

Fundamental Story

WHA Utilities & Power (WHAUP TB) - SELL, Price Bt7.70, TP Bt7.20

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

กำไร 2Q26 ดีกว่าคาด

- WHAUP รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติ 503 ลบ. ใน 2Q26 เพิ่มขึ้นถึง 121% y-y และ 144% q-q การเติบโตที่แข็งแกร่งนี้มาจากการที่โรงไฟฟ้า IPP Gheco-1 กลับมาดำเนินงานเต็มที ซึ่งสร้างประโยชน์ต่อกำไร WHAUP สูงกว่าที่เราคาด รวมทั้งผลกระทบจากถ่านหินคงคลังต้นทุนสูงที่ลดลงในไตรมาสนี้
 - รายได้รวมเพิ่มขึ้น 13% y-y เป็น 867 ลบ. ใน 2Q26 หนุนโดยปริมาณขายน้ำที่เพิ่มขึ้น 14% y-y (+2% q-q) เป็น 34.4 ล้านลูกบาศก์เมตร แต่รายได้ลดลง 22% q-q จากฐานสูงในไตรมาสก่อนที่มีการรับรู้ค่าธรรมเนียมกำลังการผลิตน้ำส่วนเกินก้อนใหญ่
 - กำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 19% y-y แต่ลดลง 43% q-q สอดคล้องกับทิศทางของรายได้ หากตัดผลกระทบของค่าธรรมเนียมดังกล่าว เราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจหลักดีขึ้นเป็น 37.4% ใน 2Q26 จาก 32.2% ใน 2Q25 ซึ่งน่าจะเป็นเพราะผลผลจากการประหยัดต่อขนาดตามปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น และการที่รายได้จากธุรกิจโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่มีอัตรากำไรสูงกว่ามีส่วนเพิ่มขึ้นต่อรายได้รวม
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร (SG&A) เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1% y-y แต่ลดลง 9% q-q มาที่ 93 ลบ. ใน 2Q26 ทำให้อัตรากำไรส่วน SG&A ต่อยอดขายรวมดีขึ้นเป็น 10.7% ในไตรมาสนี้ จาก 12.1% ใน 2Q25 และ 9.4% ใน 1Q26
 - ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง 112% y-y เป็น 379 ลบ. ใน 2Q26 โดยได้แรงหนุนจากโครงการ Gheco-1 ที่กลับมาดำเนินงานเต็มไตรมาส ประกอบกับผลกระทบจากสต็อกถ่านหินต้นทุนสูงที่ลดลง
 - สำหรับธุรกิจอื่นในบริษัทร่วม ธุรกิจให้บริการน้ำในเวียดนามอ่อนตัวลง y-y แต่ฟื้นตัวดีขึ้น q-q ส่วนโรงไฟฟ้า SPP มีผลกำไรสูงขึ้น y-y แต่อ่อนตัวลงเมื่อเทียบ q-q
 - เนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานปกติของ WHAUP ใน 1H26 คิดเป็น 61% ของประมาณการทั้งปีของเราแล้ว เราจึงมองว่ามี upside ต่อประมาณการ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไร 3Q26F จะอ่อนตัว q-q จากอัตรากำไรที่หดตัวของโรงไฟฟ้า SPP

Income Statement						Income Statement					
(consolidated)						6M as					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	2026F	2027F
Revenue	765	956	769	1,118	867	Revenue	(22)	13	55	3,615	4,153
Gross profit	304	476	276	632	362	Gross profit	(43)	19	63	1,574	1,813
SG&A	93	118	112	105	93	SG&A	(11)	1	44	452	519
Operating profit	212	358	165	527	269	Operating profit	(49)	27	71	1,122	1,294
EBITDA	353	506	313	675	431	EBITDA	(36)	22	61	1,803	2,102
Other income	12	33	21	25	12	Other income	(52)	(0)	35	108	125
Other expense						Other expense			na		
Interest expense	144	133	130	129	140	Interest expense	8	(3)	48	564	626
Profit before tax	80	259	55	424	142	Profit before tax	(67)	77	85	667	792
Income tax	31	44	10	76	17	Income tax	(77)	(45)	70	133	158
Equity & invest. income	179	300	184	(142)	379	Equity & invest. income	na	112	38	621	934
Minority interests	0	(0)	0	(0)	(0)	Minority interests	na	na	na	0	0
Extraordinary items	(87)	(28)	(65)	97	29	Extraordinary items	(71)	na	na	0	0
Net profit	141	487	164	303	532	Net profit	75	276	72	1,154	1,568
Normalized profit	228	514	229	206	503	Normalized profit	144	121	61	1,154	1,568
EPS (Bt)	0.04	0.13	0.04	0.08	0.14	EPS (Bt)	75	276	72	0.30	0.41
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.13	0.06	0.05	0.13	Normalized EPS (Bt)	144	121	61	0.30	0.41

Balance Sheet						Financial Ratios					
(consolidated)						2025					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Cash & ST investment	1,061	1,087	1,201	834	1,511	Sales growth	5.9	24.2	7.8	58.6	13.3
A/C receivable	571	530	616	1,076	619	Operating profit growth	6.8	104.3	45.2	217.2	27.1
Inventory	0	0	0	0	0	EBITDA growth	9.3	65.2	25.0	122.1	22.3
Other current assets	320	345	345	366	377	Norm profit growth	(28.7)	72.9	30.3	(17.5)	120.7
Investment	14,962	15,161	13,758	14,328	13,626	Norm EPS growth	(28.7)	72.9	30.3	(17.5)	120.7
Fixed assets	9,374	9,662	9,861	10,311	10,544	Gross margin	39.8	49.8	36.0	56.5	41.8
Other assets	4,688	4,651	5,869	5,069	5,964	Operating margin	27.7	37.5	21.4	47.2	31.0
Total assets	30,976	31,437	31,648	31,986	32,642	EBITDA margin	46.1	52.9	40.7	60.4	49.7
S-T debt	2,999	3,699	3,849	3,700	2,964	Norm net margin	29.8	53.8	29.8	18.4	58.0
A/C payable	613	602	581	687	695	D/E (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
Other current liabilities	154	145	170	210	187	Net D/E (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
L-T debt	13,183	12,509	12,535	12,561	14,146	Interest coverage (x)	2.5	3.8	2.4	5.2	3.1
Other liabilities	939	946	1,021	1,018	1,033	Interest rate	3.6	3.3	3.2	3.2	3.3
Minority interest	0	0	0	0	0	Effective tax rate	38.8	17.0	17.7	18.0	12.1
Shareholders' equity	13,089	13,535	13,492	13,810	13,617	ROA	2.9	6.6	2.9	2.6	6.2
Working capital	(41)	(72)	35	390	(76)	ROE	6.8	15.5	6.8	6.0	14.7
Total debt	16,181	16,208	16,385	16,261	17,110						
Net debt	15,121	15,121	15,184	15,427	15,598						

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 แสนสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"