

**WHA Corporation PCL
(WHA.BK/WHA TB)**
Outperform-Initiate

Price as of 3 Nov 2017	3.78
12M target price (Bt/shr)	4.40
Unchanged/Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	16.4

Key messages

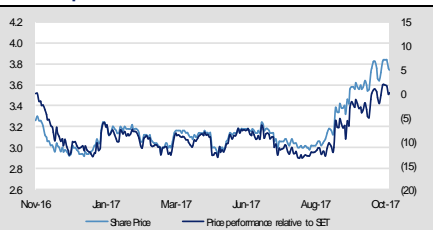
เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับหุ้น WHA ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท จากแนวโน้มธุรกิจที่สดใสหลังจากเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ เราคาดว่า WHA จะได้อานิสงส์ในระยะกลางถึงยาวจากการขายที่ดินในพื้นที่โครงการ Eastern Economic Corridor (EEC) ในขณะที่ธุรกิจให้เช่าคลังสินค้าและโรงงานจะช่วยสร้างอานิสงส์ในระยะยาวจากการพัฒนา AEC และจากการที่ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางของภูมิภาค

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	53.6/1,339		
Outstanding share (mn)	14,322		
Foreign ownership (mn)	2,736		
3M avg. daily trading (mn)	112		
52-week trading range (Bt)	Bt2.9 - Bt3.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	24.7	24.7	15.4
Relative	15.7	14.9	1.2

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	0.003	0.003	0.001	0.095
2015	0.000	0.017	-0.004	0.125
2016	0.008	0.023	0.003	0.168
2017	0.006	0.068	n.a.	n.a.

Share price chart


Source: SET

ChananthornPichayanapanut
66.2658.8888 Ext.8849
chananthornp@kgi.co.th

ศูนย์กลางการขนส่งของ AEC
Event

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับหุ้น WHA โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท

Impact
อาวุธครบมือหลังเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ

เรามองว่า WHA มีความได้เปรียบหลังจากเข้าซื้อ HEMRAJ เพราะ ทำให้ธุรกิจของบริษัทมีความครบวงจร ซึ่งสามารถแบ่งธุรกิจได้ 4 กลุ่ม i) นิคมอุตสาหกรรม ii) คลังสินค้าและโรงงาน iii) สาธารณูปโภค และไฟฟ้า และ vi) digital platform ซึ่งจะช่วยสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และยังคงได้อานิสงส์จากปัจจัยกระตุ้นทั้งในระยะกลางและระยะยาว

คาดว่าจะขยายที่ดินในนิคมฯ จะแข็งแกร่งเนื่องจากนิคมฯ 8 จาก 9 แห่งอยู่ในพื้นที่ของโครงการ EEC นิคมอุตสาหกรรม 8 จาก 9 แห่งของบริษัทตั้งอยู่ในพื้นที่ที่เป็นเป้าหมายของโครงการระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor) ด้วยพื้นที่พร้อมขาย ~8,000 ไร่ จากทั้งหมด ~10,000 ไร่ นอกจากนี้ ลูกค้า 34% อยู่ในกลุ่มยานยนต์ ซึ่งเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายของรัฐบาลภายใต้ EEC เราคาดว่ายอดขายที่ดินของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 1,000 ไร่เป็น 1,800 ไร่ในปี 2560-2562 โดยคาดว่า GPM จะอยู่ที่ 50% ทั้งนี้ ยอดขายที่ดินในนิคมฯ คิดเป็นสัดส่วน 13% ของรายได้รวมในปี 2559 และเราคาดว่า จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวเป็น 27% ในปี 2561

ยังคงใช้กลยุทธ์ Asset monetization โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่ดินค้าตามการเติบโตของ 3PL

เราคาดว่าพื้นที่ pre-leased ของธุรกิจขนส่งสินค้าจะเพิ่มขึ้น 150,000 ตร.ม./ปี จากตลาด third-party logistics (3PL) (ผู้เช่าหลักของโกดังสินค้าของ WHA) ซึ่งคาดว่าจะเติบโตเป็น US\$1 ล้านล้านในปี 2565 (คิดเป็นการเติบโต 4.4% CAGR ในช่วงหกปี) จาก i) บริษัทส่วนใหญ่จะเน้นที่การลดต้นทุนค่าขนส่ง และคาดว่าภูมิภาคเอเชีย-แปซิฟิกจะเป็นผู้นำของตลาด 3PL ii) แนวโน้มการเติบโตของ e-commerce และ iii) การก่อตั้ง AEC ทั้งนี้ เราคาดว่า WHA จะขายสินทรัพย์ให้กับกอง REIT ซึ่งจะทำให้มีรายได้ปีละ ~3 พันล้านบาท (คิดเป็นสัดส่วน 33% ของรายได้รวมในปี 2561)

ธุรกิจไฟฟ้าและสาธารณูปโภคจะเป็น flagship ที่ช่วยลดความผันผวนของวัฏจักรธุรกิจ

ธุรกิจไฟฟ้าและสาธารณูปโภค (~13% ของรายได้รวมปี 2559) มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 350MWe และกำลังการผลิตน้ำ 96 ล้านลูกบาศก์เมตรเมื่อปี 2559 กำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มเป็น 542MWe ในอีกสามปีข้างหน้า ในขณะที่คาดว่าความต้องการน้ำก็จะเพิ่มขึ้นจากทั้งยอดขายที่ดิน และ โรงไฟฟ้า เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจนี้จะคิดเป็นสัดส่วน ~25% ของรายได้รวมของบริษัท และจะสร้างกำไรขั้นต้นประมาณ ~31% ของกำไรขั้นต้นรวมในปี 2561

Valuation & Action

เราแนะนำซื้อ สำหรับหุ้น WHA ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท จากวิธี SOTP เราประเมินมูลค่าธุรกิจนิคมฯ ที่ 1.30 บาทต่อจาก PER ที่ 14.0x (discount จากของ AMATA ที่ 15.5X เพื่อสะท้อนถึงอัตรากำไรที่ต่ำกว่า), มูลค่าของ WHAUP ที่ 1.60 บาท, มูลค่าของธุรกิจให้เช่าพื้นที่ 1.20 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี DCF และมูลค่าการลงทุนใน REIT/PF ที่ 0.30 บาท จากวิธี DDM และคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างน่าสนใจถึง 63% ในปี 2561 และ 35% ในปี 2562

Risks

ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk), เศรษฐกิจชะลอตัว, ภัยธรรมชาติ, การซื้อที่ดิน, การกระจุกตัวของกลุ่มธุรกิจ, เงินทุนไม่เพียงพอ

Key financials and valuations

	Dec - 15A	Dec - 16A	Dec - 17F	Dec - 18F	Dec - 19F
Revenue (Btmm)	11,437	17,821	9,651	11,964	14,726
Gross Profit (Btmm)	4,006	6,406	3,936	5,127	6,560
SG&A (Btmm)	1,133	1,495	1,362	1,430	1,711
Net Profit (Btmm)	1,954	2,898	1,946	3,169	4,291
Normalized Profit (Btmm)	1,819	2,876	1,946	3,169	4,291
EPS (Bt)	0.14	0.20	0.14	0.22	0.30
Normalized EPS (Bt)	0.13	0.20	0.14	0.22	0.30
DPS (Bt)	0.00	0.15	0.05	0.09	0.12
EPS Growth (%)	34.4	48.3	(32.9)	62.9	35.4
Normalized EPS Growth	26.3	58.1	(32.3)	62.9	35.4
P/E (x)	21.0	14.6	27.5	16.9	12.5
P/B (x)	1.9	1.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	19.3	13.0	19.1	14.2	10.6
Net Debt to Equity (%)	200.9	169.6	169.3	128.8	87.4
Dividend Yield (%)	0.0	5.2	1.5	2.4	3.2
Return on Average Equity (%)	9.0	13.2	9.0	13.1	15.8

Source: KGI Research

ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการขนส่งครบวงจรหลังการเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ

ธุรกิจของ WHA เกี่ยวข้องกับการพัฒนาพื้นที่ ระบบสนับสนุนการขนส่งสินค้าด้วยการเสนอ solution ทางด้านโครงสร้างพื้นฐานของการขนส่งสินค้า รวมถึงไปถึงอาคารสำนักงานด้วย โดยบริษัทเสนอ บริการพัฒนาแบบ built-to-suit ซึ่งรวมถึงการจัดหาทำเลและขนาดที่เหมาะสม, การออกแบบงานก่อสร้าง และ การส่งมอบโกดังสินค้า, ศูนย์กระจายสินค้า, โรงงาน และสำนักงาน โดยในปี 2558 บริษัทได้ตัดสินใจเข้าซื้อกิจการของ Hemaraj Land and Development (HEMRAJ) ซึ่งเป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งนิคมฯ ส่วนใหญ่ของบริษัทตั้งอยู่ในภาคตะวันออกของประเทศไทย และต่อมาก็ได้ทำการถอนหุ้น HEMRAJ ออกจากตลาดหลักทรัพย์ เรามองว่าการเข้าซื้อกิจการ HEMRAJ จะช่วยสร้าง synergy และสร้างจุดแข็งที่แข็งแกร่งให้กับ WHA ในตลาดภายในประเทศ และช่วยให้บริษัทสามารถขยายกิจการได้ทั้งในแนวราบและแนวตั้ง

สำหรับการขยายกิจการในแนวตั้ง WHA ได้ขยายธุรกิจจากการให้บริการ โกดังสินค้า และศูนย์กระจายสินค้าไปสู่การขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม โดยในปัจจุบันบริษัทมีนิคมฯ เก้าแห่งกระจายอยู่ตามที่แตกต่างกัน เพื่อรองรับอุตสาหกรรมกลุ่มสำคัญๆ ของประเทศไทย (34% ของลูกค้าทั้งหมดอยู่ในกลุ่มยานยนต์ และ 38% ของลูกค้าบริษัทเป็นสัญชาติญี่ปุ่น)

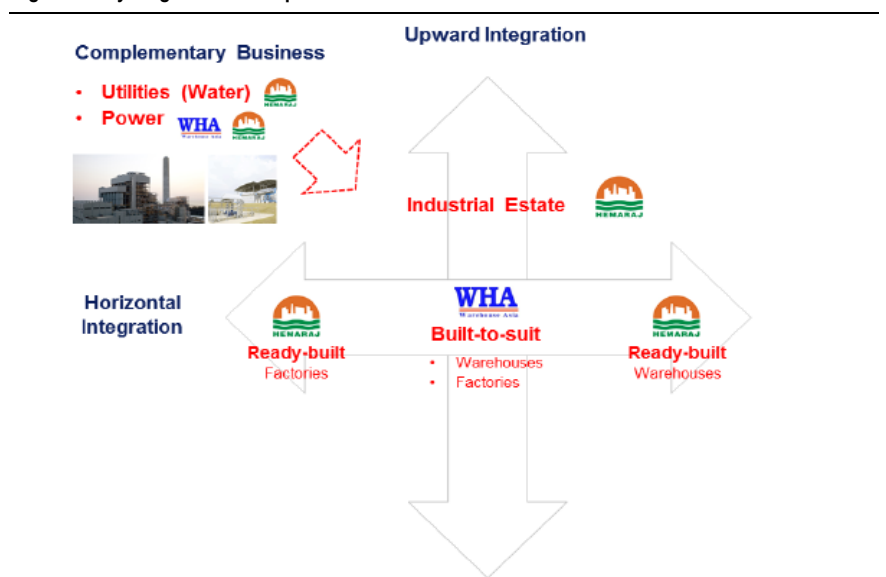
สำหรับการขยายกิจการในแนวราบ WHA จะขยับไปสู่การสร้างโรงงานและโกดังสินค้าสำเร็จรูปซึ่งจะช่วยเสริมเต็มพอร์ตการบริการของบริษัท นอกจากนี้ รายได้จากค่าเช่าก็จะเป็นรายได้แบบ recurring income สำหรับระยะกลางและระยะยาว รวมถึงจะช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของวัฏจักรธุรกิจอีกด้วย

สำหรับธุรกิจเสริม อย่างน้ำและไฟฟ้า ก็จะช่วยเสริมลดความผันผวน และ เพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท โดย WHA ได้ทำการปรับโครงสร้างธุรกิจน้ำและไฟฟ้า ให้มาอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของ WHA Utilities and Power (WHAUP.BK/WHAUP.TB)

นอกจากนี้ บริษัทก็ยังตั้งเป้าหมายที่จะเป็นผู้ให้บริการดิจิทัลด้วยการให้บริการศูนย์ข้อมูลด้วย ซึ่งในระยะแรก WHA จะมีศูนย์ข้อมูลสี่แห่ง (WHA ถือหุ้น 100% สามแห่ง และอีกแห่งเป็น JV) ตั้งอยู่ที่วิภาวดี บางนา-ตราด และ Eastern Seaboard แต่อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้นำธุรกิจนี้เข้ามารวมไว้ในประมาณการของเรา เพราะยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นเท่านั้น และยังไม่ได้มีการเปิดให้บริการศูนย์ข้อมูล โดยบริษัทคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการศูนย์ข้อมูลได้สองแห่งภายในสิ้นปีนี้

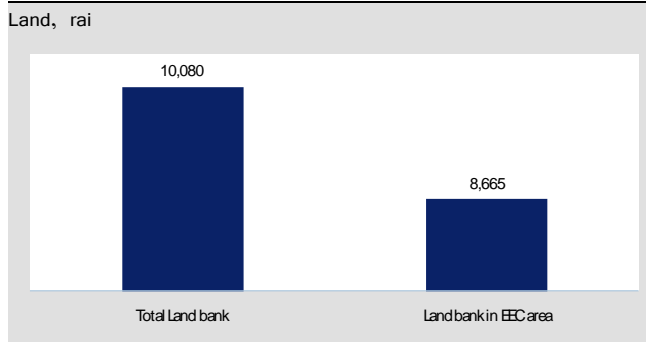
หลังจากที่การ acquire HEMRAJ แล้ว ธุรกิจของ WHA สามารถแบ่งธุรกิจได้ 4 กลุ่ม i) นิคมอุตสาหกรรม ii) คลังสินค้าและ โรงงาน iii) สาธารณูปโภค และไฟฟ้า และ vi) digital platform

Figure 1: Synergies from acquisition HEMRAJ



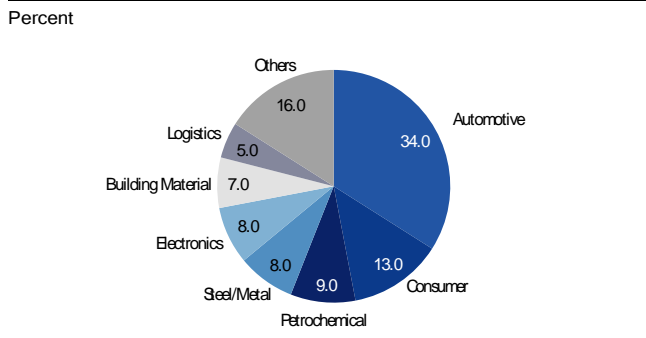
Source: WHA, KGI Research

Figure 2: 80% of land bank located in EEC area



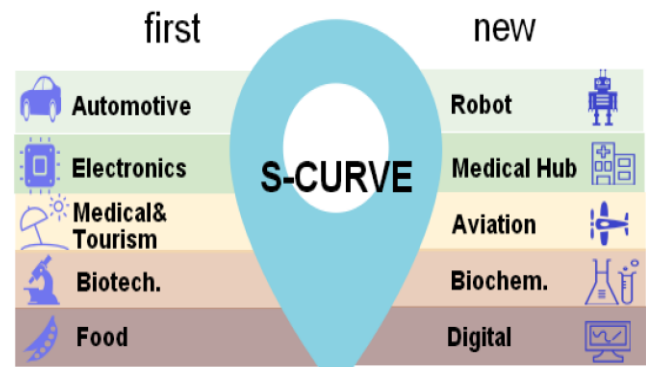
Source: WHA, KGI Research

Figure 4: Customers by industry in industrial estates



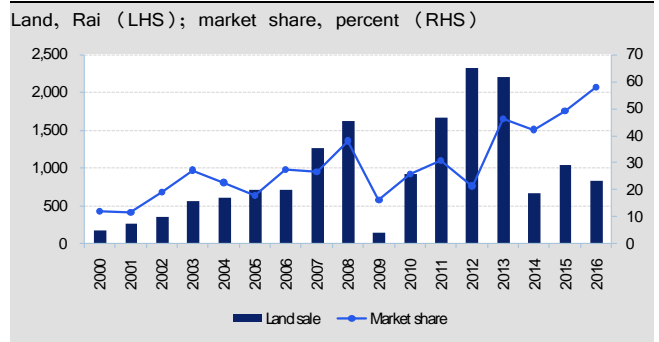
Source: WHA, KGI Research

Figure 6: Ten target industries for EEC scheme



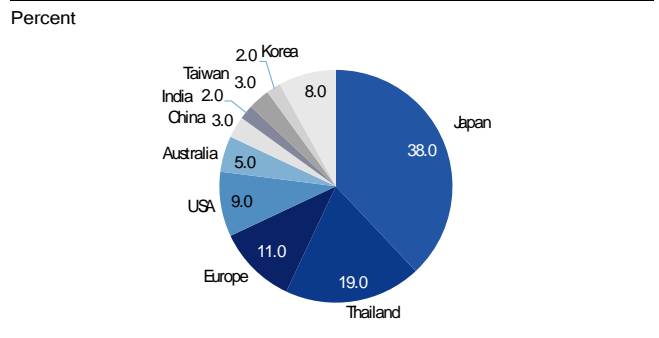
Source: Nesdb, KGI Research

Figure 3: WHA gained market share in 2014-2016



Source: WHA, KGI Research

Figure 5: Customers by nationality in industrial estate



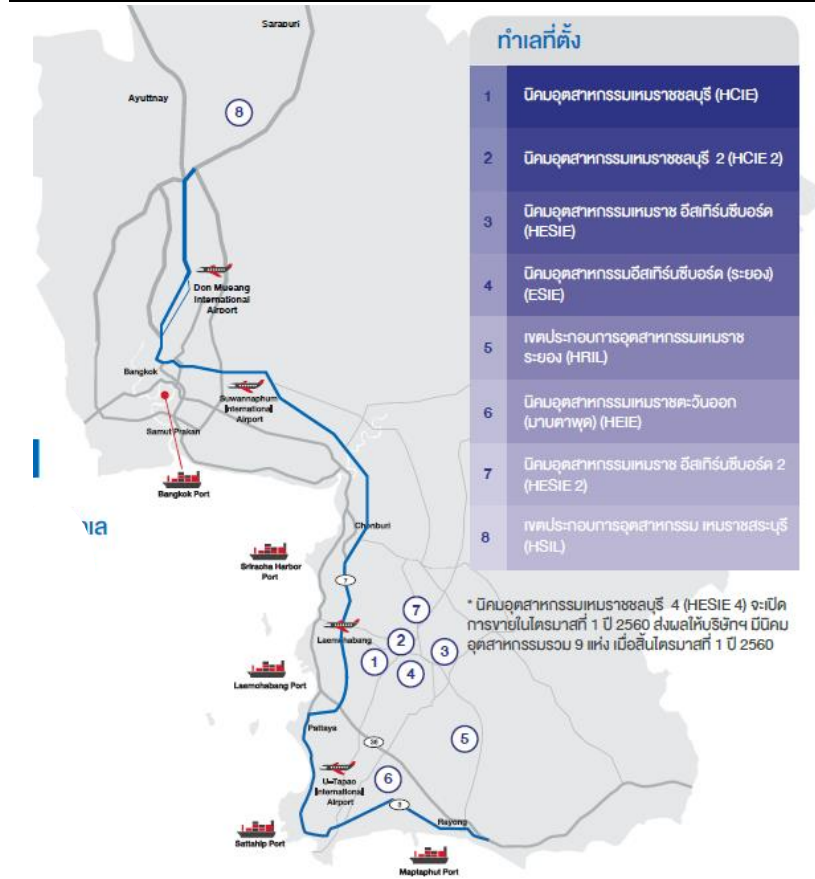
Source: WHA, KGI Research

Figure 7: Infrastructure to boost EEC



Source: BOI, KGI Research

Figure 8: IE locations



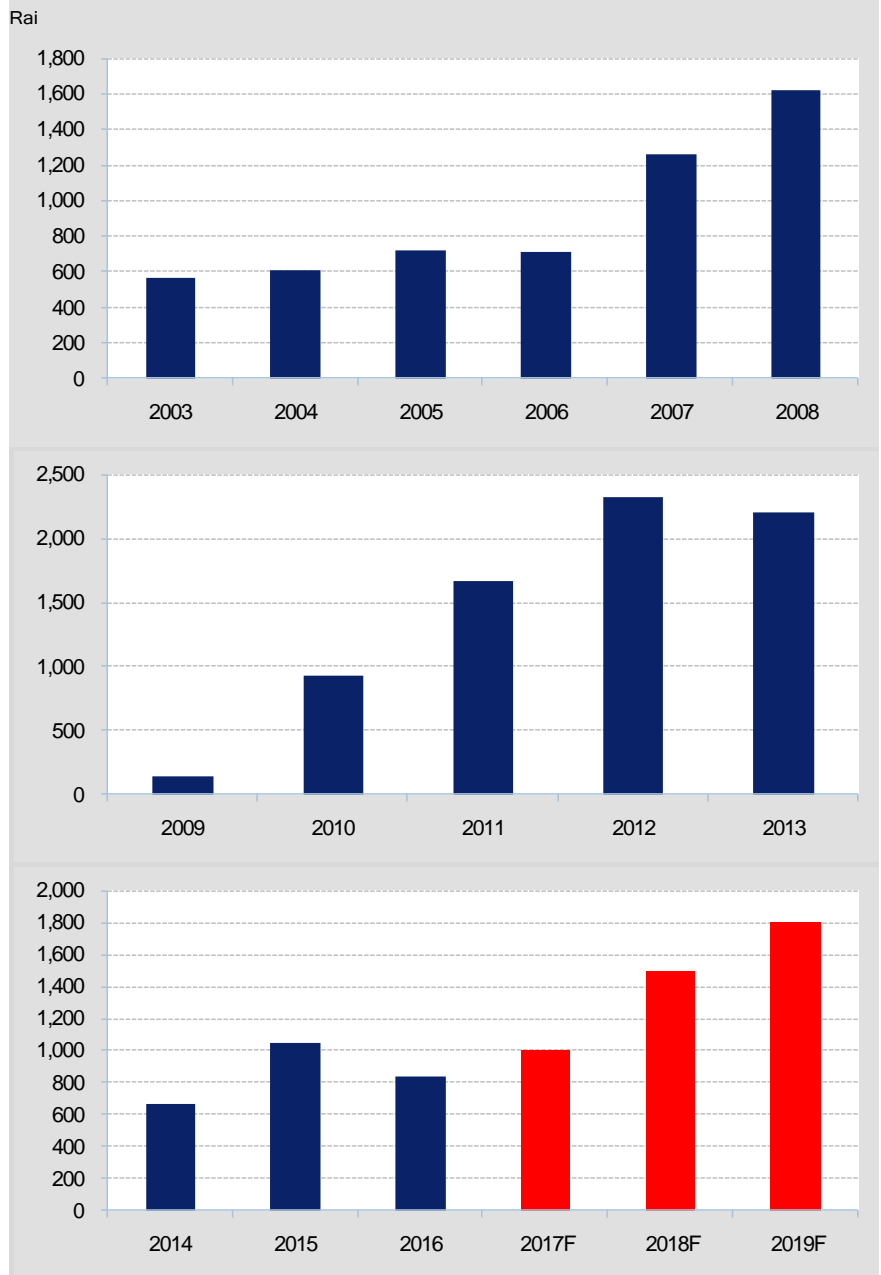
Source: WHA, KGI Research

Figure 9: Well-known customers



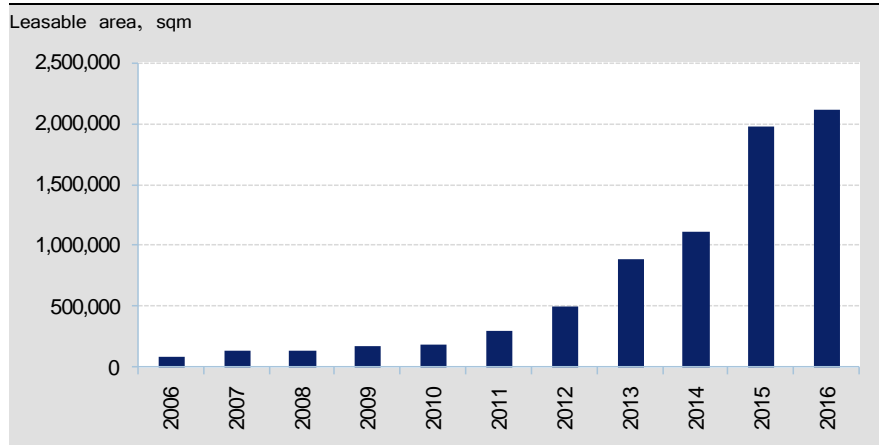
Source: WHA, KGI Research

Figure 10: Comparison of land sales in different investment cycles



Source: WHA, KGI Research

Figure 11: Total leasable area grew significantly after HEMRAJ acquisition



Source: ASEAN, KGI Research

Figure 12: Summary of leasable portfolio 2016

Area	sqm percent	Logistic Properties			Industrial Properties		
		WHA	REIT/PF	Total	HEMRAJ	REIT/PF	Total
Occupancy rate		485,011	921,395	1,406,406	297,886	411,431	709,317
		76.0	100.0	91.7	60.0	75.0	68.7

Source: WHA, KGI Research

Figure 13: REIT/Property Fund Summary

		WHART	WHAF	HPF	WHABT	HRBT
Asset Type		BTSwarehouse/factory	BTSwarehouse/factory	REIT/FB/W	Office Building	REIT/FB/W
Paid-Up capital	Bmm	9,074	9,391	4,630	1,978	5,694
Total fund raised	Bmm	136,961	9,933	4,700	2,525	8,019
NAV/unit*	B/unit	9.80	10.29	9.82	10.08	8.6998***
MKT price/unit**	B/unit	9.60	10.30	5.75	10.00	8.40
Established year		2014	2010	2013	2015	2016
Ownership		WHA hold 15%	WHA hold 15%	Hemraj hold 22.95%	WHA hold 15%	Hemraj hold 15%
Property Manager		WHA	WHA	HEMRAJ	CBRE/WHA	HEMRAJ
REIT Manager		WHA Real estate management Co.,Ltd	-	-	WHA Real estate management Co.,Ltd	Hemraj Real estate management Co.,Ltd

* Sep 30, 2017

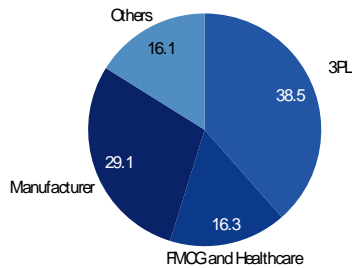
** Nov 2, 2017

*** June 30, 2017

Source: WHA, KGI Research

Figure 14: Tenant profile by industry of logistic hub

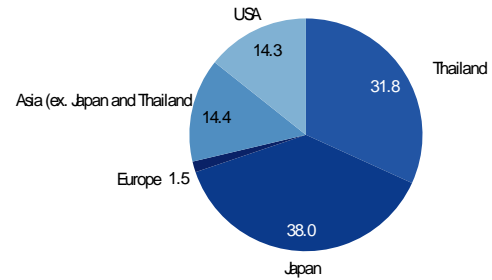
Percent



Source: WHA, KGI Research

Figure 15: Tenant profile by nationality of logistic hub

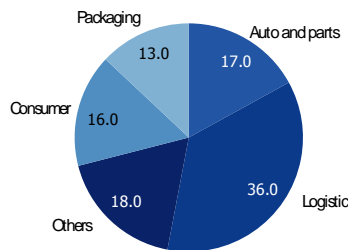
Percent



Source: WHA, KGI Research

Figure 16: Tenant profile by industry of industrial hub

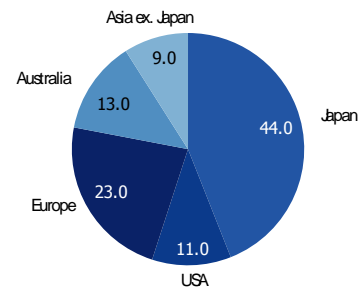
Percent



Source: WHA, KGI Research

Figure 17: Tenant profile by nationality of industrial hub

Percent



Source: WHA, KGI Research

Figure 18: Industrial property location map



Source: WHA, KGI Research

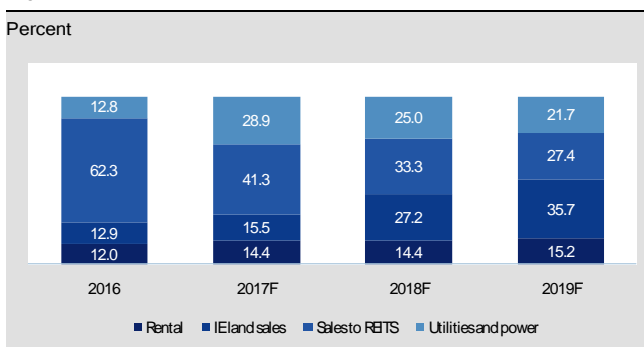
คาดว่ากำไรจะโตถึง 62.9% YoY ในปี 2561 จากฐานเปรียบเทียบที่ต่ำในปี 2560

เรคาดว่ากำไรสุทธิของ WHA ในปี 2561 จะอยู่ที่ 3.1 พันล้านบาท (+62.9% YoY) และในปี 2562 จะอยู่ที่ 4.3 พันล้านบาท (+35.4% YoY) เนื่องจาก i) คาดว่ายอดขายที่ดินในนิคมฯ จะได้อานิสงส์จากนโยบาย EEC ซึ่งจะคิดเป็นสัดส่วน 29% ของอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2561 จาก 12% ในปี 2559; ii) คาดว่าธุรกิจไฟฟ้าและสาธารณูปโภคจะคิดเป็นสัดส่วน 31% ของอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2561 จาก 11% ในปี 2559

Valuation and action

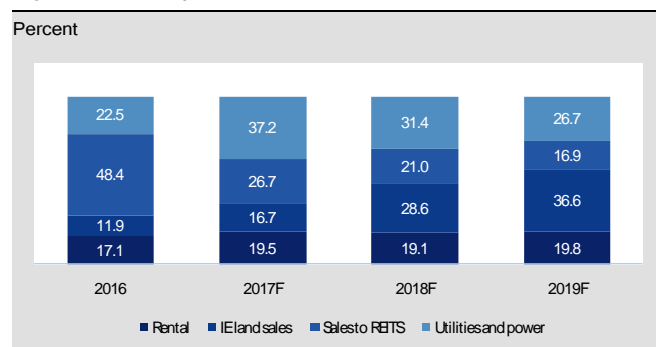
เราแนะนำซื้อ สำหรับหุ้น WHA ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท จากวิธี SOTP เราประเมินมูลค่าธุรกิจนิคมฯ ที่ 1.30 บาทอิงจาก PER ที่ 14.0x (discount จากของ AMATA ที่ 15.5X เพื่อสะท้อนถึงอัตรากำไรที่ต่ำกว่า), มูลค่าของ WHAUP ที่ 1.60 บาท, มูลค่าของธุรกิจใช้เช่าพื้นที่ 1.20 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี DCF และมูลค่าการลงทุนใน REIT/PF ที่ 0.30 บาท จากวิธี DDM และคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างน่าสนใจถึง 63% ในปี 2561 และ 35% ในปี 2562

Figure 19: Revenue contribution in 2016-2019F



Source: WHA, KGI Research

Figure 20: Gross profit breakdown 2016-2019F



Source: WHA, KGI Research

Figure 21: Assumptions

Assumption	unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Land sales	rai	1,043	835	1,000	1,500	1,800
GPM	percent	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Power capacity	Mwe	317	350	478	510	542
Equity income	Btm	1,038	1,006	1,062	1,136	1,221
Logistic Properties						
Leasable area	sqm	239,328	265,770	333,789	455,289	500,289
Occupancy rate	percent	92%	75%	75%	75%	75%
Industrial Properties						
Leasable area	sqm	293,690	89,919	121,919	146,919	171,919
Occupancy rate	percent	N.A.	60%	70%	70%	70%
Asset sale to REIT						
Logistic Properties	sqm	174,914	158,815	85,000	105,000	105,000
Industrial Properties	sqm	0	216,192	48,000	25,000	25,000

Source: WHA, KGI Research

Figure 22: Valuation breakdown

Business	valuation method	Equity value (Btm)	Value per share (Bt/sh)
Real estate	multiple PBR 14.0	18,585	1.3
WHAUP	DCF	22,759	1.6
Rental	DCF	17,571	1.2
REIT	DDM	4,143	0.3
Total Equity value		63,058	4.4

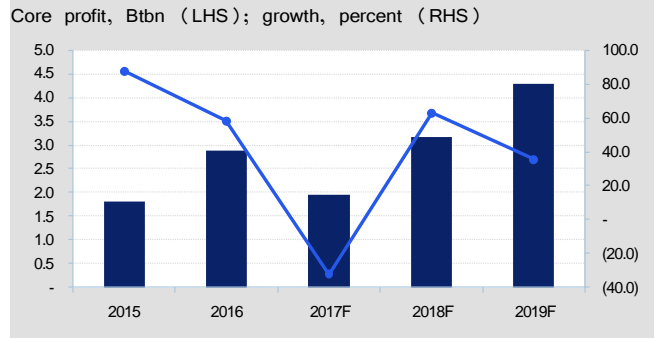
Source: KGI Research

Figure 23: Company profile

WHA Corporation (WHA) began business in 2003 involved in industrial property development. WHA has become a leading player in logistics, industrial estates, utilities and power, and digital services both in Thailand and Southeast Asia. WHA's operations consist of four major business areas with integrated services offered: i) logistics, ii) industrial development, iii) utilities and power, and vi) digital platform

Source: Company data

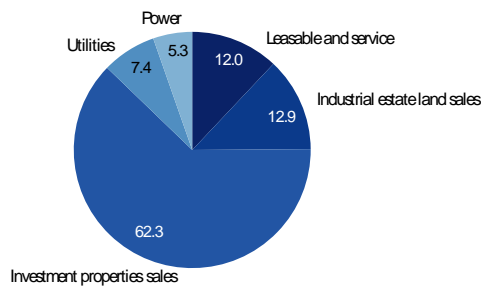
Figure 24: Core profit to rebased in 2017



Source: Company data, KGI Research

Figure 25: Revenue breakdown 2016

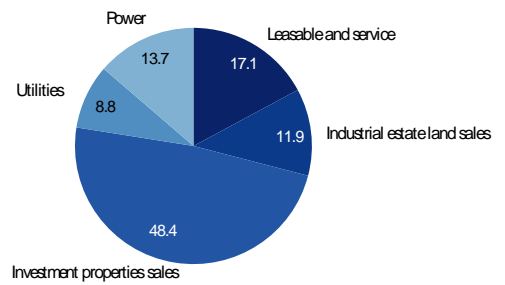
Percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 26: Gross margin breakdown 2016

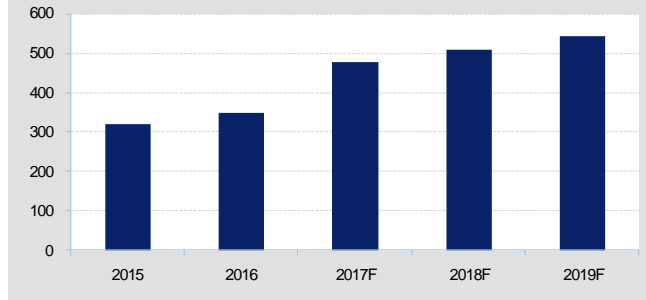
Percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 27: Power capacity

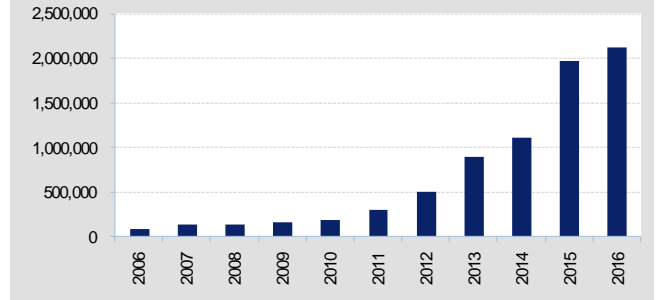
MWe



Source: Company data, KGI Research

Figure 28: Logistic and industrial area

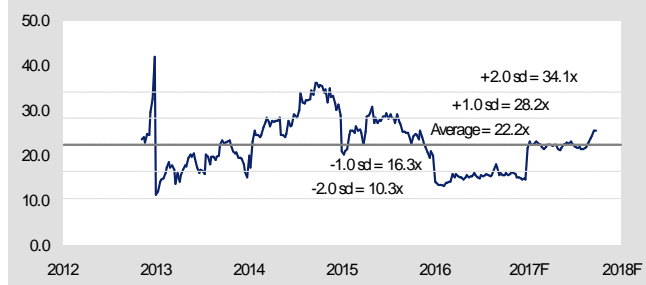
Sqm



Source: Company data, KGI Research

Figure 29: Company's PER

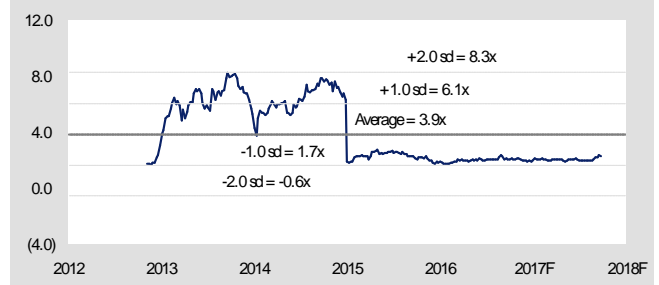
PER, times



Source: KGI Research

Figure 30: Company's PBV

PBV, times



Source: KGI Research

Quarterly Income Statement

	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A	Jun-17A
Income Statement (Bt mn)														
Revenue	116	122	145	4,506	427	1,369	1,067	8,575	1,170	1,377	1,300	13,973	971	2,563
Cost of Goods Sold	(37)	(37)	(59)	(3,137)	(252)	(653)	(466)	(6,060)	(678)	(774)	(622)	(9,341)	(519)	(1,249)
Gross Profit	79	85	86	1,369	174	716	601	2,515	492	604	678	4,631	452	1,315
Operating Expense	(28)	(34)	(35)	(187)	(83)	(326)	(194)	(531)	(280)	(262)	(286)	(668)	(326)	(468)
Other incomes	33	31	35	71	46	253	94	235	104	115	108	171	137	151
Operating Profit	84	82	87	1,253	137	643	501	2,219	316	457	501	4,135	262	998
Depreciation of fixed asset	29	31	48	68	70	118	121	195	147	136	139	142	132	113
Operating EBITDA	54	51	39	1,185	67	525	380	2,023	169	321	361	3,993	130	885
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(48)	(50)	(79)	(118)	(205)	(730)	(651)	(699)	(611)	(617)	(628)	(577)	(453)	(419)
Interest Expense	(48)	(50)	(79)	(118)	(205)	(730)	(651)	(699)	(611)	(617)	(628)	(577)	(453)	(419)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(3)	(2)	(1)	(2)	76	402	175	385	450	491	220	(155)	258	693
Pre-tax profit	33	30	7	1,133	8	315	25	1,905	155	332	93	3,403	67	1,273
Current Taxation	(1)	(1)	(1)	(220)	(5)	(14)	(35)	(32)	8	17	(12)	(826)	25	(67)
Minorities	0	0	0	0	8	75	43	88	43	15	38	177	11	233
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	32	28	5	913	(5)	226	(53)	1,785	120	334	43	2,401	81	972
Normalized Profit	32	28	5	913	(5)	226	(53)	1,785	120	334	43	2,401	81	972
EPS(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.09	(0.00)	0.02	(0.00)	0.12	0.01	0.02	0.00	0.17	0.01	0.07
Normalized EPS(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.09	(0.00)	0.02	(0.00)	0.12	0.01	0.02	0.00	0.17	0.01	0.07
Margins														
Gross profit margin	67.9	69.8	59.4	30.4	40.9	52.3	56.3	29.3	42.1	43.8	52.2	33.1	46.5	51.3
Operating EBIT margin	72.1	67.3	60.0	27.8	32.2	47.0	47.0	25.9	27.0	33.2	38.5	29.6	27.0	38.9
Operating EBITDA margin	46.8	42.1	26.6	26.3	15.7	38.4	35.6	23.6	14.4	23.3	27.8	28.6	13.4	34.5
Net profit margin	27.4	23.2	3.6	20.3	(1.1)	16.5	(4.9)	20.8	10.2	24.3	3.3	17.2	8.3	37.9
Growth														
Revenue growth	(97.5)	4.9	18.8	3,015.7	(90.5)	220.9	(22.0)	703.8	(86.4)	17.7	(5.6)	974.7	(93.1)	164.1
Operating EBIT growth	(94.7)	(2.1)	6.0	1,344.3	(89.0)	367.6	(22.0)	342.4	(85.8)	44.8	9.4	726.1	(93.7)	280.9
Operating EBITDA growth	(96.5)	(5.6)	(24.8)	2,976.8	(94.3)	681.5	(27.6)	432.3	(91.7)	90.3	12.5	1,004.7	(96.7)	581.7
Net profit growth	(97.5)	(10.8)	(81.5)	17,317.2	(100.5)	(5,071.6)	(123.3)	(3,484.3)	(93.3)	178.9	(87.3)	5,541.4	(96.6)	1,103.8
Normalized profit growth	(97.5)	(10.8)	(81.5)	17,317.2	(100.5)	(5,071.6)	(123.3)	(3,484.3)	(93.3)	178.9	(87.3)	5,541.4	(96.6)	1,103.8

Source: KGI Research

Peer comparison - Key valuation stats

	Rating	Target Price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	16 core EPS (Bt)	17 core EPS (Bt)	18 core EPS (Bt)	17F PER (X)	18F PER (X)	17F PBV (X)	18F PBV (X)	17F Div yield (%)	18F Div yield (%)	17F ROAE (%)	18F ROAE (%)
AMATA	O	26.4	21.0	25.9	1.35	1.35	1.82	15.8	11.8	1.5	1.4	2.5	3.4	5.1	6.5
WHA	O	4.4	3.8	16.5	0.20	0.14	0.22	27.5	16.9	2.5	2.2	1.5	2.4	3.9	3.0
Sector	O							21.7	14.3	2.0	1.8	2.0	2.9	4.5	4.8

Source: KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total Assets	79,066	74,784	64,663	63,552	63,105
Current Assets	26,208	22,059	13,076	10,812	9,141
Cash & ST Investment	4,070	4,744	401	1,281	3,555
Inventories	0	0	0	0	0
Account Receivable	321	443	278	343	444
Others	21,817	16,873	12,397	9,188	5,142
Non-current Assets	52,858	52,724	51,587	52,741	53,963
LT Investment	26,122	25,276	24,285	25,340	26,452
Net fixed Assets	3,842	3,832	3,863	3,893	3,920
Others	22,894	23,617	23,439	23,508	23,591
Total Liabilities	57,407	52,821	42,955	39,454	35,983
Current Liabilities	20,902	15,414	14,330	10,940	12,019
Account Payable	3,381	2,452	1,253	1,499	1,790
ST Borrowing	1,693	3,649	3,649	3,649	3,649
Others	15,828	9,313	9,428	5,792	6,581
Long-term Liabilities	36,505	37,408	28,626	28,514	23,963
Long-term Debts	31,005	30,004	24,669	23,609	17,926
Others	5,500	7,404	3,957	4,905	6,037
Shareholders' Equity	21,659	21,962	21,708	24,099	27,122
Common Stock	14,322	14,322	14,322	14,322	14,322
Capital Surplus	12,391	12,391	12,391	12,391	12,391
Retained Earnings	3,658	6,526	6,272	8,662	11,686
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Growth (%YoY)					
Sales	95.2	67.3	(55.1)	29.0	25.9
CP	132.8	59.9	(44.6)	39.6	28.9
EBITDA	201.2	38.4	(32.4)	26.6	21.5
NP	99.6	48.3	(32.9)	62.9	35.4
Normalized Profit	87.6	58.1	(32.3)	62.9	35.4
EPS	34.4	48.3	(32.9)	62.9	35.4
Normalized EPS	26.3	58.1	(32.3)	62.9	35.4
Profitability (%)					
Gross Margin	35.0	35.9	40.8	42.9	44.5
Operating Margin	28.5	29.2	29.9	33.6	35.2
EBITDA Margin	44.1	39.2	48.9	49.9	49.3
Net Margin	17.1	16.3	20.2	26.5	29.1
ROAA	2.5	3.9	3.0	5.0	6.8
ROAE	9.0	13.2	9.0	13.1	15.8
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	2.7	2.4	2.0	1.6	1.3
Net Debt/Equity (%)	2.0	1.7	1.7	1.3	0.9
Interest Coverage (x)	2.0	2.6	2.4	3.8	5.2
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.1	1.1	0.8	1.1	1.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	3.0	1.8	(0.1)	3.5	4.9
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.7	0.7	(0.0)	1.0	1.3
Current Ratio (x)	1.3	1.4	0.9	1.0	0.8
Quick Ratio (x)	1.3	1.4	0.9	1.0	0.8
Net Debt (Bt mn)	43,517	37,251	36,752	31,037	23,703
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3
Normalized EPS	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3
OPPS	0.5	0.3	(0.0)	0.3	0.4
BVPS	1.5	1.5	1.5	1.7	1.9
SFS	0.8	1.2	0.7	0.8	1.0
EBITDA/Share	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
DPS	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
Days Receivables	59	71	70	70	70
Days Inventory	NA	NA	NA	NA	NA
Days Payable	166	78	80	80	80
Cash Cycle	NA	NA	NA	NA	NA

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	11,437	17,821	9,651	11,964	14,726
Cost of Goods Sold	(7,431)	(11,415)	(5,715)	(6,837)	(8,165)
Gross Profit	4,006	6,406	3,936	5,127	6,560
Operating Expenses	(1,133)	(1,495)	(1,362)	(1,430)	(1,711)
Other Incomes	381	293	307	323	334
Operating Profit	3,254	5,203	2,881	4,021	5,183
Depreciation of fixed assets	(505)	(564)	(583)	(613)	(643)
Operating EBITDA	5,043	6,979	4,718	5,972	7,256
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(2,284)	(2,432)	(1,714)	(1,408)	(1,267)
Interest Expense	(2,284)	(2,432)	(1,714)	(1,408)	(1,267)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	1,038	1,006	1,062	1,136	1,221
Pretax Profit	2,254	3,983	2,421	3,950	5,346
Current Taxation	(87)	(813)	(272)	(563)	(825)
Minorities	213	272	204	218	230
Extraordinaries items	134	22	0	0	0
Net Profit	1,954	2,898	1,946	3,169	4,291
Normalized Profit	1,819	2,876	1,946	3,169	4,291
EPS(Bt)	0.14	0.20	0.14	0.22	0.30
Normalized EPS(Bt)	0.13	0.20	0.14	0.22	0.30

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Operating Cash Flow	6,937	4,428	(190)	4,912	6,257
Net Profit	1,954	2,898	1,946	3,169	4,291
Depreciation & Amortization	505	564	583	613	643
Change in Working Capital	4,478	966	(2,719)	1,129	1,322
Others					
Investment Cash Flow	(58,598)	3,879	4,998	1,581	2,345
Net CAPEX	(4,005)	(244)	(300)	(300)	(300)
Change in LT Investment	(38,349)	1,690	(2,351)	(1,898)	(1,983)
Change in Other Assets	(16,244)	2,434	7,649	3,779	4,628
Free Cash Flow	(51,661)	8,308	4,808	6,493	8,602
Financing Cash Flow	53,845	(8,227)	(7,042)	(5,613)	(6,328)
Change in Share Capital	468	0	0	0	0
Net Change in Debt	38,620	(5,632)	(4,842)	(4,835)	(5,060)
Change in Other LT Liab.	14,757	(2,595)	(2,200)	(778)	(1,268)
Net Cash Flow	2,184	81	(2,234)	880	2,274

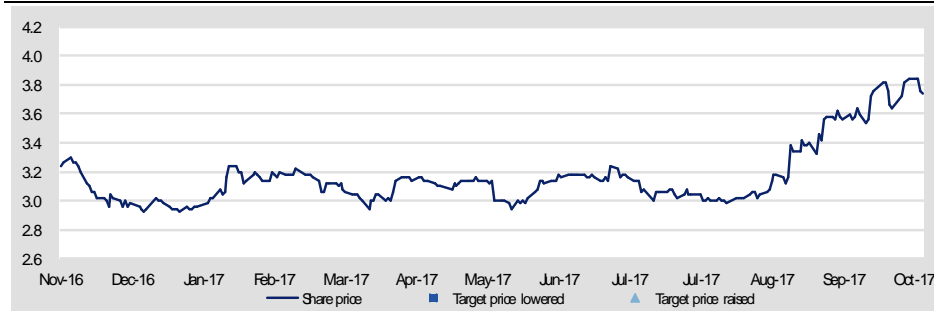
Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	+ COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2015	65.0%		4.4%	13.2%	17.4%	
2016	64.1%		3.2%	10.0%	22.7%	
2017F	59.2%		6.0%	17.3%	17.4%	
2018F	57.1%		5.1%	14.6%	23.1%	
2019F	55.5%		4.4%	13.9%	26.3%	
Year	1/ Revenue	+ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2015	0.4		0.3	6.6	0.1	
2016	0.1		0.2	4.0	0.2	
2017F	(0.3)		0.4	6.3	0.2	
2018F	0.1		0.3	5.0	0.2	
2019F	0.1		0.3	4.0	0.2	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2015	17.4%		0.1		3.9%	0.1%
2016	22.7%		0.2		20.4%	1.1%
2017F	17.4%		0.2		11.2%	0.3%
2018F	23.1%		0.2		14.3%	0.6%
2019F	26.3%		0.2		15.4%	0.9%

Source: KGI Research

WHACorporation PCL- Recommendation & target price history



Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building,2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.