

วันจันทร์ที่ 15 พฤษภาคม พ.ศ. 2560

WHA

แนะนำ : ชื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท):	2.94
ราคาเป้าหมาย (บาท):	3.60
Upside	22.3%
Dividend Yield	2.9%
Total Return	25.1%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	42,108

ดับเบิลวอลเอ คอร์ปอเรชั่น

แนวโน้มกำไรจะค่อยๆดีขึ้นตามลำดับ

กำไร 1Q60 ที่หดตัวแรง QoQ ไม่ปกักพวล เพราะฐานไตรมาสก่อนมีการขายสินทรัพย์เข้า REIT ส่วนก็ทางกำไรในช่วงที่เหลือของปี 2560 คาดดีขึ้นเรื่อยๆ เพราะมี Backlog บัคมฯรอรับรัฐรายได้โอนฯอยู่ มาก พวกกับการทยอยรับรัฐรายได้โรงไฟฟ้า SPP 4 โรง รวมทั้งการขายสินทรัพย์เข้า REIT ใน 4Q60

1Q60 กำไรอยู่บนฐานต่ำ แต่เป็นลักษณะปกติของธุรกิจ

1Q60 มีกำไรสุทธิ 81 ล้านบาท แม้ลดลง 97% QoQ แต่ไม่น่าแปลกใจ เนื่องจากในไตรมาสก่อนฐานสูงเป็นพิเศษจากการบันทึกกำไรขายสินทรัพย์เข้าของทรัสต์ WHART และ H-REIT ส่วนถ้าเทียบ YoY กำไรจะลดลง 33% หลักๆเป็นเพราะรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงมาก 63% YoY ตามยอดโอนฯ นิคมที่ต่ำเพียง 15 ไร่ ซึ่งยังกระทบต่อ Gross Margin ขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงเหลือ 15.5% ต่ำกว่าเกณฑ์ปกติมาก นอกจากนี้ ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 1Q60 ลดลงมากถึง 43% YoY เหลือ 258 ล้านบาท เนื่องจากโรงไฟฟ้า GHECO ONE มีการหยุดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ ทำให้ดำเนินงานได้เพียงแค่ 54 วัน อีกทั้งมีค่าความพร้อมจ่าย (AP) ลดลง อย่างไรก็ดี ในงวด 1Q60 มีพัฒนาการเชิงบวกคือดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงถึง 26% YoY จากฐานการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นมากด้วย Gearing Ratio 1.85x เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ 2.52x หลัง WHA ปฏิบัติตามแผนชำระหนี้ซื้อกิจการ HEMRAJ อย่างเคร่งครัด

ผลกระทบต่อรายได้ขึ้นตามลำดับในช่วงที่เหลือของปี

แม้กำไร 1Q60 จะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 3% ของประมาณการทั้งปี 2560 ที่ 3.06 พันล้านบาท แต่เชื่อว่ายังมีโอกาสทำได้ตามเป้าหมาย โดยยอด Presales นิคมฯใน 1Q60 ทำได้สูงถึง 514 ไร่ หลังมีการขายที่ดินล็อตใหญ่ให้ Continental เมื่อต้นปี ทำให้สถานะ Backlog ปัจจุบันอยู่ที่ 867 ไร่ ซึ่งจะสามารถรับรู้รายได้จากการโอนฯภายในช่วงที่เหลือของปีนี้ ด้านส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าคาดจะค่อยๆดีขึ้นตามลำดับจากการกลับมาดำเนินงานปกติ อีกทั้งในปีนี้จะจะมีโรงไฟฟ้า SPP 4 โรงทยอย COD เข้ามาเพิ่มอีก 128.8 Equity MW นอกจากนี้สำนักของกำไรส่วนใหญ่จะไปตกอยู่ในช่วง 4Q60 เหมือนเช่นเคย ตามลักษณะปกติของธุรกิจที่จะมีการขายคลังสินค้า/โรงงานให้เช่า เข้ากอง REIT ช่วงปลายปี

ขยายการลงทุนนิคมฯในเวียดนาม ตั้งเป้า Presales ปลายปีนี้ และรับรัฐรายได้ปีหน้า

กลางเดือน ก.พ. 60 WHA ได้รับใบอนุญาตลงทุนนิคมฯ Nghe An ในเวียดนาม บนพื้นที่ 3.1 พันไร่ ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเวนคืนที่ดิน โดยคาดว่าจะเริ่มพัฒนาเฟสแรกได้ใน 3Q60 พร้อมเปิดขาย Presales ได้ใน 4Q60 หนุ่นการรับรู้รายได้ของธุรกิจนิคมฯในปี 2561

Laggard สุดในกลุ่มนิคมฯ แนะนำซื้อลงทุนระยะยาว

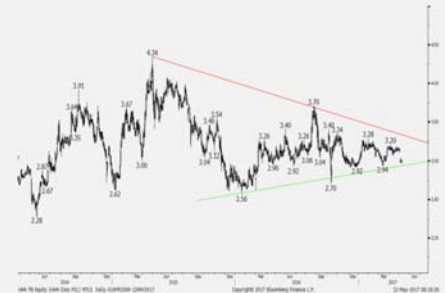
ประเมิน FV อิง SOTP อยู่ที่ 3.60 บาท มี Upside 22% แม้ฝ่ายวิจัยมองว่าราคาหุ้นช่วงที่ผ่านมาไม่ตอบสนองต่อปัจจัยบวกเท่าที่ควร แต่ยังเป็นหุ้นที่ Laggard สุดในกลุ่มฯ จึงแนะนำซื้อลงทุนระยะยาว

FY: ปีที่ 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%	5.2%	2.9%	4.1%	4.4%
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 อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.21	0.19	12%
2561F	0.30	0.22	35%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

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

วรณิษฐ์ เดียวอักษร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 069000

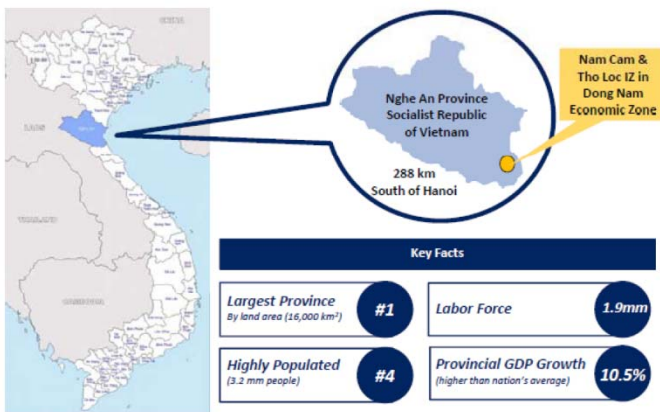
wansit.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ WHA

Key Data (ล้านบาท)	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	1Q60	% QoQ	% YoY	2559	2558	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	427	1,369	1,067	8,575	1,170	1,369	1,300	13,981	971	-93.1%	-17.1%	17,821	11,437	55.8%
ต้นทุนขาย	252	653	466	6,060	678	774	622	9,341	519	-94.4%	-23.4%	11,415	7,431	53.6%
กำไรขั้นต้น	174	716	601	2,515	492	596	678	4,639	452	-90.3%	-8.3%	6,406	4,006	59.9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	83	326	194	531	280	262	286	668	326	-51.1%	16.5%	1,495	1,133	31.9%
EBIT	213	1,045	676	2,604	765	949	721	3,980	520	-86.9%	-32.1%	6,415	4,538	41.4%
กำไรสุทธิ	(5)	226	(53)	1,785	120	334	43	2,401	81	-96.6%	-32.6%	2,898	1,954	48.3%
Norm Profit	(5)	109	(53)	1,785	120	334	43	2,401	81	-96.6%	-32.6%	2,898	1,837	57.8%
Gross Margin (%)	40.9%	52.3%	56.3%	29.3%	42.1%	43.5%	52.2%	33.2%	46.5%			35.9%	35.0%	
Norm Profit Margin (%)	-1.1%	8.0%	-4.9%	20.8%	10.2%	24.4%	3.3%	17.2%	8.3%			16.3%	16.1%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

การลงทุนใน Nghe An ในประเทศไทย



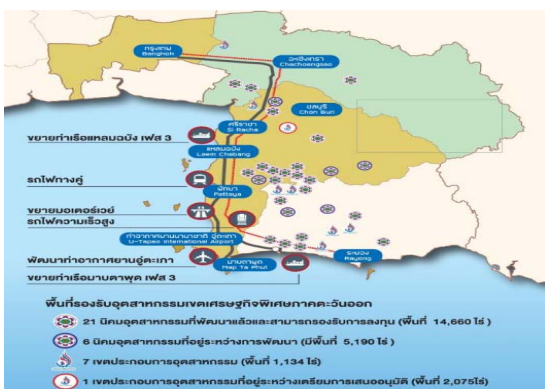
ที่มา : WHA

ตาราง COD ของธุรกิจโรงไฟฟ้า

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-RIL	25.01%	122.5	31	2013
Gulf Solar	VSPP	Solar	HPL1/H-CIE/HESIE/ES	25.01%	0.6	0.15	2014
Gunkul Solar Roof	VSPP	Solar	WHA Warehouse	74.99%	3.3	2.47	2014
Bowin Clean Energy B.Grimm	SPP	Cogen Gas	H-CIE	25.01%	121	30	2016
รวม (MW)				19.74%	1,772	350	
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%	125	31	2017
GTS4 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-ESIE	25.01%	125	31	2018
GNLL2 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-RIL	25.01%	120	30	2019
รวม (MW)					2,532	540	

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
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	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)

	2Q59	3Q59	4Q59	1Q60
รายได้ธุรกิจหลัก	1,369	1,300	13,981	971
ต้นทุนขาย	774	622	9,341	519
กำไรขั้นต้น	596	678	4,639	452
ค่าใช้จ่ายในการขาย	262	286	668	326
ดอกเบี้ยจ่าย	617	628	577	453
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	491	220	(155)	258
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	332	93	3,403	67
ภาษีเงินได้	(17)	12	826	(25)
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(15)	(38)	(177)	(11)
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	334	43	2,401	81
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	334	43	2,401	81
การเติบโตของรายได้ (QoQ)	17.0%	-5.0%	975.3%	-93.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	43.5%	52.2%	33.2%	46.5%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	179%	-87%	5541%	-97%

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 วอร์เรนท	-	-	-	-
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%