

ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น

เสื่อกำลังจะตื่น

ราคาหุ้นที่ Underperform ในช่วงที่ผ่านมา เกิดจากความกังวลต่อการดกเบียดที่เกิดจากการซื้อ HEMRAJ แต่เชื่อว่าปี 2559 จะเริ่มเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ได้เต็มที่มากขึ้น จากดอกเบี้ยที่แนวโน้มลดลง และกำไรจากการขายสินทรัพย์เข้า H-REIT

กำไร 4Q58 เด่นเป็นจุดสูงสุดของปี

งวด 4Q58 มีกำไรสุทธิ 1.78 พันล้านบาท Turnaround QoQ และเติบโต 95% YoY โดยปัจจัยหนุนหลักเกิดจากรายได้การขายอสังหาริมทรัพย์ที่ทำได้สูงถึง 7.7 พันล้านบาท เนื่องจากในงวด 4Q58 มีการขายคลังสินค้าขนาดพื้นที่รวม 1.75 แสนตร.ม. เข้ากองทรัสต์ WHART ทำให้รับรู้รายได้ราว 4.5 พันล้านบาท ส่วนรายได้การขายอสังหาริมทรัพย์ที่เหลือ 3.2 พันล้านบาทมาจากยอดโอนที่ดินนิคมของบริษัทย่อย HEMRAJ ซึ่งทำได้เด่นมาก เพราะมีการโอนทรัพย์สินอสังหาริมทรัพย์ที่ดินของลูกค้ารายใหญ่ เอสเอไอซี มอเตอร์-ซีพี จำกัด ผู้ผลิตและจำหน่ายรถยนต์ค่าย MG สูงถึง 437.5 ไร่ นอกจากนี้ ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจพลังงานงวด 4Q58 เริ่มกลับเข้าสู่ระดับปกติที่ 385 ล้านบาท เพราะไม่ได้รับผลกระทบจากขาดทุนการแปลงค่าอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ของโรงไฟฟ้า Gheco-one เหมือนไตรมาสก่อน

คาดการณ์ปี 2559 เติบโตแรง 63% YoY

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าปี 2559 จะเป็นจุดเริ่มต้นยุครุ่งเรืองของ WHA โดยแรงกดดันจากดอกเบี้ยจ่ายมีแนวโน้มทยอยลดลง หลังจากที่ WHA ได้ปฏิบัติตามแผนการขายสินทรัพย์เพื่อชำระหนี้มาต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นการขาย Non-core Asset, ขายอาคารสำนักงานเข้ากองทรัสต์ WHABT และขายคลังสินค้าเข้า WHART ทำให้ยอดเงินกู้ที่ใช้สำหรับซื้อกิจการ HEMRAJ ที่ 3.2 หมื่นล้านบาท ทยอยปรับลดลงต่อเนื่อง ปัจจุบันคาดว่าจะชำระคืนได้แล้วมากกว่า 40% อีกทั้งในปี 2559 WHA มีแผนที่จะขายโรงงาน/คลังสินค้าให้เข้าของ HEMRAJ เข้ากองทรัสต์ H-REIT คาดมูลค่าขายสูงถึง 7.5-8.5 พันล้านบาท ซึ่งนอกจากจะสามารถนำเงินไปชำระหนี้แล้ว ยังทำให้มีการบันทึกรายได้และกำไรก้อนใหญ่ โดยรวมคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2559 เติบโตโดดเด่น 63% YoY เป็น 5.1 พันล้านบาท

ถือหุ้นใน HEMRAJ เพิ่มขึ้น 98.54%

ภายหลังการทำ Tender Offer หุ้น HEMRAJ รอบที่ 2 เสร็จสิ้นไปเมื่อวันที่ 9 ก.พ. 59 มีผู้มาเสนอขายหุ้นเพิ่ม 5.66% เมื่อรวมกับหุ้นที่ได้จากการทำ Tender Offer รอบแรก ทำให้ปัจจุบัน WHA ถือหุ้นใน HEMRAJ เพิ่มขึ้น 98.54% บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ว่าจะถือหุ้นเกิน 95% สำหรับขั้นตอนต่อไป WHA จะนำหุ้น HEMRAJ ถอนออกจากตลาดฯ และจะทำการซื้อขายวันสุดท้ายในวันที่ 1 มี.ค. 59

เด่นสุดในกลุ่มนิคมฯตอนนี้ แนะนำซื้อลงทุนระยะยาว

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2559 อิง PER 12 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 4.26 มี Upside 48% เมื่อประกอบกับแนวโน้มผลประกอบการที่เติบโตแรงในปี 2559 จึงแนะนำ "ซื้อ" เพื่อลงทุนระยะยาว

| Key Data | FY: ปีค 31 ธ.ค. | FY56A | FY57A | FY58A | FY59F | FY60F |
|--------------------|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| รายได้รวม (ลบ) | | 7,169 | 5,058 | 12,064 | 18,786 | 15,639 |
| กำไรสุทธิ (ลบ) | | 1,463 | 979 | 1,954 | 5,133 | 5,224 |
| Norm Profit (ลบ) | | 1,463 | 979 | 1,837 | 5,133 | 5,224 |
| EPS (บาท) | | 0.16 | 0.10 | 0.14 | 0.35 | 0.36 |
| PER (เท่า) | | 18.1 | 28.4 | 21.1 | 8.1 | 8.0 |
| DPS (บาท) | | 0.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.11 |
| Dividend Yield (%) | | 2.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.8% |
| BV (บาท) | | 0.45 | 0.46 | 1.30 | 1.64 | 2.00 |
| PBV (เท่า) | | 6.36 | 6.20 | 2.21 | 1.76 | 1.44 |
| ROE (%) | | 41.6% | 22.7% | 16.9% | 24.2% | 19.9% |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้น หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธผูกพันใดๆ กับบริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

WHA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 2.88

ราคาเป้าหมาย (บาท): 4.26

Upside : 47.9%

Dividend Yield : 0.0%

Total Return : 47.9%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 41,249

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

| EPS (บาท) | ASPS | IAA Cons | % diff |
|-----------|------|----------|--------|
| 2559F | 0.35 | 0.31 | 15% |
| 2560F | 0.36 | 0.30 | 20% |

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 3 = ดี

Anti-corruption Indic. : 2 = ประกาศเจตจำนง

วรวิษณุ เตียววิศเรศ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 069000

Wansit.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

| Key Data (ล้านบาท) | 1Q57 | 2Q57 | 3Q57 | 4Q57 | 1Q58 | 2Q58 | 3Q58 | 4Q58 | % QoQ | % YoY | 2558 | 2557 | % YoY |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|-------|--------|
| รายได้รวม | 149 | 152 | 180 | 4,577 | 472 | 1,621 | 1,161 | 8,810 | 658.8% | 92.5% | 12,064 | 5,058 | 138.5% |
| ต้นทุนขาย | 37 | 37 | 59 | 3,137 | 252 | 653 | 466 | 6,060 | 1201.0% | 93.2% | 7,431 | 3,269 | 127.3% |
| กำไรขั้นต้น | 111 | 116 | 121 | 1,440 | 220 | 968 | 695 | 2,750 | 295.6% | 91.0% | 4,634 | 1,789 | 159.1% |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร | 28 | 34 | 35 | 187 | 83 | 326 | 194 | 531 | 174.3% | 184.5% | 1,133 | 283 | 300.0% |
| EBIT | 81 | 79 | 86 | 1,252 | 213 | 1,045 | 676 | 2,604 | 285.1% | 108.1% | 4,538 | 1,497 | 203.1% |
| กำไรสุทธิ | 32 | 28 | 5 | 914 | (5) | 226 | (53) | 1,785 | N/A | 95.4% | 1,954 | 979 | 99.6% |
| Norm Profit | 32 | 28 | 5 | 914 | (5) | 109 | (53) | 1,785 | N/A | 95.4% | 1,837 | 979 | 87.7% |
| Gross Margin (%) | 75.0% | 75.9% | 67.4% | 31.5% | 46.6% | 59.7% | 59.9% | 31.2% | | | 38.4% | 35.4% | |
| Norm Profit Margin (%) | 21.3% | 18.4% | 2.9% | 20.0% | -1.0% | 6.7% | -4.5% | 20.3% | | | 15.2% | 19.3% | |

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

รายละเอียดแผนการชำระหนี้ของ WHA

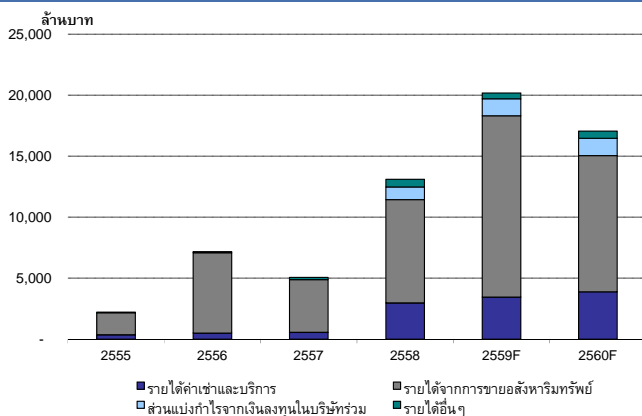
(หน่วย: ล้านบาท)

| รายการ | บริษัท | จำนวนเงินที่ได้รับ | กำหนดจ่ายเงินคืนหนี้ |
|---|--------|--------------------|----------------------|
| แผนการหนี้ในอนาคต | | | |
| 1. ขายคลังสินค้า และโรงงานสำเร็จรูปของ HEMRAJ เข้ากอง REIT ครั้งที่ 1 | HEMRAJ | 7,500 | ภายใน 1H59 |
| 2. กำไรจากผลการดำเนินงานปกติของ HEMRAJ ไตรมาส 2Q58-4Q58(Intercompany Transactio | HEMRAJ | [950-1,100] | N/A |
| 3. นำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงานเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ | HEMRAJ | N/A | 2H59 |
| 4. ขายคลังสินค้า และโรงงานสำเร็จรูปของ HEMRAJ เข้ากอง REIT ครั้งที่ 2 | HEMRAJ | N/A | N/A |
| 5. ขายคลังสินค้าของ WHA เข้ากอง WHART | WHA | 4,000 | ธ.ค. 59 |

ที่มา : WHA, รวบรวมและคาดการณ์โดย ASPS

โครงสร้างรายได้ของ WHA

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ



ที่มา : ASPS

ที่มา : ASPS

- เนื่องจากสินทรัพย์ที่จะขายเข้า H-REIT มีมูลค่าที่สูง ดังนั้นหากมีการปรับราคาขายลงมาจะกระทบต่อประมาณการกำไรปี 2559 ให้ต่ำกว่าคาด
- ในกรณีที่แผนการชำระหนี้ของ WHA มีความล่าช้า จะทำให้ WHA ต้องแบกรับดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมาก

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2559-60 ของ WHA

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) | | | | | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท) | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2557 | 2558 | 2559F | 2560F | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2557 | 2558 | 2559F | 2560F |
| รายได้รวม | 5,058 | 12,064 | 18,786 | 15,639 | กำไรสุทธิ | 979 | 1,954 | 5,133 | 5,224 |
| ต้นทุนขาย | 3,269 | 7,431 | 10,924 | 8,395 | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | (695) | 584 | 514 | 536 |
| กำไรขั้นต้น | 1,789 | 4,634 | 7,862 | 7,244 | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 179 | 775 | 530 | 536 |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | 283 | 1,133 | 1,221 | 1,017 | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | - | - | - | - |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 295 | 2,284 | 2,000 | 1,500 | ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม | (8) | 1,038 | 1,397 | 1,419 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม | (8) | 1,038 | 1,397 | 1,419 | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | (280) | (1,537) | 1,919 | 341 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 1,203 | 2,254 | 6,038 | 6,146 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ | (0) | 1,000 | 7,565 | 6,101 |
| ภาษีเงินได้ | 224 | 87 | 906 | 922 | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | (1,607) | 24 | 1,502 | - |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | - | (213) | - | - | เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม | - | (325) | - | - |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | - | เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร | (2,992) | (32,176) | 1,046 | (809) |
| กำไรสุทธิ | 979 | 1,954 | 5,133 | 5,224 | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ | (4,599) | (32,478) | 2,548 | (809) |
| EPS | 0.10 | 0.14 | 0.35 | 0.36 | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ | 5,303 | 19,492 | (9,776) | (5,000) |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ | 979 | 1,837 | 5,133 | 5,224 | เพิ่ม/ลด เงินกู้ | - | 12,114 | - | - |
| Norm EPS | 0.10 | 0.13 | 0.35 | 0.36 | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | - | - | - | - |
| การเติบโตของยอดขาย | -29.5% | 138.5% | 55.7% | -16.8% | เพิ่ม/ลด วอร์เรนท | - | - | - | - |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ | -33.1% | 87.7% | 179.5% | 1.8% | ลด จ่ายปันผล | (652) | - | - | - |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 35.4% | 38.4% | 41.9% | 46.3% | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ | 4,651 | 33,654 | (9,776) | (5,000) |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ | 19.3% | 15.2% | 27.3% | 33.4% | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ | 51 | 2,184 | 337 | 293 |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) | | | | | งบดุล (ล้านบาท) | | | | |
| | 1Q58 | 2Q58 | 3Q58 | 4Q58 | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2557 | 2558 | 2559F | 2560F |
| รายได้ธุรกิจหลัก | 472 | 1,621 | 1,161 | 8,810 | เงินสดและเทียบเท่าเงินสด | 371 | 2,555 | 2,892 | 3,184 |
| ต้นทุนขาย | 252 | 653 | 466 | 6,060 | ลูกหนี้การค้า | 104 | 346 | 376 | 313 |
| กำไรขั้นต้น | 220 | 968 | 695 | 2,750 | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ | 5,207 | 23,332 | 18,727 | 18,695 |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | 83 | 326 | 194 | 531 | สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน | 10,270 | 52,862 | 50,332 | 50,605 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 205 | 730 | 651 | 699 | สินทรัพย์รวม | 15,952 | 79,095 | 72,326 | 72,798 |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม | 76 | 402 | 175 | 385 | เจ้าหนี้การค้า | 597 | 3,381 | 2,818 | 3,128 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 8 | 315 | 25 | 1,905 | หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น | 657 | 16,622 | 1,733 | 1,733 |
| ภาษีเงินได้ | 5 | 14 | 35 | 32 | หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว | 8,369 | 31,005 | 36,219 | 31,219 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย | (8) | (75) | (43) | (88) | หนี้สินรวม | 11,472 | 57,436 | 45,423 | 40,670 |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | - | ทุนที่ชำระแล้ว | 964 | 1,432 | 1,432 | 1,432 |
| กำไรสุทธิ | (5) | 226 | (53) | 1,785 | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 1,549 | 12,391 | 12,391 | 12,391 |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ | (5) | 109 | (53) | 1,785 | กำไรสะสม | 1,801 | 3,755 | 8,888 | 14,112 |
| การเติบโตของรายได้ (QoQ) | -89.7% | 243.3% | -28.4% | 658.8% | ส่วนของผู้ถือหุ้น | 4,480 | 18,656 | 23,687 | 28,911 |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 46.6% | 59.7% | 59.9% | 31.2% | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | - | 3,003 | 3,216 | 3,216 |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ) | N/A | N/A | N/A | N/A | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 15,952 | 79,095 | 72,326 | 72,798 |
| อัตราส่วนทางการเงิน | | | | | สมมติฐานในโมเดลประเมิน (ล้านบาท) | | | | |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2557 | 2558 | 2559F | 2560F | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2557 | 2558 | 2559F | 2560F |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า) | 1.94 | 1.26 | 3.58 | 3.45 | รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.) | 551 | 2,971 | 3,445 | 3,887 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า) | 66.50 | 53.66 | 52.07 | 45.43 | รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.) | 4,337 | 8,466 | 14,860 | 11,160 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า) | N/A | N/A | N/A | N/A | Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์ | 29.7% | 28.3% | 35.8% | 38.7% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 5.88 | 6.06 | 6.06 | 5.26 | SG&A / Sales | 5.6% | 9.4% | 6.5% | 6.5% |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น | 2.56 | 2.65 | 1.69 | 1.27 | Effective Tax Rate | 18.6% | 3.9% | 15.0% | 15.0% |
| Gearing Ratio | 2.01 | 2.20 | 1.41 | 1.02 | | | | | |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 7% | 4% | 7% | 7% | | | | | |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 23% | 17% | 24% | 20% | | | | | |

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASPS