



**THAILAND**

**WHA TB Neutral**

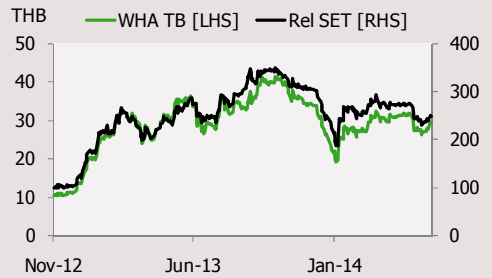
**Close Price\*04/06/2014 Bt29.50**

<b>12-month target</b>	<b>Bt</b>	<b>34.20</b>
<b>Upside/Downside</b>	<b>%</b>	<b>15.9</b>
<b>Valuation</b>		<b>RNAV</b>
<b>Sector</b>	<b>Property Development</b>	
<b>Market Cap</b>	<b>Btm</b>	<b>28,435</b>
<b>30-day avg turnover</b>	<b>Btm</b>	<b>83</b>
<b>No. of shares on issue</b>	<b>m</b>	<b>964</b>
<b>CG Scoring (2013)</b>		<b>N/A</b>

**Investment fundamentals**

Year end Dec31	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Company Financials</b>				
Net profit (Bt m)	1,465	1,230	1,305	1,326
Net EPS (Bt)	1.60	1.28	1.35	1.38
DPS (Bt)	0.71	0.51	0.54	0.55
BV/shr (Bt)	4.52	4.91	5.75	6.59
Net EPS growth (%)	281.5	-20.0	6.1	1.6
ROA (%)	15.14	10.15	9.19	8.08
ROE (%)	40.71	27.70	25.41	22.31
Net D/E (x)	1.04	1.22	1.26	1.27
<b>Valuation</b>				
PE (x)	18.50	23.06	21.79	21.44
PBV (x)	6.52	6.01	5.13	4.48
Dividend Yield (%)	2.43	1.75	1.85	1.88

**WHA TB rel SET performance**



Source: SET Smart  
 (all figures in THB unless noted)

**Analyst (s)**

Tareetip Wongsangpaiboon  
 Tareetip.w@kasikornsecurities.com

5 June 2014

Kasikorn Securities Public Company Limited

# WHA Corporation PLC

## ภาพรวมมั่นคงแต่มูลค่าไม่น่าตื่นเต้น

### Action and recommendation

▶ เราลดคำแนะนำ "ถือ" สำหรับ WHA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 34.20 บาท อิงวิธี RNAV บวกกับมูลค่าส่วนเพิ่มของพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้น แม้ว่าเราจะมองเป็นบวกต่อกลยุทธ์ของบริษัท ในการสร้างความสัมพันธ์ในระยะยาวกับลูกค้า ในมุมมองของเรามีมูลค่าปัจจุบันของบริษัทได้สะท้อนแผนธุรกิจที่แข็งแกร่งของบริษัทแล้ว เราจึงคงประมาณการการเติบโตกำไรของเราในปี 2557-59 ที่ -20.0%, +5.8% และ +1.6% ตามลำดับ โครงการที่มีแผนจะดำเนินงานก็ถูกรวมไว้ในประมาณการของบริษัทแล้ว ขณะที่การเจรจาเกี่ยวกับกองทุนเพื่อการร่วมลงทุนในอนาคตก็ยังคงอยู่ในขั้นเริ่มต้น

### Key investment points

- ▶ **แนวโน้มพื้นที่ให้เช่าใหม่เพิ่มขึ้น** ณ ไตรมาสที่ 1/57 WHA มีพื้นที่ให้เช่าแล้วทั้งหมดอยู่ที่ 336,800 ตร.ม. เพิ่มขึ้น 14% จากสิ้นปี 2556 ในไตรมาสที่ 1/57 พื้นที่ให้เช่าใหม่ของบริษัทที่ 45,698 ตร.ม. คิดเป็น 15.2% ของเป้าหมายทั้งปีของบริษัท แม้อัตราการเติบโตของพื้นที่ให้เช่าจะลดลงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในช่วงดังกล่าว อย่างไรก็ตามจากข้อมูลของผู้บริหารแนวโน้มไตรมาสที่ 2/57 นั้นดูดีขึ้น และน่าจะดีต่อเนื่องในไตรมาสที่ 3/57 ทำให้ WHA คงเป้าหมายพื้นที่ให้เช่าใหม่ที่ 300,000 ตร.ม. สำหรับปี 2557 แม้ในไตรมาสที่ 1/57 จะอยู่แค่เพียง 15.2% ของเป้าหมาย โดยปัจจัยผลักดันสำคัญที่จะทำให้ได้ตามเป้าหมายคือ: 1) การเข้าซื้อคลังสินค้าที่มีอยู่แล้วของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในพื้นที่ที่ได้รับความนิยมอย่าง แยกขนาน-ตราด ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 3/57; 2) เจาะตลาดกลุ่มที่มีโอกาสทางธุรกิจสูง อย่างธุรกิจการขายสินค้าผ่านอินเทอร์เน็ต; 3) นำเสนอคอนเซ็ปต์คลังสินค้ารวม ที่จะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานของลูกค้า
- ▶ **เป้าธุรกิจต่างประเทศ** การลงทุนนอกประเทศไทยครั้งแรกของ WHA จะเป็นคลังสินค้าให้เช่าแก่ผู้ผลิตสินค้าให้กับผู้บริโภคในอินโดนีเซียภายใต้การร่วมทุน ด้วยพื้นที่ให้เช่ารวม 30,000 ตร.ม. โครงการนี้จะเริ่มด้วยการเข้าซื้อคลังสินค้าที่มีอยู่แล้ว 15,000 ตร.ม. ซึ่งจะสามารถสร้างรายได้โดยทันที ตามด้วยการพัฒนาพื้นที่อีก 15,000 ตร.ม. ซึ่งจะดำเนินการโดย WHA รายการนี้คาดว่าจะสรุปได้ภายในไตรมาสที่ 3/57 ขณะเดียวกัน WHA ก็กำลังเจรจากับหุ้นส่วนเกี่ยวกับการลงทุนในมาเลเซียภายใต้แผนธุรกิจแบบเดียวกัน ซึ่งน่าจะได้ข้อสรุปในไตรมาสที่ 4/57 เราว่าจุดเด่นของ WHA ส่งผลให้บริษัทสามารถขยายธุรกิจไปยังประเทศในภูมิภาคได้ อย่างไรก็ตามในระยะสั้นเราไม่คาดว่าจะการขยายธุรกิจจะมีประโยชน์ต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากเราเชื่อว่าพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้นนี้โดยรวมในเป้าหมายปี 300,000 ตร.ม. แล้ว
- ▶ **การเจรจากับกองทุนยังอยู่ในขั้นเริ่มต้น** จากข้อมูลของผู้บริหาร WHA กำลังเจรจากับกองทุนการลงทุนระหว่างประเทศที่สนใจในธุรกิจคลังสินค้าให้เช่าในประเทศไทย ด้วยขนาดกองทุน 6.0 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 180 พันลบ. อย่างไรก็ตามการหารือดังกล่าวยังอยู่ในขั้นเริ่มต้น ดังนั้นผู้บริหารจึงไม่ได้ให้รายละเอียด หรือช่วงเวลาในการลงทุนออกมา เราคิดว่ากองทุนดังกล่าวสนใจที่จะถือหุ้นที่มีธุรกิจที่มีรายได้สม่ำเสมอและมีกระแสรายได้ที่แน่นอนในระยะยาวน่าจะขอรับการดำเนินงานของ WHA หากการตกลงนี้สำเร็จ เราเห็นว่าจะช่วยให้ WHA ลดความตึงตัวทางการเงินและเป็นแหล่งเงินทุนให้กับบริษัทได้ ปัจจุบันนี้แหล่งเงินทุนหลักสามแห่งของบริษัทได้แก่ เงินที่ได้จากการขายสินทรัพย์, เงินกู้ธนาคาร และหุ้นกู้ ณ ไตรมาสที่ 1/57 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ WHA อยู่ที่ 1.36 เท่า

### Price catalysts

- ▶ พื้นที่ให้เช่าที่สูงขึ้น และอัตรากำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ดีขึ้น



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Cashflow (Btmn)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Revenue	2,169	7,085	5,328	5,053	5,467	Net profit	7	1,453	1,230	1,305	1,326
Cost of sales and services	-1,743	-5,141	-3,636	-3,372	-3,538	Depreciation & amortization	105	137	236	268	294
<b>Gross Profit</b>	426	1,945	1,692	1,681	1,929	Change in working capital	-201	-1,377	271	-123	209
SG&A	-68	-132	-157	-122	-241	Others	0	0	0	0	0
Other income	45	84	128	268	230	<b>CF from operation activities</b>	-90	214	1,738	1,449	1,828
<b>EBIT</b>	402	1,896	1,663	1,827	1,918	Capital expenditure	-1,181	-645	-1,201	-1,713	-1,509
<b>EBITDA</b>	507	2,034	1,900	2,095	2,212	Investment in subs and affiliates	-217	42	13	0	0
Interest expense	-149	-183	-189	-247	-303	Others	-480	-1,150	-799	-311	-619
Equity earnings	0	0	0	0	0	<b>CF from investing activities</b>	-1,878	-1,753	-1,988	-2,024	-2,128
<b>EBT</b>	253	1,714	1,474	1,580	1,615	Cash dividends	0	-96	-700	-492	-522
Income tax	-40	-249	-241	-275	-289	Net proceeds from debt	2,936	981	1,217	1,202	1,315
<b>NPAT</b>	213	1,465	1,233	1,305	1,326	Capital raising	0	0	46	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	-15	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	213	1,465	1,233	1,305	1,326	<b>CF from financing activities</b>	2,920	884	563	710	793
Extraordinary items	0	-1	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	952	-659	313	687	432
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratio</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>Reported net profit</b>	213	1,463	1,233	1,305	1,326	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Reported EPS	0.42	1.59	1.28	1.35	1.38
Cash & equivalents	979	320	633	1,320	1,752	Core EPS	0.42	1.60	1.28	1.35	1.38
Accounts receivable	21	48	66	84	121	DPS	0.00	0.10	0.73	0.51	0.54
Inventories	0	0	0	0	0	BV	5.96	4.52	4.91	5.75	6.59
<b>Total current assets</b>	3,431	3,332	3,848	4,365	4,845	EV	39.80	37.01	38.28	39.54	41.17
Investment in subs & others	0	13	0	0	0	Free Cash Flow	-1.97	1.19	0.47	-0.35	0.28
Fixed assets-net	3,937	6,167	7,133	8,578	9,793	<b>Valuation analysis</b>					
<b>Total assets</b>	8,298	11,049	13,190	15,772	18,085	Reported P/E (X)	70.5	18.5	23.1	21.8	21.4
Short-term debt	990	290	804	192	2,978	Core P/E (X)	70.5	18.5	23.1	21.8	21.4
Accounts payable	645	1,123	727	674	708	P/BV (X)	4.9	6.5	6.0	5.1	4.5
<b>Total current liabilities</b>	2,386	2,530	2,878	2,090	4,923	EV / EBITDA (X)	40.1	16.7	20.3	19.3	18.9
Long-term debt	2,605	4,202	4,904	6,718	5,247	Price / Cashflow (X)	-15.0	24.8	66.8	-90.2	112.3
<b>Total liabilities</b>	5,256	6,895	8,460	9,677	11,248	Dividend yield (%)	0.00	0.36	2.46	1.73	1.84
Paid up capital	510	918	964	964	964	<b>Profitability ratio</b>					
Share premium	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	Gross margin (%)	19.63	27.45	31.75	33.26	35.29
Retained earnings	693	1,478	1,954	2,767	3,572	EBITDA margin (%)	22.90	28.37	34.84	39.37	38.83
Minority interests	0	0	0	0	0	EBIT margin (%)	18.17	26.45	30.47	34.34	33.67
<b>Total shareholders' equity</b>	3,042	4,154	4,730	5,543	6,347	Net profit margin (%)	9.64	20.41	22.60	24.53	23.28
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	8,298	11,049	13,190	15,220	17,596	Core ROA (%)	2.57	13.25	9.32	8.27	7.33
<b>Key Assumptions</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Core ROE (%)	7.01	35.23	26.07	23.54	20.90
Leased area, Year-end (Sq.m.)	256,912	294,218	483,718	620,318	770,318	<b>Liquidity ratio</b>					
New leased area (Sq.m.)	230,000	380,000	300,000	300,000	300,000	Current ratio (X)	1.44	1.32	1.65	2.03	0.97
Asset sales area (Sq.m.)	107,277	242,896	167,100	150,000	150,000	Quick ratio (X)	1.44	1.32	1.65	2.03	0.97
Asset sales value (Btmn)	1,809	6,585	4,595	4,125	4,125	<b>Leverage Ratio</b>					
Average rental rate (Bt./Sq.m.)	166.54	154.85	159.55	164.39	169.32	D/E ratio (X)	1.73	1.66	1.79	1.75	1.77
Revenue growth (%)	228.42	118.39	-28.50	-5.29	7.87	Net debt/EBITDA (X)	5.16	2.05	2.67	2.93	3.15
Gross margin (%)	19.63	27.45	31.75	33.26	35.29	Net debt/equity	0.86	1.00	1.07	1.11	1.10
SG&A to sales (%)	3.14	1.86	2.95	2.41	4.40	Int. coverage ratio (X)	2.69	10.37	8.81	7.39	6.34
						<b>Growth</b>					
						Revenue (%)	821.50	223.88	-23.89	-2.47	7.05
						EBITDA (%)	205.52	301.27	-6.60	10.31	5.58
						Reported net profit (%)	-47.40	586.13	-15.74	5.84	1.63
						Reported EPS (%)	-60.75	281.18	-19.76	5.84	1.63
						Core profit (%)	285.00	586.72	-15.82	5.84	1.63
						Core EPS (%)	187.32	281.51	-19.83	5.84	1.63

Source: WHA, KS estimate



## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

This document may refer to research or information obtained or derived from research prepared by Macquarie Securities (Thailand) Limited ("MSTL") and/or any entity within Macquarie Group ("Macquarie"). MSTL and/or Macquarie does not warrant nor guarantee the accuracy or completeness of its research materials. MSTL and/or Macquarie reserves copyright and other proprietary rights in the information reproduced in this document. Macquarie is under no obligation to inform KS if the views or information referred to or reproduced in this document are changed.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

*KS and MSTL have entered into an exclusive strategic alliance agreement to broaden and deepen the scope of services provided to each parties respective clients. The strategic alliance does not constitute a joint venture.*

## 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: CPF, IVL, KTB, PTTGC, QH, SCB, THCOM, TRUE, TUF, TTA, ADVANC, AOT, BTS, CK, CPALL, CPN, JAS, PTT, PTTEP, SCC, TMB, AAV, BANPU, BBL, INTUCH, CENTEL, GLOBAL, SAMART, STEC and TOP