

**3 เหตุผลที่เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" HREIT คือ** 1) นโยบายชดเชยรายได้จากเจ้าของสินทรัพย์ (HEMRAJ) เป็นเวลา 3 ปี ให้ความเสี่ยงในแง่ผลประโยชน์และเงินปันผลของ HREIT อยู่ในระดับต่ำ 2) การลงทุนเพิ่มพื้นที่เช่าอีก 21% และปรับ Product Mix ให้สมดุลมากขึ้น สร้างรายได้ ลดความเสี่ยง และ 3) ค่าการณ Dividend Yield ปี 2561 สูงถึง 8.8% เหนือกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม REIT ประเภทโรงงาน+คลังสินค้าให้เช่า ที่ระดับ 7.7% อย่างมีนัยสำคัญ และการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบเงินลดทุน ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนเต็มที่ ไม่ถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย ประเมินราคาเหมาะสมของ HREIT ณ สิ้นปี 2561 เท่ากับ 9.40 บาท

**จุดเด่น: ชดเชยรายได้, อายุสิทธิการเช่ายาวและประโยชน์ทางภาษีของเงินลดทุน**

HREIT เป็นกองทรัสต์ประเภท Leasehold ลงทุนในสิทธิการเช่าของอาคารโรงงาน (แบบ Detached Building และ Attached Building) และอาคารคลังสินค้า (Warehouse) ในที่ตั้งหลัก จ.ระยอง และ จ.ชลบุรี และมีรายได้เสริมจากการให้ WHAUP เช่าพื้นที่หลังคา เพื่อประกอบธุรกิจ Solar Rooftop HREIT มีจุดแข็งที่น่าสนใจ คือ (1) นโยบายชดเชยรายได้ ในส่วนของพื้นที่ที่ไม่มีผู้เช่า ช่วยปิดความเสี่ยงของผลประโยชน์การตลอด 2 ปีข้างหน้า (2) อายุสัญญาของสิทธิการเช่าที่ยาว ในรูปแบบ 30+30 ปี ลดความกังวลต่ออายุของกองทรัสต์และการเสื่อมถอยของมูลค่าเงินลงทุนในสิทธิการเช่า (3) การคืนผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของการลดทุน ทำให้ได้รับผลตอบแทนเต็มจำนวน เพราะไม่ถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% เหมือนเงินปันผลปกติ และ (4) โอกาสจากโครงการระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) หนุนความต้องการใช้พื้นที่สำหรับภาคอุตสาหกรรมในภาคตะวันออกเร่งตัวขึ้น ช่วยจำกัด Downside ของอัตราค่าเช่า แต่กลายเป็น Upside ที่น่าสนใจ โดยพื้นที่กว่า 96% ของ HREIT (หลังขยายการลงทุน) ตั้งอยู่ใน จ.ระยอง และ จ.ชลบุรี

**ลงทุนเพิ่มในพื้นที่เช่าอีก 21%**

HREIT ลงทุนในสิทธิการเช่าของสินทรัพย์ประเภทอาคารโรงงานและคลังสินค้า เพิ่มเป็นครั้งแรก คิดเป็นพื้นที่รวม 5.5 หมื่นตร.ม. ใน 5 โครงการตั้งอยู่ใน 3 จังหวัด ได้แก่ จ.ระยอง, จ.ชลบุรี และ จ.สระบุรี มูลค่าเงินลงทุนราว 1.59 พันล้านบาท โดยใช้แหล่งเงินทุนจากการเพิ่มทุนราว 1.1 พันล้านบาท บวกกับการกู้ยืมจากสถาบันการเงินอีก 575 ล้านบาท เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการขยายการลงทุนรอบนี้ เพราะ (1) พื้นที่เช่า (โรงงาน+คลังสินค้า) เพิ่มขึ้น 21% จาก 2.61 แสนตร.ม. เป็น 3.16 แสนตร.ม. (2) ลดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมของลูกค้า โดยเฉพาะกลุ่มยานยนต์-ชิ้นส่วน (3) เพิ่มพื้นที่เช่าใหม่ทำเลที่ตั้งใหม่ คือ จ.สระบุรี และ (4) ปรับ Product Mix ลดสัดส่วนของคลังสินค้าซึ่งมีอัตราค่าเช่าต่ำกว่าอาคารโรงงาน

**เริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ยิลด์เด่น-ความเสี่ยงต่ำ**

ราคาหน่วยลงทุนของ HREIT ปรับตัวลดลงกว่า 17.5% ในปี 2560 จากความกังวลต่อรายการขาดทุนผ่านการวัดมูลค่าเงินลงทุน แต่เรามองเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าลงทุน เพราะเป็นเพียงรายการทางบัญชี ไม่ได้กระทบต่อผลการดำเนินงานและกระแสเงินสดแต่อย่างใด และหากพิจารณาในระยะยาว การชดเชยรายได้จากเจ้าของสินทรัพย์ ให้ความเสี่ยงของผลประโยชน์และเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำตลอด 2 ปีข้างหน้า บวกกับ ค่าหว้ง Dividend Yield สูงถึง 8.7%-8.8% ในช่วงปี 2561-62 เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเหมาะสมที่ 9.40 บาท อิงวิธี Assigned Dividend Yield ที่ 7.5%

FYE Dec (THBmn.)	2016A	2017F	2018F	2019F
Rental & Service Income	62	575	711	716
EBITDA	55	522	626	629
EBITDA Growth (%)	n.a.	n.m.	20.0	0.5
Net Investment Income	44	428	505	502
Core EPS (THB)	0.08	0.75	0.72	0.71
Core EPS Growth (%)	n.a.	n.m.	(4.4)	(0.6)
DPU (THB) (Fully diluted)	-	0.84	0.70	0.70
DPU Growth (%)	n.a.	n.a.	(15.9)	(0.6)
Dividend Yield (%)	0.0%	10.4%	8.8%	8.7%
NAV/ unit (THB)	10.1	8.6	8.6	8.6

2016A is for the period from 21 Nov. 2016 to 31 Dec. 2016

Source : Company, Yuanta

Initiate  
**HREIT | BUY**  
(Initiate)

Piyapat Patarapuvadol

Tel. 662 009 8062  
Mail Piyapat.p@yuanta.co.th  
ID 049016



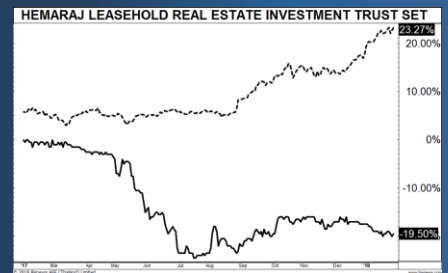
**Opinion & Key Statistic**

<b>TARGET PRICE (Baht)</b>	<b>9.40</b> (Initiate)
<b>MARKET PRICE (Baht)</b>	<b>8.05</b>
<b>Upside</b>	<b>16.8%</b>
Bloomberg code	HREIT.TB
Valuation Method	Dividend Yield
Corporate Gov. Rating	-
Paid-Up Capital (Bt mn)	6,694
Par Value (Bt/share)	9.5267 Baht

Free Float (%)	85.00%
52w High/Low (Baht)	10.00 / 7.50
3m Avg. turnover (THBmn)	3.58
Market cap (THBmn)	5,656

**Major Shareholders**

Hemaraj Land and Development Pcl.	15	%
Southeast Asia Pacific Pcl.	4.13	%
Mr. Chanin Chalissarapong	1.76	%



Stock: \_\_\_\_\_

SET : \_\_\_\_\_

## ทำความรู้จักกับ HREIT

### สินทรัพย์หลัก...สิทธิการเช่าโรงงานและคลังสินค้า

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมารวม หรือ HREIT จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 21 พ.ย. 2559 เข้าซื้อขายวันแรกเมื่อ 28 พ.ย.2559 ในกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (PF&REIT) ใน SET INDEX โดย HREIT ลงทุนในสิทธิการเช่าของสินทรัพย์ประเภทโรงงานและคลังสินค้า มูลค่ารวม 7,975 ล้านบาท อายุสัญญาสิทธิการเช่า 30 ปี แต่มีสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี โดย HREIT ต้องชำระค่าเช่าเพิ่มเติม 500 ล้านบาท บวกกับค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าอีก 1.1% รวมเป็นเงินประมาณ 505.5 ล้านบาท (จ่ายครั้งเดียว)

สินทรัพย์ของ HREIT ณ ปัจจุบัน ประกอบด้วย 6 โครงการ ใน 2 จังหวัด คือ จ.ระยอง และ จ.ชลบุรี แบ่งเป็นอาคารโรงงานประเภท Detached Building 107,202 ตร.ม., Attached Building 60,170 ตร.ม. และคลังสินค้า 93,942 ตร.ม. รวมพื้นที่เช่า 261,314 ตร.ม.

Figure 1: IPO Assets

Project (Full)	Project (Short)	Location	IPO Assets	
			Building Area (sq.m.)	Rooftop Area (sq.m.)
Hemaraj Eastern Seaboard	HESIE	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	109,732	58,560
Eastern Seaboard (Rayong)	ESIE	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	41,980	21,780
Hemaraj Chonburi	HCIE	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	15,660	8,014
Hemaraj Logistics Park 1	HLP1	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	16,820	9,936
Hemaraj Logistics Park 2	HLP2	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	50,996	28,440
Hemaraj Logistics Park 4	HLP4	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	26,126	14,570
<b>Total</b>			<b>261,314</b>	<b>141,300</b>

Source: HREIT

โครงการนิคมอุตสาหกรรมอีสเทิร์นซีบอร์ด (ระยอง) (ESIE), โครงการนิคมอุตสาหกรรมเหมราชอีสเทิร์นซีบอร์ด (HESIE) และโครงการนิคมอุตสาหกรรมเหมราชชลบุรี (HICE) ตั้งอยู่ใน จ.ระยอง และ จ.ชลบุรี ถือเป็นศูนย์กลางการผลิตหลักของกลุ่มอุตสาหกรรมชั้นนำของประเทศ อาทิ ยานยนต์-ชิ้นส่วนรถยนต์, อิเล็กทรอนิกส์, สินค้าอุปโภค-บริโภค รวมถึง โลจิสติกส์ (Logistics) เป็นจุดเชื่อมโยงระหว่างฐานการผลิตและการขนส่งทั้งทางบก (มอเตอร์เวย์) ทางทะเล (ท่าเรือแหลมฉบัง) และทางอากาศ (ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ)

ลักษณะของสินทรัพย์แต่ละประเภทมีดังนี้

**อาคารโรงงานสำเร็จรูป (Ready-Built Factory)** ถูกพัฒนาขึ้นมาเพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ประกอบการที่เข้ามาตั้งฐานการผลิตในประเทศไทย โดยไม่ต้องการถือกรรมสิทธิ์ในโรงงาน เพื่อลดต้นทุนการดำเนินงาน และลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนต่างๆที่อาจเกิดขึ้น อาคารโรงงานของ HREIT แบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. **Detached Building** เป็นอาคารชั้นเดียวพร้อมชั้นลอย หลังคาทำจากแผ่นโลหะที่มีฉนวนกันความร้อนและหลังคาระบายอากาศ ก่อสร้างในบริเวณที่มีรั้วกันเป็นสัดส่วน พร้อมป้อมยามพื้นที่จอดรถและพื้นที่ขนถ่ายสินค้า อาคารโรงงานแบบนี้จะพัฒนาขึ้นตามแบบมาตรฐาน แต่สามารถดัดแปลงให้เหมาะสมกับความต้องการของผู้เช่าแต่ละราย นอกจากนี้ ในบางพื้นที่ ยังมีพื้นที่ส่วนขยาย ซึ่งสามารถต่อขยายได้ในอนาคตโดยไม่ต้องปรับโครงสร้างอาคาร เพื่อตอบสนองการเติบโตของธุรกิจ อาคารส่วนใหญ่ มีขนาด 2,500-6,000 ตร.ม. ความกว้างประมาณ 32-60 ม. มีความยาวตั้งแต่ 70-124 ม. สามารถรับน้ำหนักได้ 3.5-5.0 ตันต่อตร.ม.

Figure 2: Detached Building



Source: HREIT, Baker Tilly

Figure 3: Detached Building (2)



Source: HREIT, Baker Tilly

2. **Attached Building** เป็นกลุ่มอาคารโรงงานแบบแถว แต่ละอาคารมีชั้นเดียวพร้อมชั้นลอย และใช้กำแพงร่วมกับผู้เช่ารายอื่น มีขนาดประมาณ 500-2,500 ตร.ม. ความกว้างราว 12-48 ม. และความยาวตั้งแต่ 24-72 ม. โดยพื้นที่อาคารสามารถรับน้ำหนัก 3.5-5.0 ตันต่อ ตร.ม. ชั้นลอยสามารถใช้เป็นสำนักงานได้ พร้อมสาธารณูปโภค ได้แก่ ไฟฟ้า ประปา

Figure 4: Attached Building



Source: HREIT, Baker Tilly

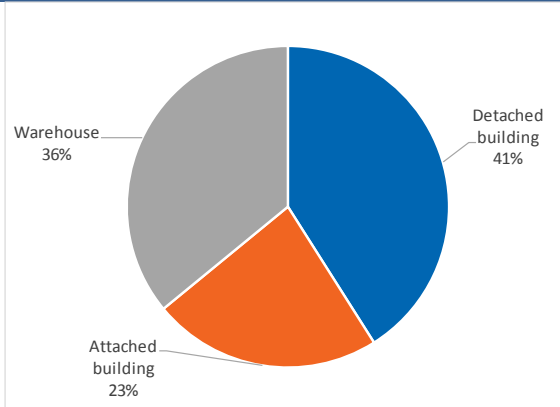
**อาคารคลังสินค้า** (Warehouse) รองรับการจัดการคลังสินค้าสมัยใหม่ ความกว้าง 32-34 ม. ความยาวตั้งแต่ 96-118 ม. พื้นอาคารรับน้ำหนักได้ถึง 5 ตันต่อตร.ม. เพดานสูง 9 ม. เหมาะกับการเข้า-ออก ขนถ่ายสินค้าจากรถบรรทุก ซึ่งอาคารคลังสินค้าถูกออกแบบให้มีประตูสำหรับขนถ่ายสินค้าและอุปกรณ์ปรับระดับพื้นให้มีความลาดชัน เพื่อให้เหมาะสมกับความสูงของรถขนสินค้า

Figure 5: Attached Building



Source: HREIT, Baker Tilly

Figure 6: Breakdown of Building Area (Only IPO Assets)

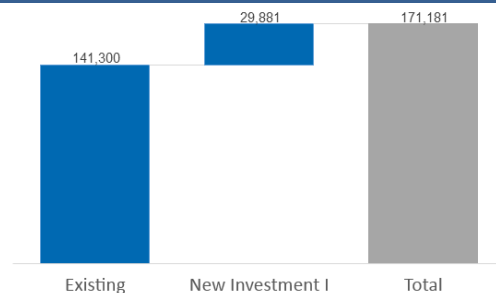


Source: HREIT

**รายได้เสริมจากค่าเช่าพื้นที่หลังคา**

นอกจากนี้ พื้นที่บนหลังคานำมาหารายได้ด้วยการให้เช่าช่วงต่อ WHAUP (HEMRAJ) ถือหุ้น 68.86% ณ วันที่ 15 มิ.ย.60) เพื่อพัฒนาโครงการผลิตกระแสไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาเพื่อจำหน่าย (Solar Rooftop) ในอัตราค่าเช่า 3 บาทต่อ ตร.ม.ต่อเดือน และค่าเช่าปรับเพิ่มขึ้น 6% ทุกๆ 3 ปี โดยการลงทุนเพิ่มเติมครั้งที่ 1 จะช่วยเพิ่มพื้นที่หลังคา 2.99 หมื่นตร.ม. จาก 141,300 ตร.ม. เป็น 171,181 ตร.ม. อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน สัดส่วนรายได้จากธุรกิจนี้ ยังไม่ถึง 1% ของรายได้รวม (บนสมมติฐานอัตราค่าเช่า 85% ของพื้นที่หลังคา)

Figure 7: Rooftop area (sq.m.) will be increased by 21%



Source: HREIT

### การลงทุน มีไข่ เรื่องน่ากลัว

นักลงทุนบางคน อาจมีความสงสัยเกี่ยวกับ “การลงทุน” ของ HREIT สาเหตุเบื้องหลังมาจาก HREIT มีนโยบายจ่ายประโยชน์ตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยทรัสต์ไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรสุทธิที่ปรับปรุงแล้วของรอบปีบัญชี โดยจะจ่ายไม่เกิน 4 ครั้งต่อรอบปีบัญชี แต่ใน 2Q60 HREIT บันทึกรายการขาดทุนสุทธิที่ยังไม่เกิดขึ้น เนื่องจากการวัดมูลค่าเงินลงทุน (Net Unrealized Loss from Asset Revaluation) สูงถึง 852 ล้านบาท สาเหตุสำคัญ มาจากมูลค่าสิทธิการเช่าที่ HREIT เข้าลงทุนเมื่อครั้งก่อตั้งกองทรัสต์ (IPO) สูงกว่าราคาประเมินที่จัดทำโดยผู้ประเมินอิสระ ส่งผลให้ HREIT ต้องทำการบันทึกด้อยค่าทางบัญชีดังกล่าว และแสดงขาดทุนสะสมรวม 746 ล้านบาทในงบดุล ทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยได้ตามเกณฑ์ทางบัญชี

ดังนั้น HREIT จำเป็นต้องปรับรูปแบบการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยด้วยการลดทุน (Capital Reduction) ซึ่งถือเป็นเรื่องปกติ สำหรับกองทุนลักษณะนี้ ในช่วงที่ฐานสินทรัพย์และทุนอยู่ในระดับต่ำ แต่เมื่อระยะเวลาผ่านไป ฐานสินทรัพย์และทุนที่สูงขึ้น จะช่วยชดเชยรายการในลักษณะนี้ได้ หากมีการซื้อสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์อีกในอนาคต

HREIT มีการจ่ายเงินลดทุนไปแล้ว 3 ครั้ง ครั้งแรก 0.1862 บาท/หน่วย ขึ้นเครื่องหมาย XN เมื่อ 18 ส.ค.2560, ครั้งที่สอง 0.1903 บาท/หน่วย ขึ้นเครื่องหมาย XN เมื่อ 20 พ.ย.2560 และครั้งที่สาม 0.0968 บาท/หน่วย ขึ้นเครื่องหมาย XN เมื่อ 7 ธ.ค.2560

Figure 8: Distribution record

Sign	Baht/ unit	X-Date
XD	0.2647	18-May-17
XN	0.1862	18-Aug-17
XN	0.1903	20-Nov-17
XN	0.0968	7-Dec-17

Source: HREIT, SET

ขั้นตอนลักษณะนี้ เรามองว่า ไม่ใช่เรื่องน่ากังวล เพราะ Net Unrealized Loss ที่เกิดขึ้น เป็นรายการที่มีไม่เงินสด (Non-Cash Item) และเป็นเพียงรายการทางบัญชีเท่านั้น ไม่ได้กระทบต่อการดำเนินงานของกองทรัสต์ และยิ่งไปกว่านั้น กลับมีข้อดี คือ ผู้ถือหน่วยทรัสต์จะได้รับเงินคืนทุนแบบเต็มเม็ดเต็มหน่วย โดยไม่ต้องถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% เหมือนการรับเงินปันผล ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบกับกองทรัสต์อื่น ที่จ่ายผลตอบแทนในลักษณะของเงินปันผลเพียงอย่างเดียว ยิ่งทำให้ Yield ของ HREIT ดูโดดเด่นมากยิ่งขึ้น

จากการประเมินของเรา กำไรของ HREIT จะทยอยลดการขาดทุนสะสมที่ค้างอยู่ในงบดุล และสามารถเปลี่ยนเป็น “กำไรสะสม” ได้ใน 1H62 และเริ่มคืนผลตอบแทนแก่ผู้ถือหน่วยในรูปแบบการจ่ายปันผลได้อีกครั้งใน 2H62 อาจทำให้นักลงทุนสถาบันที่มีนโยบายการลงทุนที่หลีกเลี่ยงการลงทุนในกองทุนที่ฐานะเป็นขาดทุนสะสม กลับมาพิจารณาการลงทุนใน HREIT ได้อีกครั้ง

## ใช้ความต่าง สร้างจุดเด่น ความเสี่ยงจำกัดด้วยการชดเชยรายได้

เรามองว่า จุดเด่นของ HREIT ที่ทำให้เกิดความแตกต่างจาก Property Fund และ REIT ส่วนใหญ่ คือ การที่เจ้าของสินทรัพย์ (HEMRAJ) ตกลงชดเชยรายได้ค่าเช่าให้แก่ HREIT จากสินทรัพย์ที่ไม่มีผู้เช่าเป็นเวลา 3 ปี โดยจะสิ้นสุดปี 2562 สำหรับสินทรัพย์แรกเมื่อครั้งก่อตั้งกองทรัสต์ และสิ้นสุดปี 2563 สำหรับสินทรัพย์ที่เพิ่งลงทุนเพิ่มในปี 2561 ทั้งนี้ สินทรัพย์แต่ละประเภทมีอัตราการชดเชยต่างกััน ดังนี้

Figure 9: Compensation of vacancies in the first three years

Current Assets	
Asset type	Compensation (Baht / sq.m.)
Attached Building	190
Detached Building	200
Warehouse	155

New Investment 1	
Asset type	Compensation (Baht / sq.m.)
Attached Building	185
Detached Building	206
Warehouse	147

Source: HREIT

ความเสี่ยงต่อผลประกอบการของ HREIT จึงอยู่ในระดับต่ำ หรืออีกนัยหนึ่ง Occupancy Rate จะเต็ม 100% ตลอดระยะเวลาที่สัญญาชดเชยรายได้มีผล ตัวอย่างที่ชัดเจน คือ ใน 3Q60 ที่ผ่านมา ระบบชดเชยรายได้ ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะอัตราการเช่ารวมแท้จริง (Occupancy rate) ลดลงจาก 80.5% ใน 2Q60 เหลือ 72.9% ใน 3Q60 เนื่องจากมีผู้เช่าหลักหมดสัญญา แต่รายได้จากการลงทุนสุทธิ (Net Investment Income) ยังทรงตัว QoQ ที่ระดับ 106 ล้านบาท เนื่องจากมีรายได้ชดเชยจากเจ้าของสินทรัพย์

สำหรับ HEMRAJ ผู้รับผิดชอบชดเชยรายได้ให้กับ HREIT มีประสบการณ์ตรงในอุตสาหกรรมนี้มากกว่า 20 ปี และฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง ด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุน (Net IBD-to-Equity) ต่ำเพียง 0.8 เท่า ณ สิ้น 2Q60 และกำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (EBITDA) ราว 2.5 พันล้านบาทใน 1H60 นอกจากนี้ HEMRAJ ได้ถูกจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ระดับ BBB+ โดย TRIS Rating เมื่อเดือน ธ.ค.2559 ทำให้ HEMRAJ มีความสามารถทางการเงินเพียงพอต่อการปฏิบัติตามสัญญาการชดเชยรายได้ โดยเรคาด HREIT จะมีรายได้จากสัญญาชดเชยค่าเช่าราว 78 ล้านบาทในปี 2561

### หมดห่วงเรื่องอายุกองทุน

ตามปกติแล้ว Property Fund หรือ REIT ประเภท Leasehold จะลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ เพื่อนำไปหาผลตอบแทนตามระยะเวลาสัญญาเช่า และเมื่อหมดอายุสัญญา มูลค่าจะลดลงเหลือศูนย์ สำหรับ HREIT แม้เป็นกองทุนประเภท Leasehold แต่เข้าทำสัญญาลงทุนสิทธิการเช่านานถึง 30 ปี (ปัจจุบัน เหลือ 29 ปี) พร้อมมีสิทธิต่อสัญญาได้อีก 30 ปีด้วยการชำระค่าเช่าตามที่กำหนด (บวกค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าอีก 1.1%) ช่วยคลายความกังวลต่อการถดถอยของมูลค่าสิทธิการเช่าตามธรรมชาติของกองทุนประเภท Leasehold นอกจากนี้ HREIT มีเป้าหมายในการพิจารณาการลงทุนในสิทธิการเช่าใหม่ทุกปี ด้วยการเลือกซื้อสิทธิการเช่าที่มีศักยภาพจาก HEMRAJ ซึ่งมีพื้นที่ในการบริหารรวมกว่า 8.75 แสนตร.ม. ช่วยเปิดโอกาสขยายอายุกองทุนออกไปในระยะยาว

**ลงทุนต่อเนื่อง สร้างโอกาสและผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นราย  
ลงทุนเพิ่มพื้นที่เช่าอีก 21%**

HREIT ตัดสินใจลงทุนสิทธิการเช่าเพิ่มเติมในอาคารโรงงานและคลังสินค้า คิดเป็นพื้นที่รวม 5.5 หมื่นตร.ม. ใน 5 โครงการตั้งอยู่ใน 3 จังหวัด ได้แก่ จ.ระยอง, จ.ชลบุรี และ จ.สระบุรี มูลค่าเงินลงทุน 1.59 พันล้านบาท โดยส่วนหนึ่งเป็นพื้นที่เพิ่มเติมจากนิคมอุตสาหกรรมเดิม ได้แก่ เขมราช อีสเทิร์น ซีบอร์ด (HESIE), อีสเทิร์น ซีบอร์ด (ระยอง) (ESIE), เขมราช ชลบุรี (HCIE), เขมราช โลจิสติกส์พาร์ค 4 (HLP4) และอีกส่วนหนึ่ง มาจากพื้นที่ใหม่ที่ไม่มีอยู่ในสินทรัพย์ตอนตั้งกองทรัสต์ คือ นิคมเขมราช สระบุรี (HSIL)

การลงทุนเพิ่มเติมครั้งนี้ อาศัยแหล่งเงินทุนจาก 2 ส่วน คือ

- HREIT เพิ่มทุน 133.28 ล้านบาท ที่ราคา 8.20 บาท/หน่วย ทำให้จำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมดเพิ่มขึ้นจาก 569.36 ล้านบาท เป็น 702.64 ล้านบาท กระบวนการจ่ายเงินเพิ่มทุน เสร็จสิ้นเมื่อปลายเดือน ธ.ค.ที่ผ่านมา
- กู้จากสถาบันการเงิน 575 ล้านบาท คาดการณ์อัตราส่วนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินต่อสินทรัพย์รวม (Leverage Ratio) เท่ากับ 31% ณ สิ้นปี 2561 ไม่เกินเกณฑ์ที่ระดับ 35%

HREIT จะเริ่มรับรู้รายได้จากสินทรัพย์ใหม่ตั้งแต่ 1Q61 เป็นต้นไป โดยพื้นที่เช่า (อาคารโรงงาน+คลังสินค้า) จะเพิ่มขึ้น 21% จาก 2.61 แสนตร.ม.เป็น 3.16 แสนตร.ม. เช่นเดียวกับ พื้นที่หลังคาที่เพิ่มจาก 1.41 แสนตร.ม. เป็น 1.72 ตร.ม. ขณะที่จำนวนหน่วยลงทุนใหม่ หรือ Dilution effect จะเข้ามาในปี 2561

Figure 10: New Investments I

Project (Full)	Project (Short)	Location	New Investments (1)	
			Building Area (sq.m.)	Rooftop Area (sq.m.)
Hemaraj Eastern Seaboard	HESIE	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	17,632	9,859
Eastern Seaboard (Rayong)	ESIE	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	15,772	8,302
Hemaraj Chonburi	HCIE	อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	2,052	1,058
Hemaraj Logistics Park 4	HLP4	อ.ปลวกแดง จ.ระยอง	7,579	4,268
Hemaraj Saraburi	HSIL	อ.หนองแค จ.สระบุรี	12,096	6,394
<b>Total</b>			55,131	29,881

Occupancy Rates of New Investment I

Type	2014	2015	2016	2Q17
<b>Factory</b>	53.60%	60.20%	100%	100%
<b>Warehouse</b>			100%	100%

Source: HREIT, Yuanta Securities (Thailand)

Figure 11: Total Building Area (Post-Transaction)

Type	IPO Assets	New Investments (1)	Total
	Building Area (sq.m.)	Building Area (sq.m.)	Building Area (sq.m.)
Detached building	107,202	30,056	137,258
Attached building	60,170	17,496	77,666
Warehouse	93,942	7,579	101,521
<b>Total</b>	261,314	55,131	316,445

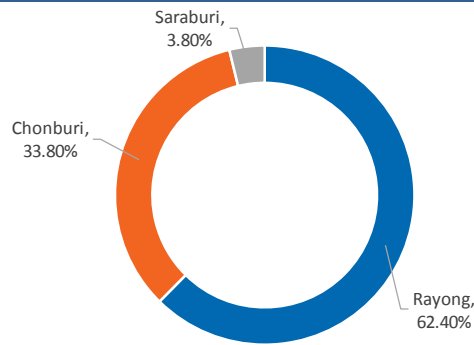
Source: HREIT, Yuanta Securities (Thailand)

**ขนาดใหญ่ขึ้น แต่ความเสี่ยงน้อยลง**

เรามุ่งมองเป็นบวกต่อการลงทุนเพิ่มเติมในครั้งนี้ นอกจากจะช่วยเพิ่มพื้นที่เช่าทั้งในส่วนของอาคารโรงงาน, คลังสินค้า และหลังคา แล้ว ยังมีการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ในหลายด้าน กล่าวคือ

**ทำเลที่ตั้ง (Location)** เพิ่มสินทรัพย์จากโครงการใน จ.สระบุรี (HSIL) จากปัจจุบันที่ HREIT ลงทุนในสินทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในภาคตะวันออก คือ จ.ระยอง และ จ.ชลบุรี เท่านั้น โดย จ.สระบุรี ถือเป็นแหล่งรวมโรงงานอุตสาหกรรมที่สำคัญแห่งหนึ่งของประเทศ มีทำเลที่ตั้งเหมาะสมต่อการขนส่งไปยังภาคต่างๆ ทั่วเหนือ ได้ และตะวันออก พร้อมด้วยแหล่งน้ำอันอุดมสมบูรณ์จากเขื่อนป่าสักชลสิทธิ์

Figure 12: 3 Strategic locations

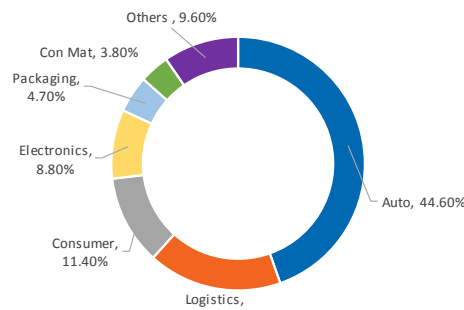


Source: HREIT, Yuanta Securities (Thailand)

**กลุ่มอุตสาหกรรม (Sector)** ผู้เช่าพื้นที่ส่วนใหญ่ของ HREIT อยู่ในกลุ่มยานยนต์และชิ้นส่วนยานยนต์ราว 52% ของพื้นที่ทั้งหมด โดยอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน ถือเป็นอุตสาหกรรมสำคัญของประเทศไทย อีกทั้ง ยังเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายของรัฐบาล ที่ต้องการเป็นฐานการผลิตยานยนต์ในภูมิภาค ส่งผลให้รัฐบาลมีมาตรการสนับสนุนการลงทุนอย่างต่อเนื่อง เอื้อประโยชน์ต่อฐานลูกค้าและโอกาสในการเพิ่มพื้นที่เช่าของ HREIT

หลังจากลงทุนเพิ่มเติมครั้งนี้ สัดส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมของผู้เช่า จะเกิดความสมดุลมากขึ้น โดยกลุ่มยานยนต์ จะมีสัดส่วน 45% ขณะที่สัดส่วนของกลุ่มสินค้าอุปโภค-บริโภค (Consumer Products) จะเพิ่มขึ้นจาก 8.6% เป็น 11.4% ทำให้เกิดการกระจายตัวและเพิ่มความหลากหลายของธุรกิจของผู้เช่า ลดความผันผวนของรายได้ต่อภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วงได้

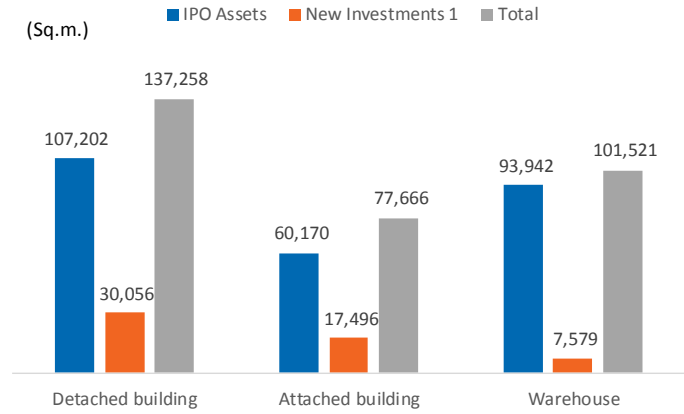
Figure 13: With new investment, portfolio will be more diversified with less contribution from auto sector



Source: HREIT, Yuanta Securities (Thailand)

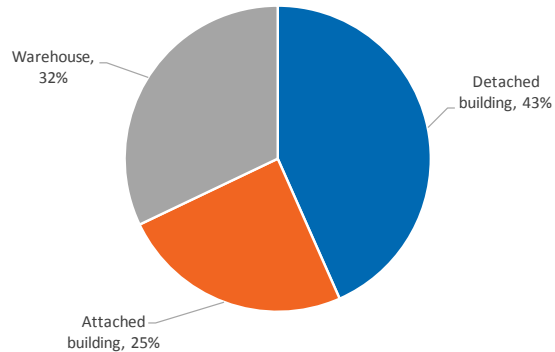
**ประเภทสินทรัพย์ (Asset Type)** จากเดิมสัดส่วนของพื้นที่คลังสินค้า ซึ่งมีอัตราค่าเช่า (Rental Rate) ต่ำกว่าอาคารโรงงาน คิดเป็น 36% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด แต่หลังจากการลงทุนเพิ่มทำให้พื้นที่คลังสินค้า ลดลงเหลือ 32% และอัตราค่าเช่าเฉลี่ยตามขนาดพื้นที่ เพิ่มขึ้นราว 1%

**Figure 14: Breakdown by asset type**



Source: HREIT

**Figure 15: Proportion by asset type (post-transaction) in terms of sq.m.**



Source: HREIT

### Upside ในอนาคต

#### โอกาสภายใต้ WHA Group

WHA (ผู้ถือหุ้นใหญ่ของ HEMRAJ ในสัดส่วน 98.54%) เป็นผู้นำธุรกิจด้านการพัฒนาอาคารคลังสินค้า ศูนย์กระจายสินค้า โรงงาน ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมแบบครบวงจร รวมถึง ธุรกิจสาธารณูปโภค และการให้บริการระบบฐานข้อมูลดิจิทัล WHA บริหารพื้นที่ให้เข้าร่วมมากถึง 2.1 ล้านตร.ม. นั้นหมายความว่า HREIT มีโอกาสที่จะเลือกซื้อสิทธิการเช่าเพิ่มเติมจาก WHA Group ในระยะยาว เพื่อเพิ่มรายได้ค่าเช่า และเงินปันผล

WHA ถือหุ้นราว 15% ในกองทรัสต์ WHA Premium Growth Freehold and Leasehold Real Estate Investment Trust หรือ “WHART” ซึ่งบริหารสินทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับ HREIT นั่นคือ อาคารคลังสินค้า แต่ WHART จะเน้นไปที่รูปแบบ Built-to-Suit ซึ่งพัฒนาตามความต้องการของลูกค้า (Customization) ส่วนใหญ่เป็นอาคารขนาดใหญ่ ตั้งแต่ 10,000-70,000 ตร.ม. และมีสัญญาเช่าระยะยาวถึง 10-15 ปีขึ้นไป ต่างจากของ HREIT ที่ขนาดอาคารเล็กกว่า และมีสัญญาเช่าเฉลี่ยเพียง 3 ปี

Figure 16: 8 Projects under WHART's investments

Nb.	Asset	Location	Type	Leasable Area (sq.m)	Right
1	WHA DC Project Ladkrabang Phase 1&2	Bangkok	Built-to-Suit	35,093	Freehold
2	WHA Mega Logistics Center Bangna-Trad KM18	Samutprakarn	Built-to-Suit & General Warehouse	72,179	Leasehold
3	WHA Mega Logistics Center Bangna-Trad KM23	Samutprakarn	Built-to-Suit & General Warehouse	59,835	Freehold
4	WHA Mega Logistics Center Chonlaharnpichit KM4	Samutprakarn	Built-to-Suit & General Warehouse	80,746	Freehold
5	WHA Mega Logistics Center Wangnoi	Ayudhaya	Built-to-Suit & General Warehouse	61,182	Leasehold
6	WHA Mega Logistics Center Saraburi	Saraburi	Built-to-Suit & General Warehouse	32,986	Freehold
7	WHA Mega Logistics Center Ladkrabang	Bangkok	Built-to-Suit & General Warehouse	95,110	Freehold
8	WHA Mega Logistics Center Chonlaharnpichit KM5	Samutprakarn	Built-to-Suit & General Warehouse	62,105	Leasehold
<b>Total</b>				<b>499,236</b>	

Source: WHART

หากในอนาคตข้างหน้า WHA Group พิจารณาถึงความเป็นไปได้ในการควมรวมกองทรัสต์ระหว่าง HREIT กับ WHART เรายังมองว่า จะเป็นประโยชน์กับทั้งสองกองทรัสต์ คือ

- ขนาดของทรัสต์ (Market Capitalization) และรายได้ค่าเช่า มากขึ้น ตามขนาดของสินทรัพย์ (Asset Size) ที่เพิ่มขึ้น ช่วยดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากนักลงทุนทั้งสถาบันและรายบุคคล
- ลดต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่ซ้ำซ้อน เช่น ไอที, การเงิน-บัญชี, การบุคคล เป็นต้น
- ส่วนผสมผลิตภัณฑ์ (Product Mix) มีความหลากหลาย ด้วยการผสมผสานระหว่าง Built-to-Suit และ Ready-Built และมีทำเลที่ตั้งครอบคลุมทั้งในภาคตะวันออก และภาคกลาง อีกทั้งยังช่วยกระจายความเสี่ยงในแง่กลุ่มอุตสาหกรรม เพราะ WHART เน้นลูกค้ากลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (FMCG) ส่วน HREIT มีลูกค้ากลุ่มยานยนต์และชิ้นส่วนเป็นหลัก

การรวมกองทุนภายใต้การบริหารของ WHA Group เคยเกิดขึ้นแล้วเมื่อปีที่ผ่านมา โดย WHART รับโอนสินทรัพย์จากกองทุน WHAPF ในเดือน ธ.ค.2560 ขณะที่ผู้ถือหุ้นของ WHAPF ได้รับสิทธิการสับเปลี่ยนหน่วยลงทุน ในอัตรา 1 หน่วยของ WHAPF ต่อ 1.0562 หน่วยของ WHART

### ถนนทุกสายมุ่งสู่ EEC

โครงการระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor หรือ EEC) คือ แผนยุทธศาสตร์ภายใต้นโยบายหลัก Thailand 4.0 ที่ต่อยอดจากโครงการ Eastern Seaboard ที่ดำเนินการมากกว่า 30 ปี ครอบคลุมพื้นที่ 3 จังหวัด ได้แก่ จ.ระยอง, จ.ชลบุรี และจ.ฉะเชิงเทรา การลงทุนในระยะ 5 ปีแรก (ปี 2560-65) สนับสนุน 10 อุตสาหกรรมเป้าหมายตามนโยบาย Thailand 4.0 เป็นหลักทั้งในกลุ่ม First S-Curve และ New S-Curve ภายใต้กรอบการลงทุนร่วมระหว่างรัฐและเอกชน วงเงิน 1.5 ล้านล้านบาท ตั้งเป้ากระตุ้น GDP ให้ขยายตัว 5%, การจ้างงานเพิ่มขึ้น 1 แสนคนต่อปี, ดึงดูดนักท่องเที่ยวกว่า 10 ล้านคนต่อปี และสร้างฐานภาษีใหม่ไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาทต่อปี

Figure 17: 10 Target Industries

1 First S-Curve	2 New S-Curve
 ยานยนต์สมัยใหม่	 หุ่นยนต์
 อิเล็กทรอนิกส์อัจฉริยะ	 การบินและโลจิสติกส์
 การท่องเที่ยวกลุ่มรายได้ดี และการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ	 เชื้อเพลิงชีวภาพและเคมีชีวภาพ
 เกษตรและ เทคโนโลยีชีวภาพ	 ดิจิทัล
 การแปรรูปอาหาร	 การแพทย์ครบวงจร

Source: BOI

สำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ได้กำหนดสิทธิประโยชน์ทางภาษี เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศเข้ามาในพื้นที่ EEC ดังต่อไปนี้

Figure 18: EEC incentive packages

Type	Incentive Packages
Special Industry Promotion Zones -U Tapao Airport -EEC Innovation (EECI) -Digital Park Thailand (EECd)	ได้รับยกเว้นภาษีนิติบุคคลเพิ่มเติม 2 ปีจากเกณฑ์ปกติ (รวมสิทธิประโยชน์เดิมเกิน 8 ปีได้) และลดหย่อนอีก 50% เป็นเวลา 5 ปี
Target Industry Promotion Zones	ลดหย่อนภาษีนิติบุคคล 50% เพิ่มเติมอีก 5 ปี หลังสิ้นสุดระยะเวลายกเว้นภาษีเงินได้ตามเกณฑ์ปกติ
Industrial Estates or BOI-promoted Industrial Zones in EEC	ลดหย่อนภาษีนิติบุคคล 50% เพิ่มเติมอีก 3 ปี หลังสิ้นสุดระยะเวลายกเว้นภาษีเงินได้ตามเกณฑ์ปกติ

Source: BOI

เป้าหมายอีกประการหนึ่ง คือ ศูนย์กลางโลจิสติกส์ (Logistics Hub) ด้วยการพัฒนาศูนย์บินอู่ตะเภาเชิงพาณิชย์, โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน คือ ดอนเมือง-สุวรรณภูมิ-อู่ตะเภา, โครงการมอเตอร์เวย์พัทยา-มาบตาพุด สร้างโครงข่ายขนส่งที่สำคัญ ขณะที่โครงการศูนย์ซ่อมบำรุงอากาศยาน (MRO) โดยความร่วมมือระหว่างการบินไทย (THAI) และ Airbus สร้างอุตสาหกรรมต่อเนื่องกับธุรกิจการบินและมีโอกาสเป็นศูนย์กลางการซ่อมบำรุงของภูมิภาค

Figure 19: Connection among 3 airports via high-speed trains



Source: Thansettakij

ด้วยสิทธิประโยชน์ด้านภาษี บวกกับ การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานครั้งใหญ่ เราเชื่อว่า หากนักลงทุนต้องการขยายหรือโยกย้ายฐานการผลิตมาที่ประเทศไทย ทำเลในเขต EEC ย่อมเป็นตัวเลือกลำดับต้นๆ โดยภาพรวม ในระยะยาว EEC จะสร้างอุปสงค์ (Demand) ของการเช่าพื้นที่โรงงาน-คลังสินค้าของอุตสาหกรรมหลักและอุตสาหกรรมเกี่ยวเนื่องในห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) หนุนอัตราค่าเช่า และ Occupancy Rate ให้ปรับตัวสูงขึ้น สำหรับ HREIT ซึ่งมีพื้นที่เช่าในการบริหารราว 96% ของกองทรัสต์ อยู่ในเขตจังหวัดระยองและชลบุรี ย่อมได้รับอานิสงส์ดังกล่าวด้วยเช่นกัน

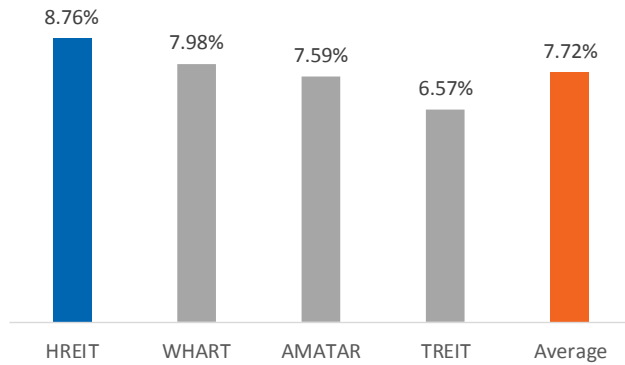
### Yield Analysis

#### ทางเลือกที่เด่นสุดในกองทุนประเภทเดียวกัน

ราคาผลตอบแทนในรูปแบบเงินลดทุนสำหรับงวดปี 2561 เท่ากับ 0.705 บาท/หน่วย (อิง Payout ratio ที่ 98%) บนประมาณการรายได้จากการลงทุนสุทธิ (Net Investment Income) รวบรวม 505 ล้านบาท (+18% YoY) ด้วยแรงหนุนจากการขยายการลงทุนในสิทธิการเช่าเพิ่มเติมครั้งที่ 1 ส่งผลให้พื้นที่เช่าอาคาร (โรงงาน+คลังสินค้า) เพิ่มขึ้น 21% แม้ค่าใช้จ่าย มีแนวโน้มสูงขึ้นจาก (1) ดอกเบี้ยจ่าย เพิ่มขึ้น 27 ล้านบาท บนเงินกู้ที่เพิ่มขึ้น 575 ล้านบาท เพื่อลงทุนในสิทธิการเช่าใหม่ และ (2) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนเพิ่มเติม (Setup Cost) ตัดจำหน่ายในงบกำไรขาดทุนปีละ 17 ล้านบาท เป็นเวลา 5 ปี ทำให้ขาดทุนสะสม ณ สิ้นปี 2561 ลดลงเหลือ 66 ล้านบาท

ตลอดปี 2560 ราคา HREIT ที่ปรับตัวลง 17.5% เนื่องจากข้อจำกัดของกองทุนต่างประเทศ บางกองทุน ในการลงทุนกองทรัสต์ที่มีขาดทุนสะสมไม่ได้ ทำให้เกิดแรงขายมากกว่าปกติ และตามมาด้วยการเพิ่มทุนในช่วง 4Q60 แต่ราคาที่ปรับตัวลง กลายเป็นการสร้างผลตอบแทนจากปันผลที่น่าดึงดูด บนสมมติฐานของเรา คาด Dividend Yield ของ HREIT สูงถึง 8.8% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกองทรัสต์ในลักษณะเดียวกันที่ 7.7% ก่อนหักภาษี ณ ที่จ่าย

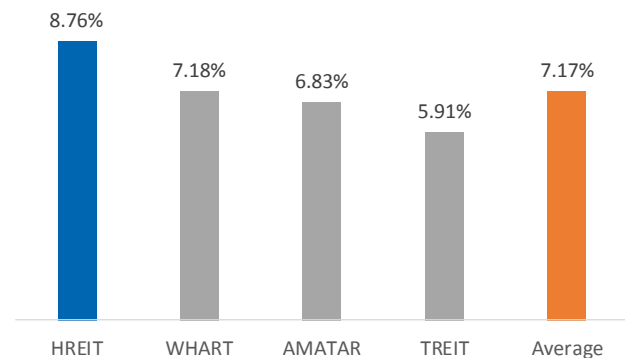
Figure 20: HREIT's yield is the highest among its peers (before withholding tax)



Source: SET, Yuanta Securities (Thailand)

และด้วยข้อได้เปรียบเรื่องสิทธิประโยชน์ทางภาษี (Tax Benefit) ของ HREIT ที่จ่ายปันผลในรูปแบบเงินลดทุน สำหรับงวดปี 2561 ทำให้ Yield ที่แท้จริง ยิ่งดูโดดเด่นมากกว่ากอง REIT อื่น เพราะผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลจากกองทรัสต์อื่น จะต้องถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% (Withholding Tax) ก่อนถึงมือของผู้ถือหน่วยลงทุน ทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยของกองทรัสต์ลักษณะนี้ หลังหักภาษีจะอยู่ที่ 7.2% เทียบกับ HREIT ที่ 8.8%

Figure 21: HREIT's yield is even more attractive, compared to its peers after withholding tax



Source: SET, Yuanta Securities (Thailand)

**Valuation**

**ประเมินราคาเหมาะสมปี 2561 เท่ากับ 9.40 บาท/หน่วย**

เราประเมินราคาเหมาะสมของ HREIT ณ สิ้นปี 2561 ที่ 9.40 บาท/หน่วย ด้วยวิธี Assigned Dividend Yield ที่ 7.5% บนสมมติฐานหลัก คือ

- (1) คาดการณ์ผลตอบแทนในรูปแบบเงินลงทุน เท่ากับ 0.705 บาท/หน่วย ในปี 2561 อิง Dividend Payout Ratio ที่ 98%
- (2) ส่วนต่างผลตอบแทน (Yield Spread) ระหว่างอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ของ HREIT และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี (Thai 10-Year Bond Yield) เท่ากับ 4.8% ในช่วง 1 ปีหลังสุด เมื่อรวมกับคาดการณ์ Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปี 2561 ราว 2.7% สะท้อนกลับมาเป็นผลตอบแทนคาดหวังจากเงินปันผลของ HREIT เท่ากับ  $4.8\% + 2.7\% = 7.5\%$

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” HREIT ด้วยจุดเด่น 3 ประการ ได้แก่ (1) Dividend Yield ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ REIT ในธุรกิจให้เช่าโรงงาน-คลังสินค้า ที่ระดับ 7.7% พร้อมได้รับสิทธิประโยชน์ด้านภาษี จากเงินลงทุน ไม่ต้องถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% เหมือนเช่นเงินปันผลปกติ (2) ความเสี่ยงด้านผลประกอบการและเงินปันผล/เงินลงทุน อยู่ในระดับต่ำ ด้วยระบบเช่ารายได้ค่าเช่าจากเจ้าของสินทรัพย์ (HEMRAJ) เสมือนว่า สินทรัพย์ที่บริหารมีอัตราการใช้ (Occupancy Rate) เต็ม 100% และ (3) รูปแบบอายุสิทธิการเช่าที่ยาวนานถึง 30 ปี และมีสิทธิในการต่ออายุได้อีก 30 ปีเมื่อจ่ายค่าเช่าตามที่ตกลงไว้ ประกอบกับ HREIT จะพิจารณาการลงทุนเพิ่มเติมตลอด 5 ปีข้างหน้าช่วยยืดอายุของกองทรัสต์ กระจายความเสี่ยงและชะลออัตราการถดถอยของมูลค่าสิทธิการเช่า ซึ่งเป็นธรรมชาติของกองทุนประเภท Leasehold

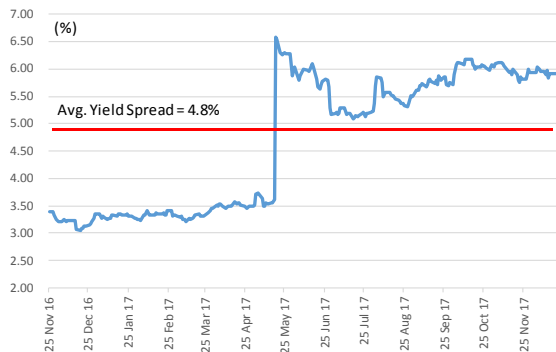
ราคาเหมาะสมที่เราประเมิน มี Upside จากราคาหุ้นปัจจุบันราว 16.8% และเป็นที่น่าสังเกตว่า มูลค่าสินทรัพย์ต่อหน่วยลงทุน (NAV per Unit) ของ HREIT ณ สิ้นปี 2561 เท่ากับ 8.6 บาท/หน่วย สูงกว่าราคาหน่วยปัจจุบันเช่นกัน หรืออีกนัยหนึ่ง กล่าวได้ว่า ราคาหน่วยลงทุนซื้อต่ำกว่า Book Value

Figure 22: Valuation Table

<b>Distribution 2018F</b>	0.705 Baht/unit						
<b>Expected yield</b>	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
<b>Implied target</b>	11.7	10.8	10.1	9.4	8.8	8.3	7.8

Source: Yuanta estimates

Figure 23: Yield spread between HREIT's div. yield & Thai 10-yr gov't bond yield



Source: Bloomberg, Yuanta estimates

Figure 24: Assets in HREIT



Source: Yuanta estimates

Financial Summary (Ended Dec)		(THB mn)			
Income Statement	2016	2017F	2018F	2019F	
Total Income	62	575	711	716	
Gross Profit	61	565	700	704	
EBITDA	55	522	626	629	
SG&A	3	17	39	40	
Net Interest Income/(Exp)	(10)	(92)	(119)	(124)	
Associates & JV	-	-	-	-	
Normalized Income	44	428	505	502	
Net Gain (Loss) from Investments	-	(851)	(42)	-	
Net Increases in Net Assets	44	(423)	463	502	

Balance Sheet	2016	2017F	2018F	2019F
Investments in leasehold properties	7,975	7,124	8,665	8,665
Investments in securities	-	90	90	90
Cash & Short-Term Investment	193	145	300	285
Account Receivable	19	30	40	41
Other Assets	15	18	90	73
Total Assets	8,201	7,406	9,184	9,153
ST Interest Baring Debt	-	-	-	-
Account Payable	150	142	189	195
LT Interest Baring Debt	2,286	2,286	2,861	2,811
Other Liabilities	28	84	111	115
Total Liabilities	2,463	2,512	3,161	3,121
Capital received from unitholders	5,694	5,424	6,089	5,719
Retained Earnings (Loss)	44	(529)	(66)	313
Total Shareholder Equity	5,738	4,895	6,023	6,032

Key Cash Flow Statement Data	2016	2017F	2018F	2019F
Net Investment Income (Loss)	44	428	505	502
Change in Working Capital	(19)	(11)	(10)	(1)
Change in Other ST Asset & Liability	166	(45)	2	27
Capital Expenditure	(7,975)	-	(1,583)	-
Cash Flow From Operation	(7,783)	372	(1,085)	528
Dividend Paid	-	(151)	-	(123)
Equity Raised /(Purchased)	5,694	-	1,093	-
Change in Debt	2,325	-	575	(50)
Other Financing Cash Flow	(43)	(269)	(428)	(370)
Cash Flow From Financing	7,976	(420)	1,239	(543)
Net Cash Flow	193	(48)	154	(15)

Source : Company, Yuanta

## Company Profile

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์  
เหมราช (HREIT) จัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 21 พ.ย.59 โดย  
นำเงินจากการระดมทุนจากการเสนอขาย  
หน่วยทรัสต์จำนวน 5,693.60 ล้านบาท และเงินกู้  
ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน 2,325 ล้านบาท  
ลงทุนในสิทธิการเช่าอาคารโรงงาน และคลังสินค้า  
สำเร็จรูปให้เช่า

## Risks

1. ความเสี่ยงที่กองทรัสต์เข้าลงทุนในสิทธิการ  
เช่าสูงกว่ามูลค่าตามการประเมิน อาจมีความ  
เสี่ยงในการขาดทุนจากการต่อสัญญาของ  
ทรัพย์สินทางบัญชี
2. การแข่งขันที่สูงขึ้น อาจกระทบต่อการจัดหาผู้  
เช่า อัตราการเช่า และอัตราค่าเช่า
3. ความเสี่ยงจากภัยธรรมชาติ อุบัติภัย และการ  
ก่อวินาศกรรม

## We Create Fortune

HREIT: BUY-9.40

### Financial Summary (Ended Dec.)

Key Ratios	2016	2017F	2018F	2019F
Growth Ratios (%)				
Revenue Growth	n.a.	n.m.	33.0	3.4
EBITDA Growth	n.a.	n.m.	19.9	0.5
Pretax Growth	n.a.	n.m.	18.0	(0.6)
Net Profit Growth	n.a.	n.m.	18.0	(0.6)
Norm.Profit Growth	n.a.	n.m.	18.0	(0.6)

Profitability Ratios (%)	2016	2017F	2018F	2019F
Gross Profit Margin	98.0	98.3	98.4	98.3
EBITDA Margin	88.5	90.8	88.0	87.8
Operating Profit Margin	88.5	90.8	88.0	87.8
Net Profit Margin	71.6	74.5	71.0	70.1
Dividend Payout Ratio	-	111.4	98.0	98.0

Liquidity & Efficiency	2016	2017F	2018F	2019F
Cash Conversion Cycle	-	23.0	23.0	23.0
Collection Days	-	23.0	23.0	23.0
Inventory Days	-	-	-	-
Payment Days	-	-	-	-
Current Ratio (x)	1.3	1.3	1.7	1.6

Leverage & Expense Analysis	2016	2017F	2018F	2019F
Asset / Liability (x)	3.3	2.9	2.9	2.9
Net Gearing (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
Net Interest Cover (x)	5.2	5.6	5.2	5.0
Debt / EBITDA (x)	38.1	4.3	4.1	4.0

Source : Company, Yuanta

Corporate Governance Report Rating (CG Score)



AMATA	BTS	DELTA	EGCO	INTUCH	KTB	MINT	PPS	QTC	SCB	SNC	THCOM	TSC	WAVE
AOT	BWG	DEMCO	GFPT	IRPC	KTC	MONO	PSL	RATCH	SCC	SPALI	TISCO	TTCL	
BAFS	CK	DRT	GPSC	IVL	LHBANK	NKI	PTT	SAMART	SCCC	SSSC	TKT	TU	
BAY	CPF	DTAC	GRAMMY	KBANK	LPN	NYT	PTTEP	SAMTEL	SE-ED	STEC	TMB	VU	
BCP	CPN	DTC	HANA	KCE	MBK	OTO	PTTGC	SAT	SIM	SVI	TNDT	VGI	
BIGC	CSL	EASTW	HMPRO	KKP	MCOT	PHOL	QH	SC	SITHAI	TCAP	TOP	WACOAL	








2S	ASIMAR	CGH	ERW	IRC	MBKET	PACE	PT	SIAM	SWC	THRE	TRUE	YUASA	
AAV	ASK	CHG	FORTH	JSP	MC	PAP	PTG	SINGER	SYMC	THREL	TSE	ZMICO	
ACAP	ASP	CHO	FPI	K	MEGA	PB	PYLON	SIS	SYNEX	TICON	TSR		
ADVANC	AUCT	CHOW	GBX	KSL	MFC	PCSGH	Q-CON	SMK	SYNTEC	TIPCO	TSTE		
AGE	AYUD	CI	GC	KTIS	MOONG	PDI	RICHY	SMPC	TAE	TK	TSTH		
AH	BANPU	CIMBT	GCAP	L&E	MSC	PE	ROBINS	SMT	TAKUNI	TKS	TTS		
AHC	BBL	CKP	GL	LANNA	MTI	PG	RS	SNP	TASCO	TMC	TTW		
AKP	BDMS	CM	GLOBAL	LH	MTLS	PJW	RWI	SPI	TBSP	TMI	TVD		
ALUCON	BEM	CNS	GLOW	LHK	NCH	PLANB	S	SPPT	TCC	TMILL	TVO		
AMANAHA	BFIT	CNT	GUNKUL	LIT	NOBLE	PM	S&J	SPRC	TF	TMT	TWPC		
ANAN	BLS	COL	HOTPOT	LOXLET	NSI	PPP	SABINA	SR	TFI	TNITY	UAC		
AP	BOL	CPI	HYDRO	LRH	NTV	PR	SALEE	SSF	TGCI	TNL	UP		
APCO	BROOK	DCC	ICC	LST	OCC	PRANDA	SAMCO	SST	THAI	TOG	UPF		
APCS	CEN	EA	ICHI	M	OGC	PREB	SCG	STA	THANA	TPCORP	VIH		
ARIP	CENTEL	ECF	IFEC	MACO	OISHI	PRG	SEAFCO	SUSCO	THANI	TRC	VNT		
ASIA	CFRESH	EE	INET	MALEE	ORI	PRINC	SFP	SUTHA	THIP	TRU	WINNER		



AEC	AS	CBG	DCON	FSMART	IHL	KCAR	MDX	PCA	RCI	SIRI	TACC	TPA	UPOIC
AEONTS	BA	CGD	DIMET	FSS	ILINK	KGI	MFEC	PDG	RCL	SKR	TCCC	TPAC	UT
AF	BEAUTY	CHARAN	DNA	FVC	INSURE	KKC	MJD	PF	RICH	SLP	TCMC	TPCH	UWC
AIRA	BEC	CITY	EARTH	GEL	IRCP	KOOL	MK	PICO	RML	SMIT	TEAM	TPIPL	VIBHA
AIT	BH	CMR	EASON	GIFT	IT	KWC	MODERN	PIMO	RPC	SORKON	TFD	TPOLY	VPO
AJ	BIG	COLOR	ECL	GLAND	ITD	KYE	MPG	PL	SANKO	SPA	TFG	TRITN	VTW
AKR	BJC	COM7	EFORL	GOLD	J	LALIN	NC	PLAT	SAPPE	SPC	TIC	TRT	WICE
AMARIN	BJCHI	CPL	EPCO	GSTEL	JMART	LPH	NCL	PLE	SAWAD	SPCG	TWI	TTI	WIJK
AMATAV	BKD	CSC	EPG	GYT	JMT	MAJOR	NDR	PMTA	SCI	SPVI	TKN	TVI	WIN
AMC	BR	CSP	ESSO	HPT	JUBILE	MAKRO	NEP	PPM	SCN	SSC	TLUXE	TWP	XO
APURE	BROCK	CSR	FE	HTC	JWD	MATCH	NOK	PRIN	SCP	STANLY	TMD	U	
AQUA	BRR	CSS	FER	HTECH	KASET	MATI	NUSA	PSTC	SEAOL	STPI	TNP	UBIS	
ARROW	BTNC	CTW	FOCUS	IFS	KBS	M-CHAI	PATO	QLT	SENA	SUC	TOPP	UMI	

Corporate Governance Report - The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the market for Alternative Investment (MAI) disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey may be changed after that date, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		Excellent
80 - 89		Very Good
70 - 79		Good
60 - 69		Satisfactory
50 - 59		Pass

Anti-Corruption Progress Indicator

Companies that have declared their intention to join CAC

ZS	AP	BRR	CSS	GLOBAL	J	KYE	MPG	PAF	PSTC	SEAOL	SR	TICON	TSE	VGI
A	APCS	BSBM	EE	GPSC	JMART	L&E	MTLS	PCSGH	PYLON	SE-ED	SRICHA	TIP	TU	VIBHA
ABC	AQUA	BTNC	EPCO	GREEN	JMT	LPN	NBC	PDG	QH	SENA	STA	TKT	TVD	VNT
AEC	ASIAN	CCH	FC	GUNKUL	JUBILE	LVT	NINE	PDI	RML	SGP	SUSCO	TLUXE	TVO	WAVE
AF	ASK	CHOTI	FER	HMPRO	JUTHA	M	NMG	PIMO	ROBINS	SITHAI	SYNTEC	TMILL	TVT	WHA
AI	BCH	CHOW	FNS	ICHI	K	MBAX	NNCL	PK	ROH	SMIT	TAE	TMT	U	WICE
AIRA	BEAUTY	CM	FPI	IEC	KASET	MC	NTV	PLANB	SANKO	SMK	TAKJUNI	TPA	UBIS	WIJK
ALUCON	BFIT	COL	FSMART	IFS	KBS	MCOOT	NUSA	PLAT	SAUCE	SORKON	TASSO	TPP	UKEM	XO
AMATA	BJCHI	CPALL	GEL	ILINK	KCAR	MIDA	OCC	PRANDA	SC	SPACK	TBSP	TRT	UOBKH	
ANAN	BROCK	CPF	GFPT	INET	KSL	MILL	OGC	PRG	SCCC	SPPT	TFG	TRU	UREKA	
AOT	BROOK	CSC	GIFT	IRC	KTECH	ML	PACE	PRINC	SCN	SPRC	TFI	TRUE	UWC	

Companies certified by CAC

ADVANC	BBL	CIMBT	DRT	FSS	INTUCH	KTC	MONO	PE	PT	S & J	SMPC	SVI	THREL	TOP
AKP	BCP	CNS	DTAC	GBX	IRPC	LANNA	MOONG	PG	PTG	SABINA	SNC	TCAP	TIPCO	TPCORP
AMANAH	BKI	CPI	DTC	GCAP	IVL	LHBANK	MSC	PHOL	PTT	SAT	SNP	TGMC	TISCO	TSC
ASP	BLA	CPN	EASTW	GLOW	KBANK	LHK	MTI	PM	PTTEP	SCB	SPC	TF	TMB	TSTH
AYUD	BTS	CSL	ECL	HANA	KCE	MBK	NKI	PPP	PTTGC	SCC	SPI	TGCI	TMD	TTCL
BAFS	BWG	DCC	EGCO	HTC	KGI	MBKET	NSI	PPS	Q-CON	SCG	SSF	THANI	TNITY	TVI
BANPU	CENTEL	DEMCO	ERW	ICC	KKP	MFC	OCEAN	PR	QLT	SINGER	SSI	THCOM	TNL	WACOAL
BAY	CFRESH	DIMET	FE	IFEC	KTB	MINT	PB	PSL	RATCH	SIS	SSSC	THRE	TOG	

N/A

AAV	ARROW	BOL	CNT	EMC	HFT	KWG	MJD	PAP	RICHY	SFP	STPI	THL	TSF	UVAN
ABICO	AS	BPP	COLOR	EPG	HOTPOT	LALIN	MK	PATO	RJH	SGF	SUC	TIC	TSI	VARO
ACAP	ASAP	BR	COM7	ESSO	HPT	LDC	MM	PCA	ROCK	SHANG	SUPER	TIW	TSR	VI
ACC	ASEFA	BRC	COMAN	ESTAR	HTECH	LEE	MODERN	PERM	ROJNA	SIAM	SUTHA	TK	TSTE	VIH
ADAM	ASIA	BSM	CPH	ETE	HYDRO	LH	MPIC	PF	RP	SIM	SVH	TKN	TTA	VNG
AEONTS	ASIMAR	BTC	CPL	EVER	IHL	LIT	NC	PICO	RPC	SIMAT	SVOA	TKS	TTI	VPO
AFC	ASN	BTW	CPR	F&D	INOX	LOXLEY	NCH	PJW	RPH	SIRI	SWC	TM	TTL	VTE
AGE	ATP30	BUI	CRANE	FANCY	INSURE	LPH	NCL	PL	RS	SKR	SYMC	TMC	TTTM	WG
AH	AU	CBG	CSP	FMT	IRCP	LRH	NDR	PLE	RWI	SLP	SYNEX	TMI	TTW	WHAUP
AHC	AUCT	CCET	CSR	FN	IT	LST	NEP	PMTA	S	SMART	T	TMW	TUCC	WIN
AIE	BA	CCN	CTW	FOCUS	ITD	LTX	NETBAY	POLAR	S11	SMM	TACC	TNDT	TWP	WINNER
AIT	BAT-3K	CCP	CWT	FORTH	ITEL	MACO	NEW	POMPUI	SAFARI	SMT	TAPAC	TNH	TWPC	WORK
AJ	BCPG	CEN	D	FVC	JAS	MAJOR	NEWS	POST	SALEE	SOLAR	TC	TNP	TWZ	WORLD
AJA	BDMS	CGD	DCON	GC	JCT	MAKRO	NFC	PPM	SAM	SPA	TCB	TNPC	TYCN	WP
AKR	BEC	CHARAN	DCORP	GENCO	JSP	MALEE	NOBLE	PRAKIT	SAMART	SPALI	TCC	TNR	UAC	WR
ALLA	BEM	CHEWA	DELTA	GCC	JTS	MANRIN	NOK	PREB	SAMCO	SPCG	TCCC	TOPP	UEC	YCI
ALT	BGT	CHG	DNA	GJS	JWD	MATCH	NPK	PRECHA	SAMTEL	SPG	TCJ	TPAC	UMI	YNP
AMA	BH	CHO	DSGT	GL	KAMART	MATI	NPP	PRIN	SAPPE	SPORT	TCOAT	TPBI	UMS	YUASA
AMARIN	BIG	CHUO	DTCI	GLAND	KC	MAX	NVD	PRO	SAWAD	SPVI	TEAM	TPCH	UNIQ	ZMICO
AMATAV	BIGC	CI	EA	GOLD	KCM	M-CHAI	NWR	PSH	SAWANG	SQ	TFD	TPPL	UP	
AMC	BIZ	GIG	EARTH	GRAMMY	KDH	MCS	NYT	PTL	SCI	SSC	TGPRO	TPIPP	UPA	
APCO	BJC	CITY	EASON	GRAND	KIAT	MDX	OHTL	QTC	SCP	SST	TH	TPOLY	UPF	
APURE	BKD	CK	ECF	GSTEL	KKC	MEGA	OISHI	RAM	SE	STANLY	THAI	TR	UPOIC	
APX	BLAND	CKP	EFORL	GTB	KOOL	METCO	ORI	RCI	SEAFCO	STAR	THANA	TRC	UT	
AQ	BLISS	CMO	EIC	GYT	KTIS	MFEC	OTO	RCL	SELIC	STEC	THE	TRITN	UTP	
ARIP	BM	CMR	EKH	HARN	KWC	MGT	PAE	RICH	SF	STHAI	THIP	TRUBB	UV	

**Disclosure:** List of companies that intend to join Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption program from Thaipat Institute (last update: 27 January 2017) which have 2 groups;

- Companies that have declared their intention to join CAC
- Companies certified by CA

Anti-Corruption Progress Indicator - The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thai Institute of Directors made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

<b>Headquarters – Amarin Tower</b> 127 Gaysorn Tower, 14-16fl. Ratchadamri Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0 2009 8888 Fax. 0 2009 8889	<b>AMARIN</b> 500 Amarin Tower 8fl. ploenchit Rd., Lumpini, Pathumwan, Bangkok, 10330 Tel. 0 2120 3241 Fax. 0 2256 9596	<b>RUAMCHOK MALL</b> 189 Ruamchok Mall 2fl. Zone C, Unit No. 104, Moo 6, TambonFaham, Chiang Mai, 50000 Tel. 0 5208 1430 Fax. 0 5323 0138
<b>ASOKE</b> 50 GMM Grammy Place, 18 <sup>th</sup> Floor, Sukhumvit Road, Klongtoey Nua, Wattana, Bangkok 10110 Tel. 0 2120 3050 Fax. 0-2258 0374-5	<b>BANGKAPI</b> 3522 The Mall Bangkapi 8fl. Lat Phrao Rd., Klong Chan, Bangkapi, Bangkok, 10240 Tel. 0 2120 3000 Fax. 0 2363 3075	<b>SRINAKARINDRA</b> 399 S4U Office Building's 1fl., Moo 5, Srinakarindra Rd., Tambon Bang Mueang, Amphoe Mueang, SamutPrakan 10270 Tel. 0 2181 4750 Fax.0 2386 0252
<b>BANGNA</b> 10393/56 Central City Bangna Tower 11fl., Bangna-Trad Rd., Bangna, Pra-kanong, Bangkok, 10260 Tel. 0 2745 6458 66 Fax. 0 2745 6467	<b>ARI</b> 388 S.P. Basement fl. PaholyothinRd.,SamsenNai, Phayathai, Bangkok, 10400 Tel. 0 2120 3350 Fax. 0 2278 1247	<b>HAT YAI</b> Asian city resort Building 2nd Floor 1468/126-128 Kamchanavanit Rd. Hat yai, Amphoe Hat YaiSongkhla90110 Tel. 0 7455 9200, 0 7455 9440
<b>VACHARAPOL</b> 78/26, SoiVacharaphol 2, ThaRaeng, Bangkok, Bangkok 10230 Tel. 0 2120 3170 Fax. 0 2363 6629	<b>SAMUT SAKHON</b> 237/351, Ekkachai Road, TambonMahachai, Amphoe Muang, SamutSakhon74000 Tel. 0 3442 1112 Fax. 0 3442 1127	<b>HAT YAI 2</b> The Rise Residence Unit No.11/103, Prachayindee Rd., Amphoe Hat Yai, Songkhla 90110 Tel. 0 7420 6190, 0 7420 6199
<b>NANA</b> 142 Two Pacific Place 15fl., Sukhumvit Rd., North Klongtoey, Klongtoey, Bangkok, 10110 Tel. 0 2120 3200 Fax. 0 2254 9954	<b>RAYONG</b> 125/1 Chan Udom Rd., Tambonchoengnoen ,Amphoe Muang, Rayong, 21000 Tel. 0 3867 3000-12 Fax. 0 3861 7490	<b>KHON KAEN</b> 561/27-28 Na Muang Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, KhonKaen40000 Tel. 0 4322 6944 Fax. 0 4322 5344
<b>PARADISEPARK</b> 61Paradise Park 4fl. Srinakarini Rd.,Nongbon, Prawet, Bangkok, 10250 Tel. 0 2120 3300 Fax. 0 2787 1443	<b>CHONBURI</b> 98/16 Moo5, TambonHuaykapi, Amphoe Muang, Chonburi 20130 Tel. 0 3838 4931-37 Fax. 0 8338 4794	<b>NAKHON SI THAMMARAT</b> 155/8 PhatthanakanKhuKhwang Rd., Nai-Muang, Muang, Nakhon Si Thammarat, 80000 Tel. 0 7534 4955 Fax. 0 7534 4956
<b>RATTANATHIBET</b> 145 TiwanondRd., TambonBangkrasor, Amphoe Muang Nonthaburi, Nonthaburi, 11000 Tel. 0 2120 3270 Fax. 0 2580 7765	<b>PITSANULOK</b> 169/2-3-4 Baromtrailokanart Road, TambonNai Muang, Amphoe Muang, Pitsanulok, 65000 Tel. 0 5524 3060 Fax. 0 5525 9455	<b>SURIN 1</b> 91SoiTadok, KrungsriNai Road, TambonNai Muang,AmphoeMuangsuriin, Surin, 32000 Tel. 0 4406 9070 Fax. 0 4451 2442
<b>Crystal Park</b> 199, Building D, 1 <sup>st</sup> Floor, Room No.106-107 Praditmanutham Road, Lat Phrao, Ladprao, Bangkok10230 Tel. 0 2120 3510 Fax. 0 2515 0875	<b>CHIANG MAI</b> 179/43 Mahidol Road, TambonHayya, Amphoe Muang, Chiang Mai 50000 Tel. 0 5328 2233-35, Fax. 0 5327 1068	<b>NGAMWONGWAN</b> 30/39-50 The Mall Ngamwongwan 11fl. Ngamwongwan Rd., Nontaburi, Nontaburi, 11000 Tel. 0 2120 3100 Fax. 0 2550 0499
<b>CHAENGWATTANA</b> 99/9 Central Chaengwattana Unit No. 1106 11 fl. Bangtalard, Pakkret, Nontaburi 11120 Tel. 0 2120 3660 Fax. 0 2193 8149	<b>BONMARCHE</b> 91 Unit No. 105/1 Room E204 Tessabarnsongkroa Rd, Ladyao, Jatujak, Bangkok 10900 Tel. 0 2120 3630 Fax. 0 2002 5551	<b>Silom Road</b> 62 Thaniya Building, Room 407, 410 4 <sup>th</sup> Floor, Silom Road, Suriyawong, Bangrak, Bangkok 10500 Tel. 0 2120 3380 Fax. 0 2120 3380
<b>SURIN SOI TONKOON</b> 574 / 6-7 Moo 19, Nong Muang, Surin 32000 Tel. 0 4406 9040 Fax. 0 4451 2447	<b>HUA HIN</b> No. 8/89 Blueport Shopping Center Soi Nong Ka Village, Nong Ka District, Hua Hin, Prachuabkirkhan 77110 Tel. 0 3252 3270	<b>THA PHRA</b> 99 The Mall Thapra Mall Building, 9th Floor, Ratchadapisek Road, Bukkaloo, Thonburi, Bangkok 10600 Tel. 0 2120 3560 Fax. 0 2477 7217
<b>UBON RATCHATHANI</b> 941, 1st Floor, Chayangkul Road, Naimueang Sub-District, Mueang District, Ubon Ratchathani 34000 Tel. 0 4595 9456 Fax. 0 4531 2132	<b>CENTRAL CHONBURI</b> No. 55 / 35-36 Moo 1, Samet, Muang, Chonburi, Chonburi 20000 Tel. 0 3313 5119 Fax. 0 3805 3839	<b>Phuket</b> No. 1 / 6-7 Tungka Road, Talad Yai, Mueang Phuket 83000 Tel 0 7668 1700 Fax 0 7635 4020
<b>Central Ladprao</b> No. 1693 Office Building Central Ladprao 11 <sup>th</sup> Floor, Room 1101, Phaholyothin Road, Chatuchak, Bangkok 10900 Tel. 0 2120 3700 Fax. 0 2541 1505	<b>Mahachai</b> 67/518 Moo 4, Ekachai Road, Khokham, Muang, Samutsakhon 74000 Tel. 0 3411 9719 Fax. 0 3442 9202	<b>Samakee Chiang Mai Commercial Association</b> 71 3 <sup>rd</sup> Floor, Tung Hotel, Tambon Wat Gate, Muang District, Chiang Mai 50000 Tel 0 5208 1460 โทรศัพท์ 0 5324 0206

## We Create Fortune

HREIT: BUY-9.40

### Disclaimer:

This report is prepared by Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd for information purposes only. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable. However, Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd makes no warranties and gives no assurance as to its accuracy and completeness, so future results or events will not be responsible. Investors should carefully use discretion before making an investment. No part of this report can be reproduced, altered, copied or distributed without the prior written consent of Yuanta Securities (Thailand) Co., Ltd.

### Ratings Definitions

- (1) (BUY) Return may exceed 15% over the next 12 months (including dividends)
- (2) (TRADING BUY ) Return may range between -10% to +15% over the next 3 months (including dividends)
- (3) (SELL) Return may be lower than -10% over the next 12 months (including dividends)
- (4) (Not Rated) Stock is not within research coverage

Opinions or recommendations contained herein are in the form of technical ratings and fundamental ratings. Fundamental ratings may differ from technical ratings. Investors are advised to review the information in this report carefully before making investment decisions

### Research Department

Fundamental Analyst		Sector	Email Address	Tel.
Mayuree Chowvikran, CISA	Head of Research		mayuree.c@yuanta.co.th	0-2009-8050
Wichuda Plangmanee	Fundamental Analyst	Construction Service, Commerce	wichuda.p@yuanta.co.th	0-2009-8069
Thakol Banjongruck	Fundamental Analyst	Auto, Media, Health Care	thakol.b@yuanta.co.th	0-2009-8067
Theethanat Jindarat	Fundamental Analyst	Small-Mid Capitalization	theethanat.j@yuanta.co.th	0-2009-8071
Vorapoj Hongpinyo	Fundamental Analyst	Property, Industrial Estate	vorapoj.h@yuanta.co.th	0-2009-8072
Supachai Wattanavitheskul	Fundamental Analyst	ICT, Electronic, Small Cap	supachai.w@yuanta.co.th	0-2009-8066
Chattra Chaipunuiyaporn	Fundamental Analyst	Banking, Finance	chattra.c@yuanta.co.th	0-2009-8056
Parinth Nikomkittikosol	Fundamental Analyst	Energy, Petrochemical	Parinth.n@yuanta.co.th	0-2009-8075
Tus Sanguankijvibul	Assistant Fundamental Analyst	Tourism, Transportation		
Kansiri Kara	Assistant Fundamental Analyst			
Atitthep Ittivikul	Assistant Fundamental Analyst			
Sarin Wutthisirisart	Assistant Fundamental Analyst			
Veena Naidu	Institution Analyst		veena.n@yuanta.co.th	0-2009-8070
Teerapat Tangpatjaroen	Assistant Institution Analyst			
Strategist			Email Address	Tel.
Padon Vannarat	Senior Strategist		padon.v@yuanta.co.th	0-2009-8060
Piyapat Patarapuvadol	Strategist		piyapat.p@yuanta.co.th	0-2009-8062
Nutt Treepoonsuk	Strategist		nutt.t@yuanta.co.th	0-2009-8059
Suvichak Thappang	Assistant Strategist			
Technical Analyst			Email Address	Tel.
Apisit Limthumrongkul	Technical Analyst		apisit.l@yuanta.co.th	0-2009-8052
Charnwit Teekawatthanathikul	Assistant Technical Analyst			
Data Support			Email Address	Tel.
Somjit Viroontanee	Support			
Angsumalin Kumvong	Support			
Peeraya Wiangphoem	Support			