

WHA UTILITIES & POWER
THAILAND / UTILITIES

WHAUP TB

HOLD

FROM BUY

Data Center จะหนุนการเติบโตระยะยาว

- การลงทุน Data Center ของบริษัทเทคยักษ์ใหญ่ในไทย โดยเฉพาะในนิคมฯ ของ WHA group จะหนุนธุรกิจไฟฟ้าและน้ำของ WHAUP ในระยะยาว
- คาดกำไรปกติ 3Q24 +51% q-q จากรายได้ขายสาธารณูปโภคที่เพิ่ม แต่หักรวม FX loss จะมีกำไรสุทธิลดลง 10% q-q คงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 +10% y-y CAGR
- ราคาหุ้นปรับขึ้นสูงกว่าราคาเป้าหมาย 5.30 บาท จึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

TARGET PRICE	THB5.30
CLOSE	THB5.40
UP/DOWNSIDE	-1.9%
PRIOR TP	THB5.30
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	-4.8%

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 (%)	-	9.5	2.2	5.8
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
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	217.6	(7.6)	30.7	6.5
Core P/E (x)	14.3	15.5	11.9	11.1
Dividend yield (%)	4.6	4.6	4.6	5.6
EV/EBITDA (x)	34.9	22.7	19.9	19.5
Price/book (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
Net debt/Equity (%)	98.5	102.9	103.6	102.5
ROE (%)	11.0	9.6	12.0	12.1

Data Center จะหนุนธุรกิจไฟฟ้าและน้ำของ WHAUP ในระยะยาว

ยอดส่งเสริมการลงทุนกิจการ Data Center และ Cloud Service รวม 40 โครงการ มูลค่าลงทุนกว่า 1.36 แสนล. ตามที่ BOI รายงานเมื่อเดือนก.ย. 2024 โดย Google จะลงทุน Data Center มูลค่า 3.6 หมื่นล. ในนิคมฯ ของ WHA และเชื่อว่ายังมีอีกหลายบริษัทที่จะเข้ามาลงทุนเพิ่ม ซึ่งการลงทุนดังกล่าวจะหนุนการเติบโตระยะยาวของธุรกิจไฟฟ้าและน้ำของ WHAUP จากการวิเคราะห์การลงทุนของ Google เบื้องต้นพบว่า หากเป็นการก่อสร้าง Data Center 1 MW จะใช้พื้นที่ราว 1 ไร่ และจำเป็นต้องสร้างโรงไฟฟ้าสะอาด 1 MW และการก่อสร้างโรงไฟฟ้าแสงแดด 1 MW จะใช้พื้นที่ 6 ไร่ ดังนั้นในเฟสแรกตามที่ Google ซื้อที่ดิน 400 ไร่ ในนิคมฯ WHA และอาจซื้อเพิ่มอีก รวมเป็น 1 พันไร่ ทำให้เราคาดว่า Data Center ต้องใช้โรงไฟฟ้าแสงแดดราว 140 MW เบื้องต้นโรงไฟฟ้าแสงแดดที่ให้ IRR ราว 10% บนค่าไฟ 2.17 บาท/หน่วย จะมีกำไรประมาณ +/-1.5 ล./MW/ปี ดังนั้นหาก WHAUP ได้สร้างโรงไฟฟ้าแสงแดด 140 MW จะทำให้ WHAUP มีกำไรเพิ่ม 210 ล./ปี หรือคิดเป็น 15% ของกำไรทั้งปี ซึ่งเรายังไม่รวมไว้ในประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา

คาดการณ์กำไรปกติ 3Q24 +51% q-q หนุนจากรายได้การขายไฟและน้ำที่สูงขึ้น

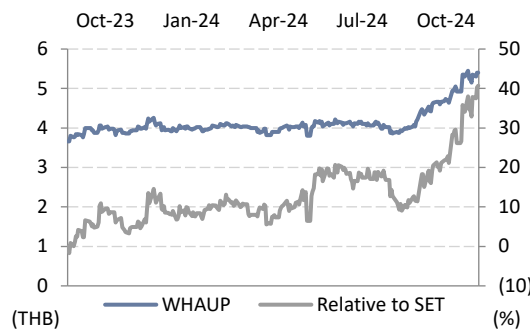
เราคาดการณ์กำไรปกติ 3Q24 ที่ 469 ล. +51% q-q, -1% y-y จากทั้งรายได้จากการขายน้ำที่เพิ่มขึ้น ตามโรงงานอุตสาหกรรมเปิดใหม่เพิ่มขึ้นในนิคมฯ WHA และมีรายได้จากการใช้น้ำเกินกว่าที่จัดสรร (Excessive Charge) ราว 40 ล. อีกทั้งบริษัทรับส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Dough River เวียดนาม เพิ่มขึ้นจากปริมาณยอดขายน้ำที่เติบโตจากการขยายพื้นที่การให้บริการ สำหรับธุรกิจไฟฟ้าคาดว่าจะส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมลดลง จากทั้งโรงไฟฟ้าเกิดไค-วันที่ยังมีรับรู้การบันทึกต้นทุนถ่านหินที่สูง และธุรกิจโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) คาดมี Margin ที่แคบลงจากต้นทุนก๊าซฯ ปรับขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ค่าไฟคงเดิม นอกจากนี้ยังคาดว่าไตรมาสนี้จะรับรู้ FX loss ของเงินให้กู้ในบริษัทร่วม จากค่าเงินบาทแข็ง ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิ 3Q24 ที่ 301 ล. ลดลง -10% q-q และ -42% y-y

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

เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 ลดลง 7.6% y-y จากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เป็นธุรกิจไฟฟ้า SPP ที่ลดลงจาก Margin ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ และโรงไฟฟ้า IPP ได้รับผลกระทบจากต้นทุนถ่านหินที่สูง แม้รายได้จากการขายน้ำจะเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังมี FX loss จากค่าเงินบาทแข็ง

ราคาเป้าหมาย 5.30 บาท Upside จำกัด ลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

จากราคาหุ้นที่ปรับขึ้น 32% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาจะมี upside จำกัด จากราคาเป้าหมาย 5.30 บาท จึงลดคำแนะนำเป็นถือ แต่ยังมีแนวโน้มการเติบโตสูงตามธุรกิจนิคมฯ ที่ขยายตัวต่อเนื่อง และ Data Center ที่เข้ามาลงทุนในไทย ซึ่งยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการของเรา



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	15.4	31.1	48.4
Relative to country (%)	15.5	18.5	43.1
Mkt cap (USD m)	613		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.2		
Free float (%)	28		
Major shareholder	WHA Industrial Development Plc (69%)		
12m high/low (THB)	5.50/3.56		
Issued shares (m)	3,825.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



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)

Activity	Percentage
water business	84.8 %
power business	15.2 %

Source: WHA Utilities & Power

Major shareholders

Shareholder	Percentage
WHA Industrial Development Plc	68.9 %
WHA Holding Company	1.9 %
Others	29.2 %

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

- ราคาก๊าซฯ ปรับขึ้น ขณะที่ราคาไฟฟ้าปรับลง หรือถูกกดดันจากมาตรการภาครัฐ จะส่งผลให้ margin โรงไฟฟ้าแคบลงอย่างมีนัย
- การปรับเปลี่ยนนโยบายพลังงานของภาครัฐ

Event calendar

Date	Event
8 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

Exhibit 1: WHAUP – 3Q24 Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	633	780	690	678	721	722	741	3	7
Operating costs	(402)	(463)	(460)	(452)	(437)	(461)	(477)	4	4
EBITDA	276	365	281	241	337	320	329	3	17
EBIT	174	259	168	126	222	198	200	1	19
Interest expense	(110)	(115)	(123)	(117)	(126)	(130)	(130)	0	6
Other income	1	34	33	(30)	151	31	20	(35)	(38)
Associates' contribution	229	183	361	607	159	212	380	79	5
Pre-tax profit	268	496	521	378	487	333	301	(10)	(42)
Tax	(11)	(15)	(9)	4	(17)	(1)	(1)	n/a	n/a
Tax rate (%)	4.00	2.99	1.79	(0.95)	3.51	0.29	0.33	14	(81)
Net profit	257	481	511	382	470	332	300	(10)	(41)
Non-recurring items	(32)	159	32	(253)	232	53	(149)	n/a	n/a
Core profit	229	419	475	464	388	310	469	51	(1)
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
EBITDA margin (%)	43.64	46.76	40.71	35.54	46.75	44.29	44.39	0.10	(2.37)
EBIT margin (%)	27.55	33.19	24.36	18.55	30.80	27.46	26.97	(0.49)	(6.22)
Net profit margin (%)	40.65	61.62	74.12	56.27	65.18	46.02	40.48	(5.55)	(21.14)
Tax rate (%)	4.00	2.99	1.79	(0.95)	3.51	0.29	0.33	0.04	(2.66)

Sources: WHAUP; FSSIA estimates

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

Exhibit 2: 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 3: Peer comparison as of 30 Oct 2024

Company	BBG	Market Cap (USD m)	- EPS growth -		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		- EV/EBITDA -		----- DivYld -----	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)
WHA Utilities and Power*	WHAUP TB	613	(8)	31	15.5	11.9	9.6	12.0	1.5	1.4	22.7	19.9	4.6	4.6
CK Power*	CKP TB	878	(17)	77	24.4	13.8	4.4	7.5	1.1	1.0	14.9	16.2	2.7	2.7
TTW	TTW TB	1,065	(0)	10	12.4	11.5	18.7	18.8	2.3	2.2	10.1	9.4	4.6	4.8
BGrimm Power	BGRIM TB	1,709	1	23	29.9	24.2	4.6	5.9	1.5	1.4	12.0	11.4	2.4	2.7
Ratch Group PCL	RATCH TB	2,032	38	15	9.6	8.4	7.0	8.0	0.7	0.7	15.7	13.2	6.7	6.7
Electricity Generating PCL	EGCO TB	1,850	(265)	17	8.8	7.5	6.9	7.5	0.6	0.5	12.0	14.2	1.5	1.9
Absolute Clean Energy PCL	ACE TB	397	29	25	9.9	6.7	8.8	11.7	0.8	0.8	7.3	5.5	5.3	5.5
Global Power Synergy	GPSC TB	3,533	41	28	25.2	19.6	4.3	5.0	1.1	1.0	13.2	12.8	5.3	5.5
Gunkul Engineering	GUNKUL TB	679	20	0	13.1	12.7	12.1	12.2	1.6	1.5	8.9	8.6	5.3	5.5
Sermuang Power Corporation	SSP TB	219	3	0	8.2	8.0	12.5	12.6	0.9	0.8	7.9	7.7	1.5	1.9
Banpu Power PCL	BPP TB	1,130	(29)	8	10.3	9.3	7.2	7.5	0.7	0.7	10.5	10.2	1.5	1.9
Total average		14,106	113.0	28.6	15.2	12.1	8.7	9.9	1.1	1.1	12.3	11.7	3.8	4.0

Sources: Bloomberg; *FSSIA estimates

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	71.8	54.9	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	12.0	12.1
ROA (%)	2.6	6.5	5.8	7.0	7.0
* 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)	(956)	(956)
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)	(1,557)	(1,326)
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)	(241)	194
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	412	605
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	1,435	1,764
Other assets	674	507	507	507	507
Total assets	27,645	29,817	30,821	32,358	34,298
Common equity	12,621	13,567	14,094	14,910	15,840
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	12,621	13,567	14,094	14,910	15,840
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	32,358	34,298
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	3.90	4.14
Tangible book value per share	2.08	2.33	2.47	2.68	2.93
Financial strength					
Net debt/equity (%)	101.2	98.5	102.9	103.6	102.5
Net debt/total assets (%)	46.2	44.8	47.1	47.7	47.4
Current ratio (x)	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4
CF interest cover (x)	12.1	9.0	1.6	2.4	3.1
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	45.5	14.3	15.5	11.9	11.1
Recurring P/E @ target price (x) *	44.6	14.0	15.2	11.6	10.9
Reported P/E (x)	45.5	12.7	14.2	11.9	11.1
Dividend yield (%)	4.6	4.6	4.6	4.6	5.6
Price/book (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
Price/tangible book (x)	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x) **	38.4	34.9	22.7	19.9	19.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	37.9	34.5	22.5	19.7	19.3
EV/invested capital (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
* 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 Sustainability	The Sustainability's 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

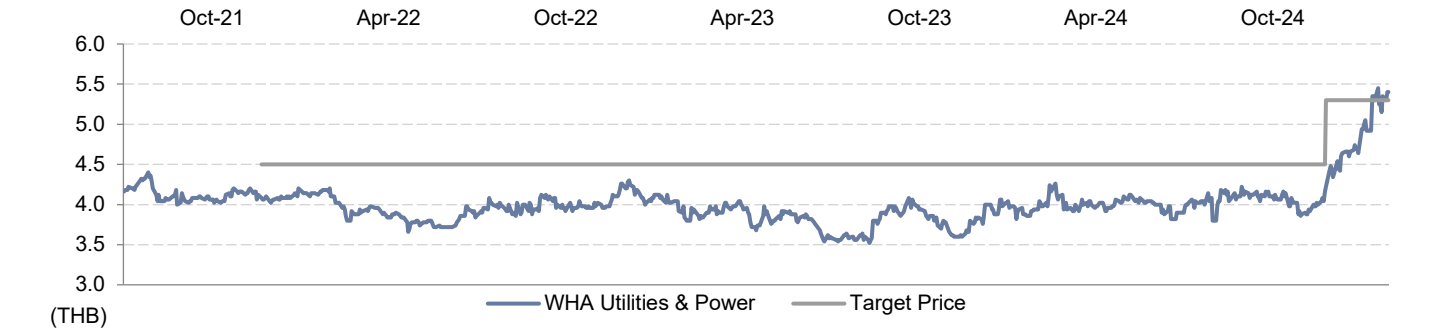
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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	05-Sep-2024	BUY	5.30

Songklod Wongchai started covering this stock from 5-Sep-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
WHA Utilities & Power	WHAUP TB	THB 5.40	HOLD	<ul style="list-style-type: none">ราคาก๊าซฯ ปรับขึ้น ขณะที่ราคาไฟฟ้าปรับลง หรือถูกกดดันจากมาตรการภาครัฐ จะส่งผลให้ margin โรงไฟฟ้าแคบลงอย่างมีนัยการปรับเปลี่ยนนโยบายพลังงานของภาครัฐ

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 30-Oct-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.