

ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น

28 กรกฎาคม 2558
WHA TB / WHA.BK

สอผลกำไรที่จะต่ำกว่าคาดในไตรมาส 2/58

ประเด็นการลงทุน

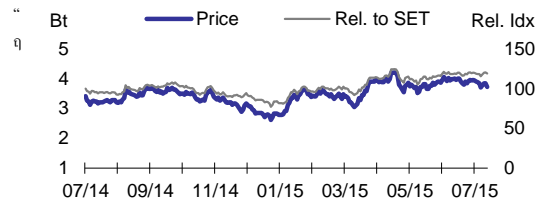
เรายังคงแนะนำให้ ถือ สำหรับ WHA แต่ลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 3.80 บาท (จาก 4.00 บาท) จากภาวะอุตสาหกรรมไทยฟื้นตัวอย่างเชื่องช้า และการปรับลดค่าประเมินเนื่องจากมีความกังวลว่าบริษัทจะไม่สามารถทำตามข้อตกลง debt covenant กับผู้ถือพันธบัตรของบริษัทได้ภายในสิ้นปีนี้ เราปรับลดประมาณการกำไรหลังหักภาษีของปี 2558 และของไตรมาส 2/58 ลงเหลือ 4,341 ล้านบาทและ 473 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการของ HEMRAJ ที่สูงกว่าคาด นอกจากนี้ยังมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่จะกระทบต่อกำไรในปี 2558 ในกรณีที่เกิดความล่าช้าในกอง REIT ใดตัวหนึ่งในทั้งสามกอง ซึ่งจะทำให้เกิดผลกระทบต่อกำหนดการในการจ่ายเงินกู้ยืมที่นำมาซื้อกิจการ แต่ถ้ามหาว่ากำหนดการในการชำระคืนนี้เป็นไปตามแผนเดิมที่วางไว้ เราเชื่อว่า WHA จะสมควรได้รับการปรับประเมินขึ้นที่เหนือกว่า 4.50 บาท ต่อหุ้น จากความเสี่ยงในการชำระหนี้คืนที่ลดลง

ลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2558

นอกจากการฟื้นตัวอย่างเชื่องช้าในธุรกิจหลักของบริษัท ยังมีประเด็นในเรื่องของกำไรที่ลดลงจากการรวมงบการเงินกับ HEMRAJ ถึงปี 2559 เราลดการประมาณการกำไรสุทธิลงเหลือ 473 บาท (ซึ่งรวมสินทรัพย์ที่ไม่ใช่รายการหลักแล้ว) ผลจาก ค่าธรรมเนียม ที่ปรึกษาทางการเงินประมาณ 100 ล้านบาท, ดอกเบี้ยจ่ายที่มากกว่าที่คาดไว้ และกำไรจาก HEMRAJ ที่จะบันทึกไม่ได้จากการที่สินทรัพย์ของ HEMRAJ ถูกบันทึกที่ fair value เมื่อควบรวมกิจการกัน ดังนั้นเราจึงปรับลดกำไรหลังหักภาษีของปี 2558 และ 2559 ลงเหลือ 4,341 และ 6,194 ล้านบาท

ความล่าช้าในการขายสินทรัพย์อาจส่งผลให้เกิดการผัดผ่อนชำระหนี้

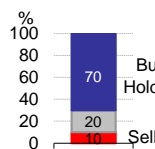
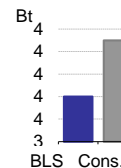
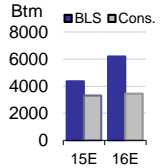
จากที่ WHA จะรับประกันค่าเช่าของตึก SJ Infinite One ที่มีผู้เช่าอยู่ 70% นั้น เมื่อขายสินทรัพย์ให้กอง REIT (WHABT) ในไตรมาส 3/58 จากสัญญาดังกล่าวทำให้เห็นว่าสินทรัพย์อาจจะไม่รับการถ่ายโอนออกจาก WHA นอกจากนี้ในไตรมาส 4/58 กอง H-REIT ของ HEMRAJ จะมีการซื้อสิทธิการเช่าโรงงานและโกดังที่มีสัญญาเช่ายาว 60 ปี ยาวกว่าปกติที่ 30 ปี ซึ่งรายการดังกล่าวที่ซับซ้อนมากขึ้นอาจจะทำให้การขาย IPO ของ REIT เกิดความล่าช้า และจะส่งผลต่อความล่าช้าในการชำระหนี้ ซึ่งอาจทำให้หุ้น WHA ไม่สามารถลดระดับค่า D/E ให้ต่ำกว่าที่สัญญา debt covenant กับผู้ถือพันธบัตรที่กำหนดไว้ที่ 2.5X ณ สิ้นปี ได้

Sector: Property (Industrial) Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 3.80
ราคา (27/07/58): 3.72 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.5	(81.9)	(82.0)
Absolute	(6.1)	(90.7)	(90.1)

Key statistics

Market cap	Bt48.9bn	USD1.4bn
12-mth price range	Bt3.4/Bt43.3	
12-mth avg daily volume	Bt128m	USD3.7m
# of shares (m)	13,144	
Est. free float (%)	24.1	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating

BLS Target price vs. Consensus

BLS earnings vs. Consensus

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	4,888	20,709	17,356	14,148
Net profit (Btm)	978	4,351	6,194	9,816
EPS (Bt)	0.10	0.33	0.47	0.75
EPS growth (%)	-36%	+226.2%	+42.4%	+58.5%
Core profit (Btm)	979	4,351	6,194	9,816
Core EPS (Bt)	0.10	0.30	0.43	0.69
Core EPS growth (%)	-36%	+199.4%	+42.4%	+58.5%
PER (x)	37.8	11.6	8.1	5.1
PBV (x)	8.3	2.7	2.2	1.8
Dividend (Bt)	0.0	0.1	0.2	0.3
Dividend yield (%)	1.1	3.4	4.9	7.8
ROE (%)	22.7	44.2	36.3	44.9

CG rating

ธนัทเทพ จันทรวงศ์
นักวิเคราะห์การลงทุนประจำวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
Thanatthep.c@bualuang.co.th
+66 2 618 1340
จิรเมธ รัตพิพัฒน์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

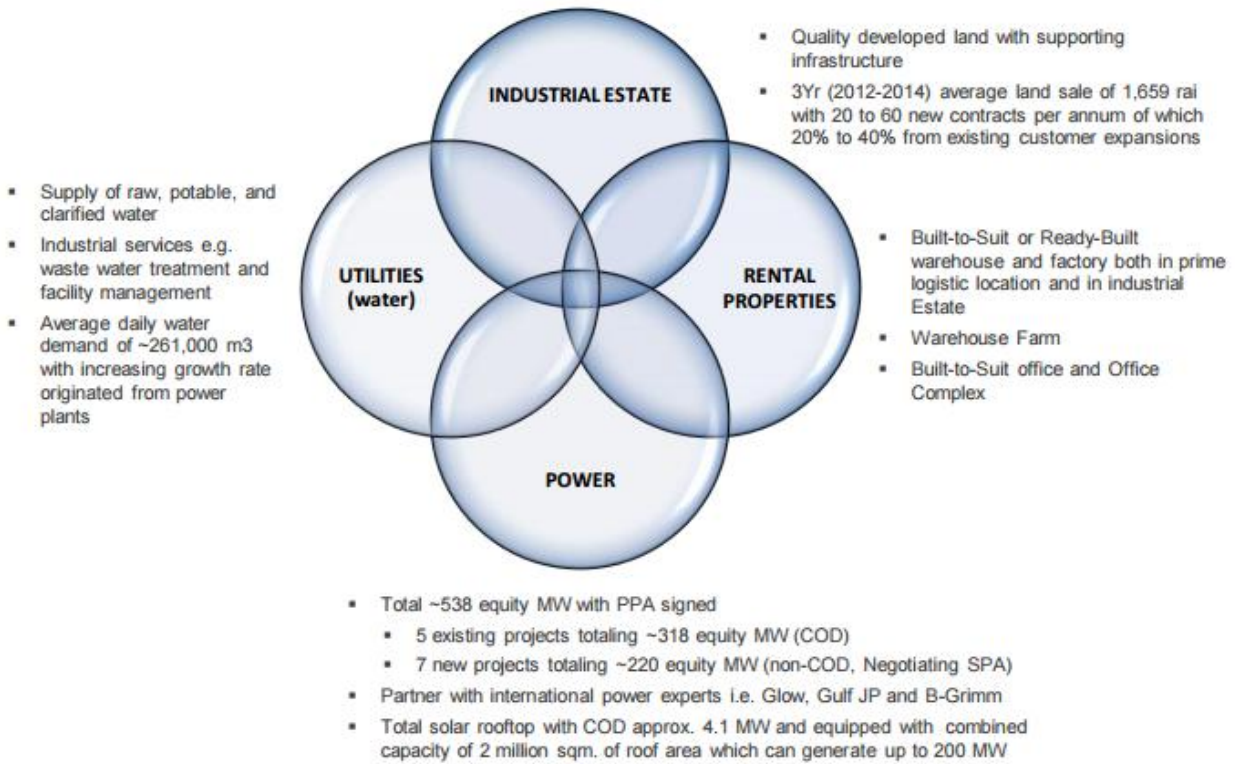
ธุรกิจใหม่ยังคงไม่สามารถรับรู้รายได้ ณ ตอนนี

เราเชื่อว่าธุรกิจตัวใหม่ของบริษัทยังไม่พร้อมที่จะรับรู้รายได้ในปีนี้ แม้โรงงาน Built-to-suit มีศักยภาพที่ดี แต่คาดว่าจะยังไม่สามารถเซ็นสัญญาเข้ากับลูกค้าในเร็วนี้ได้ ทางด้านโกดังแบบไฟฟ้ดิงแบรนด์ก็คาดว่าจะไม่มีการรับรู้รายได้ในปีนี้ เนื่องจากโครงการแห่งแรกยังคงอยู่ภายใต้การก่อสร้าง ส่วนด้าน Data center เราคาดว่าจะยังคงต้องรออย่างน้อยถึงครึ่งแรกปี 59 กว่าภาครัฐจะมีนโยบายเกี่ยวกับโครงการ data center ประมาณ 40 แห่ง

รายได้จากการผลิตไฟฟ้าหนุนผลประกอบการ แต่ยังไม่เห็นการเติบโตถึง ไตรมาส 4/59

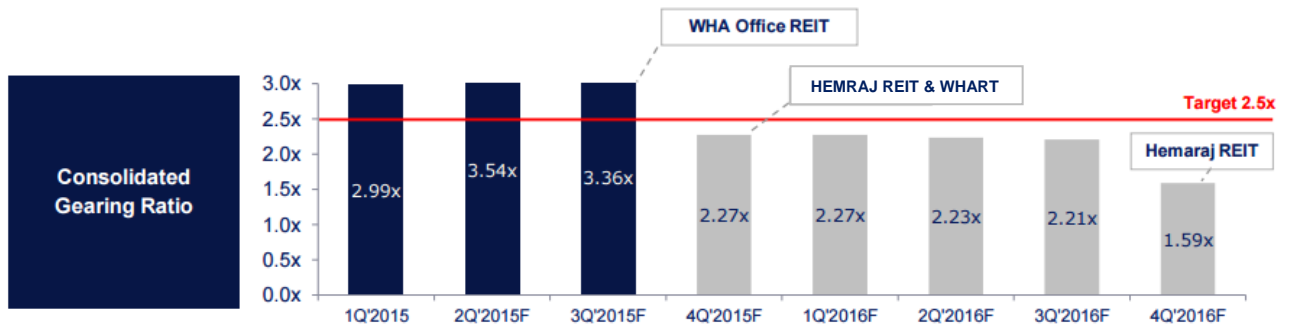
แม้ธุรกิจการผลิตไฟฟ้าของบริษัท HEMRAJ จะหนุนให้มีผลประกอบการที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง แต่เรายังไม่เห็นปัจจัยที่จะผลักดันให้มีการเติบโตของรายได้ไฟฟ้าในช่วงนี้ ทั้งนี้กำหนดการจ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ของ SPP ครั้งต่อไปนั้นอยู่ในเดือน พ.ย. 2559 และแม้ HEMRAJ อาจมีการดำเนินการในโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานขยะของทางภาครัฐในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า รายได้จากโครงการผลิตไฟฟ้าขยะจะน้อยมากเมื่อเทียบกับจำนวนที่รับอยู่จากโรงงานผลิตไฟฟ้าปัจจุบัน พร้อมทั้งยังต้องใช้เวลาในการสร้างโรงงานผลิตไฟฟ้าพลังงานขยะขึ้นมาอีกด้วย เราคาดว่าวันกำหนดการจ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ของโรงงานผลิตไฟฟ้าจากพลังงานขยะอย่างรวดเร็วสุดก็ครึ่งหลังปี 59

Figure 1: WHA's now comprehensive business solutions



Source: Company data

Figure 2: WHA's planned gearing ratio reduction



Source: Company data

Figure 3: Glossary of abbreviations

D/E	Debt-to-Equity Ratio
FA	Financial Advisor
IPO	Initial Public Offering
LBO	Leveraged Buyout
NPAT	Net Profit After Tax
RBF	Ready-Built Factories
RBW	Ready-Built Warehouses
REIT	Real Estate Investment Trust
SPP	Small Power Producer (typically 90MW - 120MW)

Source: Company data

WHA: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	7,085	4,888	20,709	17,356	14,148
Cost of sales and services	(5,141)	(3,269)	(14,642)	(10,029)	(3,069)
Gross profit	1,945	1,619	6,067	7,327	11,079
SG&A	(132)	(283)	(465)	(355)	(381)
EBIT	1,813	1,335	5,602	6,972	10,698
Interest expense	(183)	(295)	(1,223)	(760)	(668)
Other income/exp.	84	170	89	41	81
EBT	1,714	1,210	4,468	6,253	10,110
Corporate tax	(249)	(224)	(830)	(1,044)	(1,604)
After-tax net profit (loss)	1,465	978	3,638	5,209	8,506
Minority interest	0	0	(451)	(561)	(862)
Equity earnings from affiliates	0	(8)	1,164	1,546	2,172
Extra items	0	(1)	0	0	0
Net profit (loss)	1,465	978	4,351	6,194	9,816
Reported EPS	0.16	0.10	0.33	0.47	0.75
Fully diluted EPS	0.16	0.10	0.30	0.43	0.69
Core net profit	1,465	979	4,351	6,194	9,816
Core EPS	0.16	0.10	0.30	0.43	0.69
EBITDA	1,950	1,514	5,847	7,273	10,991

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	226.7	(31.0)	323.7	(16.2)	(18.5)
Gross margin (%)	27.4	33.1	29.3	42.2	78.3
EBITDA margin (%)	27.5	31.0	28.2	41.9	77.7
Operating margin (%)	25.6	27.3	27.1	40.2	75.6
Net margin (%)	20.7	20.0	21.0	35.7	69.4
Core profit margin (%)	20.7	20.0	21.0	35.7	69.4
ROA (%)	15.1	7.2	11.5	11.3	19.3
ROCE (%)	19.4	8.8	12.6	12.1	20.5
Asset turnover (x)	0.7	0.4	0.5	0.3	0.3
Current ratio (x)	1.3	1.9	1.4	4.5	9.1
Gearing ratio (x)	1.1	2.0	1.9	1.1	0.7
Interest coverage (x)	9.9	4.5	4.6	9.2	16.0

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	983	2,186	9,027	8,323	6,275
Accounts receivable	48	104	101	84	69
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	6,275	8,078	7,658	8,680	11,682
Other assets	3,743	5,584	43,266	32,933	33,594
Total assets	11,049	15,952	60,052	50,020	51,619
Accounts payable	1,123	597	2,501	1,707	521
ST debts & current portion	290	657	16,481	2,256	338
Long-term debt	4,202	8,369	20,334	21,606	20,420
Other liabilities	1,280	1,849	1,816	1,816	1,816
Total liabilities	6,895	11,472	41,132	27,384	23,094
Paid-up capital	918	964	1,314	1,314	1,314
Share premium	1,549	1,549	9,330	9,330	9,330
Retained earnings	1,520	1,801	4,402	8,119	14,008
Shareholders equity	4,154	4,480	15,220	18,936	24,825
Minority interests	0	0	3,700	3,700	3,700
Total Liab.&Shareholders' equity	11,049	15,952	60,052	50,020	51,619

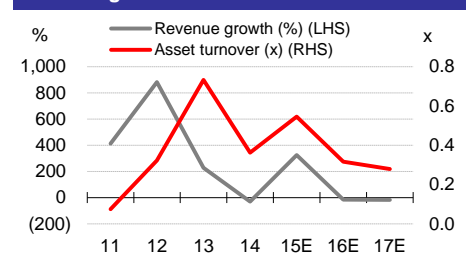
CASH FLOW (Btm)

Net income	1,465	978	4,351	6,194	9,816
Depreciation and amortization	137	179	245	301	293
Change in working capital	(123)	(378)	2,205	(13,146)	(3,058)
FX, non-cash adjustment & others	(1,265)	(775)	(10)	0	0
Cash flows from operating activities:	214	4	6,792	(6,651)	7,051
Capex (Invest)/Divest	(603)	(2,992)	170	(1,038)	(3,069)
Others	(1,150)	(1,607)	464	0	0
Cash flows from investing activities	(1,753)	(4,599)	634	(1,038)	(3,069)
Debt financing (repayment)	981	5,298	(8,132)	9,463	(3,104)
Equity financing	0	0	9,288	0	0
Dividend payment	(96)	(652)	(1,740)	(2,478)	(3,926)
Others	(1,150)	(1,607)	464	0	0
Cash flows from financing activities	884	4,647	(584)	6,985	(7,030)
Net change in cash	(655)	51	6,841	(704)	(3,048)
Free cash flow (Btm)	(389)	(2,988)	6,961	(7,689)	3,982
FCF per share (Bt)	(0.0)	(0.3)	0.5	(0.6)	0.3

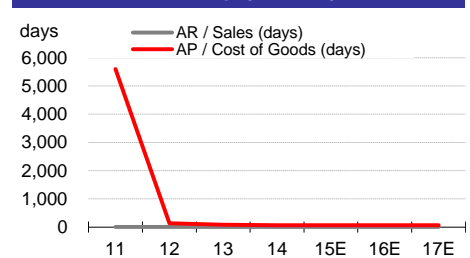
Key Assumptions

Net profit ex. asset divestment (Bt m)	166	(51)	1,682	4,302	8,952
Leased area (sq.m)	294,261	255,462	188,562	232,952	287,342
New lease area (sq.m)	n.a.	n.a.	120,000	200,000	210,000
Spin-off space (sq.m)	n.a.	n.a.	172,900	155,610	155,610

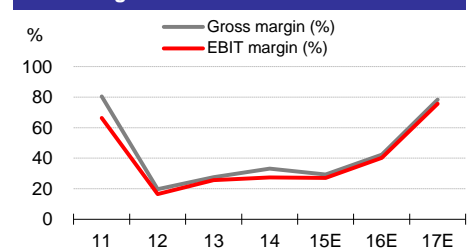
Revenue growth and asset turnover



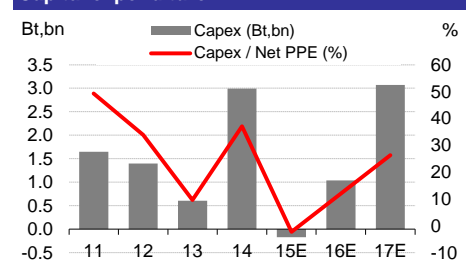
A/C receivable & A/C payable days



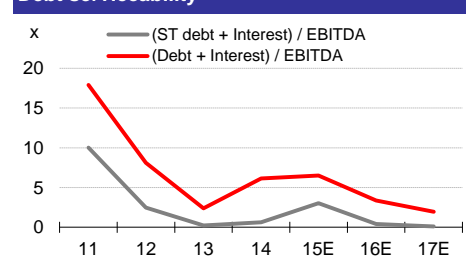
Profit margins



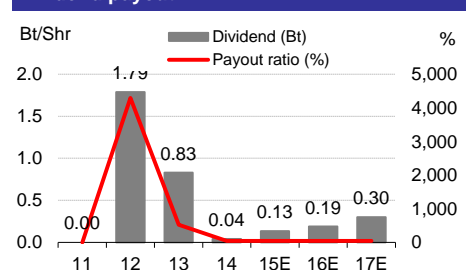
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



WHA: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E
Revenue	121	145	4,506	427	4,503
Cost of sales and services	(37)	(59)	(3,137)	(252)	(3,812)
Gross profit	85	86	1,369	174	691
SG&A	(34)	(35)	(187)	(82)	(220)
EBIT	51	51	1,183	93	472
Interest expense	(50)	(79)	(118)	(205)	(371)
Other income/exp.	31	35	71	46	39
EBT	31	8	1,135	(67)	140
Corporate tax	(1)	(1)	(220)	(5)	(76)
After-tax net profit (loss)	30	6	915	(72)	64
Minority interest	0	0	0	(8)	(41)
Equity earnings from affiliates	(2)	(1)	(2)	76	450
Extra items	(6)	35	(18)	(1)	0
Net profit (loss)	22	40	896	(5)	473
Reported EPS	0.02	0.04	0.09	(0.00)	0.04
Fully diluted EPS	0.00	0.00	0.09	(0.00)	0.03
Core net profit	28	5	914	(4)	473
Core EPS	0.00	0.00	0.09	(0.00)	0.03
EBITDA	82	87	1,253	138	511

KEY RATIOS

Gross margin (%)	69.8	59.4	30.4	40.9	15.3
EBITDA margin (%)	67.2	60.0	27.8	32.4	11.3
Operating margin (%)	41.6	35.6	26.2	21.7	10.5
Net margin (%)	18.5	27.7	19.9	(1.1)	10.5
Core profit margin (%)	23.1	3.6	20.3	(0.9)	10.5
BV (Bt)	3.7	3.9	0.5	12.6	1.3
ROE (%)	2.3	4.5	88.9	(0.2)	13.8
ROA (%)	0.7	1.1	22.0	(0.0)	2.4
Current ratio (x)	1.3	1.0	1.9	1.6	0.9
Gearing ratio (x)	2.2	3.2	2.0	2.9	2.7
Interest coverage (x)	1.0	0.7	10.0	0.5	1.3

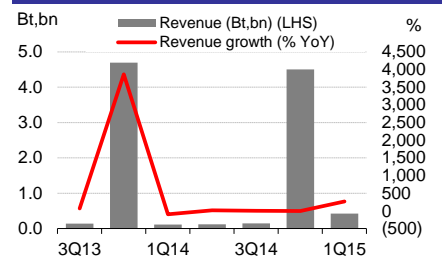
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	591	695	2,186	5,308	5,608
Accounts receivable	37	94	104	317	209
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	7,625	10,907	8,078	17,552	14,605
Other assets	5,003	4,932	5,584	58,941	53,103
Total assets	13,255	16,628	15,952	82,118	73,525
Accounts payable	1,016	630	597	12,539	7,520
ST debts & current portion	919	2,249	657	3,001	19,619
Long-term debt	6,746	9,087	8,369	45,363	26,951
Other liabilities	1,030	1,079	1,849	4,678	2,414
Total liabilities	9,711	13,044	11,472	65,581	56,505
Paid-up capital	964	964	964	1,314	1,314
Share premium	1,549	1,549	1,549	9,330	9,330
Retained earnings	882	888	1,801	1,797	3,099
Shareholders equity	3,544	3,584	4,480	13,433	13,917
Minority interests	0	0	0	3,103	3,103
Total Liab.&Shareholders' equity	13,255	16,628	15,952	82,118	73,525
Key Statistics	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E
Net profit ex. asset divestment (Bt m)	28	5	(116)	(4)	385
Leased area (sq.m)	312,295	359,746	255,462	273,633	293,633
New lease area (sq.m)	6,848	47,451	62,823	18,171	20,000
Spin-off space (sq.m)	0	0	167,107	0	0

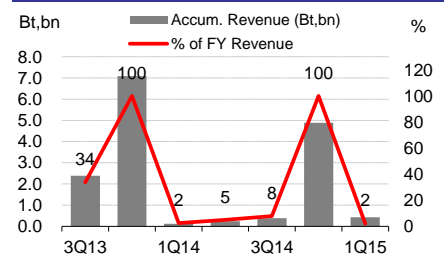
Company profile

WHA Corporation Public Company Limited (WHA) develops and rents out warehouses, distribution centers and factories. It offers customized requirement (Built-to-Suit) and high-standard (General Warehouse) projects. 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) on a continuing basis and it has been appointed as property manager for WHAPF and WHART.

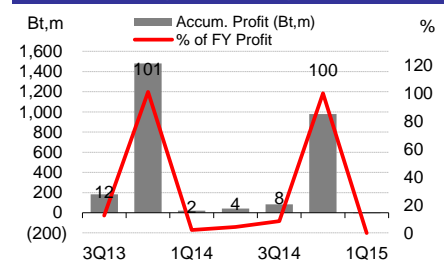
Revenue trend



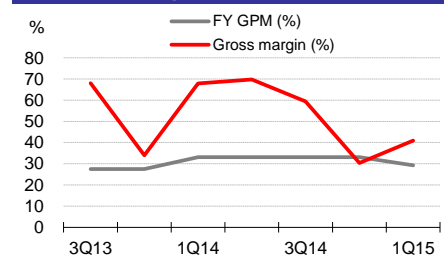
Revenue trend (accumulated)



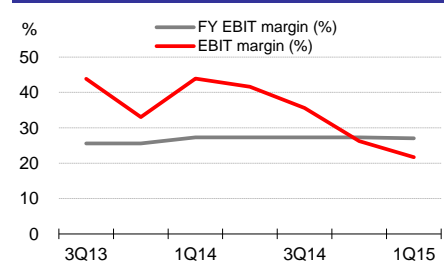
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



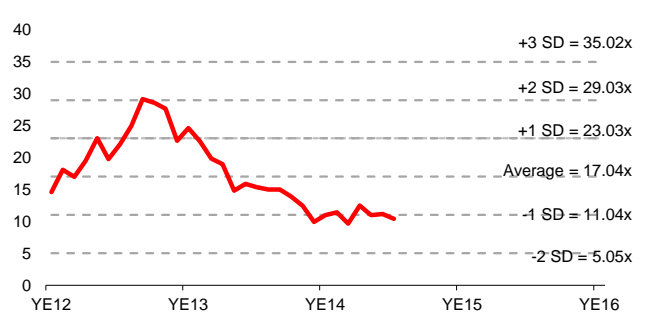
EBIT margin



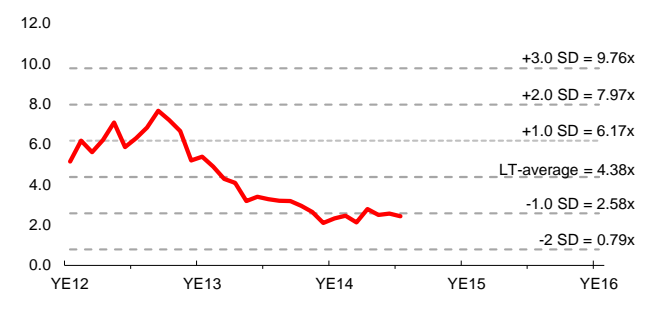
Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)	EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)		
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Amata Corporation	AMATA TB	THB14.00	429	9.7	10.2	-30.6	-5.4	0.8	0.8	11.9	9.1	4.1	3.9
Hemaraj Land and Developer	HEMRAJ TB	THB4.04	1,125	7.8	5.8	68.7	34.9	3.5	3.1	39.5	59.6	31.7	32.3
Rojana Industrial Park	ROJNA TB	THB6.30	356	8.9	9.0	-18.1	-0.7	1.2	n.a.	13.4	0.0	6.3	0.0
Ticon Industrial Connection	TICON TB	THB12.70	400	16.6	10.8	10.6	53.3	0.9	0.6	6.2	6.7	4.2	6.5
Thai Factory Development	TFD TB	THB3.52	130	11.3	8.1	n.m.	38	1.3	1.0	20.6	15.7	7.3	7.4
Wha Corporation	WHA TB	THB3.72	1,403	12.2	8.6	199.6	42.4	2.6	2.2	44.2	36.3	3.6	5.1
Simple average				11.1	8.8	46.0	27.1	1.7	1.5	22.7	21.2	9.5	9.2

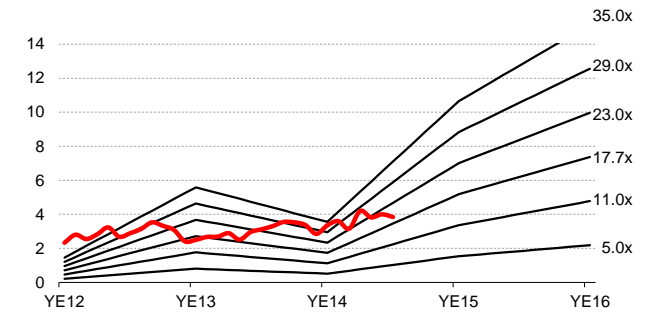
PER band versus SD (next 12 months)



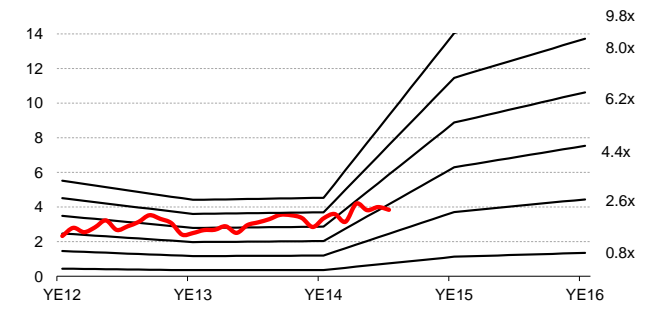
PBV band versus SD (next 12 months)



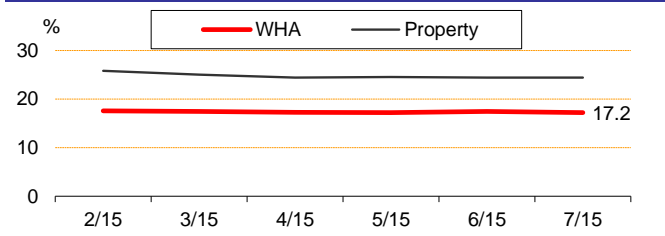
PER band and share price



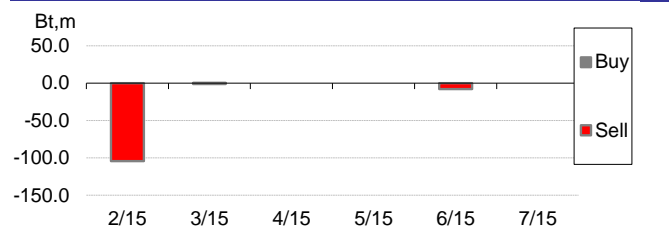
PBV band and share price



Foreign holdings



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 AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	BR, COM7

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	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.