

วันอังคารที่ 21 มีนาคม พ.ศ. 2560

ดับเบิลเอชเอ คอร์ปอเรชั่น

เต็มไปด้วยปัจจัยบวก รอเพียงวันที่ราคาหุ้นสะท้อนพื้นฐานที่แท้จริง

มีประเด็นขับเคลื่อนทั้งระยะสั้นจากการนำบริษัทย่อย WHAUP เข้าตลาดฯ ช่วง เม.ย. 60 ช่วย Unlock Value และทำให้ฐานะการเงินของ WHA ดีขึ้นมาก ส่วนปัจจัยระยะยาวจะเป็นหนึ่งในผู้ที่ได้รับอานิสงส์บวกสูงสุดจาก EEC ขณะที่แนวโน้มกำไรปี 2560 คาดยังอยู่ในเกณฑ์ดีแม้ขายสินทรัพย์เข้า REIT ลดลง

บันทึกย่อหลัง WHAUP เข้าตลาดฯ เสริมสร้างความแข็งแกร่งให้ WHA

ประเด็นสำคัญระยะสั้นพุ่งเป้าไปที่การนำบริษัทย่อย WHAUP ซึ่งประกอบธุรกิจสาธารณูปโภคและโรงไฟฟ้าเข้าตลาดฯ โดยปัจจุบันกำลังเข้าสู่ช่วงการขาย IPO (กรอบราคาขาย 25.25-26.25 บาท โดยจะทราบราคาแน่นอน 29 มี.ค.) คาดเข้าเทรด 10 เม.ย. นอกจากจะช่วย Unlock Value ธุรกิจ Recurring Income แล้ว ยังทำให้ WHA ได้รับเงินเข้ามาราว 6 พันล้านบาท ส่วนใหญ่ 5 พันล้านบาท จะถูกนำไปชำระคืนหนี้ ขณะที่การนำหุ้นส่วนที่ถืออยู่ 104.5 ล้านหุ้นมาขาย IPO จะไม่สามารถรับรู้กำไรผ่านงบกำไรขาดทุนได้เพราะฐานะ WHAUP ยังเป็นบริษัทย่อยของ WHA แต่จะรับรู้กำไรเข้าส่วนผู้ถือหุ้นโดยตรงพร้อมกับเงินที่ได้รับจากการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่ ทำให้ฐานทุนใหญ่ขึ้น โดยรวมจะทำให้ฐานะการเงิน WHA แข็งแกร่งขึ้นมาก โดย Gearing Ratio ลดลงเหลือ 1.3x เทียบสิ้นปี 2559 ที่ 1.9x

แม้ขายสินทรัพย์เข้า REIT ลดลงมาก แต่เชื้อรักษาระดับกำไรให้เติบโตได้เล็กน้อยในปี

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรปี 2560 ที่ 3.06 พันล้านบาท เติบโต 5.5% YoY จากฐาน New High โดยถึงแม้แผนขายสินทรัพย์เข้า REIT ปีนี้จะน้อยลงเป็น 4.6 พันล้านบาท แต่จะถูกชดเชยจากส่วนอื่นๆ ได้แก่ 1) การโอนหนี้ค้ำประกันไว้ที่ 1 พันไร่ เทียบกับปีที่แล้ว 520 ไร่ โดยสัดส่วนครึ่งหนึ่งถูก Secured ไว้แล้วหลังขายที่ดินล็อตใหญ่ให้กับ Continental 473 ไร่ เมื่อต้นปี พร้อมโอนภายในปีนี้ 2) การเติบโตของ Recurring Income โดยมีโรงไฟฟ้าทยอย COD เพิ่มในปีนี้อีก 128.8 MW และ 3) คาดดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากปีก่อนไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท หลังปฏิบัติตามแผนชำระหนี้ชื่อ HEMRAJ เสรีจสมบุรณ์

ได้รับอานิสงส์บวกสูงสุดจาก EEC และมีส่วนสำคัญในการพัฒนาคลัสเตอร์ Aerospace

เชื่อว่า WHA เป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์สูงสุดจากแผนพัฒนาเขตเศรษฐกิจตะวันออก (EEC) เพราะนอกจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และการเพิ่มสิทธิประโยชน์ภาษี จะส่งผลดีต่อ Presales นิคมฯ ระยะยาวแล้ว WHA ยังมีส่วนสำคัญในการวางแผนร่วมกับทหารเรือเพื่อพัฒนาคลัสเตอร์การบินที่สนามบินอู่ตะเภา เปิดโอกาสเข้าไปสร้างอาคารให้เช่าสำหรับกิจกรรมซ่อมบำรุง และ Air Cargo ได้

ราคาหุ้นไม่ตอบสนองต่อปัจจัยบวกรอบด้านเท่าที่ควร แนะนำซื้อลงทุนระยะยาว

FV ถึง SOTP อยู่ที่ 3.60 บาท มี Upside 20% โดยฝ่ายวิจัยมองว่า WHA มีปัจจัยบวกหลายประการ และ Div Yield ปี 2559 สูง 5% (XD 4 พ.ค. 60) ขณะที่ราคาหุ้น Laggard สุดในกลุ่มฯ 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)	22.0	14.8	14.0	10.1	9.2
DPS (เท่า)	0.00	0.15	0.09	0.12	0.13
Dividend Yield (%)	0.0%	5.1%	2.8%	4.0%	4.3%
Book Value Per Share (บาท)	1.30	1.50	1.56	1.77	1.98
PBV (เท่า)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (เท่า)	16.3	11.4	12.6	10.0	9.1
ROE (%)	16.9%	14.5%	14.0%	17.9%	17.4%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

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

WHA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท):	3.00
ราคาเป้าหมาย (บาท):	3.60
Upside	20.0%
Dividend Yield ปี 2560	2.8%
Total Return	22.8%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	42,967

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.21	0.23	-7%
2561F	0.30	0.27	10%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : N/R = ไม่ปรากฏข้อมูลในรายงาน CGR
Anti-corruption Indic. : = ประกาศเจตนารมณ์

วรวิชัย วัฒนวิจิตร

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

แผนการขายหุ้น IPO บริษัทย่อย WHAUP

ลำดับเหตุการณ์	ช่วงเวลา
จำหน่ายหุ้น IPO ให้กับผู้ถือหุ้น WHA ที่ได้รับสิทธิ์ Pre-emptive right	22-24 มี.ค. 60
จำหน่ายหุ้น IPO ให้กับนักลงทุนทั่วไป	22-28 มี.ค. 60
ประกาศราคาขาย IPO (Final Price)	29 มี.ค. 60
จำหน่ายหุ้น IPO ให้กับนักลงทุนสถาบัน	30-31 มี.ค. 60
เข้าซื้อขายในตลาดฯ	10 เม.ย. 60

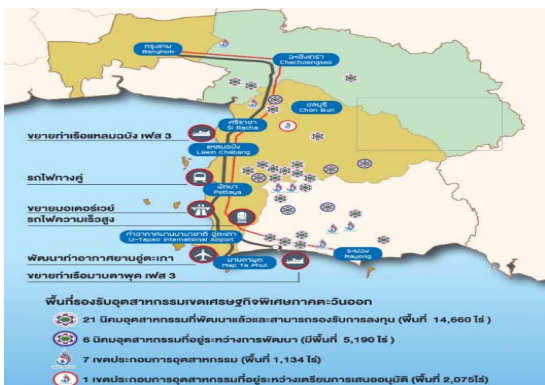
ที่มา : WHA, ASPS

แผนชำระคืนหนี้ Acquisition Loan

รายละเอียด	รายการ	บริษัท	จำนวนเงินที่ได้รับ	จำนวนเงินที่คืน	วันที่จ่ายคืน
รายการที่เสร็จสิ้นแล้ว					
1	ขายสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน (อาคาร LM Tower และที่ดินวงแหวน)	HEMRAJ	3,003	2,789	ก.ค. 58
2	เงินปันผลที่จ่ายจากการดำเนินงานปกติของ HEMRAJ ในงวด 2HST ถึง 1Q58	HEMRAJ	1,296	1,204	ก.ค. 58
3	ขายสินทรัพย์อสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ WHA-ST	WHA	2,075	2,075	พ.ย. 58
4	เงินที่มิได้จ่ายจากการใช้สิทธิ์ของผู้ออกหุ้น WHA-W2	WHA	3,181	3,181	ธ.ค. 58
5	ขายคดียึดเงินเข้าของทรัสต์ WHA-RT ครึ่งที่ 1	WHA	3,729	1,206	ธ.ค. 58
6	เงินกู้ที่คืนจากการทำ Tender Offer รอบที่ 2 เพื่อ Delist HEMRAJ	WHA	-2,419	-2,419	มี.ค. 59
7	เงินคงภายใน	HEMRAJ	1,000	1,000	มี.ค. 59
8	การ Refinance โดยบริษัทสมาชิกการเงิน (กลุ่ม) ระดับเงินต้น	WHA	7,560	7,560	มี.ย. 59
9	Long-term Loan Recapitalization (Push Down) ที่ HEMRAJ และ WHAUP	HEMRAJ, WHAUP	13,000	13,000	ก.ค. 59
10	ขายโรงงานผลิตสินค้าให้ชำระ HEMRAJ ทรัสต์ทรัสต์ HREIT	HEMRAJ	5,950	3,845	พ.ย. 59
มูลค่าคงค้าง				-1,350	
การชำระคืนหนี้ Acquisition Loan สุทธิ				31,881	

ที่มา : WHA, ASPS

โครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC)



ที่มา : สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

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
กำไรขั้นต้น	6,904	5,547	6,528	6,753
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	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	2,898	3,058	4,267	4,668
EPS	0.20	0.21	0.30	0.33
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	2,898	3,058	4,267	4,668
Norm EPS	0.20	0.21	0.30	0.33
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
กำไรขั้นต้น	492	596	678	4,639
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	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	120	334	43	2,401
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	120	334	43	2,401
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
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	(1,581)	3,730	4,783	5,147
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1,899)	1,108	-	-
เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม	(731)	-	-	-
เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	12,796	1,202	928	931
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	10,166	2,311	928	931
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(5,701)	(3,357)	(5,100)	(5,103)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	-	-	-
เพิ่ม/ลด วอร์แรนต์	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(2,200)	(1,223)	(1,707)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(8,491)	(5,556)	(6,323)	(6,810)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	81	484	(613)	(731)

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
สินทรัพย์รวม	74,784	72,087	70,149	68,067
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
หนี้สินรวม	52,821	48,994	44,012	38,969
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
ส่วนของผู้ถือหุ้น	21,429	22,288	25,332	28,293
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	533	805	805	805
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	74,784	72,087	70,149	68,067

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%