

LH HOTEL LEASEHOLD REIT  
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

## LHHOTEL TB

BUY

## REIT โรงแรมที่ใหญ่ที่สุด ปีผลสูง ยังต่ำกว่า NAV

- เป็น REIT โรงแรมที่มีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ที่สุด โรงแรมมีความโดดเด่นด้านทำเลที่อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว อัตราการเข้าพักสูงในทุกโครงการ
- จำนวนนักท่องเที่ยวปัจจุบันฟื้นกลับมา 80-85% ของช่วงก่อนโควิด คาดนักท่องเที่ยวฟื้นกลับมาเท่ากับโควิดในปี 2025 ผลประกอบการโตล้าไปกับภาคท่องเที่ยว
- คาด Dividend yield ราว 10% ราคาต่ำกว่า NAV 5% แนะนำซื้อ

|                 |          |
|-----------------|----------|
| TARGET PRICE    | THB14.50 |
| CLOSE           | THB11.10 |
| UP/DOWNSIDE     | +30.6%   |
| TP vs CONSENSUS | -1.4%    |

## KEY STOCK DATA

| YE Dec (THB m)       | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue              | 1,321 | 1,986 | 2,104 | 2,202 |
| Net profit           | 1,577 | 1,375 | 1,485 | 1,590 |
| EPS (THB)            | 1.50  | 1.31  | 1.42  | 1.52  |
| vs Consensus (%)     | -     | (3.0) | 1.4   | 6.3   |
| EBITDA               | 1,228 | 1,777 | 1,872 | 1,959 |
| Recurring net profit | 949   | 1,375 | 1,485 | 1,590 |
| Core EPS (THB)       | 0.90  | 1.31  | 1.42  | 1.52  |
| Chg. In EPS est. (%) | nm    | nm    | nm    | nm    |
| EPS growth (%)       | 16.8  | 44.8  | 8.0   | 7.1   |
| Core P/E (x)         | 12.3  | 8.5   | 7.8   | 7.3   |
| Dividend yield (%)   | 10.4  | 10.6  | 10.8  | 11.6  |
| EV/EBITDA (x)        | 17.8  | 12.1  | 11.5  | 10.8  |
| Price/book (x)       | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| Net debt/Equity (%)  | 83.0  | 80.3  | 78.0  | 74.2  |
| ROE (%)              | 10.2  | 11.2  | 11.9  | 12.5  |

## เป็น REIT โรงแรมที่มีขนาดทรัพย์สินใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์

LHHOTEL เป็นกอง REIT leasehold 100% เน้นลงทุนในสินทรัพย์ประเภทโรงแรม ณ สิ้นปี 2023 มีขนาดสินทรัพย์ 22,567 ล้านบาท ใหญ่ที่สุดในกองทรัสต์โรงแรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปัจจุบันลงทุน 5 โครงการ (3 แห่งในกรุงเทพฯ และ 2 แห่งในพัทยา) ได้แก่ Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55, Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya มีจำนวนห้องพักรวมทั้งสิ้น 2,287 ห้อง อายุสัญญาเช่าเฉลี่ยเฉลี่ย 22.2 ปี

## รุกตลาดพัทยา...เมืองท่องเที่ยวที่มีศักยภาพสูง

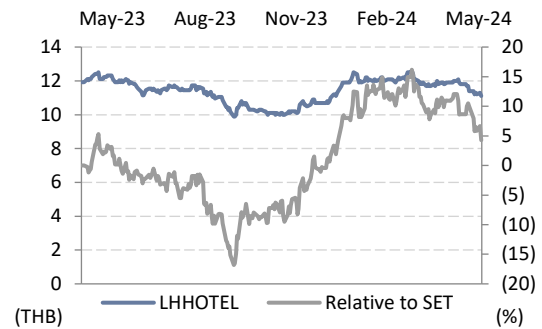
ผลประกอบการของ LHHOTEL ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังวิกฤตโควิด-19 เนื่องจากโรงแรมทั้ง 5 แห่ง อยู่ในทำเลดีเยี่ยม อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว การเดินทางสะดวกสบาย ใจกลางเมือง ใกล้ศูนย์การค้า โรงแรม และแหล่งชุมชน ทำให้ Occupancy rate ฟื้นขึ้นมาอยู่ในระดับ 85-88% ในปี 2023 อัตราค่าห้องพักฟื้นตัวโดดเด่นเช่นกัน รายได้และ EBITDA ในปี 2023 ปรับตัวสูงกว่าช่วงก่อนโควิด-19 แล้วแม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด-19 ก็ตาม สำหรับโรงแรม 2 แห่งในพัทยา กองทรัสต์เพิ่งเข้าลงทุนในช่วงปลายปี 2023 จะสร้างการเติบโตในปีที่เพิ่มขึ้นซึ่งเชื่อว่า DPU จะไม่มี dilution

## อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่กำลังเติบโต

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวมีบทบาทสำคัญของเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 รายได้จากการท่องเที่ยวคิดเป็น 11% ของ GDP ปัจจุบันการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเป็นไปด้วยดีและเกือบสมบูรณ์ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ สัปดาห์ที่ 13 ของปี 2024 (25-31 มี.ค. 2024) อยู่ที่ 9.2 หมื่นคนต่อวัน การฟื้นตัว 80-85% ของช่วงก่อนโควิด ในช่วง 1Q24 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาเที่ยวไทย 9.4 ล้านคน คิดเป็น 26.5% ของเป้าหมายที่ 35.5 ล้านคน (เรคาด 35 ล้านคน) และ คาดเพิ่มเป็น 39.5 ล้านคนในปี 2025 สู้ระดับก่อนโควิดปี 2019

## คาด Dividend yield สูงราว 10% ราคาใกล้เคียง NAV แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 14.50 บาทต่อหน่วย (DDM, WACC 8.0% LTG 0%) แนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เพราะเป็น REIT โรงแรมที่โดดเด่นด้านทำเล อัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เปิดโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก เติบโตควบคู่ไปกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และคาด Dividend yield สูงราว 10%



| Share price performance        | 1 Month                      | 3 Month | 12 Month |
|--------------------------------|------------------------------|---------|----------|
| Absolute (%)                   | (6.7)                        | (9.0)   | (7.7)    |
| Relative to country (%)        | (6.0)                        | (9.2)   | 3.2      |
| Mkt cap (USD m)                |                              |         | 314      |
| 3m avg. daily turnover (USD m) |                              |         | 0.2      |
| Free float (%)                 |                              |         | 84       |
| Major shareholder              | LH Mall & Hotel (LHMH) (26%) |         |          |
| 12m high/low (THB)             | 12.70/9.80                   |         |          |
| Issued shares (m)              | 1,048.92                     |         |          |

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 LHHOTEL ที่ 14.50 บาทต่อหน่วยอิง DDM ใช้ WACC 8.0% Long-term growth rate 0% แนะนำซื้อเราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีสินทรัพย์ที่มีศักยภาพ ทำเลอยู่ในแหล่งท่องเที่ยว เติบโตไปกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยว 2) การขยายการลงทุนในปี 2023 ทำให้ลดการพึ่งพาแหล่งรายได้เฉพาะในกรุงเทพ และทำให้ฐานลูกค้ากระจายตัวมากขึ้น 3) อัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เปิดโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 4) Dividend yield สูง และราคาหน่วยยังต่ำกว่า NAV 5%

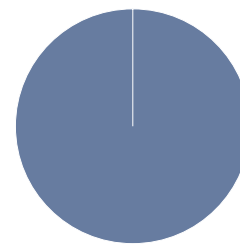
## Company profile

LHHOTEL ก่อตั้งในปี 2015 เป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีขนาดสินทรัพย์สุทธิสิ้นปี 2023 ที่ 22,567 ล้านบาท มีการลงทุนในสิทธิการเช่าในโครงการ 5 แห่ง (3 แห่งในกรุงเทพและ 2 แห่งในพัทยา) ได้แก่ Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55, Grande Centre Point Pattaya, Grande Centre Point Space Pattaya มีจำนวนห้องพักรวม 2,287 ห้อง และนำทรัพย์สินดังกล่าวให้เช่าและให้เช่าช่วงแก่บริษัท แอล แอนด์ เอช โฮเทล แมเนจเม้นท์ จำกัด เป็นเวลา 3 ปี ต่ออายุอีก 2 คราวๆ ละไม่เกิน 3 ปี เป็น Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าคงเหลือเฉลี่ย 22.2 ปี

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

## Principal activities (revenue, 2023)

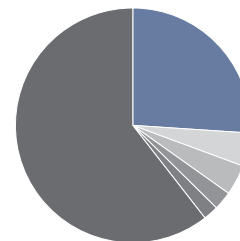
- Rental and service income - 100.0 %



Source: LH Hotel Leasehold REIT

## Major shareholders

- LH Mall & Hotel (LHMH) - 26.0 %
- LHFG - 4.6 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 4.2 %
- LH Bank - 2.6 %
- Principle Property Income Fund - 2.1 %



Source: LH Hotel Leasehold REIT

## Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาลง

## Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของโรงแรมในกรุงเทพและพัทยาเพิ่มสูงขึ้น; 4) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

## Event calendar

| Date          | Event                                       |
|---------------|---|
| 29 April 2024 | Annual general meeting of trust unitholders |
| May 2024      | 1Q24 earnings and DPU announcement          |

## Key assumptions

|                  | (unit)           | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|------------------|------------------|-------|--------|--------|
| GCPT21: Occ rate | (%)              | 89    | 3,273  | 3,469  |
| GCPT21: ADR      | (THB/room/night) | 5,489 | 2,287  | 2,287  |
| GCPRD: Occ rate  | (%)              | 85    | 85     | 85     |
| GCPRD: ADR       | (THB/room/night) | 485   | 3,632  | 3,741  |
| GCPS55: Occ rate | (%)              | 89    | 23     | 23     |
| GCPS55: ADR      | (THB/room/night) | 3,793 | 86,026 | 89,862 |
| GCPPTY: Occ rate | (%)              | 90    | 90     | 90     |
| GCPPTY: ADR      | (THB/room/night) | 3,759 | 3,947  | 4,145  |
| GCPSP: Occ rate  | (%)              | 87    | 89     | 89     |
| GCPSP: ADR       | (THB/room/night) | 4,982 | 5,131  | 5,388  |

Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity


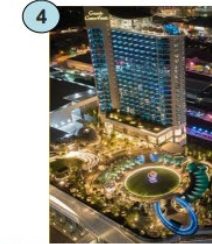


- For every 1% change in the average occupancy rate, we project LHHOTEL's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in the ADR, we project LHHOTEL's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

## เป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่ใหญ่ที่สุด ทำเลทองเที่ยว

LHHOTEL เป็นกอง REIT ที่เน้นลงทุนในสินทรัพย์ประเภทโรงแรม ณ สิ้นปี 2023 มีขนาดสินทรัพย์ 22,567 ล้านบาท ใหญ่ที่สุดในกองทรัสต์โรงแรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการลงทุนในสิทธิการเช่าในโครงการ 5 แห่ง (3 แห่งในกรุงเทพฯ และ 2 แห่งในพัทยา) ได้แก่ Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55, Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya มีจำนวนห้องพักรวมทั้งสิ้น 2,287 ห้อง ทั้งนี้ LHHOTEL หาประโยชน์โดยการให้เช่าช่วงแก่ L&H Hotel Management (LHH) และ LH Mall & Hotel (LHMH) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้บริหารโรงแรมภายใต้แบรนด์ Grande Centre Point และจ่ายชำระค่าเช่าให้แก่กองทรัสต์ทั้ง 2 ส่วนคือค่าเช่าคงที่ (ตามที่ตกลงในสัญญา) และค่าเช่าแปรผัน (85-90% ของกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยค่าเช่าคงที่) โดยมีระยะเวลาการเช่าช่วงคราวละ 3 ปี ต่ออายุได้อีก 2 คราวๆ ละไม่เกิน 3 ปี

### Exhibit 1: Asset portfolio

|   |   |   |   |   |
|---|---|---|---|---|
|    |    |    |   |    |
| <b>Grande Centre Point Terminal 21</b>  | <b>Grande Centre Point Ratchadamri</b>  | <b>Grande Centre Point Sukhumvit 55</b>   | <b>Grande Centre Point Pattaya</b>  | <b>Grande Centre Point Space Pattaya</b>  |
|  462 Keys  |  497 Keys  |  442 Keys  |  396 Keys  |  490 Keys  |
|  Dec 2015  |  Jun 2017  |  Nov 2019  |  Nov 2023  |  Nov 2023  |
|  Leasehold Interest Remaining ≈ 16 yrs (Expire 31/08/2040) |  Leasehold Interest Remaining ≈ 14 yrs (Expire 31/05/2038) |  Leasehold Interest Remaining ≈ 23 yrs (Expire 31/03/2047) |  Leasehold Interest Remaining ≈ 25 yrs (Expire 13/01/2049) |  Leasehold Interest Remaining ≈ 28 yrs (Expire 31/08/2052) |

Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

### สินทรัพย์ของกองทรัสต์

**Grande Centre Point Terminal 21 (GCPT21)** เป็นโรงแรมในกรุงเทพฯ ตั้งอยู่ที่ซอยสุขุมวิท 19 (วัฒนา) โครงการประกอบด้วยอาคารพักอาศัยสูง 28 ชั้น และชั้นใต้ดิน 2 ชั้น รวมถึงพื้นที่จอดรถยนต์ภายในอาคาร โรงแรมตั้งอยู่บริเวณเดียวกับศูนย์การค้า Terminal 21 การเดินทางสะดวกเนื่องจากตั้งอยู่บนถนนสุขุมวิท มีจุดเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS และ MRT ถนนโดยรอบมีทั้งอาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า โรงแรมระดับ 4-5 ดาว และที่พักอาศัย

อาคารโรงแรมมี 462 ห้อง พื้นที่ใช้สอยประมาณ 21,090 ตร.ม. ตั้งอยู่บนที่ดินประมาณ 9 ไร่ มีพื้นที่รวมประมาณ 47,298 ตร.ม. สร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเมื่อเดือน ก.พ. 2012 สิทธิการเช่า 25 ปี (สิ้นสุด 31 ส.ค. 2040)

**Grande Centre Point Ratchadamri (GCPRD)** เป็นโรงแรมในกรุงเทพฯ ตั้งอยู่ในซอยมหาดเล็กหลวง ถนนราชดำริ โครงการประกอบด้วยอาคารพักอาศัยสูง 49 ชั้น และชั้นใต้ดิน 1 ชั้น รวมถึงพื้นที่จอดรถยนต์ภายในอาคาร การเดินทางสะดวก ใกล้กับรถไฟฟ้า BTS สถานีราชดำริ ถนนโดยรอบมีทั้งอาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า โรงแรมระดับ 4-5 ดาว คอนโดมิเนียม อาคารที่พักอาศัย และศูนย์ประชุมใจกลางเมือง

อาคารโรงแรมมี 497 ห้อง พื้นที่ห้องพักประมาณ 35,120 ตร.ม. โดยมีพื้นที่ทั้งหมดรวม 66,628 ตร.ม. ตั้งอยู่บนที่ดินประมาณ 2 ไร่ สร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเมื่อเดือน พ.ย. 2008 สิทธิการเช่า 25 ปี (สิ้นสุด 31 พ.ค. 2038)

**Grande Centre Point Sukhumvit 55 (GCPS55)** เป็นโรงแรมในกรุงเทพฯ ตั้งอยู่ในซอยสุขุมวิท 55 เขตวัฒนา โครงการประกอบด้วยอาคารที่พักอาศัยสูง 24 ชั้น พื้นที่จอดรถยนต์ภายในอาคาร โครงการตั้งอยู่ใกล้รถไฟฟ้า BTS สถานีทองหล่อ บริเวณโดยรอบมีทั้งอาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า โรงแรมระดับ 4-5 ดาว คอนโดมิเนียม ที่พักอาศัย และศูนย์ประชุมใจกลางเมือง

มีห้องพักจำนวน 442 ห้อง พื้นที่ทั้งหมดประมาณ 16,461 ตร.ม. และพื้นที่จอดรถยนต์ประมาณ 8,320 ตร.ม. รวมพื้นที่ทั้งหมดประมาณ 42,920 ตร.ม. ตั้งอยู่บนที่ดินประมาณ 3 ไร่ สร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเมื่อเดือน พ.ย. 2016 สิทธิการเช่า 25 ปี (สิ้นสุด 31 มี.ค. 2047)

**Grande Centre Point Pattaya (GCPPTY)** เป็นโรงแรมในพัทยา จังหวัดชลบุรี มีถนนเข้าออกโครงการผ่าน 2 เส้นหลักได้แก่ถนนพญาเหนือและถนนพญาสาย 2 ซึ่งเป็นถนนเส้นหลักของพญาเหนือ โครงการประกอบด้วยอาคารสูง 25 ชั้น ตั้งอยู่ในบริเวณเดียวกับโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา

โรงแรมมีห้องพักจำนวน 396 ห้อง พื้นที่ห้องพักประมาณ 12,906 ตร.ม. พื้นที่ส่วนกลาง 23,451 ตร.ม. พื้นที่จอดรถประมาณ 4,665 ตร.ม. รวมพื้นที่ทั้งหมดเฉพาะส่วนโรงแรมประมาณ 41,022 ตร.ม. อาคารโรงแรมตั้งอยู่บนที่ดินซึ่งมีพื้นที่ประมาณ 32 ไร่ สร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเมื่อเดือน ต.ค. 2018 สิทธิการเช่า 25 ปี (สิ้นสุด 31 ส.ค. 2052)

**Grande Centre Point Space Pattaya (GCPSPT)** เป็นโรงแรมในพัทยา จังหวัดชลบุรี มีถนนเข้าออกโครงการผ่านถนนพญาเหนือ-นาเกลือ โรงแรมตั้งอยู่ในย่านธุรกิจที่สำคัญของจังหวัดชลบุรี มีทั้งศูนย์การค้า ร้านอาหาร โรงแรมระดับ 4-5 ดาว ตั้งอยู่ห่างจากชายหาดเพียง 700 เมตร และห่างจาก Grande Centre Point Pattaya ไม่ถึง 500 เมตร

โรงแรมมีห้องพัก 490 ห้อง พื้นที่ห้องพักประมาณ 22,408 ตร.ม. อยู่บนอาคารสูง 27 ชั้น พื้นที่อาคารทั้งหมดประมาณ 73,057 ตร.ม. ตั้งอยู่บนที่ดินประมาณ 13 ไร่ สร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการเมื่อเดือน ส.ค. 2022 สิทธิการเช่า 25 ปี (สิ้นสุด 13 ม.ค. 2049)

## Exhibit 2: Grande Centre Point Pattaya



### Notable Amenities

- ❖ Guests will receive an all-in-one complete experience i.e. relaxing, shopping, dining, recreational activities, etc.
- ❖ Sky water park with facilities such as observation bridge, outdoor theatre, etc.
- ❖ Sea-view for all room types



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

## Exhibit 3: Grande Centre Point Space Pattaya



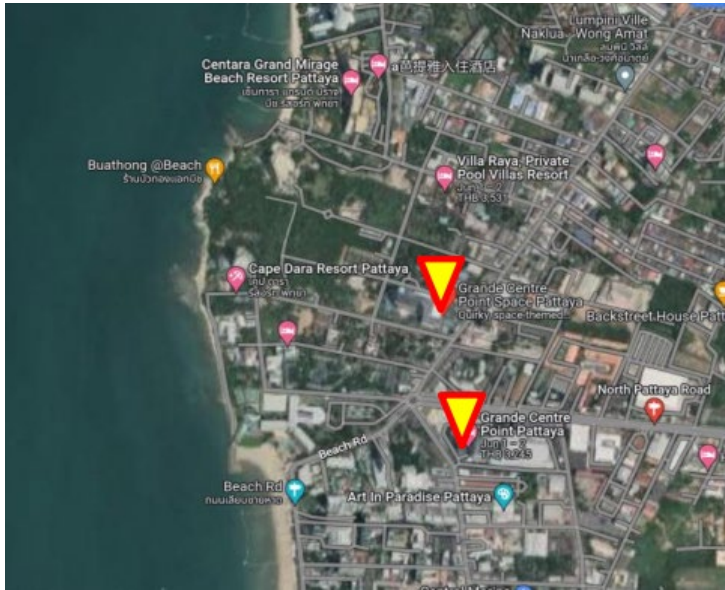
### Notable Amenities

- ❖ 12,000 sq.m. of space-themed water park
- ❖ First sea-view onsen
- ❖ Large scale Conventional Centre that can accommodate over 1,000 people
- ❖ Sea-view for all room types



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

#### Exhibit 4: Prime locations in Pattaya



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

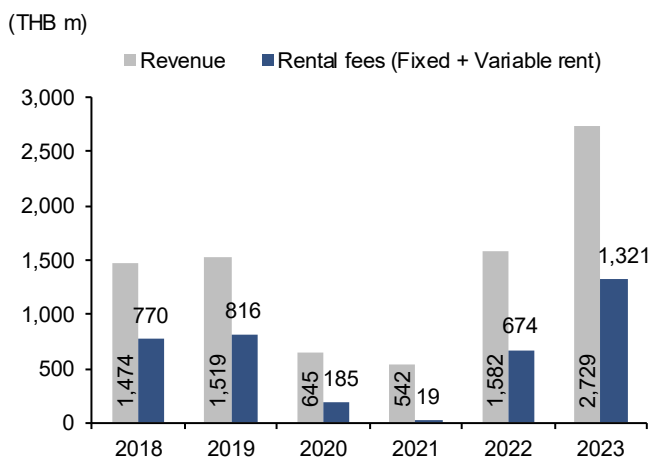
โครงสร้างค่าเช่า แบ่งเป็น 2 ส่วน คือค่าเช่าคงที่และค่าเช่าแปรผัน

โครงการ GCPT21, GCPRD, GCPS55 มีค่าเช่าคงที่ตั้งแต่ 215-275 ล้านบาทต่อปีในปี 2024 และค่าเช่าแปรผันเท่ากับ 85% ของกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยค่าเช่าคงที่

โครงการ GCPPTY มีค่าเช่าคงที่ 136-142 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2024-32 และค่าเช่าแปรผันเท่ากับ 90% ของกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยค่าเช่าคงที่

โครงการ GCPSPT ค่าเช่าคงที่ 270-281 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2024-32 และค่าเช่าแปรผันเท่ากับ 90% ของกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยค่าเช่าคงที่

#### Exhibit 5: Details of the contracts



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

#### Exhibit 6: Summary of rental revenue in 2023

|                                   | Fixed rental<br>(THB m) | Variable rental<br>(THB m) | Total rent<br>(THB m) |
|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------|-----------------------|
| Grand Centre Point Terminal 21    | 306.7                   | 153.4                      | 460.1                 |
| Grand Centre Point Ratchadamri    | 283.7                   | 141.8                      | 425.5                 |
| Grand Centre Point Sukhumvit 55   | 224.0                   | 79.1                       | 303.1                 |
| Grande Centre Point Pattaya       | 17.4                    | 28.6                       | 46.0                  |
| Grande Centre Point Space Pattaya | 34.5                    | 51.8                       | 86.3                  |
| <b>Total revenue</b>              | <b>866.2</b>            | <b>454.6</b>               | <b>1,320.8</b>        |

Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

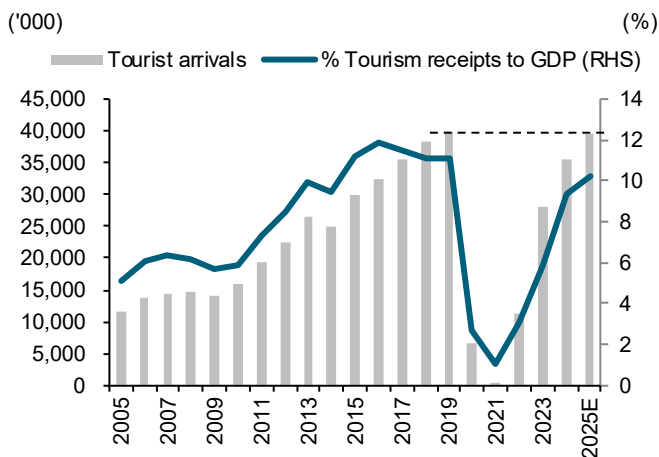
## อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นหัวใจขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวมีบทบาทสำคัญของเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจนมีจำนวน 39.8 ล้านคนในปี 2019 ก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 สร้างรายได้เข้าประเทศ 1.9 ล้านล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 11% ของ GDP ปัจจุบันการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเป็นไปด้วยดีและเกือบสมบูรณ์ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสัปดาห์ที่ 13 ของปี 2024 (25-31 มี.ค. 2024) อยู่ที่เฉลี่ย 9.2 หมื่นคนต่อวัน คิดเป็นการฟื้นตัว 80-85% ของช่วงก่อนโควิด นักท่องเที่ยวชาวจีนเข้ามาเป็นอันดับ 1 ที่ 1.8 หมื่นคนต่อวัน (+87% y-y) คิดเป็นการฟื้นตัวประมาณ 55-60% ของช่วงก่อนโควิด ขณะที่กลุ่ม Non-Chinese +34% y-y คิดเป็น 90-95% ของก่อนโควิด

ในช่วง 3M24 (ม.ค.-มี.ค. 2024) มีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาเที่ยวไทย 9.4 ล้านคน คิดเป็น 26.5% ของเป้าหมายที่ ธปท. คาดการณ์ที่ 35.5 ล้านคน (เรคาด 35 ล้านคน) และคาดเพิ่มเป็น 39.5 ล้านคนในปี 2025 สู่ระดับก่อนโควิดในปี 2019

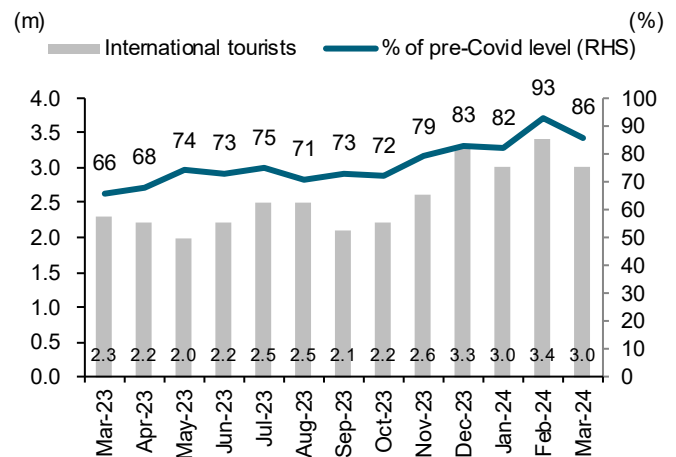
ขณะเดียวกันการท่องเที่ยวในประเทศของนักท่องเที่ยวชาวไทย (ไทยเที่ยวไทย) เติบโตสูงต่อเนื่อง จังหวัดที่มีผู้มาเยี่ยมเยียนมากที่สุด 3 อันดับแรกในช่วง 2M24 ได้แก่ กรุงเทพฯ กาญจนบุรี และชลบุรี

Exhibit 7: Tourist arrivals and % tourism revenue to GDP



Sources: NESDC, BoT, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Thailand's tourist arrivals, monthly

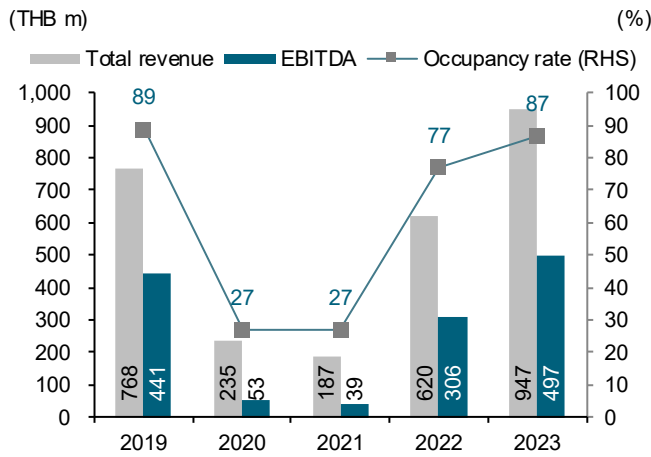


Sources: Economics Tourism and Sports Division, FSSIA's compilation

## ผลประกอบการฟื้นตัวเป็น V-shape หลังโควิด-19

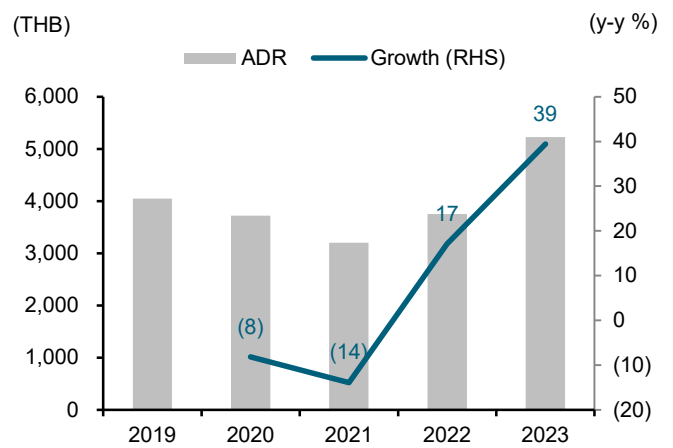
ผลประกอบการของ LHHOTEL ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วภายหลังวิกฤตโควิด-19 ตามภาวะอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เนื่องจากโรงแรมทั้ง 3 แห่งในกรุงเทพฯ (Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55) อยู่ในทำเลดีเยี่ยม อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว การเดินทางสะดวกสบาย ใจกลางเมือง ใกล้ศูนย์การค้า โรงแรม และแหล่งชุมชน ทำให้อัตราการเข้าพัก (Occupancy rate) ฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ในระดับ 85-88% ในปี 2023 จากระดับต่ำเพียง 20% ในช่วงปี 2020-21 อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ADR) ฟื้นตัวโดดเด่นเช่นกันจากอุปสงค์ที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้รายได้และ EBITDA ของโรงแรมทั้ง 3 โครงการในกรุงเทพฯ ในปี 2023 ที่ผ่านมารีบตัวสูงกว่าช่วงก่อนโควิด-19 ไปแล้ว แม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะยังต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด-19 ก็ตาม

**Exhibit 9: Grande Centre Point Terminal 21**



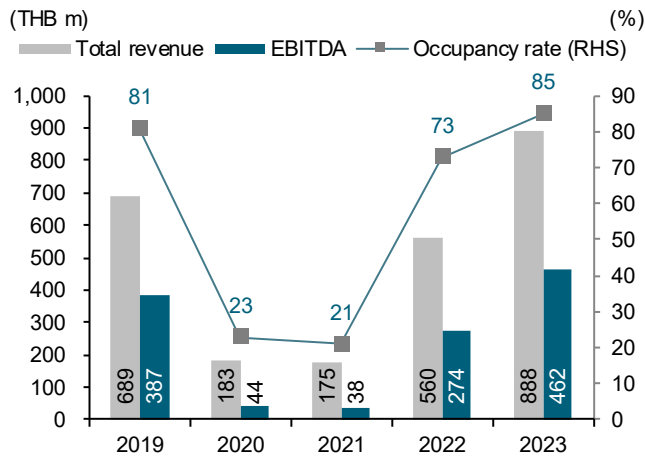
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 10: Grande Centre Point Terminal 21: ADR**



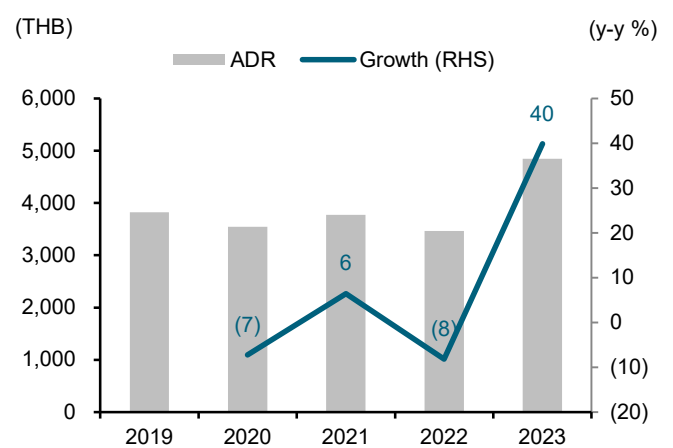
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 11: Grande Centre Point Ratchadamri**



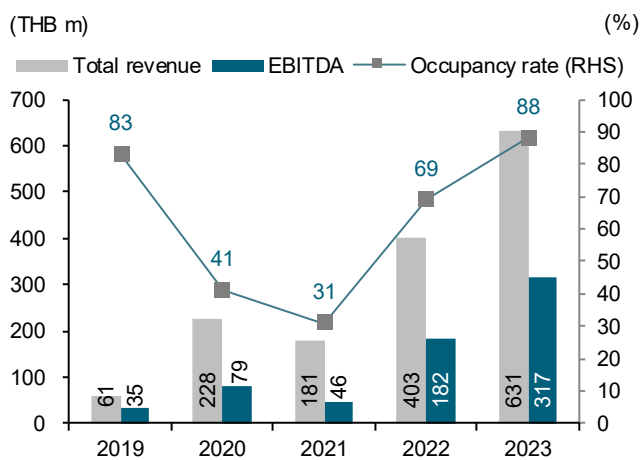
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 12: Grande Centre Point Ratchadamri: ADR**



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

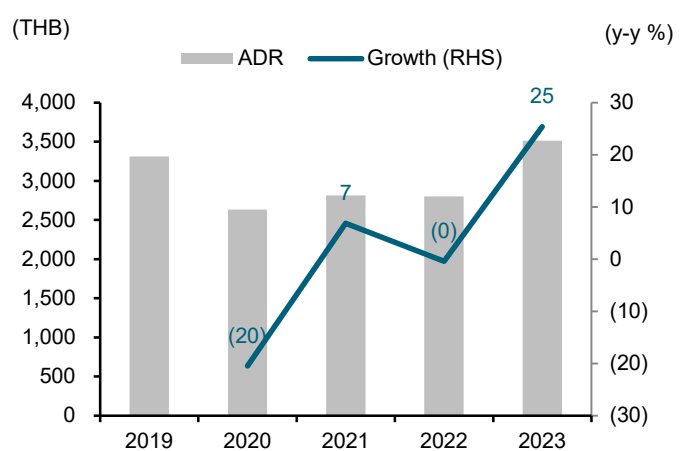
**Exhibit 13: Grande Centre Point Sukhumvit 55**



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Note: Grande Centre Point Sukhumvit 55 entered LHHOTEL on 22 November 2019

**Exhibit 14: Grande Centre Point Sukhumvit 55: ADR**



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

## ขยายการลงทุนสู่เมืองพัทยา...เมืองท่องเที่ยวศักยภาพสูง

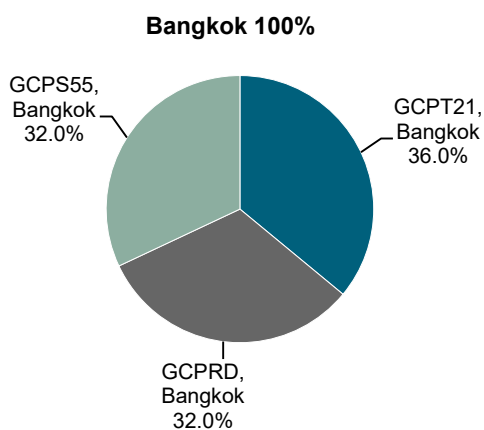
LHHOTEL ได้เข้าลงทุนเพิ่มเติมในสิทธิการเช่าในโครงการ Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya เมื่อวันที่ 15 พ.ย. 2023 ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 9.4 พันล้านบาท โดยกองทรัสต์ได้มีการเพิ่มทุน 511.0 ล้านบาทให้ผู้ถือหน่วยเดิมในอัตรา 1 : 0.8549 ราคาหน่วยละ 10.00 บาท และส่งผลให้จำนวนหน่วยของกองทรัสต์เพิ่มขึ้นจากเดิม 537.9 ล้านหน่วยเป็น 1,048.9 ล้านหน่วย (หน่วยทรัสต์เพิ่มทุนเข้าเทรดแล้วตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. 2023)

การขยายพอร์ตสินทรัพย์ใหม่ทำให้

- 1) จำนวนห้องพักเพิ่มขึ้น 63% จากเดิม 1,401 ห้องเป็น 2,287 ห้อง
- 2) การขยายโรงแรมสู่เมืองพัทยาช่วยกระจายแหล่งรายได้จากเดิมที่มีแต่ในกรุงเทพฯ สู่เมืองท่องเที่ยวระดับโลกของนักท่องเที่ยวและนักเดินทาง ในปี 2023 ชลบุรีเป็นจังหวัดที่มีผู้มาเยี่ยมเยือนสูงเป็นอันดับ 2 รองจากกรุงเทพฯ และจำนวนผู้เยี่ยมเยือน +58% y-y ปัจจุบันสัดส่วนสินทรัพย์แบ่งเป็นกรุงเทพฯ 56% พัทยา 44%
- 3) ขยายฐานลูกค้า
- 4) อายุของสิทธิการเช่าขยายเพิ่มขึ้นจากเดิม 18.1 ปีเป็น 22.2 ปี

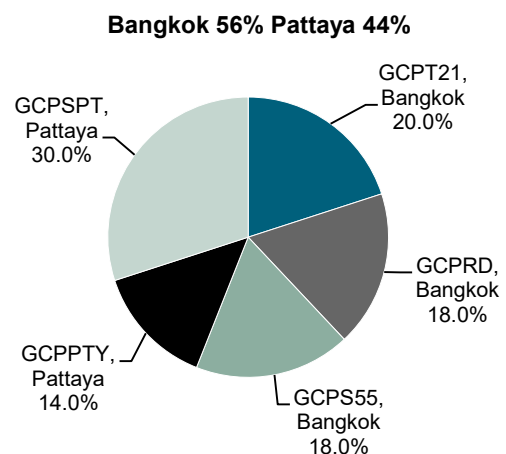
โรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya มีจุดขายที่โดดเด่นคือสิ่งอำนวยความสะดวกสบาย โรงแรม Grande Centre Point Space Pattaya เริ่มเปิดให้บริการในเดือน ส.ค. 2022 ก็สามารสร้าง Occupancy rate ได้สูงถึง 89% อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ADR) 5,316 บาทต่อห้องต่อคืน และในช่วง 15 พ.ย. – 31 ธ.ค. 2023 ที่อยู่ภายใต้กองทรัสต์ มี Occupancy rate 88% ADR ปรับขึ้นเป็น 5,861 บาทต่อห้องต่อคืน ส่วนโรงแรม Grande Centre Point Pattaya เริ่มเปิดให้บริการปลายปี 2018 พื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังโควิด19 โดยในช่วง 15 พ.ย. – 31 ธ.ค. 2023 มี Occupancy rate 92% ADR 4,177 บาทต่อห้องต่อคืน สูงกว่า 1H23 ที่ 3,679 บาทต่อห้องต่อคืน

Exhibit 15: All previous locations in Bangkok



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

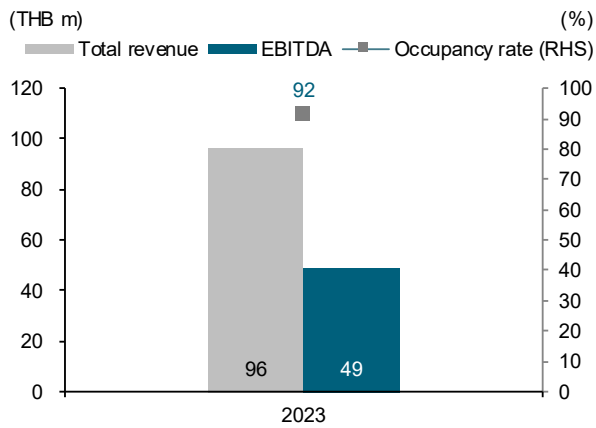
Exhibit 16: Location diversification



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

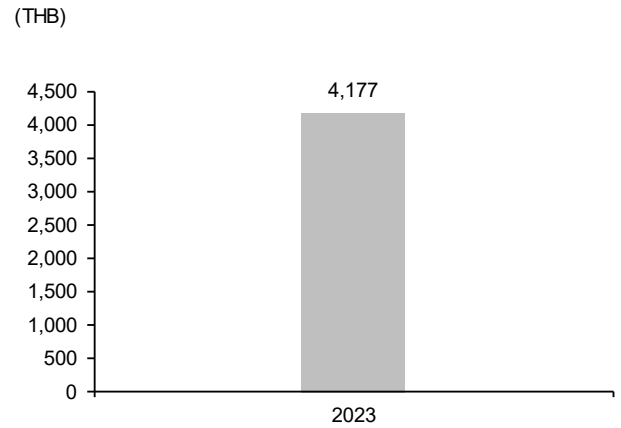


**Exhibit 17: Grande Centre Point Pattaya**



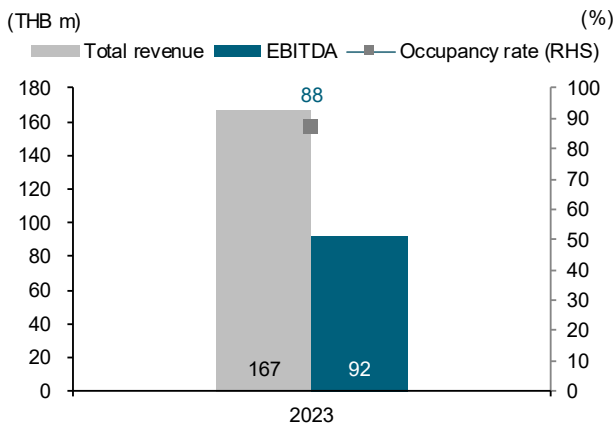
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 18: Grande Centre Point Pattaya: ADR**



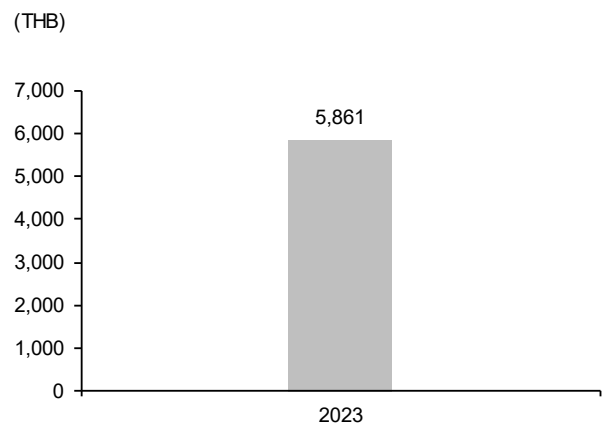
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 19: Grande Centre Point Space Pattaya**



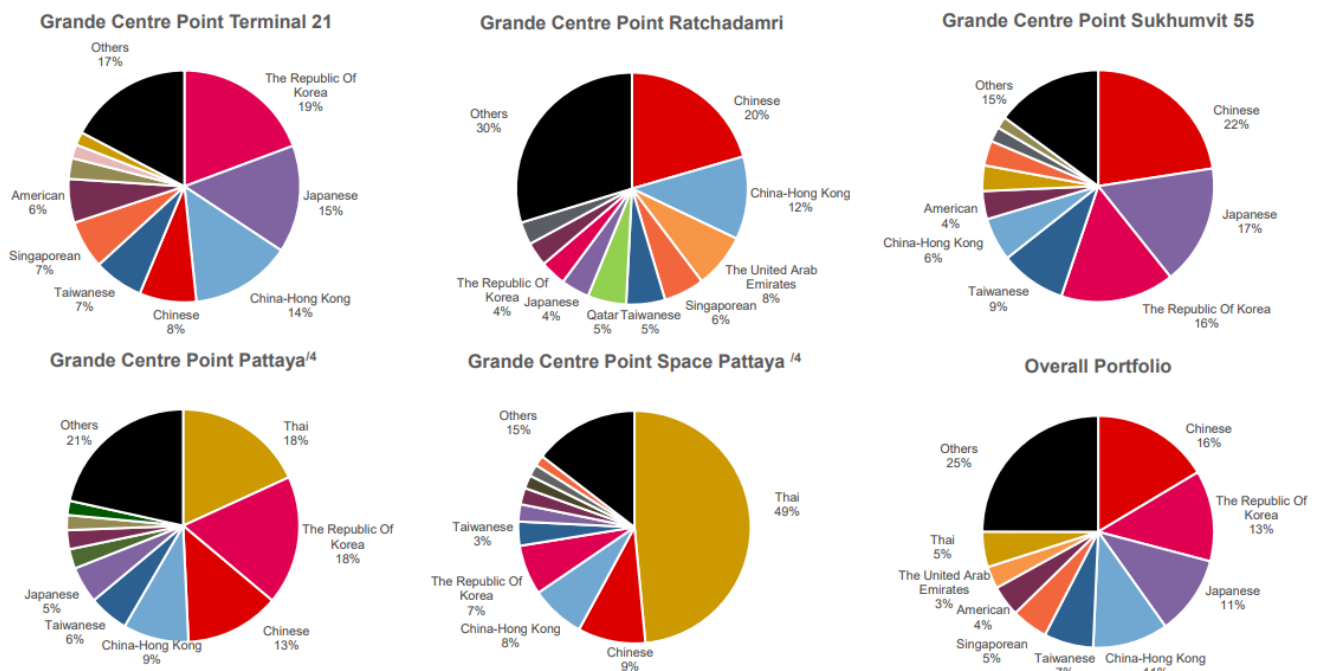
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 20: Grande Centre Point Space Pattaya: ADR**



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 21: Customer by nationalities (2023)**



Sources: LHHOTEL presentation as of yearend 2023

## คาดการณ์การดำเนินงานและ DPU เดิมต่อเนื่อง

เราคาดการณ์รายได้และกำไรจากการดำเนินงานของ LHHOTEL ในปี 2024 จะเติบโตโดดเด่น +50.3% y-y และ +44.8% y-y ตามลำดับ เนื่องจากเป็นปีแรกที่รวมผลการดำเนินงานของโครงการแห่งใหม่คือ Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya เต็มปี (เทียบกับปี 2023 ที่รวมผลการดำเนินงาน 15 วัน) ก่อนจะกลับมาเติบโตเป็นปกติโดยคาดการณ์รายได้และกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (2024-26) +5.3% CAGR และ +7.6% CAGR ตามลำดับ บนสมมติฐานการปรับขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยราว 4-5% ต่อปี และอัตราการเข้าพักเฉลี่ยทุกโครงการ 88-92%

อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ผ่านวงจรขาขึ้นแล้วและมีแนวโน้มปรับลงในระยะถัดไปเป็นบวกต่อกองทรัสต์ เนื่องจากเงินกู้ระยะยาวของกองทรัสต์เพิ่มขึ้น 4.4 พันล้านบาทในปี 2023 จากการลงทุนในสินทรัพย์ใหม่ในช่วงปลายปี 2023 โดยสัดส่วนหนี้ที่มีดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวม (IBD/TA ratio) อยู่ที่ 45.1% ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยประมาณ 4.4% กองทรัสต์มีกำหนดการคืนหนี้เงินกู้ตามสัญญา เราคาดว่า IBD/TA จะทยอยลดลงเป็น 41.5% ในปี 2026 ภาระดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะทยอยลดลงตามการคืนเงินกู้ และอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดที่มีแนวโน้มลดลง เนื่องจากประมาณ 70% ของเงินกู้ในปัจจุบันอิงอัตราดอกเบี้ย MLR เฉลี่ยของธนาคารขนาดใหญ่ และ 30% จ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่

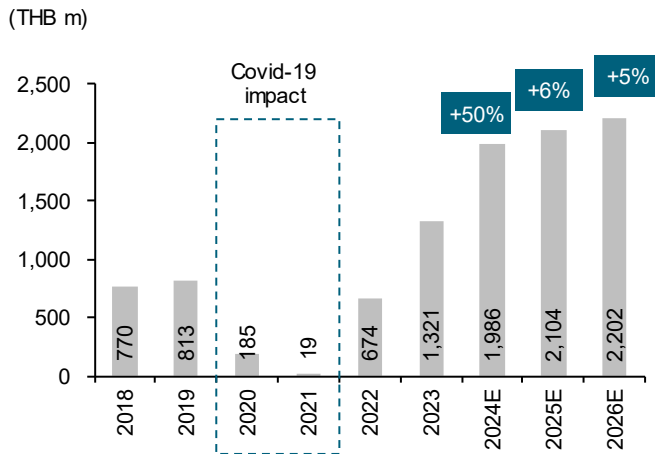
เราคาดว่า LHHOTEL จะสามารถจ่ายเงินปันผล (DPU) เพิ่มขึ้นเป็น 1.18 บาทต่อหน่วยในปี 2024 คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 10.5% สูงที่สุดในกลุ่ม REIT โรงแรม

### Exhibit 22: Key assumptions

|  | (unit)           | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029         | 2030E        |
|--|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Grand Centre Point Terminal 21</b>    |                  |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Keys                                     | (key)            | 462          | 462          | 462          | 462          | 462          | 462          | 462          | 462          |
| Occupancy rate                           | (%)              | 87           | 89           | 90           | 90           | 88           | 88           | 88           | 88           |
| ADR                                      | (THB/room/night) | 5,228        | 5,489        | 5,736        | 5,995        | 6,234        | 6,484        | 6,743        | 7,013        |
| <b>Grand Centre Point Ratchadamri</b>    |                  |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Keys                                     | (key)            | 497          | 497          | 497          | 497          | 497          | 497          | 497          | 497          |
| Occupancy rate                           | (%)              | 85           | 85           | 86           | 86           | 86           | 86           | 86           | 86           |
| ADR                                      | (THB/room/night) | 485          | 485          | 504          | 525          | 546          | 567          | 590          | 614          |
| <b>Grand Centre Point Sukhumvit 55</b>   |                  |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Keys                                     | (key)            | 442          | 442          | 442          | 442          | 442          | 442          | 442          | 442          |
| Occupancy rate                           | (%)              | 88           | 89           | 91           | 92           | 92           | 92           | 92           | 92           |
| ADR                                      | (THB/room/night) | 3,512        | 3,793        | 3,945        | 4,102        | 4,267        | 4,437        | 4,615        | 4,799        |
| <b>Grande Centre Point Pattaya</b>       |                  |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Keys                                     | (key)            | 396          | 396          | 396          | 396          | 396          | 396          | 396          | 396          |
| Occupancy rate                           | (%)              | 92           | 90           | 90           | 90           | 90           | 90           | 90           | 90           |
| ADR                                      | (THB/room/night) | 4,177        | 3,759        | 3,947        | 4,145        | 4,352        | 4,569        | 4,798        | 5,038        |
| <b>Grande Centre Point Space Pattaya</b> |                  |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Keys                                     | (key)            | 490          | 490          | 490          | 490          | 490          | 490          | 490          | 490          |
| Occupancy rate                           | (%)              | 88           | 87           | 89           | 89           | 89           | 89           | 89           | 89           |
| ADR                                      | (THB/room/night) | 5,861        | 4,982        | 5,131        | 5,388        | 5,657        | 5,940        | 6,237        | 6,549        |
| <b>Total keys</b>                        | <b>(key)</b>     | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> | <b>2,287</b> |
| <b>Average occupancy rate</b>            | <b>(%)</b>       | <b>88</b>    | <b>88</b>    | <b>89</b>    | <b>89</b>    | <b>89</b>    | <b>89</b>    | <b>89</b>    | <b>89</b>    |

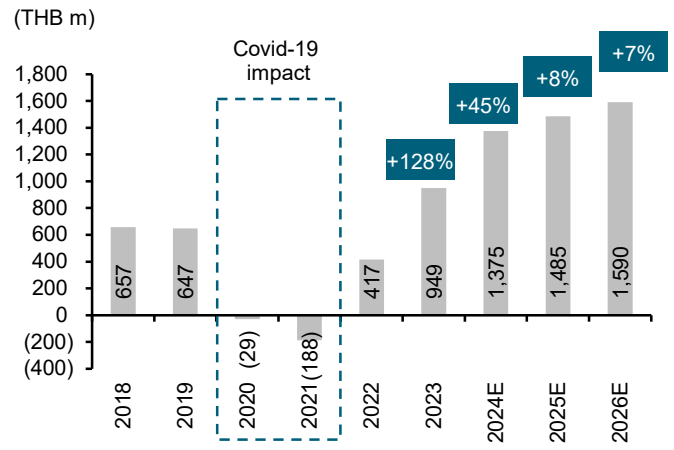
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

**Exhibit 23: Rental and service revenue**



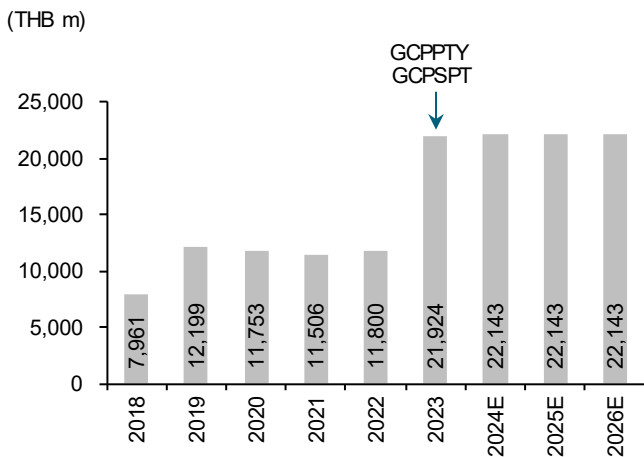
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

**Exhibit 24: Core profit**



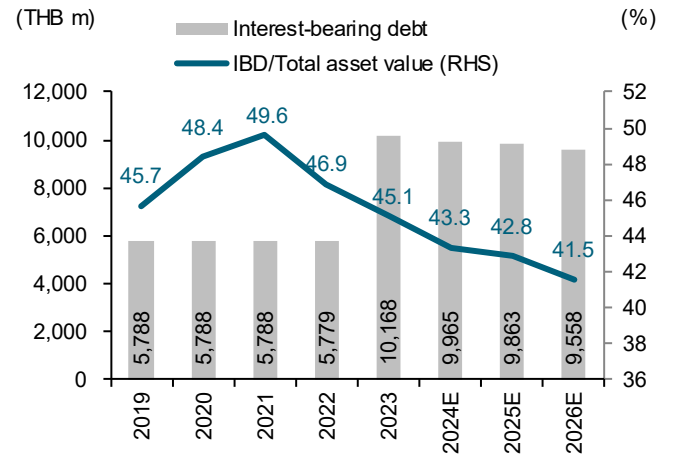
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

**Exhibit 25: Investment in properties**



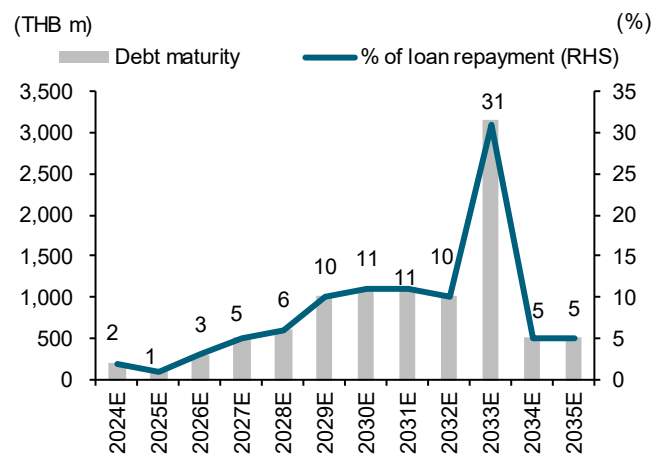
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

**Exhibit 26: IBD and IBD to total asset ratio**



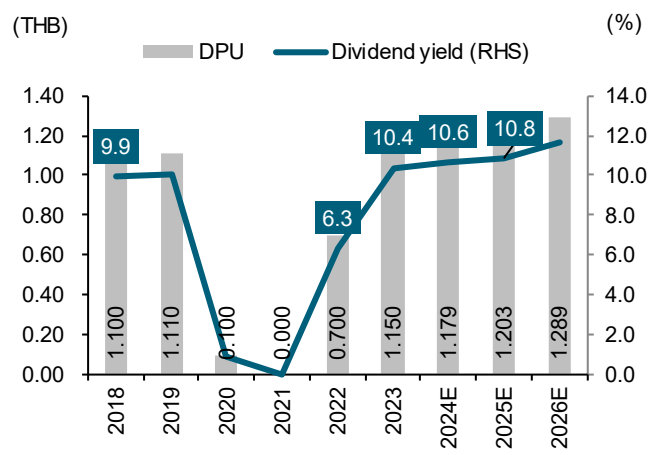
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

**Exhibit 27: Loan repayment schedule**



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

**Exhibit 28: DPU and dividend yield**

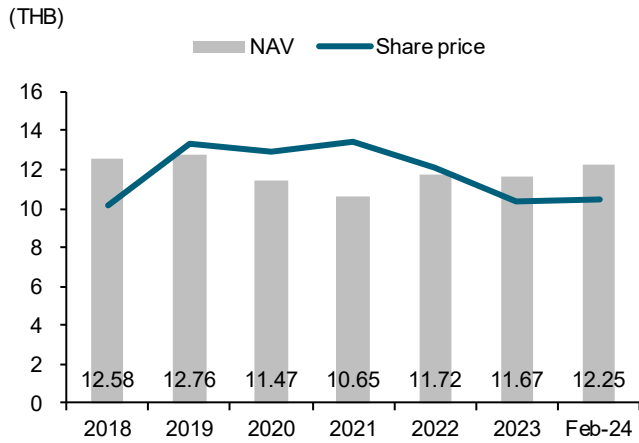


Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024  
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

### ประเมินราคาเหมาะสม 14.50 บาท แนะนำซื้อ

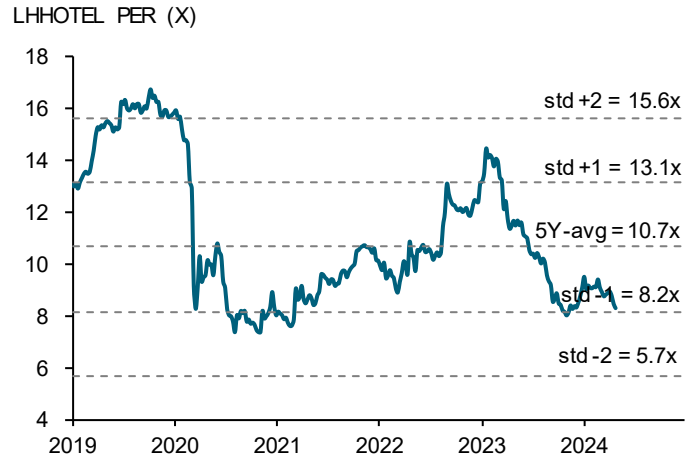
เราประเมินราคาเหมาะสมของ LHHOTEL ที่ 14.50 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 8.0% Long-term growth rate 0% แนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีสินทรัพย์ที่มีศักยภาพ โดดเด่นด้านทำเลซึ่งอยู่ในแหล่งท่องเที่ยว เดิมโตควบคู่ไปกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศ 2) การขยายการลงทุนในปี 2023 ทำให้ลดการพึ่งพาแหล่งรายได้เฉพาะในกรุงเทพ และยังทำให้ฐานลูกค้ามีการกระจายตัวมากขึ้น 3) อัตราการเข้าพักสูงในทุกโครงการ เปิดโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 4) Dividend yield สูงราว 10% และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 5%

Exhibit 29: LHHOTEL’s NAV vs share price



Sources: LHHOTEL, SET, FSSIA's compilation

Exhibit 30: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Financial Statements

### LH Hotel Leasehold REIT

| Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec           | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue   | 674          | 1,321        | 1,986        | 2,104        | 2,202        |
| Cost of goods sold                                | (39)         | (46)         | (129)        | (144)        | (151)        |
| <b>Gross profit</b>                               | <b>634</b>   | <b>1,274</b> | <b>1,856</b> | <b>1,960</b> | <b>2,052</b> |
| Other operating income                            | 3            | 5            | 5            | 6            | 6            |
| Operating costs                                   | (25)         | (51)         | (85)         | (94)         | (98)         |
| <b>Operating EBITDA</b>                           | <b>612</b>   | <b>1,228</b> | <b>1,777</b> | <b>1,872</b> | <b>1,959</b> |
| Depreciation                                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Goodwill amortisation                             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Operating EBIT</b>                             | <b>612</b>   | <b>1,228</b> | <b>1,777</b> | <b>1,872</b> | <b>1,959</b> |
| Net financing costs                               | (195)        | (279)        | (403)        | (387)        | (369)        |
| Associates  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Recurring non-operating income                    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Non-recurring items                               | 295          | 628          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Profit before tax</b>                          | <b>711</b>   | <b>1,577</b> | <b>1,375</b> | <b>1,485</b> | <b>1,590</b> |
| Tax   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Profit after tax</b>                           | <b>711</b>   | <b>1,577</b> | <b>1,375</b> | <b>1,485</b> | <b>1,590</b> |
| Minority interests                                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Preferred dividends                               | -            | -            | -            | -            | -            |
| Other items                                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Reported net profit</b>                        | <b>711</b>   | <b>1,577</b> | <b>1,375</b> | <b>1,485</b> | <b>1,590</b> |
| <b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>   | <b>(295)</b> | <b>(628)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>Recurring net profit</b>                       | <b>417</b>   | <b>949</b>   | <b>1,375</b> | <b>1,485</b> | <b>1,590</b> |
| <b>Per share (THB)</b>                            |              |              |              |              |              |
| Recurring EPS *                                   | 0.77         | 0.90         | 1.31         | 1.42         | 1.52         |
| Reported EPS                                      | 1.32         | 1.50         | 1.31         | 1.42         | 1.52         |
| DPS   | 0.70         | 1.15         | 1.18         | 1.20         | 1.29         |
| Diluted shares (used to calculate per share data) | 538          | 1,049        | 1,049        | 1,049        | 1,049        |
| <b>Growth</b>                                     |              |              |              |              |              |
| Revenue (%)                                       | 3,508.1      | 96.1         | 50.3         | 6.0          | 4.7          |
| Operating EBITDA (%)                              | nm           | 100.8        | 44.7         | 5.3          | 4.7          |
| Operating EBIT (%)                                | nm           | 100.8        | 44.7         | 5.3          | 4.7          |
| Recurring EPS (%)                                 | nm           | 16.8         | 44.8         | 8.0          | 7.1          |
| Reported EPS (%)                                  | nm           | 13.7         | (12.8)       | 8.0          | 7.1          |
| <b>Operating performance</b>                      |              |              |              |              |              |
| Gross margin inc. depreciation (%)                | 94.2         | 96.5         | 93.5         | 93.2         | 93.2         |
| Gross margin exc. depreciation (%)                | 94.2         | 96.5         | 93.5         | 93.2         | 93.2         |
| Operating EBITDA margin (%)                       | 90.8         | 93.0         | 89.5         | 89.0         | 89.0         |
| Operating EBIT margin (%)                         | 90.8         | 93.0         | 89.5         | 89.0         | 89.0         |
| Net margin (%)                                    | 61.9         | 71.9         | 69.2         | 70.6         | 72.2         |
| Effective tax rate (%)                            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Dividend payout on recurring profit (%)           | 90.4         | 127.1        | 90.0         | 85.0         | 85.0         |
| Interest cover (X)                                | 3.1          | 4.4          | 4.4          | 4.8          | 5.3          |
| Inventory days                                    | -            | -            | -            | -            | -            |
| Debtor days                                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Creditor days                                     | -            | -            | -            | -            | -            |
| Operating ROIC (%)                                | 5.2          | 7.1          | 7.9          | 8.2          | 8.6          |
| ROIC (%)  | 5.2          | 7.1          | 7.9          | 8.2          | 8.6          |
| ROE (%)   | 6.9          | 10.2         | 11.2         | 11.9         | 12.5         |
| ROA (%)   | 5.1          | 7.0          | 7.8          | 8.1          | 8.5          |

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

| Revenue by Division (THB m) | 2022 | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Rental and service income   | 674  | 1,321 | 1,986 | 2,104 | 2,202 |

Sources: LH Hotel Leasehold REIT; FSSIA estimates

## Financial Statements

### LH Hotel Leasehold REIT

| Cash Flow (THB m) Year Ending Dec | 2022         | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Recurring net profit              | 417          | 949            | 1,375          | 1,485          | 1,590          |
| Depreciation                      | 0            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Associates & minorities           | 0            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Other non-cash items              | (95)         | (9,461)        | (29)           | (33)           | 137            |
| Change in working capital         | (85)         | 115            | 227            | 376            | 373            |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>237</b>   | <b>(8,396)</b> | <b>1,572</b>   | <b>1,828</b>   | <b>2,100</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                    | (134)        | (715)          | (1,237)        | (1,262)        | (1,352)        |
| Equity finance                    | 0            | 5,110          | 0              | 0              | 0              |
| Debt finance                      | (32)         | 4,327          | (203)          | (102)          | (305)          |
| Other financing cash flows        | (100)        | (338)          | (403)          | (387)          | (369)          |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(266)</b> | <b>8,383</b>   | <b>(1,843)</b> | <b>(1,750)</b> | <b>(2,026)</b> |
| Non-recurring cash flows          | -            | -              | -              | -              | -              |
| Other adjustments                 | 0            | 0              | 292            | 0              | 0              |
| <b>Net other adjustments</b>      | <b>0</b>     | <b>0</b>       | <b>292</b>     | <b>(75)</b>    | <b>(72)</b>    |
| <b>Movement in cash</b>           | <b>(29)</b>  | <b>(13)</b>    | <b>20</b>      | <b>2</b>       | <b>2</b>       |
| Free cash flow to firm (FCFF)     | 432.10       | (8,117.19)     | 1,974.25       | 2,214.22       | 2,468.67       |
| Free cash flow to equity (FCFE)   | 105.28       | (4,407.56)     | 1,257.60       | 1,264.28       | 1,353.65       |

#### Per share (THB)

|                               |      |        |      |      |      |
|-------------------------------|------|--------|------|------|------|
| FCFF per share                | 0.41 | (7.74) | 1.88 | 2.11 | 2.35 |
| FCFE per share                | 0.10 | (4.20) | 1.20 | 1.21 | 1.29 |
| Recurring cash flow per share | 0.60 | (8.11) | 1.28 | 1.38 | 1.65 |

| Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec             | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tangible fixed assets (gross)                     | 12,011        | 22,099        | 22,318        | 22,318        | 22,318        |
| Less: Accumulated depreciation                    | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Tangible fixed assets (net)</b>                | <b>12,011</b> | <b>22,099</b> | <b>22,318</b> | <b>22,318</b> | <b>22,318</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                                | 16            | 3             | 23            | 25            | 27            |
| A/C receivable                                    | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Inventories                                       | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Other current assets                              | 294           | 466           | 665           | 676           | 671           |
| <b>Current assets</b>                             | <b>309</b>    | <b>468</b>    | <b>687</b>    | <b>700</b>    | <b>698</b>    |
| Other assets                                      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Total assets</b>                               | <b>12,320</b> | <b>22,567</b> | <b>23,006</b> | <b>23,019</b> | <b>23,016</b> |
| Common equity                                     | 6,307         | 12,245        | 12,383        | 12,606        | 12,844        |
| Minorities etc.                                   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Total shareholders' equity</b>                 | <b>6,307</b>  | <b>12,245</b> | <b>12,383</b> | <b>12,606</b> | <b>12,844</b> |
| Long term debt                                    | 5,779         | 10,168        | 9,965         | 9,863         | 9,558         |
| Other long-term liabilities                       | 12            | 3             | 456           | 316           | 341           |
| <b>Long-term liabilities</b>                      | <b>5,791</b>  | <b>10,171</b> | <b>10,421</b> | <b>10,178</b> | <b>9,899</b>  |
| A/C payable                                       | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Short term debt                                   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Other current liabilities                         | 221           | 151           | 202           | 235           | 273           |
| <b>Current liabilities</b>                        | <b>221</b>    | <b>151</b>    | <b>202</b>    | <b>235</b>    | <b>273</b>    |
| <b>Total liabilities and shareholders' equity</b> | <b>12,320</b> | <b>22,567</b> | <b>23,006</b> | <b>23,019</b> | <b>23,016</b> |
| Net working capital                               | 72            | 315           | 463           | 441           | 398           |
| Invested capital                                  | 12,083        | 22,414        | 22,781        | 22,759        | 22,717        |

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

#### Per share (THB)

|                               |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Book value per share          | 11.72 | 11.67 | 11.81 | 12.02 | 12.25 |
| Tangible book value per share | 11.72 | 11.67 | 11.81 | 12.02 | 12.25 |

#### Financial strength

|                           |      |        |      |      |      |
|---------------------------|------|--------|------|------|------|
| Net debt/equity (%)       | 91.4 | 83.0   | 80.3 | 78.0 | 74.2 |
| Net debt/total assets (%) | 46.8 | 45.0   | 43.2 | 42.7 | 41.4 |
| Current ratio (x)         | 1.4  | 3.1    | 3.4  | 3.0  | 2.6  |
| CF interest cover (x)     | 1.5  | (14.8) | 4.1  | 4.3  | 4.7  |

| Valuation                                 | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E      |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Recurring P/E (x) *</b>                | <b>14.3</b> | <b>12.3</b> | <b>8.5</b>  | <b>7.8</b>  | <b>7.3</b> |
| <b>Recurring P/E @ target price (x) *</b> | <b>18.7</b> | <b>16.0</b> | <b>11.1</b> | <b>10.2</b> | <b>9.6</b> |
| Reported P/E (x)                          | 8.4         | 7.4         | 8.5         | 7.8         | 7.3        |
| Dividend yield (%)                        | 6.3         | 10.4        | 10.6        | 10.8        | 11.6       |
| Price/book (x)                            | 0.9         | 1.0         | 0.9         | 0.9         | 0.9        |
| Price/tangible book (x)                   | 0.9         | 1.0         | 0.9         | 0.9         | 0.9        |
| EV/EBITDA (x) **                          | 19.2        | 17.8        | 12.1        | 11.5        | 10.8       |
| EV/EBITDA @ target price (x) **           | 22.2        | 20.7        | 14.2        | 13.4        | 12.6       |
| EV/invested capital (x)                   | 1.0         | 1.0         | 0.9         | 0.9         | 0.9        |

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

Sources: LH Hotel 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.<br><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. |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| CG Score 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%).  |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| AGM level 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.  |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| Thai CAC 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.<br><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.   |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| Morningstar Sustainalytics  | 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. 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 & peer reviews.   | A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored.<br><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+            |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| ESG Book  | 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.   |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| MSCI  | 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.<br><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                                   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| Moody's ESG solutions   | 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.   |   |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| Refinitiv ESG rating  | 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>   |   |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| S&P Global  | 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.  |   |   |                |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |           |             |          |             |            |             |                 |   |
| Bloomberg   | 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   |
|-------------------------|------------|-----------|--------|---|
| LH Hotel Leasehold REIT | LHHOTEL TB | THB 11.10 | BUY    | Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของโรงแรมในกรุงเทพและพัทยาเพิ่มสูงขึ้น; 4) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้; 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  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

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.