

ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น

22 มกราคม 2558
WHA TB / WHA.BK

**การเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ ดูจะเป็นไปได้ด้วยดี—
เพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น WHA อย่างแน่นอน**

ประเด็นการลงทุน

เราเข้าร่วมประชุมกับผู้บริหารได้เปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ เพิ่มเติม ซึ่งเราเชื่อว่าการเข้าซื้อจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น WHA ได้ทันทีในเชิงราคาหุ้น โดยเราคาดมูลค่าจะมีอัตรา 22-31% หากบริษัทซื้อหุ้นของ HEMRAJ ในสัดส่วน 51% ถึง 100% (ซึ่งจะช่วยหนุนให้ราคา WHA ปรับขึ้นไปเป็น 37.75-40.55 บาทต่อหุ้น) เราวิเคราะห์โดยอ้างอิงจาก PER ระยะยาวที่ 15 เท่าสำหรับ HEMRAJ และ 21.8 เท่าสำหรับ WHA เราจึงคงคำแนะนำ **ซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 37.75 บาท

เปิดเผยรายละเอียดการเข้าซื้อกิจการและแผนธุรกิจ

บริษัทกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อผู้ถือหุ้นเดิม (RO) ที่ 25.50 บาทต่อหุ้น โดยมีอัตราการใช้สิทธิ 2.75 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นใหม่ ด้วยหุ้นเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 359.5 ล้านหุ้น เงื่อนไขสำหรับ WHA-W1 ไม่มีการเปลี่ยนแปลง ส่วนการจัดหาเงินจะแบ่งเป็นสองส่วน คือ สัญญาเงินกู้ระยะสั้นอายุ 2 ปีจำนวน 28,235 ล้านบาท และเงินกู้ระยะยาวอายุ 7 ปี 6,500 ล้านบาท การอนุมัติขั้นสุดท้ายจะมีขึ้นในประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ในวันที่ 5 ก.พ. ระยะเวลาจองซื้อ RO จะอยู่ระหว่างวันที่ 24 ก.พ.-2 มี.ค. และการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ HEMRAJ จะเริ่มในวันที่ 6 มี.ค.-10 เม.ย. นอกจากนี้ WHA ยังกล่าวว่าบริษัทจะเริ่มเสนอโรงงาน Built-to-suit ให้เช่า และก่อตั้งสินค้าให้เช่าเชิง low-end หลังเข้าซื้อกิจการอีกด้วย

ไม่น่ากังวลต่อการจัดสรรเงินทุน การเสนอซื้อหลักทรัพย์ หรือการจ่ายเงินปันผล

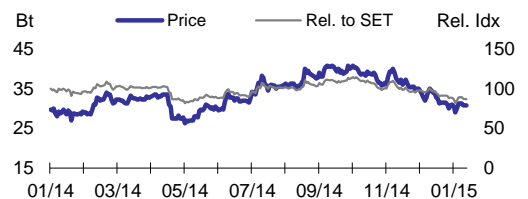
เราเชื่อว่า WHA จะประสบความสำเร็จในการดำเนินการเข้าซื้อได้ด้วยดี บริษัทจะมีความจำเป็นต้องจ่ายเงินกู้สำหรับการเข้าซื้อกิจการ โดยจะขายสินทรัพย์ที่ไม่ใช่รายการหลักออกไป รวมกับรายได้จากการขาย โกงตั้ง โรงงาน และพื้นที่สำนักงานเข้ากอง REIT เราประเมินว่า ณ สิ้นเดือนก.ย. 2557 สินทรัพย์รวมระหว่าง HEMRAJ และ WHA ที่สามารถขายให้แก่กอง REIT ได้แล้วมีพื้นที่อยู่ 660,000 ตารางเมตร นอกจากนี้เรายังคาดว่าธุรกิจโกงตั้งหลักของ WHA จะเริ่มฟื้นตัวอีกครั้งในปี 2558 ซึ่งจะช่วยให้ขนาดสินทรัพย์ที่เช่าเพิ่มของบริษัทได้

ยังเร็วเกินไปที่จะประเมินผลประโยชน์จากการเข้าซื้อกิจการ

ผลประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับจากการควบรวมได้แก่ การแชร์ฐานลูกค้าร่วมกัน อำนาจต่อรองด้านการก่อสร้างที่มากขึ้น การจัดซื้อและการเงิน รวมถึงความสามารถในการให้บริการแบบจุดเดียวเบ็ดเสร็จ เช่น พื้นที่นิคมอุตสาหกรรม การปล่อยเช่าโรงงาน และศูนย์กระจายสินค้า อย่างไรก็ตาม ณ ตอนนี้ยังคงเร็วเกินไปที่จะประเมินผลประโยชน์จากการควบรวมหรือกำหนดว่าจะเริ่มรับรู้ผลประโยชน์ดังกล่าวเมื่อใด และเราก็คิดว่า ยอดขายพื้นที่นิคมอุตสาหกรรมและยอดปล่อยเช่าโรงงานคาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 อย่างเร็วที่สุดอีกด้วย

Sector: Property (Industrial) Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 37.75
ราคา (21/01/58): 30.75 บาท

Price chart

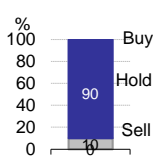


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(10.9)	(20.9)	(2.9)
Absolute	(10.9)	(20.1)	16.0

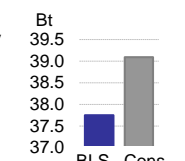
Key Statistics

Market cap	Bt29.6bn	USD0.9bn
12-mth price range	Bt25.3/Bt43.3	
12-mth avg daily volume	Bt117m	USD3.6m
# of shares (m)	964	
Est. free float (%)	24.5	
Foreign limit (%)	49.0	

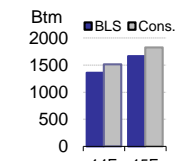
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial Summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	7,085	5,006	5,528	5,646
Net profit (Btm)	1,465	1,358	1,664	1,821
EPS (Bt)	1.60	1.41	1.73	1.89
EPS growth (%)	+283%	-11.7%	+22.6%	+9.4%
Core profit (Btm)	1,465	1,358	1,664	1,821
Core EPS (Bt)	1.60	1.41	1.73	1.89
Core EPS growth (%)	+283%	-11.7%	+22.6%	+9.4%
PER (x)	30.4	21.7	17.7	16.1
PBV (x)	10.7	5.9	4.9	4.1
Dividend (Bt)	0.8	0.6	0.7	0.8
Dividend yield (%)	1.7	1.8	2.3	2.5
ROE (%)	41.6	29.6	30.2	27.8

CG Rating



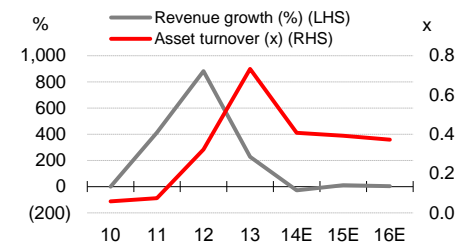
ธนัทเทพ จันทรวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
Thanatthep.c@bualuang.co.th
+66 2 618 1340

จิรเมธ รัตพิพัฒน์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

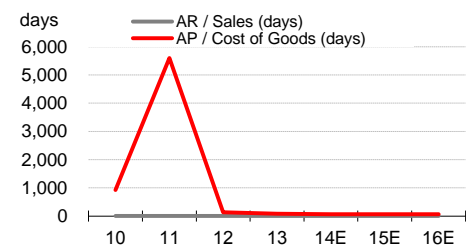
WHA : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	2,169	7,085	5,006	5,528	5,646
Cost of sales and services	(1,743)	(5,141)	(3,175)	(3,243)	(3,279)
Gross profit	426	1,945	1,831	2,285	2,367
SG&A	(68)	(132)	(140)	(163)	(173)
EBIT	358	1,813	1,690	2,122	2,195
Interest expense	(149)	(183)	(256)	(352)	(306)
Other income/exp.	45	84	150	169	214
EBT	253	1,714	1,585	1,939	2,102
Corporate tax	(41)	(249)	(227)	(275)	(281)
After-tax net profit (loss)	212	1,465	1,358	1,664	1,821
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	212	1,465	1,358	1,664	1,821
Reported EPS	0.42	1.60	1.41	1.73	1.89
Fully diluted EPS	0.42	1.60	1.41	1.73	1.89
Core net profit	212	1,465	1,358	1,664	1,821
Core EPS	0.42	1.60	1.41	1.73	1.89
EBITDA	462	1,950	1,882	2,330	2,411
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	881.7	226.7	(29.3)	10.4	2.1
Gross margin (%)	19.6	27.4	36.6	41.3	41.9
EBITDA margin (%)	21.3	27.5	37.6	42.2	42.7
Operating margin (%)	16.5	25.6	33.8	38.4	38.9
Net margin (%)	9.8	20.7	27.1	30.1	32.2
Core profit margin (%)	9.8	20.7	27.1	30.1	32.2
ROA (%)	3.2	15.1	11.0	11.8	12.0
ROCE (%)	3.7	18.1	13.2	13.5	13.5
Asset turnover (x)	0.3	0.7	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	1.4	1.3	2.5	2.8	3.0
Gearing ratio (x)	1.6	1.1	1.4	1.1	1.0
Interest coverage (x)	2.4	9.9	6.6	6.0	7.2
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,095	983	1,351	1,878	2,343
Accounts receivable	21	48	24	27	27
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	4,128	6,275	7,685	8,254	8,816
Other assets	3,054	3,743	4,494	4,523	4,524
Total assets	8,298	11,049	13,553	14,682	15,711
Accounts payable	645	1,123	544	554	558
ST debts & current portion	1,972	377	162	175	240
Long-term debt	2,605	4,202	6,621	6,731	6,628
Other liabilities	188	1,193	1,212	1,210	1,179
Total liabilities	5,410	6,895	8,539	8,669	8,605
Paid-up capital	510	918	964	964	964
Share premium	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Retained earnings	561	1,520	2,335	3,334	4,426
Shareholders equity	2,887	4,154	5,015	6,013	7,106
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	8,298	11,049	13,553	14,682	15,711
CASH FLOW (Btm)					
Net income	212	1,465	1,358	1,664	1,821
Depreciation and amortization	105	137	192	208	216
Change in working capital	(345)	(123)	(533)	2	2
FX, non-cash adjustment & others	(61)	(1,265)	0	(0)	0
Cash flows from operating activities:	(90)	214	1,017	1,874	2,040
Capex (Invest)/Divest	(1,398)	(603)	(2,375)	(801)	(778)
Others	(480)	(1,150)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,878)	(1,753)	(2,375)	(801)	(778)
Debt financing (repayment)	1,242	981	2,223	120	(68)
Equity financing	1,678	0	46	0	0
Dividend payment	0	(96)	(543)	(666)	(728)
Others	(480)	(1,150)	0	0	0
Cash flows from financing activities	2,920	884	1,726	(545)	(796)
Net change in cash	952	(655)	367	527	465
Free cash flow (Btm)	(1,488)	(389)	(1,358)	1,072	1,262
FCF per share (Bt)	(2.9)	(0.4)	(1.4)	1.1	1.3
Key Assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Leased area (sq.m)	206,912	294,261	286,348	306,348	366,348
New lease area (sq.m)	n.a.	n.a.	150,000	200,000	240,000
Spin-off space (sq.m)	n.a.	n.a.	157,913	180,000	180,000
Stake in WHAPF	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

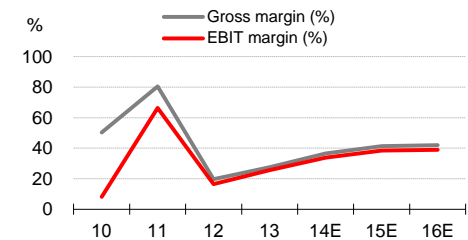
Revenue growth and asset turnover



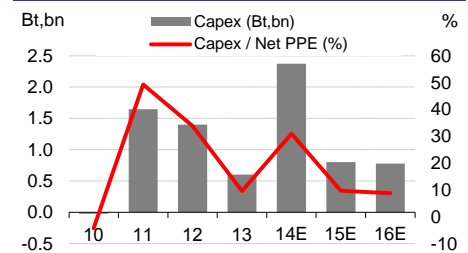
A/C receivable & A/C payable days



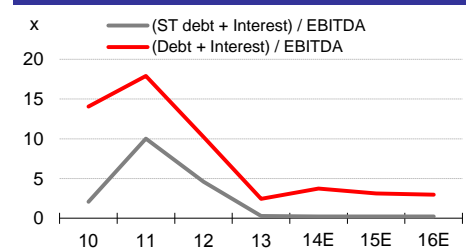
Profit margins



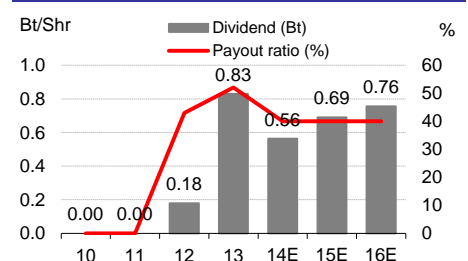
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



WHA : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	140	4,696	116	121	145
Cost of sales and services	(45)	(3,099)	(37)	(37)	(59)
Gross profit	95	1,597	79	85	86
SG&A	(34)	(47)	(28)	(34)	(35)
EBIT	61	1,550	51	51	51
Interest expense	(47)	(63)	48	50	79
Other income/exp.	21	31	35	33	35
EBT	35	1,518	134	134	166
Corporate tax	(2)	(221)	1	1	1
After-tax net profit (loss)	33	1,297	136	135	167
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	(3)	(2)	(1)
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	33	1,297	133	133	166
Reported EPS	0.04	1.41	0.15	0.14	0.18
Fully diluted EPS	0.03	1.35	0.14	0.14	0.17
Core net profit	33	1,297	133	133	166
Core EPS	0.03	1.35	0.14	0.14	0.17
EBITDA	116	1,628	86	84	87

KEY RATIOS

Gross margin (%)	68.0	34.0	67.9	69.8	59.4
EBITDA margin (%)	82.8	34.7	74.5	68.9	60.0
Operating margin (%)	43.9	33.0	43.9	41.6	35.6
Net margin (%)	23.4	27.6	114.6	109.4	114.9
Core profit margin (%)	23.4	27.6	114.6	109.4	114.9
BV (Bt)	3.2	4.5	4.6	3.7	3.9
ROE (%)	4.5	146.6	12.8	13.8	18.6
ROA (%)	1.3	45.0	4.7	4.3	4.4
Current ratio (x)	0.9	1.3	1.2	1.3	1.0
Gearing ratio (x)	2.0	1.1	1.2	2.2	3.4
Interest coverage (x)	1.3	24.6	(1.1)	(1.0)	(0.7)

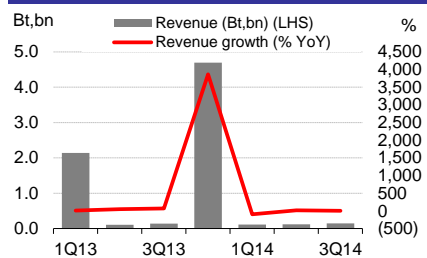
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,645	983	176	591	695
Accounts receivable	60	48	33	37	94
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	7,231	6,275	6,600	7,625	10,907
Other assets	3,070	3,743	4,772	5,003	4,932
Total assets	12,006	11,049	11,580	13,255	16,628
Accounts payable	1,424	1,123	1,211	1,016	630
ST debts & current portion	952	377	549	1,042	2,949
Long-term debt	4,796	4,202	4,603	6,746	9,087
Other liabilities	1,913	1,193	1,044	907	378
Total liabilities	9,084	6,895	7,406	9,711	13,044
Paid-up capital	918	918	918	964	964
Share premium	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Retained earnings	231	1,520	1,552	882	888
Shareholders equity	2,922	4,154	4,174	3,544	3,584
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	12,006	11,049	11,580	13,255	16,628
Key Statistics	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Leased area (sq.m)	420,096	294,261	305,447	312,295	359,746
New lease area (sq.m)	149,926	47,531	11,186	6,848	47,451
Spin-off space (sq.m)	0	173,366	0	0	0
Stake in WHAPF	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

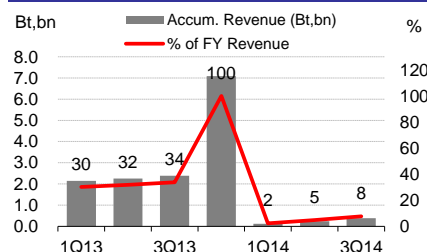
Company profile

The Company develops and rents out warehouses, distribution centers and factories, these 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 WHA Premium Factory and Warehouse Freehold and Leasehold Property Fund (WHAPF) and WHA Premium Growth Freehold and Leasehold Real Estate Investment Trust (WHART) continuously and WHA has been appointed to be the property manager for WHAPF and WHART.

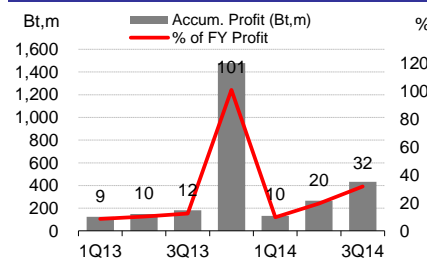
Revenue trend



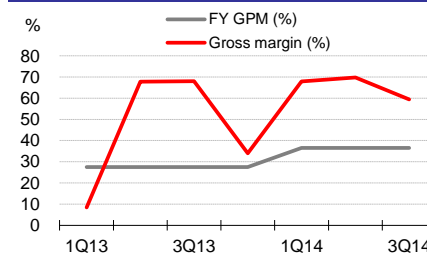
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

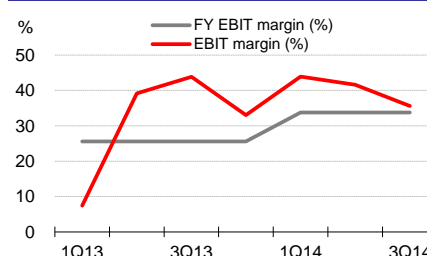


Figure 1: Analysis should WHA acquire 51% of HEMRAJ
51% shares acquisition
Assumptions

WHA: Price	30.50	HEMRAJ: Price	4.40
PER FY15	21.8	PER FY15	15.0
		Income	
EPS FY15	1.73	FY15 (Bt m)	3,413
Current shares (m)	963.9	WHA stake	51.0%
Capital - RO (Bt m)	8,938	Purchase price (Bt/Share)	4.50
Capital - Lending (Bt m)	12,942	Income to WHA (Bt m)	1,741
Average cost of debt	4.50%		

WHA EPS FY15	RO Price (Bt)	Additional shares (m)	Dilution effect to EPS	HEMRAJ contribution to EPS	WHA new EPS FY15	Weighted PER FY15	New implied WHA price
1.73	25.50	350.5	(0.90)	1.32	2.15	17.58	37.75

Warrant exercise @ Bt35:

WHA EPS after RO	Additional shares (m)	Capital received (Bt m)	Remaining debt (Bt m)	Net effect to EPS	EPS	Weighted PER FY15	New implied WHA price
2.15	116.8	4,089	8,853	(0.05)	2.10	17.58	36.93

Sources: Bualuang Research estimates

Figure 2: Analysis should WHA acquire 100% of HEMRAJ
100% share acquisition
Assumptions

WHA: Price	30.50	HEMRAJ: Price	4.40
PER FY15	21.8	PER FY15	15.0
		Income	
EPS FY15	1.73	FY15 (Bt m)	3,413
Current shares (m)	963.9	WHA stake	100.0%
Capital - RO (Bt m)	8,938	Purchase price (Bt/Share)	4.50
Capital - Lending (Bt m)	34,735	Income to WHA (Bt m)	3,413
Average cost of debt	4.50%		

WHA EPS FY15	RO Price (Bt)	Additional shares (m)	Dilution effect to EPS	HEMRAJ contribution to EPS	WHA new EPS FY15	Weighted PER FY15	New implied WHA price
1.73	25.50	350.5	(1.65)	2.60	2.67	15.17	40.55

Warrant exercise @ Bt35:

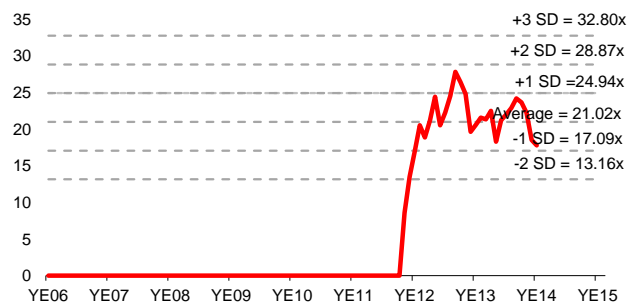
WHA EPS after RO	Additional shares (m)	Capital received (Bt m)	Remaining debt (Bt m)	Net effect to EPS	EPS	Weighted PER FY15	New implied WHA price
2.67	116.8	4,089	30,646	(0.09)	2.58	15.17	39.19

Sources: Bualuang Research estimates

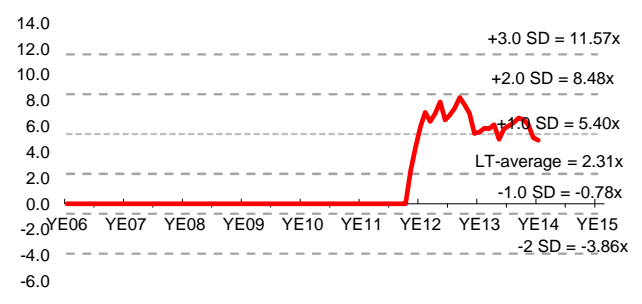
Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Amata Corporation	AMATA TB	THB16.30	532	14.2	14.7	-20.6	-3.5	1.6	1.5	14.4	13.4	2.8	2.7
Hemaraj Land and Developer	HEMRAJ TB	THB4.38	1,299	12.3	12.4	-20.1	-1.3	2.6	2.3	24.3	21.7	4.1	4.0
Ticon Industrial Connection	TICON TB	THB17.70	595	15.0	11.0	-25.7	36.0	1.6	1.3	12.3	13.0	5.0	6.8
Thai Factory Development	TFD TB	THB4.34	170	18021	13.8	-99.8	130236	2.2	1.5	0.0	20.6	0.0	5.9
Wha Corporation	WHA TB	THB30.75	906	21.8	17.8	-11.7	22.6	5.9	4.9	29.6	30.2	1.8	2.2
Simple average				3616.8	14.0	-35.6	26058.1	2.8	2.3	16.1	19.8	2.7	4.3

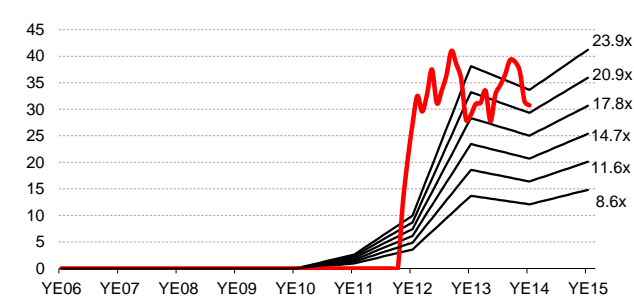
PER band versus SD (next 12 months)



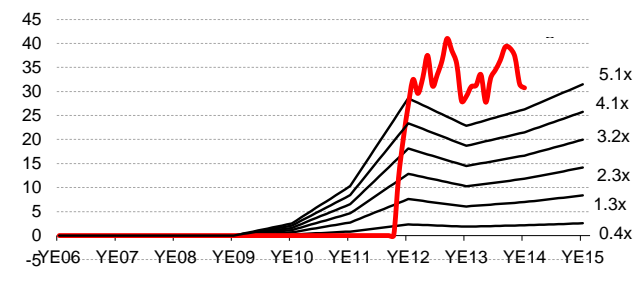
PBV band versus SD (next 12 months)



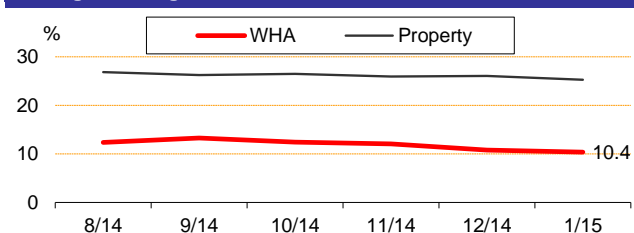
PER band and share price



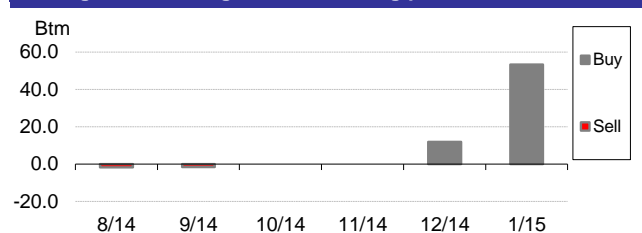
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK
STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.