

Fundamental Story

WHA Corporation Pcl (WHA TB) - BUY, Price Bt4.88, TP Bt5.80

Results Comment

Rata Limsuthiwanpoom | Email: rata.lim @ttbwealth.co.th

2Q26 อ่อนแอ เป็นไปตามคาด

- WHA รายงานกำไรสุทธิ 659 ลบ. ใน 2Q26 หากไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจำนวน 18 ลบ. จากเงินลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้า กำไรปกติอยู่ที่ 677 ลบ. ลดลง 26% y-y และ 51% q-q เป็นไปตามคาด

■ กำไรที่ลดลงมีสาเหตุหลักจากยอดโอนที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมที่ลดลง และอัตรากำไรที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หลังจาก WHA เข้าซื้อหุ้นที่เหลือ 40% ใน IER estate ใน 1Q26 กำไรส่วนใหญ่จากแปลงที่ดินของ IER ได้ถูกบันทึกไปแล้วในรูปของกำไรจากการตีมูลค่ายุติธรรมใน 1Q26 ดังนั้น ใน 2Q26 จึงเหลืออัตรากำไรขั้นต้นเพียง 28% ที่จะรับรู้เมื่อมีการโอนที่ดิน เทียบกับระดับปกติที่ 68% เนื่องจาก IER คิดเป็นประมาณ 60% ของยอดโอนที่ดินใน 2Q26 จึงส่งผลกดดันต่อกำไร 2Q26 อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ 2Q25 ยังได้ประโยชน์จากกำไรจากการขายสินทรัพย์ ซึ่งยิ่งทำให้ฐานกำไรในปีก่อนสูงและกดดันเมื่อเทียบ y-y ขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยปัจจัยลบดังกล่าวได้
- นิคมอุตสาหกรรม: ยอด presales ที่ดิน อยู่ที่ 248 ไร่ ใน 2Q26 ส่งผลให้ 1H26 อยู่ที่ 1,199 ไร่ (46% ของประมาณการทั้งปีของเรา) ขณะที่ยอดโอนที่ดินอยู่ที่ 209 ไร่ ลดลง 30% y-y และ q-q ด้านยอด LOI อยู่ที่ 217 ไร่ และ backlog อยู่ที่ 1,464 ไร่

■ ธุรกิจสาธารณูปโภค: ปริมาณการขายน้ำในไทยเพิ่มขึ้น 14% y-y ใน 2Q26 ขณะที่รายได้จาก capacity charge อยู่ที่ 61 ลบ. ลดลง 29% y-y และ 81% q-q ฝ่ายบริหารคาดว่าจะรายได้ค่าธรรมเนียมการใช้น้ำ (Capacity Charge) จะฟื้นตัวใน 3Q26 เนื่องจากโครงการเพิ่มเติมจะทยอยเริ่มดำเนินงาน

■ ธุรกิจโรงไฟฟ้า: ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนปรับตัวดีขึ้นใน 2Q26 โดยมีปัจจัยหลักจากโรงไฟฟ้า IPP Ghecco-One ที่กลับมาดำเนินงานเต็มไตรมาส และผลกระทบจากสต็อกถ่านหินต้นทุนสูงที่ลดลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน

■ กำไร 1H26F คิดเป็น 43% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา เราคาดว่าจะกำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H26F และยังคงประมาณการกำไรเดิมไว้

Income Statement (consolidated)						Income Statement 6M as					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	2026F	2027F
Revenue	3,333	1,933	5,295	3,166	2,501	Revenue	(21)	(25)	35	16,005	23,497
Gross profit	1,576	993	2,097	1,586	1,007	Gross profit	(36)	(36)	35	7,412	11,389
SG&A	518	465	905	494	457	SG&A	(7)	(12)	39	2,438	2,776
Operating profit	1,058	527	1,192	1,092	550	Operating profit	(50)	(48)	33	4,973	8,613
EBITDA	1,315	786	1,454	1,352	821	EBITDA	(39)	(38)	36	5,955	9,661
Other income	286	271	518	953	228	Other income	(76)	(20)	77	1,527	884
Other expense	184	44	247	0	(57)	Other expense	na	na	na	0	0
Interest expense	351	335	318	309	312	Interest expense	1	(11)	42	1,475	1,501
Profit before tax	809	419	1,145	1,735	522	Profit before tax	(70)	(35)	45	5,025	7,996
Income tax	191	101	131	137	105	Income tax	(23)	(45)	30	804	1,279
Equity & invest. income	353	454	483	(88)	432	Equity & invest. income	na	22	33	1,046	1,152
Minority interests	(58)	(160)	(75)	(118)	(171)	Minority interests	na	na	na	(420)	(617)
Extraordinary items	68	22	23	116	(18)	Extraordinary items	na	na	na	0	0
Net profit	980	634	1,445	1,508	659	Net profit	(56)	(33)	45	4,847	7,252
Normalized profit	912	612	1,422	1,393	677	Normalized profit	(51)	(26)	43	4,847	7,252
EPS (Bt)	0.07	0.04	0.10	0.10	0.04	EPS (Bt)	(56)	(33)	45	0.32	0.49
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.04	0.10	0.09	0.05	Normalized EPS (Bt)	(51)	(26)	43	0.32	0.49

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Cash & ST investment	6,125	4,683	3,561	3,434	3,695	Sales growth	43.5	(5.7)	43.7	(32.7)	(25.0)
A/C receivable	1,100	1,008	1,003	1,497	1,045	Operating profit growth	35.9	(7.5)	(17.0)	(49.4)	(48.1)
Inventory	17,912	18,162	19,615	2,196	22,478	EBITDA growth	31.0	(2.8)	(13.9)	(43.9)	(37.6)
Other current assets	1,227	1,275	1,245	21,722	1,259	Norm profit growth	(27.7)	(11.4)	18.9	(32.6)	(25.7)
Investment	19,711	19,967	20,061	18,698	18,674	Norm EPS growth	(27.7)	(11.4)	18.9	(32.6)	(25.7)
Fixed assets	11,199	11,473	11,693	12,180	12,447	Gross margin	47.3	51.3	39.6	50.1	40.3
Other assets	43,465	44,191	44,227	44,407	46,832	Operating margin	31.7	27.3	22.5	34.5	22.0
Total assets	100,738	100,759	101,404	104,134	106,430	EBITDA margin	39.4	40.7	27.5	42.7	32.8
S-T debt	13,179	12,339	14,365	14,717	15,864	Norm net margin	27.4	31.7	26.9	44.0	27.1
A/C payable	4,562	4,429	2,947	4,244	4,285	D/E (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
Other current liabilities	391	259	491	464	357	Net D/E (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
L-T debt	36,228	36,172	35,179	34,580	36,706	Interest coverage (x)	3.7	2.3	4.6	4.4	2.6
Other liabilities	7,754	7,764	7,823	7,922	8,038	Interest rate	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5
Minority interest	3,554	3,683	3,689	3,814	3,743	Effective tax rate	23.7	24.2	11.4	7.9	20.2
Shareholders' equity	35,071	36,113	36,911	38,393	37,437	ROA	3.6	2.4	5.6	5.4	2.6
Working capital	14,450	14,742	17,671	(551)	19,238	ROE	10.2	6.9	15.6	14.8	7.1
Total debt	49,407	48,511	49,544	49,297	52,570						
Net debt	43,282	43,828	45,983	45,863	48,875						

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลธ์”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบริษั ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แสตนลรี จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"