

## ดับเบิลวอเชอ คอร์ปอเรชั่น

### เงินปันผลเหนือความคาดหมาย ช่วยชดเชยกำไรที่ต่ำกว่าคาด

กำไรงวด 4Q59 แม้ต่ำกว่าคาด แต่ก็เป็นจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และถูกชดเชยได้ด้วยการจ่ายเงินปันผลที่สูง ด้วย Yield เกือบ 5% อีกทั้งมีประเด็นเก็งกำไรระยะสั้นช่วงก่อนขึ้นเครื่องหมาย XB จองซื้อ IPO หุ้น WHAUP ในวันที่ 2 มี.ค. 60 โดย FV หลังปรับประมาณการ ยังมี Upside 14.5%

### กำไรต่ำกว่าคาด แต่ยังเป็น New High และมี Surprise จากเงินปันผล

งวด 4Q59 มีกำไรสุทธิ 2.4 พันล้านบาท ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แต่สาเหตุที่ต่ำกว่าคาดเป็นเพราะ 1) รับรู้รายได้จากการขายสินทรัพย์ HREIT ได้เพียง 6.3 พันล้านบาท จากมูลค่าขาย 8 พันล้านบาท เนื่องจากต้องหักมูลค่าที่ดินที่เป็น Leasehold รวมถึงส่วนที่ WHA ต้องรับประกันค่าเช่า 2) ภาษีจากกำไรการขายเข้า REIT สูง โดยเฉพาะในส่วนของ HREIT เนื่องจาก Book Value ที่แท้จริงในการคิดภาษีอยู่ที่ 2.1 พันล้านบาท ต่ำกว่าที่บันทึกเป็นต้นทุน 3.8 พันล้านบาท (เกิดจากการ Revalued สินทรัพย์ตอนเข้าซื้อ HEMRAJ) และ 3) ธุรกิจโรงไฟฟ้ามีส่วนแบ่งขาดทุนสุทธิ 155 ล้านบาท เทียบกับปกติที่สร้าง Recurring Income 400-500 ล้านบาท/ไตรมาส เกิดจากโรงไฟฟ้า Gheco-one (ถือหุ้น 35%) มี Unplanned Shutdown, บันทึกค่าตัดจำหน่ายอุปกรณ์ และขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทอย่างหนักตาม กำไรที่ต่ำกว่าคาดถูกชดเชยได้ด้วยการจ่ายเงินปันผล 0.1536 บาท/หุ้น Yield เกือบ 5%

### แรงกดดันจากการดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงมากในปี 2560

โครงสร้างการเงิน WHA แข็งแรงขึ้นมาก โดย Net Gearing ลดลงเหลือ 1.7x หลังปฏิบัติตามแผนชำระหนี้ที่ใช้ชื่อ HEMRAJ 3.19 หมื่นล้านบาทต่อเนื่อง จนปัจจุบันเหลือเพียง 1.3 หมื่นล้านบาท (เป็นส่วนที่ถูกปรับโครงสร้างหนี้ไปที่ HEMRAJ และ WHAUP) ซึ่งมีแผนนำเงินที่ได้รับจากการขาย IPO WHAUP 5 พันล้านบาท มาชำระคืนเพิ่มใน 1Q60 โดยรวมค่างวดดอกเบี้ยจ่ายปี 2560 ลดลงมากถึง 537 ล้านบาท

### รายได้จากการขายสินทรัพย์เข้า REIT มีแนวโน้มลดลง แต่จะถูกชดเชยด้วยธุรกิจอื่นๆ

ฝ่ายวิจัยปรับประมาณการปี 2560 และปี 2561 ลง 41.5% และ 12.8% ตามลำดับ หลักๆปรับลดรายได้จากการขายสินทรัพย์เข้า REIT โดยถึงแม้จะทำให้รายได้ปี 2560 ลดลง 27% YoY เป็น 1.3 หมื่นล้านบาท แต่ด้วยกำไรธุรกิจหลักอื่นๆที่เพิ่มขึ้นทั้งหมดฯ, สาธารณูปโภค และส่วนแบ่งกำไรโรงไฟฟ้า (ปี 2560 COD เพิ่ม 129 MW) บวกกับดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง จึงคาดการณ์กำไรปี 2560 ยังเติบโตได้ 5.5% YoY

### มูลค่าพื้นฐานปรับลดลง แต่ยังมี Upside และประเด็นบวกสั้นๆ

มูลค่าพื้นฐานปี 2560 ประเมินอิง SOTP อยู่ที่ 3.60 บาท (เดิม 4.34 บาท) แต่ยังมี Upside 14.5% และมีปัจจัยขับเคลื่อนระยะสั้นจากเงินปันผล + สิทธิการจองซื้อหุ้น WHAUP (XB 2 มี.ค. 60) แนะนำ ซื้อ

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,954	2,898	3,058	4,267	4,668
EPS (บาท)	0.14	0.20	0.21	0.30	0.33
PER (เท่า)	23.0	15.5	14.7	10.5	9.6
DPS (เท่า)	0.00	0.15	0.09	0.12	0.13
Dividend Yield (%)	0.0%	4.9%	2.7%	3.8%	4.2%
Book Value Per Share (บาท)	1.30	1.50	1.56	1.77	1.98
PBV (เท่า)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (เท่า)	17.4	12.4	13.6	10.8	9.8
ROE (%)	16.9%	14.5%	14.0%	17.9%	17.4%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

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

วันพฤหัสบดีที่ 23 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560

## WHA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท):	3.14
ราคาเป้าหมาย (บาท):	3.60
Upside	14.5%
Dividend Yield ปี 2560	2.7%
Total Return	17.2%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	44,972

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.21	0.25	-16%
2561F	0.30	0.27	11%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : N/R = ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR  
Anti-corruption Indic. : ประกาศเจตจำนง

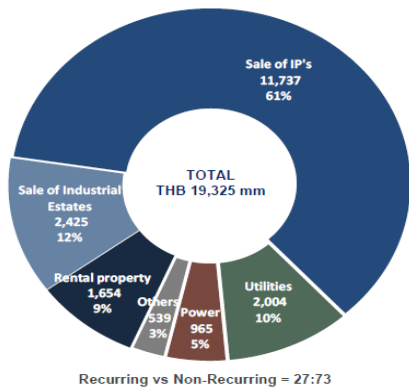
วรวิญญู เดียววิจิตร  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 069000  
wansit.re@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ WHA

Key Data (ล้านบาท)	4Q57	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	% QoQ	% YoY	2559	2558	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	4,506	427	1,369	1,067	8,575	1,170	1,369	1,300	13,981	975.3%	63.0%	17,821	11,437	55.8%
ต้นทุนขาย	3,137	252	653	466	6,060	678	774	622	9,341	1402.5%	54.2%	11,415	7,431	53.6%
กำไรขั้นต้น	1,369	174	716	601	2,515	492	596	678	4,639	583.9%	84.4%	6,406	4,006	59.9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	187	83	326	194	531	280	262	286	668	133.6%	25.6%	1,495	1,133	31.9%
EBIT	1,252	213	1,045	676	2,604	765	949	721	3,980	452.0%	52.8%	6,415	4,538	41.4%
กำไรสุทธิ	914	(5)	226	(53)	1,785	120	334	43	2,401	5541.4%	34.5%	2,898	1,954	48.3%
Norm Profit	914	(5)	109	(53)	1,785	120	334	43	2,401	5541.4%	34.5%	2,898	1,837	57.8%
Gross Margin (%)	30.4%	40.9%	52.3%	56.3%	29.3%	42.1%	43.5%	52.2%	33.2%			35.9%	35.0%	
Norm Profit Margin (%)	20.3%	-1.1%	8.0%	-4.9%	20.8%	10.2%	24.4%	3.3%	17.2%			16.3%	16.1%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

## สัดส่วนรายได้ของ WHA ปี 2559



ที่มา : WHA

## รายละเอียดการปรับประมาณการ

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	60F	61F	60F	61F	60F	61F
<b>ประมาณการ</b>						
กำไรสุทธิ (ลบ.)	3,058	4,267	5,224	4,895	-41.5%	-12.8%
EPS (บาท)	0.21	0.30	0.36	0.34	-40.9%	-12.0%
วิธีการประเมินมูลค่า	SOTP		PER 12X			
Fair Value (บาท)	3.60		4.34			
<b>สมมติฐาน</b>						
รายได้ (ลบ.)	13,414	14,151	15,639	13,052	-14.2%	8.4%
Gross Margin	39.0%	44.0%	44.2%	45.7%	-11.7%	-3.7%
SG&A/Sale	1,341	1,415	1,017	848	32.0%	66.8%
Effective Tax Rate	18.0%	18.0%	15.0%	15.0%	3.0%	3.0%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## แผนชำระคืนหนี้ Acquisition Loan

รายการ	บริษัท	จำนวนเงินที่ได้รับ	จำนวนเงินที่ต้องคืน	วันที่จ่ายคืน
<b>รายการที่เสร็จสิ้นแล้ว</b>				
1. ขายสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน (อาคาร LM Tower และที่ดินวงแหวน)	HEMRAJ	3,003	2,789	ก.ค. 58
2. เงินปันผลจ่ายจากการดำเนินงานปกติของ HEMRAJ ในงวด 2HST ถึง 1Q58	HEMRAJ	1,296	1,204	ก.ค. 58
3. ขายสินทรัพย์อสังหาริมทรัพย์จาก WHA-AT	WHA	2,075	2,075	พ.ย. 58
4. เงินปันผลจากการใช้สิทธิของ WHA-W2	WHA	3,181	3,181	ธ.ค. 58
5. ขายสินทรัพย์อสังหาริมทรัพย์ WHART ครั้งที่ 1	WHA	3,729	1,206	ธ.ค. 58
6. เงินปันผลจากการ Tender Offer รอบที่ 2 ของ Delta HEMRAJ	WHA	-2,419	-2,419	มี.ค. 59
7. เงินคงภายใน	HEMRAJ	1,000	1,000	มี.ค. 59
8. การ Refinance โดยบริษัทเมื่อทำการยื่นกู้ (หุ้น) วัตถุประสงค์เงินระยะสั้น	WHA	7,560	7,560	มี.ย. 59
9. Long-term Loan Recapitalization (Push Down) หนี้ที่ HEMRAJ และ WHAUP	HEMRAJ, WHAUP	13,000	13,000	ก.ค. 59
10. ขายโรงงานผลิตสินค้าให้ชำระ HEMRAJ สังกะสิทธิ์ HREIT	HEMRAJ	5,950	3,645	พ.ย. 59
<b>มูลค่าคงค้าง</b>			-1,350	
<b>การชำระคืนหนี้ Acquisition Loan สุทธิ</b>			<b>31,881</b>	

ที่มา : WHA, ASPS

## ประเด็นความเสี่ยง

- เนื่องจากกำไรจากการขายสินทรัพย์เข้า REIT ในแต่ละปี มีสัดส่วนที่สูงเทียบกับกำไรทั้งหมด ดังนั้น หาก WHA มีการปรับลดระดับมูลค่าของสินทรัพย์ที่จะขายเข้ากอง จะกระทบต่อประมาณการอย่างมีนัยสำคัญ
- ในกรณีที่การชำระคืนหนี้ของ WHA มีความล่าช้า จะทำให้ WHA ต้องแบกรับดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมาก

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รายได้รวม	18,319	13,414	14,151	14,526
ต้นทุนขาย	11,415	7,867	7,624	7,773
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>6,904</b>	<b>5,547</b>	<b>6,528</b>	<b>6,753</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,495	1,341	1,415	1,453
ดอกเบี้ยจ่าย	2,432	1,895	1,624	1,394
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,006	1,419	1,716	1,787
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,983	3,730	5,204	5,693
ภาษีเงินได้	813	671	937	1,025
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(272)	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,898</b>	<b>3,058</b>	<b>4,267</b>	<b>4,668</b>
EPS	0.20	0.21	0.30	0.33
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>2,898</b>	<b>3,058</b>	<b>4,267</b>	<b>4,668</b>
<b>Norm EPS</b>	<b>0.20</b>	<b>0.21</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>
การเติบโตของยอดขาย	51.8%	-26.8%	5.5%	2.6%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	57.8%	5.5%	39.5%	9.4%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	35.9%	39.0%	44.0%	44.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	15.8%	22.8%	30.2%	32.1%

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
รายได้ธุรกิจหลัก	1,170	1,369	1,300	13,981
ต้นทุนขาย	678	774	622	9,341
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>492</b>	<b>596</b>	<b>678</b>	<b>4,639</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	280	262	286	668
ดอกเบี้ยจ่าย	611	617	628	577
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	450	491	220	(155)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	155	332	93	3,403
ภาษีเงินได้	(8)	(17)	12	826
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(43)	(15)	(38)	(177)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>120</b>	<b>334</b>	<b>43</b>	<b>2,401</b>
<b>กำไรจากการดำเนินงานปกติ</b>	<b>120</b>	<b>334</b>	<b>43</b>	<b>2,401</b>
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	-86.4%	17.0%	-5.0%	975.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	42.1%	43.5%	52.2%	33.2%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-93%	179%	-87%	5541%

## อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.4	3.2	3.1	2.9
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	47.9	37.7	51.3	50.7
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.3	6.0	6.8	6.8
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.4	2.1	1.7	1.3
Gearing Ratio	1.9	1.7	1.3	1.0
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.8%	4.2%	6.0%	6.8%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.5%	14.0%	17.9%	17.4%

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62 (ต่อ)

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
กำไรสุทธิ	2,898	3,058	4,267	4,668
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	625	501	442	442
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสดอื่นๆ	(4,100)	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก FX ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
อื่นๆ	813	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,817)	170	74	37
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>(1,581)</b>	<b>3,730</b>	<b>4,783</b>	<b>5,147</b>
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1,899)	1,108	-	-
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทรวม	(731)	-	-	-
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	12,796	1,202	928	931
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>10,166</b>	<b>2,311</b>	<b>928</b>	<b>931</b>
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(5,701)	(3,357)	(5,100)	(5,103)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(2,200)	(1,223)	(1,707)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(8,491)</b>	<b>(5,556)</b>	<b>(6,323)</b>	<b>(6,810)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>81</b>	<b>484</b>	<b>(613)</b>	<b>(731)</b>

## งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,635	3,120	2,507	1,775
ลูกหนี้การค้า	443	268	283	291
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ	18,981	17,678	17,708	17,723
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	52,724	51,020	49,651	48,278
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>74,784</b>	<b>72,087</b>	<b>70,149</b>	<b>68,067</b>
เจ้าหนี้การค้า	2,452	2,012	2,123	2,179
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น	11,991	3,649	3,649	3,649
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว	30,004	34,990	29,890	24,787
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>52,821</b>	<b>48,994</b>	<b>44,012</b>	<b>38,969</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	1,432	1,432	1,432	1,432
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	12,391	12,391	12,391	12,391
กำไรสะสม	6,653	7,512	10,556	13,517
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>21,429</b>	<b>22,288</b>	<b>25,332</b>	<b>28,293</b>
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	533	805	805	805
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>74,784</b>	<b>72,087</b>	<b>70,149</b>	<b>68,067</b>

## สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	3,658	3,404	3,721	4,096
รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	14,163	9,500	9,900	9,900
Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	31.7%	33.3%	38.0%	38.0%
SG&A / Sales	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
Effective Tax Rate	20.4%	18.0%	18.0%	18.0%