

20 สิงหาคม 2547

## บมจ. เหมราช พัฒนาที่ดิน (HEMRAJ)

 ใหม่ : ชื่อ  
 เดิม : ชื่อ

### กลุ่มอสังหาริมทรัพย์

**ลดเป้าหมายการขายที่ดินลงจาก 750 ไร่ เป็น 650 ไร่**

ราคา

0.73 บาท

ราคาเป้าหมาย

1.40 บาท

ในที่ประชุมนักวิเคราะห์ บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน (HEMRAJ) ได้ประกาศการขายที่จำนวน 134 ไร่ แก่ บมจ. ปตท. ซึ่งจะเป็นโรงงานผลิต ฟีนอล ในนิคมอุตสาหกรรมตะวันออกมาตาพุดและทาง HEMRAJ จะเริ่มรับรู้รายได้ภายในไตรมาส 4 นี้ ทางบริษัทยังประกาศอีกว่าจะมีการขายที่ดินเพิ่มอีก 180 ไร่ ภายในสิ้นปีนี้

อย่างไรก็ตามทาง HEMRAJ ได้ทำการปรับเป้าหมายการขายที่ดินในปีนี้ลงจากเดิมที่ตั้งไว้ที่ 750 ไร่ เป็น 650 ไร่ เราเชื่อว่าความต้องการที่ดินในอุตสาหกรรมได้เริ่มชะลอตัวลง โดยเฉพาะลูกค้าชาวต่างชาติ เนื่องจากราคาน้ำมันดิบของโลกที่สูงขึ้น ดังนั้นเราจึงมีความเห็นว่าทาง HEMRAJ คงจะไม่ปรับราคาขายที่ดินในระยะนี้

การรับรู้รายได้จากโครงการ เดอะพาร์ค คอนโดมิเนียม ที่ทาง HEMRAJ กล่าวว่าจะเริ่มรับรู้ภายในสิ้นปีนี้นั้น ทางบริษัทฯ ได้ทำการปรับรายได้ในส่วนนี้ลงตามไปด้วย จากเดิมที่คาดไว้ที่ 641 ล้านบาท เป็น 510 ล้านบาท ในขณะที่มีการจับจองประมาณ 33% จากจำนวนพื้นที่ขายทั้งหมดที่ 53,000 ตารางเมตร ในขณะที่ทางบริษัทฯ ได้ทำการปรับราคาขายขึ้นจาก 86,790 บาท/ตารางเมตร เป็น 100,000 บาท/ตารางเมตร

เนื่องจากการปรับเป้าหมายการขายที่ดินลง เราจึงทำการปรับรายได้ของ HEMRAJ ลงจากเดิมที่ให้ไว้ที่ 4,141 ล้านบาท เป็น 3,409 ล้านบาท กำไรสุทธิที่ 897 ล้านบาท (กำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 0.17 บาท/หุ้น)

และเนื่องจากการปรับรายได้ของ HEMRAJ เราจึงจำเป็นต้องปรับราคาเป้าหมายลงจาก 1.73 บาท เป็น 1.40 บาท/หุ้น ซึ่งราคาหุ้นของ HEMRAJ ได้ลดลงถึง 30% จากจุดสูงสุดในเดือนกรกฎาคมที่ 1 บาท/หุ้น มาอยู่ที่ราคาปัจจุบันที่ 0.73 บาท/หุ้น ส่วนต่างยังคงมีอยู่สูงถึง 93% ดังนั้นเรายังคำแนะนำเดิมที่ **ซื้อ**

นักวิเคราะห์: สุวัฒน์ ลิ้มไกรลาศศิริ

โทร : (662) 658-6300 ต่อ. 1480

E-mail:

[suwat.l@kimeng.co.th](mailto:suwat.l@kimeng.co.th)

**Table 1: Earnings summary**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales (Btmn)	1,788	2,050	3,409	6,014	5,810
EBITDA (Btmn)	562	720	972	1,311	1,387
Normalised earnings (Btmn)	336	579	891	1,189	1,207
Earnings (Btmn)	625	1,383	1,017	1,189	1,207
EPS (Bt)	0.18	0.26	0.19	0.22	0.22
PER (X)	4.14	2.86	3.89	3.33	3.28
EV/EBITDA (X)	6.7	5.1	4.7	4.3	5.1
Operating cash flow (Btmn)	(357.25)	13.11	983.54	253.60	(1,112.09)
CF/share (Bt)	0.0	0.2	0.2	0.1	(0.2)
BVPS (Bt)	0.4	0.7	0.9	1.1	1.4
P/BV (X)	1.7	1.0	0.8	0.6	0.5
DPS (Bt)	-	0.03	-	-	-
Dividend yield (%)	0.0%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Net debt/equity (X)	0.76	net cash	0.13	0.28	0.42
ROA (%)	2.6%	5.4%	3.1%	2.6%	2.2%
ROE (%)	56.6%	50.5%	22.7%	21.2%	17.7%

Source: Company reports and Kelve research estimates.

ความต้องการที่ดินลดลงกดดัน HEMRAJ ให้ลดเป้าหมายลงในปีนี้

HEMRAJ อยู่ในช่วงกดดันจากความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมที่ลดลง ซึ่งทางบริษัทได้ลดเป้าหมายลงจากเดิมที่ตั้งไว้ที่ 750 ไร่ เป็น 650 ไร่ ภายในปีนี้ ในไตรมาส 2 ที่ผ่านมามีการขายที่ดินได้เพียง 13 ไร่จากนิคมอุตสาหกรรมตะวันออก มาบตาพุดและขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมชลบุรีในวันไม่ได้เลย เนื่องจากทาง HEMRAJ ไม่สามารถขายที่ดินที่ชลบุรีในวัน ได้เลย ทาง HEMRAJ จึงลดเป้าหมายลงจากที่คาดไว้ 120 ไร่ เหลือแค่เพียง 20 ไร่ เท่านั้นเอง

ในขณะที่เดียวกันการรับรู้รายได้จากโครงการ เดอะพาร์ค คอนโดมิเนียมได้ชะลอตัวลงในไตรมาส 2 ที่ผ่านมา ซึ่งเพิ่มขึ้นเพียง 5% จาก 24% เป็น 29% และเนื่องจาก HEMRAJ ได้คาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้จากการขายคอนโดก่อนสิ้นปีนี้ที่ 640 ล้านบาท ทางบริษัทได้ทำการลดเป้าหมายลงเป็น 510 ล้านบาท

**Figure 2: Hemraj new land sale and condominium target**

Target for 2004	Total land in rai	Previous forecast '04	New forecast in '04
ESIE (Rayong)	7,075	450	450
EIE (Map-Ta-Phut)	2,488	180	180
CIE (Chonburi)	3,482	120	20
Total	13,045	750	650
<b>The Park Chidlom</b>			
		Previous forecast '04	New forecast '04
Units sold		154	120
Acc. Sales value (Btmn)		3,563	3,000
Avg. price(Bt/sq.m)		86,790	100,000
Sq. meter sold		37,317	29,740
Sales recognition (Btmn)		640	510
Sales % sq.meter		70%	56%
Sales value		3,563	3,000
Completion		18%	17%

Source: Company reports/Kelve research estimates

ปรับรายได้ลงตามเป้าหมายการขายที่ดินใหม่

เราได้ทำการปรับรายได้สำหรับปีนี้ลง 18% เพื่อสอดคล้องกับเป้าหมายการขายที่ดินใหม่และรายได้จากการขายคอนโดมิเนียม รายได้รวมจึงคาดว่าจะอยู่ที่ 3,409 ล้านบาท จากจำนวน 650 ไร่ที่คาดไว้ใหม่ ถ้าไปปกติจึงปรับลดลงจาก 971 ล้านบาทเหลือ 897 ล้านบาทและกำไรสุทธิที่ 1,023 ล้านบาท เนื่องจากทางบริษัทฯ มีรายได้พิเศษจากการลดผ่อนหนี้สินในไตรมาสแรกที่ 126 ล้านบาท

**Figure 3: Revenue revision**

	Previous forecast '04	New forecast '04	% Chg.
Revenue	4,141	3,409	-18%
COGS	2,287	1,980	-13%
Normalised profit	971	897	-8%
Net profit	1,097	1,023	-7%
EPS	0.20	0.19	-5%

Source: Kelive research estimates

ลงคำแนะนำเดิมที่ ชื้อ โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 1.40 บาท/หุ้น

เนื่องจากการปรับรายได้ลง ราคาเป้าหมายของ HEMRAJ จึงจำเป็นต้องปรับลงมาอยู่ที่ 1.40 บาท/หุ้น จากเดิมที่ให้ไว้ที่ 1.73 บาทด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดและอัตราคิดลดที่ 10% อย่างไรก็ตาม หุ้น HEMRAJ ได้ลดลงถึง 30% จากจุดสูงสุดในเดือน กรกฎาคมที่ 1 บาท/หุ้น มาอยู่ที่ 0.73 บาท/หุ้น ณ ราคาปัจจุบันที่ 0.73 บาท PER อยู่ที่ 3.89 เท่า ภายในสิ้นปีนี้และมีส่วนต่างอยู่ถึง 85% เรายังคงคำแนะนำเดิมที่ ชื้อ

**Figure 4 : Income statement**

	2002	2003	2004F	2005F	2006F
Sales	1,070	1,511	3,047	5,617	5,339
Other income	659	369	362	397	470
Total revenues	1,788	2,050	3,409	6,014	5,810
Cost of goods sold	750	975	1,980	3,848	3,608
SG&A and others expenses	237	240	457	855	814
EBITDA	562	720	922	1,245	1,299
Interest expenses	154	55	29	53	88
Net profit before extra items	336	579	891	1,189	1,207
Equity Acc. + Extraordinary Gains	289	804	126	-	-
Net profit	625	1,383	1,017	1,189	1,207
EPS (Fully diluted)	0.18	0.26	0.19	0.22	0.22
EPS growth	N.A.	121%	-27%	17%	2%
PER	4.14	2.86	3.89	3.33	3.28
EV / EBITDA	6.68	5.11	4.72	4.33	5.09
BV / Shr	0.43	0.73	0.93	1.15	1.37
P / BV	1.68	1.00	0.79	0.64	0.53
P / Sale	2.42	2.62	1.30	0.70	0.74
Dividend / Share	-	0.03	-	-	-
Debt / Equity	1.14	0.26	0.26	0.31	0.47
No. Share	3,547.42	5,416.57	5,416.57	5,416.57	5,416.57

Source: Company reports/Kelive research estimates

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอริควี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร 0-2658-6300  
โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพารุ๊ด

125 อาคารดิโอดส์สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน  
พารุ๊ด แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร  
กรุงเทพฯ 10200  
โทร 0-2225-0242  
โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารดิเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2664-9800  
โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขายาวราช

215 อาคารแกรนด์ไชน่า ชั้น 4  
ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100  
โทร 0-2622-9412  
โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาพวนอินทรา

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปีนิมิต)  
ถนนศรีวิภา แขวงวังทองหลาง  
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310  
โทร 0-2935-6111  
โทรสาร 0-2935-6070

#### สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3  
ห้อง 3B ถนนมนัส อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 269-400  
โทรสาร (044) 269-410

#### สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์  
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
จังหวัดชลบุรี 20000  
โทร (038) 792-479  
โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสุมทรวงกรม

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.  
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000  
โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิเวศพลาซ่า  
ถนนหลวงพ่อดำ เขตเมืองเก่า ตำบลตลาดใหญ่  
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000  
โทร (076) 355-730-6  
โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย  
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2665-7000  
โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์ทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ  
อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
จังหวัดสมุทรปราการ 10270  
โทร 0-2758-7003  
โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาทีวีเจอร์ทาร์ค ริงลิต

ศูนย์การค้า ทีวีเจอร์ทาร์ค ริงลิต ห้อง 118  
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ประชา  
ธิปไตย อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
โทร 0-2958-0591  
โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขานิยะ

52 อาคารนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ  
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2349-50

#### สาขาค้างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-000  
โทรสาร (053) 284-019

##### สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา  
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 288-455  
โทรสาร (044) 288-466

#### สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามัคคี ชั้น 2  
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110  
โทร (038) 862-022-9  
โทรสาร (038) 862-043

#### สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนจุฬาลักษณ์ 3  
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 346-400  
โทรสาร (074) 239-509

#### สาขาอุบลราชธานี

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์  
ตำบลอุบลราชธานี อำเภออุบลราชธานี  
จังหวัดอุบลราชธานี 27120  
โทร (037) 226-347-8  
โทรสาร (037) 226-346

#### สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์  
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน  
อำเภอเมืองนนทบุรี  
จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทร 0-2550-0577  
โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น  
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต  
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600  
โทร 0-2876-6500  
โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302  
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์  
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700  
โทร 0-2884-9847  
โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนพหลโยธิน ตำบลหายยา  
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-138  
โทรสาร (053) 284-138

#### สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง  
อำเภอเมือง จังหวัดสุรินทร์ 32000  
โทร (044) 531-600-3  
โทรสาร (044) 519-378

#### สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย  
ถนนขวาง ตำบลตลาด อำเภอเมืองจันทบุรี  
จังหวัดจันทบุรี 22000  
โทร (039) 346-626-30  
โทรสาร (039) 346-631

#### สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารลีการ์เดินพลาซ่า  
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 247-199  
โทรสาร (074) 247-701

#### สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง  
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000  
โทร (073) 255-493-7  
โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008  
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260  
โทร 0-2721-9949  
โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต  
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900  
โทร 0-2541-1411  
โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขางาแฟ

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน  
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
กรุงเทพฯ 10160  
โทร 0-2804-4235  
โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2636-7550-6  
โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมือง  
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100  
โทร (054) 319-211  
โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาสตราธานี

187-189 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000  
โทร (045) 265-633  
โทรสาร (045) 265-639

#### สาขาสุมทรวงกรม

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร  
จังหวัดสมุทรสาคร 74000  
โทร (034) 811-377  
โทรสาร (034) 811-383

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี  
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000  
โทร (077) 205-460  
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือหรือประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมีได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชักนำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบการตัดสินใจและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด