

CPN RETAIL GROWTH LEASEHOLD REIT  
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

## CPNREIT TB

BUY

## REIT ค้ำปลีกที่ใหญ่ที่สุด บันผลสูง โตพร้อม CPN

- REIT ค้ำปลีกที่ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ มีโอกาสเติบโตอีกมากไปพร้อมกับ CPN
- การต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 สร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด มีพื้นที่เช่าเพิ่ม และการครบอายุสัญญากระจายตัวดีขึ้น
- คาดการณ์ Dividend yield 10% ได้หลังเพิ่มทุน ราคาต่ำกว่า NAV 20% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB12.50
CLOSE	THB10.40
UP/DOWNSIDE	+20.2%
TP vs CONSENSUS	+3.5%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,728	5,948	6,274	6,584
Net profit	3,235	2,475	2,811	3,133
EPS (THB)	1.26	0.79	0.77	0.85
vs Consensus (%)	-	(32.4)	(25.7)	(25.4)
EBITDA	4,542	4,682	4,847	5,083
Recurring net profit	2,184	2,475	2,811	3,133
Core EPS (THB)	0.85	0.79	0.77	0.85
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	56.7	(6.7)	(3.5)	11.5
Core P/E (x)	12.2	13.1	13.6	12.2
Dividend yield (%)	10.8	10.1	11.0	10.7
EV/EBITDA (x)	10.5	10.3	11.3	10.4
Price/book (x)	0.8	0.7	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	63.2	35.3	37.1	33.6
ROE (%)	6.5	6.4	6.3	7.0

## เป็น REIT ค้ำปลีกที่มีขนาดทรัพย์สินใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ โตไปกับ CPN

CPNREIT เป็นกอง REIT ประเภทค้ำปลีกที่ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ ด้วยขนาดสินทรัพย์ 81,367 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2023 ปัจจุบันมี 12 โครงการ ประกอบด้วยศูนย์การค้า 7 แห่ง อาคารสำนักงาน 4 แห่ง และโรงแรม 1 แห่ง โครงสร้างรายได้ค่าเช่าหลักมาจากศูนย์การค้า มีสัดส่วน 78% ของรายได้ค่าเช่าทั้งหมด รองลงมาเป็นอาคารสำนักงาน 15% และโรงแรม 7% หากดูรายโครงการ ศูนย์การค้า 3 แห่งคือเซ็นทรัลพระราม 2 เซ็นทรัลพระราม 3 และเซ็นทรัลปิ่นเกล้า รวมกันสร้างรายได้ 53% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2023

## ต่อสัญญาสองศูนย์หลักสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด

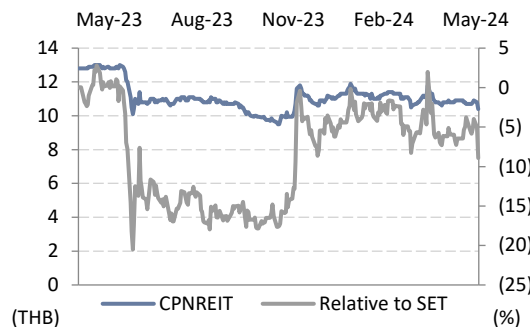
การระดมทุน 25,014 ล้านบาทในครั้งนี้ เพื่อนำเงินไปต่อสัญญาโครงการ 2 แห่งคือเซ็นทรัลปิ่นเกล้า (หมดสัญญาเดือน ธ.ค. 2024) และเซ็นทรัลพระราม 2 (หมดสัญญาเดือน ส.ค. 2025) ทั้ง 2 โครงการสร้างรายได้หลักให้แก่กองทรัสต์โดยมีสัดส่วนรายได้ค่าเช่ารวมกัน 43% ของรายได้รวมในปี 2023 การต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักครั้งนี้เป็นการสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด มีพื้นที่เพิ่มขึ้นกว่า 9 พัน ตร.ม. และทำให้การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น

## คาด DPU เพิ่มขึ้นในระยะยาว ตั้งเป้าเพิ่มสินทรัพย์เท่าตัวใน 8 ปีข้างหน้า

ปี 2023 สินทรัพย์ทุกประเภทฟื้นตัวจาก Covid-19 หมดแล้ว อัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยอยู่ที่ 93% เราคาดรายได้ของ CPNREIT ในปี 2024-26 ขยายตัวเฉลี่ยปีละ 5% ส่วนใหญ่มาจากการเติบโตของอัตราค่าเช่า คาดกำไรเพิ่มขึ้น 13%/14%/12% ตามลำดับ และคาดการณ์ DPU ปี 2023 ที่ 1.05 บาทต่อหน่วย และเพิ่มเป็น 1.14 บาทต่อหน่วยปี 2025 คิดเป็น Dividend yield สูงราว 10% ต่อปี ทั้งนี้ ยังไม่รวมโอกาสที่มูลค่าสินทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเท่าตัวใน 8 ปีข้างหน้าจากการลงทุนในศูนย์การค้าต่างๆ ของ CPN

## Dividend yield สูงราว 10% ราคายังต่ำกว่า NAV 20% แนะนำซื้อ

ประเมินราคาเหมาะสม 12.50 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 8.0% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT จาก 1) เป็น REIT ค้ำปลีกขนาดใหญ่ สินทรัพย์ โดดเด่นด้านทำเล 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้ำปลีกอย่างดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่โตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และการครบอายุสัญญาของแต่ละสินทรัพย์กระจายตัวมากขึ้น 4) Dividend yield สูงราว 10% ราคายังต่ำกว่า NAV 20%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.7)	(5.5)	(17.2)
Relative to country (%)	(3.0)	(5.7)	(7.4)
Mkt cap (USD m)	999		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.8		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Bangkok Life Assurance PCL. (7%)		
12m high/low (THB)	13.00/9.40		
Issued shares (m)	2,568.03		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

## Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมของ CPNREIT ที่ 12.50 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 8.0% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค้ำประกันขนาดใหญ่ มีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพโดดเด่นด้านทำเล 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่จะเติบโตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีนเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และการครบอายุสัญญาของแต่ละสินทรัพย์มีการกระจายตัวมากขึ้น 4) Dividend yield สูง และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 20%

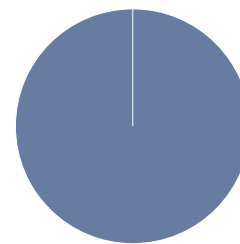
## Company profile

CPNREIT ก่อตั้งในปี 2005 เพื่อลงทุนในกรรมสิทธิ์ และ/หรือ สิทธิการเช่า และ/หรือ สิทธิการเช่าช่วง ในโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 โครงการเซ็นทรัล พระราม 3 โครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าและอาคารสำนักงานปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ A และ B โครงการเซ็นทรัล เชียงใหม่แอร์พอร์ต โครงการเซ็นทรัล พัทยา และโรงแรมฮิลตัน พัทยา โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ส โครงการอาคารสำนักงานยูนิลีเวอร์เฮ้าส์ โครงการเซ็นทรัลมารีนา และโครงการเซ็นทรัล ลำปาง

[www.cpnreit.com](http://www.cpnreit.com)

## Principal activities (revenue, 2023)

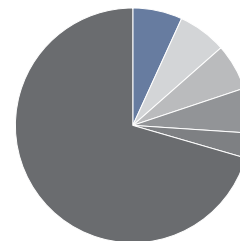
- Rental and service income - 100.0 %



Source: CPN Retail Growth Leasehold REIT

## Major shareholders

- Bangkok Life Assurance PCL. - 6.8 %
- Krungthai-Axa Life Insurance PCL. - 6.7 %
- Allianz Ayudhya Assurance PCL. - 6.4 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 6.2 %
- SJWD - 3.4 %



Source: CPN Retail Growth Leasehold REIT

## Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การซื้อทรัพย์สินจากโครงการของ CPN เข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาลง

## Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การใช้จ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำกว่าคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

## Event calendar

Date	Event
23 April – 8 May	Subscription period for sale of additional trust units
May 2024	1Q24 earnings announcement

## Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
		(THB m)	(THB m)	(THB m)
Net leaseable area	(sq.m)	373,350	373,350	373,350
Avg. occupancy rate	(%)	92.0	92.6	93.1
Avg. rental rate per sqm.	(THB/m)	1,444	1,511	1,579
Total expense to sales	(%)	21.9	23.2	23.3

Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

- For every 5% change in the average occupancy rate, we project CPNREIT's 2024 core profit to change by 5%, all else being equal.
- For every 0.5% change in the interest rate, we project CPNREIT's 2024 core profit to change by 6%, all else being equal.

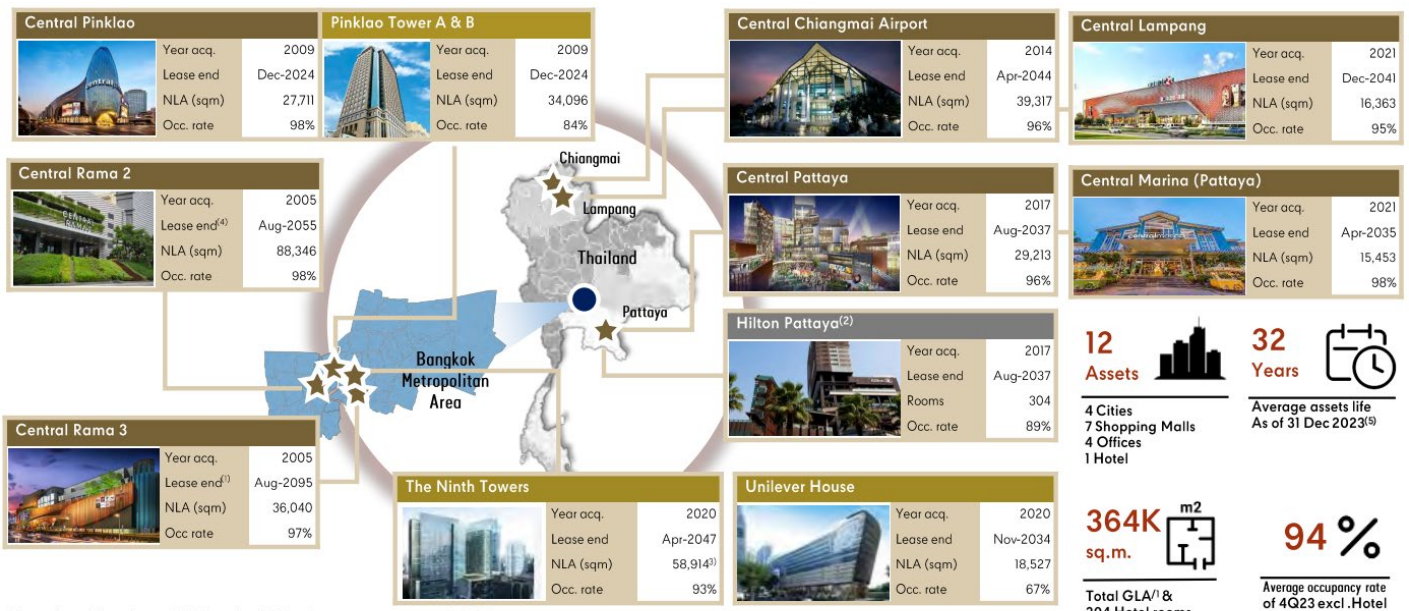
Source: FSSIA estimates

## กองทรัสต์ค้าปลีกที่มีมูลค่าตลาดใหญ่ที่สุดในไทย

CPNREIT เป็นกอง REIT ประเภทค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ด้วยขนาดสินทรัพย์ 81,367 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีการลงทุนในสิทธิการเช่าหรือเช่าช่วงในอสังหาริมทรัพย์ประเภท ศูนย์การค้า ปัจจุบันมี 12 โครงการ ประกอบด้วยศูนย์การค้า 7 แห่ง อาคารสำนักงาน 4 แห่ง และโรงแรม 1 แห่ง ได้แก่โครงการเซ็นทรัล พระราม 2, เซ็นทรัล พระราม 3, เซ็นทรัล ปิ่นเกล้า, เซ็นทรัล เชียงใหม่ แอร์พอร์ต, เซ็นทรัล พัทยา, เซ็นทรัล มารีน่า, เซ็นทรัล ลำปาง, ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ A และ B, อาคารสำนักงานเดอะไนน์ทาวเวอร์ส, อาคารสำนักงานยูนิลีเวอร์เฮ้าส์ และโรงแรมฮิลตัน พัทยา พื้นที่รวม 362,152 ตร.ม. และโรงแรมขนาด 304 ห้อง มูลค่าเงินลงทุนในสิทธิการเช่าทั้งหมดรวม 77,019 ล้านบาท อายุคงเหลือเฉลี่ย 32 ปี

โครงสร้างรายได้ค่าเช่าหลักมาจากศูนย์การค้า มีสัดส่วน 78% ของรายได้ค่าเช่าทั้งหมด รองลงมาเป็น อาคารสำนักงาน 15% และโรงแรม 7% หากดูรายโครงการ ศูนย์การค้า 3 แห่งคือเซ็นทรัลพระราม 2 เซ็นทรัลพระราม 3 และเซ็นทรัลปิ่นเกล้า รวมกันสร้างรายได้ 53% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2023

### Exhibit 1: Asset portfolio



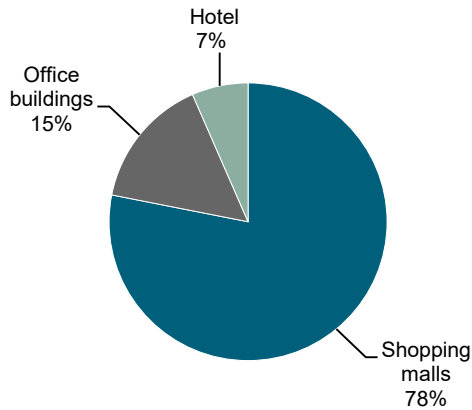
Note: Asset information as of 31 December 2023 and average occupancy rate in 4Q23  
 (1) Includes option to extend lease 2 more times at 30 years each. (2) Property subleased to CPN Pattaya Hotel Co., Ltd. in which CPNREIT earns rental income  
 (3) Exclude meeting room area of 3,068 sq.m. (4) Include the renewal period from Aug 2025-August 2055 (5) Average assets life including RM2 extension

Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

รายได้ที่มาจากศูนย์การค้าเป็นลักษณะสัญญาเช่าซึ่งมี 2 แบบคือค่าเช่าคงที่ (Fixed rate) และค่าเช่าที่เก็บเป็นอัตราของยอดรายได้ของผู้เช่า (Consignment) อาคารสำนักงานเป็นค่าเช่า Fixed rate ทั้งหมด ส่วนโรงแรมอยู่ในรูปค่าเช่า Fixed rate และค่าเช่า Variable rate (Fixed rent ไม่ต่ำกว่า 2 ใน 3 ของค่าเช่าทั้งหมด เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของ Variable rent) ตลอดหลายปีที่ผ่านมารายได้ส่วนใหญ่กว่า 60% เป็น Fixed rate

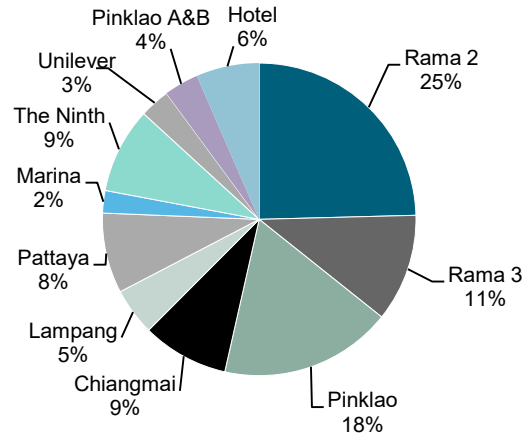
สำหรับปี 2023 Fixed rate มีสัดส่วน 63% อีก 37% เป็น Consignment สัญญาเช่าคงที่ที่ทำให้ CPNREIT มีกระแสเงินสดที่มั่นคง ขณะที่สัญญาส่วนแบ่งรายได้ทำให้มีโอกาสได้รับค่าเช่าเพิ่มกรณีที่ผู้เช่ามีรายได้ดีขึ้น ถือเป็นส่วนผสมที่ดี

Exhibit 2: Revenue structure by assets



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Revenue contribution by projects



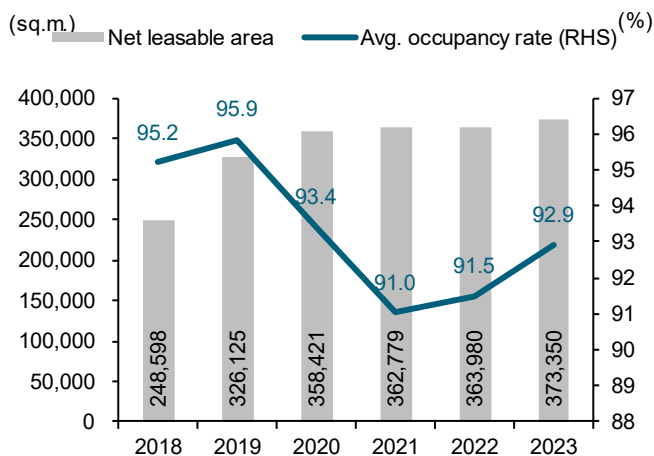
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ทรัพย์สินมีศักยภาพสูง เติบโตตามการบริโภคและการท่องเที่ยว

นับตั้งแต่มีการก่อตั้ง CPNREIT ในปี 2005 กองทรัสต์ขยายการลงทุนอย่างต่อเนื่องเริ่มแรกที่มี 2 โครงการ ปัจจุบันมี 12 โครงการ กระจายใน 4 จังหวัดที่อยู่ในทำเลท่องเที่ยว มูลค่าสินทรัพย์รวม 81,367 ล้านบาท มีอัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยทุกโครงการกว่า 90% ตลอดช่วงหลายปีที่ผ่านมาแม้ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ในส่วนของศูนย์การค้ามีอัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยกว่า 94% มีอัตราการต่อสัญญาเช่ากว่า 90% ของพื้นที่ที่ครบสัญญาเช่า อัตราการเข้าพักของโรงแรมฮิลตันพัทยาในช่วงก่อน Covid-19 เคยอยู่ในระดับสูง 89% ก่อนจะปรับลดต่ำสุด 34% ในปี 2021 จากผลของโควิด

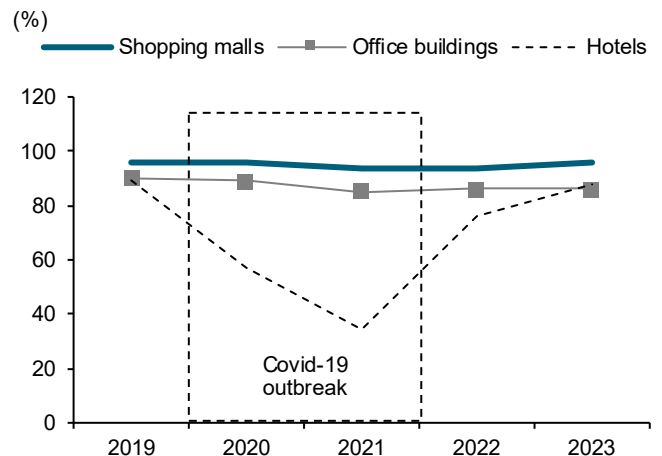
ผลการดำเนินงานในปี 2023 สินทรัพย์ทุกประเภทฟื้นตัวจาก Covid-19 หมดแล้ว อัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยอยู่ที่ 93% ศูนย์การค้าอยู่ที่ 96% อาคารสำนักงานอยู่ที่ 86% โรงแรมฮิลตันพัทยามีอัตราการเข้าพัก 88% RevPar สูงกว่าก่อนโควิดแล้ว ทั้งนี้ สำหรับอาคาร Unilever House ที่ขอคืนพื้นที่ 4 ชั้นในทั้งหมด 6 ชั้น ในจำนวน 4 ชั้นที่ว่างลง มีผู้เช่าเข้ามาใหม่แล้ว 2 ชั้น จึงเหลือพื้นที่ว่าง 2 ชั้นในช่วงสิ้นปี 2023 ซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการเจรจากับผู้เช่าที่สนใจ ทำให้อัตราการเช่าพื้นที่ของ Unilever House ใน 4Q23 อยู่ที่ 67%

Exhibit 4: Net leasable area and average occupancy rate



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Occupancy rate by asset



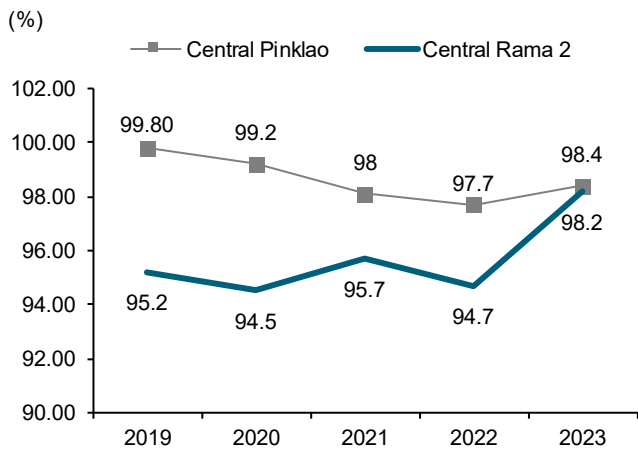
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

**ต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด**

การระดมทุน 25,014 ล้านบาทในครั้งนี้ เพื่อนำเงินไปต่อสัญญาโครงการ 2 แห่งคือเซ็นทรัลปิ่นเกล้า (หมดสัญญาเดือน ธ.ค. 2024) และเซ็นทรัลพระราม 2 (หมดสัญญาเดือน ส.ค. 2025) ทั้ง 2 โครงการ เป็นโครงการที่มีศักยภาพสูง ได้รับความนิยมสูงจากผู้บริโภค สร้างรายได้หลักให้แก่กองทรัสต์โดยมีสัดส่วนรายได้ค่าเช่ารวมกัน 43% ของรายได้รวมในปี 2023 เป็นโครงการที่มีอัตราการเช่าพื้นที่สูง 98.4% และ 98.2% ตามลำดับ อัตราการเช่าพื้นที่ของเซ็นทรัล พระราม 2 สูงกว่าช่วงก่อนโควิดไปแล้ว ส่วนเซ็นทรัลปิ่นเกล้ายังต่ำกว่าเพียงเล็กน้อย ส่วนรายได้เติบโตกลับมาใกล้เคียงช่วงก่อนโควิดแล้ว

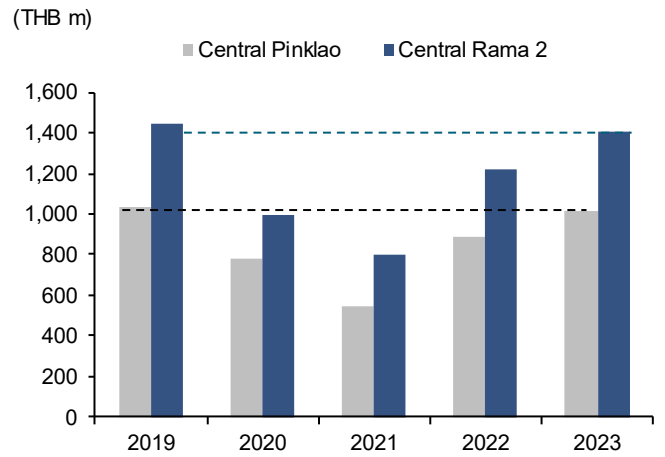
การต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักครั้งนี้เป็นการสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด เซ็นทรัลพระราม 2 มีพื้นที่เพิ่มขึ้นกว่า 9 พัน ตร.ม. เป็น 97,716 ตร.ม. ขนาดของสินทรัพย์รวมเพิ่มจาก 8.1 หมื่นล้านบาท สิ้นปี 2023 เป็นประมาณ 8.6 หมื่นล้านบาท และทำให้การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น โดยการครบอายุสัญญาใหม่ของเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 มีอายุห่างกัน 4 ปีทำให้กองทรัสต์มีเวลาในการเจรจาหรือหาสินทรัพย์ใหม่ได้โดยเวลาไม่กระจุกตัวเหมือนครั้งนี้

**Exhibit 6: Occupancy rate: Cental Pinklao & Central Rama 2**



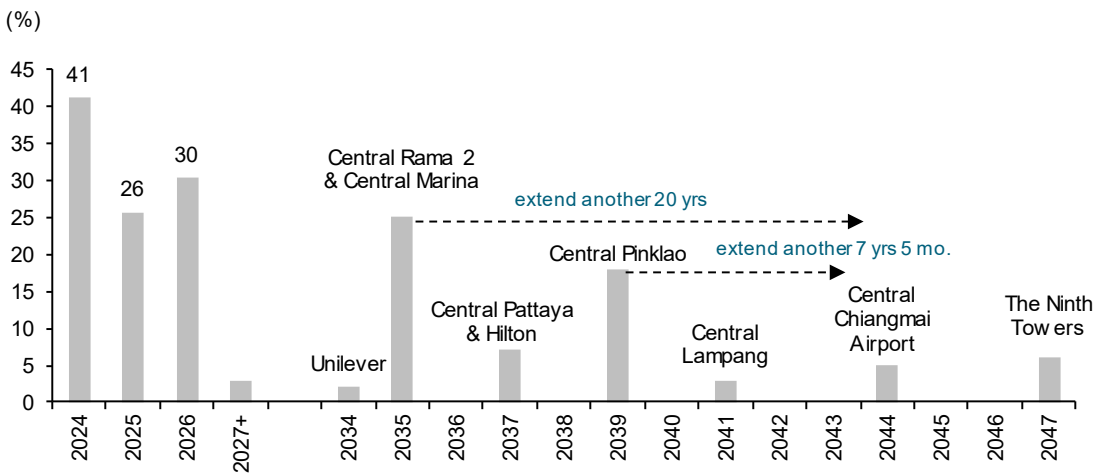
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

**Exhibit 7: Rental income: Central Pinklao & Central Rama 2**



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

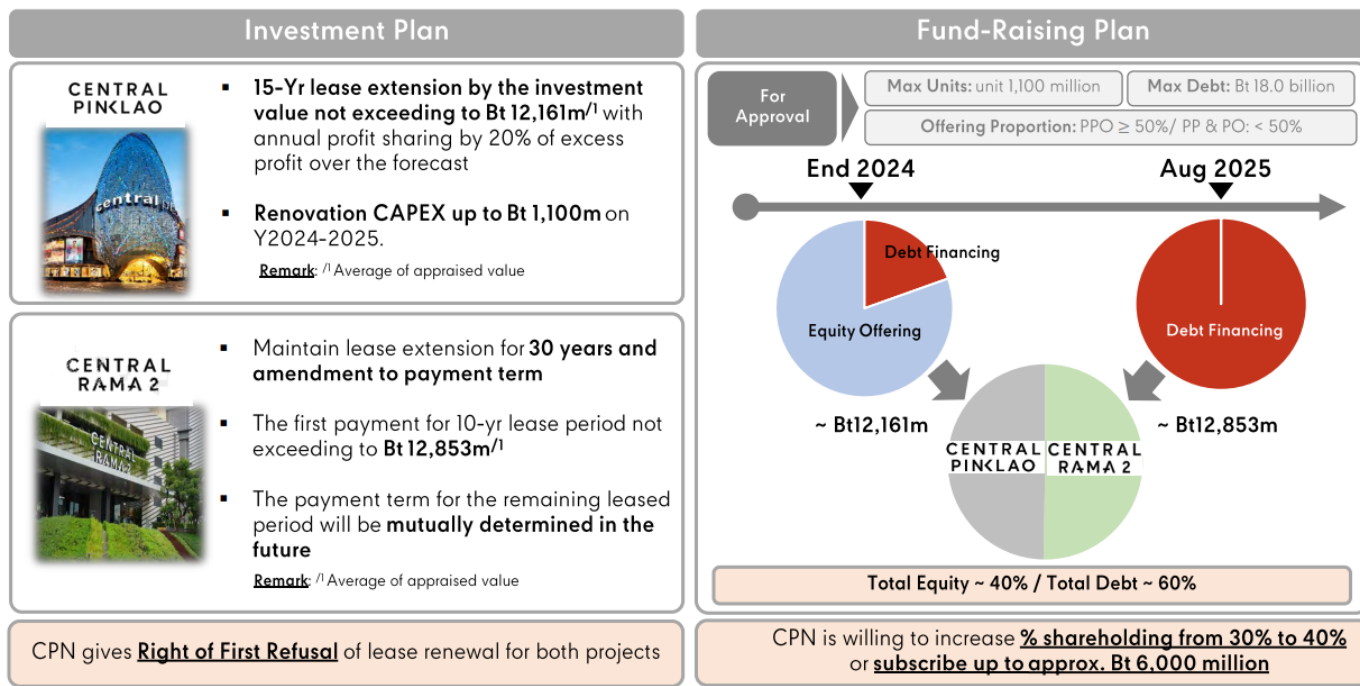
**Exhibit 8: Lease expiry profile**



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

แผนการต่อสัญญาเช่า CPNREIT จะต่อสัญญาเช่าพื้นที่ 15 ปี (ตั้งแต่ 1 ม.ค. 2025 – 31 ธ.ค. 2039) พร้อมสิทธิในการต่อสัญญาอีก 7 ปี พื้นที่ให้เช่าสุทธิ 61,807 ตร.ม. ใช้เงินลงทุน 12,161 ล้านบาท และต่อสัญญาเช่าพื้นที่รวม 2 อีก 30 ปี (ตั้งแต่ 16 ส.ค. 2025 – 15 ส.ค. 2035) พื้นที่เช่าสุทธิประมาณ 97,716 ตร.ม. โดย CPNREIT ขอแบ่งชำระ 10 ปีแรกก่อนเป็นเงิน 12,853 ล้านบาท (สิทธิการเช่าส่วนที่เหลืออีก 20 ปีจะมีการตกลงค่าเช่าในอนาคต) มูลค่าเงินลงทุนทั้งหมด 25,014 ล้านบาท แหล่งเงินลงทุนจะมาจากการเพิ่มทุน 40% (ออกหน่วยทรัสต์เพิ่มทุนไม่เกิน 1,100 ล้านหน่วย) และเงินกู้ยืม 60% หรือไม่เกิน 18,000 ล้านบาท

**Exhibit 9: Lease renewal of Central Pinklao and Central Rama 2**



Source: CPNREIT

**มูลค่าสินทรัพย์เติบโตเท่าตัวใน 8 ปีจากการเข้าลงทุนในโครงการของ CPN**

CPN มีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่มาตลอด ถึง CPNREIT 30% เป็นผู้บริหารกองทรัสต์ และเป็น Sponsor ซึ่งจะช่วยสร้างการเติบโตแบบ Inorganic growth โดยการขายโครงการของ CPN เข้ากองทรัสต์เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนให้แก่ CPNREIT นอกเหนือไปจากการเติบโตแบบ Organic growth คือการปรับเพิ่มค่าเช่า และการปรับปรุงศูนย์การค้าให้ทันสมัยอยู่เสมอ

ทั้งนี้ CPNREIT ตั้งเป้าหมายร่วมกับ CPN ในการเติบโตของทรัพย์สินให้เป็น 2 เท่าภายใน 8 ปีข้างหน้า (ปี 2032) หรือลงทุน 1 สินทรัพย์ในทุกๆ 2 ปี ปัจจุบัน CPN มีมากกว่า 40 ศูนย์การค้า โครงการที่ CPNREIT เข้าลงทุนในปัจจุบันมี 7 โครงการ จึงมีอีกหลายศูนย์การค้าทั้งในกรุงเทพและต่างจังหวัดที่เป็นโอกาสในการลงทุนของ CPNREIT ในระยะถัดไป

### คาดว่า Dividend yield จะอยู่ในระดับ 10% หลังเพิ่มทุน

จากรายได้ค่าเช่าที่กลับมาสูงกว่าช่วงก่อนโควิดตั้งแต่ปี 2023 เราคาดว่ารายได้ของ CPNREIT ในปี 2024-26 จะขยายตัวต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5% ส่วนใหญ่มาจากการการเติบโตของอัตราค่าเช่า ขณะที่อัตราการใช้พื้นที่เฉลี่ยที่สูงอยู่แล้ว 93% คาดว่าจะขยายตัวอีกไม่มากนัก อย่างไรก็ตาม แม้วารายได้จะสูงกว่าช่วงก่อนโควิด แต่กำไรปกติปี 2023 ที่ 2,184 (+57% y-y) ยังต่ำกว่าปี 2019 อยู่พอสมควร เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้น และภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างที่ไม่มีส่วนลดเหมือนในอดีต สำหรับปี 2024-26 เราคาดว่ากำไรเพิ่มขึ้น 13%/14%/12% ตามลำดับ จากการบริหารจัดการต้นทุนและภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่ผ่อนคลายจากการทยอยชำระคืนหนี้ตามกำหนดและอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ผ่านจุดสูงสุดและมีแนวโน้มปรับลงในระยะถัดไป

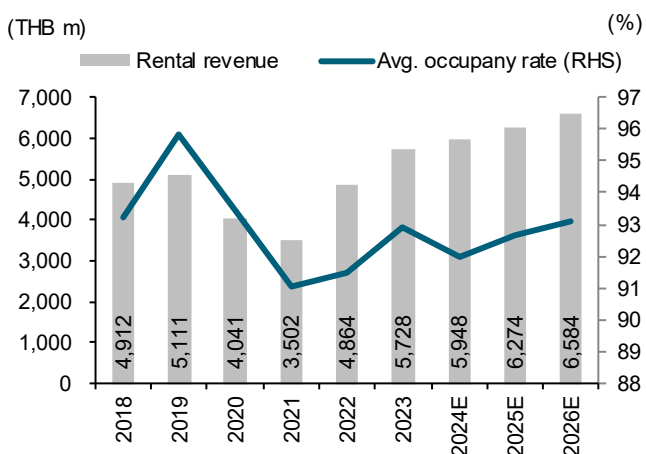
CPNREIT มีการคาดการณ์ว่าการเพิ่มทุนที่จะเกิดขึ้นใน 2H24 กองทรัสต์จะสามารถจ่ายเงินปันผล (DPU) ให้ผู้ถือหุ้นหน่วยได้ 0.525 บาทต่อหน่วย รวมเป็น DPU ทั้งปี 1.05 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield สูงถึง 10% เราคาดว่าในปี 2025 DPU จะเพิ่มเป็น 1.14 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield ที่สูงถึง 11% จากผลประกอบการที่เติบโตตามภาวะเศรษฐกิจ การบริโภค และการท่องเที่ยว ประกอบกับพื้นที่เช่าของเซ็นทรัลพาราม 2 ที่เพิ่มขึ้นเกือบ 1 หมื่น ตร.ม.

### Exhibit 10: Key assumptions

	(unit)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029	2030E
Number of projects	(project)	12	12	12	12	12	12	12	12
Net leasable area	(sq.m.)	363,980	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350
Avg. occupancy rate	(%)	92.9	92.0	92.6	93.1	93.3	93.3	93.3	93.3
Avg. rental rate per sq.m.	(THB/month)	1,311	1,341.0	1,403.9	1,466.4	1,517.7	1,570.8	1,625.8	1,682.7
Total rental revenue	(THB m)	5,728	5,948	6,274	6,584	6,845	7,065	7,292	7,527
Total expense to sales	(%)	21.6	21.9	23.2	23.3	23.3	23.5	23.6	23.7
Core profit	(THB m)	2,184	2,475	2,811	3,133	3,427	3,740	4,022	4,196

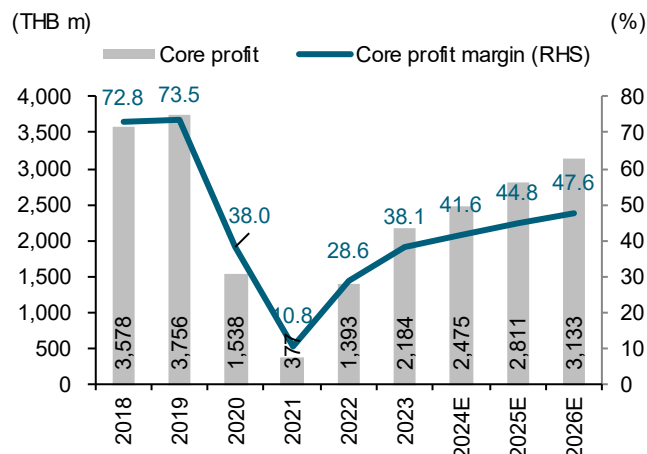
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

### Exhibit 11: Revenue and average occupancy rate



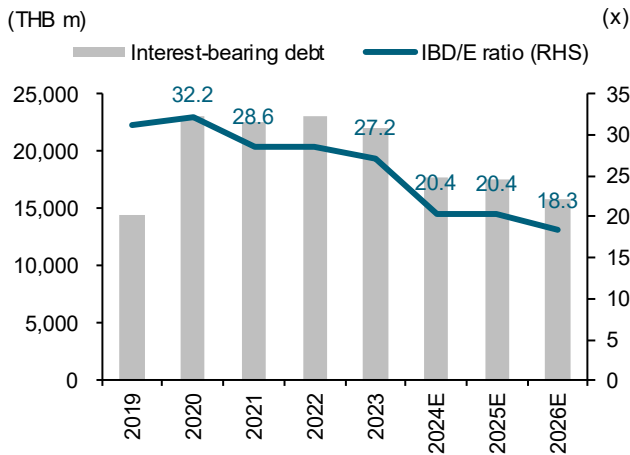
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

### Exhibit 12: Core profit and core profit margin



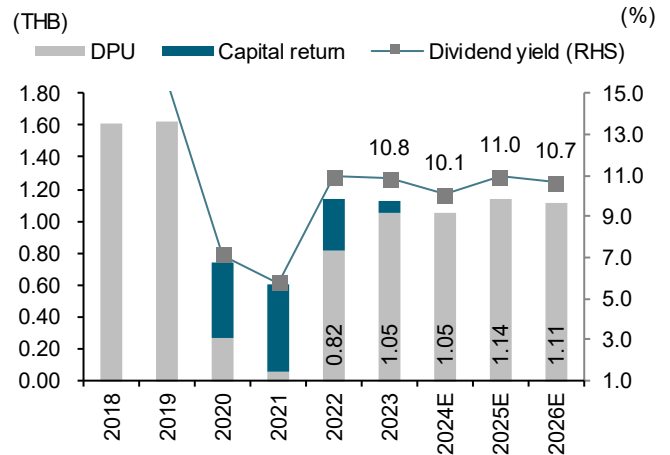
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

**Exhibit 13: Interest-bearing debt and IBD/TA**



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

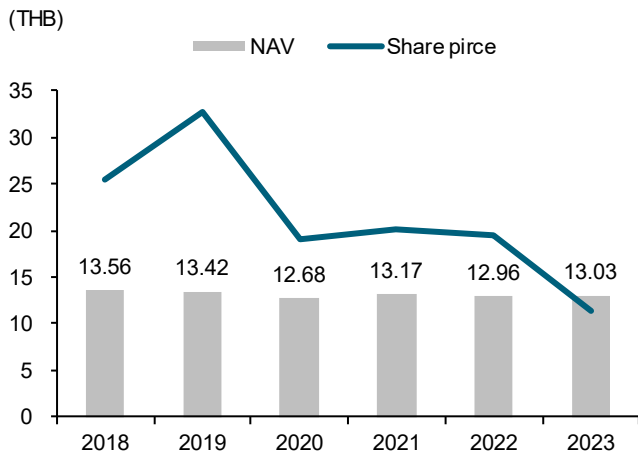
**Exhibit 14: DPU and dividend yield**



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

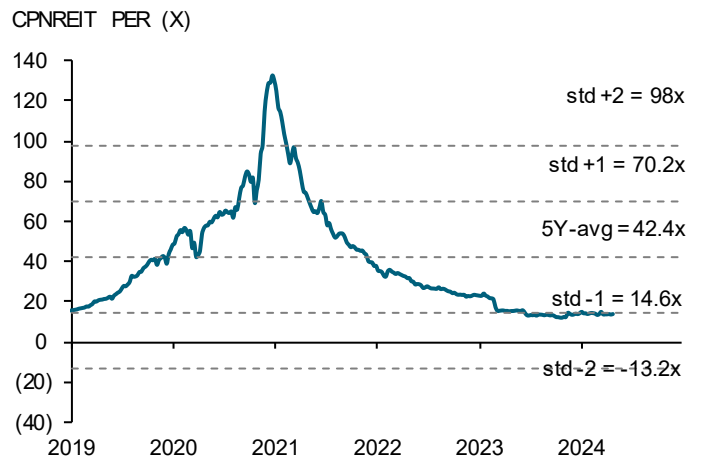
Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024

**Exhibit 15: CPNREIT's NAV vs share price**



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

**Exhibit 16: One-year rolling forward P/E band**



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

**ประเมินราคาเหมาะสม 12.50 บาท แนะนำซื้อ**

เราประเมินราคาเหมาะสมของ CPNREIT ที่ 12.50 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 8.0% LTG 0% และแนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค้ำประกันขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพโดดเด่นด้านทำเล ได้รับความนิยมนจากผู้บริโภค 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้ำประกันที่ดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่จะเติบโตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีแรกและเช่าทรัสต์พระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และเงื่อนไขของอายุสัญญาใหม่ทำให้การครบอายุสัญญาของแต่ละสินทรัพย์มีการกระจายตัวมากขึ้น 4) Dividend yield สูงราว 10% และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 20%



## Financial Statements

### CPN Retail Growth Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	4,864	5,728	5,948	6,274	6,584
Cost of goods sold	(328)	(367)	(387)	(420)	(454)
<b>Gross profit</b>	<b>4,536</b>	<b>5,361</b>	<b>5,562</b>	<b>5,853</b>	<b>6,130</b>
Other operating income	23	49	36	32	32
Operating costs	(804)	(868)	(916)	(1,038)	(1,078)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>3,755</b>	<b>4,542</b>	<b>4,682</b>	<b>4,847</b>	<b>5,083</b>
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>3,755</b>	<b>4,542</b>	<b>4,682</b>	<b>4,847</b>	<b>5,083</b>
Net financing costs	(2,361)	(2,359)	(2,207)	(2,036)	(1,950)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	718	1,052	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>2,111</b>	<b>3,235</b>	<b>2,475</b>	<b>2,811</b>	<b>3,133</b>
Tax	0	0	0	0	0
<b>Profit after tax</b>	<b>2,111</b>	<b>3,235</b>	<b>2,475</b>	<b>2,811</b>	<b>3,133</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>2,111</b>	<b>3,235</b>	<b>2,475</b>	<b>2,811</b>	<b>3,133</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(718)</b>	<b>(1,052)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>1,393</b>	<b>2,184</b>	<b>2,475</b>	<b>2,811</b>	<b>3,133</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.54	0.85	0.79	0.77	0.85
Reported EPS	0.82	1.26	0.79	0.77	0.85
DPS	1.14	1.13	1.05	1.14	1.11
Diluted shares (used to calculate per share data)	2,568	2,568	3,118	3,668	3,668
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	38.9	17.8	3.8	5.5	5.0
Operating EBITDA (%)	46.1	21.0	3.1	3.5	4.9
Operating EBIT (%)	46.1	21.0	3.1	3.5	4.9
Recurring EPS (%)	269.7	56.7	(6.7)	(3.5)	11.5
Reported EPS (%)	143.8	53.2	(37.0)	(3.5)	11.5
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	93.3	93.6	93.5	93.3	93.1
Gross margin exc. depreciation (%)	93.3	93.6	93.5	93.3	93.1
Operating EBITDA margin (%)	77.2	79.3	78.7	77.3	77.2
Operating EBIT margin (%)	77.2	79.3	78.7	77.3	77.2
Net margin (%)	28.6	38.1	41.6	44.8	47.6
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	209.6	132.4	132.3	148.8	130.0
Interest cover (X)	1.6	1.9	2.1	2.4	2.6
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.0	5.9	5.9	5.9	6.2
ROIC (%)	5.0	5.9	5.9	5.9	6.2
ROE (%)	4.2	6.5	6.4	6.3	7.0
ROA (%)	4.7	5.6	5.6	5.6	5.9

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

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	4,864	5,728	5,948	6,274	6,584

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

## Financial Statements

### CPN Retail Growth Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	1,393	2,184	2,475	2,811	3,133
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	702	(1,098)	(4,236)	(813)	0
Change in working capital	1,612	2,472	2,236	1,817	2,034
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3,707</b>	<b>3,557</b>	<b>474</b>	<b>3,815</b>	<b>5,167</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	(2,097)	(2,195)	(3,274)	(4,182)	(4,073)
Equity finance	(556)	(858)	12,876	0	0
Debt finance	409	(926)	(2,450)	(34)	(156)
Other financing cash flows	(581)	(657)	(2,207)	(2,036)	(1,950)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,825)</b>	<b>(4,636)</b>	<b>4,946</b>	<b>(6,252)</b>	<b>(6,179)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	1,554	796
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(4,420)</b>	<b>1,554</b>	<b>796</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>883</b>	<b>(1,079)</b>	<b>1,000</b>	<b>(883)</b>	<b>(216)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	6,068.82	5,915.87	2,681.05	5,850.99	7,117.32
Free cash flow to equity (FCFE)	3,535.44	1,974.02	(8,602.61)	3,298.91	3,856.72

#### Per share (THB)

FCFF per share	2.36	2.30	1.04	2.28	2.77
FCFE per share	1.38	0.77	(3.35)	1.28	1.50
Recurring cash flow per share	0.82	0.42	(0.56)	0.54	0.85

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	77,177	79,776	84,012	84,825	84,825
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>77,177</b>	<b>79,776</b>	<b>84,012</b>	<b>84,825</b>	<b>84,825</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	2,042	962	1,962	1,079	863
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	1,098	629	389	420	452
<b>Current assets</b>	<b>3,139</b>	<b>1,591</b>	<b>2,352</b>	<b>1,500</b>	<b>1,315</b>
Other assets	0	0	0	0	0
<b>Total assets</b>	<b>80,317</b>	<b>81,367</b>	<b>86,364</b>	<b>86,324</b>	<b>86,140</b>
Common equity	33,277	33,459	44,430	44,559	44,419
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>33,277</b>	<b>33,459</b>	<b>44,430</b>	<b>44,559</b>	<b>44,419</b>
Long term debt	23,001	22,096	17,646	17,612	15,806
Other long-term liabilities	21,423	22,511	21,159	21,198	22,831
<b>Long-term liabilities</b>	<b>44,425</b>	<b>44,606</b>	<b>38,805</b>	<b>38,809</b>	<b>38,636</b>
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	2,615	3,302	3,129	2,956	3,085
<b>Current liabilities</b>	<b>2,615</b>	<b>3,302</b>	<b>3,129</b>	<b>2,956</b>	<b>3,085</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>80,317</b>	<b>81,367</b>	<b>86,364</b>	<b>86,324</b>	<b>86,140</b>
Net working capital	(1,518)	(2,673)	(2,740)	(2,536)	(2,633)
Invested capital	75,660	77,103	81,272	82,289	82,192

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

#### Per share (THB)

Book value per share	12.96	13.03	14.25	12.15	12.11
Tangible book value per share	12.96	13.03	14.25	12.15	12.11

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	63.0	63.2	35.3	37.1	33.6
Net debt/total assets (%)	26.1	26.0	18.2	19.2	17.3
Current ratio (x)	1.2	0.5	0.8	0.5	0.4
CF interest cover (x)	2.5	1.8	(2.9)	2.6	3.0

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>19.2</b>	<b>12.2</b>	<b>13.1</b>	<b>13.6</b>	<b>12.2</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>23.0</b>	<b>14.7</b>	<b>15.7</b>	<b>16.3</b>	<b>14.6</b>
Reported P/E (x)	12.7	8.3	13.1	13.6	12.2
Dividend yield (%)	10.9	10.8	10.1	11.0	10.7
Price/book (x)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.9
Price/tangible book (x)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.9
EV/EBITDA (x) **	12.7	10.5	10.3	11.3	10.4
EV/EBITDA @ target price (x) **	14.1	11.7	11.7	12.9	12.0
EV/invested capital (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: CPN Retail Growth 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.																			
<b>CG Score</b> 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 (50-59), 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%).																			
<b>AGM level</b> 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.																			
<b>Thai CAC</b> 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.																			
<b>Morningstar Sustainalytics</b>	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. <i>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 &amp; peer reviews.</i>	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+																	
<b>ESG Book</b>	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.																			
<b>MSCI</b>	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="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3"><b>Leader:</b></td> <td rowspan="3">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> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3"><b>Average:</b></td> <td rowspan="3">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> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</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> </tbody> </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																		
<b>Moody's ESG solutions</b>	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.																				
<b>Refinitiv ESG rating</b>	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>																				
<b>S&amp;P Global</b>	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.																				
<b>Bloomberg</b>	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
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 10.40	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) ไร้อะนาจ; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

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 (target price\* - current price) / 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.