

**WHA Corporation PCL
(WHA.BK/WHA TB)**
Outperform Maintained

Price as of 10 Nov 2017	3.78
12M target price (Bt/shr)	4.40
Unchanged/Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	16.4

Key messages

กำไรสุทธิของ WHA ใน 3Q60 อยู่ที่ 506 ล้านบาท (+1,088% YoY และ -48%QoQ) ต่ำกว่าที่ตลาดคาด 30% โดยกำไร 9 เดือน คิดเป็น 80% ของประมาณการทั้งปีของเรา โดยกำไรที่ดีเป็นผลมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการขายและโอนที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม โดยรายได้จากนิคมอุตสาหกรรมอยู่ที่ 445 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 36% ของรายได้รวม เนื่องจากมีการโอนที่ดินประมาณ 130 ไร่ คณะกรรมการของ WHA ได้อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 0.0488 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานในช่วงเก้าเดือนแรกของปีนี้ โดยจะขึ้น XD ในวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560 และจะจ่ายเงินปันผลในวันที่ 8 ธันวาคม 2560 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 1.7%

Chananthorn Pichayapanupat
66.2658.8888 Ext. 8849

3Q17 earnings review: Impressive YoY
Event

WHA รายงาน กำไรสุทธิของ WHA ใน 3Q60 อยู่ที่ 506 ล้านบาท (+1,088% YoY และ -48%QoQ) ซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการขายและโอนที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม โดยผลประกอบการในไตรมาสที่ 3 ต่ำกว่าที่ตลาดคาด 30% ผลประกอบการ 9 เดือนคิดเป็น 80% ของประมาณการทั้งปีของเรา

Impact

รายได้จากธุรกิจการพัฒนาอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นจากยอดโอนที่ดิน

รายได้รวมใน 3Q60 อยู่ที่ 1.25 พันล้านบาท ซึ่งมาจากสามส่วนหลัก ได้แก่ i) 24% จากธุรกิจให้เช่า (306 ล้านบาท), ii) 36% จากธุรกิจการพัฒนาอุตสาหกรรม (445 ล้านบาท) และ iii) 40% จากธุรกิจสาธารณูปโภคและไฟฟ้า (499 ล้านบาท) โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจการพัฒนาอุตสาหกรรมมาจากรายได้จากที่ดินที่เพิ่มขึ้น ซึ่งช่วยยืนยันว่า EEC ส่งผลดีต่อแนวโน้มธุรกิจ โดยอัตรากำไรขั้นต้นใน 3Q17 อยู่ที่ 44.7% ลดลงจาก 51.3% ใน 2Q17 และ 52.2% ใน 3Q59 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราค่าไถ่ขั้นต้นที่ลดลงของธุรกิจให้เช่า

จ่ายปันผลระหว่างกาล 0.0488 บาท/หุ้น

คณะกรรมการของ WHA ได้อนุมัติให้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 0.0488 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานในช่วงเก้าเดือนแรกของปีนี้ โดยจะขึ้น XD ในวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560 และจะจ่ายเงินปันผลในวันที่ 8 ธันวาคม 2560 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 1.7%

Valuation and action

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” WHA โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี SOTP เราประเมินมูลค่าธุรกิจ IE ที่ 1.30 บาท/หุ้น อิงจาก PER ที่ 14.0x (discount จากของ Amata Corporation (AMATA.BK/AMATA TB)* ที่ 15.5x เพื่อสะท้อนถึงอัตราค่าไถ่ที่ต่ำกว่า) และประเมินมูลค่าของ WHAUP ที่ 1.60 บาท/หุ้น และมูลค่าธุรกิจให้เช่าที่ 1.20 บาท/หุ้น ซึ่งคำนวณโดยวิธี DCF และมูลค่าการลงทุนในกองทุน REIT/PF ที่ 0.30 บาท/หุ้น ซึ่งคำนวณโดยวิธี DDM

Risk

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

Figure 1: 3Q17 earnings review

Btmn	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	9M17	9M16	YoY (%)
Revenue	1,250	1,300	(3.9)	2,563	(51.2)	4,784	3,848	24.3
Gross Profit	558	678	(17.7)	1,315	(57.5)	2,324	1,775	31.0
SG&A	312	286	9.0	468	(33.4)	1,106	828	33.6
Operating Profit	583	501	16.4	998	(41.6)	1,843	1,274	44.7
Operating EBITDA	699	640	9.2	1,112	(37.1)	2,205	1,696	30.0
Non-Cp Inc./(Exp)	0	0	#DIV/0!	0	#DIV/0!	0	0	#DIV/0!
Net profit	506	43	1,088.5	972	(48.0)	1,559	497	213.7
Normalized profit	506	43	1,088.5	972	(48.0)	1,559	497	213.7
EPS (B)	0.04	0.00	1,088.5	0.07	(48.0)	0.11	0.03	213.7
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.00	1,088.5	0.07	(48.0)	0.11	0.03	213.7
Percent	3Q17	3Q16	YoY (ppts)	2Q17	YoY (ppts)	9M17	9M16	YoY (ppts)
Gross margin	44.7	52.2	(7.5)	51.3	(6.6)	48.6	46.1	2.5
EBIT margin	46.6	38.5	8.1	38.9	7.7	38.5	33.1	5.4
SG&A/sales	24.9	22.0	2.9	18.2	6.7	23.1	21.5	1.6
Sales breakdown	3Q17	3Q16	YoY (%)	2Q17	QoQ (%)	9M17	9M16	YoY (%)
Rental properties	306	456	(32.9)	278	27.8	868	1,255	(30.9)
IE and Investment property	445	317	40.3	1,790	(1,344.7)	2,367	1,139	107.8
Utilities and power	499	527	(5.3)	496	3.0	1,549	1,454	6.5
Total	1,250	1,300	(3.9)	2,564	(1,313.9)	4,784	3,848	24.3

Source: Company data, 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.