

เหมราชพัฒนาที่ดิน/ ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น

9 กุมภาพันธ์ 2559
HEMRAJ TB / HEMRAJ.BK WHA TB / WHA.BK

การล่าช้าไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมาก

ประเด็นการลงทุน

เราเชื่อว่า ผลการดำเนินงานของ WHA จะยังคงเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง ในขณะที่ HEMRAJ ยังคงฟื้นตัวอย่างเรื่อยๆ แม้ว่ากลุ่มนิคมอุตสาหกรรมยังไม่ผ่านช่วงอ่อนตัวของกลุ่มธุรกิจ WHA ยังคงเป็นหุ้นที่มีมูลค่าแข็งแกร่งและมีกำไรหลักเติบโต YoY จากการที่บริษัทสามารถประหยัดดอกเบี้ยจ่ายจากการคืนเงินกู้การทำการ leveraged buyout (LBO) อย่างมีนัยยะ ในช่วงปี 2559-2560 นอกจากนี้ รายได้ที่ประจำของ HEMRAJ จะหนุนให้กลุ่มบริษัทมีความมั่นคงในรายได้ ในขณะที่การขายที่ดินยังคงค่อยๆฟื้นตัวในปีนี้ ความล่าช้าของการ IPO กองทรัสต์ของบริษัท ทำให้เราปรับลดกำไรหลักสำหรับ WHA และราคาเป้าหมายลง 8% และ 10% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ภาพรวมของธุรกิจยังคงดีอยู่ ดังนั้น เรายังคงคำแนะนำ ถือ สำหรับ HEMRAJ ด้วยราคาเป้าหมาย 4.40 บาท และ ถือ สำหรับ WHA แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 3.60 บาท

ช่วงเวลา IPO ของ HREIT คาดตลาดเคลื่อนไหวเล็กน้อย ...

เราเชื่อว่า การขายโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้า รวมถึงการทำ IPO กองทรัสต์กองแรกของบริษัท (HREIT) จะเลื่อนออกไปในไตรมาส 2/59 จากขนาดของกองทุนก็ยังไม่ได้ออกสรุป (เรคาดประมาณ 7.8 พันล้านบาท, ในขณะที่การยื่นไฟล์ครั้งแรกขนาดของกองทุนอยู่ที่ 9.0 พันล้านบาท) นอกจากนี้ สิทธิในการซื้อเป็นอันดับแรกของผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนของ WHART น่าจะถูกแก้ไขในช่วงการประชุมผู้ถือหุ้นในเดือนมี.ค. ก่อนที่จะมีการขายสินทรัพย์อีกด้วย ดังนั้น เราคาดการขายสินทรัพย์เข้ากอง HREIT ครั้งที่สอง (ขนาดประมาณ 4.4 พันล้านบาท) น่าจะถูกเลื่อนออกไปอีกเป็นไตรมาส 1/60 จากแผนเดิมในไตรมาส 4/59 เช่นเดียวกัน

...ส่งผลให้มีการปรับประมาณการกำไรหลัก

หากคำนึงถึง IPO ของกองที่ล่าช้า (คำนวณเป็นรายได้พิเศษในประมาณการของเรา) เราปรับกำไรหลักปี 2559-2560 ลงมาอยู่ที่ 6.2 และ 6.5 พันล้านบาท สำหรับ HEMRAJ แล้วก็ 4.6 และ 6.4 พันล้านบาทสำหรับ WHA ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเราคำนวณการขายเข้ากอง HREIT เป็นรายได้พิเศษครั้งเดียวในประมาณการของเรา ส่งผลให้ไม่มีผลกระทบต่อกำไรหลักของ HEMRAJ ในขณะที่กระทบต่อกำไรหลักของ WHA เพียงเล็กน้อยจากภาระจ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น โดยเราปรับประมาณการกำไรหลักลงมาอยู่ที่ 3.6 พันล้านบาทและ 7.2 พันล้านบาทสำหรับปี 2559 และ 2560 ตามลำดับ

อัปเดตข้อมูลอื่นๆ

ถึงแม้เราคาดการจ่ายดอกเบี้ยของ WHA ในปี 2559 จะอยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท สูงกว่าที่คาดไว้ 1.2 พันล้านบาทก่อนหน้านี้ การควมรวมผลประโยชน์ของ HEMRAJ และภาระจ่ายดอกเบี้ยที่ประหยัดไปจากการจ่ายหนี้ LBO จะยังช่วยหนุนให้กำไรหลักเพิ่มขึ้น 97% YoY สำหรับ การ Tender offer ของ HEMRAJ มีผู้รับซื้อหุ้นไปแล้วกว่า 70% ของกำหนดการครั้งที่ 2 หรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 98% ของหุ้นทั้งหมดของ HEMRAJ เป็นเจ้าของ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ประสบความสำเร็จ เหลือแค่รอเวลาให้ HEMRAJ ยุติการเป็นบริษัทเข้าจดทะเบียน

Sector: Property (Industrial) – UNDERWEIGHT

HEMRAJ

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 4.40 บาท
ราคา (08/02/2559): 3.74 บาท

WHA

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 3.60 บาท
ราคา (08/02/2559): 2.76 บาท

HEMRAJ Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	6,333	5,081	5,178	6,210
Net profit (Btm)	2,961	2,563	6,208	6,501
EPS (Bt)	0.31	0.26	0.64	0.67
EPS growth (%)	-32%	-13%	+142.2%	+4.7%
Core profit (Btm)	2,988	2,702	3,746	5,011
Core EPS (Bt)	0.31	0.28	0.39	0.52
Core EPS growth (%)	+4%	-10%	+38.6%	+33.8%
PER (x)	12.5	16.4	6.8	6.5
PBV (x)	2.5	2.8	3.4	1.8
Dividend (Bt)	0.1	0.6	0.2	0.3
Dividend yield (%)	3.5	13.4	4.4	5.9
ROE (%)	21.0	17.4	46.8	37.8


CG/Anti-Corruption

WHA Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	4,888	9,063	9,864	10,820
Net profit (Btm)	978	2,155	4,610	7,888
EPS (Bt)	0.10	0.15	0.32	0.55
EPS growth (%)	-36%	+46.9%	+113.9%	+71.1%
Core profit (Btm)	979	1,801	3,550	7,164
Core EPS (Bt)	0.10	0.12	0.23	0.46
Core EPS growth (%)	-36%	+13.5%	+97.1%	+101.8%
PER (x)	29.0	25.1	11.7	6.9
PBV (x)	6.3	2.3	2.0	1.9
Dividend (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	22.7	17.5	19.8	27.7


CG/Anti-Corruption
จිරเมธ รัตพิพัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่จัดจ้านพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
Jiramate.Rat@bualuang.co.th
+66 2 618 1348

HEMRAJ: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	8,770	6,333	5,081	5,178	6,210
Cost of sales and services	(4,582)	(3,206)	(2,258)	(1,483)	(1,904)
Gross profit	4,188	3,127	2,823	3,695	4,306
SG&A	(984)	(915)	(775)	(790)	(947)
EBIT	3,204	2,211	2,047	2,905	3,358
Interest expense	(652)	(762)	(707)	(583)	(400)
Other income/exp.	233	245	152	128	153
EBT	2,785	1,695	1,493	2,450	3,112
Corporate tax	(161)	(98)	(179)	(264)	(315)
After-tax net profit (loss)	2,624	1,597	1,314	2,186	2,797
Minority interest	(317)	(264)	(102)	(104)	(124)
Equity earnings from affiliates	559	1,655	1,490	1,664	2,338
Extra items	1,473	(28)	(139)	2,461	1,490
Net profit (loss)	4,339	2,961	2,563	6,208	6,501
Reported EPS	0.45	0.31	0.26	0.64	0.67
Fully diluted EPS	0.45	0.31	0.26	0.64	0.67
Core net profit	2,866	2,988	2,702	3,746	5,011
Core EPS	0.30	0.31	0.28	0.39	0.52
EBITDA	3,775	2,789	2,585	3,430	3,512

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	37.0	(27.8)	(19.8)	1.9	19.9
Gross margin (%)	47.8	49.4	55.6	71.4	69.3
EBITDA margin (%)	43.0	44.0	50.9	66.2	56.6
Operating margin (%)	39.2	38.8	43.3	58.6	56.6
Net margin (%)	49.5	46.7	50.4	119.9	104.7
Core profit margin (%)	32.7	47.2	53.2	72.4	80.7
ROA (%)	14.5	8.8	7.9	22.4	21.8
ROCE (%)	17.0	10.0	8.9	24.8	22.6
Asset turnover (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	3.5	3.6	3.2	5.9	21.5
Gearing ratio (x)	1.0	1.0	0.8	0.9	0.5
Interest coverage (x)	5.8	3.7	3.7	5.9	8.8

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,780	2,087	3,017	3,790	7,902
Accounts receivable	152	179	85	86	104
Inventory	11,138	8	100	100	100
PP&E-net	8,366	8,878	5,401	2,391	9,379
Other assets	8,997	22,529	22,655	17,804	18,062
Total assets	33,434	33,682	31,257	24,172	35,547
Accounts payable	408	327	441	289	369
ST debts & current portion	2,071	2,352	1,885	2,637	532
Long-term debt	12,419	12,952	9,918	8,239	10,639
Other liabilities	3,879	3,022	3,834	719	719
Total liabilities	18,778	18,653	16,078	11,884	12,259
Paid-up capital	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
Share premium	439	439	439	439	439
Retained earnings	8,353	9,511	10,760	12,530	16,402
Shareholders' equity	13,532	14,709	14,758	11,762	22,638
Minority interests	1,125	320	422	525	650
Total Liab.&Shareholders' equity	33,434	33,682	31,257	24,172	35,547

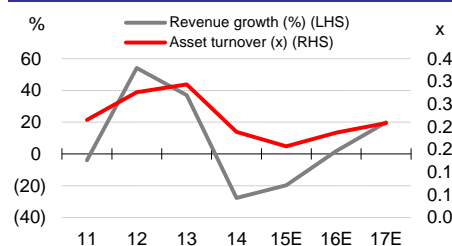
CASH FLOW (Btm)

Net income	4,339	2,961	2,563	6,208	6,501
Depreciation and amortization	338	332	385	397	408
Change in working capital	(4,153)	(4,988)	1,279	669	520
FX, non-cash adjustment & others	(842)	(471)	(747)	(3,308)	(715)
Cash flows from operating activities:	(319)	(2,166)	3,480	3,965	6,714
Capex (Invest)/Divest	1,798	794	(392)	(392)	(392)
Others	(70)	(119)	0	0	0
Cash flows from investing activities:	1,728	675	(392)	(392)	(392)
Debt financing (repayment)	3,187	1,375	(3,501)	(927)	295
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,503)	(2,584)	(1,351)	(1,873)	(2,506)
Others	(70)	(119)	0	0	0
Cash flows from financing activities:	1,677	(1,209)	(4,852)	(2,800)	(2,211)
Net change in cash	3,086	(2,700)	(1,763)	773	4,112
Free cash flow (Btm)	1,479	(1,372)	3,088	3,573	6,322
FCF per share (Bt)	0.2	(0.1)	0.3	0.4	0.7

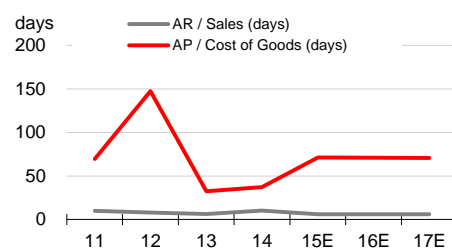
Key assumptions

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Land pre-sales (rai)	2,200	665	1,050	900	900
Land revenue (Btm)	6,191	3,680	2,030	2,387	3,069
Services revenue (Btm)	2,579	2,653	3,051	2,791	3,141
Land sales margin	48%	52%	52%	52%	52%
Services margin	47%	46%	60%	60%	60%

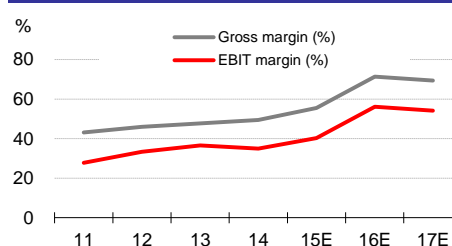
Revenue growth and asset turnover



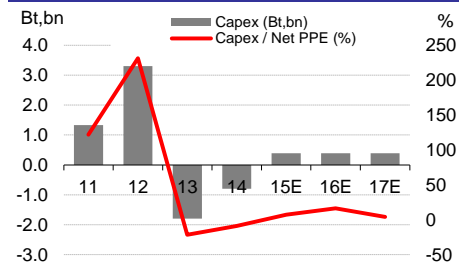
A/C receivable & A/C payable days



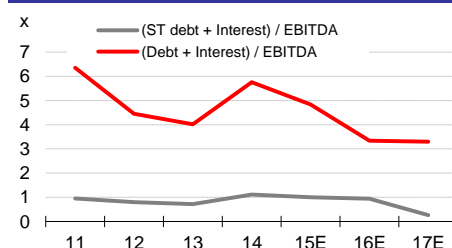
Profit margins



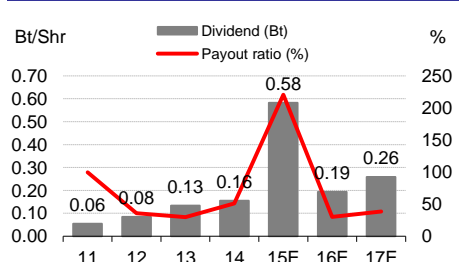
Capital expenditure



Debt serviceability



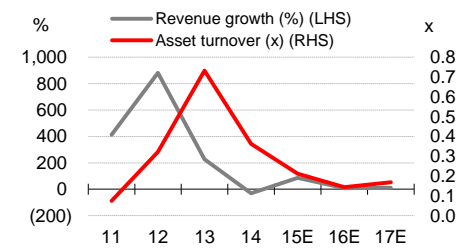
Dividend payout



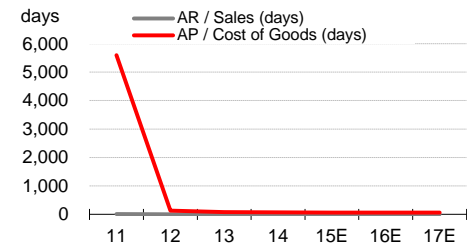
WHA: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	7,085	4,888	9,063	9,864	10,820
Cost of sales and services	(5,141)	(3,269)	(5,158)	(4,646)	(3,069)
Gross profit	1,945	1,619	3,905	5,219	7,752
SG&A	(132)	(283)	(794)	(795)	(771)
EBIT	1,813	1,335	3,111	4,424	6,981
Interest expense	(183)	(295)	(2,110)	(1,547)	(655)
Other income/exp.	84	170	292	9	68
EBT	1,714	1,210	1,294	2,885	6,394
Corporate tax	(249)	(224)	(385)	(660)	(1,049)
After-tax net profit (loss)	1,465	986	908	2,225	5,344
Minority interest	0	0	(303)	(222)	(352)
Equity earnings from affiliates	0	(8)	1,195	1,546	2,172
Extra items	0	(1)	354	1,061	724
Net profit (loss)	1,465	978	2,155	4,610	7,888
Reported EPS	0.16	0.10	0.15	0.32	0.55
Fully diluted EPS	0.16	0.10	0.14	0.30	0.50
Core net profit	1,465	979	1,801	3,550	7,164
Core EPS	0.16	0.10	0.12	0.23	0.46
EBITDA	1,950	1,514	3,356	4,728	7,279
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	226.7	(31.0)	85.4	8.8	9.7
Gross margin (%)	27.4	33.1	43.1	52.9	71.6
EBITDA margin (%)	27.5	31.0	37.0	47.9	67.3
Operating margin (%)	25.6	27.3	34.3	44.8	64.5
Net margin (%)	20.7	20.0	23.8	46.7	72.9
Core profit margin (%)	20.7	20.0	19.9	36.0	66.2
ROA (%)	15.1	7.2	5.0	6.7	12.3
ROCE (%)	19.4	8.8	5.4	7.1	13.4
Asset turnover (x)	0.7	0.4	0.2	0.1	0.2
Current ratio (x)	1.3	1.9	3.6	5.0	12.6
Gearing ratio (x)	1.1	2.0	1.9	1.3	0.9
Interest coverage (x)	9.9	4.5	1.5	2.9	10.7
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	983	2,186	16,006	20,195	9,372
Accounts receivable	48	104	44	48	53
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	45,805	38,741	39,513
Total assets	11,049	15,952	69,514	67,663	60,619
Accounts payable	1,123	597	881	791	521
ST debts & current portion	290	657	7,771	6,016	331
Long-term debt	4,202	8,369	35,724	30,183	25,698
Other liabilities	1,280	1,849	1,816	1,816	1,816
Total liabilities	6,895	11,472	46,192	38,806	28,365
Paid-up capital	918	964	1,446	1,446	1,446
Share premium	1,549	1,549	9,330	12,222	12,222
Retained earnings	1,520	1,801	3,233	7,121	14,286
Shareholders' equity	4,154	4,480	20,100	26,524	30,521
Minority interests	0	0	3,221	329	(1,840)
Total Liab.&Shareholders' equity	11,049	15,952	69,514	65,659	57,045
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,465	978	2,155	4,610	7,888
Depreciation and amortization	137	179	245	305	298
Change in working capital	(123)	(378)	(10,524)	(3,355)	(5,975)
FX, non-cash adjustment & others	(1,265)	(775)	0	0	0
Cash flows from operating activities:	214	4	(8,124)	1,560	2,211
Capex (Invest)/Divest	(603)	(2,992)	170	(945)	(3,140)
Others	(1,150)	(1,607)	464	0	0
Cash flows from investing activities:	(1,753)	(4,599)	634	(945)	(3,140)
Debt financing (repayment)	981	5,298	14,260	2,781	(10,171)
Equity financing	0	0	9,288	0	0
Dividend payment	(96)	(652)	(723)	(723)	(723)
Others	(1,150)	(1,607)	464	0	0
Cash flows from financing activities:	884	4,647	22,825	2,058	(10,894)
Net change in cash	(655)	51	15,335	2,673	(11,823)
Free cash flow (Btm)	(389)	(2,988)	(7,954)	615	(929)
FCF per share (Bt)	(0.0)	(0.3)	(0.6)	0.0	(0.1)
Key Assumptions	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Net profit ex. asset divestment (Bt m)	166	(51)	865	2,608	6,274
Leased area (sq.m)	294,261	255,462	186,548	229,126	276,981
New lease area (sq.m)	n.a.	n.a.	120,000	200,000	210,000
Spin-off space (sq.m)	n.a.	n.a.	174,914	157,422	162,145

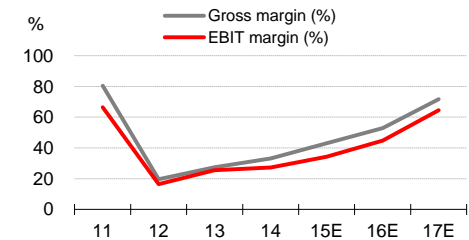
Revenue growth and asset turnover



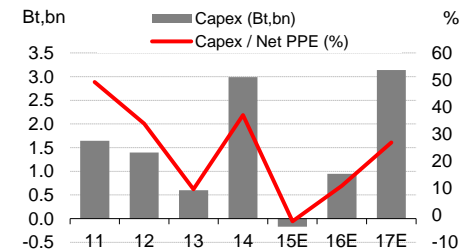
A/C receivable & A/C payable days



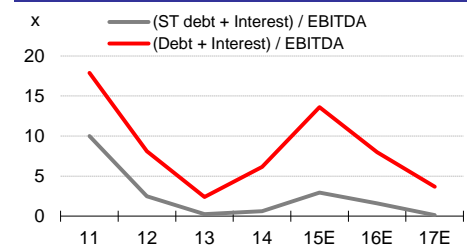
Profit margins



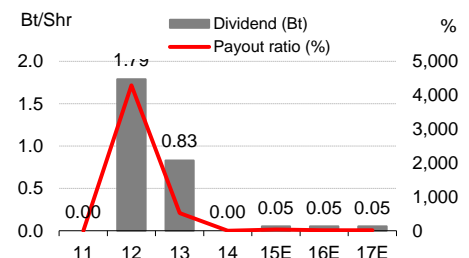
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Amata Corporation	AMATA TB	THB12.50	376	9.7	11.1	-38.2	-12.5	0.7	0.7	10.6	7.5	3.1	3.6
Hemaraj Land and Developer	HEMRAJ TB	THB3.74	1,022	14.2	5.8	-13.4	142.2	2.4	3.0	17.4	46.8	15.6	5.2
Ticon Industrial Connection	TICON TB	THB11.60	359	16.8	16.1	-0.1	4.4	0.8	0.6	5.5	4.1	4.2	4.4
Thai Factory Development	TFD TB	THB2.60	94	8.3	6.0	n.m.	38	0.9	0.7	20.6	15.7	9.8	10.0
Wha Corporation	WHA TB	THB2.76	1,113	18.4	6.5	47.7	184.1	1.7	1.5	19.1	28.5	2.3	6.7
Simple average				13.5	9.1	-1.0	71.3	1.3	1.3	14.6	20.5	7.0	6.0

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

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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 results may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, denies nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, [•] Securities Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.