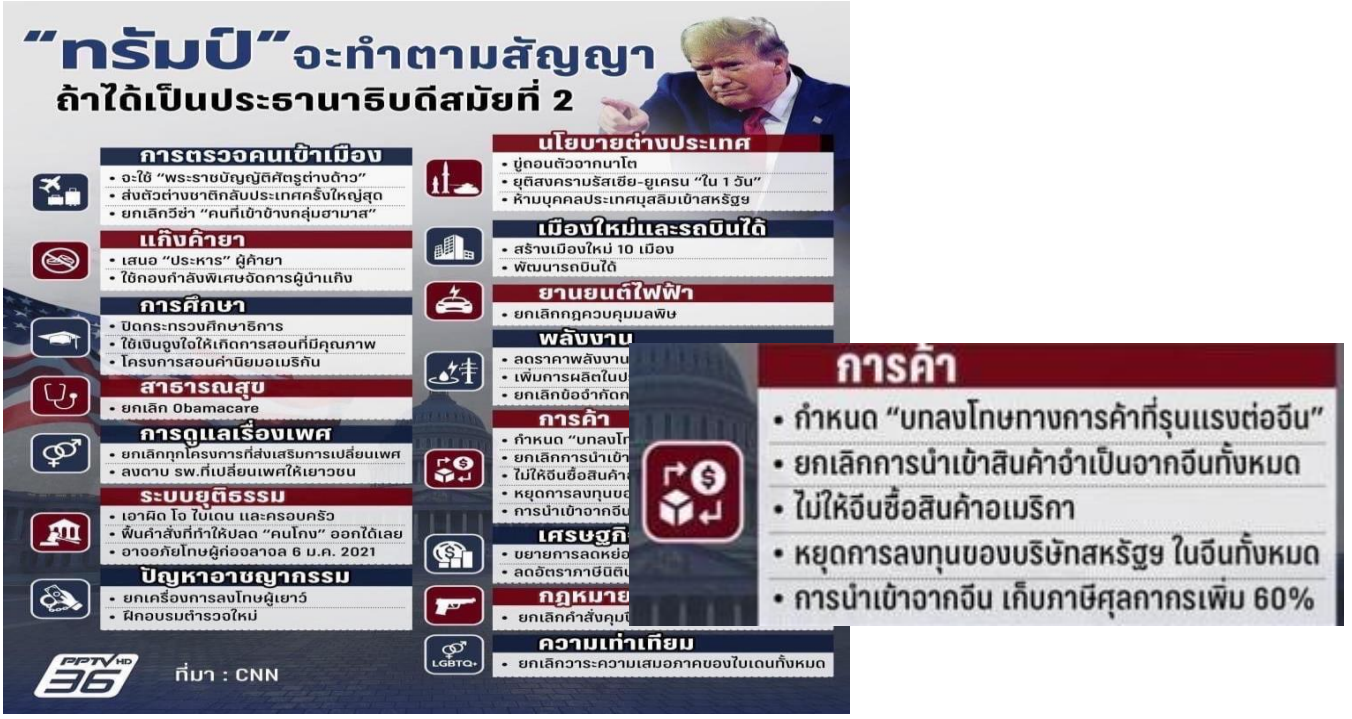
แหล่งเงินทุนที่ยื่นขอ FDI



ยอดขายที่ดินที่ไทยและเวียดนามรายปี



Source: Company data,BOI



Source: PPTV,CNN

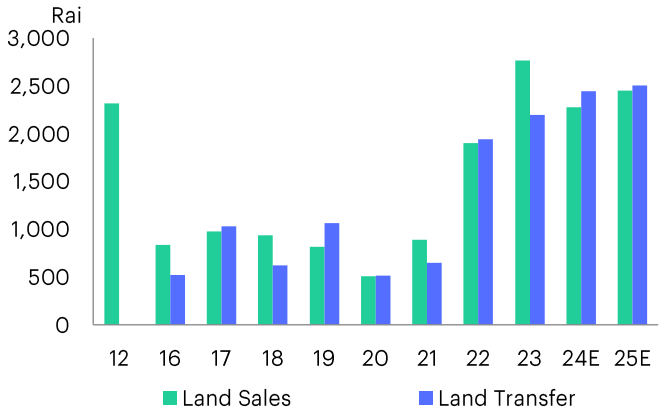
Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

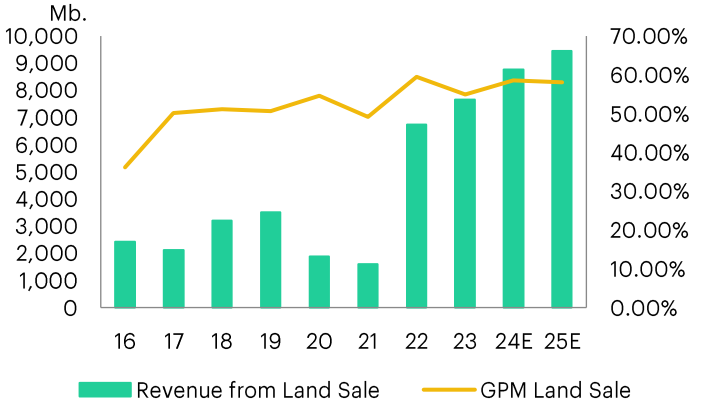
WHA ตั้งเป้ายอดขายที่ดิน 2,275 ไร่ในปี 24 แต่อาจจะปรับขึ้นหลังยังมีความต้องการอยู่อีกมาก ส่วนการโอนที่ดินคาดทั้งปีโอนกว่า 2,400 ไร่

สำหรับเป้ายอดขายที่ดินในปี 24 นี้ WHA ตั้งเป้าไว้ที่ระดับ 2,275 ไร่ (ไทย 1,650 ไร่ และเวียดนาม 625 ไร่) โดยในช่วง 1H24 ขายได้แล้วจำนวน 1,049 ไร่ (มีเซ็นสัญญา LOI ค้างอยู่อีก 600 ไร่) ขณะที่แนวโน้มในช่วง 2H24 คาดว่ายังมีลูกค้าที่อยู่ระหว่างเจรจาอยู่โดยเฉพาะกลุ่ม Data Center ที่มีความต้องการสูงถึง 800 ไร่ (แบ่งการลงทุนเป็น 2 ช่วง ช่วงละ 400 ไร่) ทาง WHA จึงอาจจะมีการปรับประมาณการขึ้น ทั้งนี้เบื้องต้นเราประเมินยอดขายที่ดินจะอยู่ที่ 2,275 ไร่เท่ากับเป้าของทางผู้บริหาร แต่คาดยอดโอนที่ดินขึ้นจากปี 23 จำนวน 11%YoY มาอยู่ที่ระดับ 2,400 ไร่ สาเหตุที่ยอดโอนสูงกว่ายอดขายเพราะส่วนหนึ่งเป็น Backlog ที่ยกมาจากสิ้นปี 23 และทำให้รายได้จากการขายที่ดินคาดไว้ที่ 8,761 ล้านบาท (+14%YoY) ขณะที่กำไรขั้นต้นคาดไว้ที่ 58-59% ยืนสูงได้เพราะมีการปรับราคาที่ดินเพิ่ม แต่ที่ดินที่รับรู้เข้ามายังเป็นที่ดินต้นทุนเดิมอยู่ (คาดได้ผลดีอีก 1-2 ปี ก่อนกำไรขั้นต้นธุรกิจการขายที่ดินจะกลับสู่ปกติที่ 50 -55%)

ยอดขายและยอดโอนที่ดินของ WHA



รายได้และกำไรขั้นต้นธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม

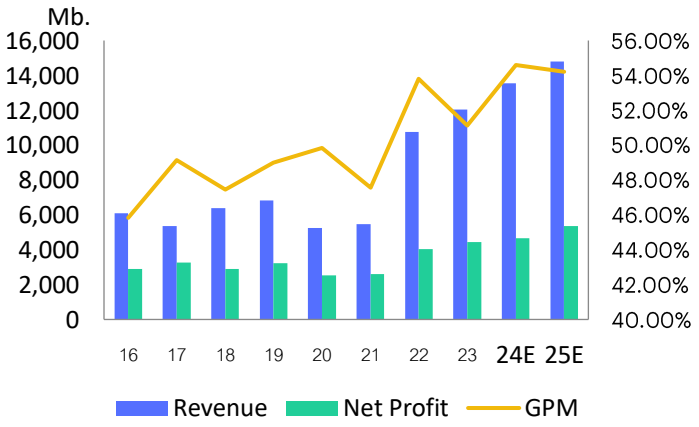


Source: Company data

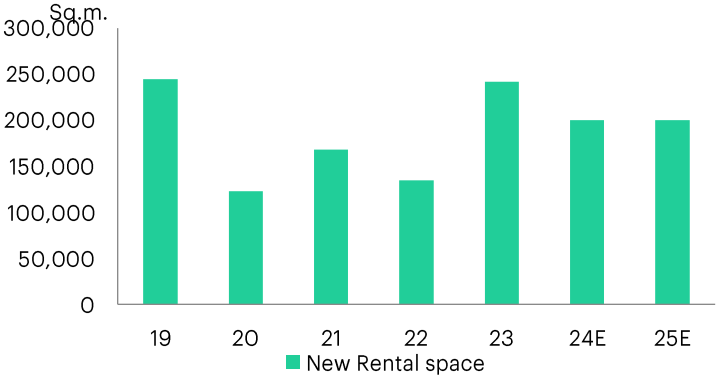
ประเมินรายได้รวมปี 24 เพิ่มขึ้น 11%YoY มาอยู่ที่ 13,408 ล้านบาท

ด้วยรายได้จากธุรกิจการขายที่ดินที่เติบโตดี รวมกับธุรกิจ Logistic ที่คาดว่าจะมีพื้นที่เช่าเพิ่มประมาณ 200,000 ตร.ม. ขณะที่การขายสินทรัพย์เข้ากองทุนที่ถูกเลื่อนออกไปคิดเป็นพื้นที่ประมาณ 173,000 ตร.ม. จะทำให้ WHA ยังคงรับรู้รายได้เข้ามาต่อในปี 24 นี้ ทำให้รวมแล้วเราจึงคาดรายได้อยู่ที่ 13,554 ล้านบาท (+12%YoY) ส่วนกำไรขั้นต้นรวมคาดไว้ที่ 54. 9% มีปัจจัยบวกจากกำไรขั้นต้นของธุรกิจการขายที่ดินที่ยืนสูงตามที่กล่าวไปข้างต้น ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดไว้ที่ 2,264 ล้านบาท (+8%YoY)

รายได้ กำไรสุทธิและกำไรขั้นต้น



พื้นที่เช่าใหม่ของธุรกิจ Logistic

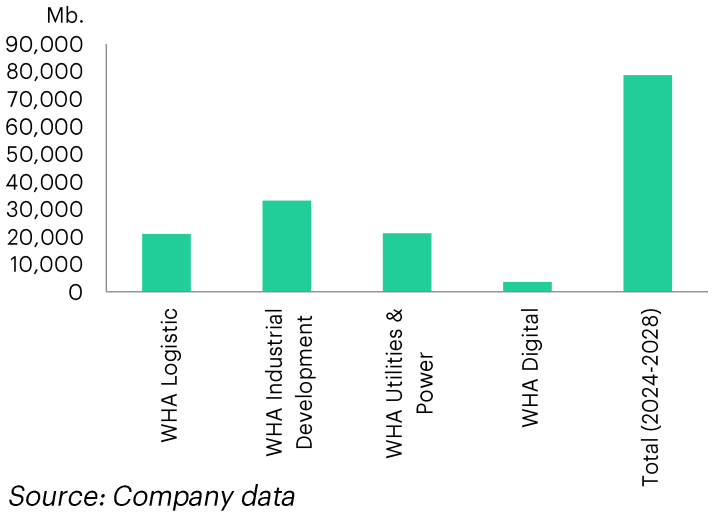


Source: Company data

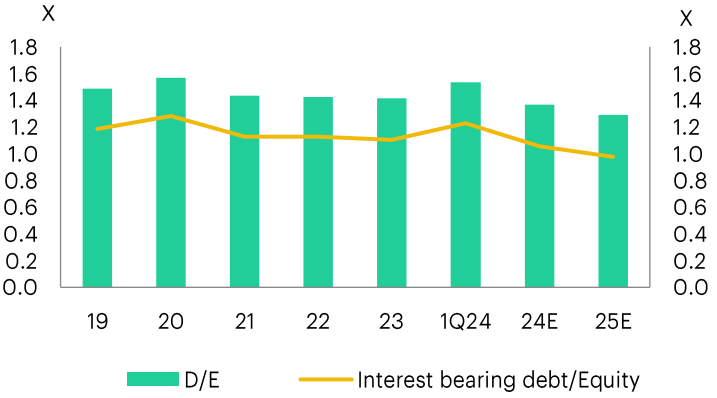
การงดขายสินทรัพย์เข้ากองทุน ไม่กระทบกับฐานะการเงินในปีนี้แต่อย่างใด

สำหรับการงดขายสินทรัพย์อย่างคลังสินค้าทั้งแบบ Built-to-Suit และแบบธรรมดา พื้นที่รวมกว่า 173,000 ตร.ม. เข้ากองทุน WHART มูลค่ารวมประมาณ 4,259 ล้านบาท (สัดส่วนของ WHA กับ JV ในสินทรัพย์ดังกล่าว คือ 43:57) ทางผู้บริหารคาดว่าไม่กระทบกับแผนลงทุนที่มีปีละประมาณ 15,700 ล้านบาทแต่อย่างใด (WHA มีแผนลงทุนในทุกๆ ธุรกิจรวม 78,700 ล้านบาทระหว่างปี 24-28) เนื่องจากยังสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินมาชดเชยได้ เพราะอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (Interest bearing Debt/Equity) ณ สิ้น 1Q24 ยังอยู่ในระดับต่ำเพียง 1.23 เท่า

งบลงทุนรายธุรกิจระหว่างปี 24-28



อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน



Source: Company data

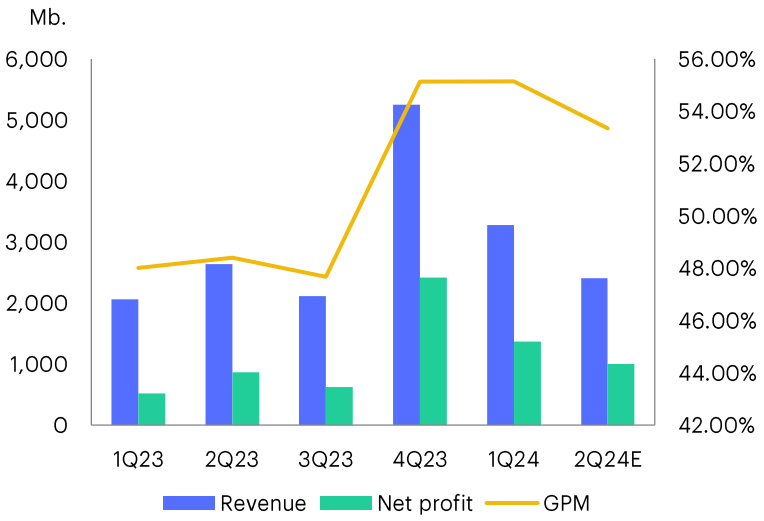
ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 25 อยู่ที่ 6.10 บาท เริ่มคำแนะนำด้วย “ซื้อ”

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ WHAอยู่ที่ 6.10 บาท อ้างอิง PER ระดับ 17 เท่า (ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) โดยใช้ค่า EPS สำหรับปี 25 ที่จำนวน 0.36 บาท/หุ้น และเริ่มคำแนะนำด้วย “ซื้อ”ด้วยปัจจัยบวกจากการเป็นผู้ประกอบการที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่จะได้รับประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตจากจีน รวมถึงผลประกอบการที่คาดว่าปี 24 จะทำสถิติสูงสุดได้ใหม่อีกครั้ง

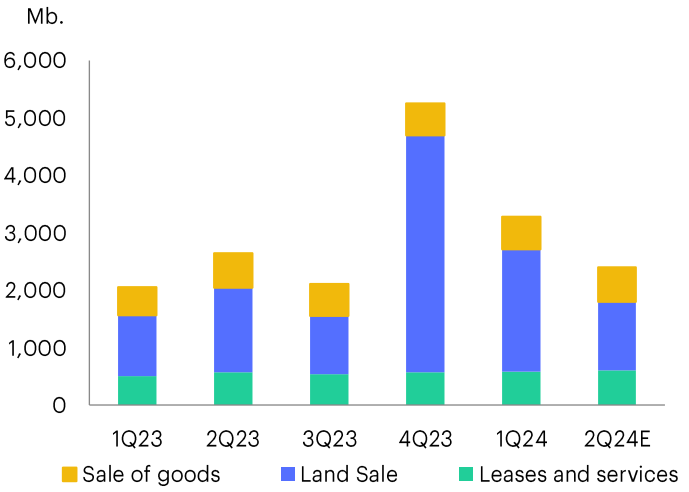
Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

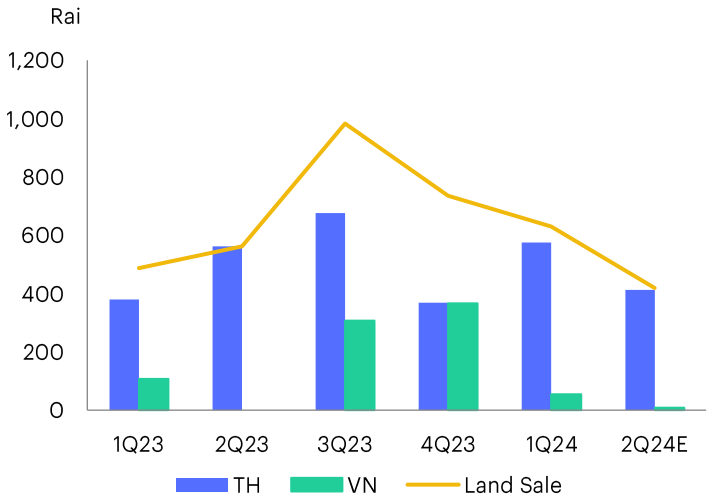
รายได้ กำไรสุทธิ และกำไรขั้นต้นรายไตรมาส



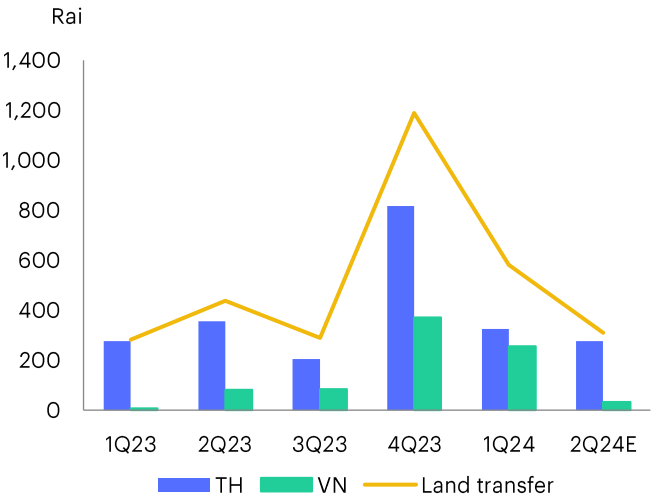
สัดส่วนรายได้รายธุรกิจ



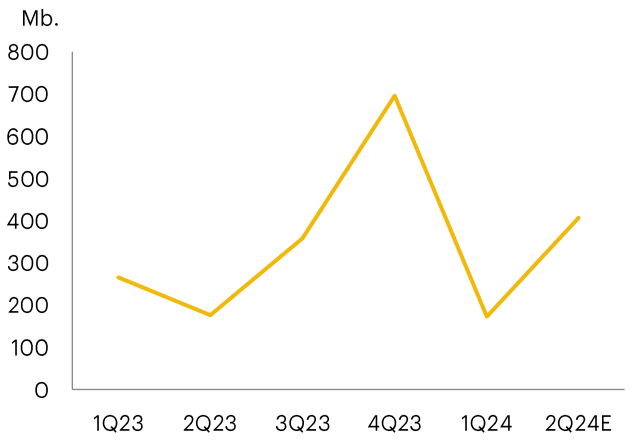
ยอดขายที่ดินรายไตรมาส



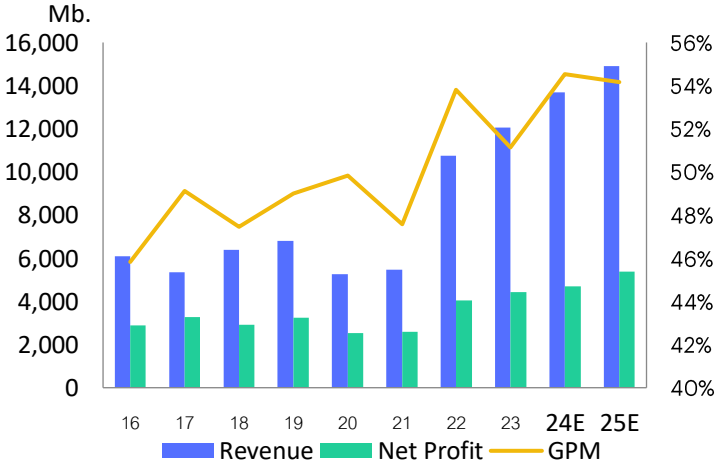
ยอดโอนที่ดินรายไตรมาส



ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน



รายได้ กำไรสุทธิ และกำไรขั้นต้นรายปี



Source: Company data

Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	7,169	6,578	6,588	7,903
Accounts receivable	559	686	752	820
Inventories	10,690	11,310	12,309	13,423
Other current assets	712	720	833	904
Total current assets	**19,130**	**19,295**	**20,483**	**23,050**
Invest. in subs & others	23,683	26,702	26,702	26,702
Fixed assets - net	7,829	8,852	9,741	10,582
Other assets	35,659	35,376	35,919	36,490
Total assets	**86,302**	**90,225**	**92,845**	**96,824**
Short-term debt	13,113	10,713	11,757	13,054
Accounts payable	2,947	3,884	4,110	4,518
Other current liabilities	338	499	517	566
Total current liabilities	**16,398**	**15,096**	**16,384**	**18,138**
Long-term debt	27,078	30,407	29,657	29,338
Other liabilities	7,214	7,400	7,605	8,002
Total liabilities	**50,690**	**52,903**	**53,646**	**55,478**
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495
Premium-on-share	15,266	15,266	15,266	15,266
Others	3,026	2,537	2,537	2,537
Retained earnings	12,263	14,189	16,066	18,213
Non-controlling interests	3,562	3,835	3,835	3,835
Total equity	**35,612**	**37,322**	**39,199**	**41,346**
Total liabilities & equity	**86,302**	**90,225**	**92,845**	**96,824**

Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	10,744	12,054	13,677	14,914
Cost of goods sold	(4,964)	(5,890)	(6,219)	(6,835)
Gross profit	**5,780**	**6,164**	**7,458**	**8,079**
SG&A	(1,982)	(2,105)	(2,284)	(2,461)
Other income / (expense)				
EBIT	**3,798**	**4,059**	**5,174**	**5,618**
Depreciation	611	709	754	741
EBITDA	**6,604**	**7,652**	**7,934**	**8,743**
Finance costs	(1,126)	(1,235)	(1,208)	(1,210)
Other income / (expense)	1,610	1,388	983	1,259
Earnings before taxes (EBT)	**4,282**	**4,213**	**4,950**	**5,668**
Income taxes	(546)	(659)	(597)	(679)
Earnings after taxes (EAT)	**3,736**	**3,554**	**4,352**	**4,988**
Equity income	585	1,496	1,023	1,125
Non-controlling interests	(276)	(624)	(684)	(746)
Core Profit	**4,046**	**4,426**	**4,691**	**5,368**
FX Gain/Loss & Extraordinary	(19)	6		
Net profit	**4,065**	**4,420**	**4,691**	**5,368**
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	4,422	4,998	3,328	4,020
CF from investing	(39)	(3,767)	(2,050)	(2,050)
CF from financing	(808)	(1,929)	(1,265)	(655)
Net change in cash	3,575	(698)	13	1,315

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36
Core EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36
DPS (Bt)	0.17	0.18	0.19	0.22
BVPS (Bt)	2.4	2.5	2.6	2.8
EV per share (Bt)	5.7	6.8	7.4	7.4
PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
Core PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
PBV (x)	1.5	1.8	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	12.9	13.3	13.9	12.6
Dividend Yield (%)	4.8	4.1	3.7	4.3

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	53.8	51.1	54.5	54.2
EBITDA margin	61.5	63.5	58.0	58.6
EBIT margin	35.3	33.7	37.8	37.7
Net profit margin	37.8	36.7	34.3	36.0
ROA	4.7	4.9	5.1	5.5
ROE	11.4	11.8	12.0	13.0

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.3	1.3
Quick ratio (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Int.-bearing Debt/Equity (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Net Debt/Equity (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Interest coverage (x)	3.4	3.3	4.3	4.6
Inventory day (days)	786	701	722	717
Receivable day (days)	19	21	20	20
Payable day (days)	217	241	241	241
Cash conversion cycle	588	481	501	496

Growth (%, YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	96.0	12.2	13.5	9.0
EBITDA	24.2	15.9	3.7	10.2
EBIT	278.4	6.9	27.5	8.6
Core profit	56.2	9.4	6.0	14.4
Net profit	56.9	8.7	6.1	14.4
EPS	56.9	8.7	6.1	14.4

Source : Company Data, Pi Research

Stock Update

26 JULY 2024 **WHA** **WHA Corporation PCL**

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสารวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกากับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสารวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสารวจนี้ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิส
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่ มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้นำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย