

WHA UTILITIES & POWER
THAILAND / UTILITIES

WHAUP TB

BUY

เติบโตตามนิคมฯขยายตัว มั่นคงจากสัญญายาว

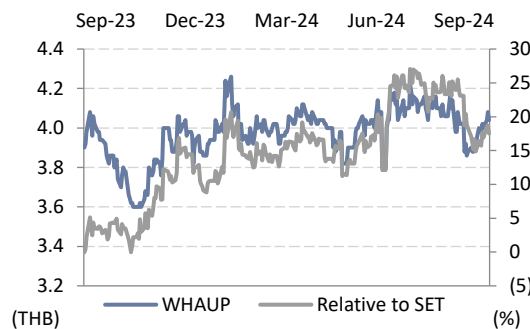
- WHAUP แข็งแกร่งในธุรกิจสาธารณูปโภคเติบโตตามการขยายตัวของนิคมฯ และมั่นคงภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าและไอน้ำระยะยาว
- คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 +10% y-y CAGR จาก MW ใหม่ และปริมาณขายน้ำที่เพิ่มต่อเนื่อง ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและไอน้ำระยะยาว และความต้องการที่จะเพิ่มในอนาคต
- ราคาหุ้นยังต่ำกว่า NAV ที่ 5.30 บาท เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

TARGET PRICE	THB5.30
CLOSE	THB4.04
UP/DOWNSIDE	+31.2%
TP vs CONSENSUS	+12.1%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,782	3,165	3,392	3,554
Net profit	1,631	1,454	1,742	1,856
EPS (THB)	0.43	0.38	0.46	0.49
vs Consensus (%)	-	(5.7)	7.0	11.4
EBITDA	975	1,548	1,815	1,893
Recurring net profit	1,443	1,333	1,742	1,856
Core EPS (THB)	0.38	0.35	0.46	0.49
EPS growth (%)	217.6	(7.6)	30.7	6.5

Core P/E (x)	10.7	11.6	8.9	8.3
Dividend yield (%)	6.0	6.0	6.0	7.2
EV/EBITDA (x)	29.6	19.3	17.1	16.9
Price/book (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
Net debt/Equity (%)	98.5	102.9	106.2	107.6
ROE (%)	11.0	9.6	12.1	12.3



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(2.4)	1.0	4.7
Relative to country (%)	(6.2)	(1.1)	18.7
Mkt cap (USD m)	452		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.7		
Free float (%)	28		
Major shareholder	WHA Industrial Development Plc (69%)		
12m high/low (THB)	4.32/3.54		
Issued shares (m)	3,825.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

WHAUP โดดเด่นทั้ง Cash Flow ที่มั่นคง และการเติบโตตามนิคมฯ ที่ขยายตัว

WHAUP เป็นบริษัทลูกของ WHA group ทำธุรกิจสาธารณูปโภค (น้ำและไฟฟ้า) จำหน่ายให้กับโรงงานอุตสาหกรรมที่อยู่ทั้งในและนอกนิคมฯ บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2024 เติบโต double digits จากความต้องการน้ำและไฟฟ้าของโรงงานอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้นตามการเติบโตของอุตสาหกรรมที่มีขยายการลงทุนต่อเนื่องและการลดต้นทุนด้านพลังงาน โดยบริษัทคาดการณ์การขยายน้ำทั้งในไทยและเวียดนามเพิ่มขึ้น 15% y-y เป็น 178 ล้านลูกบาศก์เมตร และการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น 10% เป็น 1GW หากเป็นไปตามเป้าหมาย

Upside กำไรเปิดกว้างจาก อิมพอร์ตฐานผลิต, FDI, PDP2024 และ Direct PPA

หลายปัจจัยหนุน WHAUP มีโอกาสเติบโตสูงในระยะยาว อาทิ แนวโน้มการขยายตัวของธุรกิจนิคมฯของกลุ่ม WHA ที่ได้แรงหนุนจากการย้ายฐานการลงทุนจากจีนและประเทศตะวันตก ทั้งในไทยและเวียดนาม โดยคาดมียอดขายที่ดินเพิ่มขึ้นทุกปีและลูกค้ารายใหม่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง WHAUP ได้รับสิทธิให้การบริหารจัดการสาธารณูปโภคเพียงผู้เดียว อีกทั้ง FDI ของไทยในช่วง 5M24 มีมูลค่าเงินลงทุนรวม 1.7 แสนลบ. +16% y-y และ FDI ของเวียดนาม +2% ในช่วง 5M24 นอกจากนี้คาดประกาศรับซื้อไฟฟ้าเฟส 2 ที่ 3,668 MW ตามแผน PDP 2024 ปลายปีนี้ WHAUP มีโอกาสชนะเพิ่มหลังได้กำลังผลิตไฟฟ้ากว่า 125 MW ในเฟสแรก และมีโอกาสได้ Direct PPA กับกลุ่มทุนที่ลงทุนในธุรกิจ Data Center ที่เป็นเทรนด์อนาคตเพิ่มขึ้น ส่วน PDP 8 เวียดนามคาดจะเปิดรับซื้อไฟฟ้าภายในปีนี้

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ย +10% y-y CAGR

เรคาดกำไรสุทธิปี 2024 ติดลบ 7.6% y-y จากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เป็นธุรกิจไฟฟ้าลดลง โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าเกิดโค-วันที่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนถ่านที่สูง แม้รายได้จากการขายน้ำและไฟฟ้าหลักเพิ่มขึ้น แต่เชื่อว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมจะกลับมาฟื้นตัวในช่วง 2H24 รวมถึงปี 2025 คาดจะพลิกเป็น +30% y-y และ +6.5% ในปี 2026 จาก MW และลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มสอดคล้องกับการขยายตัวของการลงทุนในนิคมอุตสาหกรรมที่ส่วนใหญ่ได้เซ็นสัญญาลงทุนก่อสร้างในนิคมฯ ปลายปีนี้แล้วเสร็จปีหน้า

ราคาเหมาะสม 5.30 บาท (SOTP) ราคาปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าที่ควรเป็น แนะนำ “ซื้อ”

เราเริ่มคำแนะนำ ซื้อ ราคาเหมาะสม 5.30 บาท ประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธี Sum of The Parts ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและสัดส่วนการถือหุ้นแล้วคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน โดยวิธี DCF ภายใต้สมมติฐาน WACC ที่ 6.5% และเทียบเคียงกับ PE ของกลุ่ม Utilities



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

Investment thesis

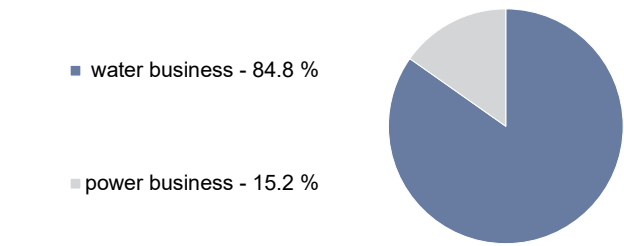
WHAUP เป็นหนึ่งในบริษัทธุรกิจสาธารณูปโภคแบบครบวงจรที่ให้บริการแก่ผู้ประกอบการธุรกิจต่างๆ ในนิคมอุตสาหกรรมรายใหญ่สุดของไทย และได้รับสิทธิการให้บริการสาธารณูปโภคแก่ลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA บริษัทมีแผนขยายกำลังผลิตน้ำอุตสาหกรรม ไฟฟ้าและการบำบัดน้ำเสียต่อเนื่อง ตามการเติบโตของผู้ประกอบการที่ตั้งอยู่ในนิคมอุตสาหกรรม WHA ทั้งในไทยและเวียดนาม ด้วยกำลังผลิตน้ำอุตสาหกรรม 84 ล้านลูกบาศก์เมตรใน 1H24 และกำลังผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น 932 MW แบ่งเป็นโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ 682 MW ที่เหลือ 250 MW อยู่ระหว่างการก่อสร้าง โดยแยกเป็นโรงไฟฟ้าประเภท Conventional 57% และ Renewable 43% ณ สิ้น 2Q24 และตั้งเป้าเซ็นสัญญา PPA ของโรงไฟฟ้าที่ 1,000 MW สิ้นปี 2024 ส่วนปริมาณขายน้ำปี 2024 ตั้งเป้าไว้ที่ 178 ล้านลูกบาศก์เมตร +15% y-y จากการขยายตัวของนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA ทั้งจากการขยายฐานลูกค้าใหม่

Company profile

WHAUP เป็นบริษัทในเครือของกลุ่ม WHA ก่อตั้งขึ้นในปี 2008 เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภคแบบครบวงจรแก่ลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA โดยบริษัทได้เพิ่มกำลังการผลิตน้ำเพื่ออุตสาหกรรม และขยายความสามารถในการให้บริการจัดการน้ำเสียแก่ผู้ประกอบการในและนอกนิคมอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่อง

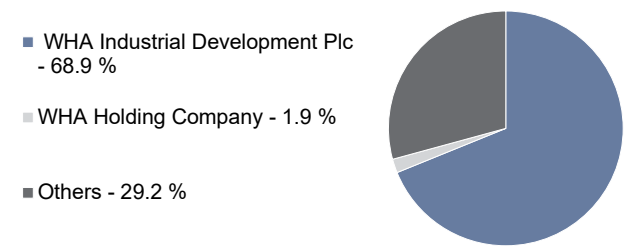
www.wha-up.com

Principal activities (revenue, 2023)



Source: WHA Utilities & Power

Major shareholders



Source: WHA Utilities & Power

Catalysts

- แนวโน้มการขยายตัวของนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA ทั้งจากการขยายฐานลูกค้าใหม่เพิ่ม และปริมาณความต้องการใช้น้ำและไฟฟ้าของโรงงานอุตสาหกรรมในนิคมฯ เพิ่มขึ้น และได้ลงนามสัญญาขายน้ำลูกค้าใหม่เพิ่ม รวมถึงการปรับขึ้นค่าน้ำ
- อุปทานของน้ำและไฟฟ้าในเวียดนามยังไม่เพียงพอกับความต้องการ ถือเป็นโอกาสการเติบโตในอนาคตของนิคมฯของ WHA และตามเมืองต่างๆ ที่ยังขาดแคลนไฟฟ้าและน้ำประปา
- มีโอกาสเข้าประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน 3,660 MW ตามร่างแผนพัฒนาพลังงาน (PDP 2024) ที่จะออกปลายปี 2024

Risks to our call

- ราคาก๊าซ ปรับขึ้น ขณะที่ราคาไฟฟ้าปรับลง หรือถูกกดดันจากมาตรการภาครัฐ จะส่งผลให้ margin โรงไฟฟ้าแคบลงอย่างมีนัย
- การปรับเปลี่ยนนโยบายพลังงานของภาครัฐ

Event calendar

Date	Event
Nov-2024	3Q24 Earnings Results

Key assumptions

Key assumptions	2024E	2025E	2026E
Tariff	3.51	3.65	3.79
Electricity capacity- Equity PPA (MW)	1,000	1,200	1,500
Water Sales& Managed Volume (MM3)	178	185	200
Equity income	818	891	1,054

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% increase in gas price, we estimate 2024 earnings would rise by 1.1%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in interest rate, we estimate 2024 earnings would decline by 1.3%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

ธัมมัยฐานการผลิตมาไทยและเวียดนาม...ยังหนุ่ก่าไร WHAUP

WHAUP ได้ผลบวกต่อเนื่องและมีนัยสำคัญ จากการย้ายฐานการลงทุนจากทั่วโลกมาที่ประเทศไทยและเวียดนาม เนื่องจาก South East Asia เป็นพื้นที่ปลอดภัยทางธรรมชาติ มีระบบโครงสร้างพื้นฐานที่แข็งแกร่ง และ Eco System ที่ดี ที่สำคัญหลังได้รับรัฐบาลใหม่ที่มีเสถียรภาพ และมุ่งเน้นการส่งเสริมการลงทุนก็จะยิ่งดึงดูดให้นักลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น สำนักงาน

คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) เผยยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุน 6M24 จำนวน 1,412 โครงการ เพิ่มขึ้น 64% y-y มูลค่าเงินลงทุนรวม 4.58 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 35% y-y กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเงินลงทุนสูงสุด 5 อันดับแรก ได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า 1.39 แสนล้านบาท รองลงมาได้แก่ ยานยนต์และชิ้นส่วน 3.89 หมื่นล้านบาท เกษตรและแปรรูปอาหาร 3.3 หมื่นล้านบาท ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ 2.5 หมื่นล้านบาท ดิจิทัล 2.5 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ

สำหรับการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง มีโครงการยื่นขอรับการส่งเสริมจำนวน 460 โครงการ เพิ่มขึ้น 130% มูลค่าเงินลงทุนรวม 1.69 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% โดยประเทศ/เขตเศรษฐกิจที่มีมูลค่าการขอรับการส่งเสริมสูงสุด 5 อันดับแรก ได้แก่ สิงคโปร์ 4.25 หมื่นล้านบาท จีน 3.46 หมื่นล้านบาทฮ่องกง 2.65 หมื่นล้านบาท ไต้หวัน 1.99 หมื่นล้านบาท และออสเตรเลีย 1.7 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ

อย่างไรก็ตามที่ผ่านมา BOI ส่งเสริมลงทุนประเภท BEV-PHEV-HEV รวม 26 โครงการ รวม 19 บริษัท มูลค่าลงทุน 8 หมื่นล้านบาท โดยกลุ่มบริษัทผลิตรถยนต์ชั้นนำระดับโลกจากประเทศจีนได้ตัดสินใจเลือกประเทศไทยเป็นฐานการผลิตหลักในภูมิภาคแล้ว 8 ราย ประกอบด้วย BYD, MG, Great Wall Motor, Changan Automobile, GAC Aion, NETA, Chery และ Foton.

นอกจากนี้ BOI ยังรายงานว่ามีผู้ได้รับการส่งเสริมในกิจการ Data Center แล้วทั้งสิ้น 18 ราย มูลค่า 7.8 หมื่นล้านบาท อาทิ Amazon Web Service (AWS), Supernap (Switch), NextDC, CtrlS Data Center, Telehouse และที่เพิ่งเซ็น MOU กับรัฐบาลไทยแล้วคือ Microsoft, Google และ อาลีบาบา รวมถึงผู้เล่นในประเทศอย่าง กลุ่ม True ,Central และ GULF INTUCH เป็นต้น ที่สำคัญคือ โครงการ Data Center เหล่านี้จำเป็นต้องมีกระแสไฟฟ้าเป็นจำนวนมากและต้องเป็นพลังงานที่สะอาดด้วย ซึ่งผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานสะอาดอย่าง WHAUP มีความเชี่ยวชาญ และโอกาสได้งานโครงการ Data Center กับ JV หรือ Partner ทั้งในและต่างประเทศในอนาคต

Exhibit 1: ภาพการส่งเสริมการลงทุน 1Q24



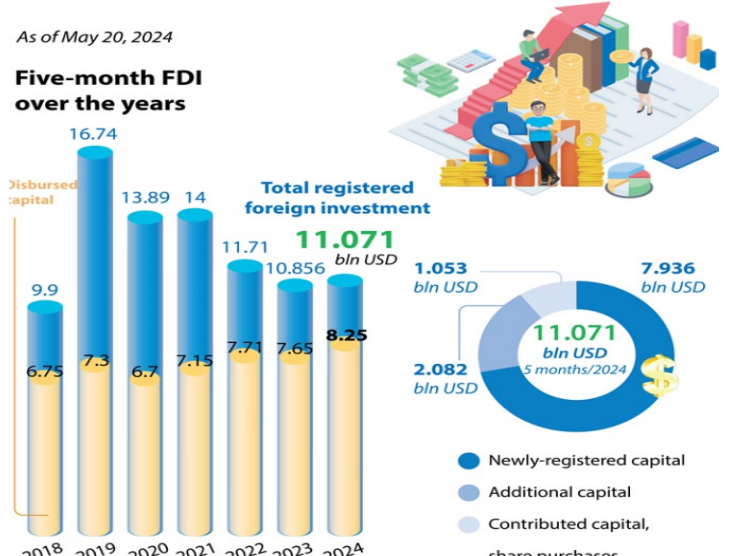
Source: ประชาชาติธุรกิจ, กระทรวงพาณิชย์

Exhibit 2: ภาพการส่งเสริมการลงทุน 6M24



Source: BOI

Exhibit 4: Vietnam Five-Months FDI over the year



Source: [infographics](#)

FDI ในเวียดนามเติบโตต่อเนื่อง

4

ยิ่งนิคมอุตสาหกรรม WHA ขยาย ยิ่งหนุนกำไร WHAUP เติบโต

WHA group มีบริษัทในเครือกว่า 70 บริษัท มีมาร์เก็ตแคปรวมกันกว่า 2 แสนล้านบาท พร้อมกับการต่อยอดธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมที่ใหญ่ที่สุดในไทย ปัจจุบันดำเนินธุรกิจ 4 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ 1) ธุรกิจโลจิสติกส์ มีพื้นที่เกือบ 3 ล้านตรม. 3) ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม หากรวมเวียดนามมีพื้นที่รวม 7.76 หมื่นไร่ อยู่ใน 13 นิคมอุตสาหกรรม และมีที่ดินพร้อมขายประมาณ 2.5 พันไร่ 3) ธุรกิจสาธารณูปโภคที่มี WHAUP เป็น Flagship และ 4) ธุรกิจดิจิทัล ซึ่งบริษัทต้องการทรานส์ฟอร์มองค์กรก่อนเพื่อรับกับโลกที่เปลี่ยนแปลงมุ่งสู่ “เทคคอมพานี”

Exhibit 5: WHA: Land Sales in Thailand



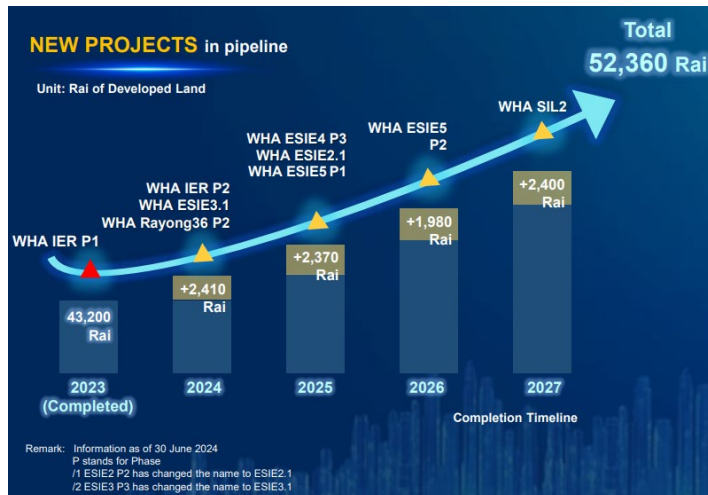
Source: WHA

Exhibit 6: WHA: No.1 Domestic Industrial Market Share



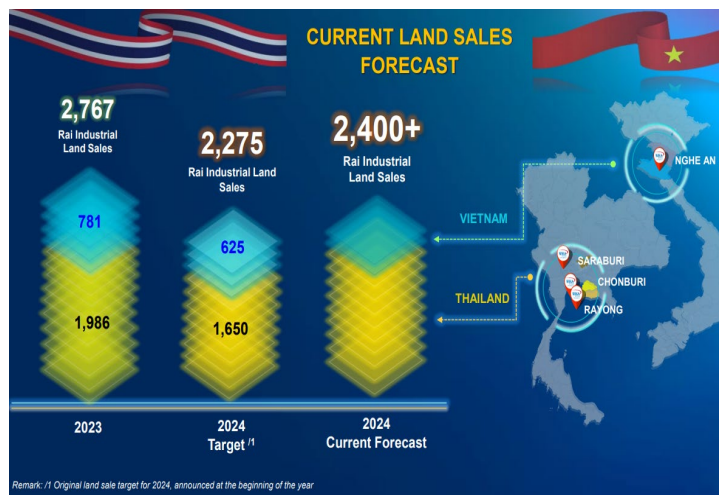
Sources: WHA, CBRE Bangkok property report as of 2023

Exhibit 7: WHA: Extend Our No. 1 Position in Thailand



Source: WHA

Exhibit 8: WHA: Target Deliverables



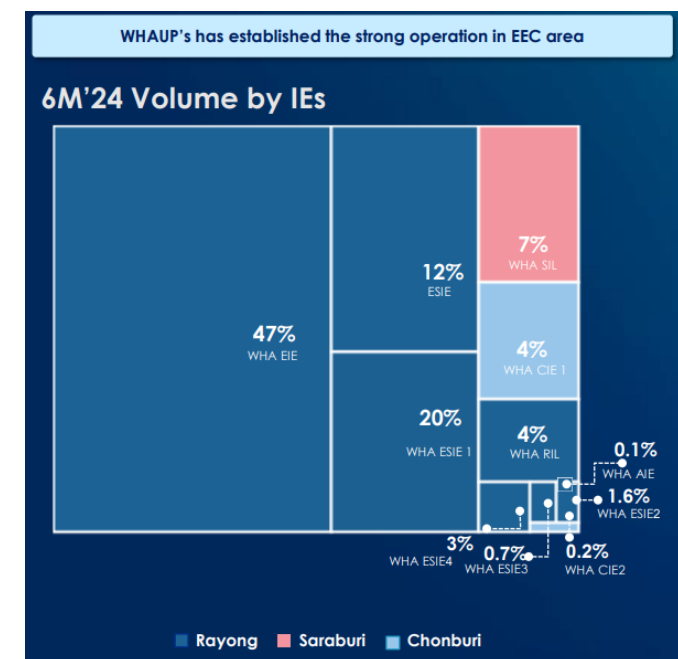
Source: WHA

ธุรกิจสาธารณูปโภคในนิคมฯ – มั่นคงจากการกระจายความเสี่ยง ทั้งด้านทำเลที่มีศักยภาพและลูกค้าหลากหลายธุรกิจ

ธุรกิจ **Utilities**: เป็นหนึ่งในธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภคในนิคมรายใหญ่สุดของไทย

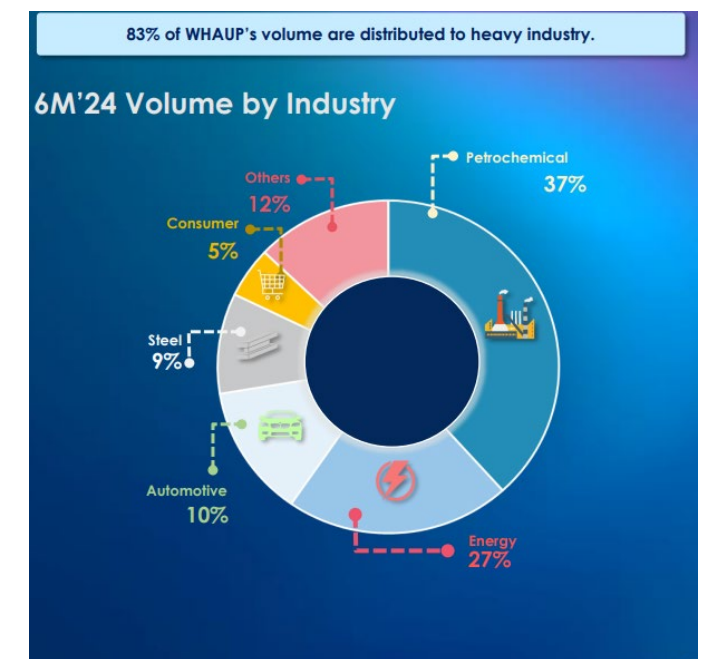
WHAUP ตั้งเป้าปริมาณขายน้ำปี 2024 ที่ 178 ล้านลูกบาศก์เมตร +15% y-y จากการขยายตัวของนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA ทั้งจากการขยายฐานลูกค้าใหม่เพิ่ม และปริมาณความต้องการใช้น้ำของโรงงานอุตสาหกรรมในนิคมฯ เพิ่มขึ้น และได้ลงนามสัญญาขายน้ำลูกค้าใหม่เพิ่ม รวมถึงการลงนามสัญญาขายน้ำประปาเอกชนกับการประปาส่วนภูมิภาค รวมถึงการปรับขึ้นค่าน้ำด้วย นอกจากนี้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในธุรกิจน้ำที่เวียดนามเติบโตขึ้น สำหรับงวด 6M'24 มียอดปริมาณการขายน้ำรวมอยู่ที่ 84 ล้านลูกบาศก์เมตร โดย 83% เป็นการขายน้ำให้กับอุตสาหกรรมหนัก อาทิ ปิโตรเคมี พลังงาน และรถยนต์ สำหรับเป้าปริมาณการขายน้ำปี 2024 แบ่งเป็นที่นิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA เวียดนาม 36 ล้านลูกบาศก์เมตร และที่เป็นการให้บริการในนิคมอุตสาหกรรมของกลุ่ม WHA ในไทย

Exhibit 9: Utilities Business – Strong Customer Base



Source: WHAUP

Exhibit 10: Utilities Business – Strong Customer Base



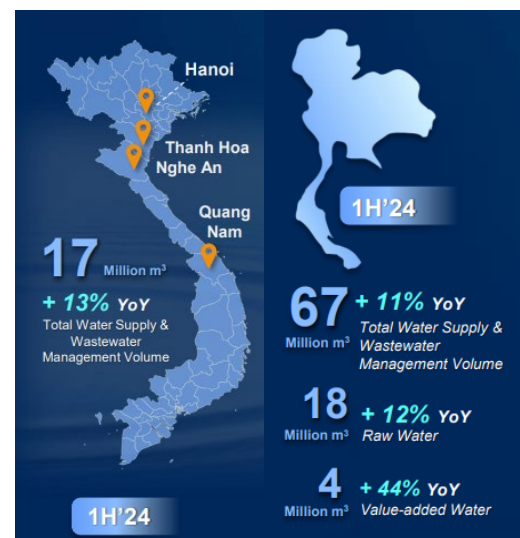
Source: WHAUP

Exhibit 11: Target Water Sales & Managed Volume



Source: WHAUP

Exhibit 12: Total water supply & Managed volume by country

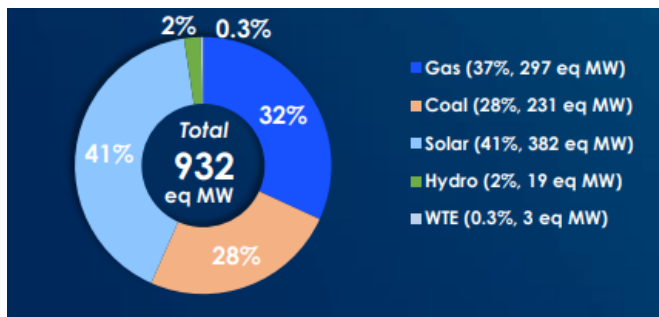


Source: WHAUP

ธุรกิจไฟฟ้า: ตั้งเป้าเซ็นสัญญา PPA 1,000 MW สิ้นปี 2024 เดบิต 16.5% y-y

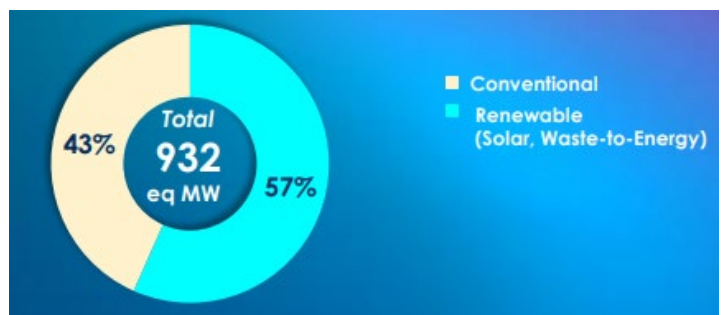
ณ สิ้น 2Q24 WHAUP มีกำลังผลิตไฟฟ้าที่มีสัญญา PPA ตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 932MW แบ่งเป็น โรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ 682 MW และอีก 250 MW อยู่ระหว่างการก่อสร้าง และแยกเป็นโรงไฟฟ้า ประเภท Conventional 57% และ Renewable 43% ใน 2Q24 บริษัทฯ ได้ลงนามเพิ่มเติมในสัญญาซื้อขายไฟฟ้า สำหรับโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Farm) ในรูปแบบ Feed-in Tariff (FiT) จำนวน 2 โครงการ ขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 66 MW ส่งผลให้ ณ สิ้น 2Q24 บริษัทฯ ได้มีการลงนามในสัญญาเสร็จสิ้นจำนวน 4 โครงการ จำนวนรวม 85 MW จากจำนวนโครงการที่ได้รับ ประกาศคัดเลือกจำนวน 5 โครงการ ขนาดกำลังการผลิตติดตั้งตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 125 MW และในช่วง 2Q24 บริษัทฯ มีกำลังผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ประมาณ 131 MW ดังนั้นเชื่อว่าบริษัทฯจะสามารถมีสัญญา PPA สิ้นปีได้ตามเป้าที่ 1,000 MW

Exhibit 13: กำลังผลิตแยกตามประเภทเชื้อเพลิง



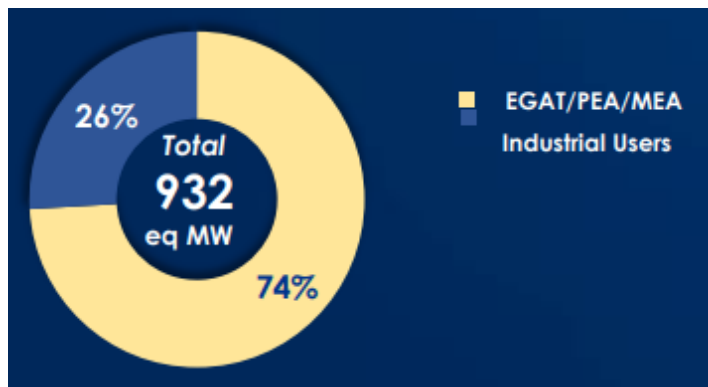
Source: WHAUP, as of 31 June 2024

Exhibit 14: กำลังผลิตแยกตามประเภทโรงไฟฟ้า



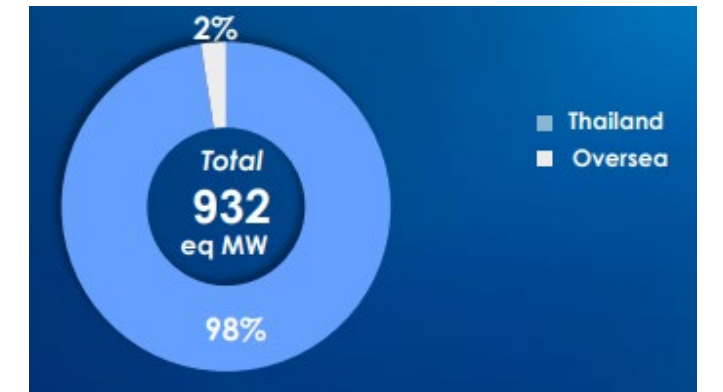
Source: WHAUP, as of 31 June 2024

Exhibit 15: กำลังผลิตแยกตามลูกค้า



Source: WHAUP, as of 31 June 2024

Exhibit 16: กำลังผลิตแยกตามทำเลที่ตั้ง



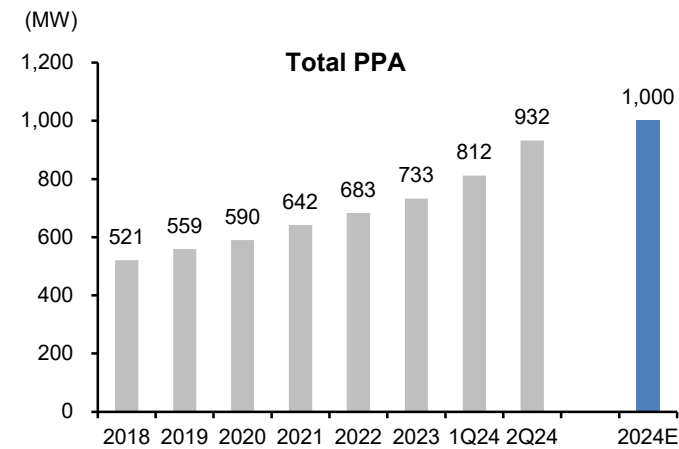
Source: WHAUP, as of 31 June 2024

Exhibit 17: Power Business: Portfolio Summary as of end-1H24

Project Name	Type	JV Partner	Location	Installed Capacities (MW)	WHAUP Portion	Equity MW	COD	
Operating Phase								
Gheco-I	IPP	Coal	Glow	Map Ta Phut IE	660	35.00%	231	Q3'12
Glow IPP	IPP	Gas Combined Cycle	Glow	WHA CIE 1	713	5.00%	36	Jan-03
Houay Ho Power	IPP	Hydro	Glow	Lao PDR	152	12.75%	19	Sep-99
GJP NLL	SPP	Gas Co-gen	Gulf JP	WHA RIL	123	25.01%	31	May-13
Gulf Solar	VSPP	Solar	Gulf	WHA LP 1, WHA CIE 1, WHA ESIE 1, ESIE	0.6	25.01%	0.2	Jun-14 – Jan-15
WHA Gunkul	VSPP	Solar	Gunkul	Bangna and Ayudthaya	3.3	74.99%	2.5	Apr – Jul-14
BGWHA-1	SPP	Gas Co-gen	B Grimm	WHA CIE 1	130	25.01%	33	Nov-16
GVTIP	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	ESIE	137	25.01%	34	May-17
GTS1	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	ESIE	134	25.01%	34	Jul-17
GTS2	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	ESIE	134	25.01%	34	Sep-17
GTS3	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	WHA ESIE 1	130	25.01%	32	Nov-17
GT54	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	WHA ESIE 1	130	25.01%	32	Jan-18
GNLL2	SPP	Gas Co-gen	Gulf MP	WHA RIL	127	25.01%	32	Jan-19
CCE	VSPP	Waste-to-energy	Glow& Suez	WHA CIE 1	9	33.33%	3	Q4'19
Solar Rooftop Projects	Private PPA	Solar Rooftop	100% Owned	IEs/ Logistic Center/Outside IEs	129	100.0%	129	May-18-Q2'24
Total					2,711		682	
Development Phase (Signed PPA already)								
Solar Rooftop Projects	Private PPA	Solar	100% Owned	IEs/ Logistic Center/Outside IEs	125	100.0%	125	Q3'24-Q2'25
Solar FIT (Lumina 3.5)	VSPP	Solar Farm	100% Owned	Ubonratchathani/Buriram	20	100%	20	2030
Solar FIT (Stella 1.2)	SPP	Solar Farm	GURIN	Ratchaburi/ Kanchanaburi	129	51.00%	66	2029-2030
Total					274		210	
Signing Phase (To be signed soon)								
Solar FIT (Lumina 2)	SPP+BESS	Solar Farm	100% Owned	Ubon Ratchathani	40	100.0%	40	2030
Total					40		40	

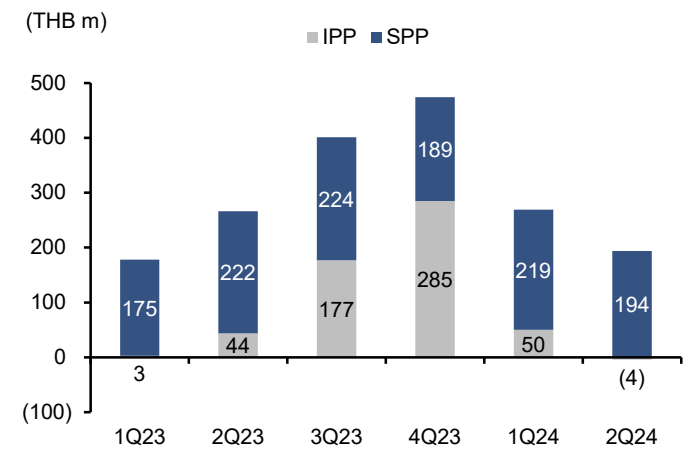
Source: WHAUP

Exhibit 18: Target Total Secured PPA



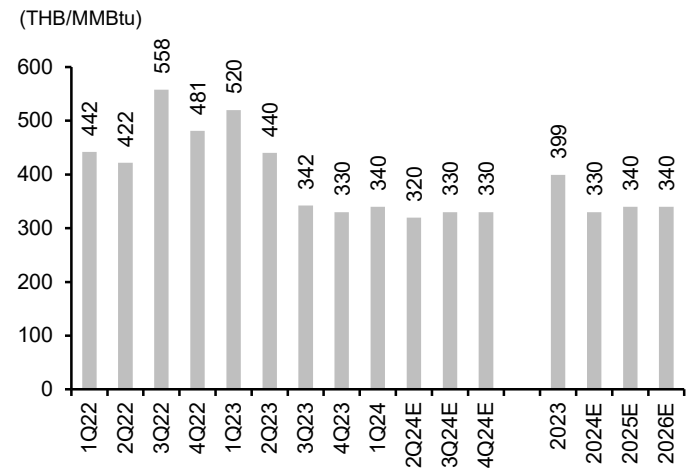
Source: WHAUP

Exhibit 19: ส่วนแบ่งกำไรปกติจากบริษัทร่วมจาก IPP และ SPP



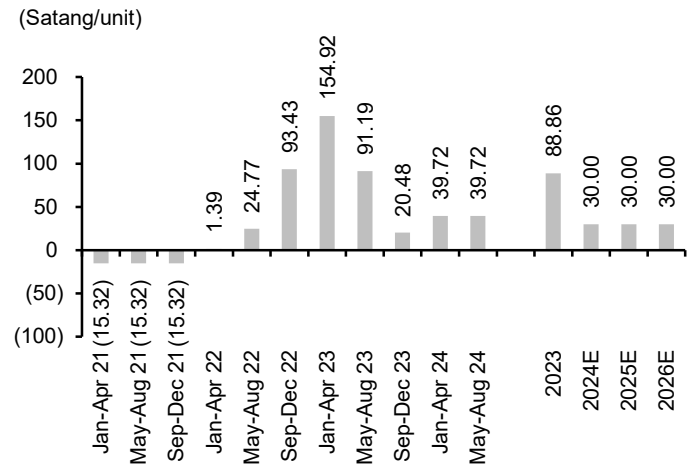
Source: WHAUP

Exhibit 20: Natural gas cost



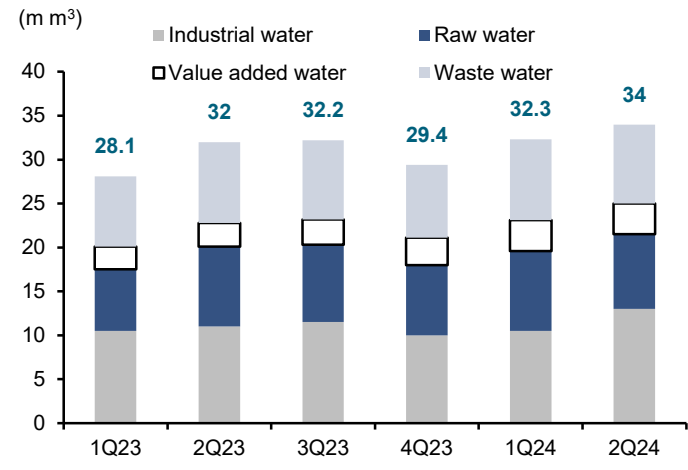
Sources: WHAUP

Exhibit 21: Ft rate



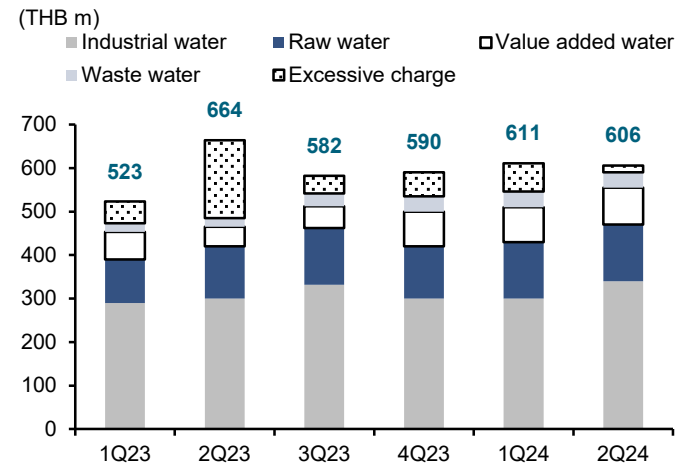
Sources: WHAUP

Exhibit 22: Target Water sales & Managed Volume



Sources: WHAUP

Exhibit 23: Revenue from water business



Sources: WHAUP

แนวโน้มกำไร 2H24 จะดีกว่า 1H24

ผลประกอบการ 2Q24 มีกำไรสุทธิ 332 ล้านบาท -29% q-q, -31% y-y สาเหตุหลักมาจากรายได้จากรุจกึ่งน้ำลดลง จากการรับรู้รายได้ของการใช้น้ำเกินกว่าที่จัดสรร (Excessive Charge) และรายได้จากการจำหน่ายน้ำดิบ (Raw Water) y-y ขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าและเงินปันผลรับจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้าลดลง 18% y-y จากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าเกิดโค-วัน และกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดเล็กลดลง แต่บางส่วนได้รับการชดเชยจากโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดย 2Q24 มีกำลังผลิตไฟฟ้าแสงอาทิตย์เพิ่มขึ้น 131 MW

สำหรับกำไรสุทธิ 1H24 อยู่ที่ 802 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.7% y-y หากไม่รวมรายการพิเศษที่เป็นกำไรจาก FX จะมีกำไรปกติ 682 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.2% y-y จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นหลักๆ มาจากรุจกึ่งน้ำที่เติบโตดี จากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Doung River เพิ่มขึ้นจากปริมาณยอดจำหน่ายน้ำที่เติบโตขึ้นในเวียดนาม และรายได้อื่นๆที่เพิ่มขึ้นจากการรับรู้รายได้เงินชดเชยจากการประกันภัยใน 1Q24 ส่วนธุรกิจไฟฟ้ากลุ่ม SPP มีกำไรเพิ่มขึ้นจากต้นทุนก๊าซที่ปรับลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นจากการจำหน่ายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) เพิ่มขึ้น

แนวโน้ม 2H24 จะเพิ่มขึ้น h-h จากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าเกิดโค-วัน จะกลับสู่ภาวะปกติเนื่องจากการไฟฟ้าฝ่ายผลิตให้หยุดผลิตชั่วคราว แต่ได้รับรายได้ตามความพร้อมจ่ายตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ทำให้ไม่มีผลขาดทุนจากส่วนต่างราคาถ่านหินเหมือน 2Q24 ส่วนโรงไฟฟ้า SPP กำไรน่าจะชะลอตัวเล็กน้อยจากต้นทุนก๊าซ ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ค่าไฟฟ้าไม่เปลี่ยนแปลงไปถึงสิ้นปี 2024 สำหรับรุจกึ่งน้ำเชื่อว่าปริมาณขายน้ำอุตสาหกรรมและประปาจะเพิ่มขึ้นตามการขยายตัวของนิคม ที่ลูกค้าที่เป็นโรงงานอุตสาหกรรมเข้ามาดำเนินการก่อสร้าง รวมถึงเปิดกิจการเพิ่มขึ้น โดยใน 2Q24 ที่ผ่านมา บริษัทได้มีการลงนามในสัญญาซื้อขายน้ำอุตสาหกรรมคุณภาพสูงกับบริษัท PTTGC มูลค่า 1,500 ล้านบาท ในนิคม WHA ภาคตะวันออก (มาบตาพุด) และได้เซ็นสัญญาขายน้ำประปาเอกชนกับการประปาสวนภูมิภาค ปริมาณ 2.6 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี

Exhibit 24: WHAUP - 1H24 Earnings results summary

Profit & Loss Statement	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		6M24	6M23	Change
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Revenue	633	780	690	678	721	722	0	(7)	1,443	1,413	2.1
Operating costs	(402)	(463)	(460)	(452)	(437)	(461)	5	(1)	(898)	(866)	3.7
EBITDA	276	365	281	241	337	320	(5)	(12)	657	641	2.5
EBIT	174	259	168	126	222	198	(11)	(23)	421	433	(3.0)
Interest expense	(110)	(115)	(123)	(117)	(126)	(130)	3	13	(256)	(225)	13.8
Other income	7	10	83	15	46	53	14	442	99	16	509.9
Associates' contribution	229	183	361	607	159	212	34	16	371	412	(10.0)
Pre-tax profit	268	496	521	378	487	333	(32)	(33)	820	764	7.4
Tax	(11)	(15)	(9)	4	(17)	(1)	(94)	(93)	(18)	(26)	(29.2)
Tax rate (%)	4.00	2.99	1.79	(0.95)	3.51	0.29	(92)	(90)	2.20	3.34	(34.1)
Net profit	257	481	511	382	470	332	(29)	(31)	802	738	8.7
Non-recurring	(28)	(62)	(36)	82	(99)	(22)	(78)	(64)	(121)	(90)	34.0
Core profit	229	419	475	464	372	310	(17)	(26)	682	648	5.2
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	
EBITDA margin (%)	43.64	46.76	40.71	35.54	46.79	44.29	(2.50)	3.16	45.54	45.36	
EBIT margin (%)	27.55	33.19	24.36	18.55	30.84	27.46	12.29	3.29	29.15	30.67	
Net profit margin (%)	40.65	61.62	74.12	56.27	65.25	45.98	8.98	24.60	55.61	52.22	
Tax rate (%)	4.00	2.99	1.79	(0.95)	3.51	0.29	4.46	(0.49)	2.20	3.34	

Source: WHAUP

ประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าหุ้น WHAUP ด้วยวิธี Sum of The parts (SOTP) ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าและน้ำ
อุตสาหกรรมระยะยาว และตามสัดส่วนการถือหุ้นแล้วคำนวณเป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยวิธี DCF ภายใต้
สมมติฐาน WACC ที่ 6.5% Risk free rate 3%, Risk premium 9% และ Zero terminal growth rate ได้
ราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน 5.30 บาท ดังตารางด้านล่างนี้

ทั้งนี้หากเปรียบเทียบ P/E ปี 2024 ของ WHAUP ที่ 11.6 เท่า กับค่าเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนที่ดำเนิน
ธุรกิจเดียวกันในธุรกิจสาธารณูปโภค (TTW) มีค่า PE เท่ากับ 12.8 เท่า และกลุ่มบริษัทผลิตและ
จำหน่ายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเฉลี่ยอยู่ที่ 14.2 เท่า ซึ่งถือว่า WHAUP ไม่แพง

Exhibit 25: Sum of the parts target price

Cost of equity assumptions		(%)	Cost of debt assumptions		(%)
Risk free rate		3.0	Pre-tax cost of debt		5.0
Market risk premium		9.0	Marginal tax rate		20.0
Stock beta		1.1			
Cost of equity, Ke		12.9	Net cost of debt, Kd		3.8
Weight applied		30.0	Weight applied		70.0
WACC (%)		6.5			

DCF valuation estimate	MW	(%)	Equity Capacity	Type	(THB m)	(THB/share)	Comments
Gheco-1 (Aug,2012) - Coal	660	35%	231	IPP	3,377	0.9	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GLOW IPP (Jan,03)-Gas	713	5%	36	IPP	157	0.0	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Houay Ho (Sep,99)-Hydro	152	13%	19	IPP	431	0.1	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GJP NLL (May, 2013) - Gas	123	25%	31	SPP	1,322	0.3	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF SOLAR (2014) - solar	1	25%	0	VSPP	4	0.0	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
WHA GUNKUL (2014) - solar	3	75%	2	VSPP	75	0.0	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
BGRIM POWER (Nov, 2016)	121	25%	30	Gas Co-gen	701	0.2	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF VTP (2017)	130	25%	33	Gas Co-gen	1,385	0.4	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF TS1 (2017)	130	25%	33	Gas Co-gen	2,901	0.8	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF TS2 (2017)	130	25%	33	Gas Co-gen	2,868	0.7	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF TS3 (2017)	125	25%	31	Gas Co-gen	2,536	0.7	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF TS4 (2018)	125	25%	31	Gas Co-gen	2,706	0.7	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
GULF NLL2 (2019)	120	25%	30	Gas Co-gen	1,934	0.5	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Solar Rooftop Projects	142	100%	142	Solar Rooftop	4,633	1.2	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Chonburi Xean Energy (Waste Heat,2019)	7	33%	2		546	0.1	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Water in Thailand (cmpd)	394	100%	394		8,230	2.2	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Duong River - Vietnam Utilities	300	34%	102		1,081	0.3	WACC 6.5%, Risk free rate 3%, Risk premium 9%, Zero terminal growth
Net debt					(14,505)	(3.8)	
Residual ordinary equity					20,383	5.3	

Sources: WHAUP, FSSIA estimates

Exhibit 26: Peer comparison as of 4 Sep 2024

Company	BBG	Market Cap (USD m)	-- EPS growth --		----- PE -----		----- PBV -----		-- EV/EBITDA --		----- DivYld -----	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand												
Wha Utilities and Power*	WHAUP TB	452	(8)	31	11.6	8.9	1.1	1.0	19.3	17.1	6.0	6.0
CK Power*	CKP TB	870	8	36	18.9	13.9	1.1	1.0	14.7	16.0	2.7	2.7
TTW	TTW TB	1,100	(0)	5	12.8	12.4	2.4	2.3	10.3	10.1	6.0	6.2
BGrimm Power	BGRIM TB	1,731	11	21	27.9	22.6	1.5	1.4	12.4	11.6	2.4	2.6
Ratch Group PCL	RATCH TB	1,983	37	16	9.4	8.2	0.7	0.6	14.4	12.1	6.4	6.5
Electricity Generating PCL	EGCO TB	1,779	(301)	3	6.9	6.6	0.5	0.5	11.7	13.2	1.5	1.9
Absolute Clean Energy PCL	ACE TB	424	29	25	10.5	7.1	0.9	0.8	7.1	5.4	5.4	5.7
Global Power Synergy	GPSC TB	3,699	44	25	25.4	20.3	1.1	1.1	13.4	12.9	5.6	5.8
Gunkul Engineering	GUNKUL TB	638	20	0	13.2	12.1	1.5	1.4	8.5	8.3	5.6	5.8
Sermsang Power Corporation	SSP TB	234	3	0	8.8	8.6	0.9	0.9	8.1	7.9	1.4	1.7
Banpu Power PCL	BPP TB	1,166	(33)	6	10.5	9.9	0.7	0.7	10.7	10.3	1.4	1.8
Total average		14,075	137.2	17.9	14.2	11.9	1.1	1.1	11.9	11.4	4.1	4.3

Sources: Bloomberg; *FSSIA estimates

Appendix

ESG

WHAUP มุ่งมั่นดำเนินงานตามกรอบแนวทางการพัฒนาไปสู่ความยั่งยืนในระยะ 5 ปี ของ WHA Group ซึ่งผ่านการเห็นชอบจากคณะกรรมการบริหาร โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อผลักดันให้มีการกำหนดแนวปฏิบัติเพื่อพัฒนาองค์กรไปสู่ความยั่งยืน ภายใต้พันธสัญญาในการเป็น “The Ultimate Solution for Sustainable Growth in Utilities & Power with Environmental Care” และสนับสนุนพันธกิจ WHA : WE SHAPE THE FUTURE ของ WHA Group ด้วยศักยภาพการให้บริการด้านสาธารณูปโภคและพลังงานอย่างครบวงจร

WHAUP ได้รับคัดเลือกอยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนในกลุ่มทรัพยากร โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 โดยได้รับผลการประเมิน SET ESG Ratings ประจำปี 2023 ในระดับ “AAA” ซึ่งถือเป็นระดับสูงสุด ตอกย้ำความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ทั้งในมิติการจัดการความเสี่ยง โอกาสศักยภาพในการแข่งขัน และการได้รับการยอมรับจากผู้มีส่วนได้เสีย โดยคำนึงถึงการสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environment, Social and Governance: ESG) โดยสะท้อนผ่านแผนการขับเคลื่อนธุรกิจด้านสาธารณูปโภค(น้ำ) และธุรกิจไฟฟ้าพลังงานสะอาดที่ดำเนินการภายใต้กรอบ ESG และตอบโจทย์การสร้างผลตอบแทนอย่างยั่งยืน

WHAUP มีความมุ่งมั่นในการเป็นผู้ให้บริการด้านสาธารณูปโภคและพลังงานชั้นนำ นับตั้งแต่เริ่มก่อตั้งกลุ่มบริษัทฯ จนถึงปัจจุบันเป็นระยะเวลากว่า 16 ปีกลุ่มบริษัทฯ ได้มีการพัฒนาการให้บริการอย่างครบวงจรทั้งด้านระบบสาธารณูปโภค และด้านธุรกิจพลังงานในประเทศไทยและประเทศเวียดนาม ซึ่งกลุ่มบริษัทฯ ได้แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดี ควบคู่ไปกับการพัฒนาความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) ทำให้มั่นใจได้ว่าการเติบโตของธุรกิจนั้นเป็นไปอย่างยั่งยืน ดังนี้

กลุ่มบริษัทฯ กำหนดให้มีการประเมินและระบุประเด็นสำคัญด้านความยั่งยืนในทุกๆ ปี เพื่อให้ประเด็นสำคัญที่จะถูกนำมารายงานนั้นมีความสอดคล้องกับการดำเนินงานด้านระบบสาธารณูปโภค และพลังงานของกลุ่มบริษัทฯ และความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย รวมถึงบริบทของเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมในปัจจุบัน ซึ่งการประเมินประเด็นสำคัญนั้นได้ยึดหลักการ Double Materiality Principle ซึ่งคือการประเมินผลกระทบจากกิจกรรมการดำเนินงานของบริษัทต่อสังคมหรือสิ่งแวดล้อม และผลกระทบด้านความยั่งยืนที่มีต่อมูลค่าองค์กร ซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานว่าด้วยการรายงานสากล (Global Reporting Initiatives: GRI) ซึ่งกระบวนการประเมินและระบุประเด็นสำคัญด้านความยั่งยืนนี้จะช่วยให้กลุ่มบริษัทฯ สามารถวางแผนการดำเนินงานและบริหารจัดการความเสี่ยงองค์กรให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของโลก และสามารถตอบสนองความคาดหวังของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มได้อย่างสมดุล

ESG

Environment

- การลดการระบายก๊าซเรือนกระจกที่เกิดจากกระบวนการผลิต (GHG Emission)
- การเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิต เพื่อลดการใช้พลังงานด้วย เทคโนโลยีการผลิตที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม (Energy Management)
- การเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิตเพื่อการบริโภคทรัพยากรน้ำอย่างยั่งยืน (Water management)
- การลดการเกิดของเสียที่แหล่งกำเนิดตามหลัก 3Rs และเศรษฐกิจหมุนเวียน (Waste Management)
- การเพิ่มความหลากหลายทางชีวภาพให้กับพื้นที่ของบริษัทและชุมชน (Biodiversity)
- การกำกับดูแลและติดตามผลการปฏิบัติตามกฎหมายตลอดห่วงโซ่อุปทานธุรกิจ (ESG Compliance)

Social

- การสร้างกระบวนการทำงาน และการส่งมอบสินค้าและบริการด้วยความตระหนักเกี่ยวกับความปลอดภัย (Occupational Health and Safety)
- การสร้างความสมดุลในการทำงาน และสภาพแวดล้อมเพื่อคุณภาพชีวิตที่ดี (Employee Management)
- การส่งเสริมและสนับสนุนการพัฒนาทักษะและความสามารถในการทำงานให้ปฏิบัติได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Employee Development)
- การส่งเสริมการมีส่วนร่วมในการดูแลชุมชนและสังคมผ่านทุกภาคส่วน (Corporate Philanthropy) จัดกิจกรรมด้านสังคม เช่น โครงการ “นำวิวัฒน์ปันน้ำใจ ฝ่าวิกฤติอุทกภัย” เป็นต้น

Governance

- บริษัทมุ่งมั่นดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้อง ด้วยความสุจริต เป็นธรรม โปร่งใส เปิดเผยข้อมูลที่สำคัญ และสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะคำนึงถึงผลประโยชน์ และผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น ลูกค้า คู่ค้า พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย รวมถึงมีการแบ่งปันผลประโยชน์อย่างเหมาะสมและเป็นธรรม
- ดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใสและตระหนักถึงความสำคัญในเรื่องการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
- บริษัทจัดทำนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยคณะกรรมการบริษัทจะทบทวนและสอบทานนโยบายการกำกับดูแลกิจการของกลุ่มบริษัทฯ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง

Financial Statements

WHA Utilities & Power

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,443	2,782	3,165	3,392	3,554
Cost of goods sold	(1,661)	(1,965)	(1,880)	(1,651)	(1,718)
Gross profit	782	816	1,285	1,740	1,836
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(279)	(277)	(253)	(305)	(355)
Operating EBITDA	871	975	1,548	1,815	1,893
Depreciation	(367)	(436)	(517)	(379)	(412)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	504	539	1,031	1,435	1,481
Net financing costs	(280)	(483)	(492)	(512)	(540)
Associates	156	1,380	859	912	1,009
Recurring non-operating income	277	1,418	867	922	1,019
Non-recurring items	0	188	121	0	0
Profit before tax	500	1,662	1,527	1,845	1,960
Tax	(46)	(31)	(73)	(103)	(105)
Profit after tax	454	1,631	1,454	1,742	1,856
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	454	1,631	1,454	1,742	1,856
Non-recurring items & goodwill (net)	0	(188)	(121)	0	0
Recurring net profit	454	1,443	1,333	1,742	1,856
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.12	0.38	0.35	0.46	0.49
Reported EPS	0.12	0.43	0.38	0.46	0.49
DPS	0.25	0.25	0.25	0.25	0.30
Diluted shares (used to calculate per share data)	3,825	3,825	3,825	3,825	3,825
Growth					
Revenue (%)	12.0	13.9	13.8	7.2	4.8
Operating EBITDA (%)	(3.8)	12.0	58.8	17.2	4.3
Operating EBIT (%)	(13.1)	7.1	91.2	39.1	3.2
Recurring EPS (%)	(47.4)	217.6	(7.6)	30.7	6.5
Reported EPS (%)	(38.2)	259.0	(10.9)	19.8	6.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	32.0	29.3	40.6	51.3	51.7
Gross margin exc. depreciation (%)	47.1	45.0	56.9	62.5	63.3
Operating EBITDA margin (%)	35.7	35.1	48.9	53.5	53.3
Operating EBIT margin (%)	20.6	19.4	32.6	42.3	41.7
Net margin (%)	18.6	51.9	42.1	51.4	52.2
Effective tax rate (%)	13.3	11.1	11.0	11.0	11.0
Dividend payout on recurring profit (%)	210.5	66.3	86.1	65.9	61.8
Interest cover (X)	2.8	4.1	3.9	4.6	4.6
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	52.3	59.3	63.9	71.7	80.7
Creditor days	131.8	119.8	136.5	142.3	142.1
Operating ROIC (%)	7.3	6.7	11.1	13.6	12.5
ROIC (%)	2.7	6.4	5.9	6.9	6.9
ROE (%)	3.6	11.0	9.6	12.1	12.3
ROA (%)	2.6	6.5	5.8	7.0	7.1
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
water business	2,111	2,358	2,368	2,500	2,500
power business	332	424	507	578	660
service income			290	314	394

Sources: WHA Utilities & Power; FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Utilities & Power

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	454	1,443	1,333	1,742	1,856
Depreciation	367	436	517	379	412
Associates & minorities	156	1,380	859	912	1,009
Other non-cash items	-	-	-	-	-
Change in working capital	(102)	(90)	(166)	(115)	(116)
Cash flow from operations	876	3,169	2,543	2,919	3,161
Capex - maintenance	(1,513)	(1,422)	(1,422)	(1,422)	(1,422)
Capex - new investment	(45)	(36)	0	0	0
Net acquisitions & disposals	632	640	600	600	600
Other investments (net)	-	-	-	-	-
Cash flow from investing	(926)	(818)	(822)	(822)	(822)
Dividends paid	(3,252)	(3,251)	(956)	(1,148)	(1,148)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	1,399	1,159	500	700	990
Other financing cash flows	1,853	109	(882)	(1,301)	(1,360)
Cash flow from financing	0	(1,983)	(1,338)	(1,748)	(1,517)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	206	0	0	0
Net other adjustments	(133)	206	(1,027)	(782)	(819)
Movement in cash	(183)	574	(642)	(432)	3
Free cash flow to firm (FCFF)	363.12	2,816.09	2,214.22	2,609.44	2,879.13
Free cash flow to equity (FCFE)	3,068.47	3,824.89	313.79	715.15	1,150.02

Per share (THB)

FCFF per share	0.09	0.74	0.58	0.68	0.75
FCFE per share	0.80	1.00	0.08	0.19	0.30
Recurring cash flow per share	0.26	0.85	0.71	0.79	0.86

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	8,229	9,631	11,053	12,474	13,896
Less: Accumulated depreciation	(1,584)	(1,964)	(2,481)	(2,860)	(3,272)
Tangible fixed assets (net)	6,645	7,668	8,572	9,614	10,624
Intangible fixed assets (net)	4,681	4,642	4,642	4,642	4,642
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	14,321	14,961	15,561	16,161	16,761
Cash & equivalents	721	1,295	653	221	223
A/C receivable	405	500	608	725	846
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	199	245	278	298	313
Current assets	1,325	2,040	1,540	1,243	1,382
Other assets	674	507	507	507	507
Total assets	27,645	29,817	30,821	32,167	33,915
Common equity	12,621	13,567	14,094	14,719	15,457
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	12,621	13,567	14,094	14,719	15,457
Long term debt	9,111	10,959	11,459	12,159	13,149
Other long-term liabilities	931	948	948	948	948
Long-term liabilities	10,042	11,908	12,408	13,108	14,098
A/C payable	475	529	490	502	515
Short term debt	4,389	3,699	3,699	3,699	3,699
Other current liabilities	118	114	130	140	146
Current liabilities	4,982	4,343	4,319	4,340	4,361
Total liabilities and shareholders' equity	27,645	29,817	30,821	32,167	33,915
Net working capital	10	101	266	382	497
Invested capital	26,331	27,878	29,548	31,305	33,031

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	3.30	3.55	3.68	3.85	4.04
Tangible book value per share	2.08	2.33	2.47	2.63	2.83

Financial strength

Net debt/equity (%)	101.2	98.5	102.9	106.2	107.6
Net debt/total assets (%)	46.2	44.8	47.1	48.6	49.0
Current ratio (x)	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
CF interest cover (x)	12.1	9.0	1.6	2.4	3.1

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	34.0	10.7	11.6	8.9	8.3
Recurring P/E @ target price (x) *	44.6	14.0	15.2	11.6	10.9
Reported P/E (x)	34.0	9.5	10.6	8.9	8.3
Dividend yield (%)	6.0	6.0	6.0	6.0	7.2
Price/book (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Price/tangible book (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x) **	32.4	29.6	19.3	17.1	16.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	37.9	34.5	22.5	19.8	19.5
EV/invested capital (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: WHA Utilities & Power; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitytics	The Sustainabilitytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="2">Average:</td><td rowspan="2">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

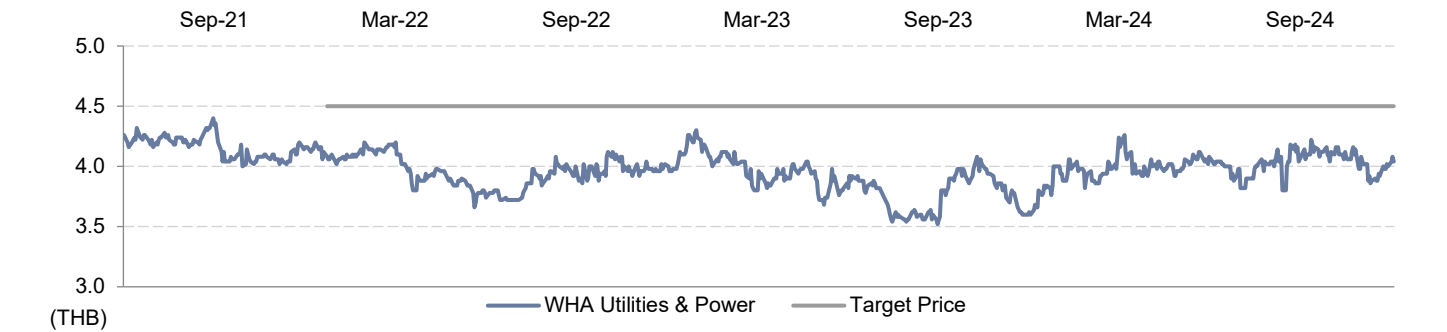
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

WHA Utilities & Power (WHAUP TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
25-Feb-2022	HOLD	4.50	19-May-2022	BUY	4.50	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 05-Sep-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
WHA Utilities & Power	WHAUP TB	THB 4.04	BUY	- ราคาก๊าซฯ ปรับขึ้น ขณะที่ราคาไฟฟ้าปรับลง หรือถูกกดดันจากมาตรการภาครัฐ จะส่งผลให้ margin โรงไฟฟ้าแคบลงอย่างมีนัย - การปรับเปลี่ยนนโยบายพลังงานของภาครัฐ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 04-Sep-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.