

| | | | | | |
|--------------|----------|---------|------|--------------|----------|
| ราคาปัจจุบัน | 3.00 บาท | คำแนะนำ | ซื้อ | Target Price | 3.32 บาท |
|--------------|----------|---------|------|--------------|----------|

ความเห็น : ภาพรวมยอดขายที่ดินใน 1H/55 โดดเด่น สูงถึง 1,447 ไร่ ขณะที่คาดการณ์ความต้องการที่ดินยังดีต่อเนื่องจากอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ HEMRAJ ทำให้มีความเป็นไปได้ที่ HEMRAJ จะมีการปรับเป้าหมายเพิ่มอีกครั้งจากปัจจุบันที่ประมาณ 2,000 ไร่ ขณะที่คาดการณ์ดำเนินงานใน 2Q/55 โดดเด่นเมื่อเทียบกับ 2Q/54 แต่คาดการณ์กำไรสุทธิชะลอตัวจาก 1Q/55 อย่างไรก็ตามยังคงประมาณการปี'55 คาดเติบโตโดดเด่น และยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 3.32 บาท อิง PE 15X (ระดับเดียวกับ AMATA) ณ ราคาปัจจุบัน มี Upside และ Div.Yield ประมาณ 11% และ 3% ตามลำดับ

.....โดยมีประเด็นความเสี่ยงจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยทางการเมือง ที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนและยอดขายที่ดิน และความล่าช้าโครงการ Gheco - One ที่อาจทำให้ไม่สามารถผลิตและส่งมอบไฟ ให้กับ EGAT ได้ตามกำหนด และอาจมีผลทำให้ผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามประมาณการ

ยอดขายที่ดิน 2Q/55 จำนวน 519 ไร่.....ทำให้ 1H/55 อยู่ที่ 1,447 ไร่ (72% ของเป้าหมายทั้งปี)

HEMRAJ สรุปยอดขายที่ดิน 1H/55 อยู่ที่ 1,447 ไร่ เพิ่มขึ้นโดดเด่นจาก 769 ไร่ เมื่อ 1H/54 ซึ่งเป็นยอดขายใน 1Q/55 และ 2Q/55 จำนวน 928 ไร่ และ 519 ไร่ จากจำนวนทั้งหมด 67 สัญญา แบ่งเป็น (1) ลูกค้าใหม่ 44 ราย และ (2) ลูกค้าเดิมที่มีการขยายกำลังการผลิต 23 ราย โดยในจำนวนนี้ ประมาณ 30% อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน รองลงไปเป็นลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค และ อิเล็กทรอนิกส์ ประมาณ 18% และ 13% ตามลำดับ

และภายใต้อุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ HEMRAJ ที่กลับมาผลิตเป็นปกติ และยังมีแนวโน้มเติบโตที่ดีตามความต้องการในประเทศและส่งออก รวมถึงปัจจัยบวกจากการย้ายทำเลจากพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม และการย้ายฐานการผลิต โดยเฉพาะจากกลุ่มนักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่นที่ได้รับผลกระทบจากเงินเยนที่แข็งค่า ทำให้คาดว่า HEMRAJ มีแนวโน้มที่จะปรับเพิ่มเป้าหมายยอดขายที่ดินในปี'55 จาก 2,000 ไร่ อีกครั้ง ขณะที่ล่าสุดมี Backlog ประมาณ 1,300 ไร่ โดยคาด (1) สัดส่วนประมาณ 60 – 70% คาดสามารถทยอยโอนและรับรู้รายได้ในปี'55 และ (2) ส่วนที่เหลือเป็นลูกค้าที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต้องขอ EIA และ/หรือ HIA ซึ่งต้องใช้ระยะเวลา 12 – 18 เดือน ทำให้คาดทยอยโอนในปี'56

ธุรกิจอื่น ๆยังเติบโตต่อเนื่อง

ขณะที่ธุรกิจอื่นยังเติบโตต่อเนื่อง ทั้ง (1) พื้นที่ให้เช่าโรงงาน เพิ่มขึ้น 31,038 ตรม. เพิ่มขึ้น 20%จากปี'54 อยู่ที่ 190,076 ตรม. และเป็นระดับสูงสุดนับจากพื้นที่เช่าในปี'44 ที่มีเพียง 30,636 ตรม. ขณะที่ HEMRAJ ยังมีพื้นที่ที่เป็น Pre Leased อีก 30,361 ตรม. ที่คาดว่าจะทยอยรับรู้เป็นรายได้ในช่วง 6 เดือนข้างหน้า (2) ความต้องการใช้น้ำ รวม 238,000 ลบม/วัน หรือเพิ่มขึ้น ประมาณ 15%qoq (ส่วนใหญ่มาจากน้ำดิบ +23% อยู่ที่70,000 ลบม/วัน) และ 9%yoy

แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q/55 ชะลอตัว qoq แต่โดดเด่น yoy

คาดการณ์ดำเนินงานใน 2Q/55 มีรายได้จากธุรกิจหลัก โกลด์เคียงไทรมาสที่ผ่านมา แม้คาดการณ์รายได้ที่ดินจะชะลอตัวตามยอดการโอนที่ดินที่คาดอยู่ที่ ประมาณ 450 ไร่ หรือประมาณ 970 ล้านบาท ลดลงจากประมาณ 550 ไร่ เมื่อ 1Q/55 หรือลดลงประมาณ 18% แต่คาดการณ์ได้จากค่าบริการ ค่าเช่า และจากโครงการ The Park ประมาณ 539 ล้านบาท และ 30 ล้านบาท เข้ามาชดเชย ทำให้คาดการณ์ได้จากธุรกิจหลัก 1,539 ล้านบาท ลดลงเพียง 8%qoq แต่เพิ่มขึ้นโดดเด่นเมื่อเทียบกับ 2Q/54

Financial Summary

| | FY09A | FY10A | FY11A | FY12F | FY13F |
|--------------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| Revenue (MB) | 2,050 | 4,322 | 4,150 | 5,846 | 6,289 |
| Growth (%) | -54.37% | 17.28% | -3.97% | 39.79% | 7.58% |
| Net Profit (MB) | 575 | 1,411 | 537 | 2,145 | 2,914 |
| Growth (%) | -57.14% | 16.04% | -61.97% | 347.42% | 35.82% |
| EPS (Bt.) | 0.15 | 0.15 | 0.06 | 0.22 | 0.30 |
| BV (Bt.) | 2.23 | 2.36 | 2.35 | 2.92 | 3.30 |
| Dividend (Bt.) | 0.03 | 0.06 | 0.06 | 0.10 | 0.15 |
| PE (x) | 19.78 | 20.63 | 54.26 | 13.57 | 9.99 |
| PBV (x) | 1.35 | 1.27 | 1.28 | 1.03 | 0.91 |
| Dividend Yield (%) | 1.00% | 1.83% | 1.83% | 3.23% | 4.90% |

คาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรใกล้เคียง 1Q/55 คาด Gross Profit Margin เฉลี่ย 45.14% โดยคาด Margin จากการขายที่ดิน ประมาณ 44 - 46% Margin จากค่าบริการ และคอนโด ประมาณ 45% และ 43% ตามลำดับ และคาดการณ์กำไรสุทธิ 249 ล้านบาท เพิ่มขึ้นโดดเด่นจาก 2Q/54 แต่ลดลง 71%qoq เนื่องจากไตรมาสที่ผ่านมามีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม จำนวน 428 ล้านบาท หลักๆ จาก Gehco - One (1) ค่าปรับงานก่อสร้างล่าช้า จำนวน 291 ล้านบาท และ (2) กำไรจากอัตรแลกเปลี่ยนเงิน จำนวน 130 ล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่คาดในไตรมาสนี้มีขาดทุนจากอัตรแลกเปลี่ยนเงิน ประมาณ 120 - 150 ล้านบาท

อย่างไรก็ตามในประมาณการดังกล่าวยังไม่รวมค่าปรับที่อาจจะเกิดขึ้นหลังจากโครงการ Gehco - One ไม่สามารถส่งมอบไฟฟ้าให้กับ EGAT ตามกำหนด (คาดค่าปรับ ประมาณ 2.6 ล้านบาท/วัน) ซึ่งปัจจุบันยังไม่มีความชัดเจนในประเด็นนี้

Financial Results

| Income Statement (MB) | 2Q12F | 1Q12 | 2Q11 | %qoq | %yoy | 1H/11 | 1H/12F | % |
|-------------------------|--------|--------|--------|------|------|--------|--------|--------|
| Sale | 1,539 | 1,676 | 861 | -8% | 79% | 1,427 | 3,214 | 125% |
| Other Income | 21 | 450 | 41 | -95% | -48% | 60 | 471 | 679% |
| Total Revenue | 1,560 | 2,125 | 902 | -27% | 73% | 1,488 | 3,685 | 148% |
| Cost of Sale | 844 | 904 | 490 | -7% | 72% | 802 | 1,748 | 118% |
| Gross Profit | 695 | 772 | 371 | -10% | 87% | 626 | 1,466 | 134% |
| SG&A | 182 | 178 | 132 | 2% | 38% | 252 | 360 | 43% |
| Interest Expense | 110 | 106 | 99 | 3% | 11% | 196 | 216 | 10% |
| Net Profit | 249 | 861 | 31 | -71% | 701% | 2 | 1,110 | 59883% |
| Gross Profit Margin (%) | 45.14% | 46.05% | 43.14% | | | 43.83% | 45.61% | |
| Net Profit Margin (%) | 15.99% | 40.51% | 3.45% | | | -0.12% | 30.13% | |

ที่มา : HEMRAJ และประมาณการโดย AIRA

คงประมาณการปี'55 คาดเติบโตโดดเด่น

ภายใต้สมมติฐาน (1) Backlog สิ้นปี'54 ประมาณ 1,000 ไร่ ซึ่งคาดว่าจะทยอยโอนและรับรู้รายได้ในปี'55 ไม่ต่ำกว่า 70% และยอดขายในปี'55 ที่คาดอยู่ที่ประมาณ 1,500 ไร่ โดยคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ไม่ต่ำกว่า 50% ตามระยะเวลาเฉลี่ยนับจากวันซื้อ - วันโอน ประมาณ 6 - 9 เดือน ทำให้คาดรายได้ขายที่ดิน ประมาณ 3,599 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว (2) รายได้บริการและค่าเช่า ที่คาดเติบโตต่อเนื่อง ไม่ต่ำกว่า 15% คาดอยู่ที่ 1,808 ล้านบาท และ (3) รายได้จากโครงการ The Park ประมาณ 450 ล้านบาท (Conservative เมื่อเทียบเป้าหมายของ HEMRAJ ที่คาดว่าจะปิดโครงการในปี'55) ทำให้คาดรายได้จากธุรกิจหลัก 5,846 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 39%

.....คาดการณ์ความสามารถในการทำกำไร มี Gross Profit Margin เฉลี่ย 41.55% จาก Margin ขายที่ดินและโครงการ The Park ประมาณ 40% และ Margin จากค่าบริการเฉลี่ย ประมาณ 45% คาดเงินปันผลจากโครงการ Gheco - One ประมาณ 700 ล้านบาท (จากกำลังการผลิตที่คาดเต็มทีใน 2H/55)

.....คาด HEMRAJ ไม่ได้ประโยชน์จากอัตรภาษีที่ลดลงจาก 30% เป็น 23% มากนัก เนื่องจากรายได้หลักๆ เช่น ขายที่ดินและค่าบริการ ได้รับสิทธิประโยชน์ BOI มีเพียงรายได้จากการขายคอนโด ซึ่งคิดเป็นเพียง 8% ของรายได้จากธุรกิจหลัก ทำให้ยังคงอัตรภาษีเฉลี่ยใกล้เคียงปีที่ผ่านมา ประมาณ 8% ทำให้คาดกำไรสุทธิสูงถึง 2,145 ล้านบาท หรือ 0.22 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้นโดดเด่นจากปี'54 คาดเงินปันผลภายใต้สัดส่วนเดียวกับปี'53 ประมาณ 0.10 บาท/หุ้น

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) ("ไอรา") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากข้อมูลของตนเอง ไอรารวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความเสี่ยงอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางคำแนะนำซื้องาน และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า นักสารฉบับนี้ใช้ภายในไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด

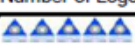



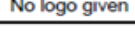
CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)

| Score Range 90-100: Excellent | | Score Range 80-89: Very Good | | | | Score Range 70-79: Good | | | |
|----------------------------------|----------|---------------------------------|--------|----------|--------|----------------------------|--------|--------|--------|
| ADVANC | PS | ACAP | HANA | PB | TCAP | 2S | FE | NNCL | SYNEX |
| AOT | PSL | AF | HMPRO | PG | TFD | A | FOCUS | NSI | TBSP |
| BAFS | PTT | AMANAH | HTC | PHATRA | TFI | AEONTS | FSS | NTV | TCB |
| BANPU | PTTAR*** | AMATA | IFEC | PM | THAI | AFC | GENCO | NWR | TCC |
| BAY | PTTCH*** | AP | INET | PR | THCOM | AGE | GFM | OFM | TCP |
| BBL | PTTEP | ASIMAR | INTUCH | PRANDA | THIP | AH | GL | PAF | TEAM |
| BCP | QH | ASP | IVL | PRG | TIC | AHC | GLAND | PAP | TF |
| BKI | RATCH | AYUD | JAS | PT | TK | AI | GOLD | PATO | TGCI |
| BMCL | ROBINS | BEC | KCE | PYLON | TMT | AIT | GUNKUL | PDI | THANA |
| CPN | RS | BECL | KEST | S & J | TNITY | AJ | GYT | PHOL | THANI |
| CSL | SAT | BFIT | KGI | S&P | TNL | AKR | HFT | PICO | TICON |
| EASTW | SC | BH | KSL | SABINA | TOG | APRINT | HTECH | PL | TIW |
| EGCO | SCB | BIGC | KWC | SAMCO | TPC | APURE | IFS | POST | TKS |
| ERW | SCC | BJC | L&E | SCCC | TRC | AS | ILINK | PPM | TLUXE |
| GRAMMY | SE-ED | BLA | LANNA | SCG | TRT | ASK | IRC | PREB | TMD |
| HEMRAJ | SIS | BROOK | LH | SCSMG | TRU | BAT-3K | IRCP | PRECHA | TNH |
| ICC | THRE | BTS | LOXLEY | SEAFCO | TRUE | BGT | IT | PRIN | TNPC |
| IRPC | TIP | BWG | LRH | SFP | TSC | BLAND | ITD | PTL | TOPP |
| KBANK | TIPCO | CENTEL | LST | SICCO*** | TSTE | BNC | JTS | Q-CON | TPA |
| KK | TISCO | CGS | MACO | SINGER | TSTH | BOL | JUTHA | QLT | TPAC |
| KTB | TKT | CIMBT | MAJOR | SIRI | TTA | BROCK | KASET | RASA | TPCORP |
| LPN | TMB | CK | MAKRO | SITHAI | TTW | BSBM | KDH | RCI | TPIPL |
| MCOT | TOP | CM | MBK | SMT | TUF | BTNC | KH | RCL | TPP |
| NMG | | CPALL | MFC | SNC | TVO | CCET | KKC | ROJNA | TR |
| | | CPF | MFEC | SPALI | TYM | CFRESH | KMC | RPC | TTCL |
| | | CSC | MILL | SPI | UAC | CHARAN | KTC | SAUCE | TTI |
| | | DELTA | MINT | SPPT | UMI | CI | KWH | SCBLIF | TWFP |
| | | DEMCO | MK | SSF | UP | CITY | KYE | SCP | TWZ |
| | | DRT | MTI | SSSC | UPOIC | CMO | LALIN | SENA | TYCN |
| | | DTAC | NBC | STA | UV | CMR | LEE | SHANG | UBIS |
| | | DTC | NCH | STANLY | VNT | CNS | LHK | SIAM | UEC |
| | | ECL | NINE | STEC | WACOAL | CNT | MATCH | SIMAT | UOBKH |
| | | FORTH | NKI | SUSCO | WAVE | CPI | MATI | SKR | UPF |
| | | GBX | NOBLE | SVI | ZMICO | CPL | MBAX | SMIT | US |
| | | GC | OCC | SYMC | | CRANE | M-CHAI | SMK | UT |
| | | GFPT | OGC | SYNTEC | | CSP | MCS | SMM | UVAN |
| | | GLOW | OISHI | TASCO | | CSR | MDX | SPC | VARO |
| | | | | | | CTW | MJD | SPG | VIBHA |
| | | | | | | DCC | MOONG | SST | VNG |
| | | | | | | DRACO | MPIC | STAR | WG |
| | | | | | | EASON | MSC | SUC | WORK |
| | | | | | | EIC | NC | SVOA | YUASA |
| | | | | | | ESSO | NEP | SWC | |

*** วันที่ 18 ตุลาคม 2554
PTTAR และ PTTCH
ควมรวมกิจการเป็น PTTGC

***SICCO ขอเท็กถอนหลักทรัพย์จากการเป็น
หลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)

| Score Range | Number of Logo | Description |
|---------------|---|--------------|
| 90-100 |  | Excellent |
| 80-89 |  | Very Good |
| 70-79 |  | Good |
| 60-69 |  | Satisfactory |
| 50-59 |  | Pass |
| Lower than 50 | No logo given | N/A |

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) ("ไอรา") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอรา รวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความเสี่ยงอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวิชาชีพซอกกิ้ง และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า นักเสาะฉบับนี้ใช้ภายในไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด