

WHA INDUSTRIAL LEASEHOLD REIT  
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

## WHAIR TB

BUY

## เติบโตไปพร้อมกับนิคมฯของ WHA ใน EEC

- เป็น Industrial REIT ที่มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์และเติบโตไปพร้อมกับนิคมอุตสาหกรรมของ WHA Group ในพื้นที่ EEC
- แม้ว่ากำไรจะโตต่ำแต่กระแสเงินสดมั่นคง มีการประกันรายได้จากสเปอนเซอร์ถึง 3 ราย นอกจากนี้ การรีไฟแนนซ์และดอกเบี้ยที่ตลาดที่มีแนวโน้มปรับลดลง เป็นบวกต่อ WHAIR
- คาด Dividend yield สูง 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB8.00
CLOSE	THB5.80
UP/DOWNSIDE	+37.9%
TP vs CONSENSUS	-2.8%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	840	882	905	923
Net profit	406	571	583	595
EPS (THB)	0.43	0.60	0.61	0.63
vs Consensus (%)	-	1.7	2.2	5.9
EBITDA	743	744	753	758
Recurring net profit	561	571	583	595
Core EPS (THB)	0.59	0.60	0.61	0.63
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	8.9	1.7	2.2	2.0
Core P/E (x)	9.8	9.7	9.4	9.3
Dividend yield (%)	9.4	9.6	9.9	10.1
EV/EBITDA (x)	12.8	12.7	12.3	12.0
Price/book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Net debt/Equity (%)	46.8	46.0	43.9	42.0
ROE (%)	6.6	6.7	6.8	6.9

## เป็น Industrial REIT ที่ปันผลสูง อายุสัญญาคงเหลือกว่า 50 ปี โตไปกับ WHA

WHAIR เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในสิทธิการเช่ารวมถึงเช่าช่วงในอสังหาริมทรัพย์ 100% สินทรัพย์ที่ลงทุนในปัจจุบันคืออาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) 67% และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) 33% มีสิทธิการเช่า 30 ปีและสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี รวมเป็น 60 ปี (ปัจจุบันอายุสัญญาเช่าคงเหลือเฉลี่ย 54.3 ปี) พื้นที่ประมาณ 93% อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง สิ้นปี 2023 WHAIR มีอาคารโรงงานและคลังสินค้าทั้งหมด 160 ยูนิต พื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 64% นับจากการลงทุนครั้งแรก

## สินทรัพย์อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์

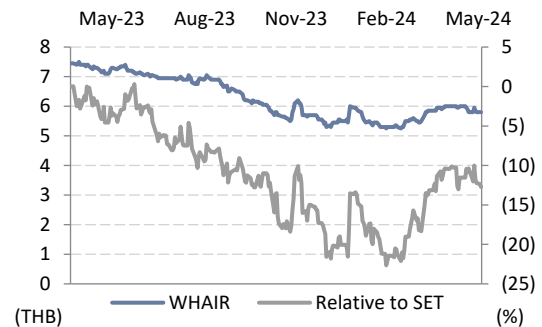
ทำเลที่ตั้งของทรัพย์สินมีความโดดเด่น ประมาณ 93% ของทรัพย์สินทั้งหมดอยู่ในเขต EEC ในระยองและชลบุรี อีก 7% อยู่ในจ.สระบุรี จึงได้ประโยชน์โดยตรงจากนโยบายการส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการลงทุนในเขต EEC อัตราการเช่าของทั้งโรงงานและคลังสินค้าในช่วงที่ผ่านมาจึงอยู่ในระดับสูงเฉลี่ย 90%+ ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม ทั้งยานยนต์และสินค้าอุปโภคบริโภค โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตยานยนต์ของภูมิภาค

## อัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงเป็นบวกต่อกองทรัสต์

WHAIR มี IBD/TA สูง 33-34% มาตลอดหลายปี อิงอัตราดอกเบี้ยลอยตัว การ refinance เงินกู้จำนวน 3,750 ล้านบาทจากเงินกู้ทั้งหมดในช่วงปลายปี 2023 บวกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดว่ามีโอกาสปรับลงใน 2H24 จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของกองทรัสต์ในปี 2024 เป็นต้นไป เราคาดว่ากำไรปกติ 570-595 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2024-26 แม้จะโตต่ำแต่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เราคาด DPU 0.559-0.583 บาทต่อหน่วยต่อปี คิดเป็น Dividend yield สูงราว 9.5-10.0% ต่อปี

## คาด Dividend yield สูงราว 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมฯของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสเปอนเซอร์ถึง 3 ราย 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูงราว 9-10% ราคาหน่วยต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.3)	8.4	(21.6)
Relative to country (%)	(2.6)	8.1	(12.4)
Mkt cap (USD m)	166		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	91		
Major shareholder	WHA Industrial Development (15%)		
12m high/low (THB)	7.50/5.20		
Issued shares (m)	949.62		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530  
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

## Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าหรือติดกับนิคมฯ ของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูง 9-10%

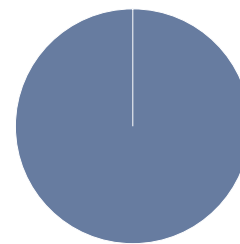
## Company profile

WHAIR (เดิมชื่อ HREIT) ก่อตั้งในปี 2016 ลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงสิทธิการเช่าช่วง ในทรัพย์สินประเภทอาคารโรงงานสำเร็จรูป (Ready built factory) และคลังสินค้า (Ready built warehouse) ในนิคมอุตสาหกรรมที่พัฒนาโดย WHA หรือ WHAID (บริษัทย่อยของ WHA) สิทธิการเช่ามีระยะเวลา 30 ปี และสิทธิในการต่ออายุสัญญาเช่าอีก 30 ปี ณ สิ้นปี 2023 WHAIR ลงทุนในทรัพย์สิน 8 โครงการ คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. แบ่งเป็นอาคารโรงงาน 286,502 ตร.ม. (67%) และอาคารคลังสินค้า 142,316 ตร.ม. (33%) WHAIR เป็นสัญญา Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าเฉลี่ย 54.3 ปี

[www.wha-ir.com](http://www.wha-ir.com)

## Principal activities (revenue, 2023)

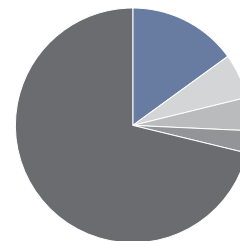
- Rental and service income - 100.0 %



Source: WHA Industrial Leasehold REIT

## Major shareholders

- WHA Industrial Development - 15.0 %
- Southeast Life Insurance - 6.2 %
- TMB Eastspring Property and Infrastructure Income Plus Flexible Fund - 4.6 %



Source: WHA Industrial Leasehold REIT

## Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การขยายตัวของการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนในประเทศ 2) การตั้งฐานและย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนต่างชาติ 3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับลง

## Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ; 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

## Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings announcement
August 2024	2Q24 earnings announcement

## Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leasable area (NLA)	(sqm.)	428,818	428,818	428,818
Average occupancy rate	(%)	91.5	92.0	92.0
Average rental rate	(THB/sqm./month)	187	191	195
Total expense to sales	(%)	16.1	17.1	18.2

Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in the interest rate, we project WHAIR's 2024 core profit to change by 4%, all else being equal.
- For every 1% change in total expense to sales ratio, we project WHAIR's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

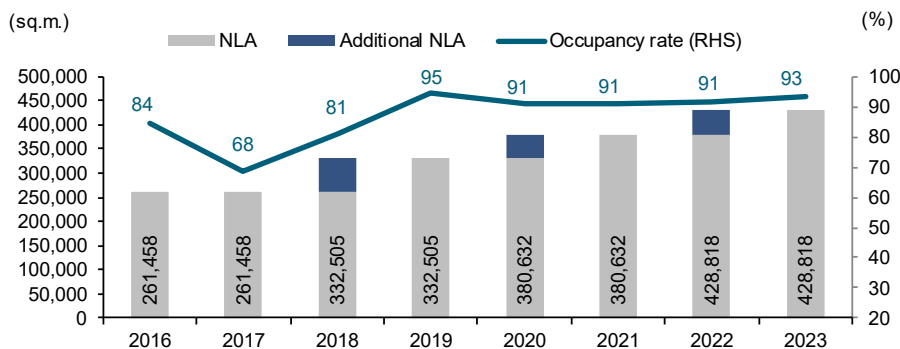
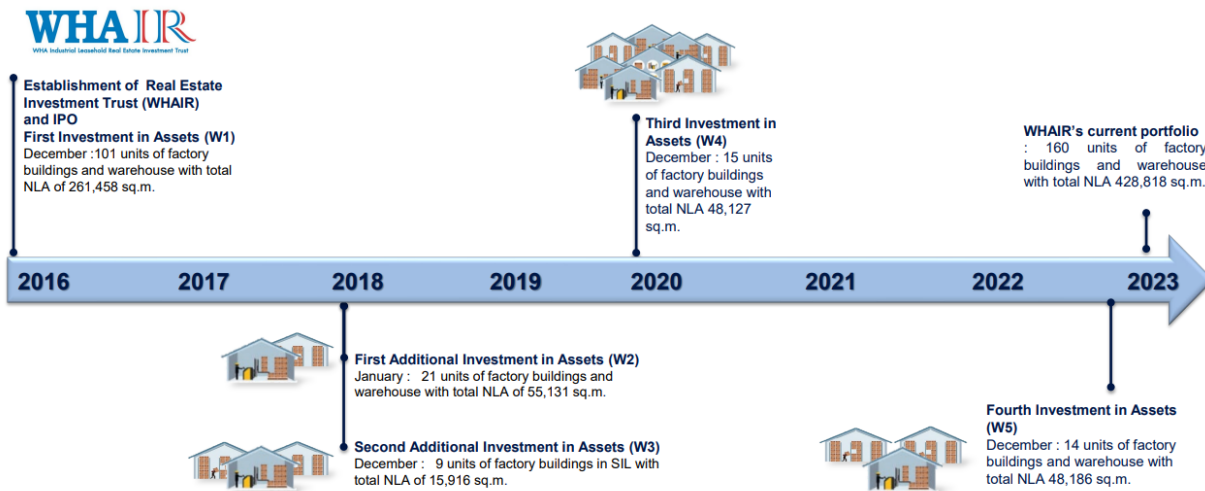
Source: FSSIA estimates

## สินทรัพย์กว่า 90% ตั้งอยู่ในเขต EEC ซึ่งเป็นทำเลยุทธศาสตร์

WHAIR (เดิมชื่อ HREIT) เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในสิทธิการเช่ารวมถึงเช่าช่วงในอสังหาริมทรัพย์ 100% สินทรัพย์ที่ลงทุนในปัจจุบันคืออาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) 67% และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) 33% มีสิทธิการเช่า 30 ปีและสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี รวมเป็น 60 ปี พื้นที่ประมาณ 93% อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง ในการดูแลสินทรัพย์นั้นทางกองทรัสต์ได้ว่าจ้างให้ WHAID (WHA Industrial Development) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ WHAIR เข้าลงทุน เป็นผู้ดูแล

WHAIR มีการขยายลงทุนอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ก่อตั้งในปี 2016 ลงทุนครั้งแรกในทรัพย์สิน 101 ยูนิต พื้นที่เช่ารวม 261,458 ตร.ม. จากนั้นในปี 2018 ลงทุนเพิ่มเติมอีก 30 ยูนิต พื้นที่เช่าเพิ่มขึ้น 27% เป็น 332,505 ตร.ม. ในปี 2020 ลงทุนเพิ่มอีก 15 ยูนิต พื้นที่รวม 48,127 ตร.ม. และปี 2022 ลงทุนเพิ่มอีก 14 ยูนิต พื้นที่รวม 48,186 ตร.ม. จนถึงสิ้นปี 2023 มีอาคารโรงงานและคลังสินค้าทั้งหมด 160 ยูนิต (โรงงาน 128 ยูนิต พื้นที่ 286,502 ตร.ม. และคลังสินค้า 32 ยูนิต พื้นที่ 142,316 ตร.ม.) พื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 64% นับจากการลงทุนครั้งแรก นอกจาก RBF และ RBW กองทรัสต์ยังมีพื้นที่หลังคาให้เช่าเพื่อติดตั้ง Solar roof top ประมาณ 179,648 ตร.ม. และมีมูลค่าเงินลงทุนในทรัพย์สินรวม 12,677 ล้านบาท ปัจจุบันอายุสิทธิการเช่าคงเหลือยาวถึง 54.3 ปี

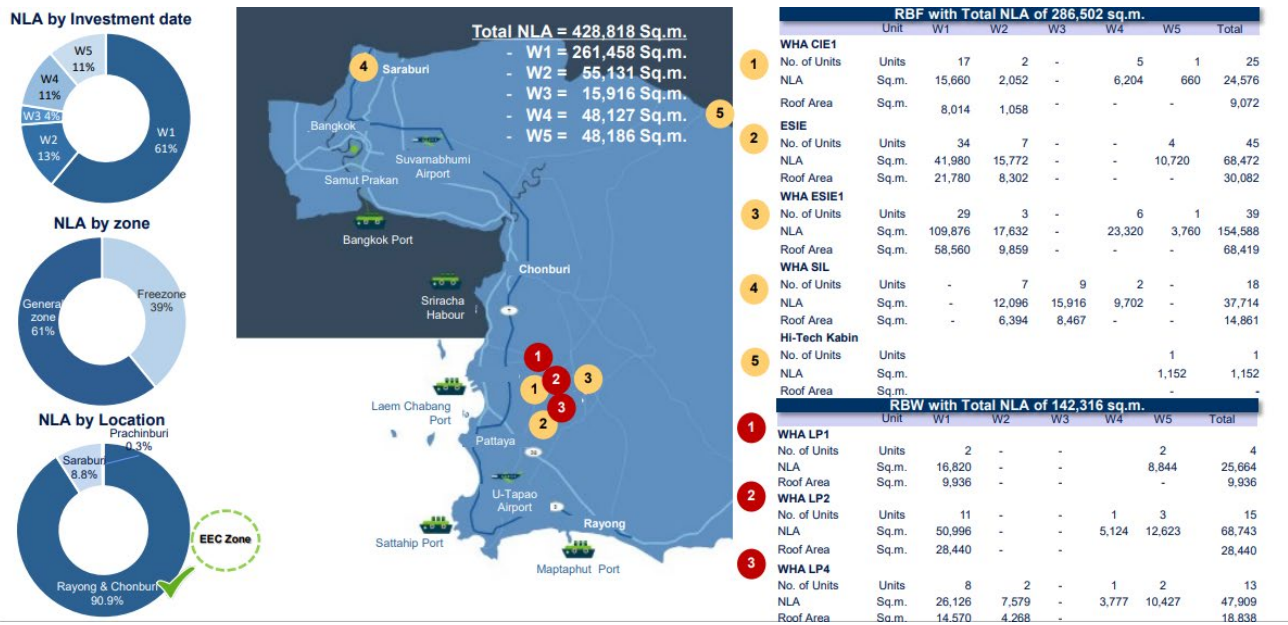
### Exhibit 1: WHAIR key milestones



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

ทำเลที่ตั้งของทรัพย์สินมีความโดดเด่น ประมาณ 93% ของทรัพย์สินทั้งหมดอยู่ในเขต EEC ในจ.ระยอง และชลบุรี อีก 7% อยู่ในจ.สระบุรี จึงได้ประโยชน์โดยตรงจากนโยบายการส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐ ที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการลงทุนในเขต EEC เพื่อยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทย นักลงทุนต่างชาติต่างรู้จักและให้ความสนใจในการร่วมลงทุนขยายหรือย้ายฐานการผลิตสู่พื้นที่ในเขต EEC เนื่องจากสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่ได้รับ โครงสร้างพื้นฐาน และระบบโลจิสติกส์ที่สะดวกสบาย ธุรกิจโรงงานสำเร็จรูปให้เช่าในบริเวณ EEC จึงมีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่อุปทานใหม่ๆ ของโรงงานสำเร็จรูปไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักเนื่องจากที่ผ่านมา ผู้พัฒนามักจะเน้นการพัฒนาโครงการที่มีอุปสงค์แน่นอนและเป็นลักษณะสร้างเป็นหลัก ทำให้กองทรัสต์ซึ่งมีอาคารโรงงานและคลังสินค้าอยู่ในบริเวณ EEC เป็นจำนวนมาก ได้เปรียบในการเติมผู้เช่าใหม่เข้ามาได้ไม่มากนัก

**Exhibit 2: Strategic locations**



Source: WHAIR

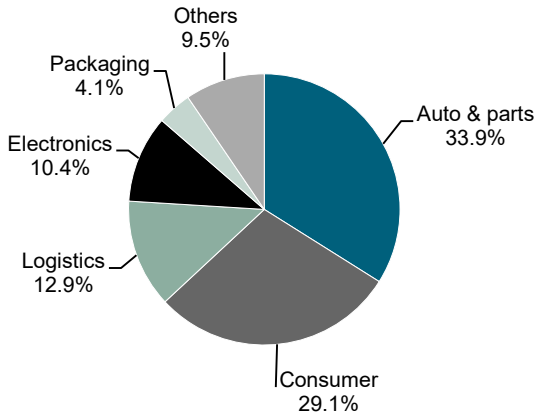
**ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรมโดยเฉพาะยานยนต์ที่รัฐสนับสนุน**

ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลากหลายอุตสาหกรรมโดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ณ สิ้นปี 2023 มีสัดส่วนรวมกัน 63% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด ทั้งสองอุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมหลักในการพัฒนาประเทศ รวมถึงอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตยานยนต์ของภูมิภาค มีกำลังการผลิตประมาณปีละ 2 ล้านคัน หรือราว 2% ของการผลิตทั่วโลก เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่ภาครัฐสนับสนุน โดยพื้นที่แถบ EEC เป็นพื้นที่ยุทธศาสตร์ที่มีความพร้อมในการพัฒนาให้ไทยก้าวสู่ฐานการผลิตยานยนต์ไฟฟ้าที่สำคัญของโลกต่อไป

หากแบ่งผู้เช่าตามสัญชาติ WHAIR มีกลุ่มผู้เช่าดั้งเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นนักลงทุนชาวญี่ปุ่นและยุโรปที่เป็นฐานลูกค้าอยู่แล้ว ภายหลังสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีนปี 2018 มีนักลงทุนชาวจีนย้ายฐานการผลิตเข้ามาในประเทศไทยโดยเฉพาะในพื้นที่เขต EEC เป็นจำนวนมาก ทำให้สัดส่วนผู้เช่าแยกตามสัญชาติ ณ สิ้นปี 2023 กระจายตัวมากขึ้น โดยอันดับ 1 เป็นชาวจีน (36.6%) รองลงมาเป็นชาวยุโรป 21.2% ชาวญี่ปุ่นและออสเตรเลียใกล้เคียงกัน 12.8% (สัดส่วนผู้เช่าที่เป็นชาวญี่ปุ่นปี 2017 เท่ากับ 29.4%) ทั้งนี้ ลูกค้าที่สร้างรายได้ให้กองทรัสต์ 10 รายแรกมีสัดส่วน 38.7% ของรายได้รวม ซึ่งใน 10 รายนี้มีการกระจายทั้งประเภทของอุตสาหกรรมและสัญชาติ ไม่ได้พึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่งมากเกินไป

เนื่องจากทำเลที่ตั้งที่อยู่ในพื้นที่ยุทธศาสตร์ และอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมที่พัฒนาโดย WHA Group ทำให้  
 กองทรัสต์สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนผู้เช่าที่ออกไปหรือไม่ต่อสัญญาได้ไม่ยากนัก อัตราการเช่าของ  
 ทั้งโรงงานและคลังสินค้าในช่วงที่ผ่านมาจึงอยู่ในระดับสูงเฉลี่ย 90%+ แม้ในช่วงโควิด-19 ก็ยังได้รับ  
 ผลกระทบจำกัด สำหรับอัตราการเช่าที่ปรับลงในช่วงปี 2020 เกิดจาก dilution ของทรัพย์สินใหม่ที่ลงทุน  
 เพิ่มเติมในปีดังกล่าวและยังมีผู้เช่าไม่เต็ม

Exhibit 3: Tenants by industry



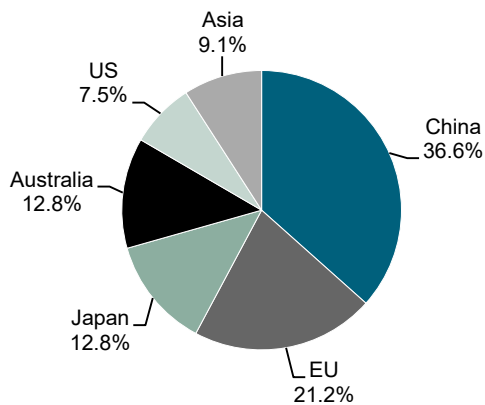
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Tenants by nationality



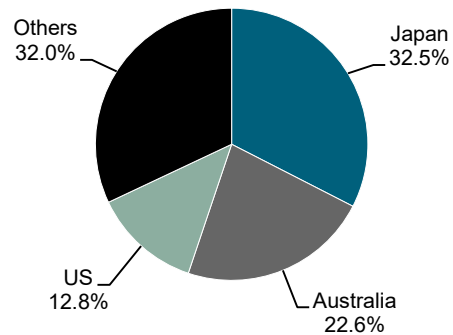
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Tenants by nationality, 2023



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

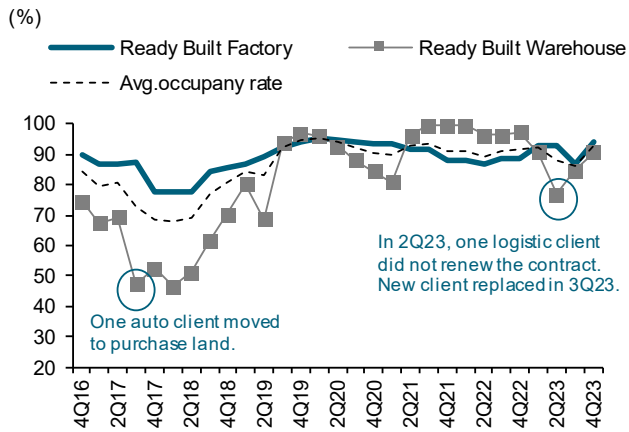
Exhibit 6: Tenants by nationality, 2018



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

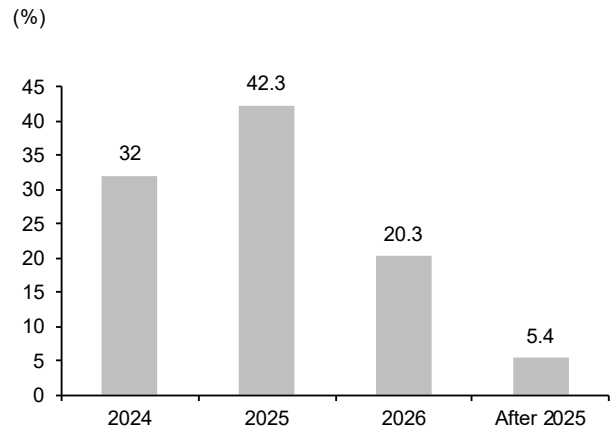


Exhibit 7: Occupancy rate, quarterly



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Lease expiry profile



Sources: WHA, FSSIA's compilation

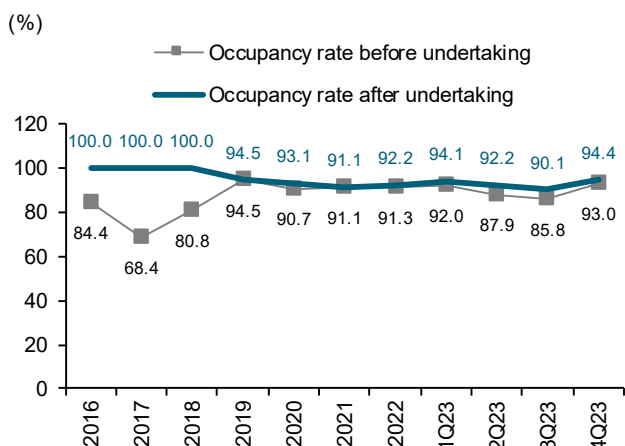
มีการประกันรายได้จากสปอนเซอร์

โครงสร้างรายได้ของ WHAIR เป็นค่าเช่ารายเดือนจากการที่ลูกค้าเช่าใช้อาคารโรงงานและคลังสินค้า รวมถึงค่าบริการอื่น เช่น ค่าส่วนกลาง ค่าบำรุงรักษาอาคาร เป็นต้น โดยได้จ้างให้ WHAID ซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการบริหารจัดการทรัพย์สินประเภทโรงงานและคลังสินค้า เป็นผู้บริหารทรัพย์สิน (Property manager) ทำหน้าที่ติดต่อหาลูกค้า ทำการตลาด เจริญข้อสัญญาเกี่ยวกับลูกค้า

รายได้ค่าเช่าของกองทรัสต์ได้รับการประกันจาก WHAID และเจ้าของทรัพย์สิน โดยในช่วง 3 ปีแรกหลังกองทรัสต์ซื้อทรัพย์สิน ผู้ประกันรายได้จะรับประกันรายได้ในกรณีที่ทรัพย์สินนั้นไม่มีผู้เช่า เพื่อให้อัตราการเช่าอยู่ที่ 100% หรืออัตราค่าเช่าต่ำกว่าอัตราประกันขั้นต่ำ ในปี 2023 WHAIR ได้รับเงินชดเชยรายได้ 30.1 ล้านบาท ส่วนใหญ่มาจากทรัพย์สินที่ลงทุนในปี 2022 จำนวน 14 ยูนิตซึ่งได้รับการชดเชยทั้งหมด แต่ปัจจุบันมีผู้เช่าแล้ว 12 ยูนิต เหลืออีกเพียง 2 ยูนิตที่ยังไม่มีผู้เช่าและได้รับการชดเชยรายได้ ทรัพย์สินชุดนี้จะหมดระยะเวลาประกันรายได้สิ้นปี 2025 ซึ่งเราคาดว่าจะหาผู้เช่าได้ไม่ยากนักด้วยทำเลและคุณภาพของทรัพย์สิน

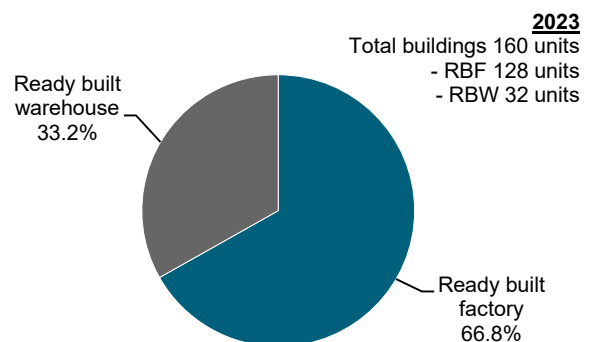
นอกจากนี้ WHAIR ยังได้เข้าทำสัญญากับ WHA เพื่อให้ WHA เข้ามาเป็นผู้ชดเชยรายได้ค่าเช่าให้แก่กองทรัสต์เพิ่มเติมอีก 1 ราย มีผลภายในเดือน พ.ค. 2024 ถือได้ว่ารายได้ค่าเช่าของ WHAIR ในช่วงแรกที่มีการซื้อทรัพย์สินมีความมั่นคงมากพอสมควร

Exhibit 9: Occupancy rate before/after undertaking



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 10: Investment assets by type



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

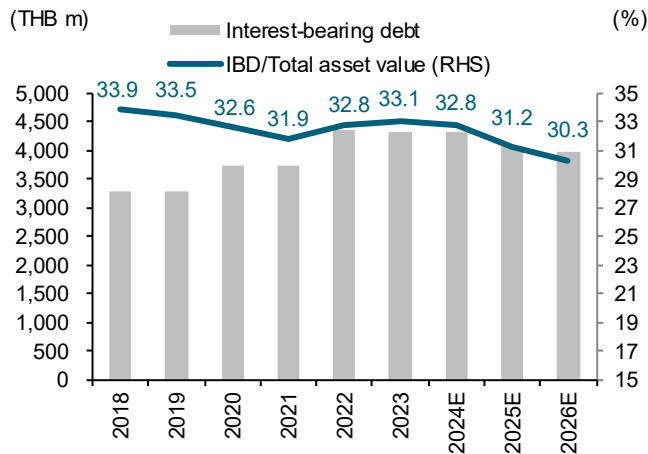
### หมดยุคดอกเบี้ยขาขึ้นและการรีไฟแนนซ์ช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่าย

แหล่งเงินทุนในซื้อทรัพย์สินในช่วงที่ผ่านมา มาจากทั้งการเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิมและการกู้ยืมเงิน ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีหนี้เงินกู้ระยะยาว 4.3 พันล้านบาท คิดเป็น 33.1% ของสินทรัพย์รวม ทั้งนี้ WHAIR มี IBD/TA สูง 33-34% มาตลอดหลายปี อยู่ในเกณฑ์ที่กองทรัสต์กู้ได้ไม่เกิน 35% ของมูลค่าทรัพย์สินรวม หรือไม่เกิน 60% สำหรับกองทรัสต์ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ Investment Grade ซึ่ง WHAIR ได้รับการจัดอันดับที่ BBB+ อยู่ในระดับ Investment Grade

อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับขึ้นในปีที่ผ่านมาทำให้ดอกเบี้ยจ่ายของ WHAIR เพิ่มขึ้น 69% y-y ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยขาขึ้นที่ผ่านพ้นไปแล้วและเชื่อว่ามีโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะปรับลง ในช่วง 2H24 เป็นบวกต่อผลประกอบการของ WHAIR

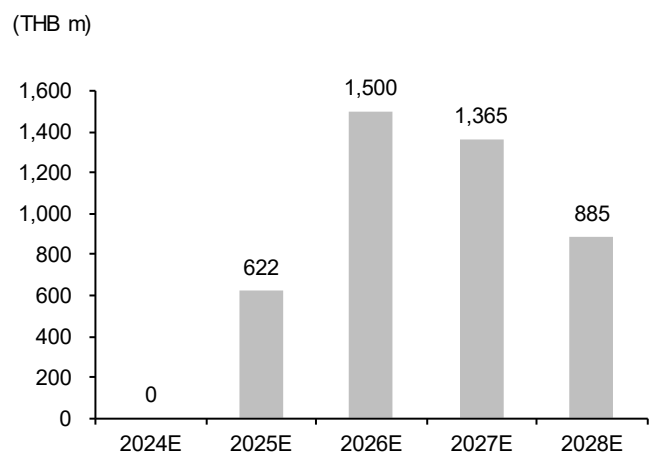
นอกจากนี้ การ refinance เงินกู้จำนวน 3,750 ล้านบาทจากเงินกู้ทั้งหมดในช่วงปลายปี 2023 โดยได้เงื่อนไขที่ดีขึ้นทั้งด้านต้นทุนดอกเบี้ยและระยะเวลาครบกำหนดชำระหนี้ บวกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีโอกาสปรับลงใน 2H24 จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยของกองทรัสต์ในปี 2024 เป็นต้นไป

Exhibit 11: IBD and IBD/Total asset



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 12: Loan repayment schedule

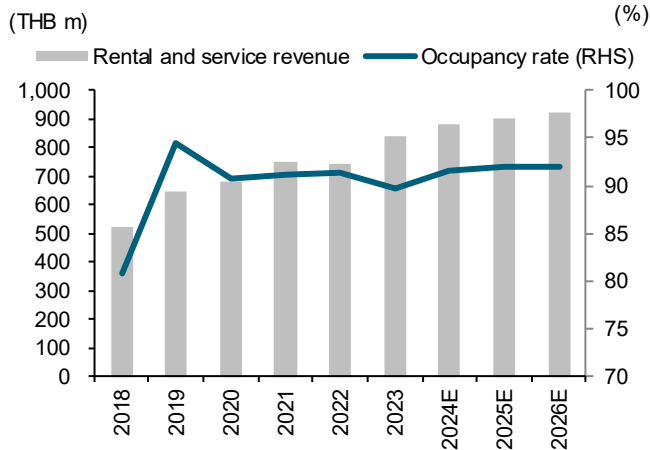


Sources: WHAIR, FSSIA estimates

**คาด DPU เพิ่มขึ้นจากปีก่อน คิดเป็น Dividend yield ที่สูงราว 9-10%**

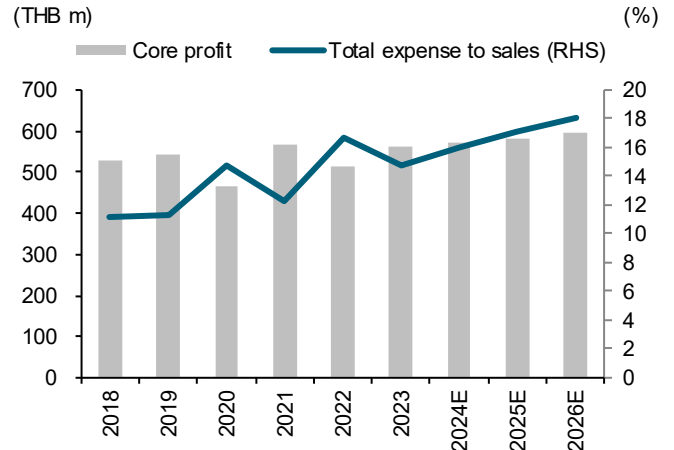
เราคาดว่ารายได้ของ WHAIR จะอยู่ในระดับ 882-923 ล้านบาทต่อปีในระหว่างปี 2024-26 บนสมมติฐานอัตราการเช่าพื้นที่ในระดับ 91-92% (รวมการชดเชยค่าเช่าจากสปอนเซอร์) และการปรับขึ้นค่าเช่าปีละ 2% และคาด EBITDA 740-760 ล้านบาทต่อปี กำไรปกติ 570-595 ล้านบาทต่อปี การเติบโตของกำไรค่อนข้างต่ำแต่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ และคาดว่า DPU จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.559-0.583 บาทต่อหน่วยต่อปีในระหว่างปี 2024-26 ซึ่งคิดเป็น Dividend yield ที่สูงราว 9.5-10.0% ต่อปี

**Exhibit 13: Rental revenue and occupancy rate**



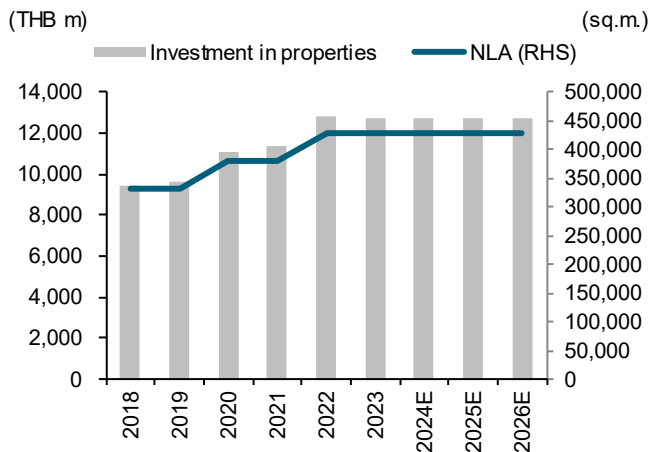
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

**Exhibit 14: Core profit and total expense to sales ratio**



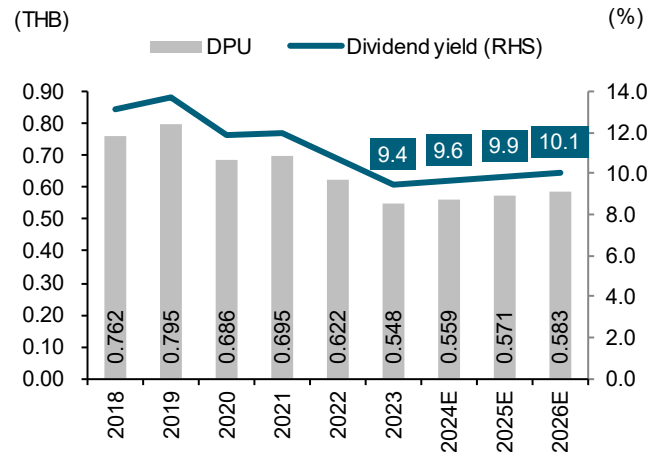
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

**Exhibit 15: Investment in properties and net leasable area**



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

**Exhibit 16: DPU and dividend yield**



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

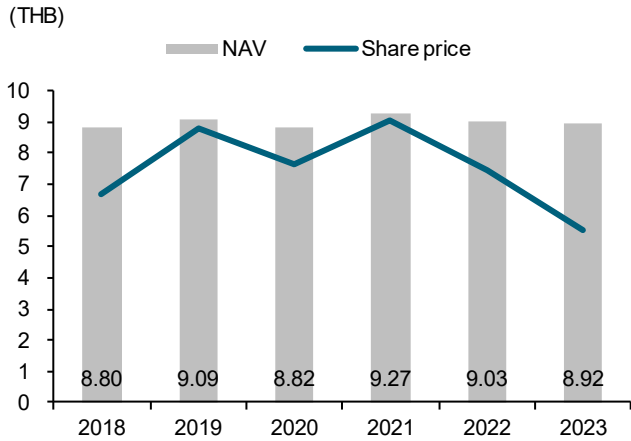
Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024



### ประเมินราคาเหมาะสม 8 บาท แนะนำซื้อ

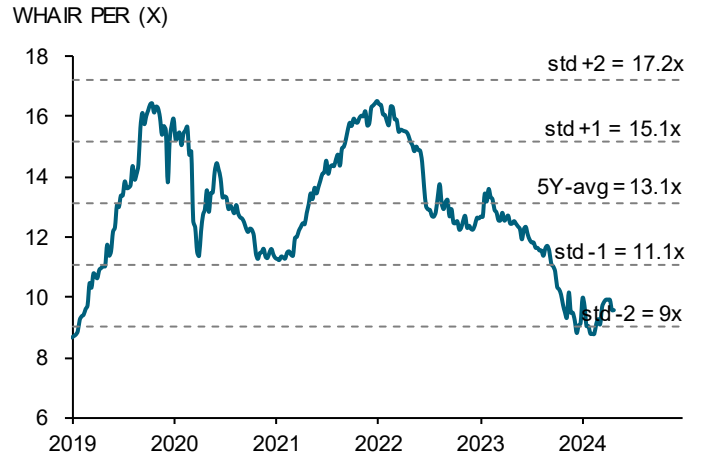
เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 7.2% Long-term growth rate 0% แนะนำซื้อ เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมอุตสาหกรรมของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จกสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูง 9-10%

Exhibit 17: WHAIR’s NAV vs share price



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 18: One-year rolling forward P/E



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Financial Statements

### WHA Industrial Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	745	840	882	905	923
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
<b>Gross profit</b>	<b>745</b>	<b>840</b>	<b>882</b>	<b>905</b>	<b>923</b>
Other operating income	2	32	3	3	3
Operating costs	(125)	(129)	(142)	(155)	(168)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>623</b>	<b>743</b>	<b>744</b>	<b>753</b>	<b>758</b>
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>623</b>	<b>743</b>	<b>744</b>	<b>753</b>	<b>758</b>
Net financing costs	(107)	(182)	(173)	(169)	(163)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	68	(155)	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>583</b>	<b>406</b>	<b>571</b>	<b>583</b>	<b>595</b>
Tax	0	0	0	0	0
<b>Profit after tax</b>	<b>583</b>	<b>406</b>	<b>571</b>	<b>583</b>	<b>595</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>583</b>	<b>406</b>	<b>571</b>	<b>583</b>	<b>595</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(68)</b>	<b>155</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>515</b>	<b>561</b>	<b>571</b>	<b>583</b>	<b>595</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.54	0.59	0.60	0.61	0.63
Reported EPS	0.61	0.43	0.60	0.61	0.63
DPS	0.62	0.55	0.56	0.57	0.58
Diluted shares (used to calculate per share data)	950	950	950	950	950
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	(0.4)	12.7	5.1	2.6	2.0
Operating EBITDA (%)	(7.1)	19.3	0.1	1.2	0.7
Operating EBIT (%)	(7.1)	19.3	0.1	1.2	0.7
Recurring EPS (%)	(19.4)	8.9	1.7	2.2	2.0
Reported EPS (%)	(42.2)	(30.4)	40.5	2.2	2.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gross margin exc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating EBITDA margin (%)	83.6	88.4	84.3	83.2	82.1
Operating EBIT margin (%)	83.6	88.4	84.3	83.2	82.1
Net margin (%)	69.2	66.8	64.7	64.5	64.5
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	114.7	92.7	93.0	93.0	93.0
Interest cover (X)	5.8	4.1	4.3	4.4	4.7
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.1
ROIC (%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.1
ROE (%)	6.3	6.6	6.7	6.8	6.9
ROA (%)	5.0	5.6	5.7	5.7	5.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	745	840	882	905	923

Sources: WHA Industrial Leasehold REIT; FSSIA estimates

## Financial Statements

### WHA Industrial Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	515	561	571	583	595
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(1,372)	0	0	0	0
Change in working capital	225	68	172	171	160
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(632)</b>	<b>628</b>	<b>743</b>	<b>754</b>	<b>755</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Dividends paid	(567)	(506)	(531)	(543)	(554)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	1,410	(34)	(20)	128	(30)
Other financing cash flows	(97)	(175)	(173)	(169)	(163)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>747</b>	<b>(715)</b>	<b>(724)</b>	<b>(584)</b>	<b>(746)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	13	0	35
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>(232)</b>	<b>35</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>114</b>	<b>(86)</b>	<b>32</b>	<b>(61)</b>	<b>43</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(524.88)	809.97	916.01	923.87	917.87
Free cash flow to equity (FCFE)	681.02	419.48	563.08	481.09	597.07
<b>Per share (THB)</b>					
FCFF per share	(0.55)	0.85	0.96	0.97	0.97
FCFE per share	0.72	0.44	0.59	0.51	0.63
Recurring cash flow per share	(0.90)	0.59	0.60	0.61	0.63
<b>Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec</b>					
Tangible fixed assets (gross)	12,819	12,664	12,677	12,690	12,690
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>12,819</b>	<b>12,664</b>	<b>12,677</b>	<b>12,690</b>	<b>12,690</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	454	368	401	339	383
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	47	77	82	85	88
<b>Current assets</b>	<b>501</b>	<b>445</b>	<b>482</b>	<b>424</b>	<b>471</b>
Other assets	0	0	0	0	0
<b>Total assets</b>	<b>13,321</b>	<b>13,109</b>	<b>13,159</b>	<b>13,114</b>	<b>13,161</b>
Common equity	8,575	8,475	8,515	8,556	8,598
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>8,575</b>	<b>8,475</b>	<b>8,515</b>	<b>8,556</b>	<b>8,598</b>
Long term debt	4,356	4,334	4,314	4,092	3,992
Other long-term liabilities	81	13	22	136	223
<b>Long-term liabilities</b>	<b>4,437</b>	<b>4,347</b>	<b>4,337</b>	<b>4,228</b>	<b>4,216</b>
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	309	287	308	330	348
<b>Current liabilities</b>	<b>309</b>	<b>287</b>	<b>308</b>	<b>330</b>	<b>348</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>13,321</b>	<b>13,109</b>	<b>13,159</b>	<b>13,114</b>	<b>13,161</b>
Net working capital	(262)	(210)	(226)	(245)	(259)
Invested capital	12,558	12,454	12,451	12,445	12,430
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
<b>Per share (THB)</b>					
Book value per share	9.03	8.92	8.97	9.01	9.05
Tangible book value per share	9.03	8.92	8.97	9.01	9.05
<b>Financial strength</b>					
Net debt/equity (%)	45.5	46.8	46.0	43.9	42.0
Net debt/total assets (%)	29.3	30.3	29.7	28.6	27.4
Current ratio (x)	1.6	1.5	1.6	1.3	1.4
CF interest cover (x)	7.4	3.3	4.3	3.8	4.7
<b>Valuation</b>					
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>10.7</b>	<b>9.8</b>	<b>9.7</b>	<b>9.4</b>	<b>9.3</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>14.7</b>	<b>13.5</b>	<b>13.3</b>	<b>13.0</b>	<b>12.8</b>
Reported P/E (x)	9.4	13.6	9.7	9.4	9.3
Dividend yield (%)	10.7	9.4	9.6	9.9	10.1
Price/book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Price/tangible book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x) **	15.1	12.8	12.7	12.3	12.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	18.5	15.6	15.5	15.1	14.8
EV/invested capital (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: WHA Industrial Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>THSI inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETTHSI Index</b> is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="0" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td style="padding-right: 20px;"><b>AAA</b></td> <td style="padding-right: 20px;">8.571-10.000</td> <td style="padding-right: 20px;"><b>Leader:</b></td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td><b>Average:</b></td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570			<b>A</b>	5.714-7.142			<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285			<b>B</b>	1.429-2.856			<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
<b>AA</b>	7.143-8.570																												
<b>A</b>	5.714-7.142																												
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
<b>BB</b>	2.857-4.285																												
<b>B</b>	1.429-2.856																												
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																												
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

#### Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
WHA Industrial Leasehold REIT	WHAIR TB	THB 5.80	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ; 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

Source: FSSIA estimates

#### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 30-Apr-2024 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.