

LH SHOPPING CENTERS LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITSLHSC TB
BUY

ขยายการลงทุนเพิ่ม สร้างการเติบโตครั้งใหม่

- เป็น REIT ค่าปลีกที่กำลังลงทุนเพิ่มในศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา นอกเหนือจาก Terminal 21 อโศก ซึ่งอยู่ในทำเลยอดเยี่ยมทั้งสองศูนย์ มี Occupancy rate สูง
- ผลประกอบการดีลื้อไปกับภาคท่องเที่ยว การเพิ่มสินทรัพย์เข้าพอร์ตครั้งนี้ช่วยกระจายแหล่งที่มาของรายได้ ขยายอายุสัญญาเช่าและการเติบโตของ DPU
- ค่ารักษา Dividend yield ได้ในระดับ 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 20% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB12.00
CLOSE	THB9.80
UP/DOWNSIDE	+22.4%
TP vs CONSENSUS	+0.8%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,258	1,327	1,367	1,408
Net profit	554	549	562	565
EPS (THB)	1.14	1.13	1.15	1.16
vs Consensus (%)	-	0.9	(0.9)	(2.5)
EBITDA	555	581	592	594
Recurring net profit	522	549	562	565
Core EPS (THB)	1.07	1.13	1.15	1.16
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	108.2	5.3	2.4	0.4
Core P/E (x)	9.2	8.7	8.5	8.5
Dividend yield (%)	9.5	9.8	10.0	10.0
EV/EBITDA (x)	9.7	9.2	8.9	8.8
Price/book (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Net debt/Equity (%)	10.1	9.2	8.4	7.6
ROE (%)	8.8	9.1	9.2	9.1

เป็น REIT ค่าปลีกที่ปันผลสูงสุด จ่ายทุก 2 เดือน

LHSC เป็นกอง REIT ที่เน้นลงทุนในโครงการค้าปลีก ปัจจุบันลงทุนคือศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เป็นสิทธิการเช่า 100% ณ สิ้นปี 2023 มีอายุการเช่าเฉลี่ย 16.8 ปี มีพื้นที่เช่า 37,289 ตร.ม. (ประมาณ 8% เป็นพื้นที่ Food court ส่วนที่เหลือเป็นพื้นที่เช่าทั้งร้านค้า โรงหนัง ภัตตาคาร) ล่าสุด LHSC ประกาศเพิ่มการลงทุนใน Terminal 21 พัทยา กำหนดระยะเวลาเช่า 24 ปี 13 วัน มูลค่าการลงทุน 5,700 ล้านบาท แหล่งของเงินทุนจะมาจากการกู้ไม่เกิน 3,100 ล้านบาท และเพิ่มทุนไม่เกิน 345 ล้านบาท

เพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มใน Terminal 21 พัทยา สร้างการเติบโตครั้งใหม่

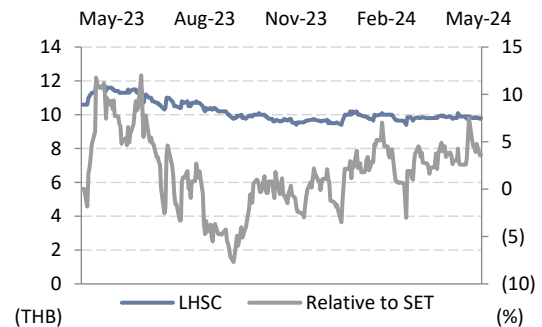
จุดแข็งของ LHSC คือสินทรัพย์ปัจจุบันศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก ที่มีความโดดเด่นด้านทำเลที่ตั้ง อยู่ในศูนย์กลางธุรกิจ ที่อยู่อาศัย มีจุดเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS สถานีอโศก และ MRT สถานีสุขุมวิทซึ่งมีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก นอกจากนี้ ภายในศูนย์การค้ามี Food court ที่มีราคาขายย่อมเยาเป็นจุดดึงดูดผู้บริโภคและเพิ่ม Traffic ให้กับศูนย์การค้าได้เป็นอย่างดี ขณะที่การลงทุนเพิ่มใน Terminal 21 พัทยา ซึ่งอยู่ในทำเลท่องเที่ยว มีอัตราการเช่าสูงใกล้ 100% เรามองเป็นบวกเพราะช่วยกระจายแหล่งรายได้ ขยายอายุสัญญาเช่า และสร้างการเติบโตของ DPU ในอนาคต

ผลประกอบการฟื้นเป็น V-shape และจะเข้าสู่ S-curve ใหม่หลังการลงทุนครั้งนี้

ปี 2023 อัตราการเช่าปรับเพิ่มขึ้นเป็นเฉลี่ย 98% สูงกว่าช่วงก่อนโควิดที่ 96-97% ขณะที่ค่าเช่าพื้นที่ +53.6% y-y เป็น 2,068 บาท/ตร.ม. ยังต่ำกว่าช่วงก่อน Covid-19 ประมาณ 9% เพราะนักท่องเที่ยวยังไม่กลับมาเท่ากับก่อนโควิด ถ้าไรในระดับ 500 ล้านบาทต่อปีในปัจจุบันอาจเติบโตไม่ได้สูงขนาดนี้มากนักหากยังมีศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เพียงแห่งเดียว เราเชื่อว่าการเติบโตของกำไรจะเข้าสู่ new S-curve ในปี 2025 เป็นต้นไป

คาด Dividend yield 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 20% แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 12 บาทต่อหน่วยก่อนเพิ่มทุน (DDM, WACC 8.4% LTG 0%) แนะนำซื้อ เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) Terminal 21 อโศกอยู่ในทำเลใจกลางเมืองเป็นศูนย์กลางการเดินทางเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS และ MRT สถานีที่มีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก มีอัตราค่าเช่าและการเช่าพื้นที่สูง 2) Terminal 21 พัทยาอยู่ในเมืองท่องเที่ยว มีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 3) ผลการดำเนินงานเติบโตตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยว 4) Dividend yield สูง จ่าย DPU ทุก 2 เดือน และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 20%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.5)	(3.0)	(9.3)
Relative to country (%)	0.2	(3.2)	1.4
Mkt cap (USD m)			129
3m avg. daily turnover (USD m)			0.1
Free float (%)			91
Major shareholder	Social Security Office (11%)		
12m high/low (THB)	12.00/6.80		
Issued shares (m)	488.06		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

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

Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมของ LHSC ที่ 12 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 8.4% LTG 0% และนำซื้อ เราชอบ LHSC แม้ว่าสินทรัพย์หลักจะมีเพียงโครงการเดียวเนื่องจาก 1) Terminal 21 อโศกอยู่ในทำเลใจกลางเมือง เป็นศูนย์กลางการเดินทางเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS และ MRT สถานีที่มีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก 2) อัตราค่าเช่าและ Occupancy rate อยู่ในระดับสูง 3) โครงการใหม่ Terminal 21 พัทยาอยู่ในเมืองท่องเที่ยว มีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 4) ผลการดำเนินงานเติบโตได้ตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัว 4) Dividend yield สูง จ่าย DPU ทุก 2 เดือน และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 20%

Company profile

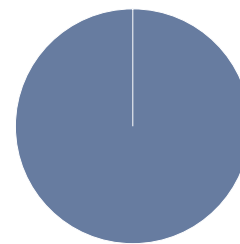
LHSC ก่อตั้งในปี 2014 ลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (leasehold) และกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ของโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 จาก บจก. แอล แอนด์ เอช พร็อพเพอร์ตี้ เป็นระยะเวลา 26 ปี สิทธิการเช่าดังกล่าวจะหมดอายุในวันที่ 31 ส.ค. 2040 โครงการมีพื้นที่ให้เช่า 37,289 ตร.ม. ณ สิ้นปี 2023

LHSC เป็นกองทรัสต์ประเภท Leasehold 100% อายุคงสัญญาเช่าเฉลี่ย 16.8 ปี ณ สิ้นปี 2023

www.lhscreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

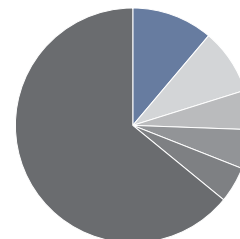
- Rental and service income - 100.0 %



Source: LH Shopping Centers Leasehold REIT

Major shareholders

- Social Security Office - 11.2 %
- LH Mall & Hall - 9.0 %
- Muangthai Life Insurance - 5.4 %
- Thai Life Insurance - 5.4 %
- K Property Infrastructure Flexible - 4.9 %



Source: LH Shopping Centers Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยในท้องถิ่นลดลง

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของศูนย์การค้าเพิ่มสูงขึ้น; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leaseable are (NLA)	(sqm.)	37,289	37,289	37,289
Average occupancy rate	(%)	99.0	99.0	99.0
Average rental rate	(THB/sqm./month)	2,171	2,237	2,304
SG&A expense to sales	(%)	12.3	12.8	13.4

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change in the average rental rate, we project LHSC's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in the SG&A to sales ratio, we project LHSC's 2024 core profit to change by 3%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

เป็นกองทรัสต์ประเภทค้าปลีกที่อยู่ในทำเลโดดเด่น

LHSC เป็นกอง REIT ที่เน้นลงทุนในโครงการค้าปลีก สินทรัพย์ที่ลงทุนในปัจจุบันมีโครงการเดียวคือ ศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก ลักษณะการลงทุนเป็นสิทธิการเช่า 100% ในศูนย์การค้า Terminal 21 ณ สิ้นปี 2023 มีอายุการเช่าเฉลี่ยเหลือ 16.8 ปี โครงการดังกล่าวประกอบด้วยอาคารศูนย์การค้าสูง 8 ชั้น ชั้นใต้ดิน 2 ชั้น มีพื้นที่จอดรถภายในอาคาร ตั้งอยู่บนที่ดินประมาณ 9 ไร่ เริ่มเปิดดำเนินการในปี 2011 พื้นที่เช่ามีขนาด 37,289 ตร.ม. (ประมาณ 8% เป็นพื้นที่ Food court ส่วนที่เหลือเป็นพื้นที่เช่าทั้งร้านค้า โรงแรม ภัตตาคาร และซูเปอร์มาร์เก็ต) ณ สิ้นปี 2023 มีจำนวนผู้เช่า 536 ราย (Food court ประมาณ 36 ราย)

Exhibit 1: Investment property



Source: LHSC

พื้นที่เป็น V-shape ตามการท่องเที่ยวและการบริโภคในประเทศ

จุดแข็งของ LHSC คือสินทรัพย์หลักศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก ที่มีความโดดเด่นด้านทำเลที่ตั้งที่บริเวณทางแยกอโศกมนตรี ใจกลางกรุงเทพ ศูนย์กลางธุรกิจ ที่อยู่อาศัย มหาวิทยาลัย และการคมนาคมที่เป็นจุดเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS สถานีอโศก และ MRT สถานีสุขุมวิทซึ่งเป็นรถไฟฟ้าสายที่มีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก นอกจากนี้ ภายในศูนย์การค้ามี Food court ที่มีราคาขายย่อมเยาเป็นจุดดึงดูดผู้บริโภคและเพิ่ม Traffic ให้กับศูนย์การค้าได้เป็นอย่างดี

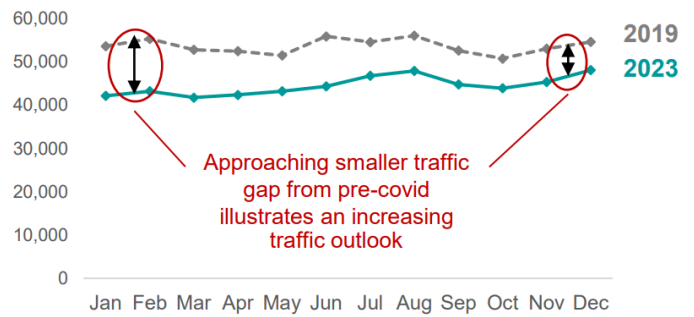
เช่นเดียวกับธุรกิจค้าปลีกอื่นที่ถูกกระทบในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 การปิดเมือง และจำนวนนักท่องเที่ยวที่หายไป อัตราการเช่าในปี 2020 ลดลงเหลือเพียง 65% ค่าเช่าเฉลี่ยปรับลดลงเหลือ 712 บาทต่อ ตร.ม. ในปี 2021 จากการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ร้านค้าในช่วงเวลาดังกล่าว ก่อนจะทยอยกลับมาเป็นปกติและไม่มีส่วนลดค่าเช่าแล้วตั้งแต่ 1Q23 ทำให้ในปี 2023 อัตราการเช่าปรับเพิ่มขึ้นมาเป็นเฉลี่ย 98% สูงกว่าช่วงก่อนโควิดที่ 96-97% ขณะที่ค่าเช่าพื้นตัว +53.6% y-y เป็น 2,068 บาท/ตร.ม. ยังต่ำกว่าช่วงก่อน Covid-19 ประมาณ 9-10% เนื่องจากนักท่องเที่ยวที่ยังไม่กลับมาเท่ากับก่อนโควิด (ปกติผู้มาใช้บริการในศูนย์ฯ ราว 40% เป็นนักท่องเที่ยว) ทั้งนี้ การปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับจำนวน Traffic ที่เข้ามาใช้บริการในศูนย์ฯ จึงยังมีโอกาสที่ค่าเช่าจะปรับเพิ่มได้ในอนาคตเนื่องจากปัจจุบันศูนย์ฯ ยังขาดกรุ๊ปทัวร์ชาวจีน

Exhibit 2: Prime location



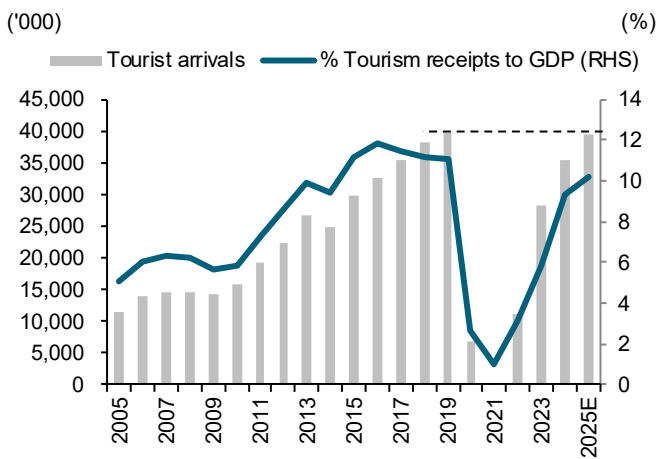
Source: LHSC

Exhibit 3: Daily foot traffic



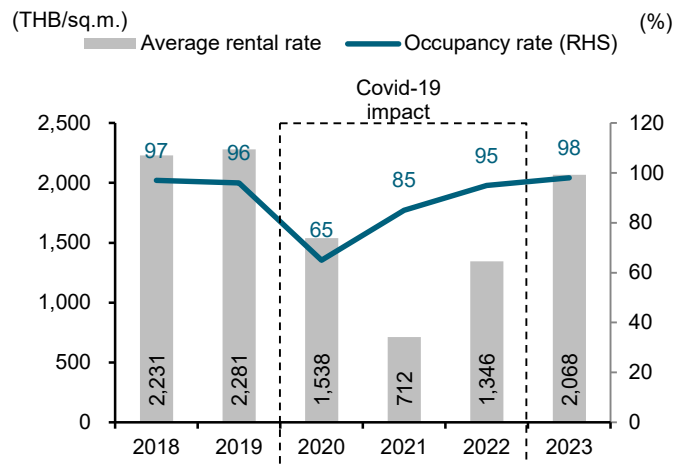
Source: LHSC

Exhibit 4: Tourist arrivals and % tourism revenue to GDP



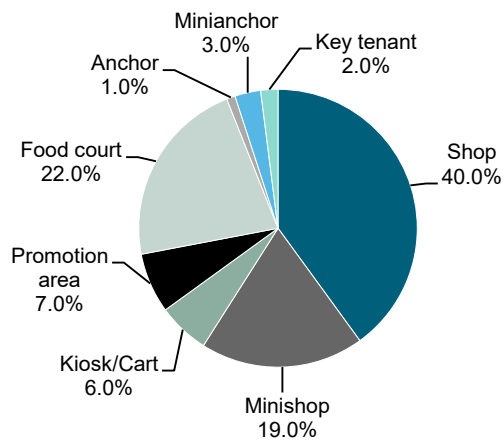
Sources: NESDC, BoT, FSSIA's compilation

Exhibit 5: T21 Asoke occupancy rate and rental rate



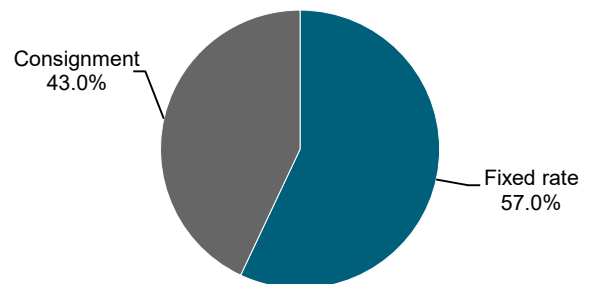
Sources: LHSC, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Tenants profile



Source: LHSC

Exhibit 7: Rental structure



Source: LHSC

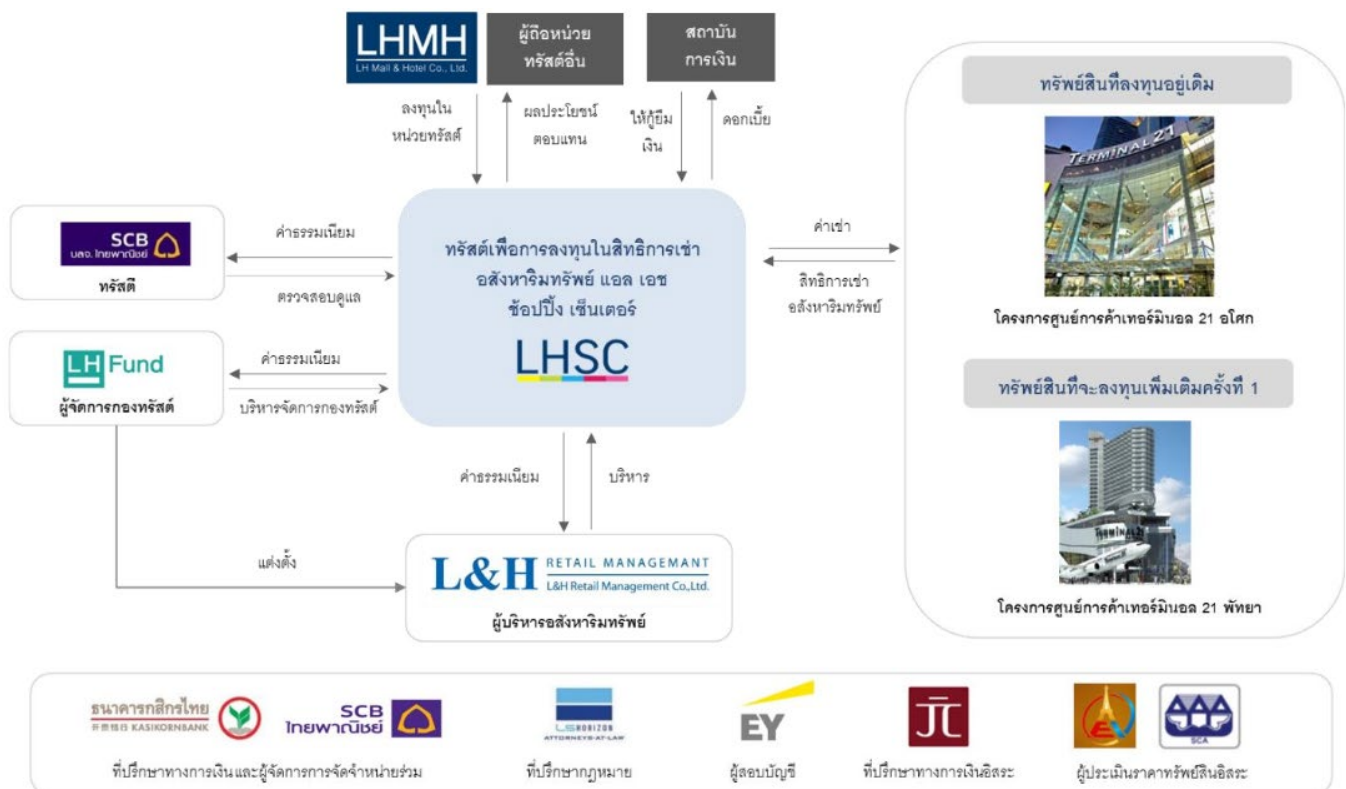
เพิ่มทุนครั้งแรกเพื่อลงทุนเพิ่มเติมใน Terminal 21 พัทยาสร้างการเติบโตของ DPU

นับตั้งแต่ IPO ปี 2014 LHSC ยังไม่มีการขยายการลงทุนอื่นนอกจากโครงการ Terminal 21 อโศก LHSC จึงประกาศลงทุนเพิ่มในศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา เป็นการลงทุนในสิทธิการเช่าอาคาร ศูนย์การค้าสูง 6 ชั้น ชั้นใต้ดิน 1 ชั้น อาคารจอดรถซึ่งเป็นอาคารสูง 10 ชั้นและชั้นใต้ดิน 1 ชั้น รวมพื้นที่เช่าทั้งหมดประมาณ 157,951 ตร.ม. มีกำหนดระยะเวลาเช่า 24 ปี 13 วัน มูลค่าการลงทุน 5,700 ล้านบาท แหล่งของเงินทุนจะมาจากการกู้ไม่เกิน 3,100 ล้านบาท และเพิ่มทุนไม่เกิน 345 ล้านบาท

เรามองเป็นบวกเพราะ

- 1) ช่วยกระจายความเสี่ยงของรายได้ที่ปัจจุบันกระจุกตัวอยู่ในกรุงเทพฯ ทั้งนี้ Terminal 21 พัทยา เป็นโครงการที่มีศักยภาพสูง อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว ก่อน Covid-19 มีนักท่องเที่ยวเข้ามาเที่ยวพัทยาประมาณ 18 ล้านคนต่อปี ส่วนใหญ่เป็นนักท่องเที่ยวต่างชาติ ปัจจุบันนักท่องเที่ยวที่เข้ามาเที่ยวพัทยายู่ที่ประมาณ 10-11 ล้านคนต่อปี ถือว่าฟื้นตัวอย่างสดใส
- 2) มูลค่าสินทรัพย์น่าจะเพิ่มขึ้นกว่า 70% เป็นกว่า 1.2 หมื่นล้านบาท แม้ว่าสัดส่วน IBD/TA จะเพิ่มเป็น 30% หากกู้เต็มที (จากสิ้นปี 2023 ที่ 10.3%) แต่ไม่เกินเพดานของกองทรัสต์ที่กู้ได้ไม่เกิน 35% ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด หรือไม่เกิน 60% สำหรับกองทรัสต์ที่อันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับ Investment Grade
- 3) ช่วยเพิ่มอายุสัญญาเช่าเฉลี่ยของทรัพย์สินจาก ณ สิ้นปี 2023 ที่มีอายุคงเหลือเฉลี่ย 16.8 ปี
- 4) คาดว่า DPU จะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนในโครงการที่มีกำไรอยู่แล้ว มีพื้นที่เช่าที่เพิ่มขึ้นราวเท่าตัว โดย Terminal 21 พัทยา มีพื้นที่เช่าสุทธิราว 4 หมื่น ตร.ม. ใกล้เคียง Terminal 21 อโศก อัตราการเช่าอยู่ในระดับสูงใกล้ 100%

Exhibit 8: LHSC structure after additional investment



Source: LHSC

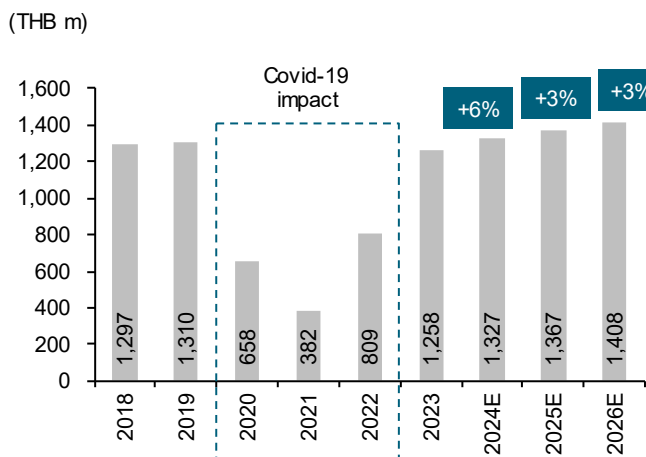
ผลประกอบการขยายตัวเข้าสู่ S-curve ใหม่อีกครั้ง คาด DPU เพิ่มขึ้น

ผลประกอบการของ LHSC ที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องหลังโควิด-19 ตามภาวะอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและการบริโภคในประเทศ ในปี 2023 รายได้เติบโต 56% y-y เป็น 1,257.9 ล้านบาท กำไรปกติก้าวกระโดด 108% y-y เป็น 521.5 ล้านบาท ฟื้นต่อเนื่องเป็นปีที่ 3 แต่ยังคงต่ำกว่าช่วงก่อนโควิดในปี 2019 อยู่ 9% เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวและอัตราค่าเช่ารับยังไม่เท่าเดิม และอัตราดอกเบี้ยในปี 2023 ที่เป็นขาขึ้นตลอดทั้งปีส่งผลให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นถึง 41%

กำไรในปี 2023 ในระดับกว่า 500 ล้านบาท ใกล้เคียงช่วงก่อนโควิดและอาจเติบโตไม่ได้อีกสูงเท่านี้มากนัก หากยังมีศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เพียงแห่งเดียวซึ่งการเติบโตจะมาจากการปรับเพิ่มค่าเช่าที่ปรับขึ้นตามเงินเฟ้อเป็นหลัก เราเชื่อว่าการเติบโตของผลประกอบการจะเข้าสู่ new S-curve หลังจากปรับโอนสินทรัพย์ใหม่ Terminal 21 พัทยาราวปลายปี 2024 ถึงต้นปี 2025

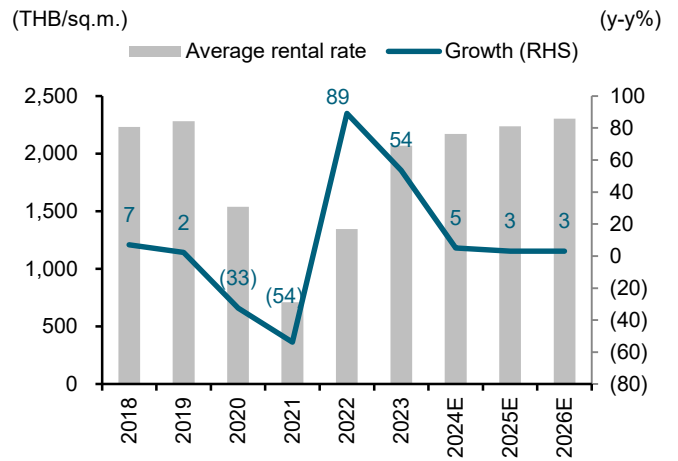
LHSC เป็นหนึ่งในกองทรัสต์ที่จ่ายเงินปันผลโดดเด่นและสม่ำเสมอ และจ่ายทุก 2 เดือน สร้าง Dividend yield กว่า 9% ต่อปี สูงสุดในกองทรัสต์ค้าปลีก ยกเว้นช่วงที่ได้รับผลกระทบจากโควิด สำหรับปี 2023 กองทรัสต์กลับมาจ่ายเงินปันผลได้ใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิดมากแล้วคือ 0.935 บาทต่อหน่วย เราคาดว่า DPU จะเพิ่มขึ้นได้ภายหลังการขยายการลงทุนในครั้งนี้ และน่าจะรักษาระดับ Dividend yield 9-10% ต่อปีต่อไป

Exhibit 9: Rental revenue excluding new investment



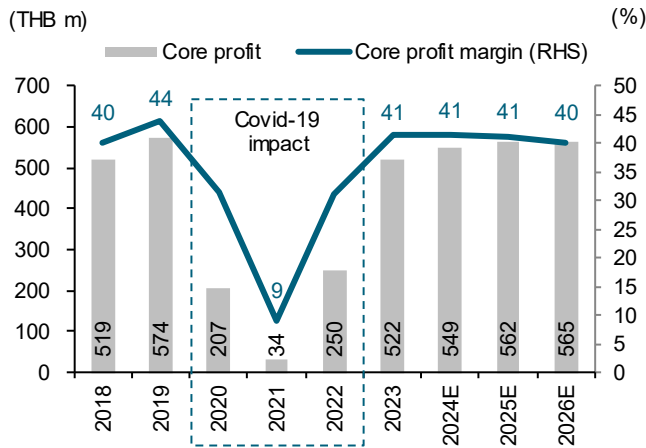
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 10: Rental rate excluding new investment



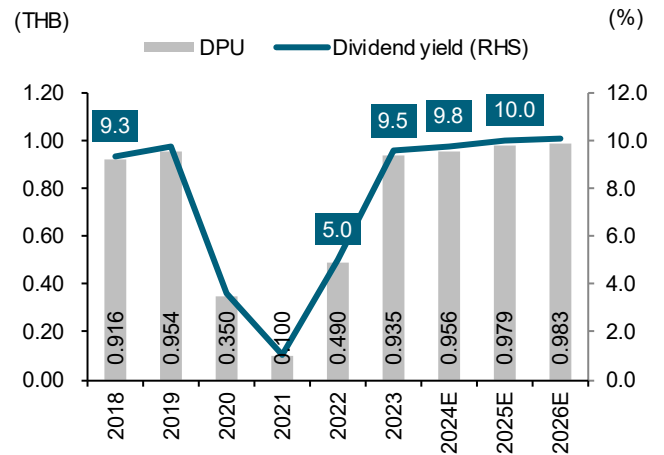
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 11: Core profit excluding new investment



Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 12: DPU excluding new investment



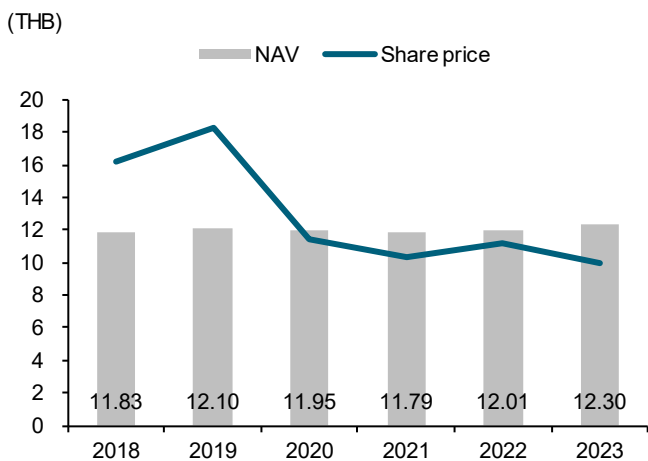
Sources: LHSC, FSSIA estimates

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

ประเมินราคาเหมาะสม 12 บาท (ก่อนเพิ่มทุน) แนะนำซื้อ

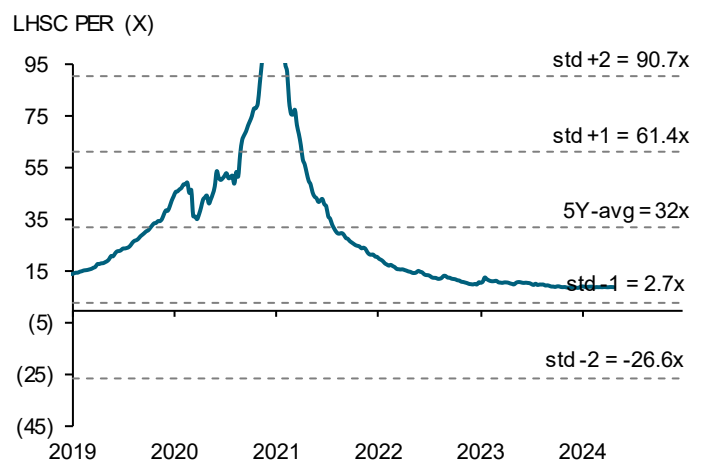
เราประเมินราคาเหมาะสมของ LHSC ที่ 12 บาทต่อหน่วย (ก่อนเพิ่มทุน) อิง DDM ใช้ WACC 8.4% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) โครงการปัจจุบันอยู่ในทำเลใจกลางเมือง เป็นศูนย์กลางการเดินทางเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS และ MRT สถานีที่มีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก 2) อัตราค่าเช่าและ Occupancy rate อยู่ในระดับสูง 3) โครงการใหม่ Terminal 21 พักยาวอยู่ในเมืองทองเทียะ มีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 4) ผลการดำเนินงานเติบโตได้ตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัว 4) Dividend yield สูง จ่าย DPU ทุก 2 เดือน และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 20%

Exhibit 13: LHSC's NAV vs share price



Sources: LHSC, FSSIA's compilation

Exhibit 14: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

LH Shopping Centers Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	809	1,258	1,327	1,367	1,408
Cost of goods sold	(337)	(437)	(462)	(479)	(503)
Gross profit	472	821	865	889	906
Other operating income	3	4	3	3	3
Operating costs	(200)	(270)	(288)	(300)	(315)
Operating EBITDA	274	555	581	592	594
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	274	555	581	592	594
Net financing costs	(24)	(34)	(31)	(30)	(29)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	39	33	0	0	0
Profit before tax	289	554	549	562	565
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	289	554	549	562	565
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	289	554	549	562	565
Non-recurring items & goodwill (net)	(39)	(33)	0	0	0
Recurring net profit	250	522	549	562	565
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.51	1.07	1.13	1.15	1.16
Reported EPS	0.59	1.14	1.13	1.15	1.16
DPS	0.49	0.94	0.96	0.98	0.98
Diluted shares (used to calculate per share data)	488	488	488	488	488
Growth					
Revenue (%)	111.7	55.6	5.5	3.0	3.0
Operating EBITDA (%)	375.5	102.4	4.6	2.0	0.3
Operating EBIT (%)	375.5	102.4	4.6	2.0	0.3
Recurring EPS (%)	628.4	108.2	5.3	2.4	0.4
Reported EPS (%)	nm	91.6	(0.9)	2.4	0.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	58.3	65.3	65.2	65.0	64.3
Gross margin exc. depreciation (%)	58.3	65.3	65.2	65.0	64.3
Operating EBITDA margin (%)	33.9	44.1	43.7	43.3	42.2
Operating EBIT margin (%)	33.9	44.1	43.7	43.3	42.2
Net margin (%)	31.0	41.5	41.4	41.1	40.1
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	95.5	87.5	85.0	85.0	85.0
Interest cover (X)	11.5	16.6	18.5	19.6	20.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	4.1	8.1	8.3	8.5	8.5
ROIC (%)	4.1	8.1	8.3	8.5	8.5
ROE (%)	4.3	8.8	9.1	9.2	9.1
ROA (%)	3.9	7.8	8.1	8.2	8.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	809	1,258	1,327	1,367	1,408

Sources: LH Shopping Centers Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

LH Shopping Centers Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	250	522	549	562	565
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(94)	(151)	(16)	(13)	(13)
Change in working capital	67	135	32	29	26
Cash flow from operations	223	505	565	578	578
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	0	0	0	0	0
Dividends paid	(185)	(410)	(467)	(478)	(480)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	0	(100)	(10)	(10)	(35)
Other financing cash flows	(22)	(28)	(31)	(30)	(29)
Cash flow from financing	(208)	(538)	(508)	(518)	(544)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	(17)	(27)	(24)
Movement in cash	16	(33)	39	33	9
Free cash flow to firm (FCFF)	247.23	538.73	596.07	608.20	607.20
Free cash flow to equity (FCFE)	201.01	377.11	506.16	510.59	489.48

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
FCFF per share	0.51	1.10	1.22	1.25	1.24
FCFE per share	0.41	0.77	1.04	1.05	1.00
Recurring cash flow per share	0.32	0.76	1.09	1.13	1.13

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	6,770	6,954	6,970	6,983	6,996
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	6,770	6,954	6,970	6,983	6,996
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	161	128	167	199	209
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	100	67	74	76	80
Current assets	261	195	241	275	288
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	7,032	7,149	7,211	7,258	7,284
Common equity	5,860	6,004	6,086	6,171	6,255
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	5,860	6,004	6,086	6,171	6,255
Long term debt	835	737	727	717	682
Other long-term liabilities	278	338	312	275	239
Long-term liabilities	1,114	1,074	1,039	992	921
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	58	70	86	96	108
Current liabilities	58	70	86	96	108
Total liabilities and shareholders' equity	7,032	7,149	7,211	7,258	7,284
Net working capital	42	(4)	(12)	(20)	(28)
Invested capital	6,813	6,950	6,958	6,963	6,968

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

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Book value per share	12.01	12.30	12.47	12.64	12.82
Tangible book value per share	12.01	12.30	12.47	12.64	12.82

Financial strength	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net debt/equity (%)	11.5	10.1	9.2	8.4	7.6
Net debt/total assets (%)	9.6	8.5	7.8	7.1	6.5
Current ratio (x)	4.5	2.8	2.8	2.9	2.7
CF interest cover (x)	9.4	12.2	17.1	17.8	17.7

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	19.1	9.2	8.7	8.5	8.5
Recurring P/E @ target price (x) *	23.4	11.2	10.7	10.4	10.4
Reported P/E (x)	16.5	8.6	8.7	8.5	8.5
Dividend yield (%)	5.0	9.5	9.8	10.0	10.0
Price/book (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Price/tangible book (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x) **	19.9	9.7	9.2	8.9	8.8
EV/EBITDA @ target price (x) **	23.8	11.6	11.1	10.8	10.7
EV/invested capital (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

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

Sources: LH Shopping Centers 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 THSI inclusion , 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. SETTHSI Index 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 (60-69), 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&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. <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. <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 & 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+																									
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. <table border="0" style="margin-left: 20px;"> <tr> <td style="padding-right: 20px;">AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td style="padding-right: 20px;">Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570			A	5.714-7.142			BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285			B	1.429-2.856			CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
AA	7.143-8.570																												
A	5.714-7.142																												
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
BB	2.857-4.285																												
B	1.429-2.856																												
CCC	0.000-1.428	Laggard:	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; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >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 Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	THB 9.80	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของศูนย์การค้าเพิ่มขึ้น; 4) 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.