



ปรับลดประมาณยอดขายที่ดินลง

WHA ลดเป้า Presale ปี 2563 เป็น 600 ไร่ เพราะรัฐบาลยังไม่ยกเลิกการกักตัว ฝ่ายวิจัยลดกำไรปี 2563-64 ลง 21.8%-19.5% จากยอดขายที่ดินที่ชะลอ เชื้อการย้ายฐานผลิตยังต้องดำเนินต่อไป แม้จะมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำสหรัฐคนใหม่ หนุนความต้องการที่ดินและกำไรปี 2564 โต 22.8% YoY

ลดเป้า Presale เหลือ 600 ไร่ เพราะยังไม่ปลดล็อกการกักตัว 14 วัน

WHA ลดเป้า Presale ปี 2563 จาก 900 ไร่ ลงมาที่ 600 ไร่ (ไทย 300 ไร่+เวียดนาม 300 ไร่) เพราะรัฐบาลยังไม่เปิดให้เดินทางเข้าประเทศโดยไม่ต้องกักตัว ทำให้นักลงทุนเลื่อนการซื้อที่ดินออกไปที่ปี 2564 เชื้อหากวัคซีน Covid-19 มีผลการรักษาโรคได้จริงจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นการลงทุน ระยะสั้น 4Q63 คาดกำไร WHA สูงสุดในรอบปี หนุนด้วยการขายทรัพย์สินมูลค่า 4.5 พันล้านบาทเข้ากอง WHART และ HREIT บวกกับยอดโอนจะทำให้ได้ดีขึ้น เพราะ WHA ตั้งเป้าโอน 90% จากจำนวน Presale 253 ไร่ ของนิคมฯเวียดนาม ซึ่ง WHA ได้เซ็นสัญญาเข้ามาเพิ่มเมื่อช่วงเดือน ต.ค.ที่ผ่านมา

ลดประมาณการกำไรปี 2563-64 ลง 21.8%-19.5%

กำไร 9M63 คิดเป็นเพียง 40.6% ของประมาณการ จุดด้วยยอด Presale ที่มีเพียง 124 ไร่ จึงลดประมาณการกำไรปี 2563-64 ลง 21.8%-19.5% มาที่ 2 พันล้านบาท และ 2.53 พันล้านบาท ตามลำดับ โดยลดยอดโอนที่ดินปี 2563-64 ลงมาที่ 1.5 พันล้านบาท และ 2.2 พันล้านบาท ตามสมมติฐาน Presale ปี 2563 ลดจากเดิม 600 ไร่ เป็น 460 ไร่ และลดส่วนแบ่งกำไรปี 2563 ลง 39% เพราะความพร้อมจ่ายโรงไฟฟ้า Ghenco-one (สัดส่วน 40% กำลังการผลิต) ได้รับผลกระทบจาก TFRS15 สำหรับแนวโน้มปี 2564 คาดยอด Presale ที่ดินพื้นตัวมาที่ 800 ไร่ เชื้อ Covid-19 น่าจะคลี่คลายและการย้ายฐานผลิตเพื่อลดผลกระทบ Trade War ยังเดินทางต่อ แม้มีการเปลี่ยนแปลงประธานาธิบดีสหรัฐฯ

ราคาหุ้นมีแรงหนุนจากกำไร 4Q63 ที่น่าจะ Outperform

ปัจจุบันราคาหุ้นมี Upside เปิดกว้าง 34.05% จาก FV ที่ประเมินเท่ากับ 3.91 บาท ถึง NAV (Discount 20%) และทิศทางกำไรระยะสั้น 4Q63 จะสูงสุดในรอบปี แนะนำซื้อ

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

| สิ้นสุด 31 ส.ค. | 2561 | 2562 | 2563F | 2564F | 2565F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| กำไรสุทธิ (ลบ) | 2,907 | 3,229 | 2,060 | 2,530 | 3,102 |
| EPS (บาท) | 0.20 | 0.22 | 0.14 | 0.17 | 0.21 |
| PER (เท่า) | 14.5 | 13.3 | 20.8 | 17.0 | 13.8 |
| DPS (บาท) | 0.08 | 0.14 | 0.08 | 0.09 | 0.12 |
| Dividend Yield (%) | 2.85% | 4.62% | 2.64% | 3.24% | 3.97% |
| BVS (บาท) | 1.89 | 2.00 | 2.09 | 2.19 | 2.32 |
| PBV (เท่า) | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

WHA

แนะนำ:

ซื้อ



| | |
|----------------------|--------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท) | 2.92 |
| ราคาเป้าหมาย (บาท) | 3.91 |
| Upside (%) | 34.05 |
| Dividend Yield (%) | 2.64 |
| Total Return (%) | 36.69 |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 43,645 |

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

| EPS (บาท) | ASPS | IAA Cons | % diff |
|-----------|------|----------|--------|
| 2563F | 0.14 | 0.17 | -18% |
| 2564F | 0.17 | 0.20 | -15% |

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ

Anti-corruption Indic = ได้รับการรับรอง

RESEARCH DIVISION
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

เกศศักดิ์ ทวีธีระธรรม,
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

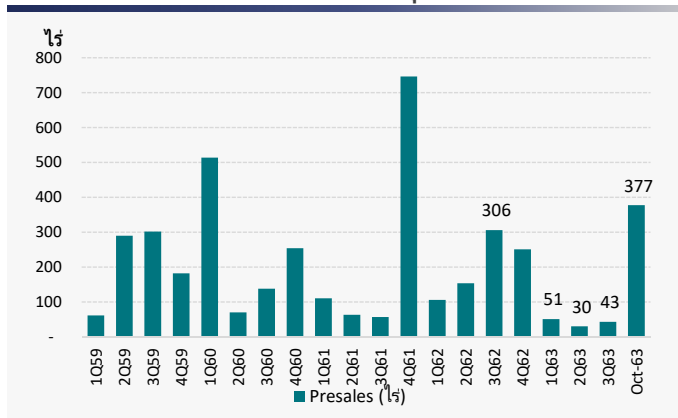
ชัชกร กัศน์ธนนท์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 110507

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

| Key Data (ล้านบาท) | 3Q61 | 4Q61 | 1Q62 | 2Q62 | 3Q62 | 4Q62 | 1Q63 | 2Q63 | 3Q63 | % QoQ | % YoY | 9M63 | 9M62 | % YoY |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| รายได้จากธุรกิจหลัก | 978 | 3,099 | 3,365 | 2,022 | 1,673 | 3,403 | 1,078 | 1,246 | 946 | -24% | -43% | 3,270 | 7,060 | -54% |
| ต้นทุนขาย | 493 | 1,751 | 2,614 | 881 | 916 | 1,989 | 546 | 688 | 486 | -29% | -47% | 1,721 | 4,411 | -61% |
| กำไรขั้นต้น | 485 | 1,348 | 751 | 1,141 | 756 | 1,413 | 532 | 558 | 460 | -18% | -39% | 1,550 | 2,649 | -41% |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร | 348 | 562 | 337 | 494 | 381 | 518 | 311 | 299 | 267 | -10% | -30% | 876 | 1,213 | -28% |
| ส่วนแบ่งกำไรในบริษัทรวม | 567 | 1,059 | 323 | 743 | 404 | 476 | (146) | 485 | 107 | -78% | -73% | 446 | 1,469 | -70% |
| EBIT | 917 | 2,082 | 852 | 1,699 | 947 | 1,757 | 421 | 980 | 858 | -12% | -9% | 2,259 | 3,497 | -35% |
| กำไรสุทธิ | 363 | 1,461 | 407 | 1,052 | 570 | 1,201 | 99 | 542 | 429 | -21% | -25% | 1,070 | 2,028 | -47% |
| Norm Profit | 363 | 1,461 | 277 | 1,052 | 570 | 1,201 | 99 | 542 | 182 | -66% | -68% | 824 | 1,899 | -57% |
| Gross Margin (%) | 49.6% | 43.5% | 22.3% | 56.4% | 45.2% | 41.5% | 49.3% | 44.8% | 48.6% | | | 47.4% | 37.5% | |
| SG&A/Sales | 29.2% | 16.8% | 9.7% | 21.2% | 20.7% | 13.7% | 21.8% | 20.2% | 17.8% | | | 19.9% | 15.8% | |
| Norm Profit Margin (%) | 37.1% | 47.1% | 8.2% | 52.0% | 34.1% | 35.3% | 9.2% | 43.5% | 19.3% | | | 25.2% | 26.9% | |
| Net Gearing (เท่า) | 1.15 | 1.04 | 1.08 | 1.06 | 1.12 | 1.10 | 1.18 | 1.02 | 1.25 | | | 1.02 | 1.06 | |

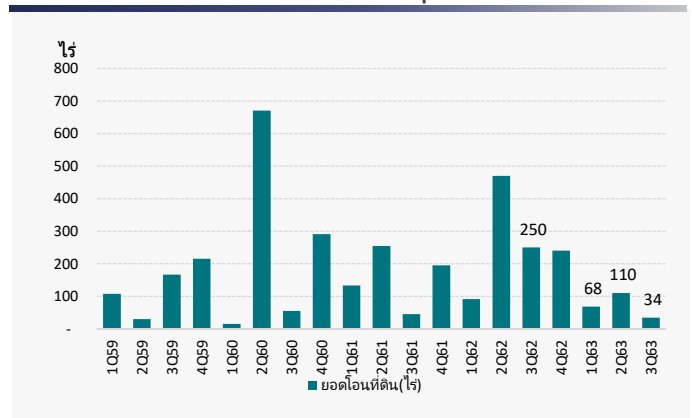
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด Land Presale ที่ดินนิคมฯกลุ่ม WHA รายไตรมาส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอด Land Transfer ที่ดินนิคมฯกลุ่ม WHA รายไตรมาส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

รายละเอียดการปรับประมาณการ

| | ใหม่ | | เดิม | | % เปลี่ยนแปลง | |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|---------------|--------|
| | 63F | 64F | 63F | 64F | 63F | 64F |
| ประมาณการ | | | | | | |
| กำไรสุทธิ (ลบ.) | 2,060 | 2,530 | 2,635 | 3,145 | -21.8% | -19.5% |
| EPS (บาท) | 0.14 | 0.17 | 0.18 | 0.21 | -21.8% | -19.5% |
| วิธีการประเมินมูลค่า | | NAV | NAV | | | |
| Fair Value (บาท) | | 3.91 | 4.89 | | | |
| สมมติฐาน | | | | | | |
| Presale ที่ดิน (ไร่) | 460 | 800 | 600 | 900 | -23.3% | -11.1% |
| รายได้ (ลบ.) | 8,596 | 8,652 | 9,548 | 10,478 | -10.0% | -17.4% |
| ส่วนแบ่งกำไร (ลบ.) | 1,046 | 1,881 | 1,716 | 2,194 | -39.0% | -14.3% |
| Gross Margin | 47.0% | 47.0% | 45.5% | 46.2% | 1.5% | 0.9% |
| SG&A/Sale | 19.0% | 16.0% | 16% | 16% | 3.0% | 0.0% |
| Effective Tax Rate | 14.0% | 15.0% | 12.0% | 15.0% | 2.0% | 0.0% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. การเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวเข้ามา อาจเสี่ยงให้มีการติดเชื้อไวรัสจากกลุ่มเสี่ยง หากต้องกลับไป Lockdown อีกครั้งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่น กัดดันความต้องการที่ดินเพื่อการลงทุนนิคมฯ
2. เนื่องจากกำไรจากการขายสินทรัพย์เข้า REIT ในแต่ละปี มีสัดส่วนที่สูงเทียบกับกำไรทั้งหมด ซึ่งหาก WHA ลดมูลค่าของสินทรัพย์ที่จะขายเข้ากอง WHART ปี 63 จะกระทบต่อประมาณการอย่างมีนัยสำคัญ
3. หากธุรกิจ Logistic Hub ไม่สามารถเพิ่มสัญญาเช่าใหม่ได้ตามเป้าหมาย 2-2.5 แสนตรม. ซึ่งชดเชยไม่ได้กับทรัพย์สินที่ขายเข้ากอง REIT แต่ละปี 1.5-1.7 แสนตรม. จะลด Recurring Income หมดตัวลง

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 ของ WHA

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i> | | | | |
| | 2562 | 2563F | 2564F | 2565F |
| รายได้รวม | 11,440 | 8,596 | 8,652 | 11,165 |
| ต้นทุนขาย | 6,401 | 4,033 | 4,259 | 5,621 |
| กำไรขั้นต้น | 5,039 | 4,563 | 4,394 | 5,544 |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | 1,731 | 1,633 | 1,384 | 1,786 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 986 | 1,090 | 1,169 | 1,137 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม | 1,946 | 1,046 | 1,881 | 1,941 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 4,268 | 2,886 | 3,721 | 4,562 |
| ภาษีเงินได้ | 305 | 404 | 558 | 684 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | (733) | (422) | (633) | (775) |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | - |
| กำไรสุทธิ | 3,229 | 2,060 | 2,530 | 3,102 |
| EPS | 0.22 | 0.14 | 0.17 | 0.21 |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ | 3,100 | 2,060 | 2,530 | 3,102 |
| Norm EPS | 0.21 | 0.14 | 0.17 | 0.21 |
| | | | | |
| การเติบโตของยอดขาย | 26.0% | -24.9% | 0.7% | 29.0% |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ | 6.6% | -33.5% | 22.8% | 22.6% |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 38.8% | 47.0% | 47.0% | 46.7% |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ | 27.1% | 24.0% | 29.2% | 27.8% |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) | | | | |
| | 4Q62 | 1Q63 | 2Q63 | 3Q63 |
| รายได้ธุรกิจหลัก | 3,403 | 1,078 | 1,246 | 946 |
| ต้นทุนขาย | 1,989 | 546 | 688 | 486 |
| กำไรขั้นต้น | 1,413 | 532 | 558 | 460 |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 518 | 311 | 299 | 267 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 282 | 255 | 305 | 263 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม | 476 | (146) | 485 | 107 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 1,475 | 166 | 675 | 595 |
| ภาษีเงินได้ | 128 | 43 | 0 | 86 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | (146) | (24) | (133) | (80) |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | - |
| กำไรสุทธิ | 1,201 | 99 | 542 | 429 |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ | 1,201 | 99 | 542 | 182 |
| | | | | |
| การเติบโตของรายได้ (QoQ) | 103.4% | -68.3% | 15.6% | -24.1% |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 41.5% | 49.3% | 44.8% | 48.6% |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ) | 111% | -92% | 446% | -66% |
| อัตราส่วนทางการเงิน | | | | |
| <i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i> | | | | |
| | 2562F | 2563F | 2564F | 2565F |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า) | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.4 |
| อัตราส่วนหนี้เงินลูกหนี้การค้า (เท่า) | 17.2 | 10.7 | 12.5 | 14.1 |
| อัตราส่วนหนี้เงินสินค้าคงเหลือ (เท่า) | N/A | N/A | N/A | N/A |
| อัตราส่วนหนี้เงินเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 3.7 | 3.1 | 3.8 | 4.0 |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Gearing Ratio | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 4.0% | 2.5% | 3.0% | 3.6% |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 11.4% | 6.8% | 8.0% | 9.3% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

| งบกระแสเงินสด (ล้านบาท) | 2562 | 2563F | 2564F | 2565F |
|---|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i> | | | | |
| กำไรสุทธิ | 3,229 | 2,060 | 2,530 | 3,102 |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 460 | 514 | 498 | 462 |
| รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ | (2,175) | - | - | - |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | - | - | - | - |
| อื่นๆ | 1,039 | - | - | - |
| เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | (505) | (1,834) | (1,600) | (897) |
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ | 2,047 | 740 | 1,428 | 2,667 |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | 573 | (100) | (100) | (100) |
| เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม | (2,525) | (400) | (400) | (400) |
| เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร | (2,487) | (314) | 734 | 781 |
| กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ | (4,439) | (814) | 234 | 281 |
| เพิ่ม/ลด เงินกู้ | 2,885 | 575 | (835) | (1,059) |
| เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | - | 24 | - | - |
| เพิ่ม/ลด วอร์เรนท | 1,898 | - | - | - |
| ลด จ่ายปันผล | (2,868) | (824) | (1,012) | (1,241) |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ | 1,915 | (226) | (1,847) | (2,300) |
| เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ | (491) | (299) | (186) | 647 |
| งบดุล (ล้านบาท) | | | | |
| <i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i> | | | | |
| เงินสดและเทียบเท่าเงินสด | 2,681 | 2,382 | 2,196 | 2,844 |
| ลูกหนี้การค้า | 921 | 688 | 692 | 893 |
| สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ | 13,760 | 14,179 | 15,684 | 17,036 |
| สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน | 64,902 | 65,702 | 65,471 | 65,228 |
| สินทรัพย์รวม | 82,264 | 82,951 | 84,044 | 86,001 |
| เจ้าหนี้การค้า | 3,362 | 2,149 | 2,423 | 3,126 |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น | 14,070 | 13,870 | 12,670 | 10,970 |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว | 25,154 | 25,929 | 26,293 | 26,934 |
| หนี้สินรวม | 49,163 | 48,168 | 47,110 | 46,431 |
| ทุนที่ชำระแล้ว | 1,471 | 1,495 | 1,495 | 1,495 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 13,934 | 13,934 | 13,934 | 13,934 |
| กำไรสะสม | 7,751 | 8,987 | 10,506 | 12,367 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 29,478 | 30,738 | 32,256 | 34,117 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | 3,623 | 4,045 | 4,677 | 5,453 |
| หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 82,264 | 82,951 | 84,044 | 86,001 |
| สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท) | | | | |
| <i>สิ้นสุด 31 ธ.ค.</i> | | | | |
| รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.) | 3,307 | 3,343 | 3,438 | 3,578 |
| รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.) | 5,056 | 3,864 | 4,599 | 6,960 |
| Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์ | 46.3% | 41.5% | 44.8% | 44.9% |
| SG&A / Sales | 15.9% | 19.0% | 16.0% | 16.0% |
| Effective Tax Rate | 7.1% | 14.0% | 15.0% | 15.0% |

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส