

WHA Corporation PCL
(WHA.BK/WHA TB)

Outperform-Initiate

Price as of 23 Nov 2017	3.98
12M target price (Bt/shr)	4.40
Unchanged/Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	10.6

Key messages

เราคาดว่าบริษัทจะทำยอดขายที่ดินในปี 2560 ได้ตามสมมติฐานของเราที่ 1,000 ไร่ หลังจากที่ทำยอดขายที่ดินไปแล้ว ~700 ไร่ใน 9M60 ในขณะที่ธุรกิจเวียดนามก็เป็นโอกาสของบริษัทหลังจากที่ได้รับใบอนุญาตทะเบียนการลงทะเบียนการขายสินทรัพย์ซึ่งยังเป็นตัวหลักที่หนุนการเติบโตของกำไร QoQ ใน 4Q60 ราคาปิดล่าสุดเหลือ upside 10.6% แต่แนวโน้มธุรกิจที่เป็นบวกก็อาจจะทำให้มี upside จากประมาณการของเราได้ ดังนั้น เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” WHA โดยให้ราคาเป้าหมาย SOTP ปี 2561 ที่ 4.40 บาท

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$mn)	57.6/1,439		
Outstanding share (mn)	14,322		
Foreign ownership (mn)	2,736		
3M avg. daily trading (mn)	136		
52-week trading range (Bt)	Bt2.9 – Bt4.1		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	33.1	28.8	35.8
Relative	22.4	17.9	18.6

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	0.035	n.a.

Share price chart



Source: SET

Chananthorn Pichayapanupat
66.2658.8888 Ext.8849
chananthomp@kgi.co.th

แนวโน้มยังคงเป็นบวก

Event

WHAจัดประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันที่ 22 พฤศจิกายน 2560

Impact

ยอดขายที่ดินน่าจะเป็นไปตามสมมติฐานของเรา

เราคาดว่าบริษัทจะทำยอดขายที่ดินในปี 2560 ได้ตามสมมติฐานของเราที่ 1,000 ไร่ หลังจากที่ทำยอดขายที่ดินอยู่ที่ ~700 ไร่ใน 9M60 โดยบริษัทตั้งเป้ายอดขายที่ดินปีนี้ไว้ที่ 1,000 - 1,400 ไร่และปีหน้าที่ 1,250 ไร่ ในขณะที่เราใช้สมมติฐานยอดขายที่ดินปีหน้าที่ 1,500 ไร่หลังจากที่บริษัทเจรจาขายที่ดินให้กับลูกค้าเดิม ทั้งนี้ WHA คาดว่าอุปสงค์จะแข็งแกร่งหลังจากที่ พรบ. EEC เริ่มมีผลในต้นปีหน้า

แผนขยายธุรกิจเวียดนามกลับมา

WHA กำลังขยายธุรกิจเข้าไปที่จังหวัด Nghe An ในประเทศเวียดนาม หลังจากที่ได้รับใบอนุญาตทะเบียนการลงทะเบียนในพื้นที่รวม 498 เฮกตาร์ (~3,100 ไร่) โดยในปัจจุบัน WHA กำลังอยู่ระหว่างการรอโอนที่ดิน 148 เฮกตาร์ (~1,000 ไร่) จากรัฐบาลเวียดนามซึ่งคาดว่าจะโอนเรียบร้อยภายในสิ้นปีนี้ และเริ่มพัฒนาที่ดินได้ใน 1Q61 ทั้งนี้ WHA ตั้งเป้ายอดขายที่ดินที่ 120 ไร่ในปี 2561 ซึ่งในปัจจุบันมีการเจรจากับลูกค้าได้ไปบางส่วนแล้ว ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รวมยอดขายที่ดินที่เวียดนามไว้ในประมาณการของเรา ซึ่งจะกลายมาเป็น upside ของประมาณการของเรา

ยังคงเดินหน้าขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT

WHA ตั้งเป้าจะขายที่ดิน 85,000 ตรม. เข้า WHART และ 55,000 ตรม. เข้า HREIT ในปีนี้ ซึ่งเป็นไปตามประมาณการของเรา โดยบริษัทมีแผนจะขายสินทรัพย์ออกไปให้กอง REIT เพิ่มอีกในปีหน้า โดยตั้งเป้าประมาณ 100,000 ตรม. สำหรับ WHART และอีก 40,000 ตรม. สำหรับ HREIT (เราใช้สมมติฐานว่าจะขาย 105,000 ตรม. เข้า WHART และ 25,000 ตรม. เข้า HREIT) ดังนั้น เรายังคาดว่ารายได้จากการขายสินทรัพย์ให้กอง REIT จะยังคงมีส่วนสูงที่สุดที่ประมาณ 33% ของรายได้รวมในปี 2018F

คาดว่ากำไรใน 4Q60 จะเพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 4Q60 จะดีขึ้น QoQ จากการขายสินทรัพย์เข้า WHART (~85,000 ตรม.) และ HREIT (~40,000 ตรม.) แต่จะลดลง YoY เนื่องจากในปีนี้มีการขายสินทรัพย์น้อยกว่าปีก่อน (ปี 2559: ขายให้ WHART ~160,00 ตรม. และขายให้ HREIT ~200,000 ตรม.)

Valuation & Action

ถึงแม้ว่าราคาปิดล่าสุดจะเหลือ upside 10.6% แต่เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” WHA ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ 4.40 บาท ด้วยวิธี SOTP จากแนวโน้มธุรกิจที่เป็นบวกซึ่งอาจจะทำให้กำไรออกมาดีเกินคาดได้ เราประเมินมูลค่าธุรกิจ IE ที่ 1.30 บาท อิงจาก PER ที่ 14.0x (discount จากของ Amata Corporation (AMATA.BK/AMATA TB)* ที่ 15.5x) หรือสะท้อนถึงอัตรากำไรที่ต่ำกว่า, WHAUP ที่ 1.60 บาท และธุรกิจให้เช่าโกดังสินค้าที่ 1.20 บาทซึ่งคำนวณโดยวิธี DCF และมูลค่าการลงทุนในกอง REIT/PF ที่ 0.30 บาท ซึ่งคำนวณโดยวิธี DDM

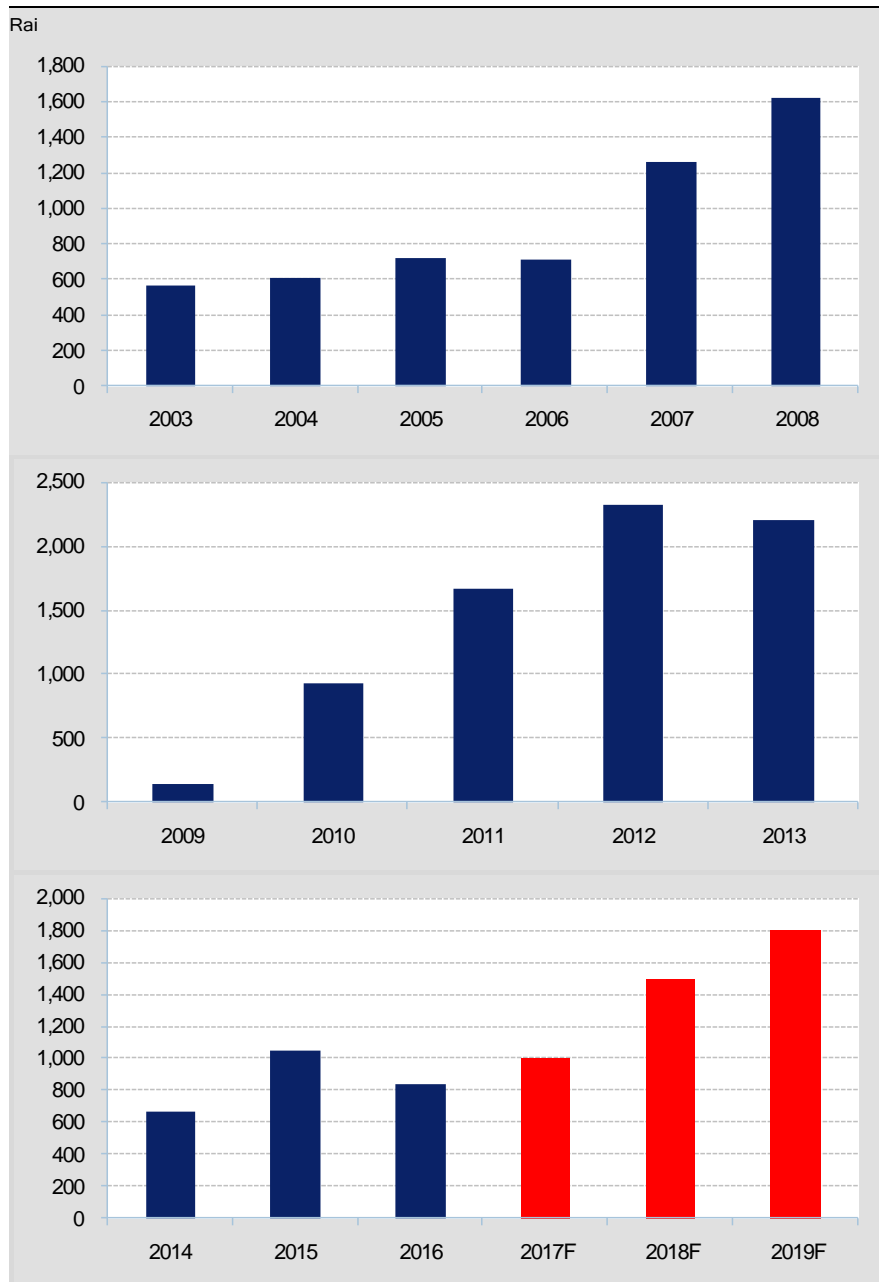
Risks

ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk), เสถียรธุรกิจชะลอตัว, ภัยธรรมชาติ, การซื้อที่ดิน, การกระจุกตัวของอุตสาหกรรม, ความเพียงพอของเงินทุน

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

Figure 1: Comparison of land sales in different investment cycles


Source: WHA, KGI Research

Figure 2: 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 3: REIT/Property Fund Summary

	WHART	WHAF	HPF	WHAET	HREIT
Asset Type	BTSwarehouse/factory	BTSwarehouse/factory	REIT/FW	Office Building	REIT/FW
Paid-Up capital	Btm 9,074	9,391	4,630	1,978	5,694
Total fund raised	Btm 136,961	9,933	4,700	2,525	8,019
NAV/unit*	B/unit 9.80	10.29	9.82	10.08	8.6898***
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 4: Valuation breakdown

Business	valuation method	Equity value (Btmn)	Value per share (Bt/sh)
Real estate	multiple FER 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

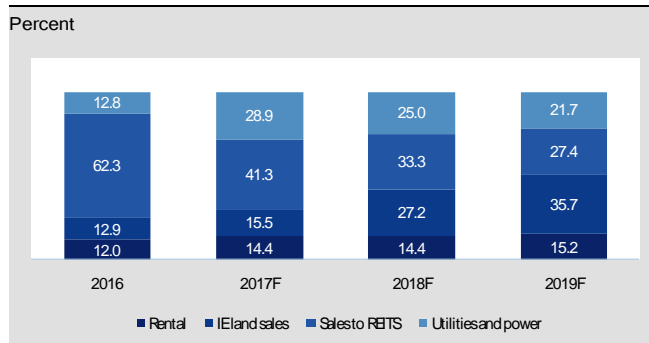
Source: KGI Research

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

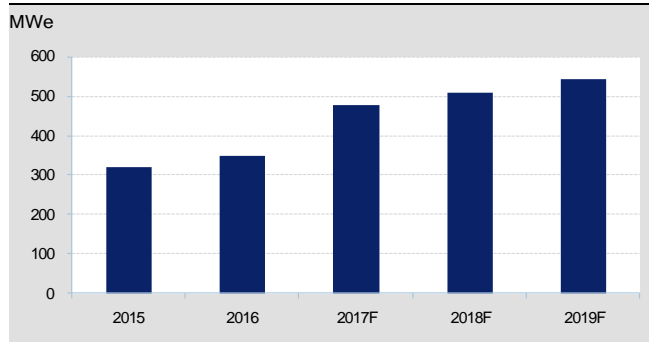
Source: Company data

Figure 25: Revenue contribution in 2016–2019F



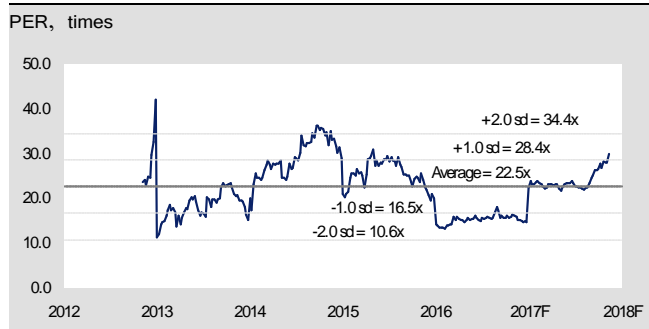
Source: Company data, KGI Research

Figure 27: Power capacity



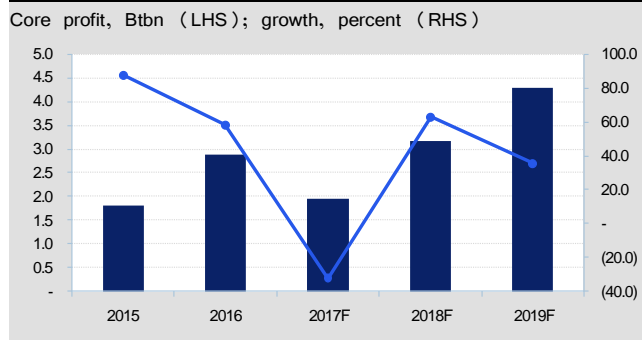
Source: Company data, KGI Research

Figure 29: Company's PER



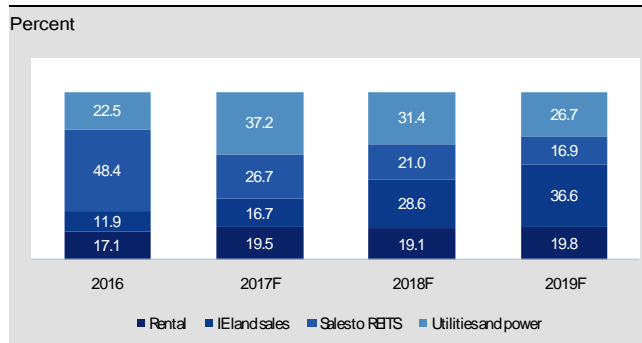
Source: KGI Research

Figure 24: Core profit to rebased in 2017



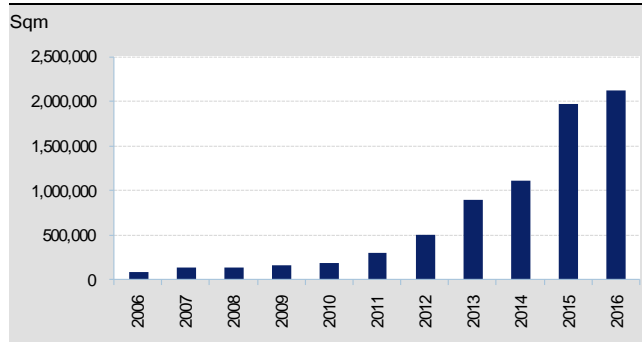
Source: Company data, KGI Research

Figure 26: Gross margin breakdown 2016–2019F



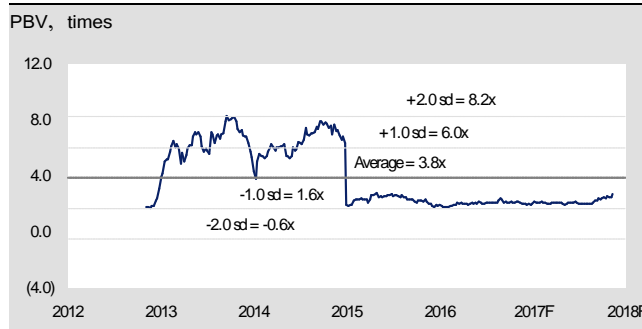
Source: Company data, KGI Research

Figure 28: Logistic and industrial area



Source: Company data, KGI Research

Figure 30: Company's PBV



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	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	1,250
Cost of Goods Sold	(37)	(37)	(59)	(3,137)	(252)	(653)	(466)	(6,060)	(678)	(774)	(622)	(9,341)	(519)	(1,249)	(692)
Gross Profit	79	85	86	1,369	174	716	601	2,515	492	604	678	4,631	452	1,315	558
Operating Expense	(28)	(34)	(35)	(187)	(83)	(326)	(194)	(531)	(280)	(262)	(286)	(668)	(326)	(468)	(312)
Other incomes	33	31	35	71	46	253	94	235	104	115	108	171	137	151	336
Operating Profit	84	82	87	1,253	137	643	501	2,219	316	457	501	4,135	262	998	583
Depreciation of fixed asset	29	31	48	68	70	118	121	195	147	136	139	142	132	113	116
Operating EBITDA	54	51	39	1,185	67	525	380	2,023	169	321	361	3,993	130	885	467
Non-Operating Income	0	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	0
Other Non-op Income	0	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)	(406)
Interest Expense	(48)	(50)	(79)	(118)	(205)	(730)	(651)	(699)	(611)	(617)	(628)	(577)	(453)	(419)	(406)
Other Non-op Expense	0	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	563
Pre-tax profit	33	30	7	1,133	8	315	25	1,905	155	332	93	3,403	67	1,273	740
Current Taxation	(1)	(1)	(1)	(220)	(5)	(14)	(35)	(32)	8	17	(12)	(826)	25	(67)	(39)
Minorities	0	0	0	0	8	75	43	88	43	15	38	177	11	233	196
Extraordinary items	0	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	506
Normalized Profit	32	28	5	913	(5)	226	(53)	1,785	120	334	43	2,401	81	972	506
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	0.04
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	0.04
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	44.7
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	46.6
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	37.4
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	40.5
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	(51.2)
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	(41.6)
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	(47.2)
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	(48.0)
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	(48.0)

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	25.5	3.7	1.35	1.35	1.82	17.6	13.1	1.7	1.6	2.3	3.1	5.1	6.5
TICCN	O	19.3	16.6	16.3	0.10	0.71	0.38	23.4	43.7	1.2	1.2	3.4	1.9	3.2	1.9
WHA	O	4.4	4.0	10.6	0.20	0.14	0.22	27.5	16.9	2.5	2.2	1.5	2.4	3.9	3.0
Sector	O							22.8	24.6	1.8	1.7	2.4	2.5	4.1	3.8

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 Telephone886.2.2181.8888 · Facsimile886.2.8501.1691
Hong Kong	41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, 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 typesofcommunications, 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.