



# บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA)

3 ตุลาคม 2555

CG Report Scoring (2011): NA

### Stock information

ราคาปิด	NA บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	NA บาท
มูลค่าตลาด	NA ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 1)	510 ล้านหุ้น
มูลค่าตามบัญชี/หุ้น	NA บาท
Free Float	- %
Foreign Limit/Available	- %
NVDR in hand (% of shares)	- %
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน ('000)	NA

### XD- Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
-	-	-
-	-	-
-	-	-

### นักวิเคราะห์

สุรัชย์ ประมวลเจริญกิจ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 17955

Surachai@trinitythai.com

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด อาจเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ WHA ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจ

## ผู้นำธุรกิจพัฒนาและให้เช่าโครงการ Built-to-Suit

ผู้นำธุรกิจพัฒนาและให้เช่าโครงการฯ ที่พัฒนาขึ้นตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) ที่ส่วนมากจะเป็นโครงการขนาดใหญ่ มีคุณภาพในระดับ World Class โดยเน้นทำเลที่เป็นจุดยุทธศาสตร์สำคัญ ทำให้อดีด 6 ปีที่ผ่านมาพื้นที่ให้เช่าของ WHA มีการเติบโตสูง 30% และ สองปีหลังเติบโตถึง 50% ผู้บริหารมีแผนพัฒนาโครงการปีละ 250,000-300,000 ตรม. และ เสนอขายสินทรัพย์เข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ปีละประมาณ 150,000-200,000 ตรม. คาดจะหนุนกำไรปี 2556 สูงถึง 764 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.50 บาท) โต 243% ประเมินราคาเหมาะสม 15 บาท บนฐาน P/E ปี 2556 เท่ากับ 10 เท่า

- **ลักษณะการประกอบธุรกิจ:** : กลุ่มบริษัทฯ ดำเนินธุรกิจพัฒนาและให้เช่าโครงการฯ ที่พัฒนาขึ้นตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) ที่ส่วนมากจะเป็นโครงการขนาดใหญ่เพียงอย่างเดียว มีคุณภาพในระดับ World Class และเริ่มพัฒนาโครงการ Warehouse Farm โดยเน้นทำเลที่เป็นจุดยุทธศาสตร์สำคัญ ทำให้อดีด 6 ปีที่ผ่านมาพื้นที่ให้เช่าของ WHA มีการเติบโตสูง 30% และ สองปีหลังเติบโตถึง 50%
- **ข้อมูลสรุปของการเสนอขายหุ้น IPO:** บริษัทฯ ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 380.6 ล้านบาท เป็น 510 ล้านบาท (พาร์ 1 บาท) โดยออกหุ้น 129.4 ล้านหุ้น เพื่อเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไป การจองซื้อประมาณ เดือน ต.ค. 2555 โดย บมจ. หลักทรัพย์ กลีกรไทย และ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย
- **แนวโน้มผลประกอบการปี 2556-2557 คาดจะเติบโตโดดเด่น:** แนวโน้มปี 2556-2557 คาดกำไรจะโดดเด่นอย่างมาก เนื่องจากได้แรงหนุนสำคัญ จากการที่ผู้บริหาร มีแผนการพัฒนาโครงการประมาณปีละ 250,000 - 300,000 ตารางเมตร และ เสนอขายสินทรัพย์ให้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ประมาณ 70,000 ตรม. ในปี 2556 และ เพิ่มเป็น 150,000-200,000 ตรม. ในปี 2557 ในปี 2556 เราประเมินยอดรับรู้รายได้รวมเท่ากับ 2,750 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 764 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.50 บาท) พุ่งขึ้น 243% และ ในปี 2557 ประเมินยอดรับรู้รายได้รวมจะเท่ากับ 4,015 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 46% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 875 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.72 บาท) เพิ่มขึ้น 15%
- **ประเมินราคาเป้าหมาย 15.0 บาท บนฐาน Forward P/E ปี 2556 เท่ากับ 10 เท่า :** เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHA โดยเทียบกับ P/E ของหุ้นที่ทำธุรกิจเดียวกันในตลาดคือ TICON ซึ่งมีค่า P/E ปี 2555 เท่ากับ 10.1 เท่า และมีค่าเฉลี่ย P/E ในอดีตเท่ากับ 11.30 เท่า โดยเราใช้ P/E ปี 2556 เท่ากับ 10 เท่าในการประเมินราคาเหมาะสม ซึ่งจะได้เท่ากับ 15 บาทต่อหุ้น ที่ราคาเหมาะสม 15 บาทจะซื้อขายที่ P/E ปี 2556 เท่ากับ 10.0 เท่า, EV/EBITDA 9.2 เท่า และ P/BV 2.2 เท่า

Year End: DEC	Sales (Btm)	EBITDA (Btm)	Net Profit (Btm)	EPS (Bt)	DPS (Bt)	EV/EBITDA (x)	PER (x)	Div. Yield (%)	ROE (%)
2010A	43	150	78	0.46	1.0	18.9	32.8	-	37
2011A	221	539	406	2.19	0.4	10.6	6.8	-	63
2012F	2,132	479	223	0.44	0.2	23.1	34.4	1.2	12
2013F	2,750	1,217	764	1.50	0.6	9.2	10.0	4.0	24
2014F	4,015	1,384	875	1.72	0.7	8.7	8.7	4.6	23

หมายเหตุ : ค่าต่างๆประเมินจากราคาเหมาะสม 15 บาท เป็นฐาน

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในใดๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



■ **ลักษณะการประกอบธุรกิจ:**

กลุ่มบริษัท ดำเนินธุรกิจพัฒนาและให้เช่าโครงการฯ ที่พัฒนาขึ้นตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) ที่ส่วนมากจะเป็นโครงการขนาดใหญ่เพียงอย่างเดียว ในปัจจุบัน บริษัทฯ ได้เริ่มมีการให้บริการพัฒนาโครงการฯ สร้างแบบสำเร็จรูป (Ready-Built) มาตรฐานสูงภายใต้โครงการ Warehouse Farm เพื่อให้บริการทั้งในรูปแบบ Built-to-Suit เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าหลักบางกลุ่ม ที่มีลักษณะเฉพาะเช่น การสำรองพื้นที่ต่อขยายเพื่อใช้งานในอนาคต และ แบบ Ready-Built เพื่อรองรับฐานลูกค้ากลุ่มใหม่และเพื่อการดำเนินธุรกิจที่ตอบสนองความต้องการของตลาดได้ทันทั่วทั้ง

การประกอบธุรกิจของ กลุ่มบริษัท สามารถแบ่งได้เป็น 3 ส่วนดังต่อไปนี้

1. ธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อรายได้ค่าเช่าและค่าบริการ
2. ธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อจำหน่าย
3. ธุรกิจการบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ และ ลงทุนใน Property Fund

Figure 1	โครงสร้างรายได้ของ WHA							
โครงสร้างรายได้ (ล้านบาท)	2552	%	2553	%	2554	%	1H2555	%
รายได้ค่าเช่าและบริการ	15.2	98.7	43.1	25.3	220.9	37.4	157.7	7.9
รายได้จากการขายสินทรัพย์	-	-	-	-	-	-	1,808.9	91.1
กำไรจากการขายสินทรัพย์	-	-	126.4	74.5	-	-	-	-
รายได้เงินปันผล	-	-	-	-	10.6	1.8	12.7	0.7
รายได้บริหารคลังสินค้า	-	-	0.1	0.1	2.2	0.4	2.7	0.1
กำไรจากการซื้อกิจการ	-	-	-	-	350.1	59.3	-	-
รายได้อื่น	0.2	1.3	0.2	0.1	6.5	1.1	3.6	0.2
รวม	15.4	100.0	169.8	100.0	590.3	100.0	1,985.6	100.0

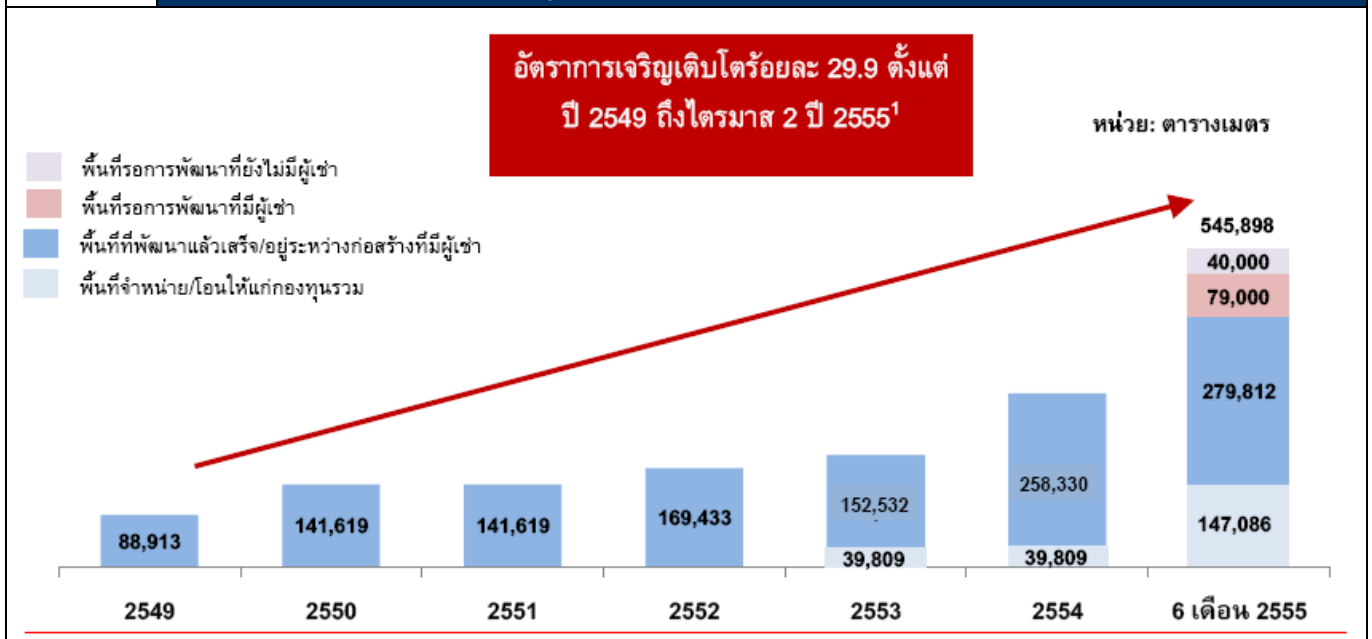
Source : Company reports

■ **พื้นที่ให้เช่าของกลุ่มบริษัทมีการเติบโตสูง:**

กลุ่มบริษัท เป็นผู้พัฒนาและให้เช่าโครงการคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงานที่สร้างขึ้นตามความต้องการของผู้เช่าแต่ละราย (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm ที่รวมโครงการสร้างแบบสำเร็จรูป (Ready-Built) ไว้กับโครงการแบบ Built-to-Suit ทั้งนี้กลุ่มบริษัท ให้ความสำคัญกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้เช่าในด้านการบริหารจัดการต้นทุนโลจิสติกส์ โดยใส่ใจและทำความเข้าใจในความต้องการและรูปแบบธุรกิจที่มีความเฉพาะเจาะจงของลูกค้า เพื่อนำมาพัฒนาออกแบบโครงการฯ ในลักษณะพิเศษเลือกทำเลที่ตั้งให้สอดคล้องกับความต้องการ ส่งมอบโครงการอย่างตรงเวลา ภายใต้ราคาเช่าที่เหมาะสม เพื่อให้ผู้เช่ามั่นใจได้ว่าการเช่าโครงการฯ จากกลุ่มบริษัท สามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการด้านโลจิสติกส์ ซึ่งส่งผลให้กลุ่มบริษัท ได้รับความไว้วางใจและสามารถชนะการประมูลโครงการต่างๆ อย่างสม่ำเสมอ ดังจะเห็นได้จากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของอัตรการเติบโตโดยเฉลี่ยของพื้นที่ที่ได้รับการเช่า (Occupied area) สูงถึง ร้อยละ 30 ในระหว่างปี 2549 ถึง ไตรมาส 2 ปี 2555 โดยเฉพาะในช่วง 2 ปีหลังมีการเติบโตสูงถึงร้อยละ 50

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

Figure 2 การเติบโตของพื้นที่ให้เช่าของกลุ่มบริษัทฯ



Source : Company reports

■ ลักษณะลูกค้าและกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย:

1. ผู้ผลิตและผู้จำหน่ายสินค้าจากทั้งในและต่างประเทศ ผู้เช่ากลุ่มนี้มีความต้องการอาคารคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงานเพื่อผลิตและกระจายสินค้าไปยังลูกค้าและผู้บริโภคทั้งในเขตกรุงเทพฯ ปริมณฑล และภูมิภาคต่างๆ ของประเทศไทย ตลอดจนในระหว่างภูมิภาคของประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community หรือ AEC) ด้วย อาคารคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงานที่อยู่ในการต้องการของลูกค้ากลุ่มนี้จะต้องสามารถตอบสนองความต้องการการจ้างงานที่ซับซ้อนได้เต็มรูปแบบ เนื่องจากเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจและต้นทุนด้านโลจิสติกส์โดยรวมของผู้เช่ากลุ่มนี้

2. ผู้ประกอบการจัดการด้านโลจิสติกส์ (Third Party Logistics providers: 3PLs) โดยส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทชั้นนำจากต่างประเทศที่มีความเชี่ยวชาญในการบริหารและจัดการด้านโลจิสติกส์โดยทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลการกระจายสินค้าและการขนส่งที่ไม่ใช่ธุรกิจหรือความสามารถหลักของบริษัทเจ้าของสินค้า โดยบริษัทเหล่านี้จะเป็นผู้ลงทุนในการสร้างเครือข่ายการกระจายสินค้านับตั้งแต่การจัดหาพาหนะขนส่ง การจัดหาคลังสินค้า การจัดหาบุคลากรปฏิบัติงาน อุปกรณ์ และระบบสนับสนุนการปฏิบัติงาน เป็นต้น

ลูกค้าของบริษัทฯ ประมาณ ร้อยละ 65 จะมีอายุเช่ามากกว่า 3 ปี ทำให้มีความมั่นคงในด้านรายได้ สำหรับกลุ่มลูกค้าแบ่งเป็น 1.) ผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่ใช้แล้วหมดไปอย่างรวดเร็ว มีสัดส่วน ร้อยละ 42.8 2.) ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ (3PLs) มีสัดส่วนร้อยละ 34.1 และ ผู้ผลิตและโรงงานอุตสาหกรรม มีสัดส่วนร้อยละ 23.1



สำหรับลูกค้าของบริษัทโดยจำแนกตามอุตสาหกรรม มีการกระจายตัวในอุตสาหกรรมต่างๆ คือ 1.) อุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับการอุปโภคบริโภค มีสัดส่วน ร้อยละ 40.4 2.) ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ มีสัดส่วนร้อยละ 34.1 3.) อุตสาหกรรมการผลิต ร้อยละ 17.0 4.) อุตสาหกรรมยานยนต์ ร้อยละ 6.9 และ 5.) อื่นๆ ร้อยละ 1.7

Figure 3 กลุ่มลูกค้า		
กลุ่มลูกค้า	พื้นที่เช่า (ตรม.)	ร้อยละ
1. ผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่ใช้แล้วหมดไปอย่างรวดเร็ว (Fast Moving Consumer Goods)	119,839	42.8
2. ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ (3PLs)	95,297.4	34.1
3. ผู้ผลิตและโรงงานอุตสาหกรรม	64,675.6	23.1
รวม	279,812.2	100.0

Source : Company reports

■ ข้อมูลสรุปของการเสนอขายหุ้น IPO:

บริษัทฯ ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 380.6 ล้านบาท เป็น 510 ล้านบาท (พาร์ 1 บาท) โดยออกหุ้น 129.4 ล้านหุ้น เพื่อเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไป การจองซื้อประมาณ เดือน ตุลาคม 2555 โดยมี บมจ. หลักทรัพย์ กสิกรไทย และ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย

Figure 4 IPO Terms	
ทุนจดทะเบียน (ก่อน IPO)	: 380.6 ล้านบาท (380.6 ล้านหุ้น / พาร์ 1 บาท)
พาร์	: 1 บาท
จำนวนหุ้น IPO	: 129.4 ล้านหุ้น
ราคา IPO	: ยังไม่กำหนด
เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน	: ยังไม่กำหนด
ทุนจดทะเบียนหลัง IPO	: 510 ล้านบาท (510 ล้านหุ้น)
วัตถุประสงค์การใช้เงิน	: เงินลงทุนเพื่อขยายกิจการ : เงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
ระยะเวลาจองซื้อ	: ประมาณ เดือน ตุลาคม 2555
เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน	: ประมาณ เดือน พฤศจิกายน 2555
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	: บมจ. หลักทรัพย์ กสิกรไทย บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด

Source : Company reports

■ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่:

WHA ก่อตั้งขึ้นเป็นบริษัทจำกัดเมื่อวันที่ 25 กันยายน 2550 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 170.0 ล้านบาท โดย คุณสมยศ อนันตประยูร และ คุณจรีพร อนันตประยูร ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน เท่ากับ 510 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 380.6 ล้านบาท (จำนวนหุ้น 380.6

บริษัทหลักทรัพย์ ทริनिตี จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร: 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทริनिตี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



ล้านหุ้น) มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท โดยก่อนการกระจายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2555 ผู้ถือหุ้นหลักของบริษัทฯคือ กลุ่มตระกูลอนันตประยูร (89.57%) และกลุ่มตระกูลจารุภรกุล (3.28%) ภายหลังการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป จำนวน 129.4 ล้านหุ้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 2 กลุ่ม ดังกล่าว จะมีสัดส่วนการถือหุ้นลดลงเหลือ 66.84% และ 2.45% ตามลำดับ

Figure 5 โครงสร้างผู้ถือหุ้น		ก่อน-IPO		หลัง IPO	
(ล้านหุ้น)					
1. กลุ่มตระกูลอนันตประยูร	340.89	89.57%	340.89	66.84%	
2. กลุ่มตระกูลจารุภรกุล	12.50	3.28%	12.50	2.45%	
3. อื่นๆ	27.21	7.15%	27.21	5.34%	
4. หุ้น IPO	-	-	129.40	25.37%	
รวมทั้งหมด	380.60	100.00%	510.00	100.00%	

Source : Company reports

■ โครงการในอนาคต:

ปัจจุบัน กลุ่มบริษัทฯ มีพื้นที่ให้เช่าของโครงการฯ ที่พัฒนาแล้วและมีผู้เช่าแล้วประมาณ 150,000 ตารางเมตร และโครงการกำลังพัฒนาและมีผู้เช่าแล้วประมาณ 130,000 ตารางเมตร ในช่วง 3 ปีแรก (2555 - 2557) ผู้บริหาร มีแผนการพัฒนาโครงการประมาณปีละ 250,000 - 300,000 ตารางเมตร โดยเน้นทำเลที่ตั้ง ส่วนใหญ่จะตั้งอยู่ในโซนภาคตะวันออกของกรุงเทพฯ ซึ่งเป็นโครงการที่ตั้งอยู่ใกล้สนามบินนานาชาติสุวรรณภูมิ หรือท่าเรือแหลมฉบัง ที่เอื้ออำนวยต่อการขนส่งระหว่างประเทศ และไม่ไกลจากกรุงเทพมหานคร และทำเลที่ตั้งทางตอนเหนือของกรุงเทพฯ ซึ่งเป็นทำเลที่สะดวกต่อการกระจายสินค้าและขนส่งไปยังภูมิภาคต่างๆของประเทศไทย พร้อมทั้งเสนอขายสินทรัพย์ให้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) ประมาณ 150,000-200,000 ตอม. ต่อปี

ในระยะยาวผู้บริหารมีเป้าหมายที่จะส่งเสริมสถานะความเป็นผู้นำในด้านคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า รวมถึงโรงงานระดับพรีเมียม โดยผู้บริหารมีแผนที่จะขยายจำนวนคลังสินค้าหรือโรงงานให้เช่าทั้งในรูปแบบโครงการที่พัฒนาขึ้นตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm ปีละประมาณ 150,000 - 200,000 ตารางเมตร พร้อมทั้งเสนอขายสินทรัพย์ให้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) อย่างต่อเนื่อง เพื่อนำเงินที่ได้จากการขายมาเป็นเงินทุนในการขยายกิจการของกลุ่มบริษัทฯ และชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดยเป้าหมายดังกล่าวจะช่วยให้นักลงทุน มีผลการดำเนินงานที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง



■ แนวโน้มผลประกอบการปี 2556-2557 คาดจะเติบโตโดดเด่น:

ผลประกอบการปี 2555 คาดกำไรจะปรับลดลงเหลือ 223 ล้านบาท เทียบกับปี 2554 ที่มีกำไรเท่ากับ 406 ล้านบาท เนื่องจากปี 2554 มีกำไรจากการขายกิจการจำนวน 350 ล้านบาท ในรายได้อื่น ถ้าหากตัดรายการนี้จะมีกำไรปกติที่เติบโตถึง 298% ได้แรงหนุนจากรายได้ค่าเช่าคาดว่าจะเติบโต 33% สุรรดับ 203 ล้านบาท และ รายได้ค่าบริการจะเติบโต 76% สุรรดับ 120 ล้านบาท

สำหรับแนวโน้มปี 2556-2557 คาดกำไรจะโดดเด่นอย่างมาก เนื่องจากได้แรงหนุนสำคัญจากการที่ผู้บริหาร มีแผนการพัฒนาโครงการประมาณปีละ 250,000 - 300,000 ตารางเมตร และ เสนอขายสินทรัพย์ให้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) ประมาณ 70,000 ตรม. ในปี 2556 และ เพิ่มเป็น 150,000-200,000 ตรม. ในปี 2557

ในปี 2556 เราประเมินยอดรับรู้รายได้รวมเท่ากับ 2,750 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 764 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.50 บาท) พุ่งขึ้น 243% และ ในปี 2557 ประเมินยอดรับรู้รายได้รวมจะเท่ากับ 4,015 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 46% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 875 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.72 บาท) เพิ่มขึ้น 15%

Figure 6	ผลประกอบการในช่วงปี 2552-2554 และคาดการณ์ปี 2555-2557					
	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>WHA group's portfolio (sq.m.)</b>						
Built-to-suit	169,433	152,532	187,540	184,862	249,862	274,862
Warehouse farm	-	-	70,790	213,950	278,950	303,950
WHAPF	-	39,809	39,809	147,086	217,086	367,086
Total	169,433	192,341	298,139	545,898	745,898	945,898
<b>Total Revenue (Btmn)</b>	15	43	221	2,132	2,750	4,015
Rental income	9	26	153	203	350	455
Service income	6	17	68	120	200	260
Asset Sale	-	-	-	1,809	2,200	3,300
<b>% Gross Margin</b>	55.3%	50.2%	80.4%	19.5%	41.4%	32.5%
Rental and service income	55.3%	50.2%	80.4%	69.3%	67.0%	67.0%
Asset Sale	-	-	-	10.6%	35.0%	25.0%
<b>Net profit (Btmn)</b>	(3)	78	406	223	764	875
<b>EPS (Bt)</b>	(0.01)	0.46	2.19	0.44	1.50	1.72

Source : Company reports

■ นโยบายจ่ายปันผล :

บริษัทฯ มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 40.0 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และหลังหักสำรองตามกฎหมายในแต่ละปี ทั้งนี้ บริษัทฯ จะพิจารณาการจ่ายเงินปันผลโดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น เราประเมิน WHA จะจ่ายเงินปันผลสำหรับการดำเนินงานปี 2555 เท่ากับ 0.20 บาท และ เพิ่มเป็น 0.60 บาท ในปี 2556





■ ประเมินราคาเป้าหมาย 15.0 บาท บนฐาน Forward P/E ปี 2556 เท่ากับ 10 เท่า :

เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHA โดยเทียบกับ P/E ของหุ้นที่ทำธุรกิจเดียวกันในตลาดคือ TICON ซึ่งมีค่า P/E ปี 2555 เท่ากับ 10.1 เท่า และมีค่าเฉลี่ย P/E ในอดีตเท่ากับ 11.30 เท่า โดยเราใช้ P/E ปี 2556 เท่ากับ 10 เท่าในการประเมินราคาเหมาะสมซึ่งจะได้เท่ากับ 15 บาทต่อหุ้น ที่ราคาเหมาะสม 15 บาทจะซื้อขายที่ P/E ปี 2556 เท่ากับ 10.0 เท่า, EV/EBITDA 9.2 เท่า และ P/BV 2.2 เท่า

Figure 7	เปรียบเทียบการประเมินมูลค่าเทียบกับหุ้น TICON	
	WHA	TICON
Share price (Bt)	15.0	12.9
Recommendation	-	BUY
EPS (Bt)		
- 2012F	0.44	1.28
- 2013F	1.50	1.43
PER (x)		
- 2012F	34.4	10.1
- 2013F	10.0	9.0
P/BV (x)		
- 2012F	2.7	1.5
- 2013F	2.2	1.4
ROE (%)		
- 2012F	12%	16.9%
- 2013F	24%	16.3%
*Fair-value estimate	15.0	14.5

Source : Company reports and Trinity Research estimates

■ ปัจจัยความเสี่ยง:

1. ความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะซื้อขายต่ำกว่าราคาเหมาะสมที่ 15 บาท ในปี 2556: การประเมินราคาเหมาะสมของเราที่ 15 บาท บนสมมติฐาน WHA จะประสบความสำเร็จในอนาคต ผู้บริหารมีแผนการเพิ่มพื้นที่โรงงานและคลังสินค้าให้เข้าเฉลี่ยปีละประมาณ 200,000-300,000 ตรม. และ ขายโรงงานและคลังสินค้าเข้ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ปีละประมาณ 150,000 ตรม. ซึ่งจะทำให้กำไรปี 2556 ก้าวกระโดดเป็น 764 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 1.50 บาท) เพิ่มขึ้น 243% แต่ถ้าในอนาคตบริษัทไม่ประสบความสำเร็จดังกล่าว อาจจะทำให้ราคาหุ้นซื้อขายต่ำกว่าราคาเหมาะสมของเรา

2. ความเสี่ยงจากการแข่งขันของผู้ประกอบธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและผู้ประกอบการอื่น : ในปัจจุบันผู้ประกอบธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและผู้ประกอบการอื่นได้มีการสร้างโครงการฯเช่นเดียวกับกลุ่มบริษัทฯ อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการกลุ่มดังกล่าวส่วนใหญ่จะจำหน่ายและให้บริการโครงการฯ สร้างแบบสำเร็จรูป (Ready-Built) และผู้ประกอบการที่อยู่ในธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จะจำกัดการให้บริการอยู่ในเขตนิคมอุตสาหกรรมของผู้พัฒนาเอง ในขณะที่กลุ่มบริษัทฯ มุ่งเน้นการพัฒนาโครงการฯ

บริษัทหลักทรัพย์ ทริनिตี จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทริनिตี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



ที่มีคุณภาพสูงในรูปแบบ Built-to-Suit และ Warehouse Farm และมีนโยบายการจัดการหาทำเลที่ตั้งโดยยึดหลักการเลือกทำเลที่เป็นยุทธศาสตร์การขนส่งและกระจายสินค้าที่สำคัญที่สุดสอดคล้องกับความต้องการของลูกค้า จึงเป็นการตอบสนองต่อความต้องการของกลุ่มลูกค้าที่ค่อนข้างแตกต่างไปจากคู่แข่งในตลาด และ มีความโดดเด่นเป็นผู้นำในตลาดที่เป็น Built-to-Suit

3. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ : ในอดีตกลุ่มบริษัทฯ ได้ให้เช่าโครงการคลังสินค้าและศูนย์กระจายสินค้าให้แก่บริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด ในสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับรายได้รวมของกลุ่มบริษัทฯ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 60.8 สำหรับงวด 6M2555 ดังนั้นจึงอาจมีความเสี่ยงจากการที่บริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด ยกเลิกสัญญาเช่าซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าเช่าและบริการของกลุ่มบริษัทฯ อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม สัญญาเช่ากับทางบริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด เป็นสัญญาเช่าระยะยาวมากกว่า 10 ปี รวมทั้งยังได้มีการระบุไว้ว่า หากผู้เช่าบอกเลิกสัญญาเช่าก่อนกำหนด ผู้เช่าจะต้องจ่ายชำระค่าเช่าในระยะเวลาที่เหลืออยู่ทั้งหมด รวมทั้งความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่อ้างกล่าวจะลดลงเนื่องจากบริษัทมีการขยายฐานลูกค้าเพิ่มเติมไปยังกลุ่มลูกค้ารายใหม่ และ บริษัทอยู่ในระหว่างดำเนินการที่จะจำหน่ายทรัพย์สินโครงการคลังสินค้าและศูนย์กระจายสินค้าที่มีแผนกยาและเวชภัณฑ์ของ บริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด ให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในช่วงต้นปี 2556

Figure 8		WHA - ผลการดำเนินงานรายไตรมาส							
(Unit : Bt mn)	1Q11	2Q11	1Q12	2Q12	%QoQ	%YoY	1H11	1H12	%YoY
<b>Revenues</b>									
Sales	21	45	1,894	72	-96%	60%	66	1,967	2888%
COGS	(1)	(6)	(1,642)	(33)			(7)	(1,674)	
<b>Gross Profit</b>	<b>19</b>	<b>39</b>	<b>253</b>	<b>40</b>	<b>-84%</b>	<b>2%</b>	<b>59</b>	<b>292</b>	<b>399%</b>
SG&A	(2)	(6)	(20)	(12)			(8)	(31)	
<b>EBITDA</b>	<b>18</b>	<b>36</b>	<b>251</b>	<b>51</b>	<b>-80%</b>	<b>41%</b>	<b>54</b>	<b>301</b>	<b>461%</b>
Depreciation & Amortization	(1)	(3)	(18)	(23)			(3)	(40)	
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>233</b>	<b>28</b>	<b>-88%</b>	<b>-15%</b>	<b>50</b>	<b>261</b>	<b>417%</b>
Interest expense	(5)	(22)	(36)	(29)			(28)	(65)	
Share of gain (loss) of associates	0	0	0	0			0	0	
Other income (expenses)	1	6	6	13			7	19	
<b>Pretax profit</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>203</b>	<b>12</b>	<b>-94%</b>	<b>-26%</b>	<b>30</b>	<b>215</b>	<b>624%</b>
Tax	0	0	(39)	(3)			0	(42)	
<b>Net Profit after Tax</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>164</b>	<b>9</b>	<b>-94%</b>	<b>-44%</b>	<b>30</b>	<b>174</b>	<b>484%</b>
Minority Interest	(2)	(7)	0	0			(9)	0	
<b>Net Profit before Extra</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>164</b>	<b>9</b>	<b>-94%</b>	<b>-3%</b>	<b>20</b>	<b>174</b>	<b>750%</b>
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0			0	0	
Extra. Items	28	0	0	0			28	0	
<b>Net Profit</b>	<b>39</b>	<b>10</b>	<b>164</b>	<b>9</b>	<b>-94%</b>	<b>-3%</b>	<b>48</b>	<b>174</b>	<b>261%</b>
<b>EPS</b>	<b>0.23</b>	<b>0.06</b>	<b>0.43</b>	<b>0.02</b>			<b>0.28</b>	<b>0.46</b>	
<b>Profitability Ratios (%)</b>									
Gross margin	94.6%	86.6%	13.3%	55.0%			89.1%	14.9%	
EBITDA margin	86.1%	79.6%	13.2%	70.0%			81.6%	15.3%	
EBIT margin	83.5%	73.6%	12.3%	38.9%			76.7%	13.3%	
Pretax profit margin	63.8%	36.8%	10.7%	17.0%			45.2%	11.0%	
Profit margin before extra Item	52.9%	21.1%	8.7%	12.9%			31.1%	8.8%	
Net profit margin	187.8%	21.1%	8.7%	12.9%			73.1%	8.8%	

Source : Company reports and Trinity Research estimates.





**WHA CORPORATION PCL (WHA)**

**Income statement**

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Sales	43	221	2,132	2,750	4,015
Cost of good sold	(21)	(43)	(1,716)	(1,612)	(2,711)
<b>Gross Profit</b>	<b>22</b>	<b>178</b>	<b>415</b>	<b>1,139</b>	<b>1,304</b>
SG&A	(18)	(31)	(62)	(100)	(139)
<b>EBITDA</b>	<b>23</b>	<b>170</b>	<b>430</b>	<b>1,142</b>	<b>1,284</b>
Depreciation & Amortization	(20)	(23)	(76)	(103)	(118)
<b>EBIT</b>	<b>3</b>	<b>147</b>	<b>354</b>	<b>1,039</b>	<b>1,166</b>
Equity Shares	0	0	0	0	0
Financial Costs	(18)	(86)	(124)	(158)	(172)
Other Income	127	369	49	75	100
<b>Pretax Profit</b>	<b>112</b>	<b>430</b>	<b>278</b>	<b>955</b>	<b>1,094</b>
Tax	(34)	(3)	(56)	(191)	(219)
<b>Net Profit before minority</b>	<b>78</b>	<b>428</b>	<b>223</b>	<b>764</b>	<b>875</b>
Less Minority Interest	0	(22)	0	0	0
<b>Net Profit before Extra.</b>	<b>78</b>	<b>406</b>	<b>223</b>	<b>764</b>	<b>875</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>78</b>	<b>406</b>	<b>223</b>	<b>764</b>	<b>875</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.46</b>	<b>2.19</b>	<b>0.44</b>	<b>1.50</b>	<b>1.72</b>

**Statements of Financial Position**

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Cash in hand & at banks	29	30	30	30	30
Accounts receivable-net	0	4	7	8	9
Inventories	0	0	0	0	1
Other current assets	24	1,578	1,500	1,935	2,825
<b>Total Current Assets</b>	<b>54</b>	<b>1,612</b>	<b>1,538</b>	<b>1,973</b>	<b>2,865</b>
Investments	180	177	177	177	177
Property, Plant & Equipment	507	3,340	5,614	6,511	7,393
Others	2	60	60	60	60
<b>Total Assets</b>	<b>743</b>	<b>5,188</b>	<b>7,388</b>	<b>8,720</b>	<b>10,494</b>
Loans and O/D from banks	0	7	8	9	11
Account payable-trade	39	576	592	607	644
Current portion 1 yr L/T loans	30	1,606	1,867	1,968	2,428
Other current liabilities	66	257	186	644	967
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>135</b>	<b>2,446</b>	<b>2,654</b>	<b>3,227</b>	<b>4,049</b>
Long-term liabilities	353	1,702	1,919	2,003	2,385
<b>Total Liabilities</b>	<b>489</b>	<b>4,148</b>	<b>4,573</b>	<b>5,230</b>	<b>6,434</b>
Paid-up share capital	170	381	510	510	510
Premium on share capital	0	173	1,596	1,596	1,596
Legal reserve	0	0	0	0	0
Unappropriated	74	479	702	1,377	1,947
Others	10	7	7	7	7
<b>Total Equity before MI</b>	<b>254</b>	<b>1,040</b>	<b>2,815</b>	<b>3,490</b>	<b>4,060</b>
Minority Interest	0	0	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>254</b>	<b>1,040</b>	<b>2,815</b>	<b>3,490</b>	<b>4,060</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>743</b>	<b>5,188</b>	<b>7,388</b>	<b>8,720</b>	<b>10,494</b>

**Assumption**

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>Rental income</b>	26	153	203	350	455
<b>Service income</b>	17	68	120	200	260
<b>Asset Sale</b>	0	0	1,809	2,200	3,300
<b>Gross margin of rental &amp; service</b>	50%	80%	69%	67%	67%
<b>Gross margin of asset sale</b>	-	-	11%	35%	25%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



**WHA CORPORATION PCL (WHA)**

**Cash Flow Statement**

Year End Dec (Btm)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
Pre-tax profit	112	430	278	955	1,094
Depreciation	20	23	76	103	118
Chg in working capital	41	(830)	20	36	(532)
Tax paid	(34)	(3)	(56)	(191)	(219)
Other operating activities	0	(22)	0	0	0
<b>CF from Operating</b>	<b>139</b>	<b>(401)</b>	<b>319</b>	<b>904</b>	<b>462</b>
Capital expenditure	(35)	(2,914)	(2,350)	(1,000)	(1,000)
Change in investments	(180)	3	0	0	0
Other investing activities	0	0	0	0	0
<b>CF from Investment</b>	<b>(215)</b>	<b>(2,911)</b>	<b>(2,350)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,000)</b>
Capital Increase	(0)	383	1,553	0	0
Other Debt Financing	37	288	(1)	0	0
Dividend (incl. tax)	0	0	0	(89)	(306)
Other financing activities					
<b>Internal Financing Cash Flow</b>	<b>37</b>	<b>672</b>	<b>1,552</b>	<b>(89)</b>	<b>(306)</b>
<b>Debt Borrowing</b>	<b>(40)</b>	<b>(2,640)</b>	<b>(479)</b>	<b>(185)</b>	<b>(844)</b>
<b>Last Year Outstanding Debt</b>	<b>270</b>	<b>310</b>	<b>2,950</b>	<b>3,429</b>	<b>3,614</b>
<b>This Year Outstanding Debt</b>	<b>310</b>	<b>2,950</b>	<b>3,429</b>	<b>3,614</b>	<b>4,458</b>

**Key Ratios**

Year End Dec (Bt mn)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.46	2.19	0.44	1.50	1.72
DPS	1.00	0.40	0.17	0.60	0.69
BV	1.49	5.62	5.52	6.84	7.96
CF	0.82	-2.17	0.62	1.77	0.91
<b>Liquidity Ratio (x)</b>					
Current Ratio	0.40	0.66	0.58	0.61	0.71
Quick Ratio	0.40	0.66	0.58	0.61	0.71
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross Margin (Inc. Depre)	50.23%	80.40%	19.49%	41.40%	32.48%
EBITDA Margin	53.95%	76.96%	20.16%	41.52%	31.97%
EBIT Margin	7.91%	66.36%	16.59%	37.77%	29.03%
Net Margin	180.70%	183.57%	10.44%	27.79%	21.80%
ROE	30.59%	39.01%	7.91%	21.90%	21.56%
<b>Efficiency Ratio</b>					
ROA	10.46%	7.82%	3.01%	8.76%	8.34%
ROFA	15.33%	12.14%	3.96%	11.74%	11.84%
<b>Leverage Ratio (x)</b>					
Debt to Equity	1.22	2.84	1.22	1.04	1.10
Net Debt to Equity	1.10	2.81	1.21	1.03	1.09
Interest Coverage Ratio	0.19	1.71	2.84	6.55	6.79
<b>Growth</b>					
Sales Growth	182.89%	413.72%	864.98%	29.01%	46.00%
EBITDA Growth	1071%	259.84%	-11.25%	154.18%	13.72%
Net Profit Growth	N.A.	421.88%	-45.11%	243.34%	14.53%
EPS Growth	N.A.	379.56%	-80.09%	243.34%	14.53%
<b>Valuation</b>					
PER (x)	32.82	6.84	34.37	10.01	8.74
P/BV (x)	10.04	2.67	2.72	2.19	1.88
EV/EBITDA (x)	18.88	16.00	23.08	9.23	8.73
P/CF (x)	18.36	-6.92	24.00	8.47	16.57
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	1.16%	4.00%	4.58%
Dividend Payout Ratio (%)	219%	18%	40%	40%	40%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร: 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2011

ADVANC	BKI	GRAMMY	LPN	PTTCH*	SC	TIPCO						
AOT	BMCL	HEMRAJ	MCOT	PTTEP	SCB	TISCO						
BAFS	CPN	ICC	NMG	QH	SCC	TKT						
BANPU	CSL	IRPC	PS	RATCH	SE-ED	TMB						
BAY	EASTW	KBANK	PSL	ROBINS	SIS	TOP						
BBL	EGCO	KK	PTT	RS	THRE							
BCP	ERW	KTB	PTTAR*	SAT	TIP							
*วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR กับ PTTCH ควบคุมกิจการเป็น PTTGC												
ACAP	BLA	DRT	INTUCH	MACO	NOBLE	S&P	SPALI	TFD	TRU	UV		
AF	BROOK	DTAC	IVL	MAJOR	OCC	SABINA	SPI	TFI	TRUE	VNT		
AMANA	BTS	DTC	JAS	MAKRO	OGC	SAMCO	SPPT	THAI	TSC	WACOAL		
AMATA	BWG	ECL	KCE	MBK	OISHI	SCCC	SSF	THCOM	TST	WAVE		
AP	CENTEL	FORTH	KEST	MFC	PB	SCG	SSSC	THIP	TSTH	ZMICO		
ASIMAR	CGS	GBX	KGI	MFEC	PG	SCSMG	STA	TIC	TTA			
ASP	CIMBT	GC	KSL	MILL	PHATRA	SEAFCO	STANLY	TK	TTW			
AYUD	CK	GFPT	KWC	MINT	PM	SFP	STEC	TMT	TUF			
BEC	CM	GLOW	LEE	MK	PR	SICCO*	SUSCO	TNITY	TVO			
BECL	CPALL	HANA	LANNA	MTI	PRANDA	SINGER	SVI	TNL	TYM			
BFIT	CPF	HMPRO	LH	NBC	PRG	SIRI	SYMC	TOG	UAC			
BH	CSC	HTC	LOXLEY	NCH	PT	SITHAI	SYNTEC	TPC	UMI			
BIGC	DELTA	IFEC	LRH	NINE	PYLON	SMT	TASCO	TRC	UP			
BJC	DEMCO	INET	LST	NKI	S&J	SNC	TCAP	TRT	UPOIC			
* SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน												
2S	ASK	CMO	ESSO	ILINK	KYE	NC	POST	SCBLIF	SUC	TKS	TWFP	WORK
A	BAT-3K	CMR	FE	IRC	LALIN	NEP	PPM	SCP	SVOA	TLUXE	TWZ	YUASA
AEONTS	BGT	CNS	FOCUS	IRCP	LEE	NNCL	PREB	SENA	SWC	TMD	TYCN	
AFC	BLAND	CNT	FSS	IT	LHK	NSI	PRECHA	SHANG	SYNEX	TNH	UBIS	
AGE	BNC	CPI	GENCO	ITD	MATCH	NTV	PRIN	SIAM	TBSP	TNPC	UEC	
AH	BOL	CPL	GFM	JTS	MATI	NWR	PTL	SIMAT	TCB	TOPP	UOBKH	
AHC	BROCK	CRANE	GL	JUTHA	MBAX	OFM	Q-CON	SKR	TCC	TPA	UPF	
AI	BSBM	CSP	GLAND	KASET	M-CHAI	PAF	QLT	SMIT	TCP	TPAC	US	
AIT	BTNC	CSR	GOLD	KDH	MCS	PAP	RASA	SMK	TEAM	TPCORP	UT	
AJ	CCET	CTW	GUNKUL	KH	MDX	PATO	RCI	SMM	TF	TPIPL	UVAN	
AKR	CFRESH	DCC	GYT	KKC	MJD	PDI	RCL	SPC	TGCI	TPP	VARO	
APRINT	CHARAN	DRACO	HFT	KMC	MOONG	PHOL	ROJNA	SPG	THANA	TR	VIBHA	
APURE	CI	EASON	HTECH	KTC	MPIC	PICO	RPC	SST	TICON	TTCL	VNG	
AS	CITY	EIC	IFS	KWH	MSC	PL	SAUCE	STAR	TIW	TTI	WG	

### Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2286-3999 โทรสาร. 0-2670-9312

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของงานสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่แจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน