



## บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น\*

### ประกาศโครงการ Solar rooftop

ชื่อ				
อิฐพงษ์ แสงทับทิม	ราคาปัจจุบัน (บ.)	39.50		
กิ่งไผ่ คู่สกุลนิรันดร์				
66.2658.8888 Ext. 8840	ราคาเป้าหมาย (บ.)	43.00		
66.2658.8888 Ext. 8857				
itphongs@kgi.co.th	Upside (%)	8.9		
kingpaik@kgi.co.th				
Sales	Net income	EPS	P/E	
Bt mn	Bt mn	Bt/share	(x)	
2012	2,175	213	0.53	74.0
2013F	7,151	1,470	1.60	24.7
2014F	5,912	1,575	1.72	23.0
Dividend yield - 13F (%)				2.2
Price to book value - 13F (x)				8.8
Absolute performance (3,6, 12M) (%)				-31; -34.2; 97.5
Relative performance (3,6, 12M) (%)				-18.9; -22.5; 93.1

### สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- แนะนำให้ซื้อโดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 43.00 บาท
- คาดว่าโครงการ solar rooftop จะสร้าง NPV ให้กับหุ้น WHA 0.04 บาทต่อ MW
- มีแผนจะขายสินทรัพย์ในกับกองทุนฯ อย่างน้อย 4.4 พันล้านบาทในครึ่งหลังของปีนี้
- มีโครงการก่อสร้างที่ดินที่อยู่ระหว่างการพัฒนามถึง 698,000 ตารางเมตร

### ลงคำแนะนำซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 43 บาท

เมื่อวานนี้ WHA ได้ประกาศแผนการตั้งบริษัทลูกเพื่อทำโครงการ solar rooftop โดยเราประเมินว่าโครงการนี้จะสร้างมูลค่าให้กับหุ้นของ WHA ประมาณ 0.04 บาท/MW ซึ่งมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้นนี้จะขึ้นอยู่กับใบอนุญาตที่ WHA จะประมาณมาได้ ดังนั้น เราจึงยังไม่รวมมูลค่าที่จะเพิ่มขึ้นจากโครงการ solar rooftop เข้าไว้ในประมาณการของเรา แต่เราได้ทำการวิเคราะห์ scenario ต่างๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นเอาไว้ สำหรับในส่วนของแผนการขายสินทรัพย์นั้น ทาง WHA ประกาศว่าจะขายสินทรัพย์ให้กับกองทุนอสังหาริมทรัพย์ WHA Premium Factory and Warehouse (WHAPF.BK/WHAPF TB) ที่ราคารวมไม่ต่ำกว่า 4.4 พันล้านบาท ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ ในขณะที่การก่อสร้างโกดังสินค้าเพิ่มก็คลิบบหน้าไปตามแผน ดังนั้นเราจึงยังคงประมาณการทั้งรายได้และกำไรสำหรับปีนี้เอาไว้โดยคาดว่าจะทำสถิติใหม่ที่ 7.15 พันล้านบาท และ 1.47 พันล้านบาทตามลำดับ เราลงคำแนะนำซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ซึ่งปรับผลของการจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 2:1 แล้วที่ 43.00 บาท ทั้งนี้เรายังไม่ได้รวมมูลค่าของโครงการ solar rooftop เข้าไว้ในประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา

### ประกาศเข้าร่วมโครงการ Solar rooftop กับ GUNKUL และ SPCG

WHA ประกาศแผนการตั้งบริษัทลูก 16 แห่งในรูปของ joint ventures เพื่อดำเนินโครงการ solar rooftop โดย JV 6 แห่งจะตั้งร่วมกับ Gunkul Engineering (GUNK.BK/GUNKUL TB)\* และ JV อีก 10 แห่งจะตั้งร่วมกับ

SPCG (SPCG.BK/ SPCG TB)\* โดยใน JV แต่ละแห่งนั้น WHA จะถือหุ้น 75% ในขณะที่ GUNKUL และ SPCG จะถือหุ้น 25% ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าสูงสุดรวมที่เราคาดว่า WHA จะผลิตได้อยู่ที่ประมาณ 100 MW จากพื้นที่หลังคาโกดังสินค้าของบริษัทที่คาดว่าจะขยับเพิ่มขึ้นถึง 1 ล้านตารางเมตรภายในสิ้นปี 2557 แต่อย่างไรก็ตาม ปริมาณการผลิตจริงจะขึ้นอยู่กับจำนวนใบอนุญาตที่ WHA สามารถประมูลได้ซึ่งคาดว่าจะน่าจะได้ข้อสรุปภายในสิ้นเดือนนี้ โครงการนี้จะได้รับการสนับสนุนจาก Feed-in Tariff (FIT) ที่อัตรา 6.16 บาทต่อ KW จากการที่โครงการของ WHA ถูกจัดอยู่ในประเภทของโรงงานขนาดกลางถึงขนาดใหญ่ (ซึ่งผลิตไฟฟ้ามากกว่า 250 KW)

### การวิเคราะห์ Scenario ต่างๆ ของโครงการ solar rooftop

เราได้ทำการวิเคราะห์โครงการ solar rooftop โดยใช้สมมติฐานหลักดังต่อไปนี้

- เงินลงทุนรวมอยู่ที่ 65 ล้านบาทต่อ MW ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของการสร้าง solar farms ในประเทศไทยที่ 60 ล้านบาทต่อ MW เล็กน้อย
- คาดว่าสามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ 85% ของกำลังการผลิตติดตั้งและค่าเฉลี่ยของกระแสไฟฟ้าที่ผลิตได้คาดว่าจะอยู่ที่วันละ 4.9 ชั่วโมง
- คาดว่าต้นทุนการดำเนินงานจะอยู่ที่ประมาณ 0.6 ล้านบาทต่อ MW
- ตัดค่าเสื่อมราคา 25 ปีตามอายุของ solar cells ที่รับประกันโดยผู้ผลิต
- คาดว่าต้นทุนทางการเงินจะอยู่ที่ 5.00% โดยมีสัดส่วน D/E อยู่ที่ 3:1 และใช้เวลา 10 ปี ในการจ่ายคืนหนี้สิน
- โครงการนี้ใช้ WACC ที่ 5.88%

เราคาดว่าโครงการนี้จะสร้างรายได้และกำไรสุทธิเฉลี่ยปีละ 8.5 ล้านบาท และ 2.9 ล้านบาทต่อ MW โดยเราประเมิน NPV ของโครงการนี้แต่ละ MW จะเพิ่มมูลค่าให้กับหุ้นของ WHA หุ้นละ 0.04 บาท (คำนวณจากสัดส่วนที่ WHA ถือหุ้นในบริษัทลูกที่ 75%)

### ภาพที่ 1: มูลค่าที่เพิ่มขึ้นของหุ้น WHA ใน scenario ต่างๆ

	20 MW	25 MW	30 MW	35 MW
Revenue (Btmn)	170	213	256	298
Net profit (Btmn)	57	72	86	100
EPS (Bt)	0.06	0.08	0.09	0.11
<b>NPV per WHA share (Bt)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.92</b>	<b>1.10</b>	<b>1.29</b>

Source: KGI Securities (Thailand) estimates

### คาดว่าจะขายสินทรัพย์อย่างน้อย 4.4 พันล้านบาทในครึ่งหลังของปีนี้

รายได้จากการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุนฯ WHAPF เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้รายได้ของ WHA เพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดดในปี 2555 สำหรับในปี 2556 บริษัทได้ขายสินทรัพย์ให้กับกองทุนฯ ไปแล้ว 2 พันล้านบาท และประกาศว่าจะขายสินทรัพย์อีกอย่างน้อย 4.4 พันล้านบาทให้กับ WHAPF ในครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งแผนนี้เป็นไปตามประมาณการของเราอยู่แล้ว โดยเราคาดว่าบริษัทจะขายสินทรัพย์รวมประมาณ 6.5 พันล้านบาทให้กับกองทุนฯ ในปีนี้

### โครงการขายที่ดินคลังสินค้าเป็นไปตามแผน

โครงการขายที่ดินคลังสินค้าของบริษัทเป็นไปตามแผนที่วางไว้ ซึ่งตั้งเป้าที่จะขายพื้นที่คลังสินค้าทั้งหมดให้ได้มากกว่า 700,000 ตารางเมตรภายในสิ้นปีนี้ และมากกว่า 1 ล้านตารางเมตรภายในสิ้นปี 2557 โดยในปัจจุบัน WHA มีโครงการที่รอการพัฒนาในอนาคตอยู่ 11 โครงการ ซึ่งมีจำนวนพื้นที่รวม 698,000 ตารางเมตร โดยมีมูลค่าโครงการรวม 1.2-1.3 หมื่นล้านบาท ดังนั้นเราจึงคาดว่า WHA จะสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

### Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ ("ข้อมูล") ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ใด หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า