

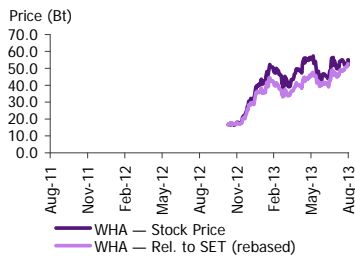
ซื้อ

Stock data

Last close (Aug 30) (Bt)	54.75
12-m target price (Bt)	67.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.37
Mkt cap (Btbn)	33.51
Mkt cap (US\$mn)	1,044

Bloomberg code	WHA.TB
Reuters code	WHA.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.30
Sector % SET	7.01
Shares issued (mn)	612
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	n.a.
Avg. daily 6m (US\$mn)	n.a.
Foreign limit / actual (%)	n.a.
Free float (%)	25.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	9.0	-2.7	--
Relative to SET	19.8	17.5	--

Source: SET, SCBS Investment Research

สิริกานท์ กฤษณิพัทธ์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ขยายธุรกิจครอบคลุมพื้นที่ในวงกว้าง

- ยอด pre-lease ครึ่งปีแรกที่สูงกว่าเป้าที่วางไว้เดิมหนุนให้ปรับเป้าทั้งปีเพิ่มขึ้นเป็น 5 แสนตร.ม. และน่าจะทำได้สำเร็จตามเป้า
- ขยายธุรกิจไปยังทำเลยุทธศาสตร์ทางภาคเหนือ ตะวันออกเฉียงเหนือ และใต้
- ได้ประโยชน์จาก AEC โดยจะขยายธุรกิจไปยังเมียนมาร์เป็นที่แรก
- แนวโน้ม Upside จะมาจากโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา
- ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 67 บาท/หุ้น (ก่อนจ่ายหุ้นปันผล) หรือ 45 บาท/หุ้น (หลังจ่ายหุ้นปันผล) เพราะปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินลดลง และเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557

แนวโน้มเติบโตโดดเด่น WHA มีแนวโน้มเติบโตดีมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปล่อยเช่าพื้นที่ล่วงหน้า (pre-lease) ในครึ่งแรกปี 56 ได้มากถึง 3.2 แสนตร.ม. สูงกว่าเป้าทั้งปี 2556 ที่บริษัทวางไว้แต่เดิมที่ 3 แสนตร.ม. บริษัทปรับเป้ายอด pre-lease เพิ่มขึ้นเป็น 5 แสนตร.ม. ในปี 2556 สูงกว่าประมาณการที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ ~2 แสนตร.ม.อย่างมาก และตั้งเป้ายอด pre-lease ที่ 3 แสนตร.ม. ในปี 2557 การเจรจากับลูกค้าหลายรายทำให้ WHA มีแนวโน้มที่จะทำยอด pre-lease ได้ถึงเป้าที่บริษัทวางไว้ เราปรับประมาณการยอดขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นสามเท่า สู่ 6.4 พันล้านบาทในปี 2556 และ 67% สู่ 5.7 พันล้านบาทในปี 2557 เพื่อสะท้อนพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานจำนวนมากของบริษัท ดังนั้นเราจึงมองว่าไม่มีความเสี่ยงที่ WHA จะเพิ่มทุนในอนาคตอันใกล้

ขยายธุรกิจ WHA เข้าซื้อที่ดินในจังหวัดลำพูน ขอนแก่น และสุราษฎร์ธานี ซึ่งเป็นทำเลยุทธศาสตร์สำหรับกระจายสินค้าในภาคเหนือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคใต้ของประเทศไทย นอกจากนี้การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 ก็ส่งผลทำให้มีความต้องการพื้นที่คลังสินค้าจำนวนมาก ดังนั้นเพื่อตอบสนองความต้องการดังกล่าว WHA จึงวางแผนขยายธุรกิจคลังสินค้าไปยังเมียนมาร์ WHA ทำสัญญาระยะยาวสำหรับโครงการเหล่านี้ไปแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงขาดจำกัด

โครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา = แนวโน้ม upside WHA จะเข้าร่วมโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาเพื่อผลิตไฟฟ้าให้กับ กฟผ. บริษัทคาดว่าจะทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะเวลา 25 ปี สำหรับกำลังการผลิตไฟฟ้า 30 เมกะวัตต์ การถือหุ้น 75% ในบริษัทร่วมทุนทำให้เราคาดว่า WHA จะได้กำไรประมาณ 75 ล้านบาท/ปี หรือประมาณ 4.7% ของประมาณการกำไรปี 2557 ของเรา เราคำนวณ DCF ได้ที่ 1.2 พันล้านบาท หรือ 1.3 บาท/หุ้นหลัง XD เมื่อใช้สมมติฐานว่าบริษัทขายกำลังการผลิตไฟฟ้า 15 เมกะวัตต์ให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นสู่ ~355 ล้านบาทในปี 2557 หรือ 22% ของประมาณการกำไรปี 2557 และ DCF จะเพิ่มขึ้นสู่ 1.5 พันล้านบาท หรือ 1.6 บาท/หุ้นหลัง XD เรายังไม่ได้รวมเอารายการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการปัจจุบันของเรา โดยปล่อยให้เป็น upside

ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรของ WHA เพิ่มขึ้น 66.7% สู่ 1.4 พันล้านบาทในปี 2556 และ 79.9% สู่ 1.7 พันล้านบาทในปี 2557 เพื่อสะท้อนการรับรู้รายได้มากกว่าคาดโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานมากกว่าคาดและการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายของ WHA ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 67 บาท/หุ้น (ก่อนจ่ายหุ้นปันผล) หรือ 45 บาท/หุ้น (หลังจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 2 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล XD วันที่ 2 ก.ย.) สะท้อนการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และการเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของเรา คือ การก่อสร้างล่าช้า ยอดขายอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัว และเศรษฐกิจชะลอตัว

ยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” เราชอบ WHA เพราะบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานอย่างรวดเร็วและการขายอสังหาริมทรัพย์ได้เพิ่มมากขึ้น ความต้องการคลังสินค้าที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต และแนวโน้ม upside จากโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา ณ ราคาปิดล่าสุด WHA เทรดที่ระดับพรีเมียมที่ PER 17-24.6 เท่า และ PBV 5-7.4 เท่าในปี 2556-2558 แต่เรามองว่าเป็นระดับที่เหมาะสมเพราะกำไรของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นที่อัตราเติบโตเฉลี่ย 109.9% ต่อปีในระหว่างปี 2555-2558 อีกทั้ง ROE ก็อยู่ในระดับสูงที่ 34.4-36.8% และ ROA อยู่ที่ 13.5-13.9% ในปี 2556-2557 ดังนั้นเราจึงยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ”

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	221	2,169	7,072	6,247	6,739
EBITDA	(Btmn)	539	500	2,055	2,557	3,010
Core Profit	(Btmn)	55	213	1,388	1,620	1,812
Reported Profit	(Btmn)	406	213	1,388	1,620	1,812
EPS	(Bt)	1.1	0.4	1.5	1.8	2.0
DPS	(Bt)	0.0	0.0	0.2	0.7	0.8
P/E	(x)	51.4	130.9	36.2	31.0	27.7
EPS growth	(%)	631.9	(60.7)	261.6	16.7	11.9
P/BV	(x)	20.0	9.7	11.1	9.1	7.6
ROE	(%)	62.7	10.9	37.4	32.2	29.9
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.4	1.3	1.4
EV/EBITDA	(x)	46.3	64.4	26.6	21.8	18.8

Source: SCBS Investment Research

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	221	2,169	7,070	6,812	7,543
Cost of goods sold	(43)	(1,743)	(5,172)	(4,344)	(4,677)
Gross profit	178	426	1,898	2,468	2,866
SG&A	(31)	(68)	(91)	(124)	(161)
Other income	19	45	62	114	175
Interest expense	(86)	(149)	(179)	(328)	(458)
Pre-tax profit	80	253	1,689	2,130	2,422
Corporate tax	(3)	(40)	(326)	(403)	(449)
Equity a/c profits	-	-	-	-	-
Minority interests	(22)	-	-	-	-
Core profit	55	213	1,364	1,727	1,973
Extra-ordinary items	350	-	-	-	-
Net Profit	406	213	1,364	1,727	1,973
EBITDA	539	500	2,085	2,839	3,408
Core EPS	0.15	0.42	1.49	1.88	2.15
Net EPS	1.07	0.42	1.49	1.88	2.15
DPS	-	0.02	0.24	0.75	0.86

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	72	84	118	2,143	107
Cost of goods sold	(33)	(27)	(41)	(1,962)	(34)
Gross profit	40	56	77	180	72
SG&A	(12)	(14)	(23)	(21)	(31)
Other income	13	12	14	22	19
Interest expense	(29)	(36)	(48)	(37)	(36)
Pre-tax profit	12	18	20	145	25
Corporate tax	(3)	(3)	5	(23)	(3)
Equity a/c profits	-	-	-	-	-
Minority interests	-	-	-	-	-
Core profit	9	15	25	122	22
Extra-ordinary items	-	-	-	26	(57)
Net Profit	9	15	25	148	(35)
EBITDA	67	75	98	213	111
Core EPS (Bt)	0.02	0.04	0.05	0.24	0.04
Net EPS (Bt)	0.02	0.04	0.05	0.29	(0.06)
DPS (Bt)	-	-	0.02	-	0.05

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	1,612	3,431	5,320	5,647	6,302
Total fixed assets	3,576	4,867	5,974	8,720	10,575
Total assets	5,188	8,298	11,294	14,367	16,878
Total loans	1,336	2,604	1,705	1,205	705
Total current liabilities	2,446	2,386	4,646	7,182	9,009
Total long-term liabilities	1,702	3,025	2,126	1,626	1,126
Total liabilities	4,148	5,410	6,772	8,808	10,135
Paid-up capital	381	510	918	918	918
Total equity	1,040	2,887	4,522	5,559	6,742
BVPS (Bt)	2.7	5.7	4.9	6.1	7.3

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	317	1,487	3,431	2,177	1,851
Total fixed assets	5,039	4,784	4,867	5,038	6,827
Total assets	5,356	6,271	8,298	7,215	8,678
Total Loans	2,205	2,314	2,604	1,370	2,440
Total current liabilities	1,614	2,427	2,386	2,655	3,050
Total long-term liabilities	2,487	2,559	3,025	1,576	2,690
Total liabilities	4,101	4,986	5,410	4,232	5,740
Paid-up capital	381	381	510	510	612
Total equity	1,255	1,286	2,887	2,984	2,937
BVPS (Bt)	3.3	3.4	5.7	5.9	4.8

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	430	213	1,364	1,727	1,973
Depre. and amortization	23	98	217	381	528
Operating cash flow	102	(129)	(140)	2,127	2,466
Investing cash flow	(1,655)	(1,839)	(1,324)	(3,126)	(2,383)
Financing cash flow	1,551	2,917	1,388	1,109	411
Net cash flow	(2)	949	(76)	110	494

Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Ending rental space ('000 Sqm)	258	358	484	715	892
Sales ('000 Sqm)	-	107	224	190	199
Average rent (Bt/Sqm/Mo)	n.a.	n.a.	165	168	172
Gross margin rent (%)	80	65	70	70	70
Gross margin sale (%)	n.a.	11	23	30	30
Corporate tax (%)	4	19	20	20	20

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin	80.4	19.6	26.8	36.2	38.0
Operating margin	94.4	22.8	28.1	38.0	40.1
EBITDA margin	244.2	23.1	29.5	41.7	45.2
EBIT margin	(2.5)	4.8	21.4	26.5	26.0
Net profit margin	183.6	9.8	19.3	25.4	26.2
ROE	62.7	10.9	36.8	34.3	32.1
ROA	1.9	3.2	13.9	13.5	12.6
D/E	4.0	1.9	1.5	1.6	1.5
Interest cover	(6.3)	(3.4)	(11.7)	(8.7)	(7.4)
Payout Ratio	-	5.3	15.9	40.0	40.0



ยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” WHA ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้:

- กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เติบโตเพิ่มมากขึ้นจากการขยายพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานอย่างรวดเร็วและการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น
- การขยายธุรกิจไปในต่างจังหวัด ได้แก่ ลำพูน ขอนแก่น และสุราษฎร์ธานี ซึ่งเป็นทำเลยุทธศาสตร์สำหรับภาคเหนือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคใต้ของประเทศไทย เพื่อให้บริการแก่ร้านค้าปลีกโมเดิร์นเทรด WHA ทำสัญญาระยะยาวสำหรับโครงการเหล่านี้ไปแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงขาลงจำกัด
- ผู้ได้ประโยชน์รายใหญ่จาก AEC การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 จะส่งผลทำให้มีความต้องการคลังสินค้าจำนวนมาก WHA จะขยายธุรกิจคลังสินค้าไปยังเมียนมาร์เพื่อตอบสนองความต้องการคลังสินค้าในพื้นที่นี้ WHA ทำสัญญาระยะยาวไปแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงขาลงจำกัด
- โอกาสจากธุรกิจใหม่ คือ สำนักงานให้เช่า และโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา
- WHA เทรดที่ระดับพรีเมียม เมื่อเทียบกับ TICON แต่เรามองว่าเป็นระดับที่เหมาะสม เพราะแนวโน้มการเติบโตของกำไร ROE และ ROA ของ WHA สูงกว่า TICON

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น

เราปรับราคาเป้าหมายของ WHA เพิ่มขึ้นเป็น 45 บาท/หุ้น (หลังรวมหุ้นปันผลที่ประกาศจ่ายในอัตรา 2 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล XD วันที่ 2 ก.ย.) เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และการเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 เราคำนวณราคาเป้าหมายด้วยวิธี sum-of-the-parts (SOTP) เหมือนเดิม โดยประเมินมูลค่าเงินลงทุนใน WHAPF ได้ที่ 2.3 บาท/หุ้น (รวมการเพิ่มทุนในไตรมาส 4/56 และปีหน้า) อิงกับราคาเป้าหมาย WHAPF ที่เราคำนวณได้ที่ 14 บาท/หน่วย และประเมินมูลค่าธุรกิจหลักได้ที่ 42.7 บาท/หุ้น โดยใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF)

เราปรับสมมติฐาน WACC ลดลงจาก 7.6% สู่ 7.1% เพราะปรับ cost of debt ลดลง จาก 6% สู่ 5.1% ในขณะที่สมมติฐาน cost of equity (COE) และ perpetual growth ของเรายังคงที่: 1) risk free rate (RFR) 4.5% 2) ค่า beta ที่ 1 เท่า 3) equity risk premium (ERP) 6.5% และ 4) perpetual growth 4% (เพิ่มขึ้นจาก 3%) เราอิงสมมติฐาน RFR ของเรากับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในอดีต สมมติฐาน ERP อิงกับผลตอบแทนของ SET ในอดีตลบด้วย RFR และสมมติฐาน terminal growth อิงกับอัตราเงินเฟ้อระยะยาวของประเทศไทย

ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของเรา คือ การก่อสร้างล่าช้า ยอดขายอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัว และเศรษฐกิจชะลอตัวทำให้การขยายธุรกิจชะลอตัว

Figure 1: Valuation

	Unit	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
FCF calculation						
EBIT	(Btmn)	1,106	1,462	1,769	2,116	2,509
Less: Adjusted tax	(Btmn)	(88)	(130)	(166)	(211)	(267)
Less: Dividend from WHAPF	(Btmn)	(114)	(175)	(249)	(321)	(393)
Add: Depreciation	(Btmn)	381	528	679	846	1,036
Less: Working capital requirement	(Btmn)	208	101	124	134	139
Less: CAPEX	(Btmn)	(6,129)	(5,533)	(5,698)	(6,228)	(6,974)
Add: Asset disposal	(Btmn)	5,353	5,555	6,038	6,803	7,767
Free cash flow (FCF)	(Btmn)	717	1,808	2,497	3,139	3,816
DCF calculation						
PV of forecasted FCF	(Btmn)	9,479	9,382			
Perpetual value	(Btmn)	34,471	36,650			
Core enterprise value	(Btmn)	43,950	46,032			
Less: Net debt	(Btmn)	(5,382)	(6,088)			
Core equity value	(Btmn)	38,569	39,944			
SOTP calculation						
Core business	(Btmn)	38,569	39,944			
Value of stake in WHAPF	(Btmn)	2,120	2,120			
Total equity value	(Btmn)	40,688	42,064			
Mid-2014 equity value	(Btmn)		41,376			
Mid-2014 equity value/shr-Pre XD	(Bt/Shr)		67			
Mid-2014 equity value/shr-Post XD	(Bt/Shr)		45			

Source: SCBS Investment Research



ปรับประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการกำไรของ WHA เพิ่มขึ้น 66.7% สู่ 1.4 พันล้านบาทในปี 2556 และ 79.9% สู่ 1.7 พันล้านบาทในปี 2557 เพื่อสะท้อนการรับรู้รายได้มากกว่าคาดโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานมากกว่าคาดและการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น

Figure 2: Earnings revision and assumptions

	Units	2013			2014		
		Previous	Current	% ch	Previous	Current	% ch
Warehouse revenue	Btmn	604	623	3.2	777	1,117	43.8
Office revenue	Btmn	0	0	n.a.	0	5	100.0
Property sales	Btmn	2,100	6,446	207.0	3,408	5,690	66.9
Net profit	Btmn	818	1,364	66.7	960	1,727	79.9
Assumptions							
Pre-lease	Sqm	300,000	500,000	66.7	300,000	300,000	n.a.
Leased area	Sqm	184,706	349,531	89.2	200,000	421,481	110.7
Property sales	Sqm	69,529	223,868	222.0	150,000	189,667	26.4
Rent - warehouse	Bt/Sqm/Mth	170	165	-2.9	173	168	-2.7
Rent - office	Bt/Sqm/Mth	n.a.	250	n.a.	n.a.	250	n.a.
Gross margin - warehouse	%	70	70	0.0	70	70	0.0
Gross margin - office	%	n.a.	60	n.a.	n.a.	60	n.a.
Gross margin - sales	%	43	26	-41.2	31	30	-1.3

Source: SCBS Investment Research

การเทรดที่ระดับพรีเมียมถือว่าเหมาะสม

ณ ราคาปิดล่าสุด WHA เทรดที่ PER 17-24.6 เท่า และ PBV 5-7.4 เท่าในปี 2556-2558 ซึ่งสูงกว่า TICON ซึ่งเทรดที่ PER 8.3-10.2 เท่า และ PBV 1.6-1.9 เท่าในช่วงเดียวกัน แต่เรามองว่าการเทรดที่ระดับพรีเมียมถือว่าเหมาะสมเพราะกำไรของ WHA มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นที่อัตราเติบโตเฉลี่ย 109.9% ต่อปีในระหว่างปี 2555-2558 อีกทั้ง ROE ก็อยู่ในระดับสูงที่ 34.4-36.8% และ ROA อยู่ที่ 13.5-13.9% ในปี 2556-2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ 100% ของ WHA ทำให้ผลตอบแทนสูงสุด

Figure 3: Earnings growth, ROE and ROA comparison

	Unit	WHA	TICON
Earnings growth - 3yr CAGR 2012-2015	%	109.9	15.6
Earnings growth - 2yr CAGR 2013-2015	%	29.2	11.2
ROE -2013	%	36.8	19.5
ROE -2014	%	34.4	20.0
ROA - 2013	%	13.9	7.3
ROA - 2014	%	13.5	6.9

Source: SCBS Investment Research

เติบโตอย่างโดดเด่น

ขยายพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานอย่างรวดเร็ว ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งมากขึ้นหลังทำ IPO ทำให้ WHA สามารถขยายธุรกิจได้อย่างรวดเร็ว ดังนั้นบริษัทจึงปรับเป้าหมายยอดขายเช่าพื้นที่ล่วงหน้า (pre-lease) ในปี 2556 เพิ่มขึ้นอีก 67% จากเป้าเดิมที่ 3 แสนตร.ม. สู่ 5 แสนตร.ม. แต่คาดว่าจะลด pre-lease จะปรับลดลงเหลือ 3 แสนตร.ม.ในปี 2557 เป้า pre-lease ดังกล่าวสูงกว่าประมาณการก่อนหน้านี้ของเราที่ ~ 2 แสนตร.ม./ปี อย่างมาก บริษัททำสัญญา pre-lease ใหม่ได้แล้ว 3.2 แสนตร.ม.ในงวดครึ่งแรกปี 56 หรือ 64% ของเป้าทั้งปีที่ปรับใหม่ บริษัทกำลังเจอจากกับลูกค้าหลายรายและมีโอกาสสูงที่จะเซ็นสัญญาปล่อยเช่าคลังสินค้าห้องเย็นกับบริษัทผลิตไอศกรีมรายใหญ่ ดังนั้นจึงมีแนวโน้มสูงที่ WHA จะทำยอดขาย pre-lease ได้ถึงเป้าทั้งปี และพื้นที่ปล่อยเช่ากับรายได้จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยใช้สมมติฐานยอดขาย pre-lease 50-60% ของทั้งหมดก่อสร้างเสร็จและปล่อยเช่าให้กับลูกค้าทุกปี

ขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น WHA จะจัดหาเงินทุนเพื่อใช้สนับสนุนแผนลงทุนจำนวนมากด้วยการขายอสังหาริมทรัพย์และกู้เงิน ซึ่งหมายความว่าไม่มีความเสี่ยงที่บริษัทจะเพิ่มทุนในอนาคตอันใกล้นี้ เราปรับประมาณการยอดขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็นสามเท่าสู่ 6.4 พันล้านบาทในปี 2556 และ 67% สู่ 5.7 พันล้านบาทในปี 2557

Figure 4: Pre-lease and leased area assumptions

	Unit	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-lease assumption					
Beginning pre-lease	Sqm	101,531	252,000	402,469	280,988
New pre-lease	Sqm	206,912	500,000	300,000	345,000
Completion	Sqm	163,670	349,531	421,481	375,593
Ending pre-lease (Backlog)	Sqm	252,000	402,469	280,988	250,395
Leased area assumption					
Beginning leased area	Sqm	n.a.	357,965	483,628	715,443
New leased area	Sqm	n.a.	349,531	421,481	375,593
Property sales	Sqm	-107,277	-223,868	-189,667	-199,064
Ending leased area	Sqm	357,965	483,628	715,443	891,971

Source: SCBS Investment Research

ขยายธุรกิจสู่ต่างจังหวัด

WHA เข้าซื้อที่ดินในจังหวัดลำพูน ขอนแก่น และสุราษฎร์ธานี ซึ่งเป็นทำเลยุทธศาสตร์สำหรับกระจายสินค้าในภาคเหนือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคใต้ของประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการแก่ร้านค้าปลีกโมเดิร์นเทรดซึ่งต้องการศูนย์กระจายสินค้าที่ตั้งอยู่ตามภาคต่างๆ เพิ่มมากขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกระจายสินค้า WHA ทำสัญญาระยะยาวสำหรับโครงการเหล่านี้ไปแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงขาลงจำกัด

นอกจากนี้ รัฐบาลก็ตั้งเป้าหมายระดับประเทศไทยเป็นศูนย์กลางโลจิสติกส์ของอาเซียนโดยใช้งบประมาณ 2 ล้านล้านบาทในการพัฒนาระบบขนส่งเพื่อลดต้นทุนโลจิสติกส์ของประเทศไทยซึ่งค่อนข้างสูงที่ 14.5% ในปี 2554 เทียบกับมาเลเซียที่อยู่ในระดับเพียง 13% และสิงคโปร์ที่ระดับ 8% ซึ่งจะทำให้เกิดศูนย์โลจิสติกส์ใหม่ๆ และเปิดโอกาสทางธุรกิจให้กับ WHA

Figure 5: WHA's current strategic locations



Source: WHA

ผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จาก AEC

การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 จะส่งผลทำให้ลูกค้าที่ต้องการขยายคลังสินค้าเพิ่มตามการเติบโตของธุรกิจ และมีความต้องการคลังสินค้าจากลูกค้าใหม่ ดังนั้นเพื่อตอบสนองความต้องการดังกล่าว WHA จึงเริ่มขยายธุรกิจคลังสินค้าไปยังเมียนมาร์ บริษัททำสัญญาระยะยาวไปเรียบร้อยแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงจำกัด

โอกาสจากธุรกิจใหม่

สำนักงานให้เช่า การมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับลูกค้าทำให้ WHA สามารถทำสัญญาระยะยาวเพื่อปล่อยเช่าพื้นที่อาคารสำนักงาน 6,000 ตร.ม. บนถนนบางนา-ตราด (ใกล้เมกะบางนา) กับ Hitachi การก่อสร้างสำนักงานดังกล่าวจะแล้วเสร็จภายในไตรมาส 3/57 เราคาดการณ์ส่วนแบ่งรายได้เพียง 5 ล้านบาทในปี 2557 แต่จะเพิ่มขึ้นเป็น 18 ล้านบาทในปี 2558 โดยคิดเป็นผลตอบแทนรวมประมาณ 16% บริษัทวางแผนขยายอาคารสำนักงานแห่งนี้ในอนาคต ซึ่งจะเพิ่ม upside ให้แก่ประมาณการของเรา

โครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา WHA จะเข้าร่วมโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาเพื่อผลิตไฟฟ้าให้กับ กฟผ. บริษัทคาดว่าจะทำสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะเวลา 25 ปี สำหรับกำลังการผลิตไฟฟ้า 30 เมกะวัตต์ จากทั้งหมด 100 เมกะวัตต์ในเฟสแรก WHA จะร่วมทุนกับ SPCG ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มุ่งเน้นการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์แสงอาทิตย์กับ GUNKUL ซึ่งเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ โดย WHA จะถือหุ้น 75% ในบริษัทร่วมทุน บริษัทร่วมทุนดังกล่าวจะยื่นข้อเสนอในวันที่ 2 ก.ย. และจะประกาศผลภายในวันที่ 23 ก.ย. การติดตั้งจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในสิ้นปีนี้

WHA จะได้รับประโยชน์ 2 ทาง คือ 1) กำไรจากการถือหุ้น 75% และ 2) รายได้ค่าเช่าพื้นที่หลังคา เมื่ออิงกับอัตราค่าไฟฟ้าที่ 6.16 บาท/KWh สำหรับกำลังการผลิต 30 เมกะวัตต์ เราคาดว่า WHA จะได้กำไรประมาณ 75 ล้านบาท/ปี หรือประมาณ 4.7% ของประมาณการกำไรปี 2557 ของเรา เราคำนวณ DCF ได้ที่ 1.2 พันล้านบาท หรือ 1.3 บาท/หุ้นหลัง XD เมื่อใช้สมมติฐานว่าบริษัทขายกำลังการผลิตไฟฟ้า 15 เมกะวัตต์ให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นสู่ ~355 ล้านบาทในปี 2557 โดยอิงกับผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.5% และ DCF จะเพิ่มขึ้นสู่ 1.5 พันล้านบาท หรือ 1.6 บาท/หุ้นหลัง XD

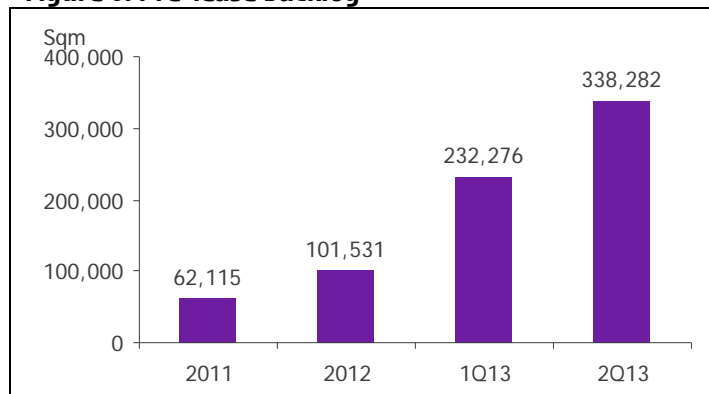
เรายังไม่ได้รวมเอารายการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการปัจจุบันของเรา โดยปล่อยให้มันเป็น upside

อภินิหารการดำเนินงาน

ผลการดำเนินงานงวดครึ่งแรกปี 56 อ่อนตัวลง เพราะความบิดเบือนทางบัญชี แม้มียอดขายอสังหาริมทรัพย์จำนวน 2 พันล้านบาท (69,500 ตร.ม.) แต่ WHA มีกำไรปกติในงบการเงินรวมต่ำเพียง 144 ล้านบาท ลดลง 16.8% YoY โดยมีสาเหตุมาจากความบิดเบือนทางบัญชีจากการที่ WHA บันทึกขาดทุนสุทธิ 72 ล้านบาทจากการขายอสังหาริมทรัพย์ในงบกำไรขาดทุนรวมเนื่องจากบริษัทต้องบันทึกราคาสินทรัพย์ตามราคาตลาดแม้ต้นทุนเข้าซื้อต่ำกว่ามาก (ค่าความนิยมเป็นบวก) อย่างไรก็ตาม บริษัทบันทึกกำไร 372 ล้านบาทในงบกำไรขาดทุนเฉพาะกิจการ บริษัทเปิดเผยว่าจะไม่มีการบิดเบือนทางบัญชีเช่นนี้เกิดขึ้นอีกในอนาคต

ปล่อยเช่าพื้นที่เต็มแล้ว WHA รายงานอัตราการเช่าพื้นที่ 100% อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการมุ่งเน้นทำสัญญาแบบ built-to-suit ด้วยอุปสงค์ที่มีมากกว่าอุปทานทำให้ยอด pre-lease ที่ลูกค้าจองไว้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 78,800 ตร.ม. ณ สิ้นปี 2555 สู่ 338,300 ตร.ม. ณ สิ้นไตรมาส 2/56 ซึ่งจะมีการเซ็นสัญญาในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

Figure 6: Pre-lease backlog

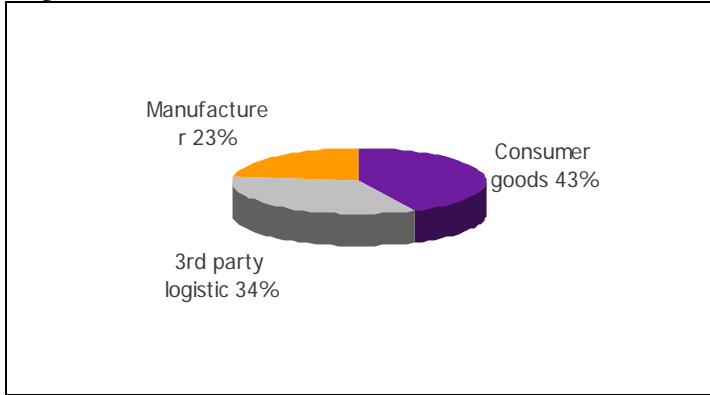


Source: WHA



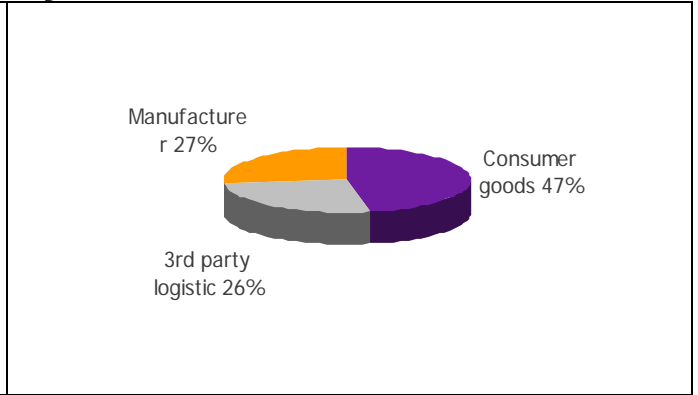
ฐานลูกค้าแข็งแกร่ง เนื่องจากต้นทุนโลจิสติกส์ยังคงเป็นปัจจัยความสำเร็จที่สำคัญของลูกค้าในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ดังนั้น WHA จึงมีฐานลูกค้าในอุตสาหกรรมนี้คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 47% ของพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานทั้งหมดในเดือน มิ.ย. 2556 เพิ่มขึ้นจาก 43% ในเดือน มิ.ย. 2555 สัดส่วนลูกค้าภาคการผลิตก็ปรับเพิ่มขึ้นจาก 23% สู่ 27%

Figure 7: WHA's client breakdown as of June 2012



Source: WHA

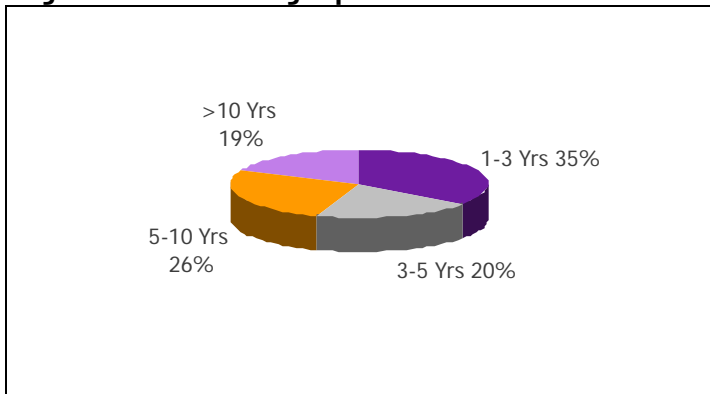
Figure 8: WHA's client breakdown as of June 2013



Source: WHA

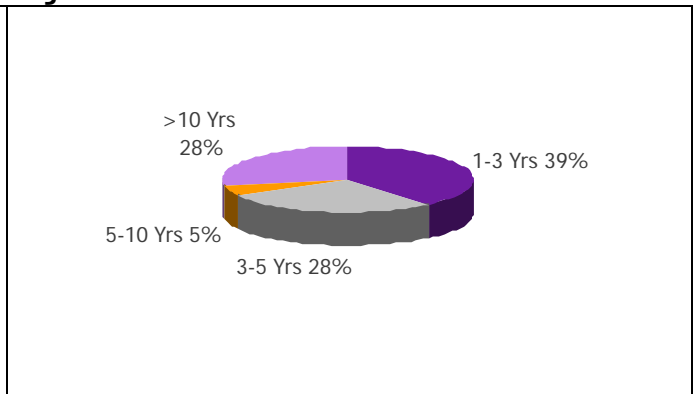
สัญญาเช่าระยะยาว สัญญาเช่าพื้นที่คลังสินค้าของ WHA มีสัดส่วนของสัญญาเช่าระยะยาวนานกว่า 10 ปีเพิ่มขึ้นจาก 19% สู่ 28% ของพื้นที่ทั้งหมด ซึ่งช่วยสนับสนุนให้บริษัทมีรายได้ที่แน่นอน และแม้ว่าสัญญาเช่าจะเป็นสัญญาเช่าระยะยาว แต่ค่าเช่าจะปรับขึ้นทุก ๆ 3 ปี

Figure 9: Contract length profile as of June 2012



Source: WHA

Figure 10: WHA's client breakdown as of June 2013



Source: WHA

การซื้อที่ดิน WHA เข้าซื้อที่ดินมากกว่า 400 ไร่ในงวดครั้งแรกปี 56 ทำให้ที่ดินสำหรับพัฒนาคลังสินค้าของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นอีก 1 ล้านตร.ม. ซึ่งจะใช้เวลาพัฒนาคลังสินค้าได้ในระยะเวลาเกือบ 3 ปี

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
★★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BMCL, BJS, CSL, DRI, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOI, PS, PSL, PTT, PTTCP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
★★★★☆	AMATA, AP, ASP, BEC, BH, BIGC, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GHPT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINY, OISHI, PM, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THEOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF
★★★☆☆	AEON'S, AH, BLA, CCEI, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJINA, SIRI, TPIPL
★★☆☆☆	AKV, BCH, BSH, CPBIF, NOK, NWR, POPF, QHPF, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPP
N/A	

Corporate Governance Report disclaimer
The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.