



WHA Corporation

(WHA.BK/WHA TB)*

Outperform Maintained

Price as of 13 Aug 2014	35.75
12M target price (Bt/shr)	41.00
Unchanged / Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	14.69

Key messages

กำไรสุทธิของ WHA ในไตรมาสที่ 2/57 อยู่ที่ 28 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26.1% YoY แต่ลดลง 11.8% QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้นเป็นไปตามจำนวนพื้นที่ปล่อยเช่าที่เพิ่มขึ้น ข้อมูลโดยรวมที่ได้จากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้อยู่ในเชิงบวก ผู้บริหารยังคงยืนยันแนวโน้มที่แข็งแกร่งของทั้งกลุ่มธุรกิจและผลประกอบการของ WHA ผู้บริหารให้ภาพที่ชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับแผนการขายธุรกิจไปยังประเทศอินโดนีเซีย เรายังคงคำแนะนำซื้อ WHA โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 41.00 บาท

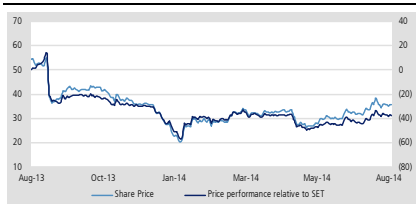
Trading data

Mkt cap (Bt bn/US\$mn)	34.5 / 1.1		
Outstanding shares (mn)	964		
Foreign ownership (mn)	114		
3M avg. daily trading (mn)	5		
52-week trading range (Bt)	20.3-55.0		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	30.0	25.4	-35.0
Relative	17.4	6.5	-38.5

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	0.36	0.02	0.02	0.04
2013	0.19	0.04	0.03	1.40
2014	0.03	0.03	N.A.	N.A.

Share price chart



Source: SET

การขยายธุรกิจเชิงกลยุทธ์เพื่อรองรับ AEC

Event

กำไรสุทธิของ WHA ในไตรมาสที่ 2/57 อยู่ที่ 28 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26.1% YoY แต่ลดลง 11.8% QoQ เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ และข้อมูลโดยรวมที่ได้อยู่ในเชิงบวก ผู้บริหารยังคงยืนยันแนวโน้มที่แข็งแกร่งของทั้งกลุ่มธุรกิจและผลประกอบการของ WHA

Impact

กำไรไตรมาสที่ 2/57 โตตามพื้นที่ปล่อยเช่า คงประมาณการกำไรสุทธิปีนี้

กำไรสุทธิของ WHA ในไตรมาสที่ 2/57 อยู่ที่ 28 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26.1% YoY แต่ลดลง 11.8% QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้นมาจากรายได้ที่สูงขึ้นตามจำนวนพื้นที่ปล่อยเช่าที่เพิ่มขึ้น 15.5% YoY เป็น 349,000 ตารางเมตร เราคาดว่ารายได้ที่สม่ำเสมอจากค่าเช่า ค่าบริหารจัดการ และเงินปันผลจากกองทุนอสังหาริมทรัพย์จะเติบโตต่อเนื่องตามการขยายพื้นที่ปล่อยเช่าของบริษัท ยิ่งไปกว่านั้น WHA ยังคาดว่าจะบันทึกกำไรพิเศษก่อนใหญ่จากการขายสินทรัพย์เข้ากองทุนเพิ่มอีกในไตรมาสที่ 4/56 เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2557 เอาไว้ที่ 1.48 พันล้านบาท

พื้นที่ใหม่ในเขตกรุงเทพได้สำหรับสร้างโกดังสินค้าห้องเย็น

WHA มีแผนขยายธุรกิจเข้าสู่พื้นที่ใหม่ในคอนโดมิเนียมของกรุงเทพ (สมุทรสาคร) ซึ่งเหมาะสำหรับการเป็นศูนย์กลางการขนส่งของโกดังสินค้าห้องเย็น โดยบริษัทมีพื้นที่ในเขตกรุงเทพได้อยู่ 58 ไร่ หรือคิดเป็นพื้นที่โกดังสินค้าประมาณ 60,000 ตารางเมตร เรามองว่าการขยายธุรกิจเข้าสู่พื้นที่ใหม่นี้เป็นกลยุทธ์ที่ดีของ WHA ในการขยายธุรกิจไปครอบคลุมทำเลใหม่ๆ ซึ่งจะช่วยให้ลูกค้ารายใหม่ๆ และตอบสนองความต้องการของลูกค้าปัจจุบันที่ต้องการใช้บริการโกดังสินค้าในพื้นที่ใหม่นี้ โกดังสินค้าประเภทห้องเย็นนี้จะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับโครงการเนื่องจากอัตราค่าเช่าพื้นที่จะสูงกว่าโกดังสินค้าปกติ

มีแผนที่ชัดเจนในการขยายธุรกิจไปยังประเทศอินโดนีเซีย

ผู้บริหารได้ให้รายละเอียดที่ชัดเจนขึ้นเกี่ยวกับกลยุทธ์การขยายธุรกิจเพื่อรองรับ AEC ว่าจะขยายไปยังตลาดอินโดนีเซีย โดยจะเป็นโครงการที่มีขนาดประมาณ 30,000 ตารางเมตร โดยจะเป็นการให้บริการในลักษณะ sales-and-leaseback ซึ่งจะมีทั้งโรงงานที่สร้างเสร็จแล้วที่ลูกค้าของบริษัทเป็นเจ้าของประมาณ 20,000 ตารางเมตร และ โกดังสินค้าที่ WHA กำลังก่อสร้างอีกประมาณ 10,000 ตารางเมตร

Valuation & Action

จากแนวโน้มที่สดใสต่อเนื่อง และความชัดเจนของแผนการขายธุรกิจไปยังพื้นที่ใหม่ทั้งในประเทศและต่างประเทศ เรายังคงคำแนะนำซื้อ WHA โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 41.00 บาท

Risks

ความล่าช้าของโครงการและการเติบโตที่ชะลอลงกว่าที่คาดของการลงทุนภาคเอกชน

Key financials and valuations

	2011	2012	2013	2014F	2015F
Revenue (Btm n)	221	2,169	7,085	5,350	6,104
Gross Profit (Btm n)	178	426	1,945	2,047	2,337
EBIT (Btm n)	166	402	1,896	2,136	2,496
Net Profit (Btm n)	405	212	1,463	1,478	1,713
EPS (Bt)	2.2	0.5	1.6	1.5	1.8
DPS (Bt)	0.0	0.0	1.1	1.1	1.2
EPS Growth (%)	379.4	(75.8)	200.0	(3.8)	15.9
P/E (X)	16.3	67.3	22.4	23.3	20.1
P/B (X)	6.4	4.9	7.9	6.8	6.0
EV/EBITDA (X)	13.0	74.3	19.1	18.0	16.2
Net Debt to Equity (%)	295.5	110.4	104.5	170.4	198.4
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	3.2	3.0	3.5
Return on Average Equity (%)	62.7	10.8	41.6	31.9	31.5

Source: Company data; KGI Research

Kingpai Koosakulnirund
66.2658.8888 Ext.8857
kingpaik@kgi.co.th

See last page for the important disclosures

Figure 1: 2Q14 earnings summary

Bt mn	2Q14	2Q13	YoY (%)	1Q14	QoQ (%)	Comment
Sales and services	121	107	14.0	116	4.7	Increase with growth in leasable area
Cost of sales	37	34	7.0	37	(1.3)	
Gross profit	85	72	17.2	79	7.5	
SG&A	34	31	12.1	28	22.7	
Other operating income	31	19	64.4	33	(4.9)	
Operating profit	82	61	34.6	84	(2.4)	
EBITDA	113	98	15.0	113	0.0	
Interest expenses	50	36	40.6	48	5.0	Increase with bond issuance
Corporate income tax	1	3	(53.5)	1	(10.5)	
Net profit	28	22	26.1	32	(11.8)	Increase with revenue
EPS (Bt)	0.03	0.04	(25.0)	0.03	0.0	
Percent	2Q14	2Q13	YoY (ppts)	1Q14	QoQ (ppts)	
Gross margin	69.8	67.8	2.0	67.9	1.8	Slightly higher as a result of discontinuing depreciation of projects to be sold
SG&A to sales	28.2	28.7	(0.5)	24.0	4.1	
Operating margin	67.2	56.9	10.3	72.1	(4.9)	
EBITDA margin	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	
Net margin	23.1	20.8	2.2	27.4	(4.3)	

Source: KGI Research

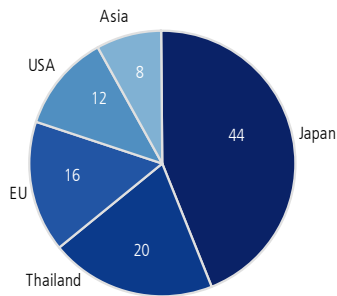
Figure 2: Company overview

WHA Corporation (WHA) develops and rents out warehouses, distribution centers, factories and office buildings. Projects consist of the customized requirements project (Built-to-Suit) and high standard project (General Warehouse). Furthermore, WHA has a policy to sell assets to the property fund and REIT continuously. WHA has also been appointed to be the property manager for the property fund and REIT.

Source: Company data; KGI Research

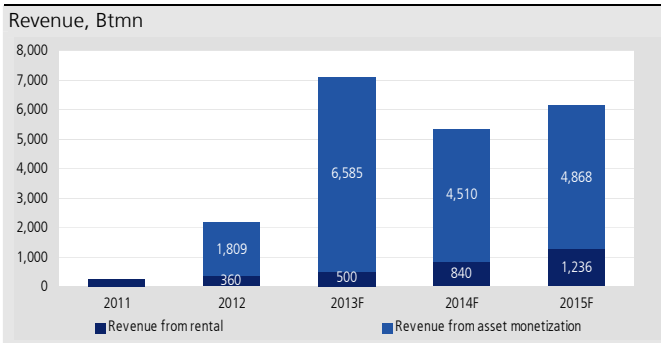
Figure 4: Customer breakdown by region

Customer breakdown (as of June 30, 2014), percent



Source: Company data; KGI Research

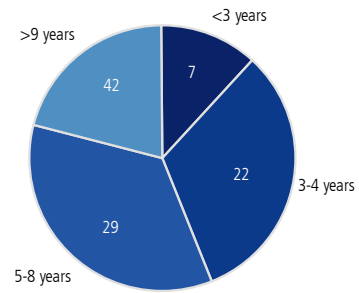
Figure 6: Revenue



Source: Company data; KGI Research

Figure 3: Rental contract term breakdown

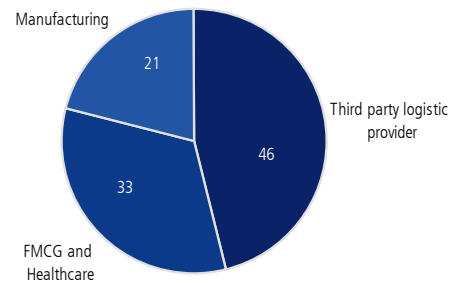
Rental contract term breakdown (as of June 30, 2014), percent



Source: Company data; KGI Research

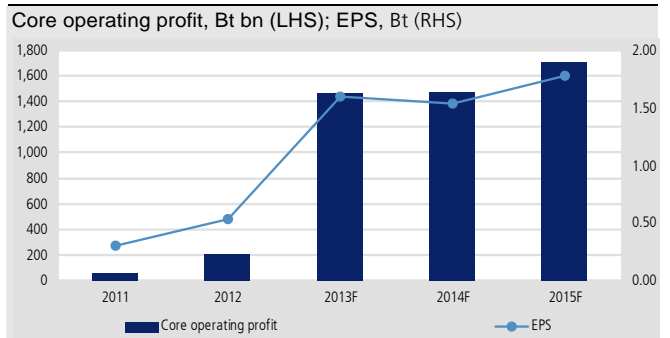
Figure 5: Customer breakdown by industry

Customer breakdown (as of June 30, 2014), percent



Source: Company data; KGI Research

Figure 7: Operating profit and EPS



Source: Company data; KGI Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-12A	Jun-12A	Sep12A	Dec12A	Mar-13A	Jun-13A	Sep13A	Dec13A	Mar-14A	Jun-14A
Sales	1,894	72	84	118	2,143	107	140	4,696	116	121
Cost of Goods Sold	1,642	33	27	42	1,962	34	45	3,099	37	37
Gross Profit	253	40	56	77	180	72	95	1,597	79	85
Other Operating Income	6	12	12	15	22	19	18	25	33	31
Operating Expenses	20	12	14	23	21	31	34	47	28	34
Operating EBIT	239	40	54	69	181	61	79	1,575	84	82
Depreciation and Amortisation	32	23	20	29	20	38	34	46	29	32
Operating EBITDA	270	64	75	98	201	98	113	1,622	113	113
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	36	29	36	48	37	36	47	63	48	50
Interest Expenses	36	29	36	48	37	36	47	63	48	50
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0	0	(1)	(3)	(2)
Pretax Income	203	11	18	21	145	25	32	1,511	33	29
Current Taxation	37	4	3	(4)	23	3	2	221	1	1
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	166	7	15	24	122	22	30	1,290	32	28
EPS (Bt)	0.36	0.02	0.02	0.04	0.19	0.04	0.03	1.40	0.03	0.03
Margins										
Gross profit margin	13.3%	55.0%	67.3%	65.0%	8.4%	67.8%	68.0%	34.0%	67.9%	69.8%
Operating EBIT margin	12.6%	55.8%	65.0%	58.1%	8.5%	56.9%	56.6%	33.5%	72.1%	67.2%
Operating EBITDA margin	14.3%	88.1%	89.0%	82.9%	9.4%	92.3%	80.7%	34.5%	97.5%	93.2%
Net profit margin	8.8%	9.9%	17.7%	20.5%	5.7%	20.8%	21.3%	27.5%	27.4%	23.1%
Growth										
Revenue growth	N.A	N.A	N.A	N.A	13.1%	47.0%	67.1%	3865.7%	-94.6%	14.0%
Operating EBIT growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-24.0%	50.1%	45.6%	2188.5%	-53.9%	34.6%
Operating EBITDA growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-25.6%	54.0%	51.5%	1551.0%	-43.8%	15.0%
Net profit growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-26.6%	210.3%	101.4%	5209.9%	-74.0%	26.1%

Source: Company data; KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Total Assets	5,188	8,298	11,049	15,664	19,276
Current Assets	100	1,569	1,107	516	571
Cash & ST Investments	29	1,095	983	300	329
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	10	21	48	55	80
Others	60	453	75	162	162
Non-current Assets	5,088	6,729	9,942	15,148	18,705
LT Investments	177	653	1,400	2,018	2,591
Net fixed Assets	4,862	5,989	8,500	13,088	16,072
Others	49	86	42	42	42
Total Liabilities	4,148	5,410	6,895	10,560	13,494
Current Liabilities	2,571	2,386	2,530	2,194	3,697
Accounts Payable	749	645	1,123	1,179	1,238
ST Borrowings	1,761	1,679	1,122	797	2,170
Others	62	62	285	218	288
Long-term Liabilities	1,577	3,025	4,365	8,366	9,797
Long-term Debts	1,340	2,605	4,202	8,202	9,632
Others	237	419	164	164	165
Shareholders' Equity	1,040	2,887	4,154	5,104	5,783
Common Stock	381	510	918	964	964
Capital Surplus	173	1,722	1,722	1,722	1,722
Retained Earnings	486	655	1,514	2,419	3,097
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2011	2012	2013	2014F	2015F
Growth					
Sales	412.8%	881.7%	226.7%	-24.5%	14.1%
OP	4325.5%	142.5%	371.4%	12.6%	16.8%
EBITDA	5004.7%	164.9%	301.3%	17.7%	18.3%
NP	421.7%	-47.6%	589.0%	1.0%	15.9%
EPS	379.4%	-75.8%	200.0%	-3.8%	15.9%
Profitability					
Gross Margin	80.4%	19.6%	27.4%	38.3%	38.3%
Operating Margin	75.1%	18.5%	26.8%	39.9%	40.9%
EBITDA Margin	86.6%	23.4%	28.7%	44.7%	46.4%
Net Profit Margin	183.5%	9.8%	20.7%	27.6%	28.1%
ROAA	13.7%	3.2%	15.1%	11.1%	9.8%
ROAE	62.7%	10.8%	41.6%	31.9%	31.5%
Stability					
Gross Debt/Equity	298.3%	148.4%	128.2%	176.3%	204.1%
Net Debt/Equity	295.5%	110.4%	104.5%	170.4%	198.4%
Interest Coverage (x)	1.9	2.7	10.4	7.4	7.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.2	1.5	2.0	1.0
Cash Flow Interest Coverage (x)	(36.9)	(11.2)	(5.8)	(12.9)	(4.9)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	(1.7)	(0.9)	(0.8)	(3.4)	(0.7)
Current Ratio (x)	0.0	0.7	0.4	0.2	0.2
Quick Ratio (x)	0.0	0.7	0.4	0.2	0.2
Net Debt (Bt mn)	3,071	3,189	4,340	8,699	11,472.8
Per Share Data					
EPS (Bt)	2.2	0.5	1.6	1.5	1.8
CFPS (Bt)	(17.1)	(4.2)	(1.1)	(3.8)	(1.8)
BVPS (Bt)	5.6	7.2	4.5	5.3	6.0
SPS (Bt)	1.2	5.4	7.7	5.5	6.3
EBITDA/Share (Bt)	1.0	1.3	2.2	2.5	2.9
DPS (Bt)	0.0	0.0	1.1	1.1	1.2
Activity					
Asset Turnover	0.0	0.3	0.6	0.3	0.3
Days Receivables	17.0	3.5	2.5	3.7	4.8
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	6,318.7	135.1	79.7	130.4	120.0
Cash Cycle	(6,301.7)	(131.7)	(77.3)	(126.6)	(115.2)

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Sales	221	2,169	7,085	5,350	6,104
Cost of Goods Sold	43	1,743	5,141	3,302	3,768
Gross Profit	178	426	1,945	2,047	2,337
Other Operating Income	19	45	84	227	304
Operating Expenses	31	68	132	138	145
Operating EBIT	166	402	1,896	2,136	2,496
Depreciation and Amortisation	25	105	137	258	336
Operating EBITDA	191	507	2,034	2,394	2,832
Non-Operating Income	350	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	350	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	86	149	183	288	354
Interest Expenses	86	149	183	288	354
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	0	0	(1)	0	0
Pretax Income	430	253	1,712	1,848	2,142
Current Taxation	3	41	249	370	428
Minorities	22	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	405	212	1,463	1,478	1,713
EPS (Bt)	2.19	0.53	1.59	1.53	1.78

Source: KGI Research

Cash Flow

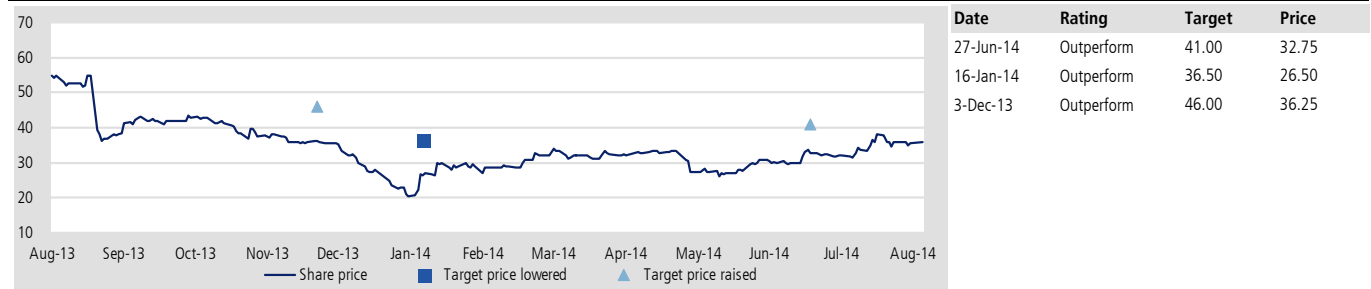
Year to 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Operating Cash Flow	1,220	(44)	2,440	1,633	2,154
Net Profit	405	212	1,463	1,478	1,713
Depreciation & Amortization	25	105	137	258	336
Change in Working Capital	789	(361)	839	(103)	105
Others	0	0	0	0	0
Investment Cash Flow	(4,381)	(1,621)	(3,495)	(5,340)	(3,893)
Net CAPEX	(4,381)	(1,232)	(2,648)	(4,847)	(3,320)
Change in LT Investment	(0)	(389)	(848)	(493)	(574)
Change in Other Assets	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(3,161)	(1,665)	(1,055)	(3,707)	(1,739)
Financing Cash Flow	3,161	2,731	943	3,023	1,768
Change in Share Capital	383	1,678	408	46	0
Net Change in Debt	2,778	1,183	1,040	3,675	2,803
Change in Other LT Liab.	0	(130)	(504)	(698)	(1,035)
Net Cash Flow	0	1,066	(112)	(683)	29

Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1 - $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
2011	8.1%	11.5%	14.1%	66.4%
2012	75.5%	4.8%	3.1%	16.5%
2013	70.6%	1.9%	1.9%	25.6%
2014F	56.9%	4.8%	2.6%	35.7%
2015F	56.2%	5.5%	2.4%	35.9%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
2011	-3.1	22.0	0.2	0.1
2012	-0.1	2.8	0.0	0.4
2013	-0.1	1.2	0.0	0.9
2014F	-0.2	2.4	0.0	0.4
2015F	-0.2	2.6	0.0	0.4
Year	Operating Margin	x $\frac{\text{Capital Turnover}}{\text{Revenue}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{Revenue}}$	= After-tax Return on Inv. Capital
2011	66.4%	0.1	99.4%	3.4%
2012	16.5%	0.4	84.3%	5.1%
2013	25.6%	0.9	85.5%	20.5%
2014F	35.7%	0.4	80.0%	12.6%
2015F	35.9%	0.4	80.0%	11.6%

Source: KGI Research

WHA Corporation – Recommendation & target price history


Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909, Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.