

# WHA Corporation

(WHA.BK/WHA TB)\*

## Outperform-Maintained

Price as of 17 Nov 2014	39.25
12M target price (Bt/shr)	45.00
Unchanged / Revised up (down) (%)	9.8
Upside/downside (%)	14.7

### Key messages

WHA ประกาศแผนการเข้าซื้อกิจการ Hemraj Land and Development (HEMRAJ\*) การเข้าซื้อ HEMRAJ จะทำให้ WHA สามารถได้ value chain ขึ้นไปครอบคลุมธุรกิจด้านน้ำด้วยการให้บริการ one-stop-service กับลูกค้าที่ต้องการจะซื้อที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมและที่ต้องการได้รับบริการก่อสร้างโรงงานหรือโกดังสินค้า นอกจากนี้ เรายังคาดว่า WHA จะมีสัดส่วนของรายได้ประจำมากขึ้น เนื่องจาก HEMRAJ มีรายได้ประจำจากค่าน้ำ ค่าไฟ และค่าเช่า ในขณะที่ธุรกิจของ WHA ก็มีความหลากหลายมากขึ้นในแง่ของทำเลที่ตั้งและประเภทอุตสาหกรรม เรายังคงแนะนำให้ซื้อ โดยขยับไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่สำหรับปี 2558 ที่ 45.00 บาท

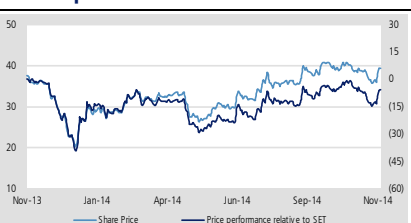
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$mn)	37.8/1.2		
Outstanding shares (mn)	964		
Foreign ownership (mn)	111		
3M avg. daily trading (mn)	2.8		
52-week trading range (Bt)	20.3 – 40.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	10.6	45.4	4.7
Relative	8.8	30.1	-5.0

### 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	0.01	N.A.

### Share price chart



Source: SET

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

See last page for the important disclosures

## ประกาศแผนการเข้าซื้อ HEMRAJ

### Event

เมื่อวานนี้เราได้เข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์หลังจากที่ WHA ประกาศแผนที่จะเข้าซื้อ Hemraj Land and Development (HEMRAJ\*) โดยผ่านการทำเทคนเดอร์แบบมีเงื่อนไข ซึ่ง WHA กำหนดราคาเทคนเดอร์เอาไว้ที่ 4.5 บาท/หุ้น โดยคาดว่าจะใช้เงินจากการเพิ่มทุน 8.8 พันล้านบาทและการกู้ยืมจากธนาคาร

### Impact

#### ได้ value chain ขึ้นไปครอบคลุมธุรกิจด้านน้ำ

การเข้าซื้อ HEMRAJ จะทำให้ WHA สามารถได้ value chain ขึ้นไปครอบคลุมธุรกิจด้านน้ำด้วยการให้บริการ one-stop-service กับลูกค้าที่ต้องการจะซื้อที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมและที่ต้องการได้รับบริการก่อสร้างโรงงานหรือโกดังสินค้า และยังช่วยให้ WHA มีที่ดินสำหรับการพัฒนาโครงการในอนาคตได้ด้วย

#### มีเสถียรภาพมากขึ้นและมีกำไรกระจายตัวมากขึ้นด้วย

การรวมรายได้ของ HEMRAJ เข้ามาไว้ในบัญชีของ WHA จะช่วยเพิ่มสัดส่วนของรายได้ประจำ เนื่องจาก HEMRAJ มีรายได้ประจำจากค่าน้ำ ค่าไฟ และค่าเช่า ในขณะที่ธุรกิจของ WHA ก็มีความหลากหลายมากขึ้นในแง่ของทำเลที่ตั้งและประเภทอุตสาหกรรม จากปัจจุบันที่ธุรกิจของ WHA ส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในพื้นที่แถวบางนาเป็นหลัก การที่บริษัทสามารถเข้าถึงนิคมอุตสาหกรรมได้ถือเป็นข้อได้เปรียบที่แข็งแกร่งทั้งในแง่ของทำเลและการกระจายกลุ่มลูกค้า ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่าลูกค้าส่วนใหญ่ของ HEMRAJ อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งต่างจากกลุ่มลูกค้าของ WHA ซึ่งอยู่ในธุรกิจขนส่ง FMCG และอุตสาหกรรมการผลิต

### Valuation & Action

เรายังคงแนะนำให้ซื้อ โดยขยับไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่สำหรับปี 2558 ที่ 45.00 บาท (คำนวณโดยวิธี DCF ใช้ WACC ที่ 8.0% และ TV growth rate ที่ 2.5%) เรายังไม่ได้รวมผลของการเข้าซื้อ HEMRAJ เข้ามาไว้ในประมาณการของเราเนื่องจากยังมีรายละเอียดอีกมากที่ยังไม่แน่ ในขณะที่แผนธุรกิจหลังการเข้ารวมกิจการก็ยังไม่ชัดเจน

### Risks

ความเสี่ยงได้แก่ความล่าช้าของโครงการ อัตราการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชนที่ชะลอตัวกว่าที่คาด และความไม่แน่นอนของผลการเข้าซื้อ HEMRAJ

### Key financials and valuations

	2011	2012	2013	2014F	2015F
Revenue (Btmn)	221	2,169	7,085	5,341	6,104
Gross Profit (Btmn)	178	426	1,945	1,960	2,337
EBIT (Btmn)	166	402	1,896	2,050	2,499
Net Profit (Btmn)	405	212	1,463	1,410	1,716
EPS (Bt)	2.2	0.5	1.6	1.5	1.8
DPS (Bt)	0.0	0.0	1.1	1.0	1.2
EPS Growth (%)	379.4	(75.8)	200.0	(8.2)	21.7
P/E (X)	17.9	73.9	24.6	26.8	22.0
P/B (X)	7.0	5.4	8.7	7.5	6.6
EV/EBITDA (X)	13.0	74.3	19.1	18.7	16.2
Net Debt to Equity (%)	295.5	110.4	104.5	172.1	197.3
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	2.9	2.6	3.2
Return on Average Equity (%)	62.7	10.8	41.6	30.7	31.8

Source: KGI Research

#### ภาพรวมของ HEMRAJ

HEMRAJ มีนิคมอุตสาหกรรม 8 แห่งได้แก่ ระยอง (5) ชลบุรี (2) และสระบุรี (1) โดยมีพื้นที่รวม 42,000 ไร่ โดยมีลูกค้านำเข้า 628 ราย และมีสัญญาเช่าที่ดินหรือโรงงานรวม 953 สัญญา นอกจากนี้ HEMRAJ ยังให้บริการน้ำดิบ น้ำผ่านกระบวนการทำให้ใส และบริการบำบัดน้ำเสียให้กับลูกค้าในนิคม โดยมีกำลังการผลิต 279,000 ลูกบาศก์เมตร/วัน และยังมีโรงงานสำเร็จรูปและโกดังสินค้าให้เช่า โดยมีพื้นที่พร้อมเช่ารวม 550,000 ตารางเมตร ยิ่งไปกว่านั้น บริษัทยังมีโรงไฟฟ้าอีก 5 โรง ซึ่งมีกำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนการถือหุ้น 570 MW และยังมีที่ดินอีก 253 ไร่ที่เกาะล้าน และยังเป็นเจ้าของอาคารสำนักงาน UM office tower (ซึ่งมีพื้นที่รวม 36,500 ตารางเมตร)

#### สรุปสาระสำคัญของ MoU ระหว่าง WHA และ HEMRAJ

โครงสร้างของการเข้าซื้อกิจการจะอยู่ในรูปของการทำเทคนเดอร์แบบมีเงื่อนไข (VTO) โดย WHA จะต้องสามารถซื้อหุ้นได้ไม่น้อยกว่า 50% ของจำนวนหุ้นที่มีการออกมาแล้วทั้งหมดของ HEMRAJ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งรวมถึงผู้ร่วมก่อตั้ง HEMRAJ ทุกรายตกลงที่จะขายหุ้นที่ถืออยู่ 22.5% ของหุ้น HEMRAJ ให้กับ WHA ส่วนที่เหลือจะเป็นการซื้อโดยผ่านการทำเทคนเดอร์จากนักลงทุนในตลาดที่ราคา 4.50 บาทต่อหุ้น โดยจะใช้เงินจากการเพิ่มทุน (ขายหุ้นใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นเดิม) ไม่เกิน 8.8 พันล้านบาทและที่เหลือจะมาจากกำไรสุทธิ

#### Target transaction dates

- สัญญาการซื้อขายหุ้นเริ่มมีผล (SPA) – 31 ธันวาคม 2557
- จัดประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น (EGM) – 15 กุมภาพันธ์ 2558
- เพิ่มทุนเสร็จ – 28 กุมภาพันธ์ 2558
- ปิดดีล/ชำระราคา – 31 มีนาคม 2558

#### เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนจะพอซื้อ HEMRAJ หรือไม่?

เราได้ทำการทดสอบ scenario ต่างๆ ของสัดส่วนหุ้น HEMRAJ ที่ซื้อได้ ว่า WHA จะมีเงินทุนเพียงพอที่จะเข้าซื้อกิจการของ HEMRAJ โดยที่ยังรักษาระดับหนี้สินต่อทุนเอาไว้ในระดับที่ยอมรับได้อยู่หรือไม่ (ดูภาพที่ 1) และพบว่า WHA จะยังสามารถรักษาระดับหนี้สินต่อทุนเอาไว้ไม่ให้เกิน 2.5x ได้ ถ้าหากซื้อหุ้น HEMRAJ ไม่เกิน 70% ซึ่งเราเห็นว่าจำนวนหุ้นที่ซื้อได้ไม่น่าเกินกว่าระดับนี้ เพราะราคาเทคนเดอร์ที่กำหนดไม่ได้ให้ premium สูงมากนัก แต่อย่างไรก็ตาม ถ้าหากสัดส่วนหุ้น HEMRAJ ที่ WHA ซื้อได้สูงเกินกว่า 70% และทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงเกินไป เราก็มองเห็นความเป็นไปได้ที่ WHA อาจขายสินทรัพย์บางรายการของ HEMRAJ เพื่อให้มีเงินสดเข้ามา ส่วนการระดมเม็ดเงินนั้นเราคิดว่าน่าจะสอดคล้องกับเงินปันผลที่บริษัทจะได้รับจาก HEMRAJ

**Figure 1: Scenario on source of fund and gearing ratio of each proportion of acquisition**

Proportion of acquisition	51%	60%	70%	80%	90%	100%
Tender price (Bt)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Number of HEMRAJ shares	9,705	9,705	9,705	9,705	9,705	9,705

**Source of fund (Bt bn)**

Capital need	22.3	26.2	30.6	34.9	39.3	43.7
Equity capital	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
Bank loan	13.5	17.4	21.8	26.1	30.5	34.9

**WHA's Balance Sheet (Bt bn) - ended FY14 before raising equity and debt**

Assets	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
- cash	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
- non-monetary assets	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Liabilities	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
Equity	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Gross D/E	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Net D/E	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

**WHA's Balance Sheet (Bt bn) - ended FY14 after raising equity and debt**

Assets	37.8	41.7	46.1	50.4	54.8	59.2
- cash	22.8	26.7	31.1	35.4	39.8	44.2
- non-monetary assets	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Liabilities	24.0	27.9	32.3	36.6	41.0	45.4
Equity	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
Gross D/E	1.7	2.0	2.3	2.7	3.0	3.3
Net D/E	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

**HEMRAJ's Balance Sheet (Bt bn) - ended 3Q14**

Asset	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
- cash	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
- non-monetary assets	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
Liability	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
Equity	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
Gross D/E	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Net D/E	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

**Consolidated Balance Sheet (Bt bn)**

Asset	63.9	66.4	69.2	72.0	74.9	77.7
- cash	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
- non-monetary assets	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
- asset revaluation	14.4	16.9	19.7	22.5	25.4	28.2
Liability	42.5	46.4	50.8	55.1	59.5	63.9
Equity	21.4	20.0	18.5	16.9	15.4	13.8
- major SH	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
- minorities	7.6	6.2	4.7	3.1	1.6	0.0
Gross D/E	2.0	2.3	2.8	3.3	3.9	4.6
Net D/E	1.9	2.2	2.6	3.1	3.7	4.4

**Expected interest payment on loan to be matched with cash from HEMRAJ's dividend**

Cost of debt	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Interest payment (Bt bn)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6
Estimated HEMRAJ's 2015 earnings (Bt bn)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Dividend payout	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Cash from HEMRAJ's dividend (Bt bn)	1.0	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9

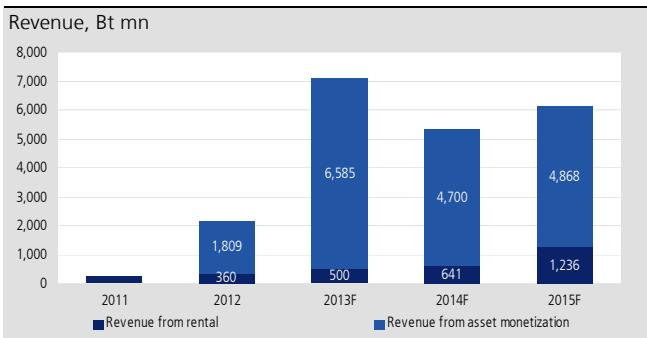
Source: Company data; KGI Securities (Thailand)

**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.

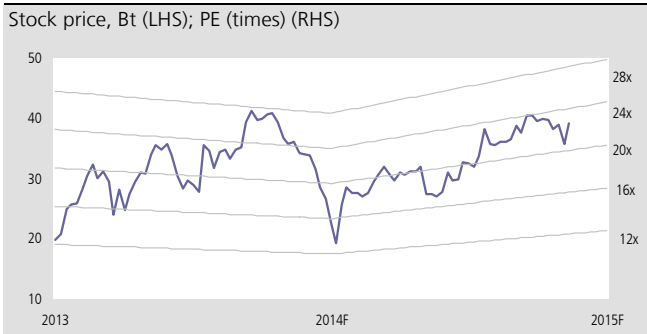
Source: Company data; KGI Research

**Figure 4: Revenue**



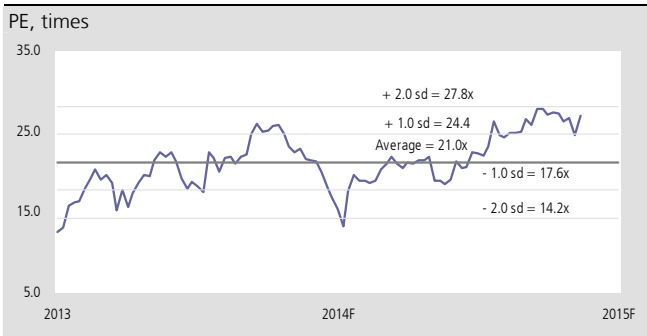
Source: Company data; KGI Research

**Figure 6: Forward PE band**



Source: SET; KGI Research

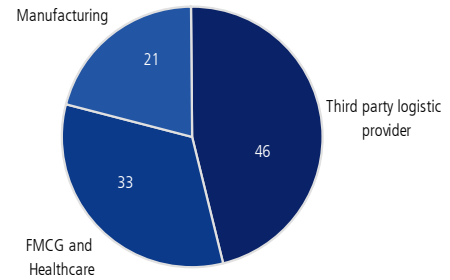
**Figure 8: Historical PE**



Source: SET; KGI Research

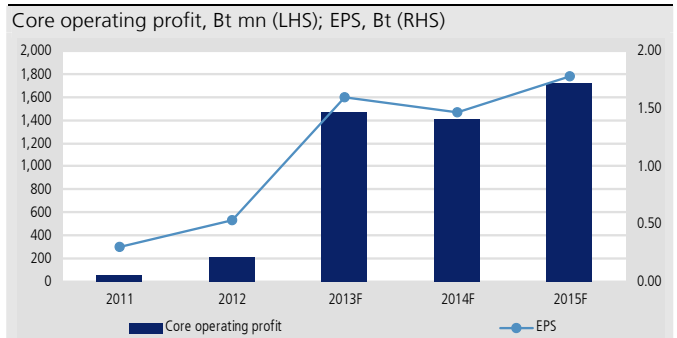
**Figure 3: Portfolio by customer**

Total project portfolio breakdown by customer, percent



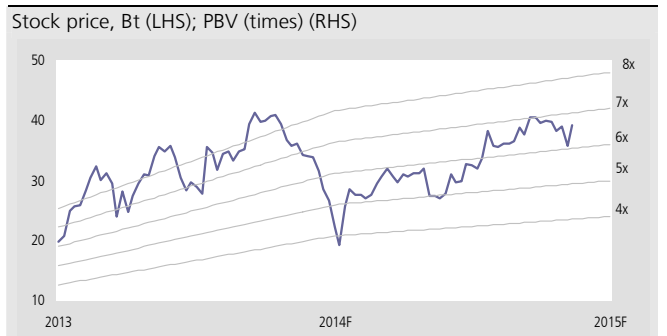
Source: Company data; KGI Research

**Figure 5: Earnings and EPS**



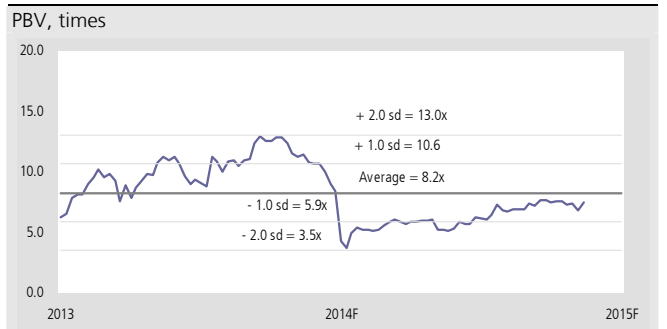
Source: Company data; KGI Research

**Figure 7: Forward PBV band**



Source: SET; KGI Research

**Figure 9: Historical PBV**



Source: SET; KGI Research

**Quarterly Income Statement**

(Bt mn)	Mar-12A	Jun-12A	Sep12A	Dec12A	Mar-13A	Jun-13A	Sep13A	Dec13A	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A
<b>Sales</b>	<b>1,894</b>	<b>72</b>	<b>84</b>	<b>118</b>	<b>2,143</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>4,696</b>	<b>116</b>	<b>121</b>	<b>145</b>
Cost of Goods Sold	1,642	33	27	42	1,962	34	45	3,099	37	37	59
<b>Gross Profit</b>	<b>253</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>180</b>	<b>72</b>	<b>95</b>	<b>1,597</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>86</b>
Other Operating Income	6	12	12	15	22	19	18	25	33	31	35
Operating Expenses	20	12	14	23	21	31	34	47	28	34	35
<b>Operating EBIT</b>	<b>239</b>	<b>40</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>181</b>	<b>61</b>	<b>79</b>	<b>1,575</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>87</b>
Depreciation and Amortisation	32	23	20	29	20	38	34	46	29	32	29
<b>Operating EBITDA</b>	<b>270</b>	<b>64</b>	<b>75</b>	<b>98</b>	<b>201</b>	<b>98</b>	<b>113</b>	<b>1,622</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>116</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>36</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>63</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>79</b>
Interest Expenses	36	29	36	48	37	36	47	63	48	50	79
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Investment Income/(Loss)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>
<b>Pretax Income</b>	<b>203</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>145</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>1,511</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	<b>7</b>
Current Taxation	37	4	3	(4)	23	3	2	221	1	1	1
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>166</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>122</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>1,290</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>5</b>
EPS (Bt)	0.36	0.02	0.02	0.04	0.19	0.04	0.03	1.40	0.03	0.03	0.01
<b>Margins</b>											
Gross profit margin	13.3%	55.0%	67.3%	65.0%	8.4%	67.8%	68.0%	34.0%	67.9%	69.8%	59.4%
Operating EBIT margin	12.6%	55.8%	65.0%	58.1%	8.5%	56.9%	56.6%	33.5%	72.1%	67.2%	60.0%
Operating EBITDA margin	14.3%	88.1%	89.0%	82.9%	9.4%	92.3%	80.7%	34.5%	97.5%	93.2%	80.3%
Net profit margin	8.8%	9.9%	17.7%	20.5%	5.7%	20.8%	21.3%	27.5%	27.4%	23.1%	3.6%
<b>Growth</b>											
Revenue growth	N.A	N.A	N.A	N.A	13.1%	47.0%	67.1%	3865.7%	-94.6%	14.0%	3.3%
Operating EBIT growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-24.0%	50.1%	45.6%	2188.5%	-53.9%	34.6%	9.5%
Operating EBITDA growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-25.6%	54.0%	51.5%	1551.0%	-43.8%	15.0%	2.9%
Net profit growth	N.A	N.A	N.A	N.A	-26.6%	210.3%	101.4%	5209.9%	-74.0%	26.1%	-82.4%

Source: Company data; KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Total Assets</b>	5,188	8,298	11,049	15,563	19,259
<b>Current Assets</b>	100	1,569	1,107	535	671
Cash & ST Investments	29	1,095	983	331	429
Inventories	0	0	0	0	0
Accounts Receivable	10	21	48	42	80
Others	60	453	75	162	162
<b>Non-current Assets</b>	5,088	6,729	9,942	15,029	18,587
LT Investments	177	653	1,400	2,046	2,618
Net fixed Assets	4,862	5,989	8,500	12,940	15,928
Others	49	86	42	42	42
<b>Total Liabilities</b>	4,148	5,410	6,895	10,527	13,494
<b>Current Liabilities</b>	2,571	2,386	2,530	2,161	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	185	288
<b>Long-term Liabilities</b>	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
<b>Shareholders' Equity</b>	1,040	2,887	4,154	5,036	5,765
Common Stock	381	510	918	964	964
Capital Surplus	173	1,722	1,722	1,722	1,722
Retained Earnings	486	655	1,514	2,350	3,079
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Growth (% YoY)</b>						
Sales	0.0	412.8	881.7	226.7	(24.6)	14.3
OP	0.0	4,325.5	142.5	371.4	8.1	21.9
EBITDA	0.0	5,004.7	164.9	301.3	13.4	22.8
NP	0.0	421.7	(47.6)	589.0	(3.7)	21.7
EPS	0.0	379.4	(75.8)	200.0	(8.2)	21.7
<b>Profitability (%)</b>						
Gross Margin	50.3	80.4	19.6	27.4	36.7	38.3
Operating Margin	8.7	75.1	18.5	26.8	38.4	40.9
EBITDA Margin	8.7	86.6	23.4	28.7	43.2	46.4
Net Profit Margin	180.4	183.5	9.8	20.7	26.4	28.1
ROAA	0.0	13.7	3.2	15.1	10.6	9.9
ROAE	0.0	62.7	10.8	41.6	30.7	31.8
<b>Stability</b>						
Gross Debt/Equity (%)	127.3	298.3	148.4	128.2	178.7	204.7
Net Debt/Equity (%)	115.7	295.5	110.4	104.5	172.1	197.3
Interest Coverage (x)	0.2	1.9	2.7	10.4	7.1	7.1
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.1	0.2	1.5	1.9	1.0
Cash Flow Interest Coverage (x)	0.0	(36.9)	(11.2)	(5.8)	(12.8)	(4.9)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.0	(1.7)	(0.9)	(0.8)	(3.4)	(0.7)
Current Ratio (x)	0.4	0.0	0.7	0.4	0.2	0.2
Quick Ratio (x)	0.4	0.0	0.7	0.4	0.2	0.2
Net Debt (Bt mn)	294	3,071	3,189	4,340	8,668	11,372.5
<b>Per Share Data (Bt)</b>						
EPS	0.5	2.2	0.5	1.6	1.5	1.8
CFPS	0.0	(17.1)	(4.2)	(1.1)	(3.8)	(1.8)
BVPS	1.5	5.6	7.2	4.5	5.2	6.0
SPS	0.3	1.2	5.4	7.7	5.5	6.3
EBITDA/Share	0.0	1.0	1.3	2.2	2.4	2.9
DPS	0.0	0.0	0.0	1.1	1.0	1.2
<b>Activity</b>						
Asset Turnover (x)	0.1	0.0	0.3	0.6	0.3	0.3
Days Receivables	0.8	17.0	3.5	2.5	2.8	4.8
Days Inventory	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days Payable	920.3	6,318.7	135.1	79.7	127.3	120.0
Cash Cycle	(919.5)	(6,301.7)	(131.7)	(77.3)	(124.5)	(115.2)

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Sales</b>	221	2,169	7,085	5,341	6,104
Cost of Goods Sold	43	1,743	5,141	3,381	3,768
<b>Gross Profit</b>	178	426	1,945	1,960	2,337
Other Operating Income	19	45	84	229	308
Operating Expenses	31	68	132	138	145
<b>Operating EBIT</b>	166	402	1,896	2,050	2,499
Depreciation and Amortisation	25	105	137	256	332
<b>Operating EBITDA</b>	191	507	2,034	2,306	2,831
<b>Non-Operating Income</b>	350	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	350	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	86	149	183	288	354
Interest Expenses	86	149	183	288	354
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
<b>Net Investment Income/(Loss)</b>	0	0	(1)	0	0
<b>Pretax Income</b>	430	253	1,712	1,763	2,145
Current Taxation	3	41	249	353	429
Minorities	22	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	405	212	1,463	1,410	1,716
EPS (Bt)	2.19	0.53	1.59	1.46	1.78

Source: KGI Research

**Cash Flow**

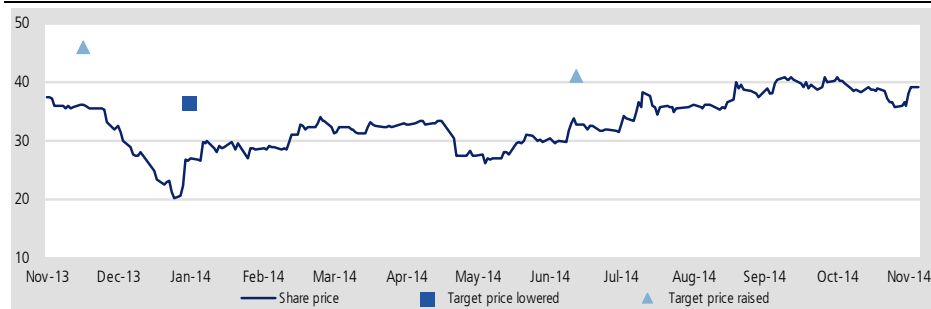
Year to 31 Dec (Bt mn)	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Operating Cash Flow</b>	1,220	(44)	2,440	1,543	2,173
Net Profit	405	212	1,463	1,410	1,716
Depreciation & Amortization	25	105	137	256	332
Change in Working Capital	789	(361)	839	(123)	125
Others	0	0	0	0	0
<b>Investment Cash Flow</b>	(4,381)	(1,621)	(3,495)	(5,218)	(3,891)
Net CAPEX	(4,381)	(1,232)	(2,648)	(4,697)	(3,320)
Change in LT Investment	(0)	(389)	(848)	(522)	(571)
Change in Other Assets	0	0	0	0	0
<b>Free Cash Flow</b>	(3,161)	(1,665)	(1,055)	(3,676)	(1,718)
<b>Financing Cash Flow</b>	3,161	2,731	943	3,023	1,816
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)	(987)
<b>Net Cash Flow</b>	0	1,066	(112)	(652)	98

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>		
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	58.5%	4.8%	2.6%	34.1%		
2015F	56.3%	5.4%	2.4%	35.9%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>		
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	<b>Operating Margin</b>	x	<b>Capital Turnover</b>	x	<b>Cash Tax Rate</b>	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
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	34.1%		0.4		80.0%	12.1%
2015F	35.9%		0.4		80.0%	11.7%

Source: KGI Research

**WHA Corporation – Recommendation & target price history**


Date	Rating	Target	Price
27-Jun-14	Outperform	41.00	32.75
16-Jan-14	Outperform	36.50	26.50
3-Dec-13	Outperform	46.00	36.25

Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b>	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
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	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.