

วันศุกร์ที่ 13 พฤษภาคม พ.ศ. 2559

## ดับเบิลวอเชอ คอร์ปอเรชั่น

### ช่วงเวลาที่ดีที่สุดคือช่วงครึ่งปีหลัง

กำไร 1Q59 ที่ Turnaround YoY เกิดจากการรวมงบกับ HEMRAJ เดิมไตรมาส ส่วนแนวโน้มกำไรส่วนใหญ่ในปีนี้จะตกไปอยู่ที่ช่วงครึ่งปีหลังตามแผนการขายสินทรัพย์เข้า WHART และ H-REIT ด้านการดอกเบี้ยจ่ายจากเงินกู้ซื้อกิจการมีแนวโน้มลดลง ซึ่งจะทำให้เห็นผลบวกจากการซื้อ HEMRAJ มากขึ้น

### 1Q59 Turnaround YoY เพราะรับรู้รายได้จาก HEMRAJ เดิมไตรมาส

งวด 1Q59 มีกำไรสุทธิ 120 ล้านบาท Turnaround YoY เนื่องจากรวมงบกับ HEMRAJ เดิมไตรมาสเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่รวมงบแค่ 15 วัน ทำให้สามารถรับรู้รายได้ค่าเช่าโรงงาน, ขายที่ดินนิคมฯ, สาธารณูปโภค และส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าเข้ามาเต็มที่ ส่วนสาเหตุที่กำไรหดตัว 93% QoQ ไม่ใช่สิ่งที่ต้องกังวลเนื่องจากเป็นลักษณะปกติของธุรกิจที่มีการขายสินทรัพย์เข้า REIT ในช่วงปลายปี ทำให้ฐานกำไรสูงกว่าทุกไตรมาส ส่วนดอกเบี้ยจ่ายเริ่มปรับลดลง 13% QoQ เหลือ 611 ล้านบาท ภายหลังจากที่ WHA ปฏิบัติตามแผนการขายสินทรัพย์เพื่อชำระคืน Acquisition Loan ต่อเนื่อง

### กำไรส่วนใหญ่จะตกไปอยู่ที่ช่วงครึ่งปีหลัง

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2559 ที่ 5.1 พันล้านบาท แม้กำไรงวด 1Q59 จะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 2.3% เนื่องจากน้ำหนักของกำไรส่วนใหญ่จะอยู่ในช่วงครึ่งปีหลังตามแผนการขายสินทรัพย์เข้า REIT ซึ่ง WHA เตรียมนำดั่งสินค้า 2 แห่งที่ลาดกระบัง และชลหารพิจิตร ขนาดพื้นที่รวม 1.61 แสนตร.ม. ขายเข้ากองทรัสต์ WHART มูลค่าขาย 4.2-4.4 พันล้านบาทในงวด 4Q59 รวมถึงเตรียมนำโรงงาน/คลังสินค้า Ready-Built ของ HEMRAJ ขายเข้าทรัสต์ H-REIT ที่ตั้งขึ้นใหม่ด้วยมูลค่าขายสูงประมาณ 6-7 พันล้านบาทภายในช่วง 2H59 ทำให้เตรียมบักที่กำไรได้และกำไรก้อนใหญ่เข้ามา

### ดอกเบี้ยจ่ายลด ประโยชน์จาก HEMRAJ พุด

เงินที่จะได้รับการขายสินทรัพย์เข้า REIT บวกกับการ Spinoff ธุรกิจสาธารณูปโภค/โรงไฟฟ้าเข้าตลาดในช่วง 2H59 คาดว่าจะทำให้ Gearing Ratio สิ้นเปลืองลงมาอยู่ในช่วง 1.3-1.4 เท่า ส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายมีแนวโน้มปรับลดลงต่อเนื่อง ซึ่งจะทำให้ผลประโยชน์จาก HEMRAJ ชัดเจนขึ้นนับจากนี้

### ข้อลงทุนระยะยาว รอช่วงเวลาที่ชัดเจนในครึ่งปีหลัง

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2559 อิง PER 12 เท่า ได้ราคาเหมาะสม 4.26 บาท มี Upside 40% ทั้งนี้ เนื่องจากช่วงเวลาที่ดีที่สุดของ WHA จะอยู่ในช่วงครึ่งปีหลัง จึงแนะนำข้อลงทุนระยะยาว

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	979	1,954	5,133	5,224	4,895
EPS (บาท)	0.10	0.14	0.35	0.36	0.34
PER (เท่า)	29.9	22.3	8.6	8.4	9.0
DPS (เท่า)	0.00	0.00	0.00	0.11	0.10
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	3.4%
Book Value Per Share (บาท)	0.46	1.30	1.64	2.00	2.24
PBV (เท่า)	6.5	2.3	1.9	1.5	1.4
EV/EBITDA (เท่า)	22.9	17.2	9.6	9.4	9.6
ROE (%)	22.7%	16.9%	24.2%	19.9%	16.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

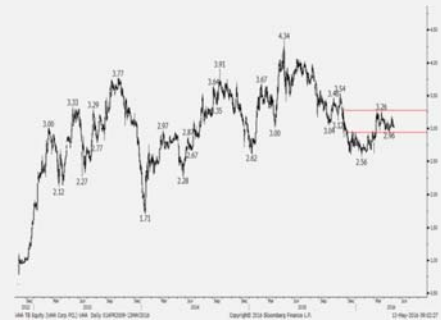
## WHA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท):	3.04
ราคาเป้าหมาย (บาท):	4.26
Upside	40.1%
Dividend Yield	0.0%
Total Return	40.1%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	43,540

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2559F	0.35	0.24	48%
2560F	0.36	0.25	45%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 3 = ดี  
Anti-corruption Indic.: 2 = ประกาศเจตนารมณ์

วรวิญญู เตียววิเศษ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 069000

wansit.re@asiaplus.co.th

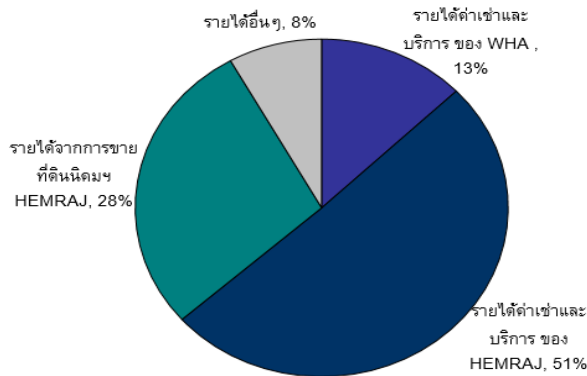
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้ส่งมอบข้อมูลใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ WHA

Key Data (ล้านบาท)	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	% QoQ	% YoY	2558	2557	% YoY
รายได้รวม	149	152	180	4,577	472	1,621	1,161	8,810	1,274	-85.5%	169.8%	12,064	5,058	138.5%
ต้นทุนขาย	37	37	59	3,137	252	653	466	6,060	678	-88.8%	168.8%	7,431	3,269	127.3%
กำไรขั้นต้น	111	116	121	1,440	220	968	695	2,750	596	-78.3%	170.9%	4,634	1,789	159.1%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	28	34	35	187	83	326	194	531	280	-47.3%	239.1%	1,133	283	300.0%
EBIT	81	79	86	1,252	213	1,045	676	2,604	765	-70.6%	259.3%	4,538	1,497	203.1%
กำไรสุทธิ	32	28	5	914	(5)	226	(53)	1,785	120	-93.3%	N/A	1,954	979	99.6%
Norm Profit	32	28	5	914	(5)	109	(53)	1,785	120	-93.3%	N/A	1,837	979	87.7%
Gross Margin (%)	75.0%	75.9%	67.4%	31.5%	46.6%	59.7%	59.9%	31.2%	46.8%			38.4%	35.4%	
Norm Profit Margin (%)	21.3%	18.4%	2.9%	20.0%	-1.0%	6.7%	-4.5%	20.3%	9.4%			15.2%	19.3%	

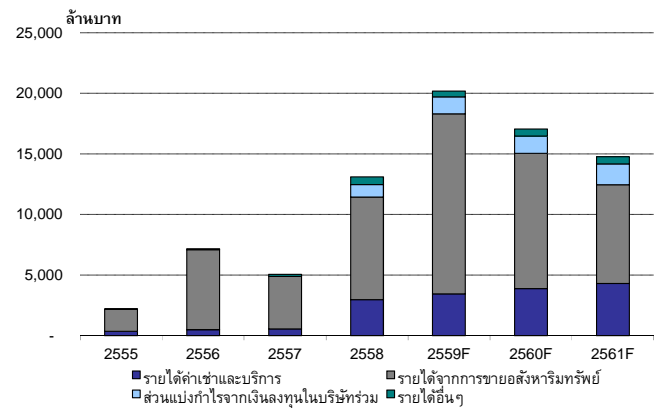
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

## สัดส่วนรายได้ของ WHA ในงวด 1Q59



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## คาดการณ์สัดส่วนรายได้/ส่วนแบ่งกำไรของ WHA ปี 2559-2561



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## แผนการลงทุนของธุรกิจโรงไฟฟ้า

Project	Type	Fuel	Location	Ownership	MW	Beneficial	Operate
Glow IPP	IPP	Gas	H-CIE	5%	713	36	2001
Houay Ho	IPP	Hydroelectric	Laos	12.75%	152	19	1999
Gheco-one	IPP	Coal	Maplaphut I.E.	35%	660	231	2012
GJP NLL	SPP	Cogen Gas	H-RL	25.01%	126	31	2013
Gulf Solar	VSPP	Solar Rooftop	RBF/HLP	25.01%	0.6	0.15	2014
<b>รวม (MW)</b>				<b>19.24%</b>	<b>1,652</b>	<b>318</b>	
GVTP Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS1 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS2 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS3 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-ESIE	25.01%	120	30	2017
GTS4 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-ESIE	25.01%	120	30	2018
GNL2 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-RL	25.01%	120	30	2019
Bowin Clean Energy B.Grimm	SPP	Cogen Gas	H-CIE	25.01%	132	33	2016
<b>รวม (MW)</b>					<b>2,534</b>	<b>538</b>	

ที่มา : WHA, ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประเด็นความเสี่ยง

- เนื่องจากสินทรัพย์ที่จะขายเข้า H-REIT มีมูลค่าที่สูง ดังนั้น หากมีการปรับมูลค่าขายลงมาต่ำกว่าคาดการณ์ หรือมีมูลค่าต่ำ จะส่งผลกระทบต่อเงินตอบแทนประจำปี 2559 ให้ต่ำกว่าคาดได้
- ในกรณีที่แผนการชำระคืนหนี้ของ WHA มีความล่าช้า จะทำให้ WHA ต้องแบกรับดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมาก

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
รายได้รวม	12,064	18,786	15,639	13,052
ต้นทุนขาย	7,431	10,924	8,395	6,760
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>4,634</b>	<b>7,862</b>	<b>7,244</b>	<b>6,292</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,133	1,221	1,017	848
ดอกเบี้ยจ่าย	2,284	2,000	1,500	1,400
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,038	1,397	1,419	1,716
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,254	6,038	6,146	5,759
ภาษีเงินได้	87	906	922	864
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(213)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,954</b>	<b>5,133</b>	<b>5,224</b>	<b>4,895</b>
EPS	0.14	0.35	0.36	0.34
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>1,837</b>	<b>5,133</b>	<b>5,224</b>	<b>4,895</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>0.13</b>	<b>0.35</b>	<b>0.36</b>	<b>0.34</b>
การเติบโตของยอดขาย	138.5%	55.7%	-16.8%	-16.5%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	87.7%	179.5%	1.8%	-6.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	38.4%	41.9%	46.3%	48.2%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	15.2%	27.3%	33.4%	37.5%

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59
รายได้ธุรกิจหลัก	1,621	1,161	8,810	1,274
ต้นทุนขาย	653	466	6,060	678
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>968</b>	<b>695</b>	<b>2,750</b>	<b>596</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	326	194	531	280
ดอกเบี้ยจ่าย	730	651	699	611
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	402	175	385	450
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	315	25	1,905	155
ภาษีเงินได้	14	35	32	(8)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(75)	(43)	(88)	(43)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>226</b>	<b>(53)</b>	<b>1,785</b>	<b>120</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>109</b>	<b>(53)</b>	<b>1,785</b>	<b>120</b>
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	243.3%	-28.4%	658.8%	-85.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	59.7%	59.9%	31.2%	46.8%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	N/A	N/A	N/A	-93%

## อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.3	3.4	3.3	3.4
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	53.7	52.1	45.4	45.5
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.1	6.1	5.3	4.5
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.7	1.7	1.3	1.1
Gearing Ratio	2.2	1.4	1.0	0.9
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.1%	6.8%	7.2%	6.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	16.9%	24.2%	19.9%	16.0%

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กำไรสุทธิ	1,954	5,133	5,224	4,895
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	584	514	536	656
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	775	530	536	656
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	1,038	1,397	1,419	1,716
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,537)	1,919	341	(492)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>1,000</b>	<b>7,565</b>	<b>6,101</b>	<b>5,158</b>
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	24	1,502	-	-
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม	(325)	-	-	-
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(32,176)	(26)	(809)	(2,614)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(32,478)</b>	<b>1,475</b>	<b>(809)</b>	<b>(2,614)</b>
เพิ่ม/ลด เงินกู้	19,492	(9,776)	(5,000)	(2,000)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	12,114	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์แรนท์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	-	-	(1,567)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>33,654</b>	<b>(9,776)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(3,567)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>2,184</b>	<b>(735)</b>	<b>293</b>	<b>(1,024)</b>

## งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,555	1,819	2,112	1,088
ลูกหนี้การค้า	346	376	313	261
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	23,332	18,727	18,695	18,670
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	52,862	51,404	51,677	53,636
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>79,095</b>	<b>72,326</b>	<b>72,798</b>	<b>73,655</b>
เจ้าหนี้การค้า	3,381	2,818	3,128	2,610
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	16,622	1,733	1,733	1,733
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	31,005	36,219	31,219	29,219
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>57,436</b>	<b>45,423</b>	<b>40,670</b>	<b>38,101</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	1,432	1,432	1,432	1,432
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	12,391	12,391	12,391	12,391
กำไรสะสม	3,755	8,888	14,112	17,538
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>18,656</b>	<b>23,687</b>	<b>28,911</b>	<b>32,338</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,003	3,216	3,216	3,216
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>79,095</b>	<b>72,326</b>	<b>72,798</b>	<b>73,655</b>

## สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	2,971	3,445	3,887	4,300
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	8,466	14,860	11,160	8,160
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	28.3%	35.8%	38.7%	38.2%
SG&A / Sales	9.4%	6.5%	6.5%	6.5%
Effective Tax Rate	3.9%	15.0%	15.0%	15.0%