

## ปรับเป้าหมายขายในประเทศขึ้นทะลุ 2,000 ไร่

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 6.1 บาท (15.5XPER'24E) เพราะมองว่า WHA เป็นผู้ประกอบการที่ได้รับผลดีจากการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน รวมถึงการที่มีนิคมหลากหลายกระจายในโซน EEC ทำให้ลูกค้าสามารถเลือกได้ว่าจะอยู่โซนใด ซึ่งทาง WHA เองยังคงมีการพัฒนานิคมแห่งใหม่ๆอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ผลประกอบการงวด 2Q24 ออกมามีกำไรสุทธิ 1,289 ล้านบาท ดีกว่าที่เราคาดไว้ประมาณ 29% ได้รับผลดีจากการยอดโอนที่ดินที่มากขึ้น 1,200 ไร่ (มีทั้งของตัวเองและ JV) ขณะที่ยอดขายทำได้จำนวน 1,042 ไร่ ซึ่งยังมีลูกค้ารายใหญ่ที่รอเซ็นอยู่อีกมาก ทำให้ WHA มีการปรับเป้าหมายที่ดินปีนี้เป็นอย่างมากกว่า 2,400 ไร่ โดยเกือบทั้งหมดมาจากประเทศไทย ซึ่งจะทำให้เป็นยอดขายในประเทศที่สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2012

### 2Q24 กำไรสุทธิ 1,289 ล้านบาท (+49%YoY, -6%QoQ)

- กำไรสุทธิงวด 2Q24 อยู่ที่ 1,289 ล้านบาท (+49%YoY, -6%QoQ) ดีกว่าที่เราคาดไว้ 29% เกิดจากรายได้อื่นและส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนที่สูงกว่าคาด
- รายได้ที่ 2,322 ล้านบาท -12%YoY, -29%QoQ สาเหตุหลักมาจากธุรกิจที่ดินที่ยอดโอนเพียง 266 ไร่ เทียบกับ 437 ไร่ใน 2Q23 และ 581 ไร่ใน 1Q24 เพราะที่ดินอีกจำนวน 353 ไร่เป็นที่ดินที่ทำร่วมกับทาง IRPC ถือหุ้นสัดส่วน 60% ทำให้ไปรับรู้ผ่านส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนแทน (และมีรายได้ค่าบริการเพิ่มอีกทางด้วย) ส่วนรายได้จากธุรกิจอื่นอย่างการให้เช่า 629 ล้านบาท (+9%YoY, 9%QoQ) ตามจำนวนพื้นที่เช่าที่เพิ่มขึ้น และธุรกิจโซล่าเซลล์ที่มีลูกค้ามากขึ้น ส่วนธุรกิจการขายที่ส่วนใหญ่เป็นการขายน้ำในนิคม -3%YoY เพราะค่าธรรมเนียมใช้น้ำส่วนเกินน้อยลง แต่เพิ่มขึ้น 2 %QoQ
- กำไรขั้นต้นที่ 53% ดีขึ้นจาก 48% ใน 2Q23 เพราะมีการปรับราคาที่ดินจนทำให้กำไรขั้นต้นจากการขายที่ดินสูงถึง 64% แต่ลดลงจาก 55% ใน 1Q24 เพราะกำไรขั้นต้นธุรกิจให้เช่าโรงงานมีต้นทุนเพิ่มหลังโรงงานเสร็จแต่ผู้เช่ายังไม่เข้าไปใช้ ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ 449 ล้านบาท (+3%YoY, +2%QoQ)
- ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน 610 ล้านบาท +248%YoY, +254%QoQ เพราะมีส่วนแบ่งจากธุรกิจนิคมเข้ามา 353 ล้านบาท ขณะที่ส่วนแบ่งอื่นเติบโตเช่นกันยกเว้นธุรกิจไฟฟ้าที่ลดลงเล็กน้อยจากปีก่อน

### ปรับเป้าขึ้นเป็นมากกว่า 2,400 ไร่

จากการขายที่ดินที่ทำได้ดีในช่วง 1H24 จำนวนกว่า 1,242 ไร่ รวมกับการมีลูกค้ารายใหญ่ที่รอเซ็นสัญญาอยู่อีกมาก ทำให้ทาง WHA มีการปรับเป้าหมายที่ดินจากเดิม 2,275 ไร่ ขึ้นเป็นมากกว่า 2,400 ไร่ โดยส่วนใหญ่เป็นในประเทศไทยทำให้ยอดขายในประเทศสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2012 เนื่องจากที่เวียดนามลูกค้าบางส่วนมีการชะลอการตัดสินใจไปเป็นช่วงปลายปีเพื่อรอดูผลการเลือกตั้งของสหรัฐฯเสียก่อน

สำหรับธุรกิจอื่นยังเป็นไปตามแผนโดยธุรกิจให้เช่าโรงงาน/คลังสินค้ามีพื้นที่เช่าเพิ่ม 200,000 ตร.ม. ธุรกิจไฟฟ้ามีกำลังการผลิตรวม 1,000 MWh และธุรกิจ Green Logistic มีจำนวนรถไฟฟ้าให้เช่า 1,000 คัน

### คงกำไรทั้งปีไว้เท่าเดิม คงคำแนะนำ “ซื้อ”

กำไรสุทธิในช่วง 1H24 จะ คิดเป็น 57% ของกำไรทั้งปีที่เราคาดไว้ แต่เรายังคงเป้ากำไรทั้งปีไว้เท่าเดิมก่อน เพราะกำไรแต่ไตรมาสของธุรกิจนี้มีความผันผวนมาก โดยเรายังคง “ซื้อ” โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 6.1 บาท (17XPER'25E) จากปัจจัยบวกเรื่องผลประกอบการที่ออกมาดี

## BUY

Fair price: Bt 6.1

Upside (Downside): +20%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	WHA TB
Current Price (Bt)	5.10
Market Cap. (Bt m)	76,229
Shares issued (mn)	14,947
Par value (Bt)	0.10
52 Week high/low (Bt)	5.65/4.50
Foreign limit/ actual (%)	49.0/16.12
NVDR Shareholders (%)	7.9
Free float (%)	67.5
Number of retail holders	40,793
Dividend policy (%)	40
Industry	Property & Construction
Sector	Property Development
First Trade Date	8 November 2012
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	YES
SET ESG Ratings	AAA

### Major Shareholders

10 MAY 2024

Miss Jareeporn Jarukornsakul	23.3
Miss Chatchamol Anantaprayoon	9.0
Thai NVDR Company Limited	7.5
Mr. Chaiwat Phupisut	4.6
Miss Supitchaya Phupisut	4.4

### Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	10,744	12,054	13,677	14,914
Net Profit (Bt m)	4,046	4,426	4,687	5,368
NP Growth (%)	56%	9%	6%	15%
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.4
PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
BPS (Bt)	2.4	2.5	2.6	2.8
PBV (x)	1.5	1.8	1.9	1.8
DPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Div. Yield (%)	4.8%	4.1%	3.7%	4.3%
ROA (%)	4.9%	5.4%	5.7%	6.2%
ROE (%)	12.2%	13.8%	13.8%	15.1%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

## Earnings Review

(Bt m)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	%QoQ	%YoY
Revenue	2,639	2,110	5,248	3,280	2,322	(29.2)	(12.0)
Cost of sales	(1,362)	(1,104)	(2,355)	(1,471)	(1,095)	(25.6)	(19.6)
<b>Gross profit</b>	<b>1,278</b>	<b>1,006</b>	<b>2,893</b>	<b>1,808</b>	<b>1,228</b>	<b>(32.1)</b>	<b>(3.9)</b>
SG&A	(437)	(443)	(816)	(443)	(449)	1.5	2.9
Other (exp)/inc							
<b>EBIT</b>	<b>841</b>	<b>563</b>	<b>2,078</b>	<b>1,366</b>	<b>778</b>	<b>(43.0)</b>	<b>(7.4)</b>
Finance cost	(317)	(310)	(317)	(342)	(302)	(11.7)	(4.8)
Other inc/(exp)	355	258	669	397	386	(2.7)	8.7
<b>Earnings before taxes</b>	<b>879</b>	<b>511</b>	<b>2,429</b>	<b>1,421</b>	<b>863</b>	<b>(39.3)</b>	<b>(1.9)</b>
Income tax	(79)	(85)	(436)	(142)	(87)	(39.0)	9.4
<b>Earnings after taxes</b>	<b>800</b>	<b>427</b>	<b>1,993</b>	<b>1,279</b>	<b>776</b>	<b>(39.3)</b>	<b>(3.0)</b>
Equity income	175	358	696	173	610	253.8	248.0
Minority interest	(159)	(176)	(200)	(168)	(122)	(27.0)	(22.8)
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>817</b>	<b>609</b>	<b>2,489</b>	<b>1,284</b>	<b>1,265</b>	<b>(1.5)</b>	<b>54.8</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	49	14	(75)	81	24	(70.4)	(51.0)
<b>Net profit</b>	<b>866</b>	<b>623</b>	<b>2,414</b>	<b>1,365</b>	<b>1,289</b>	<b>(5.6)</b>	<b>48.8</b>
EBITDA	1,013	744	2,262	1,563	1,003	(35.8)	(1.0)
Recurring EPS (Bt)	0.05	0.04	0.17	0.09	0.08	(1.5)	54.8
Reported EPS (Bt)	0.06	0.04	0.16	0.09	0.09	(5.6)	48.8
<b>Profits (%)</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	48.4	47.7	55.1	55.1	52.9	(2.3)	9.2
Operating margin	31.9	26.7	39.6	41.6	33.5	(8.1)	5.2
Net margin	32.8	29.5	46.0	41.6	55.5	13.9	69.1

Source : Company Data, Pi Research

# Stock Update

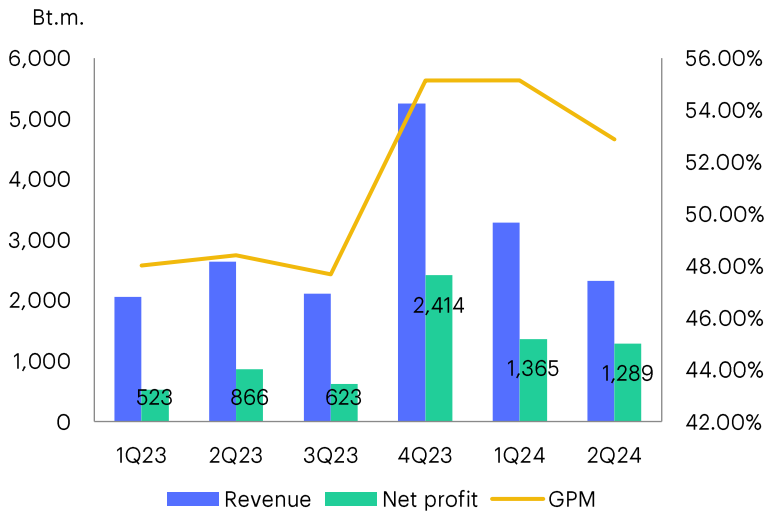


19 AUG 2024

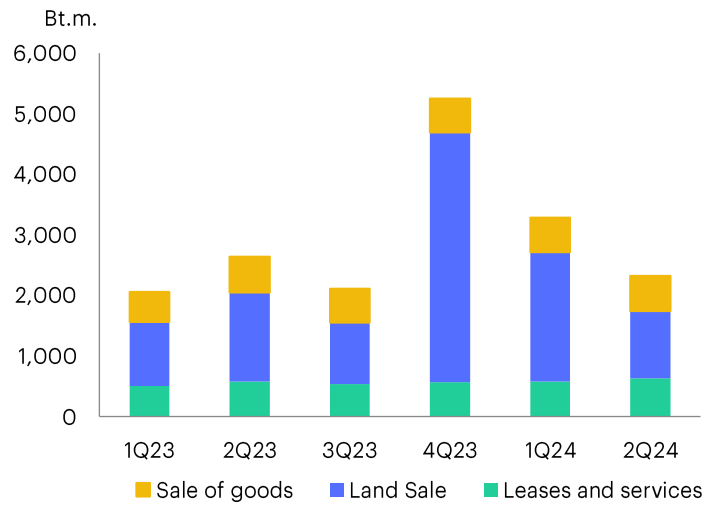
WHA

WHA Corporation PCL

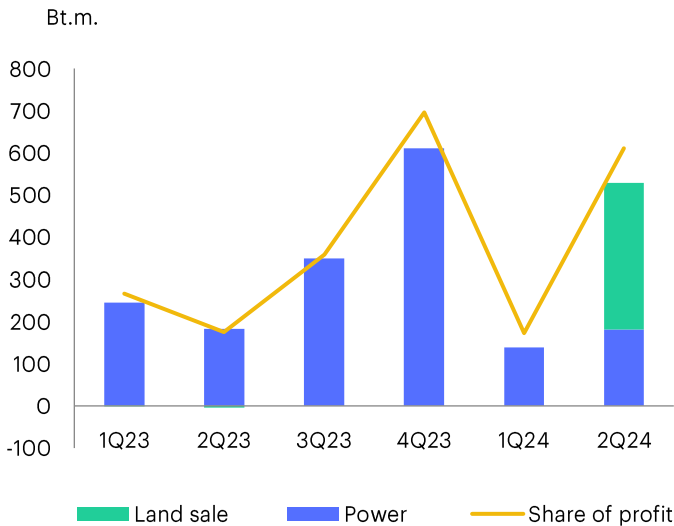
## รายได้ กำไรสุทธิ และกำไรขั้นต้นรายไตรมาส



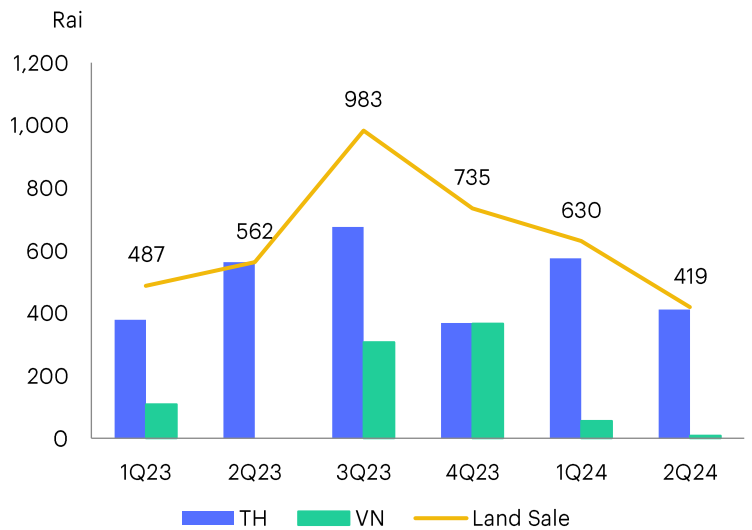
## สัดส่วนรายได้รายธุรกิจ



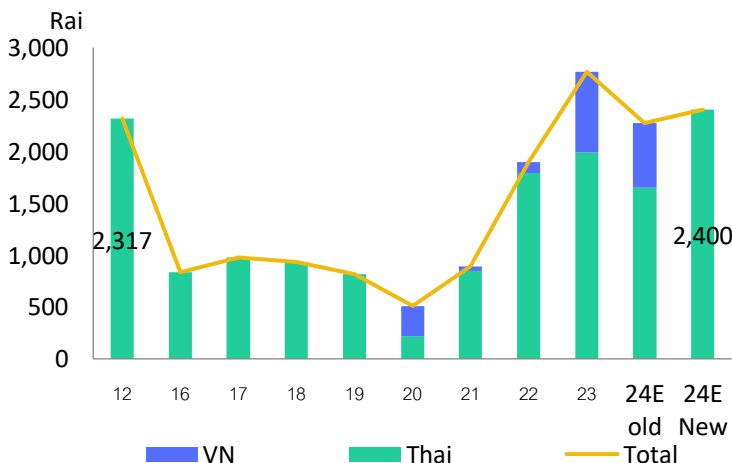
## ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน



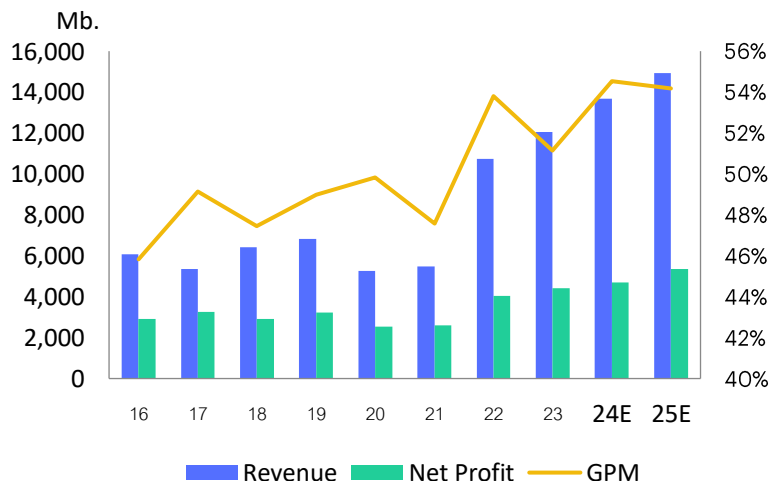
## การโอนที่ดินรายไตรมาส



## ยอดขายที่ดินรายปี



## รายได้ละกำไร (ขาดทุน) สุทธิรายปี



Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	7,169	6,578	6,587	7,902
Accounts receivable	559	686	752	820
Inventories	10,690	11,310	12,309	13,423
Other current assets	712	720	833	904
<b>Total current assets</b>	<b>19,130</b>	<b>19,295</b>	<b>20,482</b>	<b>23,048</b>
Invest. in subs & others	23,683	26,702	26,702	26,702
Fixed assets - net	7,829	8,852	9,741	10,582
Other assets	35,659	35,376	35,919	36,490
<b>Total assets</b>	<b>86,302</b>	<b>90,225</b>	<b>92,844</b>	<b>96,822</b>
Short-term debt	13,113	10,713	11,757	13,054
Accounts payable	2,947	3,884	4,110	4,518
Other current liabilities	338	499	517	566
<b>Total current liabilities</b>	<b>16,398</b>	<b>15,096</b>	<b>16,384</b>	<b>18,138</b>
Long-term debt	27,078	30,407	29,657	29,338
Other liabilities	7,214	7,400	7,605	8,002
<b>Total liabilities</b>	<b>50,690</b>	<b>52,903</b>	<b>53,646</b>	<b>55,478</b>
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495
Premium-on-share	15,266	15,266	15,266	15,266
Others	3,026	2,537	2,537	2,537
Retained earnings	12,263	14,189	16,064	18,211
Non-controlling interests	3,562	3,835	3,835	3,835
<b>Total equity</b>	<b>35,612</b>	<b>37,322</b>	<b>39,197</b>	<b>41,344</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>86,302</b>	<b>90,225</b>	<b>92,844</b>	<b>96,822</b>
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	10,744	12,054	13,677	14,914
Cost of goods sold	(4,964)	(5,890)	(6,219)	(6,835)
<b>Gross profit</b>	<b>5,780</b>	<b>6,164</b>	<b>7,458</b>	<b>8,079</b>
SG&A	(1,982)	(2,105)	(2,284)	(2,461)
Other income / (expense)				
<b>EBIT</b>	<b>3,798</b>	<b>4,059</b>	<b>5,174</b>	<b>5,618</b>
Depreciation	611	709	754	741
<b>EBITDA</b>	<b>6,604</b>	<b>7,652</b>	<b>7,930</b>	<b>8,743</b>
Finance costs	(1,126)	(1,235)	(1,208)	(1,210)
Other income / (expense)	1,610	1,388	979	1,259
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>4,282</b>	<b>4,213</b>	<b>4,945</b>	<b>5,668</b>
Income taxes	(546)	(659)	(597)	(679)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>3,736</b>	<b>3,554</b>	<b>4,349</b>	<b>4,988</b>
Equity income	585	1,496	1,023	1,125
Non-controlling interests	(276)	(624)	(684)	(746)
<b>Core Profit</b>	<b>4,046</b>	<b>4,426</b>	<b>4,687</b>	<b>5,368</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary	(19)	6		
<b>Net profit</b>	<b>4,065</b>	<b>4,420</b>	<b>4,687</b>	<b>5,368</b>
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	4,422	4,998	3,329	4,020
CF from investing	(39)	(3,767)	(2,050)	(2,050)
CF from financing	(808)	(1,929)	(1,263)	(655)
<b>Net change in cash</b>	<b>3,575</b>	<b>(698)</b>	<b>16</b>	<b>1,315</b>

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36
Core EPS (Bt)	0.27	0.30	0.31	0.36
DPS (Bt)	0.17	0.18	0.19	0.22
BVPS (Bt)	2.4	2.5	2.6	2.8
EV per share (Bt)	5.7	6.8	7.4	7.4
PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
Core PER (x)	12.8	15.3	16.1	14.1
PBV (x)	1.5	1.8	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	12.9	13.3	13.9	12.6
Dividend Yield (%)	4.8	4.1	3.7	4.3

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	53.8	51.1	54.5	54.2
EBITDA margin	61.5	63.5	58.0	58.6
EBIT margin	35.3	33.7	37.8	37.7
Net profit margin	37.8	36.7	34.3	36.0
ROA	4.7	4.9	5.0	5.5
ROE	11.4	11.8	12.0	13.0

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.3	1.3
Quick ratio (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Int.-bearing Debt/Equity (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Net Debt/Equity (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Interest coverage (x)	3.4	3.3	4.3	4.6
Inventory day (days)	786	701	722	717
Receivable day (days)	19	21	20	20
Payable day (days)	217	241	241	241
Cash conversion cycle	588	481	501	496

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	96.0	12.2	13.5	9.0
EBITDA	24.2	15.9	3.6	10.2
EBIT	278.4	6.9	27.5	8.6
Core profit	56.2	9.4	5.9	14.5
Net profit	56.9	8.7	6.1	14.5
EPS	56.9	8.7	6.1	14.5

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ง่าย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

#### ความหมายของคำแนะนำ

“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)  
หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

#### Stock Rating Definition

**BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.  
**HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.  
**SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย