

EQUITY TALK

RESULT NOTE

ยอดโอนที่ดินลดลง เนื่องจาก 4Q66 ฐานสูง

ประเมินกำไร 4Q67 ที่ 1,393 ล้านบาท (-42%YOY) โดยมีปัจจัยกดดันจากยอดโอนที่ดินที่ทำได้รวมกัน 499 ไร่ ต่ำกว่า 4Q66 ที่เคยทำได้ 1,143 ไร่ ประกอบกับ ASSET MONETIZATION ลดลงจาก 3,566 ล้านบาท เหลือ 1,065 ล้านบาท ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินรายได้จากธุรกิจนิคมปี 2568 สดใส ได้แรงหนุนจากการโอนที่ดินในไทยราวๆ 2,000 ไร่ และราคาขายที่ดินยังสูงขึ้นต่อเนื่องราวๆ 5 – 10% YOY

แนวโน้มผลประกอบการ 4Q67 ที่ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน อาจกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น แต่ด้วยแนวโน้มระยะยาวที่ยังสดใส ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำการลงทุน OUTPERFORM ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง HISTORICAL PER 10 ปี ที่ 19 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 6.90 บาท

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ลบ)	4,046	4,426	4,747	5,500	5,839
EPS (บาท)	0.27	0.30	0.32	0.37	0.39
PER (เท่า)	17.6	16.1	15.0	12.9	12.2
DPS (บาท)	0.17	0.18	0.21	0.22	0.24
Dividend Yield (%)	3.51%	3.86%	4.34%	4.64%	5.01%
BVS (บาท)	2.14	2.24	2.43	2.65	2.89
PBV (เท่า)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (เท่า)	15.7	13.8	12.2	10.3	9.3
ROE (%)	12.9%	13.5%	13.6%	14.5%	14.1%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 4.62 บาท

แนวต้าน : 5.55/6.20 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่แย่กว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือแย่กว่า SET INDEX



5 กุมภาพันธ์ 2568

WHA

Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท) 4.76

ราคาเป้าหมาย (บาท) 6.90

Upside (%) 44.9

Dividend Yield (%) 4.34

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.37	0.37	-1%
2569F	0.39	0.39	0%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	Yes
ที่มา: SET	

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

อนุชิต เอื้ออารักษ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

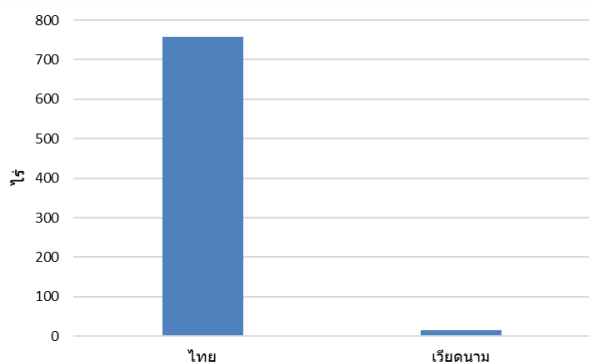
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 128103

EQUITY TALK

กำไร 4Q67 ลดลง YoY เนื่องจาก 4Q66 สูง

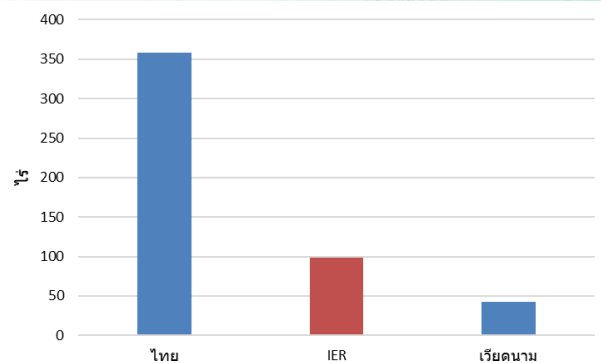
ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรสุทธิ 4Q67 ที่ 1,393 ล้านบาท (+203%QoQ, -42%YoY) โดยรายได้ในส่วนของนิคมเป็นสาเหตุหลักที่ส่งผลให้รายได้รวมลดลงเนื่องจากงวด 4Q67 ยอดโอนที่ดินที่ WHA เป็นเจ้าของ ทำได้ 401 ไร่ เทียบ 4Q66 ที่โอนได้มากถึง 1,143 ไร่ ประกอบกับ Asset Monetization ทำได้ 1,065 ล้านบาท เทียบกับปี 2566 ที่เคยทำได้ 3,566 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ด้าน gross margin ทำได้ดีขึ้นเนื่องจากราคายางที่คืบคลานขึ้น ปรับเพิ่ม 15 – 20% จากปีก่อนหน้า ประกอบกับทรัพย์สินที่ขายเข้ากอง REIT เป็นสัญญาเช่าระยะยาว (leasehold 60 ปี) จึงไม่มีต้นทุนที่ดิน ด้านส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมประเมินที่ 350 ล้านบาท เนื่องจาก 4Q67 มียอดโอนที่ดินจากบริษัทร่วมทุน 98 ไร่ ต่ำกว่า 3Q67 ที่เคยทำได้ 200 ไร่ ประกอบกับช่วง 3Q67 เป็นช่วงที่เงินบาทอ่อนค่าลง ส่งผลให้ธุรกิจโรงไฟฟ้ามีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 251.2 ล้านบาท ขณะที่ช่วง 4Q67 ที่ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จึงคาดว่าจะไม่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเหมือน 3Q67

ยอด PRE-SALE 4Q67 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

ยอด LAND TRANSFER 4Q67 แยกตามนิคมฯ



ที่มา: WHA

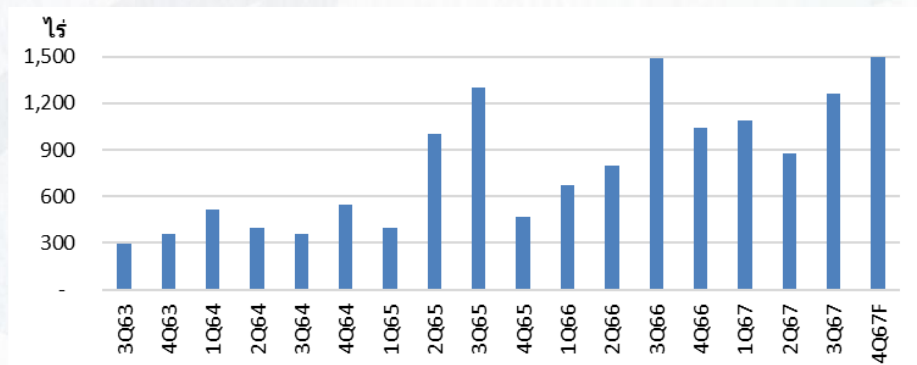
ปี 2568 ยอดโอนที่ดินยังแข็งแกร่ง

ฝ่ายวิจัยประเมินว่า ยอดโอนที่ดินปี 2568 น่าจะอยู่ที่ราวๆ 2,250 – 2,350 ไร่ (+10%YoY) โดยเป็นยอดโอนที่ดินจากไทยราวๆ 2,000 ไร่ และเป็นยอดโอนจากเวียดนาม 200 – 300 ไร่ นอกจากนี้ ระดับ backlog ณ สิ้น 4Q67 อยู่ที่ 1,500 ไร่ โดยเป็นที่ดินของไทยเกือบทั้งหมดและเป็นที่ดินโครงการ IER จำนวน 385 ไร่ ด้วยราคาที่ดินในไทยที่สูงกว่าที่ดินเวียดนาม ประกอบกับแนวโน้มราคายางที่คืบคลานขึ้นสูงขึ้นต่อเนื่องราวๆ 5 – 10% YoY ปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ผลประกอบการจากกลุ่มนิคมฯ ยังมีแนวโน้มดีต่อเนื่องในปี 2568 นอกจากนี้ ธุรกิจอื่นๆ ยังได้อานิสงส์จากการที่มีลูกค้ากลุ่ม Data Center และ Cloud เข้ามามากขึ้น โดยปี 2567 ที่ผ่านมา WHA ได้ลงนามซื้อขายที่ดินให้กับ Google ขนาดราวๆ 400 ไร่ ซึ่งจะช่วย

EQUITY TALK

หุ้นธุรกิจสาธารณูปโภคและธุรกิจพลังงานงานเนื่องจาก Data Center และ Cloud มีปริมาณการใช้น้ำและไฟมากกว่าธุรกิจอื่นๆ หลายเท่าตัว

ระดับ BACKLOG ณ สิ้นไตรมาส



ที่มา: WHA

เหมาะแก่การลงทุนระยะยาวเท่านั้น ให้คำแนะนำ Outperform

ระดับ backlog ที่สูงต่อเนื่อง, gross margin จากการขายที่ดินปี 2568 ที่ยังอยู่ในระดับสูง และ sentiment การย้ายฐานการผลิตที่ได้รับแรงหนุนจากนโยบายภาษีทางการค้าของ Donald Trump ปัจจัยต่างๆ ล้วนเป็นปัจจัยเชิงบวกต่อ WHA อย่างไรก็ดีตาม ผลประกอบการ 4Q67 ที่มีแนวโน้มลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน ปัจจัยดังกล่าว จะกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น แต่ด้วยแนวโน้มระยะยาวที่ยังสดใส ทั้งภาพ Macro และ Micro ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำการลงทุน Outperform ประเมินมูลค่าเหมาะสมอิง Historical PER 10 ปี ที่ 19 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 6.90 บาท โดยจะประกาศงบ 4Q67 วันที่ 21 ก.พ. หลังตลาดปิดและจะมีการจัดประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 24 ก.พ. ช่วงเช้า

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

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

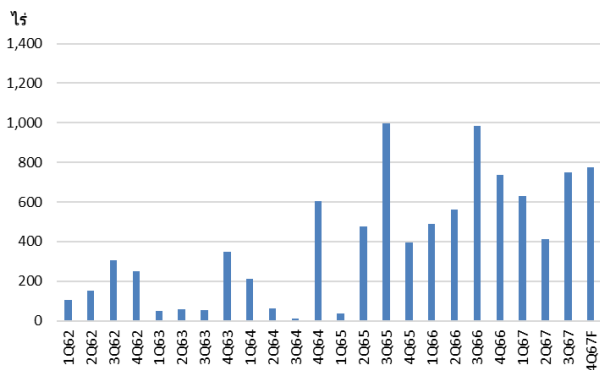
EQUITY TALK

ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

Key Data (ล้านบาท)	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67F	% QoQ	% YoY	2567F	2566	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	2,671	2,116	8,031	3,280	2,322	2,049	4,292	109%	-47%	11,943	14,875	-20%
ต้นทุนขาย	1,391	1,109	4,397	1,471	1,095	1,055	2,059	95%	-53%	5,679	7,967	-29%
กำไรขั้นต้น	1,281	1,006	3,633	1,808	1,228	994	2,233	125%	-39%	6,263	6,908	-9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	437	443	815	443	449	426	719	69%	-12%	2,036	2,105	-3%
ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม	175	358	696	173	610	770	350	-55%	-50%	1,903	1,496	27%
EBIT	1,421	1,193	3,367	2,016	1,799	1,201	2,064	72%	-39%	7,080	6,943	2%
กำไรสุทธิ	866	623	2,414	1,365	1,289	459	1,393	203%	-42%	4,506	4,426	2%
Norm Profit	866	623	2,414	1,365	1,289	459	1,393	203%	-42%	4,506	4,426	2%
Gross Margin (%)	47.9%	47.6%	45.2%	55.1%	52.9%	48.5%	52.0%			52.4%	46.4%	
SG&A/Sales	14.2%	18.5%	10.3%	11.8%	16.4%	22.3%	16.0%			13.8%	13.8%	
Norm Profit Margin (%)	32.4%	29.4%	30.1%	41.6%	55.5%	22.4%	32.5%			37.7%	29.8%	

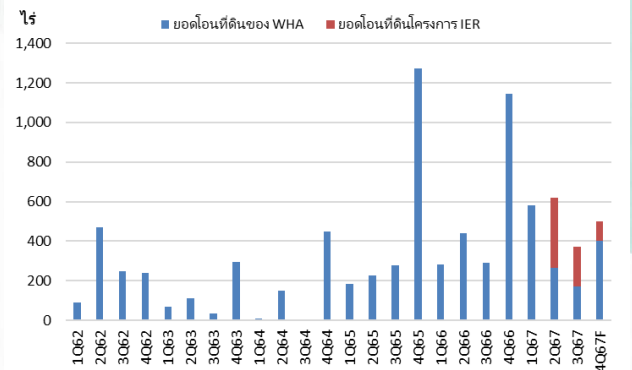
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด LAND PRESALE นิคมฯ WHA รายไตรมาส



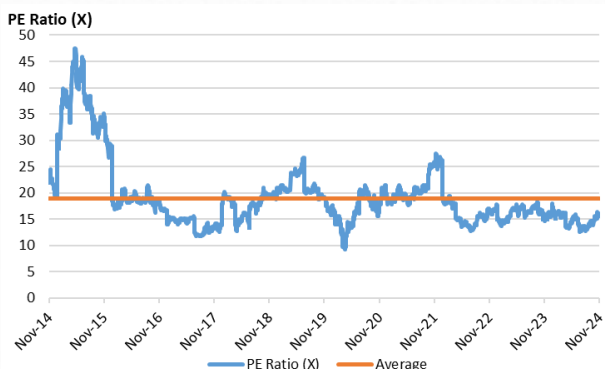
ที่มา: WHA

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 2567-2569 ของ WHA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้รวม	15,519	17,840	20,325	21,691
ต้นทุนขาย	7,967	8,180	9,311	9,961
กำไรขั้นต้น	7,552	9,660	11,014	11,730
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,105	2,676	3,049	3,254
ดอกเบี้ยจ่าย	1,235	1,480	1,462	1,425
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,496	995	1,027	943
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	5,708	6,499	7,530	7,994
ภาษีเงินได้	659	780	904	959
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(624)	(972)	(1,126)	(1,196)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	4,426	4,747	5,500	5,839
EPS	0.30	0.32	0.37	0.39
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	4,426	4,747	5,500	5,839
Norm EPS	0.30	0.32	0.37	0.39
การเติบโตของยอดขาย	3.6%	15.0%	13.9%	6.7%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	9.4%	7.3%	15.9%	6.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	46.4%	51.0%	51.3%	51.4%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	28.5%	26.6%	27.1%	26.9%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67
รายได้ธุรกิจหลัก	8,031	3,280	2,322	2,049
ต้นทุนขาย	4,397	1,471	1,095	1,055
กำไรขั้นต้น	3,633	1,808	1,228	994
ค่าใช้จ่ายในการขาย	815	443	449	426
ดอกเบี้ยจ่าย	317	342	302	388
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	696	173	610	770
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,050	1,674	1,497	813
ภาษีเงินได้	436	142	87	312
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(200)	(168)	(122)	(42)
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	2,414	1,365	1,289	459
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	2,414	1,365	1,289	459
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	279.6%	-59.2%	-29.2%	-11.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	45.2%	55.1%	52.9%	48.5%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	288%	-43%	-6%	-64%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.3	1.5	2.1	2.8
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	24.9	22.6	21.3	20.7
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	1.1	1.0
Gearing Ratio	1.1	0.9	0.8	0.7
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.0%	5.2%	5.9%	6.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	13.5%	13.6%	14.5%	14.1%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ WHA

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	5,708	4,747	5,500	5,839
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	709	526	481	470
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(1,543)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	237	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(113)	(382)	1,225	1,183
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4,998	4,890	7,206	7,491
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(36)	(100)	(100)	(100)
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	-	(400)	(400)	(400)
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(4,346)	213	917	529
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(4,381)	(287)	417	29
เพิ่ม/ลด เงินกู้	887	(4,128)	(430)	(930)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,801)	(1,899)	(2,200)	(2,336)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,914)	(6,026)	(2,630)	(3,266)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(698)	(1,423)	4,993	4,255
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	6,450	5,027	10,019	14,274
ลูกหนี้การค้า	686	892	1,016	1,085
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	12,159	13,812	13,735	13,490
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	70,930	71,192	70,794	70,795
สินทรัพย์รวม	90,225	90,923	95,564	99,643
เจ้าหนี้การค้า	3,637	4,103	4,675	4,989
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	10,713	7,815	6,115	4,415
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	30,407	29,176	30,446	31,216
หนี้สินรวม	52,903	49,780	49,995	49,375
ทุนที่ชำระแล้ว	1,495	1,495	1,495	1,495
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	15,266	15,266	15,266	15,266
กำไรสะสม	14,189	17,037	20,337	23,840
ส่วนของผู้ถือหุ้น	33,487	36,336	39,635	43,139
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,835	4,807	5,934	7,130
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	90,225	90,923	95,564	99,643
สมบัตินำในการกำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	4,395	5,538	5,815	6,106
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	10,479	11,351	13,523	14,609
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	47.2%	55.0%	55.0%	55.0%
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. เอเซีย พลัส