

ดับบลิวเอเอ คอร์ปอเรชั่น

พลังอันยิ่งใหญ่ มาพร้อมกับภาระดอกเบี้ยที่ยิ่งใหญ่

การเข้าซื้อหุ้นของ HEMRAJ สูงถึง 92.88% จะทำให้ฐานรายได้ และกำไรของ WHA เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ และทำให้ธุรกิจครบวงจรมากขึ้น แต่ก็ทำให้เกิดภาระดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมากในช่วง 2 ปีข้างหน้า จึงจำเป็นต้องเร่งขายสินทรัพย์เพื่อชำระหนี้

■ ฐานรายได้ และกำไรเติบโตก้าวกระโดดหลังซื้อ HEMRAJ

WHA เป็นผู้นำในการพัฒนาคลังสินค้าเพื่อให้เช่าแบบ Built-to-Suit โดยทำเลส่วนใหญ่จะตั้งอยู่บริเวณถนนบางนา-ตราด ซึ่งเป็นจุดยุทธศาสตร์ที่สำคัญด้านโลจิสติกส์ จึงทำให้มีฐานลูกค้าเป็นบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่จำนวนมาก สำหรับการเข้าซื้อกิจการของ HEMRAJ ด้วยการทำ Tender Offer จบลงด้วยการได้หุ้นมาทั้งหมด 92.88% ของทุนชำระแล้ว ซึ่งฝ่ายวิจัยมองว่าจะทำให้ธุรกิจของ WHA ครบวงจรมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการขยายธุรกิจด้านน้ำคือพัฒนานิคมอุตสาหกรรม รวมถึงการได้ธุรกิจที่สร้างรายได้สม่ำเสมอ (Recurring Income) อย่างธุรกิจสาธารณูปโภค และโรงไฟฟ้าเข้ามาเสริม โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าจะการจัดทำงบการเงินรวมกับ HEMRAJ จะทำให้รายได้รวมของ WHA ในปี 2558 อยู่ในระดับสูงถึง 1.96 หมื่นล้านบาท และประเมินกำไรสุทธิปี 2558 ที่ 4.26 พันล้านบาท เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ 3.35 เท่าตัวจากปีก่อนหน้า

■ เร่งขายสินทรัพย์ชำระหนี้ และมีแผน Spinoff ธุรกิจพลังงาน

แม้การซื้อ HEMRAJ จะช่วยสร้างประโยชน์ให้กับ WHA ได้หลายประการ แต่ก็มาพร้อมด้วยภาระดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมากที่เกิดจากการกู้ยืมสูงถึง 3.19 หมื่นล้านบาท (แบ่งเป็น Bridging Loan 2.59 หมื่นล้านบาท และเงินกู้ระยะยาว 6 พันล้านบาท) จึงทำให้ WHA ต้องเร่งจำหน่ายสินทรัพย์จำนวนมากประกอบด้วย 1) อาคาร UM Tower และที่ดินบนเกาะล้าน 2) ขายอาคารสำนักงานเข้า Office REIT 3) ขายคลังสินค้าของ WHA เข้ากอง WHART และ WHAPF และ 4) ขายโรงงานและคลังสินค้าสำเร็จรูปของ HEMRAJ เข้ากอง REIT อีกทั้งยังมีแผนที่จะนำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงานของ HEMRAJ เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ (Spinoff) ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าจะทำให้ WHA ได้รับเงินรวมทั้งสิ้น 2.55 หมื่นล้านบาท เมื่อประกอบกับผลกำไรจากการดำเนินงานปกติ จึงน่าจะสามารถจ่ายเงินคืน Acquisition Loan ได้เกือบทั้งหมดภายในช่วง 2 ปีข้างหน้า

■ ราคาหุ้นยังมี Upside สูง 20%

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานโดยใช้วิธี Sum of the part (SOTP) ได้ราคาเหมาะสมที่ 4.74 บาท มี Upside 20% จากราคาปัจจุบัน แนะนำ "ซื้อ"

Key Data	FY56A	FY57A	FY58F	FY59F	FY60F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
รายได้รวม (ลบ.)	7,169	5,058	19,578	17,575	14,411
กำไรสุทธิ (ลบ.)	1,463	979	4,261	5,253	4,898
Norm Profit (ลบ.)	1,463	979	4,161	5,253	4,898
EPS (บาท)	1.59	1.02	0.32	0.40	0.37
PER (เท่า)	2.5	3.9	12.2	9.9	10.6
DPS (บาท)	0.76	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend Yield (%)	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BV (บาท)	4.52	4.65	1.35	1.75	2.12
PBV (เท่า)	0.87	0.85	2.93	2.26	1.86

ที่มา : ASPS

WHA

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 3.94

ราคาเป้าหมาย (บาท): 4.74

Upside : 20.3%

Dividend Yield : 0%

Total Return: 20.3%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 51,787

CG Score: ▲▲▲

Technical Chart



ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล, CISA, CFA

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

Prasit.re@asiaplus.co.th

วรวิษฐ์ เตียววิเศษ

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

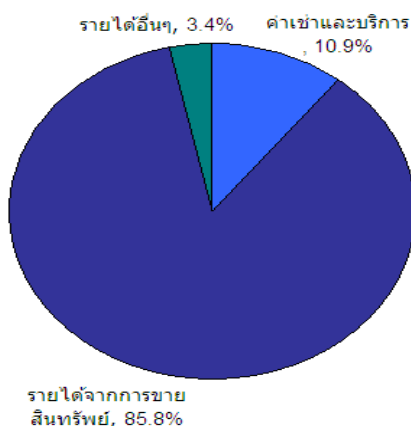
▪ WHA ผู้นำธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า และโลจิสติกส์

WHA ดำเนินธุรกิจพัฒนาและให้เช่าคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า และโรงงาน ที่มีลักษณะเฉพาะตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และแบบสำเร็จรูป (General Warehouse) นอกจากนี้ บริษัทยังถือหุ้นในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และสิทธิการเช่าดับบลิวเอชเอ แพคทอรี่แอนด์แวร์เฮ้าส์ ฟินด์ (WHAPF) และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดับบลิวเอชเอ พรีเมียม โกรท (WHART) ซึ่ง WHA มีการขายสิทธิการเช่าสินทรัพย์เข้าทั้ง 2 กองทุน และมีแผนดำเนินการขายต่อเนื่อง โดยในอนาคตจะเป็นการขายเข้ากอง WHART เป็นหลัก สำหรับลักษณะการประกอบธุรกิจของ WHA แบ่งตามประเภทได้ดังนี้

- ธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อรายได้ค่าเช่าและบริการ** ประกอบด้วยโครงการคลังสินค้า โรงงาน และสำนักงาน ที่สร้างขึ้นแบบ Built-to-Suit และการพัฒนาโครงการ Warehouse Farm ภายใต้ชื่อโครงการ Mega Logistics Center ซึ่งเป็นการผสมผสานระหว่างคลังสินค้าแบบ Built-to-Suit และ General Warehouse มาตรฐานสูงเข้าด้วยกัน นอกจากนี้ WHA ยังเข้าไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ก่อสร้างแล้วเสร็จเพื่อนำมาพัฒนาปรับปรุงและให้เช่า โดยในเดือน ก.ค. 57 WHA ได้เข้าซื้อโครงการอาคารสำนักงาน Equinox The Office Place จาก MJD และเปลี่ยนชื่ออาคารเป็น SJ Infinite I Business Complex โดยอาคารดังกล่าวเป็นอาคารสำนักงานให้เช่า 30 ชั้น บนถนนพหลโยธิน-วิภาวดี มีพื้นที่ให้เช่ารวม 21,200 ตร.ม. ซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโตของรายได้ค่าเช่า และกระจายความเสี่ยงให้กับบริษัท
- ธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อจำหน่าย** WHA มีนโยบายขายสินทรัพย์ที่มีสัญญาเช่าและก่อให้เกิดรายได้ค่าเช่าและบริการ เข้ากองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์ฯ อย่างต่อเนื่อง เพื่อนำเงินที่ได้รับมาใช้เป็นแหล่งเงินทุนสำหรับการพัฒนาโครงการในอนาคต โดยช่วงสิ้นปี 2557 ที่ผ่านมา ได้ดำเนินการขายอาคารคลังสินค้า 3 โครงการ พื้นที่รวม 167,107 ตร.ม. เข้ากองทรัสต์ฯ สร้างรายได้รวม 4,337 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นแหล่งรายได้หลักของบริษัท หรือคิดเป็นสัดส่วน 86% ของรายได้รวมในปีที่ผ่านมา
- ธุรกิจการลงทุน/บริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์** WHA ได้ลงทุนใน WHAPF และ WHART โดยเข้าไปถือหุ้น 15% ของหน่วยลงทุนทั้งหมด ทำให้ได้รับเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอทุกปี อีกทั้งยังมีการจัดตั้งบริษัทย่อย WHA Real Estate Management (ถือหุ้น 99.9%) เพื่อบริหารจัดการกองทรัสต์ฯ ทำให้ WHA ได้รับค่าธรรมเนียมในการบริหาร
- ธุรกิจลงทุนและพัฒนาโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งบนหลังคา (Solar PV Rooftop)** ซึ่งเป็นการร่วมทุนกับ GUNKUL โดยมีการจำหน่ายไฟฟ้าปัจจุบันราว 4MW

WHA เป็นผู้นำด้านธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า โดยเฉพาะในรูปแบบ Built-to-Suit

โครงสร้างรายได้ของ WHA ปี 2557 (ก่อนการควบรวม HEMRAJ)



สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่	สัดส่วน (%)
บริษัท ดับบลิวเอชเอ โฮลดิ้ง จำกัด	25.10%
นางจรีพร อนันตประยูร	12.91%
นายสมยศ อนันตประยูร	12.10%
UBS AG HONG KONG BRANCH	7.63%
STATE STREET BANK EUROPE LIMITED	6.99%
นายสมพงษ์ ชลคดีดำรงกุล	3.62%
นายสมพงษ์ ชลคดีดำรงกุล โดย บลจ.แอสเซทพลัส จำกัด	3.22%
นายวุฒิ จารุกรสกุล	1.44%
นายนเรศ งามอภิชน	1.16%
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	1.09%

ด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นล่าสุด ณ วันที่ 17 เม.ย. 58 มีกลุ่มตระกูลอนันตประยูร เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ 3 ลำดับแรก หรือคิดเป็นสัดส่วนรวมกัน 50.11% ของจำนวนทุนชำระแล้วทั้งหมด จึงทำให้ผู้ถือหุ้นใหญ่มุ่งเน้นดำเนินการควบคุมการบริหาร รวมถึงควบคุมเสียงข้างมากในที่ประชุมได้เกือบทั้งหมด

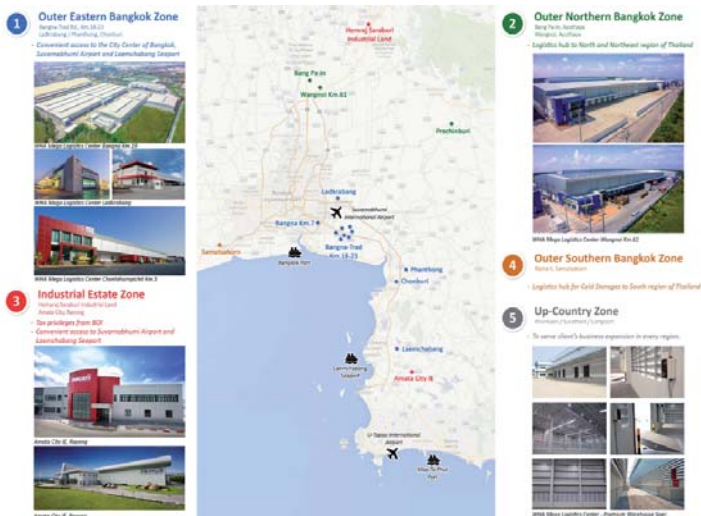
Location โดดเด่น ตอบสนองความต้องการผู้เช่า

อาคารคลังสินค้า และศูนย์กระจายสินค้าของ WHA จะตั้งอยู่ในทำเลที่เป็นจุดยุทธศาสตร์ด้านโลจิสติกส์ที่สำคัญ โดยทำเลหลักจะตั้งอยู่บนถนนบางนา-ตราด ทำให้สามารถเข้าถึงสนามบินสุวรรณภูมิ ทำเรือแหลมฉบัง และเชื่อมต่อการคมนาคมเส้นทางหลักได้สะดวก ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งให้กับผู้เช่าได้เป็นอย่างดี ส่วนทำเลอื่นๆ เช่น ลาดกระบัง แหลมฉบัง พานทอง กบินทร์บุรี พระราม 2 วังน้อย สระบุรี และในนิคมอุตสาหกรรมต่างๆ ก็ถือเป็นทำเลยุทธศาสตร์ที่ดีเช่นเดียวกัน โดย ณ สิ้นปี 2557 WHA มีพื้นที่รวมทั้งหมดราว 1,300 ไร่ ในจำนวนนี้ก่อสร้างเสร็จแล้ว 352 ไร่ อยู่ระหว่างก่อสร้าง 80 ไร่ และเป็นพื้นที่รอการพัฒนา 803 ไร่

ด้วยทำเลที่โดดเด่น ประกอบกับความเชี่ยวชาญในการพัฒนาโครงการระดับพรีเมียมที่สามารถสร้างคลังสินค้าได้เหมาะสมกับความต้องการที่เฉพาะเจาะจงของลูกค้าแต่ละราย ทำให้ WHA ได้รับความไว้วางใจจากผู้ประกอบการรายใหญ่ของโลก ทั้งในสหรัฐ ยุโรป ญี่ปุ่น เอเชีย รวมถึงบริษัทชั้นนำในประเทศไทย โดยกลุ่มผู้เช่าราว 54% จะเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค, 41% เป็นผู้ประกอบธุรกิจการจัดการด้านโลจิสติกส์ (Third Party Logistics Provider: 3PLs) และที่เหลืออีก 5% เป็นผู้ผลิตและโรงงานอุตสาหกรรมอื่นๆ

ด้วยทำเลของคลังสินค้าที่ตั้งอยู่บนจุดยุทธศาสตร์ ประกอบกับความชำนาญในการพัฒนาคลังสินค้า Built-to-Suit จึงทำให้ WHA ได้รับความไว้วางใจจากผู้ประกอบการขนาดใหญ่ทั่วโลก

ทำเลยุทธศาสตร์ของ WHA



ที่มา : Annual Report ของ WHA

ตัวอย่างผู้เช่าของ WHA

Asia	Japan	Thai	Europe	USA
LF LOGISTICS	日立物流 (Hitachi Logistics)	dena	DKSH	Menlo
Yusen Logistics	Yusen Logistics	ThciBev	U	Starbucks
Hitachi Logistics (Kao I.D.)	HITACHI LOGISTICS (Kao I.D.)	Central Retail	DHL	APL Logistics
kaoy	kaoy	Top's	CHANEL	3M
KERRY LOGISTICS	Handa Logistics	Office Mate	ROSCAR	LORD
NISSAN	NISSAN	MINOR	KUENNE-NADEL	MARS petcare
MITSUBISHI ELECTRIC	MITSUBISHI ELECTRIC	Me	JOHNSON JOHNSON	Mead Johnson
KAGA ELECTRONICS	KAGA ELECTRONICS	TITAN VNS	PRIMUS INTERNATIONAL	Johnson & Johnson
		SE	CROWN	

ที่มา : WHA

อุตสาหกรรมโลจิสติกส์ยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

ต้นทุนโลจิสติกส์ถือว่ามีค่าสำคัญต่อขีดความสามารถของผู้ประกอบการในประเทศโดยตรง จึงทำให้ภาครัฐมีนโยบายสนับสนุนการบริหารจัดการโลจิสติกส์อย่างต่อเนื่อง ทั้งในด้านการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ รวมถึงมีการกำหนดแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบโลจิสติกส์ของประเทศไทยฉบับที่ 2 (ปี 2556-2560) ซึ่งให้ความสำคัญกับการอำนวยความสะดวกทางการค้าและการจัดการโซ่อุปทาน (Supply Chain) โดยมีเป้าหมายที่จะลดต้นทุนโลจิสติกส์ต่อ GDP ลง

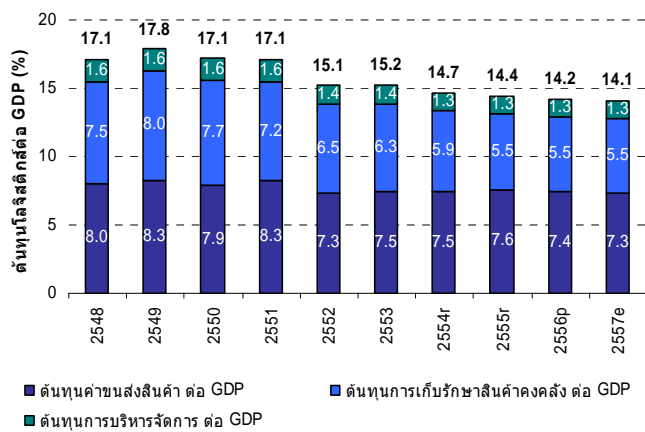
ต้นทุนโลจิสติกส์จะประกอบด้วย 3 ส่วนหลัก คือ 1) ต้นทุนการขนส่งสินค้า 2) ต้นทุนการเก็บรักษาสินค้าคงคลัง และ 3) ต้นทุนการบริหารจัดการ ซึ่งเมื่อพิจารณาต้นทุนโลจิสติกส์โดยรวมต่อ GDP ของประเทศ

การสนับสนุนจากภาครัฐ การเปิด AEC และการขยายตัวของธุรกิจ E-Commerce ล้วนเป็นปัจจัยที่จะสนับสนุนให้ธุรกิจโลจิสติกส์ของไทยเติบโตได้ต่อเนื่อง

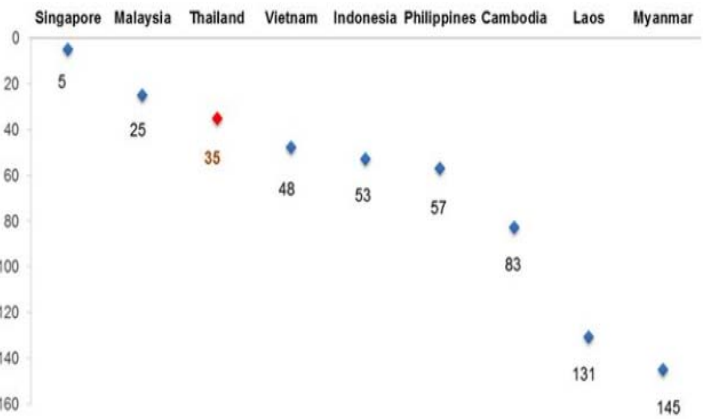
ไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จะเห็นได้ว่ามีแนวโน้มปรับลดลงต่อเนื่องเหลือ 14.1% ต่อ GDP ในปี 2557 เทียบกับในอดีตเมื่อปี 2548-2551 ที่อยู่ในระดับสูงกว่า 17% ต่อ GDP

สำหรับผลการดำเนินงานด้านโลจิสติกส์ของไทย ถึงแม้จะตามหลังเพียงสิงคโปร์ และมาเลเซีย ในภูมิภาค ASEAN แต่เมื่อเทียบกับอีก 160 ประเทศทั่วโลกแล้ว ประเทศไทยยังอยู่ในลำดับที่ 35 จึงทำให้ไทยยังต้องพัฒนาการแข่งขันด้านโลจิสติกส์อีกมาก โดยฝ่ายวิจัยมองว่าการเปิด AEC จะทำให้ภาวะอุตสาหกรรมโลจิสติกส์ของไทยขยายตัวมากขึ้น เนื่องจากข้อได้เปรียบของประเทศที่ตั้งอยู่บริเวณศูนย์กลาง และมีพื้นที่ติดต่อกับหลายประเทศเพื่อนบ้าน ทำให้มีแนวโน้มที่ไทยจะกลายเป็น Logistics Hub ของภูมิภาค นอกจากนี้ การเติบโตของผู้ให้บริการโลจิสติกส์ (3PLs) และการขยายตัวของธุรกิจ E-Commerce ล้วนจะสร้างความต้องการใช้พื้นที่คลังสินค้าเพิ่มขึ้นมากในอนาคต โดยรวมฝ่ายวิจัยจึงเชื่อว่าแนวโน้มรายได้ค่าเช่าของ WHA จะสามารถเติบโตได้ตามภาวะอุตสาหกรรม

ต้นทุนด้าน Logistics ของประเทศไทย ต่อ GDP



คะแนนผลการดำเนินงานด้าน Logistics ของประเทศใน ASEAN



ที่มา : สคช./รวบรวมโดย ASPS

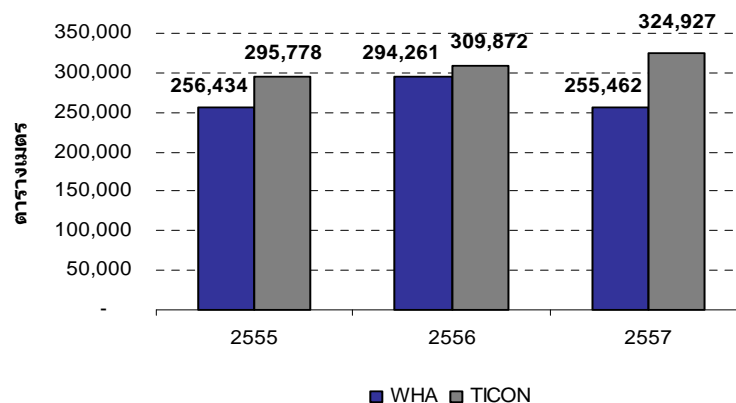
ที่มา : World Bank's Logistics Performance Index Report

คู่แข่งหลักคือ TICON

บริษัทไทคอน อินดัสเทรียล จำกัด (มหาชน) หรือ TICON ถือเป็นคู่แข่งอันดับหนึ่งของ WHA เนื่องด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกัน คือเป็นผู้พัฒนาคลังสินค้า และโรงงานให้เช่าแบบ Built-to-Suit และ Ready Built โดยเมื่อเปรียบเทียบพื้นที่ให้เช่าเฉพาะส่วนของคลังสินค้า ณ สิ้นปี ตั้งแต่ปี 2555-2557 โดยไม่นับส่วนที่ขายเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ จะพบว่า TICON มีพื้นที่ให้เช่ามากกว่า WHA ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อยู่เล็กน้อย โดยทั้ง 2 บริษัทต่างก็เป็นผู้นำในอุตสาหกรรม

คู่แข่งหลักของ WHA คือ TICON โดยทั้งสองบริษัทต่างก็เป็นผู้นำในอุตสาหกรรมพัฒนาคลังสินค้า

เปรียบเทียบพื้นที่ให้เช่าของคลังสินค้านี้ระหว่าง WHA และ TICON



ที่มา : WHA/ TICON /รวบรวมโดย ASPS

อย่างไรก็ตาม อาคารคลังสินค้าและโรงงานของให้เข้าส่วนใหญ่ของ TICON จะมีขนาดเล็ก 2,500-5,000 ตารางเมตร และมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักเป็นอุตสาหกรรมภาคผลิตที่ต้องการเช่าพื้นที่บริเวณนิคมอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า ขณะที่ WHA จะมุ่งเน้นไปที่อาคารคลังสินค้าแบบ Built-to-Suit ซึ่งมีขนาดของโครงการใหญ่กว่า 10,000 ตารางเมตร และมีฐานลูกค้าส่วนใหญ่เป็นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Product) จึงทำให้ทั้ง 2 บริษัทมีข้อแตกต่างกันและลดความรุนแรงของการแข่งขันลงไปได้บ้าง

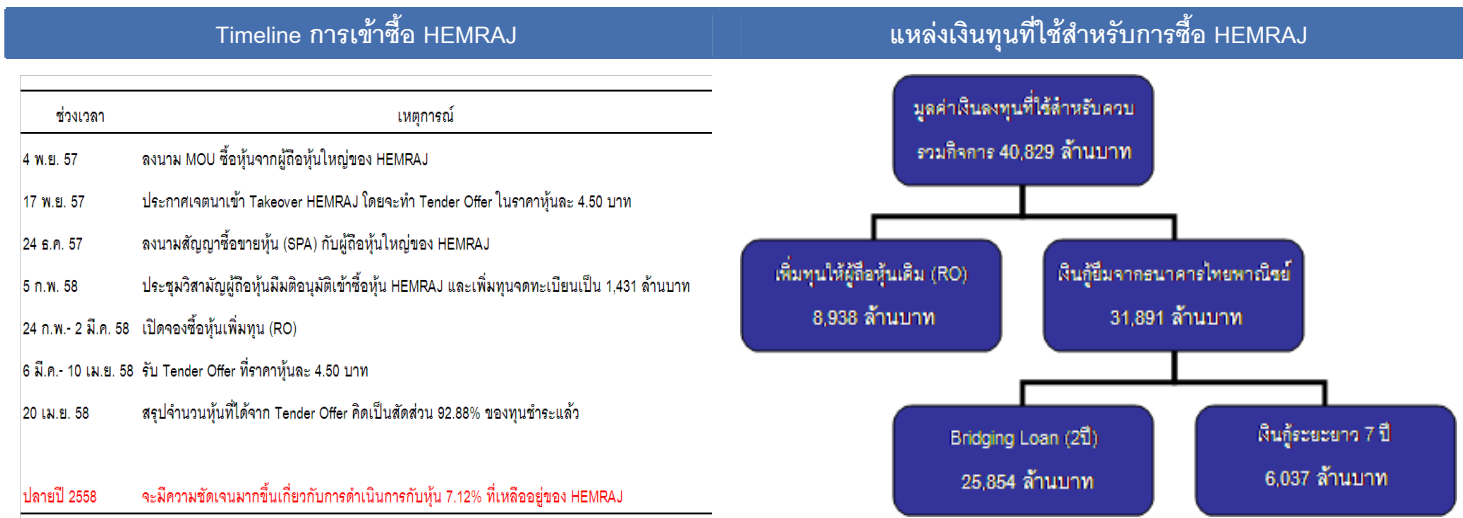
■ **ดีลซื้อ HEMRAJ จบลงด้วยการเข้าไปถือหุ้น 92.88%**

จุดเริ่มต้นของดีลซื้อกิจการ HEMRAJ เกิดขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายปี 2557 ที่ผ่านมาจากกรณีที่ WHA ได้ทำข้อตกลงซื้อขายหุ้น (Stock Purchase Agreement: SPA) กับผู้ถือหุ้นใหญ่ของ HEMRAJ คิดเป็นสัดส่วน 22.53% ของหุ้นทั้งหมด จากกลุ่มคนส่วนตัว หอรุ่งเรือง ผู้ก่อตั้งบริษัทซึ่งต้องการที่จะวางมือ เมื่อรวมกับการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ จึงทำให้ WHA มีสัดส่วนการถือหุ้นเกิน 25% และต้องประกาศทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ HEMRAJ โดยสมัครใจ (Voluntary Tender Offer) ในราคาหุ้นละ 4.50 บาท โดยภายหลังจากการทำเสนอซื้อ Tender Offer สิ้นสุดลง WHA ได้เข้าถือหุ้น HEMRAJ ทั้งหมดจำนวน 9,014 ล้านหุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วน 92.88% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว จึงทำให้ HEMRAJ เปลี่ยนสภาพเป็นบริษัทย่อยของ WHA สำหรับหุ้นของ HEMRAJ ที่เหลืออยู่ 7.12% ในเบื้องต้น WHA มีแผนที่จะนำออกจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากสภาพคล่องของหุ้น (Free Float) ที่อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าการดำเนินการกับหุ้นที่เหลืออยู่ของ HEMRAJ จะมีความชัดเจนมากขึ้นในช่วงปลายปี 2558 โดยประเมินความเป็นไปได้ดังนี้

- 1) ประกาศทำ Tender Offer รอบที่ 2 ซึ่งราคาที่จะรับซื้อยังมีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับสภาพตลาดขณะนั้น โดยอาจเท่ากับหรือน้อยกว่าราคา Tender Offer รอบแรกที่ 4.50 บาท ก็ได้
- 2) ประกาศทำ Swap หุ้นของ WHA ให้กับผู้ถือหุ้นที่เหลืออยู่ของ HEMRAJ
- 3) ในกรณีสุดท้ายคือหากไม่นำ HEMRAJ ออกจากตลาดหลักทรัพย์ WHA จะต้องทำการขายหุ้น HEMRAJ ที่ถืออยู่ออกสู่ตลาด เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้น

ด้านมูลค่าเงินลงทุนที่ใช้สำหรับการซื้อกิจการในครั้งนี้ มีจำนวนสูงถึง 40,829 ล้านบาท โดยแหล่งของเงินทุนมาจาก 1) การเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมของ WHA (Right Offering) ด้วยอัตราส่วน 2.75 ต่อ 1 หุ้น ในราคาหุ้นละ 25.50 บาท โดย WHA ได้รับเงินมาทั้งสิ้น 8,938 ล้านบาท และ 2) เงินกู้ยืมจากธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB) มูลค่ารวม 31,891 ล้านบาท

ภายหลังจากที่ WHA ได้เข้าซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นใหญ่ของ HEMRAJ และประกาศทำ Tender Offer ทำให้ได้หุ้นมาทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วน 92.88% ของทุนชำระแล้ว โดยแหล่งเงินทุนที่ใช้ในการซื้อครั้งนี้มาจากการเพิ่มทุน (RO) และเงินกู้ยืมจากธนาคาร



ที่มา : WHA, รวบรวมโดย ASPS

ที่มา : WHA

■ **ธุรกิจครบวงจรมากขึ้นหลัง Takeover HEMRAJ**

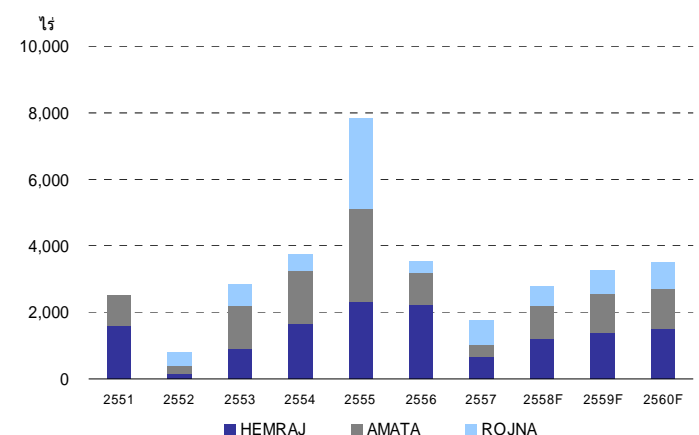
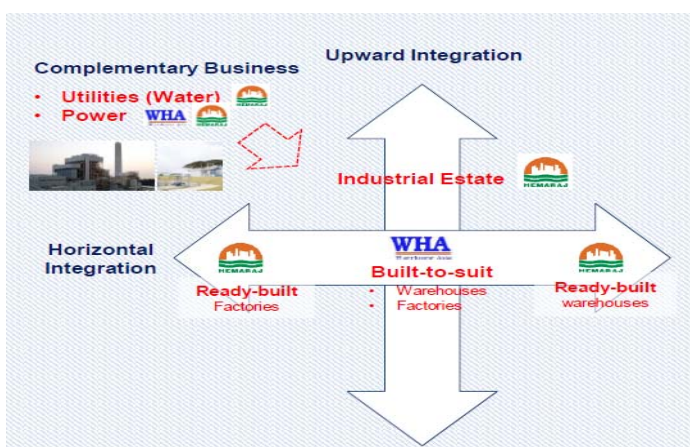
ฝ่ายวิจัยมองว่าการที่ WHA เข้าซื้อกิจการของ HEMRAJ จะทำให้โครงสร้างรายได้ของ WHA กระจายตัวมากขึ้น จากเดิมที่มีสัดส่วนรายได้มาจากธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า/โรงงานให้เช่าเพียงอย่างเดียว โดยฝ่ายวิจัยประเมินผลประโยชน์ที่ WHA จะได้รับจากการซื้อกิจการมีดังนี้

- 1) ผลประโยชน์ที่เกิดกับธุรกิจเดิมคือพัฒนาคลังสินค้า/โรงงานให้เช่า (Horizontal Integration)** จะทำให้ฐานลูกค้ามีขนาดใหญ่และมีความหลากหลายมากขึ้น โดย WHA สามารถเข้าไปทำโรงงานให้เช่า Built-to-Suit ภายในพื้นที่นิคมอุตสาหกรรมของ HEMRAJ ฝ่ายวิจัยจึงเชื่อว่าจะทำให้ WHA จับกลุ่มลูกค้าที่เป็นอุตสาหกรรมยานยนต์ บีโตร์เลียม และอิเล็กทรอนิกส์ได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด และทำให้ WHA ก้าวขึ้นเป็นอันดับหนึ่งของอุตสาหกรรมพัฒนาคลังสินค้า/โรงงานให้เช่าภายในอนาคตได้อย่างไม่ยากนัก
- 2) ผลประโยชน์จากการขยายสู่ธุรกิจต้นน้ำ (Upward Integration)** ด้วยความเป็นผู้นำด้านธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรมของ HEMRAJ ซึ่งมีนิคมฯมากถึง 8 แห่ง พื้นที่รวม 4.5 หมื่นไร่ และเป็นพื้นที่ที่พัฒนาเสร็จแล้วพร้อมขายจำนวน 1.1 หมื่นไร่ จะช่วยให้ฐานรายได้ของ WHA เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ จากการรับรู้รายได้การขายที่ดินเมื่อจัดทำงบการเงินรวมกับ HEMRAJ อีกทั้งจะทำให้ WHA มีที่ดินสะสม (Land Bank) สำหรับพัฒนาโครงการในอนาคต โดยเฉพาะในทำเลภาคตะวันออกของประเทศมากขึ้น นอกจากนี้ ธุรกิจที่ครบวงจรมากขึ้นของ WHA หลังซื้อกิจการ HEMRAJ จะทำให้ WHA มีโอกาสและช่องทางในการขยายการลงทุนไปยังต่างประเทศมากขึ้น เนื่องจากการลงทุนในต่างประเทศมักจะเริ่มต้นด้วยการเข้าไปพัฒนานิคมอุตสาหกรรม (IE) ก่อนที่ธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า/โรงงานให้เช่า จะตามเข้าไปเป็นลำดับต่อไป
- 3) ผลประโยชน์จากการขยายกิจการไปธุรกิจอื่นๆ (Complementary Business)** การซื้อกิจการ HEMRAJ ทำให้ WHA ได้รับธุรกิจอื่นๆ ได้แก่ ธุรกิจสาธารณูปโภค และธุรกิจโรงไฟฟ้า ตามไปด้วย ซึ่งทั้งสองธุรกิจต่างเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้สม่ำเสมอ (Recurring Income) ฝ่ายวิจัยจึงมองว่าจะช่วยให้รายได้และกำไรของ WHA มีความแน่นอนมากขึ้น ลดความเสี่ยงจากธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า/ให้เช่า และธุรกิจขายที่ดิน ที่มีความผันผวนของรายได้ในแต่ละไตรมาส เนื่องจากขึ้นอยู่กับนโยบายการขายสินทรัพย์เข้ากองทุน และกำหนดการโอนที่ดินให้กับลูกค้า
- 4) ผลประโยชน์อื่นๆ** ด้วยขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าจะทำให้ WHA มีอำนาจต่อรองในการซื้อวัสดุก่อสร้าง และควบคุมต้นทุนการก่อสร้างได้ดีขึ้น นอกจากนี้ ยังทำให้ WHA สามารถระดมทุนจากการกู้ยืมได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ลงได้

การซื้อกิจการ HEMRAJ นอกจากจะช่วยสนับสนุนธุรกิจพัฒนาคลังสินค้า/ให้เช่าแล้ว ยังช่วยต่อยอดไปยังธุรกิจต้นน้ำ คือพัฒนานิคมอุตสาหกรรม อีกทั้งจะช่วยทำให้ WHA มีรายได้สม่ำเสมอมากขึ้นจากการได้ธุรกิจสาธารณูปโภค และธุรกิจโรงไฟฟ้า เข้ามาเสริม

ผลประโยชน์ที่ WHA ได้รับจากการซื้อ HEMRAJ

ยอดขายที่ดิน HEMRAJ เทียบกับคู่แข่งในกลุ่มพัฒนานิคมฯ



ที่มา : WHA

ที่มา : รวบรวมโดย ASPS

■ มีแผนขายสินทรัพย์จำนวนมากเพื่อนำไปชำระคืนหนี้

ผลจากการใช้เงินกู้ยืมจำนวนมากถึง 31,891 ล้านบาท สำหรับการซื้อหุ้น HEMRAJ จึงทำให้ WHA ต้องพยายามขายสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน รวมถึงขายคลังสินค้า/โรงงาน และอาคารสำนักงานให้เข้าทั้งในส่วนของ WHA และ HEMRAJ เข้ากอง REIT จำนวนมาก และนำเงินสดที่ได้รับไปชำระคืนเงินกู้ยืม เพื่อที่จะลดภาระดอกเบี้ยจ่ายลงให้เร็วที่สุด

การขายสินทรัพย์ลำดับแรกคือสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของ HEMRAJ ประกอบด้วย อาคารสำนักงาน UM Tower และที่ดินบนเกาะล้าน 253 ไร่ มูลค่าขายรวมกันราว 3 พันล้านบาท โดยการขายสินทรัพย์ดังกล่าวได้เสร็จสมบูรณ์ไปแล้วในช่วงเดือน เม.ย. 58 ที่ผ่านมา ซึ่ง HEMRAJ ได้นำเงินที่ได้รับมาเป็นส่วนหนึ่งในการจ่ายเงินปันผล 0.443 บาท ต่อหุ้น ที่มีกำหนดจ่ายในวันที่ 31 ก.ค. 58 นี้ ทำให้ WHA จะได้รับเงินปันผลครั้งนี้ราว 4 พันล้านบาท (คิดตามสัดส่วนการถือหุ้น 92.88%) และจะนำเงินที่ได้รับไปชำระคืนเงินกู้รอบแรก

สำหรับแผนการขายสินทรัพย์ลำดับถัดมาจะเป็นส่วนของการขายอาคารสำนักงานเข้า Office REIT หรือ WHABT ซึ่งสินทรัพย์ที่ขายจะประกอบด้วยอาคาร SJ I Infinite Business Complex (ชื่อเดิมคือ Equinox ที่ WHA ได้ซื้อจาก MJD ในปีที่ผ่านมา) และอาคาร Business Complex ที่บางนา โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าจะสามารถขายสินทรัพย์ดังกล่าวได้ภายในงวด 3Q58 มูลค่าขายราว 1,800 ล้านบาท (มูลค่าสุทธิหักส่วนที่ WHA จะเข้าไปถือหุ้นใน WHABT 15% แล้ว)

ด้านแผนการขายคลังสินค้าของ WHA ในปีนี้จะเป็นการขายเข้ากอง WHART เป็นหลัก และมีส่วนที่ขายเข้ากอง WHAPF เล็กน้อย โดยคาดว่าจะมีขนาดพื้นที่ของคลังสินค้าที่จะขายรวมราว 1.8 แสนตารางเมตร ซึ่งประเมินว่า WHA จะได้รับเงินมาทั้งสิ้นราว 4,000 ล้านบาทภายในงวด 4Q58 อีกทั้งจะมีการขายคลังสินค้า และโรงงานให้เข้าที่เป็น Ready Built ของ HEMRAJ เข้ากอง REIT มาเสริมอีกราว 6,500 ล้านบาท ส่วนแผนการขายสินทรัพย์ของ WHA และ HEMRAJ ที่เหลือเข้า REIT จะเกิดขึ้นอีกทีในช่วงปลายปี 2559 ซึ่งฝ่ายวิจัยมองว่าเป็นช่วงเวลาที่ดีที่มีการขายสินทรัพย์เข้า REIT จำนวนมากในช่วง 1-2 ปีนี้ เนื่องจากสภาวะดอกเบี้ยที่เป็นขาลง ทำให้การลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ และกอง REIT ได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นด้วยอัตราผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่สูงกว่าการฝากเงินกับธนาคาร และทำให้ WHA มีแหล่งเงินสดที่จะนำไปชำระคืนเงินกู้ยืมเพื่อซื้อกิจการ (Acquisition Loan) ได้เกือบทั้งหมดภายในช่วง 2 ปีข้างหน้า สำหรับรายละเอียดแผนการขายสินทรัพย์ดูได้ในตารางด้านล่างนี้

(หน่วย : ล้านบาท)

รายการ	บริษัท	มูลค่า	จำนวนเงินที่ WHA ได้รับ	กำหนดจ่ายเงินคืนหนี้
1. ขายสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน (อาคาร UM Tower และที่ดินบนเกาะล้าน)	HEMRAJ	3,003	2,789	ก.ค. 58
2. ขายอาคารสำนักงานเข้ากอง WHABT	WHA	1,800	1,800	ก.ย. 58
3. ขายคลังสินค้า และโรงงานสำเร็จรูปของ HEMRAJ เข้ากอง REIT ครั้งที่ 1	HEMRAJ	7,000	6,500	พ.ย. 58
4. ขายคลังสินค้าของ WHA เข้ากอง WHART และ WHAPF	WHA	4,000	4,000	ธ.ค. 58
5. ขายคลังสินค้า และโรงงานสำเร็จรูปของ HEMRAJ เข้ากอง REIT ครั้งที่ 2	HEMRAJ	4,000	3,715	พ.ย. 59
6. ขายคลังสินค้าของ WHA เข้ากอง WHART	WHA	4,000	4,000	ธ.ค. 59
7. นำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงานเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	HEMRAJ	2,900	2,700	ปี 2559-2560
รวม		26,703	25,504	

ที่มา : WHA รวบรวมโดยASPS

หมายเหตุ: หากเป็นการขายสินทรัพย์ของ HEMRAJ จำนวนเงินที่ได้รับจะน้อยกว่ามูลค่าขาย เนื่องจาก WHA จะได้รับเงินตามสัดส่วนการถือหุ้น HEMRAJ ที่ 92.88%

เตรียมนำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงานเข้าตลาดฯ

WHA มีแผนที่จะนำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงานของ HEMRAJ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Spinoff) ภายในปี 2559 ซึ่งทั้ง 2 ธุรกิจถือเป็นธุรกิจที่สามารถสร้างรายได้อย่างสม่ำเสมอ และมีความแน่นอน (Recurring Income) จึงทำให้ฝ่ายวิจัยมีมุมมองว่าการนำเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ จะเป็นการ Unlock Value ทำให้สามารถแสดงมูลค่าเงินลงทุนที่สูงขึ้น เมื่อเทียบกับการอยู่ภายใต้โครงสร้างของ HEMRAJ ซึ่งถูก Discount ด้วยภาพรวมของธุรกิจอื่น ๆ ที่ความเสี่ยงสูงกว่า เช่น ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม

ด้านแนวโน้มรายได้ของธุรกิจสาธารณูปโภค มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องจากความต้องการใช้น้ำที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนลูกค้าในอุตสาหกรรมที่มากขึ้น โดยฝ่ายวิจัยประเมินยอดขายน้ำในนิคมฯ จะเติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี (Cumulative Average Growth Rate: CAGR) สุกระดับ 3 แสนลบ.ม./วัน ภายในช่วง 3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะสร้างรายได้สูงถึงระดับ 2 พันล้านบาทในปี 2560 สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้าของ HEMRAJ ก็มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นเช่นเดียวกัน โดยปัจจุบันมีกำลังการผลิตส่วนที่เป็นของ HEMRAJ 318 MW หลักๆ มาจากโครงการโรงไฟฟ้า Gheco-One ที่ร่วมทุนกับบริษัท GLOW โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าจะทำให้ HEMRAJ รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมราว 1,200-1,400 ล้านบาท ต่อปี ภายในช่วง 3 ปีข้างหน้า (2558-2560) และจะเพิ่มมากขึ้นจากการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) อีก 7 โครงการ ขนาดกำลังการผลิต 220 MW ที่จะสามารถจำหน่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) ได้ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้ารวมของ HEMRAJ เพิ่มขึ้นเป็น 538 MW

การนำธุรกิจสาธารณูปโภค และพลังงาน เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ จะช่วยปลดล็อกมูลค่าธุรกิจ

กำลังการผลิตไฟฟ้าของ HEMRAJ

Project	Type	Fuel	Location	Ownership	MW	Beneficial	Operate
Glow IPP	IPP	Gas	H-CIE	5%	713	36	2001
Houay Ho	IPP	Hydroelectric	Laos	12.75%	152	19	1999
Gheco-one	IPP	Coal	Maptaphut I.E.	35%	660	231	2012
GJP NLL	SPP	Cogen Gas	H-RIL	25.01%	126	31	2013
Gulf Solar	VSPP	Solar Rooftop	RBF/HLP	25.01%	0.6	0.15	2014
รวม (MW)				19.24%	1,652	318	
GVTP Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS1 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS2 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	ESIE	25.01%	130	33	2017
GTS3 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-ESIE	25.01%	120	30	2017
GTS4 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-ESIE	25.01%	120	30	2018
GNLL2 Gulf Mitsui	SPP	Cogen Gas	H-RIL	25.01%	120	30	2019
Bowin Clean Energy B.Grimm	SPP	Cogen Gas	H-CIE	25.01%	132	33	2016
รวม (MW)					2,534	538	

ที่มา : HEMRAJ /รวบรวมโดย ASPS

นอกจากนี้ WHA ยังมีแผนที่จะรุกสู่ธุรกิจพลังงานทดแทนมากขึ้น ประกอบด้วย 1) โครงการ Solar Rooftop ซึ่งสามารถใช้ประโยชน์จากพื้นที่บนหลังคาที่มีรวมกันสูงถึง 2 ล้านตร.ม. ทำให้สามารถมีกำลังการผลิตได้สูง 200 MW (โดยปกติจะใช้พื้นที่บนหลังคา 1 หมื่นตร.ม. ต่อการผลิตไฟฟ้า 1MW) และ 2) โครงการผลิตไฟฟ้าจากขยะ (Waste Energy) ซึ่งจะเป็นการร่วมมือกับเทศบาลท้องถิ่น โดยจากปริมาณขยะที่มีอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมของ HEMRAJ คาดว่าจะมีกำลังการผลิตเริ่มต้นที่ราว 20 MW ทั้งนี้ 2 โครงการลงทุนดังกล่าวยังอยู่ในช่วงขั้นตอนการศึกษาและวางแผน ฝ่ายวิจัยจึงเชื่อว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นในเร็วนี้

■ **คาดการณ์รายได้และกำไรเติบโตอย่างมากหลังรวมงบ HEMRAJ**

ฝ่ายวิจัยคาดว่าฐานรายได้ และกำไรสุทธิของ WHA จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากการจัดทำงบการเงินรวมกับบริษัทย่อย HEMRAJ (เริ่มรวมงบเต็มจำนวนตั้งแต่วุด 2Q58 เป็นต้นไป) โดยฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิปี 2558 จะอยู่ที่ระดับ 4.26 พันล้านบาท เติบโต 3.35 เท่าตัวจากปีก่อนหน้า และจะเติบโตเป็น 5.25 พันล้านบาทในปี 2559 ด้วยแรงหนุนจากดอกเบี้ยจ่ายที่จะลดลงตามแผนการนำเงินจากการขายสินทรัพย์ไปชำระหนี้ โดยสมมติฐานหลักที่ใช้ในประมาณการของฝ่ายวิจัยมีดังนี้

การจัดทำงบการเงินรวมระหว่าง WHA และ HEMRAJ จะทำให้ฐานรายได้ และกำไรสุทธิของ WHA เติบโตอย่างมีนัยสำคัญ

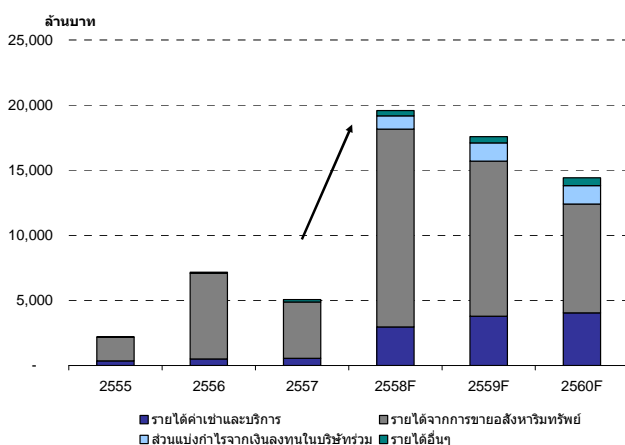
1) **สมมติฐานรายได้**

- รายได้ค่าเช่าและบริการ ฝ่ายวิจัยตั้งสมมติฐานพื้นที่ให้เช่าเฉลี่ยปี 2558 ของ WHA อยู่ที่ระดับ 2.75 แสนตร.ม. และกำหนดให้ค่าเช่าคลังสินค้าเพิ่มขึ้น 20% YoY เป็น 200 บาท/ตร.ม./เดือน เนื่องจากกลยุทธ์ของ WHA ที่พัฒนาคลังสินค้าให้มีความหลากหลาย โดยเฉพาะคลังสินค้าที่มีการควบคุมอุณหภูมิ เช่น Multi-Temperature และ Cold Storage ทำให้ได้รับค่าเช่าต่อตารางเมตรที่สูงขึ้น สำหรับรายได้ค่าเช่าและบริการส่วนอื่นๆจะมาจาก HEMRAJ ได้แก่ รายได้จากจำหน่ายน้ำในนิคมฯ (ธุรกิจสาธารณูปโภค) รายได้จากค่าเช่าโรงงานและคลังสินค้าของ HEMRAJ และรายได้อื่นๆ ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าจะสร้างรายได้รวมให้กับ WHA ในปี 2558 ได้ราว 2.3 พันล้านบาท เมื่อรวมกับรายได้ค่าเช่าของ WHA จึงทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินรายได้ค่าเช่าและบริการรวมในปี 2558 ที่ระดับ 2.96 พันล้านบาท เติบโต อย่างมีนัยสำคัญ 4.36 เท่าตัวจากปีก่อนหน้า ส่วนแนวโน้มรายได้ค่าเช่าและบริการในปี 2559-2560 ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะเติบโต 26% และ 6% YoY ตามลำดับ

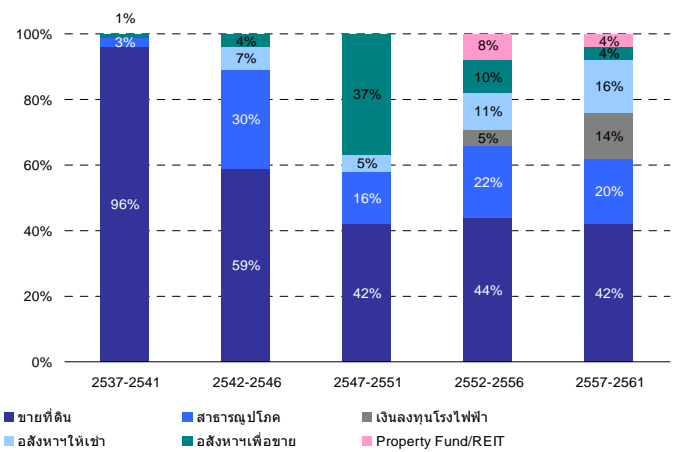
- รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ ฝ่ายวิจัยคาดว่า WHA จะมีการบันทึกรายได้จากการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT ทั้งหมด 1.28 หมื่นล้านบาท ในปี 2558 ไม่นับรวมการขายตึก UM Tower และที่ดินบนเกาะล้าน เนื่องจากไม่ใช่สินทรัพย์ในการดำเนินงาน จึงน่าจะรับรู้เป็นกำไรพิเศษ ส่วนปี 2559 และปี 2560 คาดมีรายได้จากการขายสินทรัพย์เข้า REIT 8,000 และ 4,000 ล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้ รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ยังนับรวมรายได้จากการขายที่ดินของ HEMRAJ ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าจะมีการรับรู้รายได้ราว 2.4 พันล้านในปี 2558 และเพิ่มขึ้นเป็น 3.9 พันล้านบาท และ 4.35 พันล้านบาทในปี 2559 และปี 2560 ตามลำดับ

- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม หลักๆจะมาจากส่วนของโครงการโรงไฟฟ้า Gheco-one ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดว่าจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรเข้ามาในปี 2558 ราว 1 พันล้านบาท เนื่องจาก WHA รวมงบกับ HEMRAJ ไม่เต็มปี แต่จะเพิ่มมากขึ้นเป็น 1,400 ล้านบาท ต่อปี ในปี 2559-2560

คาดการณ์รายได้ของ WHA



สัดส่วนรายได้ของ HEMRAJ ในแต่ละธุรกิจ

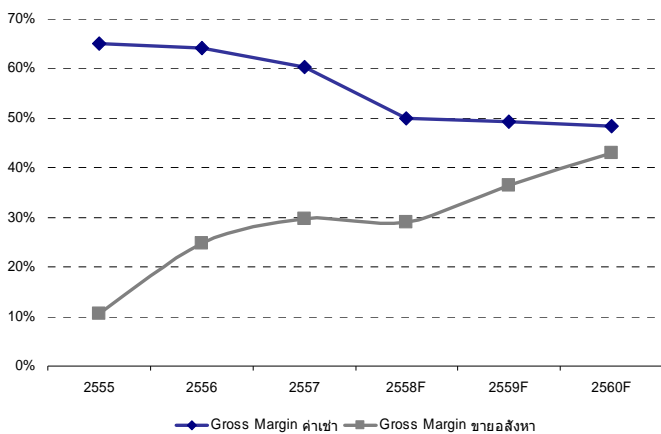


2) สมมติฐาน Gross Margin

- Gross Margin ค่าเช่าและบริการ โดยปกติแล้วธุรกิจเช่าคลังสินค้าของ WHA ที่ผ่านมาในอดีต จะมี Gross Margin อยู่ในช่วง 60-65% ฝ่ายวิจัยจึงกำหนดสมมติฐาน Gross Margin ธุรกิจคลังสินค้าของ WHA ในช่วง 3 ปีข้างหน้าอยู่ที่ระดับ 60% แต่หลังจากที่ WHA ต้องจัดทำงานการเงินร่วมกับ HEMRAJ จึงต้องนำธุรกิจสาธารณูปโภคของ HEMRAJ รวมอยู่ในรายได้ค่าเช่าและบริการ และต้นทุนค่าเช่าและบริการ ซึ่งเป็นธุรกิจที่มี Gross Margin ค่อนข้างคงที่ราว 35% จึงทำให้ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะดึงให้ Gross Margin โดยรวมของค่าเช่าและบริการลดลงมาอยู่ที่บริเวณ 48-50% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า (ปี 2558-2560)

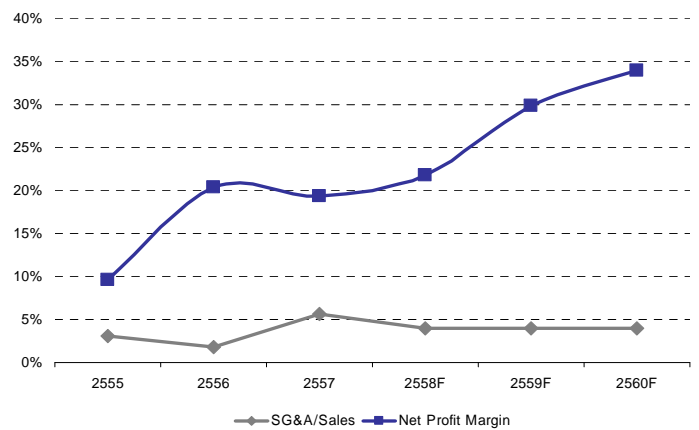
- Gross Margin ขายอสังหาริมทรัพย์ ฝ่ายวิจัยกำหนดให้ 1) การขายคลังสินค้าของ WHA เข้ากอง REIT มี Gross Margin อยู่ที่ 30% 2) Gross Margin การขายคลังสินค้าและโรงงานให้เช่า (RBW และ RBF) ของ HEMRAJ อยู่ที่ระดับ 25% ต่ำกว่าเล็กน้อย เนื่องจากมีมูลค่าทางบัญชีที่สูงขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการ 3) การขายสำนักงาน 2 แห่งเข้า Office REIT ในปี 2558 คาดว่าจะมี Margin ที่น้อยมาก โดยกำหนดให้อยู่ที่ 10% และ 4) Gross Margin การขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมของ HEMRAJ อยู่ที่ 55% ดังนั้น ฝ่ายวิจัยจึงประเมินว่า Gross Margin การขายอสังหาริมทรัพย์โดยรวมในปี 2558 จะยังอยู่ในระดับต่ำกว่าราว 29% เนื่องจากสัดส่วนรายได้จะมาจากการขายสินทรัพย์เข้า REIT เป็นหลัก แต่เชื่อว่า Gross Margin การขายอสังหาริมทรัพย์ จะเพิ่มขึ้นเป็น 36.5% และ 43% ในปี 2559 และปี 2560 ตามลำดับ ด้วยสัดส่วนรายได้ที่มาจากการขายที่ดินเพิ่มขึ้น

Gross Margin ค่าเช่า/บริการ และการขายอสังหาริมทรัพย์



ที่มา : ASPS

SG&A/Sales และ Net Profit Margin



ที่มา : ASPS

3) สมมติฐาน SG&A/Sales

ฝ่ายวิจัยกำหนดให้อยู่ที่ระดับ 4% ในปี 2558-2560

4) สมมติฐานต้นทุนทางการเงิน

ด้วยจำนวนการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อกิจการของ HEMRAJ ที่สูงถึง 3.2 หมื่นล้านบาท และแผนการขายสินทรัพย์เข้า REIT ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2558 ฝ่ายวิจัยจึงประเมินดอกเบี้ยจ่ายในปี 2558 จะยังอยู่ในระดับสูงราว 1,200 ล้านบาท ก่อนจะปรับลดลงเหลือ 800 ล้านบาทในปี 2559 และปี 2560 ตามแผนการจำหน่ายสินทรัพย์เพื่อลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของ WHA

5) สมมติฐานภาษีจ่าย

ฝ่ายวิจัยกำหนดให้ Effective Tax Rate อยู่ที่ 15% ในปี 2558-2560

■ มูลค่าพื้นฐานอยู่ที่ 4.74 บาท อิงวิธี SOTP

ฝ่ายวิจัยประเมิน Fair Value ของ WHA อิงวิธี Sum of the part (SOTP) โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานธุรกิจ คลังสินค้าของ WHA อิงวิธี DCF ที่ 1.66 บาท (ใช้ WACC 7.8% และ Terminal Growth Rate 4%) เมื่อรวมกับมูลค่าพื้นฐานของ HEMRAJ ที่ประเมินโดยอิง PER 16 เท่า (ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี + 1SD) และคิดเฉพาะส่วนที่ WHA ถือหุ้นอยู่ 92.88% ได้ราคาเหมาะสมที่ 3.08 บาท จึงทำให้ได้ Fair Value รวมของ WHA ที่ 4.74 บาท เทียบกลับมาคิดเป็น PER ปี 2558 ที่ 14.6 เท่า ถือว่าไม่แพงนักเมื่อเทียบกับกลุ่มบริษัทนิคมอุตสาหกรรม และผู้พัฒนาคลังสินค้าที่มี PER อยู่ในช่วง 12-17 เท่า อีกทั้งราคาหุ้นปัจจุบันยังมี Upside สูง 20% ฝ่ายวิจัยจึงแนะนำ “ซื้อ”

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน แยกส่วนระหว่างธุรกิจของ WHA และธุรกิจของ HEMRAJ ได้มูลค่าพื้นฐานรวมกันที่ 4.74 บาท

การประเมินมูลค่ากิจการของ WHA ด้วยวิธี SOTP

Free Cash Flows	Estimate 2558	Estimate 2559	Estimate 2560	Estimate 2561	Estimate 2562
กำไรก่อนดอกเบี้ย และภาษีจ่าย	1,803	1,940	2,099	2,224	2,361
ภาษีจ่าย	270	291	315	334	354
การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
เงินลงทุน (Cap Ex)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(1,300)
ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	180	200	220	240	260
กระแสเงินสดของกิจการ (FCFF)	(818)	(640)	(437)	(273)	1,604
Terminal Value					43,479
Discount Factor	1.00	0.93	0.86	0.80	0.74
Discounted Free Cash Flow	(818)	(594)	(376)	(218)	1,186
Discounted Terminal Value					32,152
PV (FCFs)	(818)				
PV (TV)	32,152				
มูลค่าของกิจการ (Enterprise Value)	31,333				
+ Non-operating Asset	1,200				
- Market Value of Debt (ไม่รวม Acquisition Loan)	10,750				
Market Value	21,783				
FV ธุรกิจคลังสินค้าของ WHA	1.66				

กำไร HEMRAJ ปี 58	2,727.8
จำนวนหุ้นของ WHA	13,144.0
EPS HEMRAJ ใน WHA	0.19
PER 16 เท่า	16
FV ส่วนของ HEMRAJ	3.08

FAIR VALUE รวมของ WHA 4.74

ที่มา : ASPS

หมายเหตุ: กำไรของ HEMRAJ ปี 2558 ที่ 2,727.8 ล้านบาท ที่ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการ ไม่นับรวมกำไรจากการขายสินทรัพย์ UM Tower และที่ดินบนเกาะล้าน รวมถึงกำไรจากการขายคลังสินค้า/โรงงานให้เช่าของ HEMRAJ เข้ากอง REIT เนื่องจาก ไม่ใช่การดำเนินงานปกติของ HEMRAJ อีกทั้งเงินสดที่ได้รับจะถูกจ่ายออกเป็นเงินปันผลเพื่อนำไปชำระหนี้ ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงไม่ได้นับรวม Value ของสินทรัพย์ดังกล่าวเข้าในการประเมินมูลค่ากิจการ

■ ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ฝ่ายวิจัยประเมินความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจของ WHA มีปัจจัยหลักๆดังนี้

1) ความเสี่ยงเกี่ยวกับรายได้ค่าเช่าและบริการ

โดยปกติแล้ว การพัฒนาคลังสินค้าแบบ Built-to-Suit ของ WHA จะมีความเสี่ยงค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีการตกลงทำสัญญากันก่อนการก่อสร้าง มีการร่วมกันจัดหาทำเล ออกแบบ และก่อสร้าง แต่ด้วยในระยะหลังที่ WHA ได้มีการลงทุนในคลังสินค้าแบบสำเร็จรูป

ความเสี่ยงหลักๆของ WHA ประกอบด้วยความเสี่ยงเกี่ยวกับรายได้ค่าเช่า/บริการ รายได้จาก การขายอสังหาริมทรัพย์ และ ความเสี่ยงจากต้นทุนการเงินที่อยู่ในระดับสูง

(General Warehouse) มากขึ้น ซึ่งเป็นโครงการที่พัฒนาขึ้นก่อนที่จะมีผู้เช่า ทำให้มีความเสี่ยงที่จะหาผู้เช่าไม่ได้สูงขึ้น สะท้อนจากอัตราการใช้ (Occupancy Rate) ณ ปี 2557 ที่อยู่ในระดับ 80% เทียบกับอดีตในปี 2555 และ 2556 ที่มีอัตราการใช้เต็ม 100%

2) ความเสี่ยงเกี่ยวกับรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์

เนื่องจาก WHA มีแผนการขายสินทรัพย์จำนวนมากในช่วง 2 ปีข้างหน้า (2558-2559) และส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี ดังนั้นหากการขายสินทรัพย์เกิดความล่าช้า จะทำให้การรับรู้รายได้ และกำไรผิวดิจจากประมาณการของฝ่ายวิจัย นอกจากนี้ ธุรกิจขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมของ HEMRAJ ก็มีความผันผวนในการรับรู้รายได้เช่นเดียวกัน ขึ้นอยู่กับกำหนดการโอนที่ดินของลูกค้า ซึ่งความล่าช้าในการโอนเป็นเรื่องปกติที่พบได้ในกลุ่มผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรม

3) ความเสี่ยงจากต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับสูง

WHA มีแผนที่จะลดอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน (Gearing Ratio) จากระดับ 3 เท่าในปัจจุบัน ให้ลดลงเหลือ 1.6 เท่าภายในสิ้นปี 2559 ซึ่งถ้าหากแผนการชำระคืนเงินกู้ยืมมีความล่าช้า จะทำให้ WHA ต้องแบกรับดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมาก และกดดันให้กำไรสุทธิปี 2558-2560 ต่ำกว่าประมาณการของฝ่ายวิจัย

ผลประกอบการรายไตรมาสของ WHA

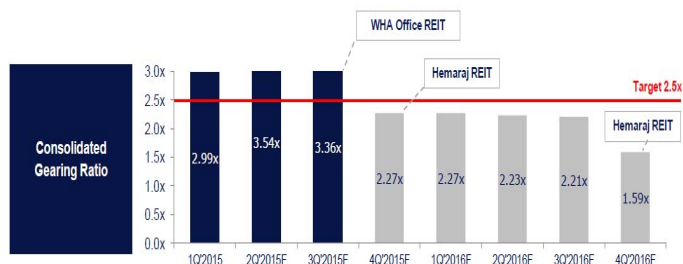
Key Data (ล้านบาท)	3Q56	4Q56	1Q57	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	% QoQ	% YoY	2557	2556	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	158	4,721	149	152	180	4,577	548	-88.0%	268.8%	5,058	7,169	-29.5%
ต้นทุนขาย	45	3,099	37	37	59	3,137	252	-92.0%	578.2%	3,269	5,141	-36.4%
กำไรขั้นต้น	113	1,622	111	116	121	1,440	296	-79.4%	165.6%	1,789	2,028	-11.8%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	34	47	28	34	35	187	83	-55.8%	196.4%	283	132	115.0%
EBIT	79	1,574	81	79	86	1,252	213	-83.0%	163.4%	1,497	1,895	-21.0%
กำไรสุทธิ	30	1,290	32	28	5	914	(5)	N/A	N/A	979	1,463	-33.1%
Norm Profit	30	1,290	32	28	5	914	(5)	N/A	N/A	979	1,463	-33.1%
Gross Margin (%)	71.6%	34.4%	75.0%	75.9%	67.4%	31.5%	54.0%			35.4%	28.3%	
Norm Profit Margin (%)	18.9%	27.3%	21.3%	18.4%	2.9%	20.0%	-0.8%			19.3%	20.4%	

ที่มา : ASPS

คาดการณ์ Gearing Ratio ของ WHA

เปรียบเทียบ WHA กับบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน

Projected Gearing Ratio



ที่มา : WHA

ชื่อบริษัท	ประเภท	Fair Value (Baht)	กำไรสุทธิ		EPS		PER ปี 58
			2558F	2559F	2558F	2559F	
AMATA	ซื้อ	18.70	1,247	1,550	1.17	1.45	12.6
HEMRAJ	ถือ	4.50	2,728	3,182	0.28	0.33	16.8
ROJNA	ถือ	8.46	1,039	872	0.53	0.44	13.7
TICON	ขาย	16.16	955	1,005	0.86	0.90	16.2
WHA	ซื้อ	4.74	4,261	5,253	0.32	0.40	12.3

ที่มา : ASPS

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ WHA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	5,058	19,578	17,575	14,411	กำไรสุทธิ	979	4,261	5,253	4,898
ต้นทุนขาย	3,269	12,257	9,482	6,845	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(695)	430	361	362
กำไรขั้นต้น	1,789	7,321	8,093	7,566	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	179	361	361	362
ค่าใช้จ่ายในการขาย	283	783	703	576	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	295	1,200	800	800	ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(8)	1,013	1,395	1,417
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(8)	1,013	1,395	1,417	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(280)	539	24	(114)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,203	5,336	6,588	6,187	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4	5,230	5,639	5,145
ภาษีเงินได้	224	980	1,108	1,048	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(1,607)	-	-	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	(194)	(227)	(242)	เพิ่ม/ลด เงินลงทุนในบริษัทร่วม	-	(8,471)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	100	-	-	เพิ่ม/ลด สินทรัพย์ถาวร	(2,992)	(37,726)	10	22
กำไรสุทธิ	979	4,261	5,253	4,898	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(4,599)	(46,198)	10	22
EPS	1.02	0.32	0.40	0.37	เพิ่ม/ลด เงินกู้	5,298	32,873	(9,215)	(1,630)
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	979	4,161	5,253	4,898	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	8,132	-	-
Norm EPS	1.02	0.32	0.40	0.37	เพิ่ม/ลด วอร์เรนท	-	803	-	-
การเติบโตของยอดขาย	-29.5%	287.1%	-10.2%	-18.0%	ลด จ่ายปันผล	(652)	-	-	-
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-33.1%	325.2%	26.2%	-6.8%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสดสุทธิ	4,647	41,808	(9,215)	(1,630)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	35.4%	37.4%	46.0%	52.5%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	51	3,841	(3,566)	3,537
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	19.3%	21.3%	29.9%	34.0%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	2Q57	3Q57	4Q57	1Q58	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
รายได้ธุรกิจหลัก	152	180	4,577	548	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	371	4,211	645	4,182
ต้นทุนขาย	37	59	3,137	252	ลูกหนี้การค้า	104	392	352	288
กำไรขั้นต้น	116	121	1,440	296	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ	5,207	22,684	22,674	22,730
ค่าใช้จ่ายในการขาย	34	35	187	83	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	10,270	41,707	41,336	40,952
ดอกเบี้ยจ่าย	50	79	118	205	สินทรัพย์รวม	15,952	68,994	65,006	68,152
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	(2)	(1)	(2)	76	เจ้าหนี้การค้า	597	1,958	1,758	1,441
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	29	7	1,134	8	เงินกู้ระยะยาว และหนี้สินไม่หมุนเวียน	8,541	40,999	31,644	29,293
ภาษีเงินได้	1	1	220	5	หนี้สินรวม	11,472	48,294	38,859	36,881
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	-	-	(8)	ทุนที่ชำระแล้ว	964	1,314	1,314	1,314
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,549	9,330	9,330	9,330
กำไรสุทธิ	28	5	914	(5)	กำไรสะสม	1,801	6,062	11,316	16,213
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	28	5	914	(5)	ส่วนของผู้ถือหุ้น	4,480	17,699	22,953	27,850
ยอดขาย (QoQ)	2.6%	18.0%	2443.8%	-88.0%	ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	3,000	3,194	3,421
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	75.9%	67.4%	31.5%	54.0%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	15,952	68,994	65,006	68,152
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	-12%	-81%	17323%	N/A					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558F	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.94	3.74	3.28	3.58	พื้นที่ปล่อยเช่าเฉลี่ยของ WHA (ตร.ม.)	274,862	276,724	310,373	331,759
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	66.50	79.04	47.30	45.05	อัตราค่าเช่า (บาท/ตร.ม./เดือน)	167	200	210	221
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	N/A	1.22	1.10	0.90	รายได้จากค่าเช่าและบริการ (ลบ.)	551	2,959	3,797	4,051
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.88	15.32	9.46	9.01	รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ลบ.)	4,337	15,197	11,900	8,350
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.56	2.73	1.69	1.32	Gross Margin จากการขายอสังหาริมทรัพย์	29.7%	29.1%	36.5%	43.0%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7%	10%	8%	7%	SG&A / Sales	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	23%	38%	26%	19%	Effective Tax Rate	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ASPS