



HEMRAJ

(Hemaraj Land and Development PCL.)

Sector : Property

วิชาชุดา ปลั่งมณี research@kks.co.th



Source: Reuters

Business Description

บริษัทเป็นผู้นำด้านการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ระบบสาธารณูปโภค และการบริการด้านอุตสาหกรรมชั้นนำของประเทศไทย ปัจจุบันบริษัทฯ เหมราช และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม 4 แห่ง และเขตประกอบการอุตสาหกรรม 2 แห่ง ได้แก่ นิคมอุตสาหกรรมเหมราช ชลบุรี นิคมอุตสาหกรรมเหมราชตะวันออก (มาบตาพุด) นิคมอุตสาหกรรมอีสเทิร์นซีบอร์ด (ระยอง) (เป็นการร่วมทุนระหว่างบริษัท เหมราช พัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน) และบริษัท อาหารสยาม จำกัด (มหาชน)

Stock Information ข้อมูล ณ วันที่ 3 ก.ค.55

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	15,000.00
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	9,705
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	20.35
P/BV (X)	3.01
Book Value (บาท)	1.00
Market Cap. (ล้านบาท)	29,116
Free Float (%)	58.75
SAA Consensus (บาท)	3.30

Sector Information

P/E (X)	19.00
P/BV (X)	1.88

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ซื้อเก็งกำไร
Fair Value'55 (Bt)	3.14
Closed Price (Bt)	3.00
Upside Gain	4.7%
Dividend Yield 55F	3.7%
CGR 2011	▲▲▲▲

แม้ว่ายอดขายที่ดินใน Q2/55 ยังปรับขึ้นต่อเนื่องอีก 519 ไร่ ทำให้ยอดขายที่ดินในงวด 1H55 ทำได้ 1.44 พันไร่ เข้าใกล้เป้าหมายยอดขายทั้งปีที่บริษัทตั้งไว้ที่ 2 พันไร่ แต่เนื่องจากการรับรู้รายได้จากการขายที่ดินที่ลดลงทำให้แนวโน้มผลประกอบการ Q2/55 อ่อนตัวลงเมื่อเทียบไตรมาสแรก ขณะที่ผลกระทบจากผลตอบแทนการลงทุนในโรงไฟฟ้า GHE-co-One ที่จะเลื่อนการรับรู้เงินปันผลช้าลงกว่าที่เราคาดการณ์ใน Q2/55 เป็น 3Q/55 ทำให้ผลประกอบการปี 2555 อาจต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เราประเมินว่า ราคาหุ้น HEMRAJ ได้ปรับขึ้นเข้าใกล้มูลค่าที่เหมาะสมที่ 3.14 บาท เราจึงปรับลดคำแนะนำการลงทุนเป็นเพียง "ซื้อเก็งกำไร"

ยอดขายที่ดินใหม่สร้างฐานรายได้ที่เติบโตในปี56เติบโตดี

จากยอดขายที่เพิ่มต่อเนื่องทำให้ปัจจุบัน HEMRAJ มียอดขายที่ดินรวม 1.44 พันไร่ ใกล้เป้าหมายของปีนี้ที่ 2 พันไร่ เราคาดว่า HEMRAJ มีโอกาสขายที่ดินได้มากกว่าเป้าหมายหลังจากยอดขายใน Q2/55 ที่คงความต่อเนื่องได้ 519 ไร่ จาก Q1/55 ขายที่ได้ 928 ไร่ กลุ่มลูกค้าหลักที่ให้ความสนใจซื้อที่ดินยังคงมาจากกลุ่มยานยนต์ รองลงมาคือ กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ มีผลต่องานในมือ (Backlog) ที่เพิ่มขึ้นเป็น 3.1 พันล้านบาท โดยเรายังคงประมาณการเดิมของรายได้จากการขายที่ดินที่ 2.6 พันล้านบาท (สมมุติฐานรับรู้รายได้ที่ดิน 1.2 พันไร่)

GHECO-One เห็นการรับรู้ผลกำไรชัดเจนใน Q3/55

แม้ว่าในปีปลาย Q2/55 การเดินเครื่องอยู่ระหว่างทดสอบ ซึ่งอาจยังไม่เห็นผลบันทึกกำไรหรือเงินปันผล อย่างไรก็ตามเราคาดว่า จะเห็นการบันทึกผลกำไรหรือเงินปันผลจากการลงทุนใน GHECO-One .ใน 2H55 โดยคาดว่าในปี 2555 จะมีการรับรู้การลงทุนดังกล่าวราว 600-700 ล้านบาท ซึ่งกรณีการดำเนินงานปกติจะทำให้มีการรับรู้จากเงินลงทุนราว 1.4 พันล้านบาทต่อปี โดยผลประโยชน์ที่ได้จาก GHECO-One จะต่อเนื่องไประยะยาวถึง 8 ปี ซึ่งเรามองว่าเป็นการสร้างกำไรที่ดีและต่อเนื่องนอกเหนือจากการมีธุรกิจจากการขายที่ดิน

แนวโน้มผลประกอบการการอ่อนตัวใน Q2/55 แต่คาดฟื้นตัวใน 2H55

เราคาดใน Q2/55 จะมีกำไรที่อ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับรายไตรมาสสาเหตุจาก ยอดโอนและการรับรู้รายได้ที่ดินที่น้อยกว่า ในขณะที่คาดว่า จะมีผลกำไรบันทึกผลขาดทุนจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าของโครงการ GHECO-One ทำให้เราการประเมินกำไรของQ2/55 จะอยู่ในราว 300-320 ล้านบาท ซึ่งปรับลดเทียบกับรายไตรมาสแต่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับราย



ราคาที่เหมาะสม 3.14 บาท ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อเก็งกำไร”

นอกจากยอดขายที่ดินที่เติบโตต่อเนื่อง เราคาดว่าจะรายได้อื่นเช่นจากธุรกิจสาธารณูปโภคพื้นฐาน คาดว่าจะรับรู้รายได้เพิ่มราว 15-20 ต่อปี รวมถึงธุรกิจโรงงานให้เช่า และ ธุรกิจ Logistic Park มีผลดีต่อรายได้รวมของ HEMRAJ ในอนาคต ทั้งนี้ยังมีประเด็นที่ต้องติดตามคือการลงทุนที่ใช้เม็ดเงินที่เพิ่มขึ้นซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาวะดอกเบี้ยจ่าย รวมถึงการเสียค่าปรับให้กับ EGAT กรณีการดำเนินงานที่ล่าช้าของโครงการ GHECO-one เราปรับคำแนะนำเดิม จากซื้อ เป็น ซื้อเก็งกำไร หลังจากระดับราคาปรับเพิ่มจน Upside gain จำกัด ที่ 4.2% จากราคาที่เหมาะสมปี 55 ที่ 3.14 บาท อ้างอิง (APER 13 เท่า) และคาดจ่ายปันผลทั้งปี 11 สตางค์ต่อหุ้น ให้ผลตอบแทน 3.6% ต่อปี ทำให้มีผลตอบแทนรวม 7.8%



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	4,322	4,150	5,443	6,178
Costs of Sales	1,619	1,790	2,357	2,656
Gross profit	2,703	2,361	3,086	3,521
SG&A	639	639	708	927
EBIT	980	1,151	1,649	1,730
Depre. & amort'n	184	266	280	294
EBITDA	1,164	1,417	1,929	2,024
Interest expense	284	397	370	407
Other income	746	22	1,012	1,312
Pre-tax profit (loss)	1,442	758	2,289	2,635
Corporate Tax	46	161	252	290
After-tax profit	1,396	597	2,037	2,345
Extraordinary Items	0	0	370	370
Minority interest	-71	-60	-60	-60
Net profit	1,324	537	2,347	2,655
Norm. net profit	1,324	537	1,977	2,285

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	3,517	3,718	2,462	3,216
Current Assets	11,202	11,814	13,043	14,390
Fixed Assets	7,514	8,196	8,761	9,376
Total Assets	18,715	20,011	21,803	23,766
S/T loan	0	0	0	0
Current Portion of Debt	780	308	339	373
Current Liabilities	2,127	2,389	2,628	2,890
LT Debt	1,231	0	1,553	1,554
Total Liabilities	9,577	10,881	11,172	11,436
Paid-up Capital	9,705	9,705	9,705	9,705
Retained Earnings	3,895	3,883	5,386	7,085
Total Equity	9,139	9,129	10,632	12,331

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	1,324	537	2,347	2,655
Depre./Amortization	184	266	280	294
Change in work's cap	9,075	9,425	10,415	11,500
Other non-cash items	0	0	0	0
Operating Cash Flow	371	1,228	1,320	1,502
CAPEX	1,493	138	555	606
Free cash flows	-1,122	1,090	765	896
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	3,355	-181	-1,489	-268
Net cash flows	2,609	201	-31	1,789

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	37.5	43.1	43.3	43.0
EBITDA Margin	26.9	34.1	35.4	32.8
EBIT Margin	22.7	27.7	30.3	28.0
ROE	15.1	5.9	23.8	23.1
ROA	8.2	2.8	11.2	11.7
ROCE	5.9	6.5	8.6	8.3
Cash Cycle (Days)				
Collection Days	14.0	14.4	48.4	82.7
Inventory Days	947	1,184	956	880
Payment Days	29	164	237	229
Net Cash Cycle Days	932	1,034	768	734
Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	5.3	4.9	5.0	5.0
Quick Ratio	1.75	1.61	1.80	1.96

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	1.05	1.19	1.05	0.93
Int.-bearing Debt/Equity	0.90	0.96	0.84	0.72
Interest Coverage	3.45	2.90	4.46	4.25
Debt Service Coverage	1.73	0.22	0.98	0.95

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	111%	-4%	31%	14%
EBITDA Growth	-57%	89%	0%	0%
Normalized Profit Growth	168%	-59%	268%	16%
Net Profit Growth	131%	-59%	337%	13%
EPS Growth	131%	-59%	337%	13%

Per/Share Data (Bt)				
EPS	0.14	0.06	0.24	0.27
DPS	0.05	0.02	0.11	0.12
BV	0.94	0.94	1.10	1.27
EV	2.47	3.24	3.90	3.85

Multiplier (x)				
PE	14.85	54.23	12.40	10.97
P/BV	1.06	3.19	2.74	2.36
EV/EBITDA	20.63	22.18	19.61	18.45
Dividend yield (%)	3.4%	0.8%	3.6%	4.1%



สำนักงานใหญ่

500 อาคารเอ็มจีทาวเวอร์ ชั้น 7
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233
Email: customerservices@kks.co.th

สาขาโศก

209 อาคารเค ทาวเวอร์
ถนนสุขุมวิท 21 (โศก) แขวงคลองเตยเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995
Email : asoke@kks.co.th

สาขาเชียงใหม่

33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง
ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300
โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760
โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765
Email : chiangmai@kks.co.th

สาขาขอนแก่น

9/2 ถนนประชาสโมสร
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000
โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721
Email : khonkaen@kks.co.th

สาขาระยอง

125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย)
ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000
โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490
Email : rayong@kks.co.th

สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม)

ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8
ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000
โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634
Email : ngamwongwan@kks.co.th

สาขาสุมทราสาร

1400 / 98-101 ถนนเอกชัย
ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สุมทราสาร 74000
โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5
โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255
Email : smutsakorn@kks.co.th

สาขาชลบุรี

7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท
ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130
โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794
Email : chonburi@kks.co.th

สาขาพิษณุโลก

169/2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000
โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455
Email : pitsanulok@kks.co.th

สาขาบางนา

1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีดีบางนา บางนา-ตราด กม.3
แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260
โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467
Email: bangna@kks.co.th

สาขาหาดใหญ่

200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า
ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ
หาดใหญ่ สงขลา 90110
โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515
Email : haadyai@kks.co.th

สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch)

20/1 ถนนราษฎร์ยินดี
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110
โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841
Email : hadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน

คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์

ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นระยะสั้น

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิครายวัน นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์

รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนนี้อาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็น เช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯก่อน

Corporate Governance

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคิน จำกัดมีได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน

ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th
วิษชุดา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th
เบญจพล สุทธิวัฒน์	benjapho_l@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวคิน	dithanop_v@kks.co.th

นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค

อภิสิทธิ์ ลิ้มป็ธารังกุล	Apisit_l@kks.co.th
ณาศิส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th

ส่วนสนับสนุนข้อมูล

สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อังศุมลลิน คุ้มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th

RESEARCH CALL CENTER 02 680 2111