

Thailand REITs

ดอกเบี๋ยขาขึ้นผ่านพีคแล้ว เหมาะเพิ่ม REIT ในพอร์ต

- ดอกเบี๋ยขาขึ้นผ่านพีคแล้ว เหมาะเพิ่ม REIT ในพอร์ต ลดความเสี่ยงจากผันผวนของหุ้น
- Dividend yield เฉลี่ยของ REIT สูงกว่าของ SET และ SETHD ทุกปีตลอด 15 ปีที่ผ่านมาแม้แต่ช่วงโควิด-19
- แนะนำ AIMIRT, CPNREIT, LHHOTEL, LHSC, WHAIR ที่โตตามการบริโภคและท่องเที่ยว คาดยิลด์ 8-10%

ดอกเบี๋ยขาขึ้นผ่านพีคแล้ว เหมาะเพิ่ม REIT ในพอร์ต ลดความเสี่ยงจากผันผวนของหุ้น

สัญญาณเศรษฐกิจโลกและไทยที่ผ่านจุดต่ำสุดในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และทยอยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันวงจรขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยโลกและไทยที่เริ่มตั้งแต่ปี 2022 หยุดการปรับขึ้นต่อในช่วงปลายปี 2023 และกำลังจะปรับลงในระยะถัดไป ถึงแม้ว่าสัญญาณการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะชะลอออกไปก็ตาม สถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยหยุดการปรับขึ้นหรือเป็นขาลง เอื้อต่อการลงทุนใน REIT ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับรายได้เป็นค่าเช่าคงที่ และมีบางส่วนที่เป็นค่าเช่าแปรผันไปตามเงินเพื่อหรือเศรษฐกิจที่กำลังเติบโต นอกจากนี้ ในปัจจุบันที่ตลาดหุ้นไทยผันผวน ไร้ทิศทางที่ชัดเจน การเพิ่มสัดส่วน REIT เข้ามาในพอร์ต ยังช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของพอร์ตได้

Dividend yield เฉลี่ยของ REIT สูงกว่าของ SET และ SETHD ทุกปีตลอด 15 ปีที่ผ่านมาแม้แต่ช่วงโควิด-19

หากเปรียบเทียบผลตอบแทนของดัชนีรายกลุ่ม กลุ่ม Property & REIT ไม่ใช่กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงนักเมื่อเทียบกับกลุ่มอื่น ส่วนหนึ่งเป็นเพราะส่วนผสมของ REIT ไทย (รวม IFF) ที่กองทรัสต์ประเภทศูนย์การค้าและโทรคมนาคม (IFF) มีมูลค่าตลาดขนาดใหญ่ รวมกันเกือบครึ่งหนึ่งของมูลค่าตลาดของ REIT ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม แม้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนใน REIT นำเสนอใจกว่าหุ้นในกลุ่มธุรกิจอื่น แต่ Dividend yield ของ REIT สูงกว่า SET และ SETHD ทุกปีตั้งแต่ปี 2009 ทั้งนี้ Dividend yield เฉลี่ยช่วง 15 ปีที่ผ่านมา (ปี 2009-23) ของ REIT อยู่ที่ 5.1% สูงกว่า SET ที่ 3.1% และ SETHD ที่ 2.9%

แนะนำ REIT คลังสินค้า ศูนย์การค้า และโรงแรมที่คาดยิลด์สูง 9-10%

โพกัสของนักลงทุนในเดือน พ.ค. อยู่ที่ผลประกอบการ 1Q24 ซึ่งเราประเมินกำไรเบื้องต้น +44% q-q, -1% y-y กำไรที่ฟื้นตัวแรง q-q มาจากกลุ่มธุรกิจในประเทศที่เกี่ยวข้องกับท่องเที่ยว แนวโน้มเศรษฐกิจและผลประกอบการของ บจ. ในช่วงที่เหลือของปีน่าจะดีขึ้นต่อเนื่องจากเม็ดเงินงบประมาณที่เข้ามาช่วย สำหรับ REIT นอกจากจะประกาศผลประกอบการแล้ว ส่วนใหญ่ประกาศจ่ายปันผลรายไตรมาส ประกอบกับราคาหน่วยทรัสต์ของหลายกองฯ ปรับลงมาจากอยู่ในระดับต่ำ จึงน่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหน่วยและเพิ่มความน่าสนใจในการลงทุน

FSSIA recommendations

Company	BBG code	Rating	Share price (THB)	Target price (THB)	Up/downside (%)
AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT	AIMIRT TB	BUY	10.70	14.00	+30.8
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	BUY	10.40	12.50	+20.2
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	BUY	11.10	14.50	+30.6
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	BUY	9.80	12.00	+22.4
WHA Industrial Leasehold REIT	WHAIR TB	BUY	5.80	8.00	+37.9

Note: Priced at close of business on 30 Apr 2024. Share prices and TPs are in listing currency.

Source: FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530

jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

สัญญาณเศรษฐกิจโลกและไทยที่ผ่านจุดต่ำสุดในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และทยอยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันวงจรขาขึ้นของอัตรดอกเบี้ยโลกและไทยที่เริ่มตั้งตั้งแต่ปี 2022 หยุดการปรับขึ้นต่อในช่วงปลายปี 2023 และกำลังจะปรับลงในระยะถัดไปถึงแม้ว่าสัญญาณการปรับลดอัตรดอกเบี้ยจะชะลอออกไปก็ตาม สถานการณ์ที่อัตรดอกเบี้ยหยุดการปรับขึ้นหรือเป็นขาลง เอื้อต่อการลงทุนใน REIT ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับรายได้เป็นค่าเช่าคงที่ และมีส่วนที่เป็นค่าเช่าแปรผันไปตามเงินเฟ้อหรือเศรษฐกิจที่กำลังเติบโต นอกจากนี้ ในปัจจุบันที่ตลาดหุ้นไทยผันผวน ไร้ทิศทางที่ชัดเจน การเพิ่มสัดส่วน REIT เข้ามาในพอร์ต ยังช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของพอร์ตได้

สำหรับ REIT นอกจากจะประกาศผลประกอบการแล้ว ส่วนใหญ่ประกาศจ่ายเงินปันผลรายไตรมาส ประกอบกับราคาหน่วยทรัสต์ของหลายกองฯ ปรับลงมาจนอยู่ในระดับต่ำ จึงน่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหน่วยและเพิ่มความน่าสนใจในการลงทุน

Catalyst

- อัตรดอกเบี้ยปรับลดลงเร็วและมากกว่าคาด
- บัณฑิตมหภาค เศรษฐกิจ การใช้จ่ายใช้สอย การลงทุนที่ฟื้นตัวสดใส จำนวนนักท่องเที่ยวมากกว่าคาด
- กองทรัสต์สามารถหาสินทรัพย์ใหม่ที่มีศักยภาพในการเข้าลงทุนเพื่อต่อยอดการเติบโต

Risk to our call

- ความผันผวนของเศรษฐกิจในประเทศ การลงทุน การบริโภคภาคเอกชน และภาคท่องเที่ยวที่ไม่เป็นไปตามคาด
- ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาเช่า หรือยกเลิกสัญญาก่อนกำหนด และกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่ารายใหม่มาทดแทนได้
- การแข่งขันที่รุนแรง
- ความเสี่ยงจากความไม่สงบทางการเมือง โรคระบาด และภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Contents

ดอกเบี้ยขาขึ้นผ่านพีค เหมาะเพิ่ม REIT ลดความผันผวนของหุ้น3

Dividend yield ของ REIT สูงกว่า SET และ SETHD.....4

แนะนำ REIT คลังสินค้า ศูนย์การค้า และโรงแรม.....6

Event Calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings and dividend announcement
August 2024	2Q24 earnings and dividend announcement

ดอกเบี๋ยขาขึ้นผ่านพีด เหมาะเพิ่ม REIT ลดความผันผวนของหุ้น

จากสัญญาณเศรษฐกิจโลกและไทยที่ผ่านจุดต่ำสุดในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และทยอยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกันวงจรขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยโลกและไทยที่เริ่มตั้งแต่ปี 2022 หยุดการปรับขึ้นต่อในช่วงปลายปี 2023 และกำลังจะปรับลงในระยะถัดไป ถึงแม้ว่าสัญญาณการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะชะลอออกไปก็ตาม สถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยหยุดการปรับขึ้นหรือเป็นขาลง เอื้อต่อการลงทุนในกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับรายได้เป็นค่าเช่าคงที่ และมีบางส่วนที่เป็นค่าเช่าแปรผันไปตามเงินเฟ้อหรือเศรษฐกิจที่กำลังเติบโต นอกจากนี้ ในปัจจุบันที่ตลาดหุ้นไทยผันผวน ไร้ทิศทางที่ชัดเจน การเพิ่มสัดส่วน REIT เข้ามาในพอร์ต ยังช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของพอร์ตได้

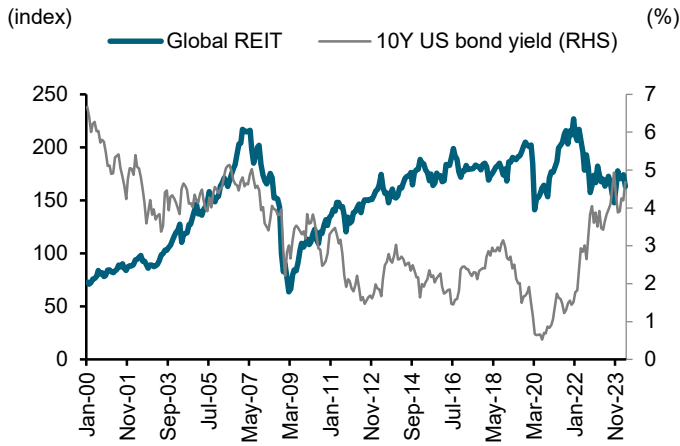
ในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา ผลตอบแทนจากการลงทุนใน Global REIT เมื่อเทียบกับสินทรัพย์อื่นให้ผลตอบแทนที่สูงในปี 2010 2012 2014 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ Bond yield ของสหรัฐฯปรับลง ตรงข้ามกับปี 2022 ที่ Global REIT ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในบรรดาสินทรัพย์ทั้งหมด เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยของ Fed และ Bond yield ของสหรัฐฯเปลี่ยนทิศเป็นขาขึ้น เราเชื่อว่าวงจรขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยผ่านจุดพีดไปแล้วตั้งแต่ปลายปี 2023 และกำลังปรับลงในระยะถัดไป หรือแม้แต่ในสถานการณ์ที่ดอกเบี้ยทรงตัว การลงทุนใน REIT จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้ง โดยเฉพาะเมื่อเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น เป็นโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าของกองทรัสต์ต่างๆ

Exhibit 1: Asset class return 2009 to date

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD
Oil 78.00%	SET 40.60%	Gold 9.90%	SET 35.80%	S&P500 29.60%	REIT 17.84%	USD 5.40%	Oil 45.40%	MSCI EM 33.80%	USD 4.50%	Oil 34.50%	Gold 25.10%	Oil 55.00%	Commdty 18.78%	S&P500 24.58%	Oil 14.30%
MSCI EM 74.50%	Gold 29.70%	Oil 8.20%	REIT 18.44%	MSCI W 23.70%	SET 15.30%	MSCI EU 5.10%	SET 19.80%	MSCI W 20.30%	10Y UST 0.26%	S&P500 28.90%	S&P500 16.30%	Commdty 38.50%	USD 8.60%	MSCI W 22.11%	Gold 10.80%
SET 63.20%	REIT 18.00%	USD 1.50%	MSCI EU 15.60%	MSCI EU 19.60%	S&P500 13.10%	10Y UST -0.20%	Commdty 9.50%	S&P500 25.50%	Gold -4.60%	MSCI W 25.20%	MSCI EM 15.80%	REIT 28.18%	Oil 3.38%	MSCI EU 17.91%	Commdty 10.50%
MSCI W 27.00%	Commdty 17.40%	S&P500 0.00%	MSCI EM 15.10%	Oil 7.20%	USD 12.60%	Gold -1.50%	S&P500 9.40%	Gold 16.00%	REIT -9.05%	MSCI EU 22.00%	MSCI W 14.10%	S&P500 26.90%	10Y UST 2.33%	Gold 13.63%	MSCI EU 7.40%
REIT 25.28%	MSCI EM 16.40%	SET -0.70%	S&P500 13.40%	10Y UST 1.30%	MSCI W 4.60%	S&P500 -2.70%	Gold 9.30%	SET 13.70%	MSCI W -10.60%	REIT 19.34%	10Y UST -1.00%	MSCI EU 21.50%	SET 0.67%	MSCI EM 6.96%	S&P500 5.60%
Gold 24.80%	Oil 15.10%	10Y UST -1.40%	MSCI W 13.20%	USD 0.30%	MSCI EU 2.70%	MSCI W -3.00%	MSCI EM 8.60%	Oil 11.70%	SET -10.80%	Gold 18.30%	MSCI EU -3.90%	MSCI W 20.10%	Gold -0.77%	REIT 6.63%	USD -4.80%
Commdty 23.50%	S&P500 12.80%	REIT -2.65%	Gold 7.30%	REIT -1.37%	10Y UST -0.80%	REIT -3.36%	MSCI W 5.30%	MSCI EU 9.00%	S&P500 -11.20%	MSCI EM 15.40%	USD -6.70%	SET 14.40%	MSCI EU -13.20%	10Y UST 0.30%	MSCI W 4.30%
S&P500 23.50%	MSCI W 9.60%	MSCI W -7.60%	10Y UST -0.10%	MSCI EM -5.00%	Gold -1.50%	SET -5.40%	USD 4.10%	REIT 4.03%	Commdty -12.00%	Commdty 9.40%	SET -8.30%	USD 6.40%	MSCI W -19.18%	USD -2.30%	MSCI EM 2.20%
MSCI EU 22.50%	USD 1.50%	Commdty -8.30%	USD -0.50%	Commdty -5.00%	MSCI EM -4.40%	MSCI EM -9.50%	REIT 2.60%	Commdty 0.10%	MSCI EU -14.50%	SET 1.00%	Commdty -9.70%	10Y UST 0.60%	S&P500 -19.24%	Commdty -4.09%	10Y UST 0.80%
10Y UST 1.60%	10Y UST -0.50%	MSCI EU -16.50%	Commdty -3.40%	SET -6.70%	Commdty -16.70%	Oil -13.20%	MSCI EU 1.70%	10Y UST -2.10%	MSCI EM -16.30%	USD 0.20%	REIT -11.79%	Gold -3.60%	MSCI EM -22.29%	Oil -10.30%	SET -3.40%
USD -4.20%	MSCI EU -2.20%	MSCI EM -20.40%	Oil -7.10%	Gold -28.00%	Oil -45.80%	Commdty -15.70%	10Y UST 0.20%	USD -10.10%	Oil -24.60%	10Y UST -0.80%	Oil -20.50%	MSCI EM -4.60%	REIT -26.50%	SET -15.15%	REIT -8.20%

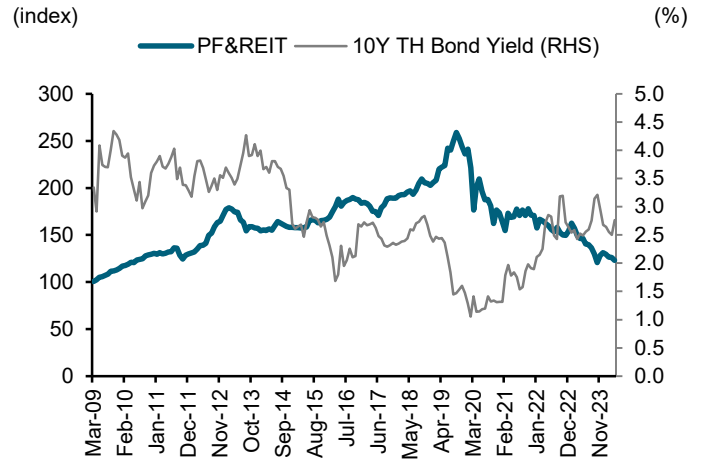
Note: Sector return in 2024 is data until 30 April 2024
Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Global REIT and 10 year US bond yield



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 3: PF & REIT index and 10 year TH bond yield

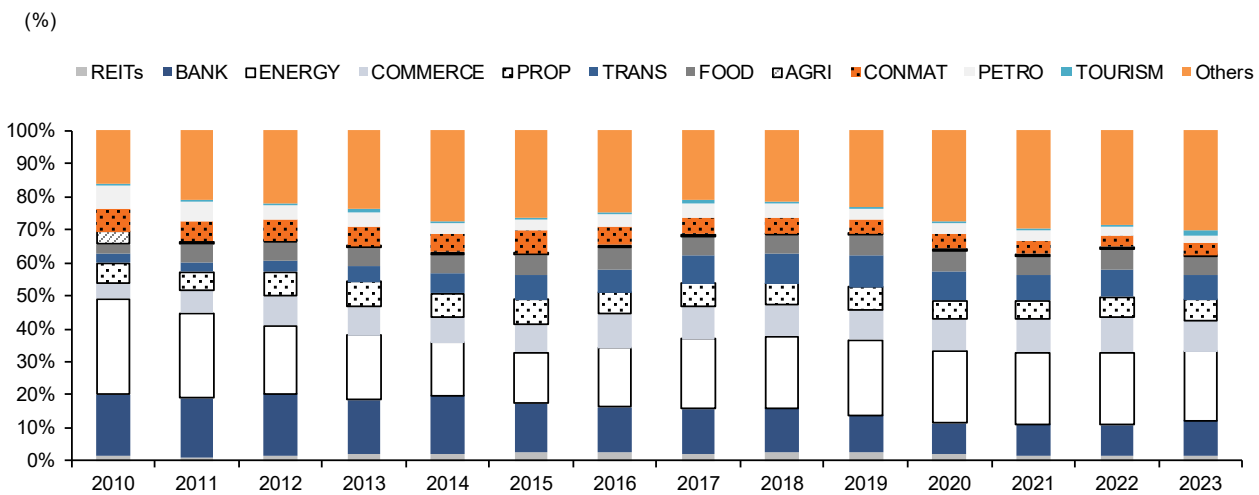


Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Dividend yield ของ REIT สูงกว่า SET และ SETHD

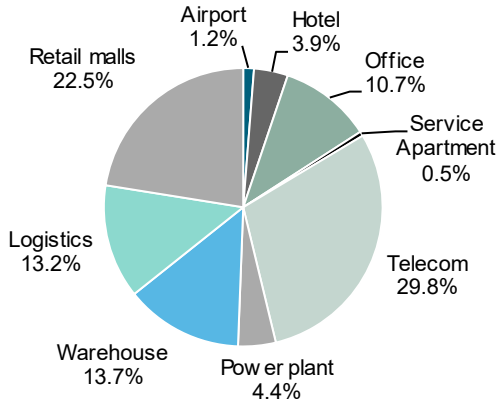
ในตลาดหลักทรัพย์ไทย หากเปรียบเทียบผลตอบแทนของดัชนีรายกลุ่ม กลุ่ม Property & REIT ไม่ใช่กลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงนักเมื่อเทียบกับกลุ่มอื่น ส่วนหนึ่งเป็นเพราะส่วนผสมของ REIT ไทย (รวม IFF) ที่กองทรัสต์ประเภทศูนย์การค้าและโทรคมนาคม (IFF) มีมูลค่าตลาด (Market capitalisation) ขนาดใหญ่รวมกันเกือบครึ่งหนึ่งของมูลค่าตลาดของ REIT ทั้งหมด โดยกองทรัสต์ศูนย์การค้าเป็นหนึ่งในธุรกิจที่ถูกกระทบจากโควิด-19หนักที่สุด แม้ผลประกอบการจะฟื้นตัวเป็น V-shape ตั้งแต่ปี 2023 แต่หลายกองทรัสต์ยังกลับมาไม่เท่ากับในช่วงก่อนโควิด-19 ในขณะที่กอง IFF มีจำนวนเพียง 3 กอง (DIF, 3BBIF, INETREIT) แต่การปรับลดแรงของราคาหน่วยทั้ง DIF และ 3BBIF ก็ส่งผลให้มูลค่าตลาดของ REIT เล็กลงกว่าช่วงก่อนโควิด-19 กว่า 40%

Exhibit 4: Market capitalisation by sectors



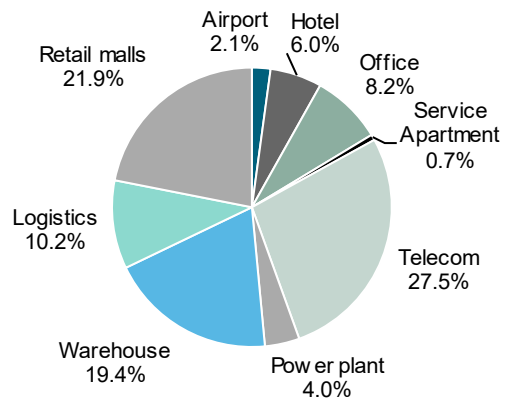
Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Total market cap. THB855b, at end of 2019



Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Total market cap. THB478b, at end of April 2024



Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Sector return 2009 to date

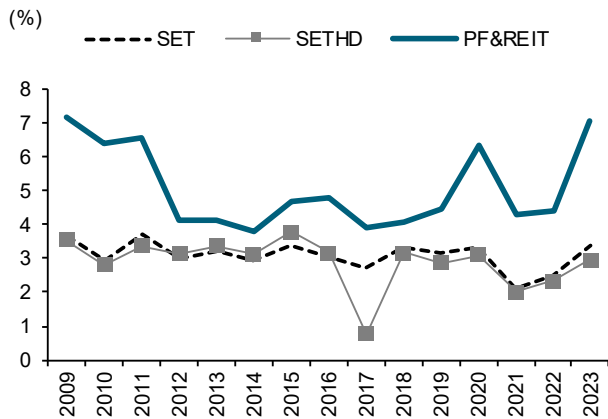
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024YTD
AGRI 175.11%	PETRO 180.50%	HELTH 58.98%	PROP 78.94%	ETRON 34.39%	HELTH 48.33%	HELTH 29.97%	AGRI 57.78%	PETRO 42.67%	PF&REIT 7.08%	FIN 25.87%	ETRON 379.10%	ICT 41.58%	ETRON 57.44%	ETRON 4.37%	AGRI 8.16%
CONMAT 111.78%	AGRI 128.17%	ICT 43.20%	COMM 73.56%	TRANS 21.85%	TRANS 37.86%	FIN 26.06%	COMM 40.98%	TRANS 37.24%	HELTH 5.66%	PF&REIT 16.46%	AGRI 61.50%	CONS 34.88%	TOURISM 36.28%	BANK -1.30%	TOURISM 7.37%
PETRO 107.44%	COMM 83.41%	COMM 39.65%	FIN 65.00%	HELTH 8.23%	CONS 34.81%	TOURISM 18.61%	ENERG 38.45%	TOURISM 33.70%	FIN 3.21%	FOOD 15.06%	FIN 9.90%	MEDIA 29.70%	HELTH 25.25%	HELTH -7.31%	TRANS 5.68%
BANK 105.50%	ETRON 55.37%	MEDIA 20.21%	MEDIA 63.68%	ICT 3.85%	FIN 30.42%	ETRON 18.32%	PETRO 36.08%	PROP 22.56%	TRANS -5.40%	ICT 13.66%	PETRO 5.40%	BANK 22.99%	PROP 13.69%	ICT -9.92%	CONS 4.92%
PROP 93.68%	FOOD 49.67%	FOOD 16.12%	TOURISM 58.22%	FIN 3.67%	BANK 30.11%	TRANS 8.68%	FOOD 34.82%	COMM 21.70%	ENERG -6.26%	MEDIA 13.18%	FOOD -3.30%	AGRI 22.90%	TRANS 11.75%	TOURISM -12.75%	HELTH 2.04%
TRANS 87.18%	HELTH 42.98%	FIN 3.19%	TRANS 55.68%	TOURISM 2.76%	ETRON 29.52%	CONMAT 8.48%	FIN 34.44%	ENERG 19.64%	PETRO -10.35%	TRANS 11.91%	CONMAT -5.00%	TOURISM 22.56%	COMM 5.45%	FOOD -12.82%	FOOD -0.25%
ETRON 71.20%	CONMAT 41.08%	TOURISM 2.89%	ICT 50.80%	PETRO 1.72%	PROP 23.35%	PF&REIT 5.38%	ETRON 19.08%	MEDIA 16.11%	BANK -10.62%	ENERG 8.92%	ENERG -9.10%	HELTH 22.47%	ENERG 1.88%	PROP -14.74%	COMM -0.63%
FOOD 69.60%	BANK 34.16%	PROP -0.71%	HELTH 46.98%	AGRI -4.71%	ICT 21.24%	CONS 0.41%	BANK 17.71%	BANK 14.81%	COMM -13.08%	HELTH -0.51%	COMM -12.50%	FIN 16.31%	FOOD -4.75%	PF&REIT -15.02%	ICT -0.64%
COMM 61.02%	ENERG 31.02%	BANK -3.83%	BANK 43.53%	COMM -8.00%	TOURISM 20.92%	PETRO -1.19%	TRANS 15.49%	ICT 11.85%	ICT -14.22%	COMM -1.55%	CONS -15.20%	PROP 16.17%	BANK -6.40%	CONMAT -15.56%	PROP -2.22%
FIN 58.72%	TRANS 30.31%	CONMAT -5.15%	CONMAT 36.88%	CONMAT -8.48%	CONMAT 17.75%	COMM -8.28%	PF&REIT 10.26%	FIN 6.68%	CONMAT -14.77%	CONMAT -7.01%	ICT -15.30%	FOOD 11.64%	CONMAT -8.39%	ENERG -17.73%	FIN -3.86%
ENERG 48.11%	MEDIA 27.33%	ENERG -7.00%	FOOD 35.36%	PROP -9.54%	AGRI 13.44%	PROP -11.01%	HELTH 9.09%	PF&REIT 2.98%	PROP -15.65%	PROP -9.83%	HELTH -16.30%	PETRO 10.27%	CONS -8.94%	TRANS -20.08%	BANK -4.04%
HELTH 32.33%	PROP 25.33%	TRANS -25.84%	ETRON 33.38%	ENERG -10.41%	MEDIA 9.90%	FOOD -11.95%	ICT 5.41%	FOOD -0.75%	AGRI -17.20%	BANK -13.83%	PROP -18.10%	ENERG 8.13%	PF&REIT -9.58%	COMM -20.90%	MEDIA -4.46%
MEDIA 27.54%	FIN 20.19%	AGRI -27.51%	PF&REIT 31.64%	FOOD -13.03%	COMM 8.48%	ENERG -20.71%	PROP 5.10%	CONMAT -3.71%	ETRON -18.01%	ETRON -14.26%	TRANS -18.40%	COMM 10.26%	FIN -16.55%	AGRI -21.72%	ENERG -4.89%
ICT 21.34%	TOURISM 16.44%	ETRON -32.26%	AGRI 7.19%	BANK -15.37%	FOOD 8.18%	MEDIA -22.39%	CONMAT 0.99%	HELTH -7.53%	TOURISM -22.10%	AGRI -17.55%	MEDIA -18.50%	CONMAT 7.03%	PETRO -11.13%	PETRO -24.86%	PF&REIT -6.04%
TOURISM 15.37%	PF&REIT 13.76%	PETRO -32.68%	ENERG 7.14%	MEDIA -18.98%	PF&REIT 0.72%	AGRI -28.05%	CON 0.44%	ETRON -14.31%	FOOD -22.76%	CONS -22.00%	TOURISM -19.00%	ETRON 6.55%	ICT -14.18%	CONS -28.66%	PETRO -6.08%
PF&REIT 14.64%	ICT 13.34%	PF&REIT -0.41%	PETRO 6.23%	PF&REIT -8.18%	ENERG -2.38%	BANK -28.63%	TOURISM -3.50%	CONS -14.34%	CONS -26.59%	TOURISM -23.76%	BANK -23.60%	TRANS 1.04%	MEDIA -19.57%	FIN -29.45%	CONMAT -11.49%
CONS 0.00%	CONS 0.00%	CONS 0.00%	CONS 0.00%	CONS 0.00%	PETRO -24.06%	ICT -39.46%	MEDIA -7.93%	AGRI -15.95%	MEDIA -29.32%	PETRO -24.86%	PF&REIT -26.48%	PF&REIT -1.68%	AGRI -20.19%	MEDIA -34.02%	ETRON -20.40%

Sources: SET, FSSIA's compilation

Note: Sector return in 2004 is data until 30 April 2024

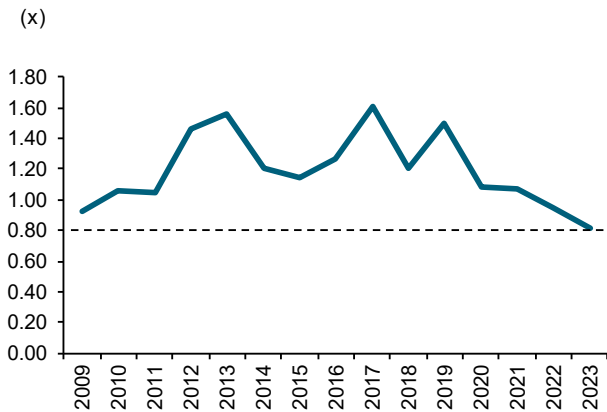
อย่างไรก็ตาม แม้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุน (Capital gain) ใน REIT น่าสนใจน้อยกว่าหุ้นในกลุ่มธุรกิจอื่น แต่ Dividend yield ของ REIT สูงกว่า SET และ SETHD ทุกปีนับตั้งแต่ปี 2009 ทั้งนี้ Dividend yield เฉลี่ยในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา (ปี 2009-23) ของ REIT อยู่ที่ 5.1% สูงกว่า SET ที่ 3.1% และ SETHD ที่ 2.9%

Exhibit 8: Dividend yield by index



Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 9: REIT – Trailing P/BV ratio



Sources: SET, FSSIA's compilation

แนะนำ REIT คลังสินค้า ศูนย์การค้า และโรงแรม

การประชุมธนาคารกลางสหรัฐเมื่อคืนวันพุธที่ 2 พ.ค. ที่ผ่านมา Fed มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายติดต่อกันเป็นครั้งที่ 6 และส่งสัญญาณยังไม่รีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยหลังเงินเฟ้อสูงกว่าคาด ส่งผลให้ Bond yield อายุ 2 ปีและ 10 ปีของสหรัฐทรงตัวในระดับสูง 5.0185% และ 4.6551% ตามลำดับ เช่นเดียวกับ Bond yield ของไทยที่ทรงตัว ก่อนหน้านี้ ธปท. ได้ส่งสัญญาณไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเร็ว ๆ นี้เช่นกัน (การประชุม กนง. ครั้งถัดไป 12 มิ.ย. 2024) สัญญาณดอกเบี้ยดังกล่าวทำให้ภาพระยะสั้นของ Earnings yield gap ยังไม่กว้างพอสำหรับการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง

อย่างไรก็ตาม โฟกัสของนักลงทุนในเดือน พ.ค. อยู่ที่ผลประกอบการ 1Q24 ซึ่งเราประเมินกำไรเบื้องต้น +44% q-q, -1% y-y กำไรที่ฟื้นตัวแรง q-q มาจากกลุ่มธุรกิจในประเทศที่เกี่ยวข้องกับท่องเที่ยว แนวโน้มเศรษฐกิจและผลประกอบการของ บจ. ในช่วงที่เหลือของปีน่าจะดีขึ้นต่อเนื่องจากเม็ดเงินงบประมาณที่เข้ามาช่วยสภาพคล่องและบรรยากาศการลงทุนโดยรวม สำหรับ REIT นอกจากจะประกาศผลประกอบการแล้ว ส่วนใหญ่ประกาศจ่ายปันผลรายไตรมาส ประกอบกับราคาหน่วยทรัสต์ของหลายกองฯ ปรับลงมาจากอยู่ในระดับต่ำ จึงน่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหน่วยและเพิ่มความน่าสนใจในการลงทุน

REIT ที่เราชอบเป็นกองทรัสต์ประเภท Industrial ซึ่งกำลังเติบโตตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการลงทุนของประเทศ แนะนำ AIMIRT และ WHAIR ที่มีทรัพย์สินในทำเลยุทธศาสตร์ AIMIRT กำลังรับการแปลงสภาพของ PPF เข้ามาทำให้ส่วนผสมของ Freehold ในส่วนที่เป็น Leasehold มีอายุสัญญายาวขึ้น นอกจากนี้ กองทรัสต์ประเภทศูนย์การค้าและโรงแรม น่าสนใจตรงทิศทางการเติบโตตามภาคการท่องเที่ยว ศูนย์การค้าแนะนำ CPNREIT และ LHSC ที่มี Shopper traffic และอัตราการเช่าพื้นที่สูงมาก ทั้ง 2 กองทรัสต์อยู่ระหว่างเพิ่มทุนเพื่อสร้างความต่อเนื่องและการเติบโตของกระแสเงินสด ส่วนโรงแรมเราเลือก LHHOTEL ที่เพิ่มทุนเรียบร้อยแล้ว สินทรัพย์ใหม่ยังคงอยู่ในทำเลทองของนักท่องเที่ยว มีพื้นที่เช่าใกล้เคียงทรัพย์สินเดิม สร้าง s-curve สำหรับการเติบโตอีกครั้ง REIT ทั้ง 5 กองที่เราแนะนำ คาดว่า จะให้ Dividend yield ที่สูง 9-10% ต่อปี สรุปแนะนำ AIMIRT, CPNREIT, LHHOTEL, LHSC, WHAIR

Exhibit 10: REIT summary

	Unit price	Type	Lease expiry (years)	NAV (THB/unit)	Prem./Disc. to NAV (%)	P/NAV (x)	2024E Dividend yield (%)
AIMIRT TB	10.70	Freehold 60% Leasehold 40%	26.3	12.25	(12.65)	0.87	8.48
CPNREIT TB	10.40	Leasehold 100%	32.0	13.03	(20.18)	0.80	10.10
LHHOTEL TB	11.10	Leasehold 100%	22.2	11.67	(4.92)	0.95	10.62
LHSC TB	9.80	Leasehold 100%	16.8	12.30	(20.34)	0.80	9.76
WHAIR	5.80	Leasehold 100%	4.7	8.92	(35.01)	0.65	9.64

Sources: Company data, FSSIA estimates

AIM INDUSTRIAL GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

AIMIRT TB

BUY

รวม PPF สร้างการเติบโตให้ DPU

- เป็น Industrial REIT ที่มีทรัพย์สินมีคุณภาพ กระจายตัวทั้งประเภท ทำเล และฐานลูกค้า มีอัตราการเช่าสูงสุดในกลุ่มเดียวกัน
- ขยายการลงทุนเพิ่มหาทรัพย์สินคุณภาพเข้าพอร์ตทุกปี ล่าสุดเตรียมรวม PPF ซึ่งเป็นกองทุนที่มีกรรมสิทธิ์ (Freehold) ในที่ดิน อาคารและโรงงาน และไม่มีภาระเงินกู้
- คาด DPU เพิ่มขึ้นหลังรวม PPF ราคาต่ำกว่า NAV 13% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB14.00
CLOSE	THB10.70
UP/DOWNSIDE	+30.8%
TP vs CONSENSUS	-3.4%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	903	1,047	1,141	1,202
Net profit	502	628	725	772
EPS (THB)	0.84	0.79	0.92	0.98
vs Consensus (%)	-	(11.2)	(4.2)	2.1
EBITDA	686	791	880	926
Recurring net profit	526	628	725	772
Core EPS (THB)	0.88	0.79	0.92	0.98
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(7.1)	(10.2)	15.6	6.4
Core P/E (x)	12.1	13.5	11.7	11.0
Dividend yield (%)	8.3	8.5	8.5	8.8
EV/EBITDA (x)	13.9	14.6	13.2	12.5
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	43.5	33.8	34.2	33.5
ROE (%)	7.1	7.6	7.9	8.4

เป็น Industrial REIT ที่มีทรัพย์สินมีคุณภาพ หลากหลาย อัตราการเช่าสูง

AIMIRT เป็นกองทรัสต์ประเภท Industrial REIT ที่มีจุดเด่นด้านทรัพย์สินที่เข้าลงทุนที่หลากหลาย มีการกระจายความเสี่ยงทั้งประเภททรัพย์สินและทำเลที่ตั้ง สิ้นปี 2023 สัดส่วนรายได้กระจายตามประเภทของสินทรัพย์ มาจากคลังสินค้า 44% ถึงเก็บสารเคมีเหลว 29% ห้องเย็น 14% และอาคารโรงงาน 13% ผู้เช่ากระจายในหลากหลายอุตสาหกรรม ทำเลที่ตั้งกระจายในหลายจังหวัดทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง จะเชิงเทรา อัตราการเช่าใน 4Q23 อยู่ที่ 97.2% สูงกว่าอุตสาหกรรม และใกล้เคียง 100% มาตลอดหลายปีตั้งแต่ปี 2017

การรวม PPF ทำให้สัญญา Freehold เพิ่ม ส่วน Leasehold มีอายุกว่า 26 ปี

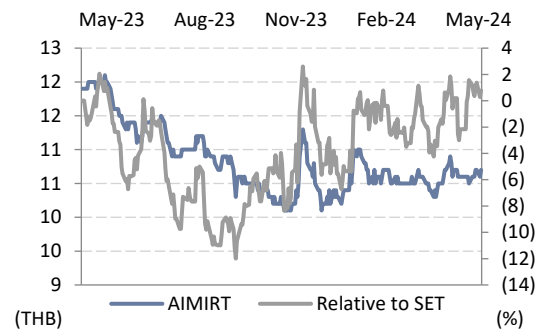
AIMIRT มีการลงทุนเพิ่มต่อเนื่องทุกปีตั้งแต่ IPO ในปี 2018 การเป็น Independent REIT ที่ไม่ได้มีบริษัทแม่เป็นเจ้าของทรัพย์สิน (Sponsor REIT) ไม่เป็นข้อจำกัดในการเพิ่มมูลค่าทรัพย์สิน โดยทรัพย์สินของ AIMIRT เพิ่มขึ้นจาก 2.5 พันล้านบาทในปี 2018 เป็น 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2023 (+35% CAGR) การรวม PPF เข้ามาตั้งแต่ 6 มิ.ย. 2024 จะทำให้ขนาดทรัพย์สินเพิ่มขึ้นอีก 23% เป็น 1.3 หมื่นล้านบาท ช่วยเพิ่มและกระจายแหล่งรายได้ ขยายฐานลูกค้า และเพิ่มสัดส่วนสัญญา Freehold จากปัจจุบัน 60% คาดว่าจะเป็น 67% เพราะทรัพย์สินของ PPF ทั้งหมดเป็น Freehold และเปิดโอกาสให้การกู้ยืมมากขึ้นเนื่องจาก PPF ไม่มีภาระเงินกู้

ผลประกอบการโตต่อเนื่องตามทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้น

ผลประกอบการของ AIMIRT เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามทรัพย์สินแม้ในช่วง Covid-19 ก็ยังเติบโต โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2018-23) รายได้ +39% CAGR กำไรจากการดำเนินงาน +33% CAGR สำหรับปี 2024 เราคาดว่ากรรวมกองทุน PPF จะทำให้รายได้ค่าเช่าและบริการปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 7% CAGR กำไรปกติ +11% CAGR

คาด DPU เติบโตต่อในปี 2024 ราคายังต่ำกว่า NAV 13% แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 14.00 บาทต่อหน่วย (DDM, WACC 9.5% LTG 3%) เราชอบ AIMIRT จาก 1) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตแข็งแกร่งตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่ลงทุนมีคุณภาพ กระจายตัวทั้งประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาตลอดและสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ การปรับเปลี่ยนสภาพ PPF ทำให้สัดส่วน Freehold เพิ่มขึ้น 5) Dividend yield สูง 8-9% และราคาต่ำกว่า NAV 13%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.0	0.9	(10.8)
Relative to country (%)	0.7	0.7	(0.3)
Mkt cap (USD m)	172		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Bangkok Life Assurance PCL. (7%)		
12m high/low (THB)	12.10/10.00		
Issued shares (m)	595.48		

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 AIMIRT ที่ 14.00 บาทต่อหน่วย (DDM, WACC 9.5% LTG 3%) เราชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตแข็งแกร่งตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่กองทรัสต์เข้าลงทุน มีคุณภาพ มีการกระจายตัวทั้งด้านประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาโดยตลอดและสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ 5) ผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงสามารถเติบโตได้แม้ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 และเป็นเงินปันผลที่สูงเป็นอันดับต้นๆ ใน Industrial REIT

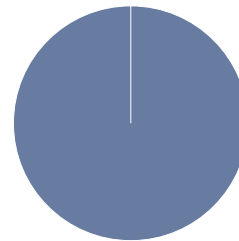
Company profile

AIMIRT เป็นกองทรัสต์ประเภท Industrial REIT ที่มีการกระจายลงทุนในคลังสินค้า โรงงาน ห้องเย็น และถังเก็บสารเคมีเหลว ผู้เช่ากระจายในหลากหลายอุตสาหกรรมทั้งอุตสาหกรรมสารทำละลาย โลจิสติกส์ ห้องเย็น โรงงานในนิคมอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภค เป็นต้น ทรัพย์สินกระจายอยู่ในทำเลต่างๆ ทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง ฉะเชิงเทรา ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีพื้นที่เช่าทั้งหมด 335,245 ตารางเมตรและมีความจุของถังเก็บสารเคมีเหลว 85,580 กิโลลิตร มีอัตราการเช่าเฉลี่ยทั้งปี 96.8% ใกล้เคียง 100% ตลอดหลายปีที่ผ่านมา สูงสุดในกลุ่ม Industrial REIT กองทรัสต์มีส่วนผสมของ Freehold 67% Leasehold 33% (หลังรวม PPF) มีอายุสัญญาเช่าคงเหลือเฉลี่ยยาว 26.3 ปี

www.aimirt.com

Principal activities (revenue, 2023)

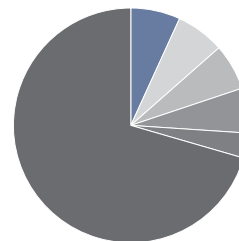
- Rental and service income - 100.0 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders

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



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) การปรับเพิ่มอัตราค่าเช่า 3) การเติบโตของเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศที่ดีกว่าคาด

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนชะลอมากกว่าคาด; 2) ลูกค้าไม่ต่อสัญญาและไม่สามารถหาลูกค้าใหม่มาทดแทนได้; 3) อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าคาด; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings and DPU announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Rental revenue	(THB m)	1,047	3,273	3,469
Net leaseable area	(sq.m)	469,583	469,583	469,583
Chemical storage	(kl.)	85,580	85,580	85,580
Leaseable area	(sq.m.)	440,065	3,632	3,741
Avg. occupancy rate	(%)	94%	23.3	22.9
Avg. rental rate per sq.m.	(THB/m)	198	211	220

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 3% change in the average rental rate, we project AIMIRT's 2024 core profit to change by 3%, all else being equal.
- For every 1% change in the occupancy rate, we project AIMIRT's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

ทรัพย์สินมีคุณภาพ กระจายความเสี่ยงทั้งประเภทและทำเล

AIMIRT มีทรัพย์สินที่หลากหลาย มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีทั้งประเภททรัพย์สินและทำเลที่ตั้ง โดยสิ้นปี 2023 ทรัพย์สินที่ AIMIRT เข้าลงทุนมี 14 โครงการจากเจ้าของ 9 ราย แบ่งสัดส่วนรายได้ตามประเภทของสินทรัพย์ มาจากคลังสินค้า 44% ถึงเก็บสารเคมีเหลว 29% ห้องเย็น 14% และอาคารโรงงาน 13% ในส่วนของผู้เช่า มีการกระจายในหลากหลายอุตสาหกรรมทั้งอุตสาหกรรมสารทำละลาย โลจิสติกส์ ห้องเย็น โรงงานในนิคมอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภค เป็นต้น การกระจายตัวของทรัพย์สินทำให้เกิดการกระจายตัวของทำเลที่ตั้งไปในหลายจังหวัดทั้งอยุธยา ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร ชลบุรี ระยอง ฉะเชิงเทรา เป็นต้น

ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีพื้นที่เช่าทั้งหมด 335,245 ตารางเมตรและมีความจุของถังเก็บสารเคมีเหลว 85,580 กิโลลิตร มีอัตราการเช่าเฉลี่ยทั้งปี 96.8% ใกล้เคียง 100% มาตลอดหลายปีตั้งแต่ปี 2017 แม้กระทั่งในช่วงโควิดที่อัตราการเช่าลดลงมาบ้างแต่ถือว่ายังอยู่ใกล้ 100% สะท้อนว่าการกระจายตัวของประเภททรัพย์สินที่หลากหลายและทำเลที่ตั้ง ช่วยกระจายความเสี่ยงให้แก่กองทรัสต์

อันที่จริงหากดูเป็นรายโครงการ ส่วนใหญ่มีผู้เช่าเต็ม 100% มีเพียงโครงการ TIP มีพื้นที่ว่างลง 1 ยูนิตจากทั้งหมด 3 โครงการ และ MS Warehouse ยูนิตที่ว่าง 1 ยูนิตจากทั้งหมด 5 ยูนิต ยูนิตที่ว่างลงคิดเป็นรายได้ไม่ถึง 5% ของรายได้รวม ทั้งนี้ อัตราการเช่าเฉลี่ยที่ 96.8% สูงกว่าอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ย 91.0%

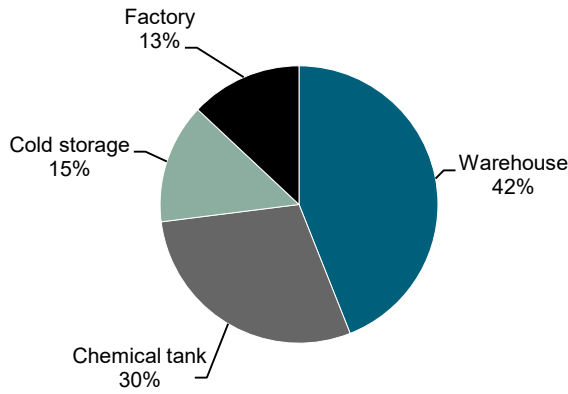
Exhibit 11: Projects under management in 4Q23

<p>SCC OR = 100%</p> 	<p>TAFFETA OR = 100%</p> 	<p>PCW PRECIOUS WOOD® OR = 100%</p> 	<p>OR = 100% SCGJWD LOGISTICS</p> <p>PCS</p> 
<p>BIP OR = 100%</p> 	<p>MS WAREHOUSE OR = 86%</p> 	<p>OR = 92%</p> <p>TIP 7</p> 	<p>JPAC 1&2</p> 
<p>CHEWA OR = 100%</p> 	<p>LF OR = 100%</p> 	<p>TIP 8</p> 	<p>DTS</p> 
		<p>TIP 5&8</p> 	<p>JWD NAVA</p> 

Note: Info as of December 2023

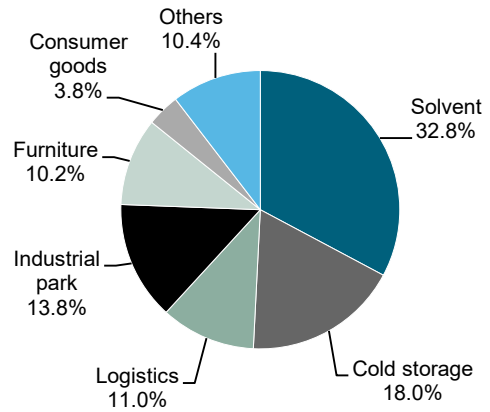
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Revenue contribution by asset type



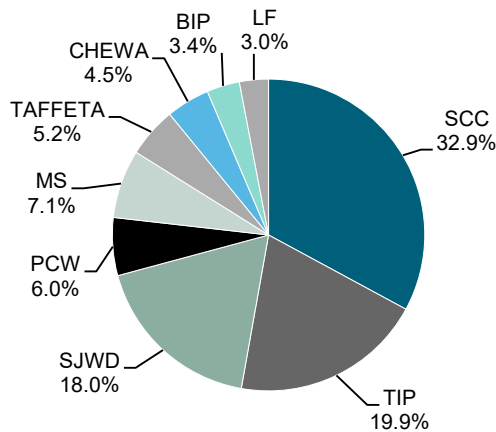
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 13: Revenue contribution by tenants' industry



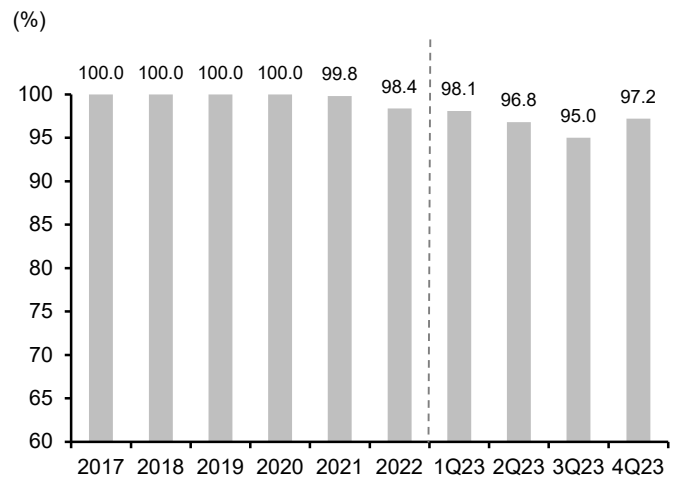
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Revenue contribution by projects



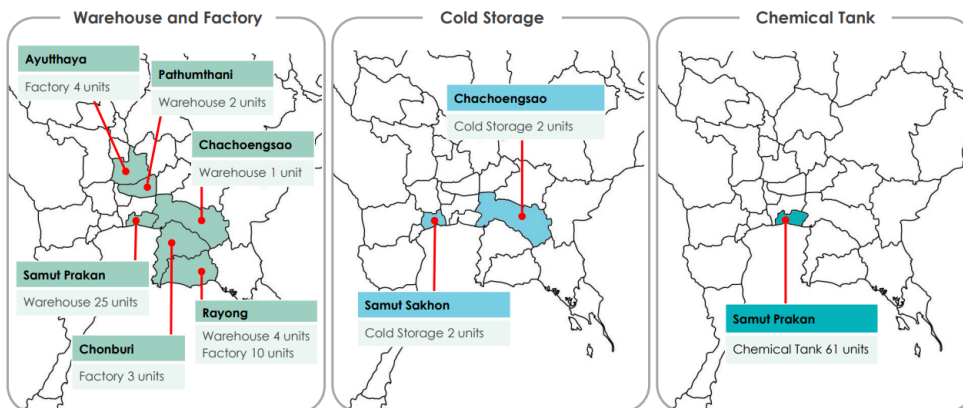
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 15: Occupancy rate



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

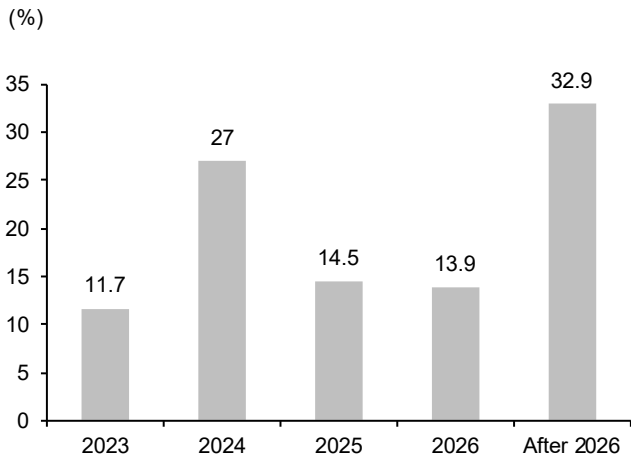
Exhibit 16: Strategic and diversified locations of industrial properties



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

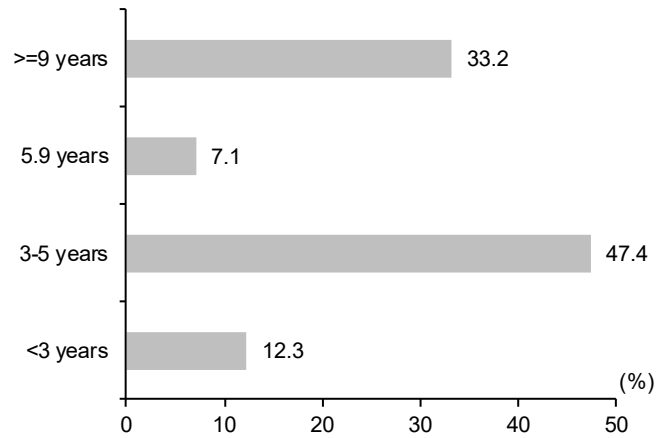
ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2023 สัญญาเช่ามีสัดส่วน Freehold : Leasehold 60% : 40% ในส่วนที่เป็น Leasehold สัญญาเช่ามีอายุเหลืออยู่เฉลี่ย 26.3 ปี

Exhibit 17: Lease expiry profile



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 18: Lease term



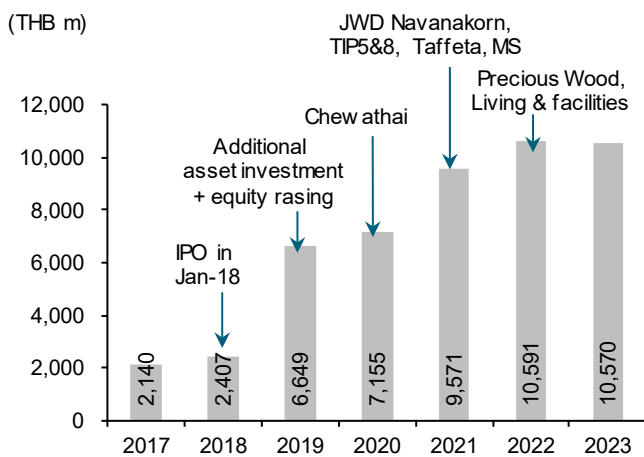
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

สินทรัพย์รวมสิ้นปี 2023 อยู่ที่ 11,068 ล้านบาท โดยหลักเป็นเงินลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่า 10,570 ล้านบาท ซึ่งลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อยจากการประเมินมูลค่าทรัพย์สินประจำปี และมีผลขาดทุนทางบัญชีจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรม แต่เติบโตต่อเนื่องจาก 2,407 ล้านบาทในปี 2018 ซึ่งเป็นปีแรกที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แผลงของเงินลงทุนมาจากการเพิ่มทุนและการก่อหนี้ โดยเฉพาะในปี 2021-22 ที่กองทรัสต์ขยายการลงทุนอย่างรวดเร็วโดยเข้าลงทุนในโครงการเจดีย์เบญจศี นวนคร โครงการ TIP 5 และ 8 โครงการ Thai Taffeta และโครงการ MS Warehouse และในปี 2022 ยังเข้าลงทุนเพิ่มในอีก 2 โครงการ ส่งผลให้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้นจาก 2,592 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 3,481 ล้านบาทในปี 2022 ก่อนจะปรับลดลงเล็กน้อยในปี 2023 จากการชำระคืนเงินกู้

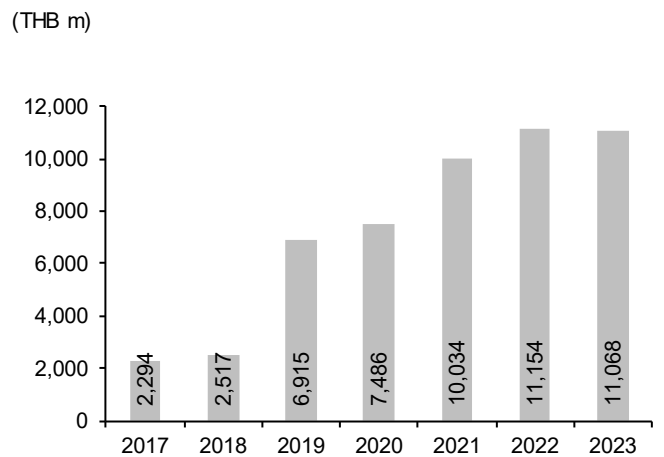
แม้หนี้เงินกู้จะเพิ่มขึ้นแต่อัตราส่วนหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ต่ำกว่า 0.5 เท่ามาโดยตลอด เงินกู้จำนวนดังกล่าวจะครบกำหนดในปี 2025 ราว 27% ซึ่งกองทรัสต์ได้เตรียมปรับโครงสร้างเงินทุนไว้แล้ว

Exhibit 19: Investment in properties in 2017-23



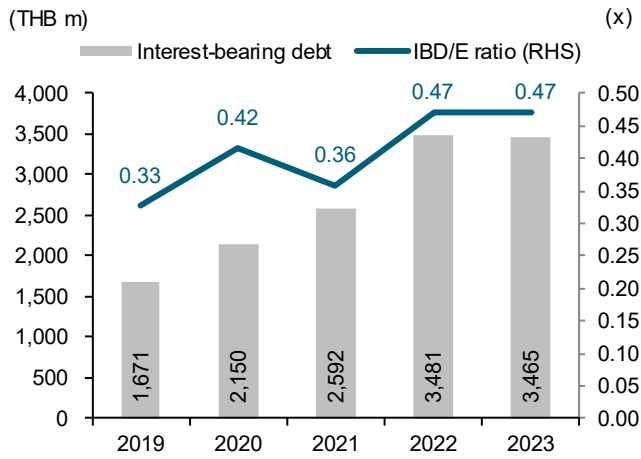
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 20: Total assets in 2017-23



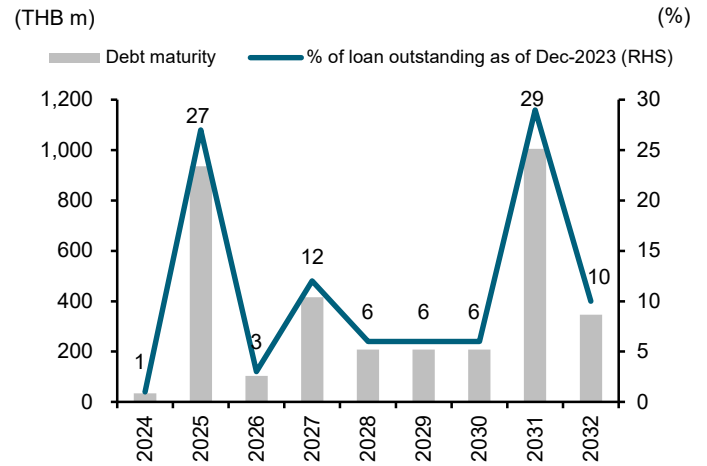
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 21: Interest-bearing debt and IBD/E ratio



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 22: Debt maturity profile

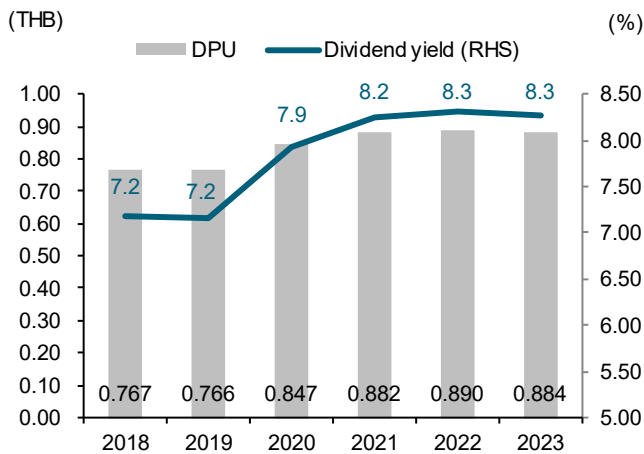


Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

AIMIRT จ่ายเงินปันผลสูงเป็นลำดับต้น ๆ ในกลุ่ม Industrial REIT

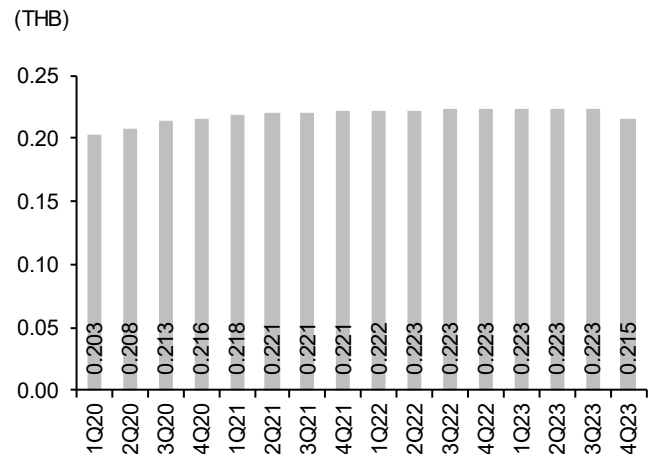
AIMIRT จ่ายเงินปันผล (DPU) สม่าเสมอในระดับสูงเป็นอันดับต้น ๆ นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ตามมูลค่าการลงทุนและผลประกอบการที่เพิ่มขึ้น แม้แต่ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ปี 2019 เงินปันผลแทบไม่ถูกกระทบและหลังจากนั้น DPU เพิ่มขึ้นทุกปี สำหรับปี 2024 AIMIRT จ่ายเงินปันผล 0.884 บาทต่อหน่วย ลดลงเล็กน้อยจากปีก่อนหน้าจากผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดที่ปรับสูงขึ้นตลอดทั้งปี ซึ่งทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มสูงขึ้น แต่ AIMIRT ยังคงเป็นกองทรัสต์ที่จ่ายเงินปันผลสูงโดยให้ Dividend yield ถึงกว่า 8% ต่อปี

Exhibit 23: DPU, yearly



Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 24: DPU, quarterly



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

PPF เป็นทรัพย์สินที่มีศักยภาพ หนุนทรัพย์สินรวมเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญ

การแปลงสภาพของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ปิ่นทอง อินดัสเตรียล ปาร์ค (PPF) เข้าร่วมกับกอง AIMIRT โดยการออกหน่วยทรัสต์เพิ่มทุนเพื่อแลกหุ้น พร้อมเงินสด เพื่อแลกเปลี่ยนกับทรัพย์สินและหนี้สินของ PPF โดยคาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จภายในวันที่ 6 มิ.ย. 2024

การรับแปลงสภาพของกองทุนรวม PPF จะทำโดยการแลกหุ้น (Swap) โดยมีอัตราการแลกหุ้นคือ 1 PPF : 0.8731 AIMIRT และเงินสด 0.75 บาทต่อหน่วยของ PPF ทั้งนี้ AIMIRT จะเพิ่มทุนไม่เกิน 196.0 ล้านบาทให้แก่ผู้ถือหน่วยของ PPF และกู้เงินไม่เกิน 550 ล้านบาท เพื่อส่งมอบให้กองทุนรวม PPF ไม่เกิน 168.4 ล้านบาท ส่วนที่เหลือรองรับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการแปลงสภาพ และชำระคืนเงินกู้ของกองทรัสต์บางส่วนเพื่อเป็นการปรับโครงสร้างเงินทุน ทำให้ AIMIRT จะไม่มีภาระต้องชำระคืนเงินกู้ในปี 2024 และทำให้ทุนชำระแล้วของ AIMIRT ภายหลังการเพิ่มทุนเพิ่มขึ้นเป็น 791.5 ล้านบาท

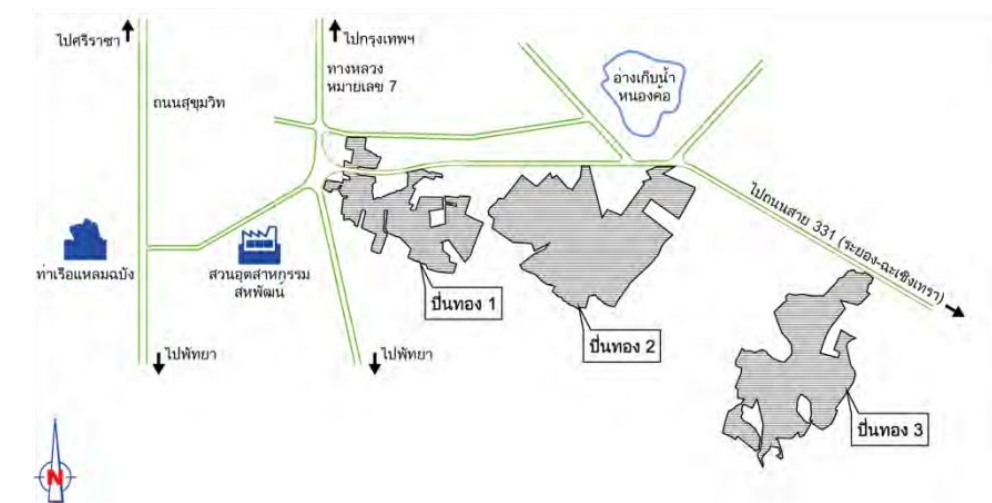
PPF เป็นกองทรัสต์ที่ลงทุนในกรรมสิทธิ์ที่ดิน อาคารโรงงาน และคลังสินค้า เป็น Freehold ทั้งหมดอยู่ในโครงการนิคมอุตสาหกรรมปิ่นทอง 1 ปิ่นทอง 2 และปิ่นทอง 3 ในเขต EEC จังหวัดชลบุรี ณ สิ้นปี 2023 มีโรงงานและคลังสินค้ารวม 90 ยูนิต พื้นที่รวม 151 ไร่ พื้นที่ให้เช่ารวม 134,338 ตร.ม.

Exhibit 25: Assets of PPF

	จำนวนเฟส	จำนวนยูนิตโรงงาน/คลังสินค้า	พื้นที่ (ไร่-งาน-ตร.ว.)	พื้นที่อาคาร (ตร.ม.)
ปิ่นทอง 1 (PIP1)	10	59	86-0-42.2	84,999
ปิ่นทอง 2 (PIP2)	5	28	54-0-37.5	41,539
ปิ่นทอง 3 (PIP3)	1	3	11-1-7.4	7,800
รวม	19	90	151-1-87.1	134,338

Source: PIN

Exhibit 26: Location of Pinthong Industrial Estate



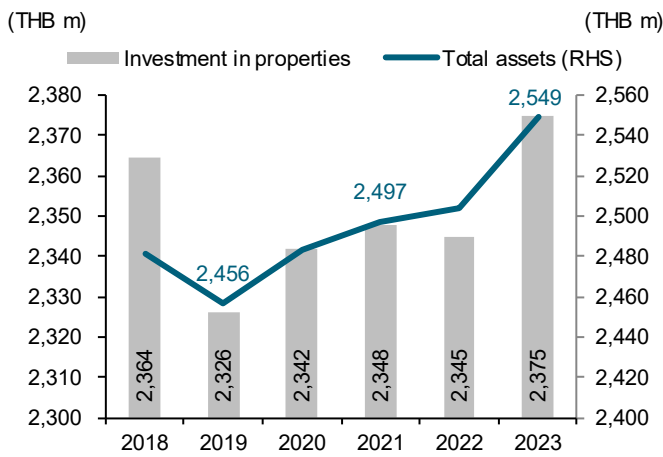
Source: PPF prospectus

ผู้เช่าหลักของ PPF อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนยานยนต์ โดยในปี 2023 มีสัดส่วน 39% รองลงมา เป็นกลุ่มโลหะ 14% กลุ่มบรรจุภัณฑ์ 9% กลุ่มพลาสติก 7% เป็นต้น ลูกค้านำ 41% เป็นชาวญี่ปุ่น รองลงมาเป็นชาวไทย 20%

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2019-23) สินทรัพย์ของ PPF เพิ่มขึ้นจาก 2,456 ล้านบาทในปี 2019 เป็น 2,549 ล้านบาทในปี 2023 โดยเป็นเงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ 2,375 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 2,326 ล้านบาท ในปี 2019 โครงการก่อสร้างที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักรายได้จากค่าเช่าและค่าบริการโตต่ำเฉลี่ย 1.3% CAGR ในช่วงปี 2018-23 แต่มีความสม่ำเสมอจากอัตราการเช่าเฉลี่ยที่สูงกว่า 85% มาโดยตลอด โดย รายได้อยู่ในระดับเฉลี่ย 205 ล้านบาทต่อปี และมีกำไรจากการดำเนินงานเฉลี่ย 170 ล้านบาทต่อปี หรือ ขยายตัว 1.8% CAGR (2018-23)

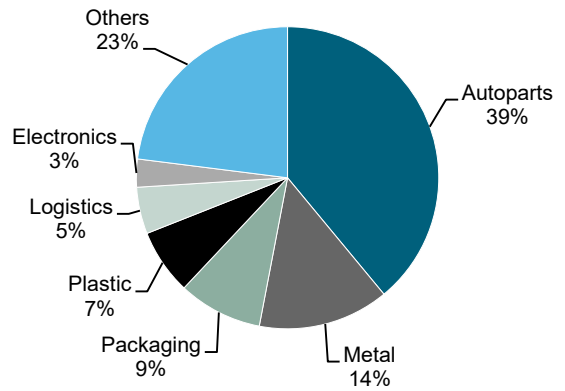
นอกจากนี้ PPF จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอในอัตราปีละ 0.700-0.7116 บาทต่อหน่วย สำหรับปี 2023 ที่ ผ่านมา PPF จ่ายเงินปันผล 0.753 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield 7.2%

Exhibit 27: PPF's investment in properties and total assets



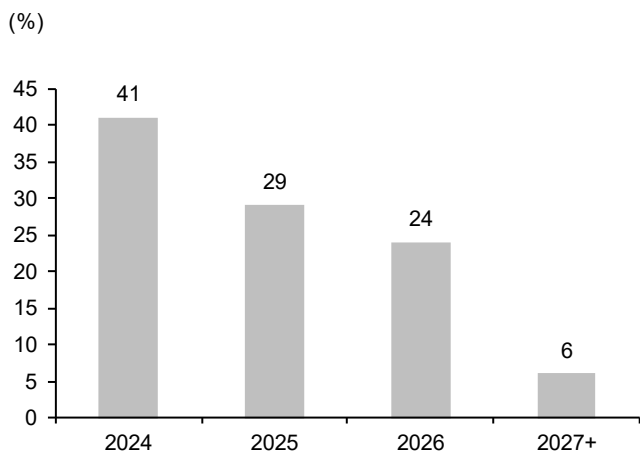
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 28: Revenue contribution by industry



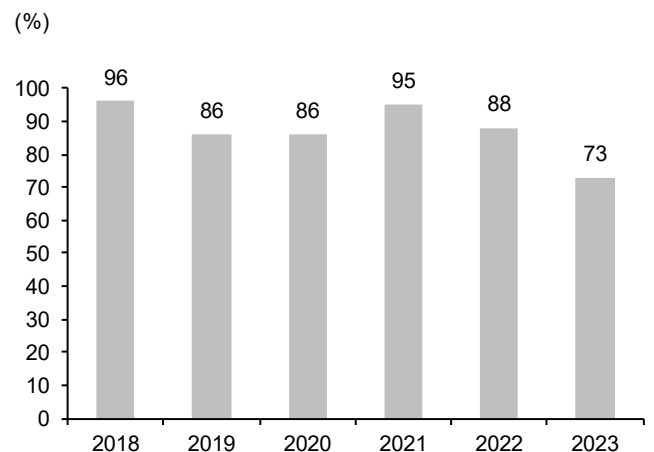
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 29: PPF's contract expiry



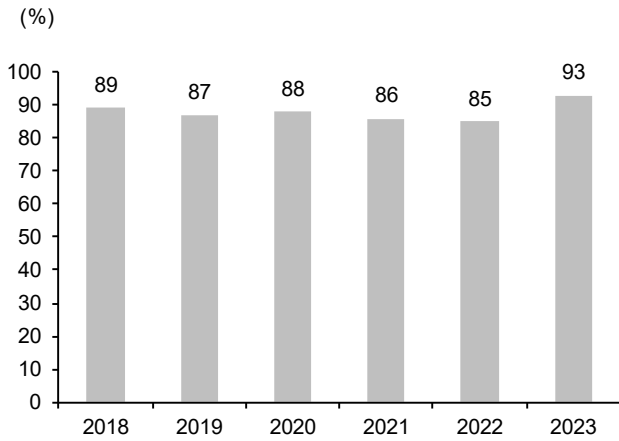
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 30: PPF's contract renewal rate



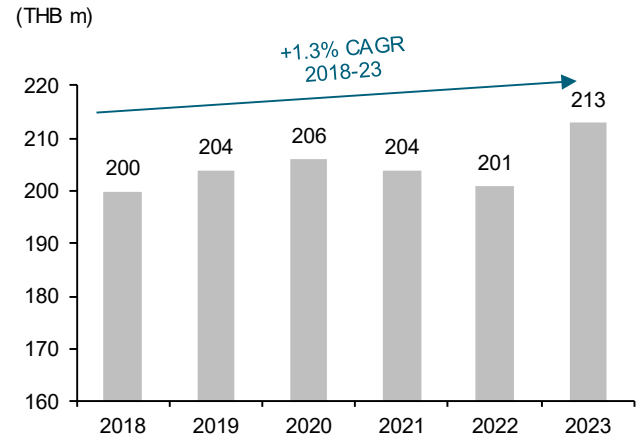
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 31: PPF's occupancy rate



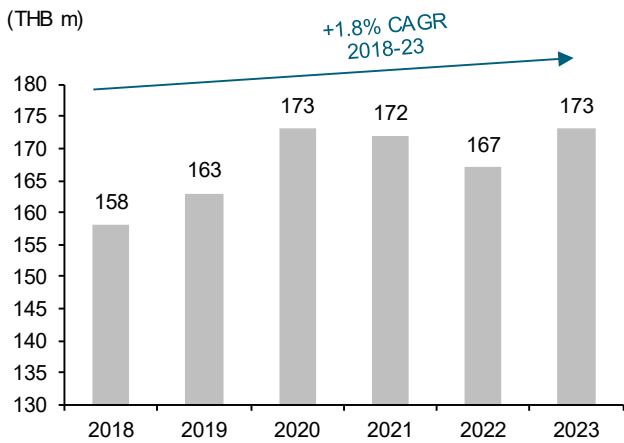
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 32: PPF's rental and service revenue



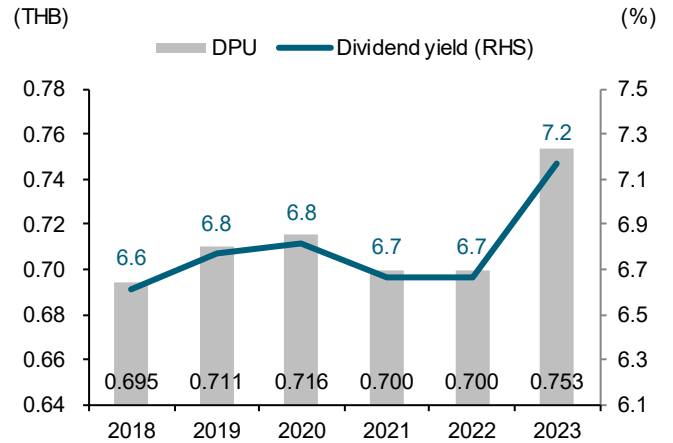
Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 33: PPF's core profit



Sources: PPF, FSSIA's compilation

Exhibit 34: PPF's DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024
Sources: PPF, FSSIA's compilation

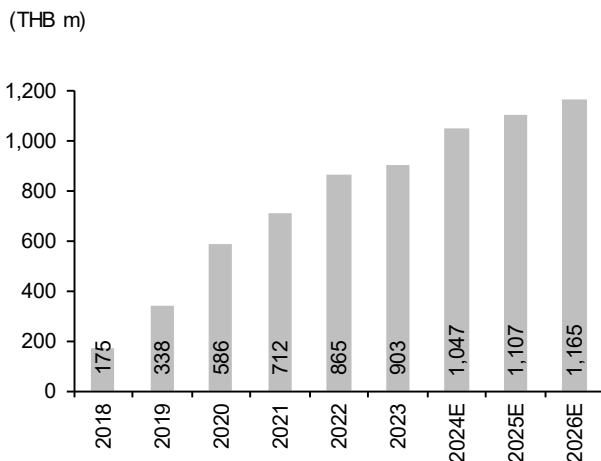
การรวม PPF เป็นประโยชน์ต่อทั้งผู้ถือหน่วยทั้งสองฝ่าย

การรวมกันระหว่าง AIMIRT และ PPF เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหน่วยทั้งสองฝ่าย ตอบโจทย์ AIMIRT ใน การเพชพันหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพและสร้างการเติบโตอย่างต่อเนื่อง

- 1) ขนาดทรัพย์สินของ AIMIRT ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 23% หรือประมาณ 2.5 พันล้านบาท เป็น 1.36 หมื่นล้านบาท
- 2) กระจายความเสี่ยงของประเภททรัพย์สิน ทำเลที่ตั้ง เพิ่มความหลากหลายของแหล่งรายได้มากขึ้นกว่าเดิม โดยลูกค้าในอุตสาหกรรมยานยนต์ โลหะ และทำเลในเขตแหลมฉบัง EEC นั้น ในปัจจุบัน AIMIRT แทบไม่มี การที่ทรัพย์สินของ PPF อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของภาคอุตสาหกรรม สร้าง Synergy เพิ่มความสามารถในการสร้างรายได้ค่าเช่าในระยะยาว
- 3) อายุของทรัพย์สินยาวขึ้น ณ สิ้นปี 2023 ที่ AIMIRT มีสัญญาประเภท Freehold : Leasehold 60 : 40 ซึ่งในส่วน 40% ที่เป็นสัญญาเช่า มีอายุคงเหลือ 26.3 ปี ขณะที่ทรัพย์สินของ PPF ทั้งหมดเป็น Freehold ทำให้สัดส่วนสัญญา Freehold ของทั้งกลุ่มคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 67%

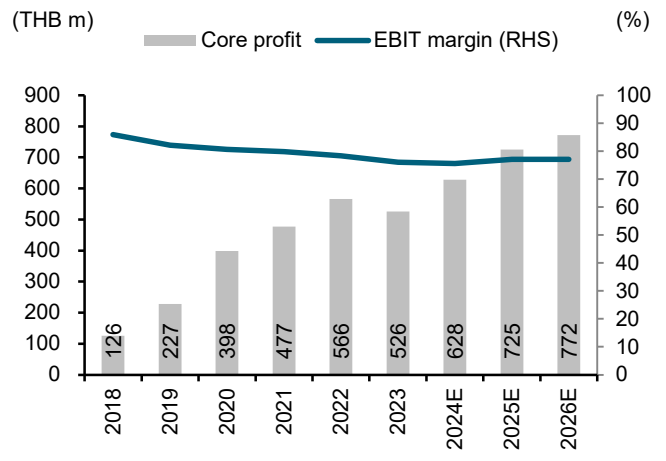
- 4) เปิดโอกาสให้การกู้ยืมมากขึ้นในอนาคตเนื่องจาก PPF ไม่มีภาระเงินกู้ การรวมกับ PPF ซึ่งเป็นทรัพย์สินประเภท Freehold ทั้งหมด คาดว่าจะทำให้อัตราส่วนหนี้มีดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวม (IBD/TA) ลดลงจากสิ้นปี 2023 ที่ 31.3% เป็น 26.0% สิ้นปี 2024 และเหลือราว 25% สิ้นปี 2025 AIMIRT จึงสามารถใช้ประโยชน์จากสัดส่วนการกู้ยืมเงินที่ลดลง ขยายการลงทุนได้ในอนาคต (ทั้งนี้ กองทรัสต์สามารถกู้ยืมเงินได้ไม่เกิน 35% ของมูลค่าทรัพย์สินรวม แต่หากมี rating ระดับ Investment grade กู้ได้ถึง 60% ของมูลค่าขายดัตสินทรัพย์สินรวม)
- 5) รายได้และกำไรจากการดำเนินงานของ AIMIRT เพิ่มขึ้นทันทีประมาณปีละ 200 ล้านบาทและ 170 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 23% และ 33% ตามลำดับ สำหรับปี 2024 เราคาดว่า การรับแปลงสภาพของ PPF จะเกิดขึ้นในช่วง 2H24 ภายหลังจากกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับค่าธรรมเนียมการแปลงสภาพกองทุน PPF เป็น REIT มีผลบังคับใช้ราวกลางปี 2024 ทำให้ AIMIRT รับรู้ผลประกอบการของ PPF เพียงครึ่งปีในปี 2024 เราคาดรายได้ค่าเช่าและบริการปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 16%/9%/5% (+7% CAGR) คาดกำไรปกติเติบโต 19%/16%/6% (+11% CAGR)
- 6) คาดเงินปันผลปี 2024 หลังรวม PPF เพิ่มเป็น 0.907 บาท เป็น Dividend yield สูงถึง 8.5%
- 7) มูลค่าตลาดของ AIMIRT คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นกว่า 8.4 พันล้านบาท จากปัจจุบัน 6.4 พันล้านบาท เป็น REIT ที่ใหญ่เป็นอันดับ 11 สภาพคล่องในการซื้อขายเพิ่มขึ้น

Exhibit 35: AIMIRT's post-merger revenue



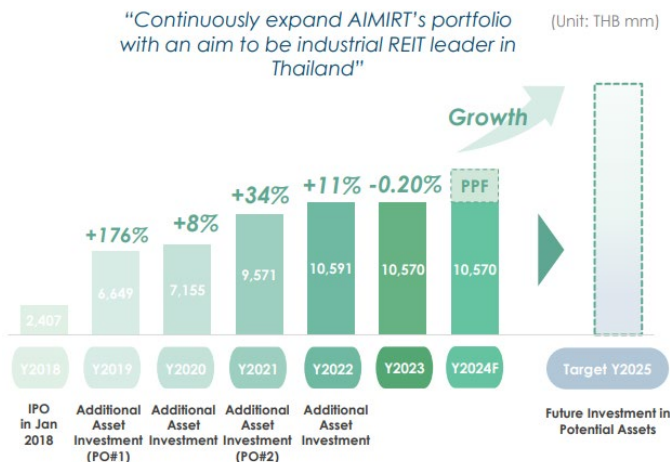
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

Exhibit 36: AIMIRT's post-merger EBIT margin & core profit



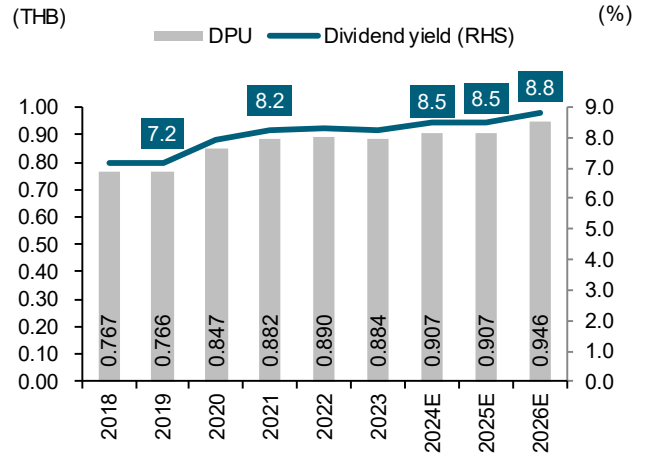
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

Exhibit 37: AIMIRT: Inorganic growth through acquisitions



Source: AIMIRT

Exhibit 38: Post-merger DPU and dividend yield

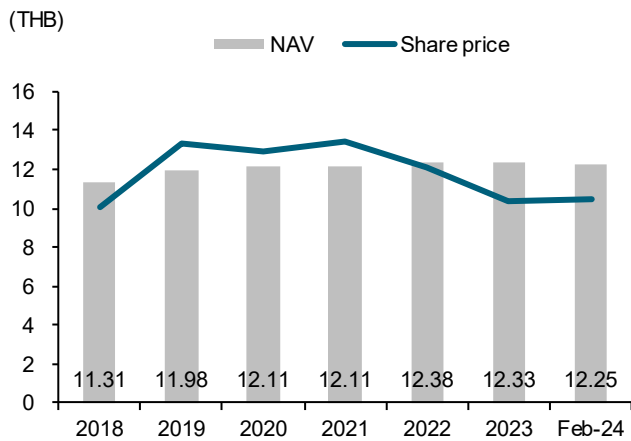


Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024
Sources: AIMIRT, PPF, FSSIA estimates

ประเมินราคาเหมาะสม 14 บาท

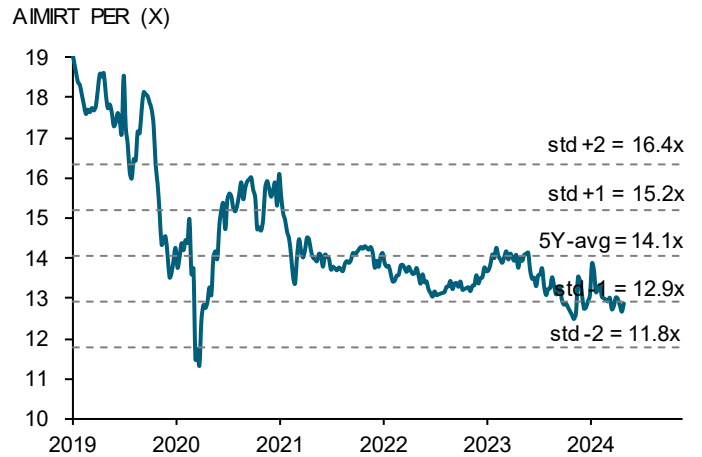
เราประเมินราคาเหมาะสมของ AIMIRT ที่ 14.00 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 9.5% Long-term growth rate 3% แนะนำซื้อ เราชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) เป็น Industrial REIT ที่มีการเติบโตแข็งแกร่งตามการเติบโตของภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 2) ทรัพย์สินที่กองทรัสต์เข้าลงทุน มีคุณภาพ มีการกระจายตัวทั้งด้านประเภท ทำเล ฐานลูกค้า 3) อัตราการเช่าสูงมากมาโดยตลอด และสูงกว่าอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน 4) สามารถในการหาทรัพย์สินเข้ามาเติมพอร์ตได้สม่ำเสมอ 5) ผลตอบแทนจากเงินปันผลจึงสามารถเติบโตได้แม้ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 คิดเป็น Dividend yield สูงถึงกว่า 8% และราคายังต่ำกว่า NAV 13%

Exhibit 39: AIMIRT's NAV vs share price



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 40: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	865	903	1,047	1,141	1,202
Cost of goods sold	(68)	(88)	(105)	(110)	(115)
Gross profit	797	815	942	1,032	1,086
Other operating income	2	9	12	13	13
Operating costs	(122)	(138)	(163)	(166)	(174)
Operating EBITDA	677	686	791	880	926
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	677	686	791	880	926
Net financing costs	(111)	(160)	(163)	(154)	(154)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	122	(24)	0	0	0
Profit before tax	688	502	628	725	772
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	688	502	628	725	772
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	688	502	628	725	772
Non-recurring items & goodwill (net)	(122)	24	0	0	0
Recurring net profit	566	526	628	725	772
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.95	0.88	0.79	0.92	0.98
Reported EPS	1.16	0.84	0.79	0.92	0.98
DPS	0.89	0.88	0.91	0.91	0.95
Diluted shares (used to calculate per share data)	595	595	791	791	791
Growth					
Revenue (%)	21.5	4.3	16.0	9.0	5.3
Operating EBITDA (%)	19.1	1.3	15.3	11.2	5.2
Operating EBIT (%)	19.1	1.3	15.3	11.2	5.2
Recurring EPS (%)	18.8	(7.1)	(10.2)	15.6	6.4
Reported EPS (%)	41.1	(27.1)	(5.9)	15.6	6.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	92.1	90.2	90.0	90.4	90.4
Gross margin exc. depreciation (%)	92.1	90.2	90.0	90.4	90.4
Operating EBITDA margin (%)	78.3	76.0	75.5	77.1	77.0
Operating EBIT margin (%)	78.3	76.0	75.5	77.1	77.0
Net margin (%)	65.5	58.3	60.0	63.6	64.2
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	93.6	100.1	114.3	99.0	97.0
Interest cover (X)	6.1	4.3	4.8	5.7	6.0
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.8	6.5	6.7	6.8	7.1
ROIC (%)	6.8	6.5	6.7	6.8	7.1
ROE (%)	7.8	7.1	7.6	7.9	8.4
ROA (%)	6.4	6.2	6.4	6.5	6.8

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	865	903	1,047	1,141	1,202

Sources: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	566	526	628	725	772
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(833)	(52)	(2,465)	0	0
Change in working capital	45	120	257	101	151
Cash flow from operations	(222)	594	(1,580)	826	923
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	(529)	(531)	(718)	(718)	(749)
Equity finance	0	0	1,960	0	0
Debt finance	888	(17)	0	73	(17)
Other financing cash flows	(101)	(150)	(163)	(154)	(154)
Cash flow from financing	258	(699)	1,079	(799)	(919)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	579	8	34
Net other adjustments	0	0	579	8	34
Movement in cash	36	(105)	78	35	38
Free cash flow to firm (FCFF)	(110.96)	754.20	(1,417.21)	980.32	1,076.85
Free cash flow to equity (FCFE)	564.42	426.61	(1,164.59)	753.19	787.02

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
FCFF per share	(0.19)	1.27	(2.38)	1.65	1.81
FCFE per share	0.95	0.72	(1.96)	1.26	1.32
Recurring cash flow per share	(0.45)	0.80	(2.32)	0.92	0.98

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	10,763	10,769	13,234	13,234	13,234
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	10,763	10,769	13,234	13,234	13,234
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	376	271	349	384	422
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	16	28	28	30	33
Current assets	391	299	377	414	456
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	11,154	11,068	13,611	13,648	13,689
Common equity	7,372	7,343	9,213	9,220	9,243
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	7,372	7,343	9,213	9,220	9,243
Long term debt	3,481	3,465	3,465	3,538	3,521
Other long-term liabilities	19	18	586	585	609
Long-term liabilities	3,500	3,483	4,051	4,122	4,130
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	282	243	347	305	316
Current liabilities	282	243	347	305	316
Total liabilities and shareholders' equity	11,154	11,068	13,611	13,648	13,689
Net working capital	(266)	(215)	(319)	(275)	(283)
Invested capital	10,497	10,554	12,915	12,959	12,951

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

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Book value per share	12.38	12.33	11.64	11.65	11.68
Tangible book value per share	12.38	12.33	11.64	11.65	11.68

Financial strength	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net debt/equity (%)	42.1	43.5	33.8	34.2	33.5
Net debt/total assets (%)	27.8	28.9	22.9	23.1	22.6
Current ratio (x)	1.4	1.2	1.1	1.4	1.4
CF interest cover (x)	6.1	3.7	(6.1)	5.9	6.1

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	11.2	12.1	13.5	11.7	11.0
Recurring P/E @ target price (x) *	14.7	15.9	17.7	15.3	14.4
Reported P/E (x)	9.3	12.7	13.5	11.7	11.0
Dividend yield (%)	8.3	8.3	8.5	8.5	8.8
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Price/tangible book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x) **	14.0	13.9	14.6	13.2	12.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	16.9	16.8	17.9	16.2	15.3
EV/invested capital (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

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

Sources: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

CPN RETAIL GROWTH LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

CPNREIT TB

BUY

REIT ค้ำปลีกที่ใหญ่ที่สุด บันผลสูง โตพร้อม CPN

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

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

KEY STOCK DATA

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

เป็น REIT ค้ำปลีกที่มีขนาดทรัพย์สินใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ โตไปกับ CPN

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

ต่อสัญญาสองศูนย์หลักสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด

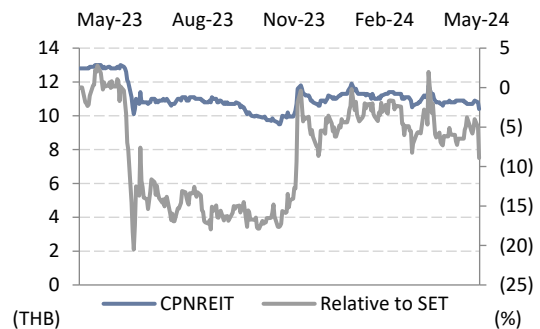
การระดมทุน 25,014 ล้านบาทในครั้งนี้ เพื่อนำเงินไปต่อสัญญาโครงการ 2 แห่งคือเซ็นทรัลปิ่นเกล้า (หมดสัญญาเดือน ธ.ค. 2024) และเซ็นทรัลพระราม 2 (หมดสัญญาเดือน ส.ค. 2025) ทั้ง 2 โครงการสร้างรายได้หลักให้แก่กองทรัสต์โดยมีสัดส่วนรายได้ค่าเช่ารวมกัน 43% ของรายได้รวมในปี 2023 การต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักครั้งนี้เป็นการสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด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

คาด DPU เพิ่มขึ้นในระยะยาว ตั้งเป้าเพิ่มสินทรัพย์เท่าตัวใน 8 ปีข้างหน้า

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

Dividend yield สูงราว 10% ราคายังต่ำกว่า NAV 20% แนะนำซื้อ

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



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

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

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

Investment thesis

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

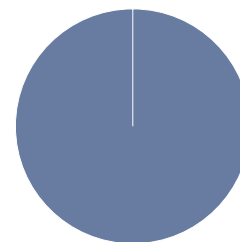
Company profile

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

www.cpnreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

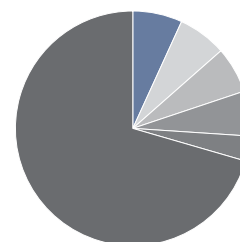
- Rental and service income - 100.0 %



Source: CPN Retail Growth Leasehold REIT

Major shareholders

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



Source: CPN Retail Growth Leasehold REIT

Catalysts

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

Risks to our call

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

Event calendar

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

Key assumptions

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

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

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

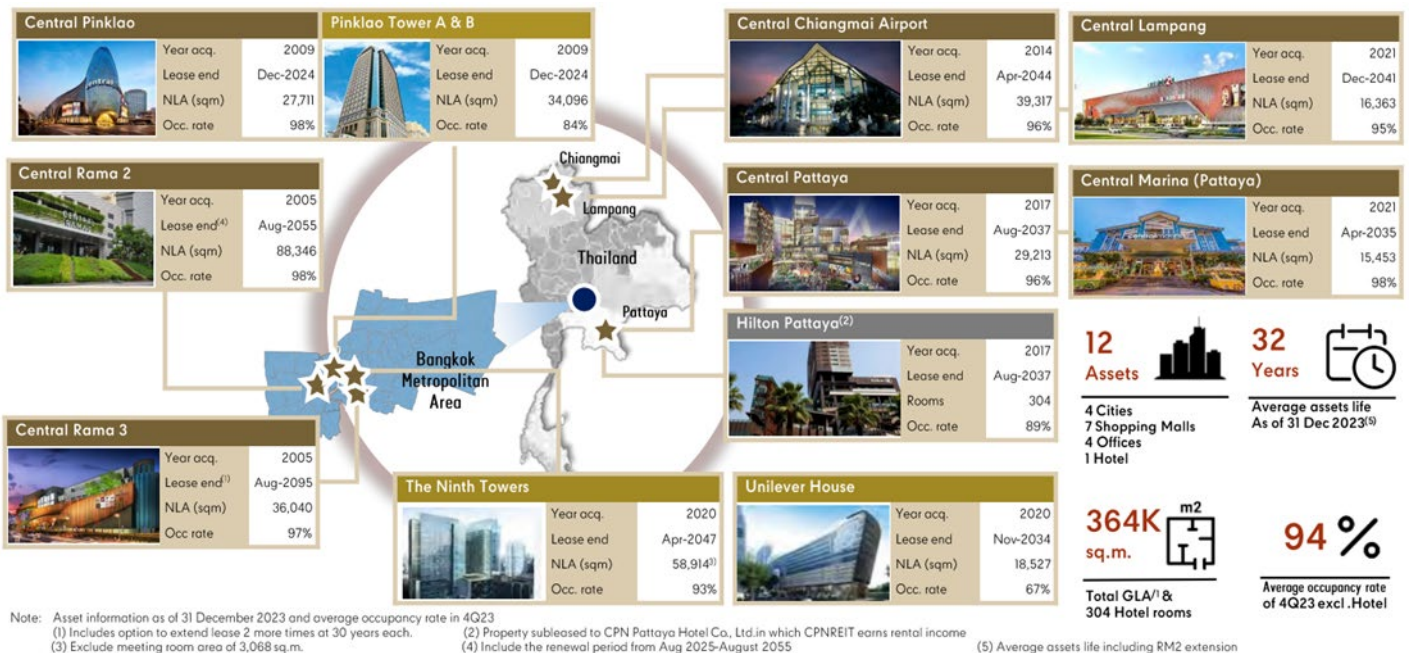
Source: FSSIA estimates

กองทรัสต์ค้าปลีกที่มีมูลค่าตลาดใหญ่ที่สุดในไทย

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

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

Exhibit 41: Asset portfolio

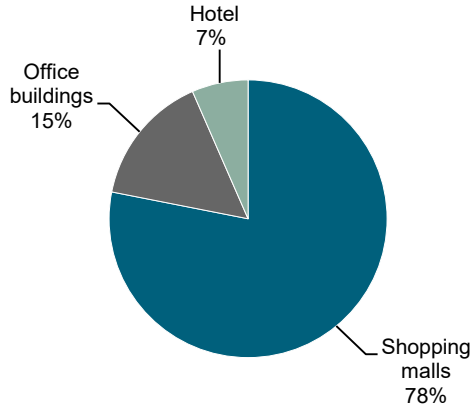


Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

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

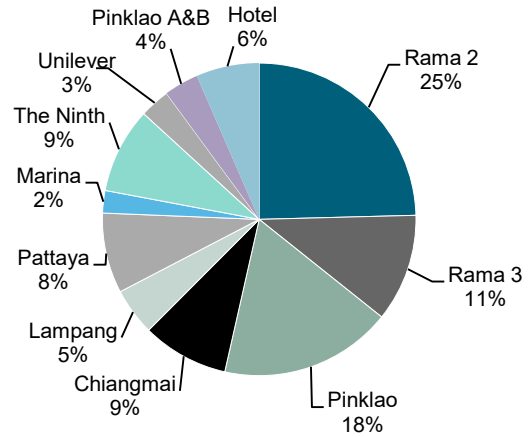
สำหรับปี 2023 Fixed rate มีสัดส่วน 63% อีก 37% เป็น Consignment สัญญาเช่าคงที่ทำให้ CPNREIT มีกระแสเงินสดที่มั่นคง ขณะที่สัญญาส่วนแบ่งรายได้ทำให้มีโอกาสได้รับค่าเช่าเพิ่มกรณีที่ผู้เช่ามีรายได้ดีขึ้น ถือเป็นส่วนผสมที่ดี

Exhibit 42: Revenue structure by assets



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

Exhibit 43: Revenue contribution by projects



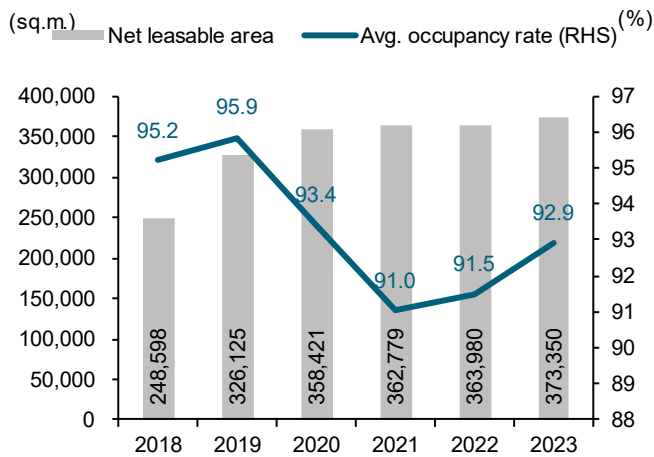
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ทรัพย์สินมีศักยภาพสูง เติบโตตามการบริโภคและการท่องเที่ยว

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

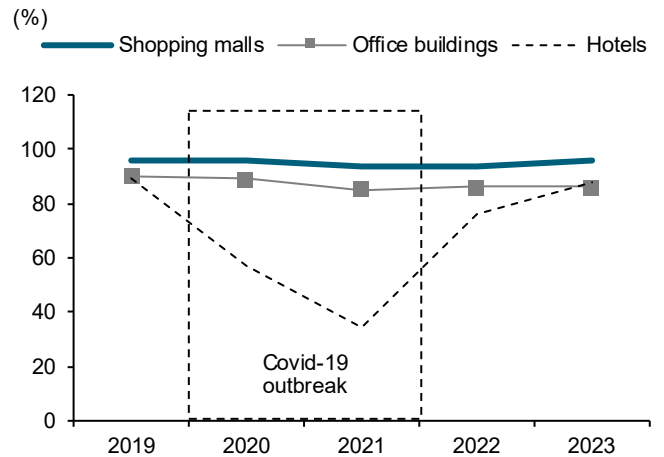
ผลการดำเนินงานในปี 2023 สินทรัพย์ทุกประเภทฟื้นตัวจาก Covid-19 หมดแล้ว อัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยอยู่ที่ 93% ศูนย์การค้าอยู่ที่ 96% อาคารสำนักงานอยู่ที่ 86% โรงแรมฮิลตันพัทยามีอัตราการเข้าพัก 88% RevPar สูงกว่าก่อนโควิดแล้ว ทั้งนี้ สำหรับอาคาร Unilever House ที่ขอคืนพื้นที่ 4 ชั้นในทั้งหมด 6 ชั้น ในจำนวน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

Exhibit 44: Net leasable area and average occupancy rate



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

Exhibit 45: Occupancy rate by asset



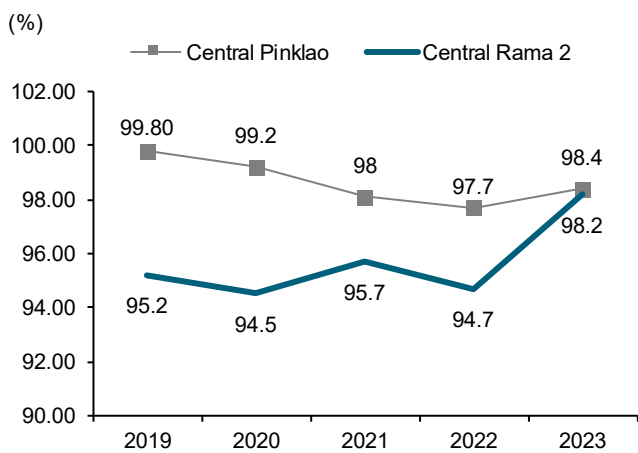
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด

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

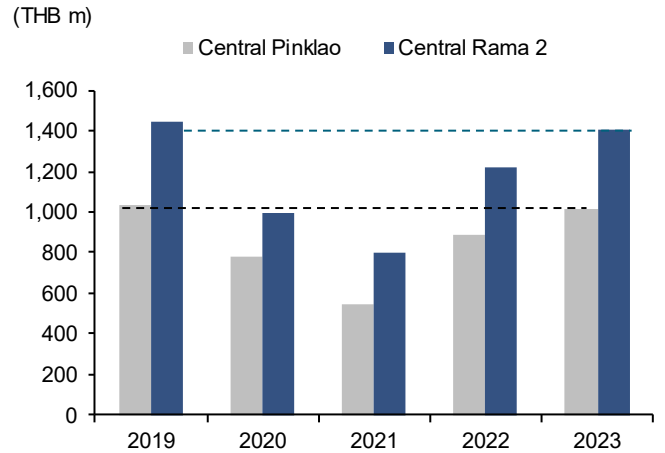
การต่อสัญญาสองศูนย์การค้าหลักครั้งนี้เป็นการสร้างความต่อเนื่องของกระแสเงินสด เซ็นทรัลพระราม 2 มีพื้นที่เพิ่มขึ้นกว่า 9 พัน ตร.ม. เป็น 97,716 ตร.ม. ขนาดของสินทรัพย์รวมเพิ่มจาก 8.1 หมื่นล้านบาท สิ้นปี 2023 เป็นประมาณ 8.6 หมื่นล้านบาท และทำให้การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น โดยการครบอายุสัญญาใหม่ของเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม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

Exhibit 46: Occupancy rate: Cental Pinklao & Central Rama 2



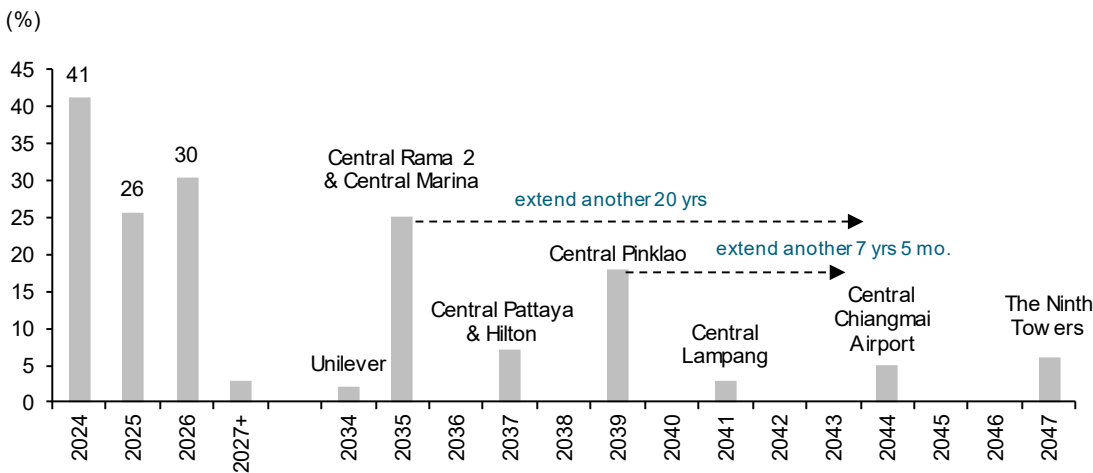
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

Exhibit 47: Rental income: Central Pinklao & Central Rama 2



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

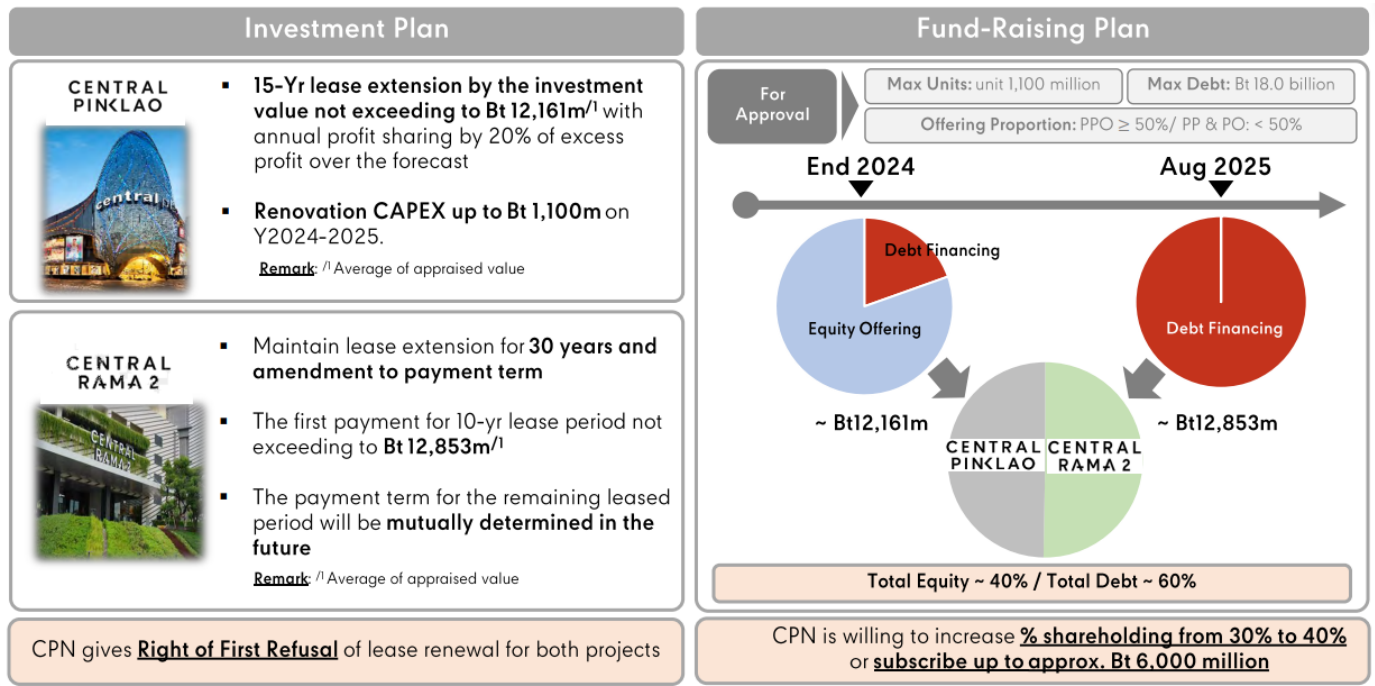
Exhibit 48: Lease expiry profile



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

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

Exhibit 49: Lease renewal of Central Pinklao and Central Rama 2



Source: CPNREIT

มูลค่าสินทรัพย์เติบโตเท่าตัวใน 8 ปีจากการเข้าลงทุนในโครงการของ CPN

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

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

คาดว่า Dividend yield จะอยู่ในระดับ 10% หลังเพิ่มทุน

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

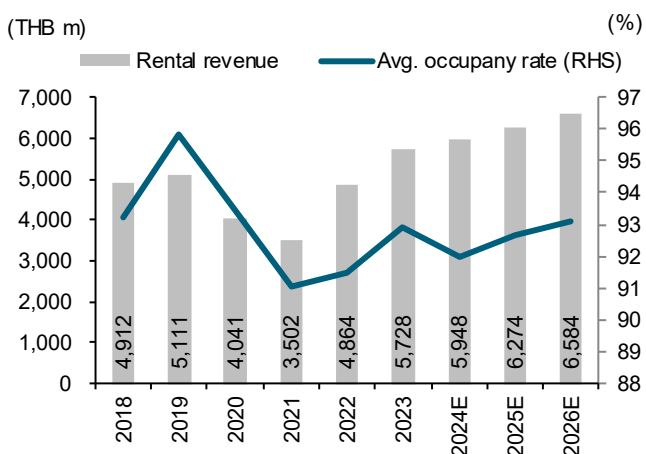
CPNREIT มีการคาดการณ์ว่าการเพิ่มทุนที่จะเกิดขึ้นใน 2H24 กองทรัสต์จะสามารถจ่ายเงินปันผล (DPU) ให้ผู้ถือหุ้นหน่วยได้ 0.525 บาทต่อหน่วย รวมเป็น DPU ทั้งปี 1.05 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield สูงถึง 10% เราคาดว่าในปี 2025 DPU จะเพิ่มเป็น 1.14 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield ที่สูงถึง 11% จากผลประกอบการที่เติบโตตามภาวะเศรษฐกิจ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

Exhibit 50: Key assumptions

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

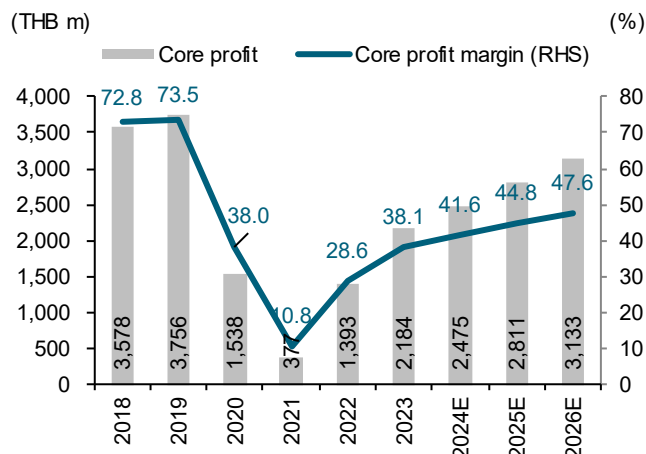
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 51: Revenue and average occupancy rate



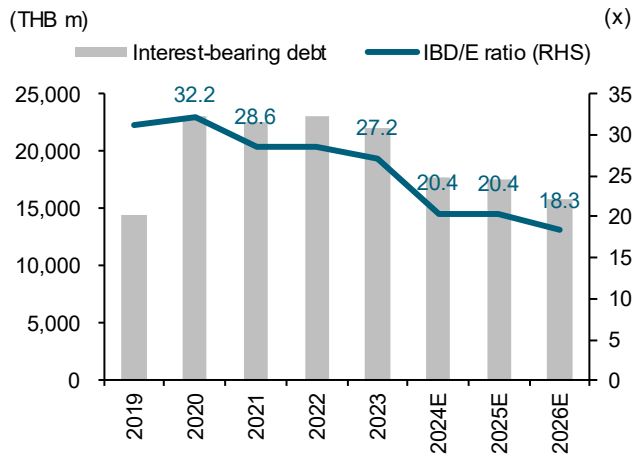
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 52: Core profit and core profit margin



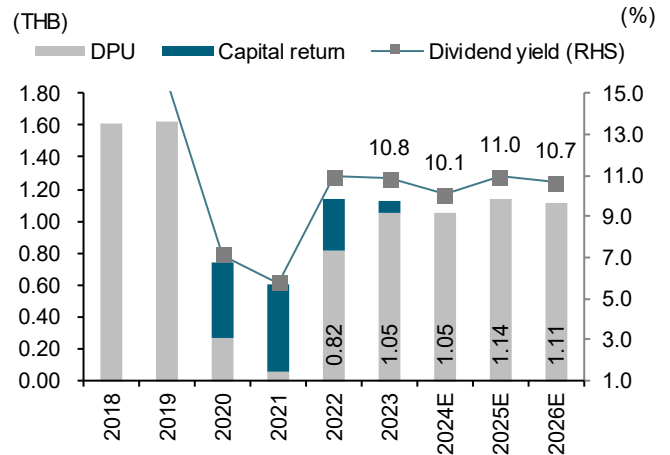
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 53: Interest-bearing debt and IBD/TA



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

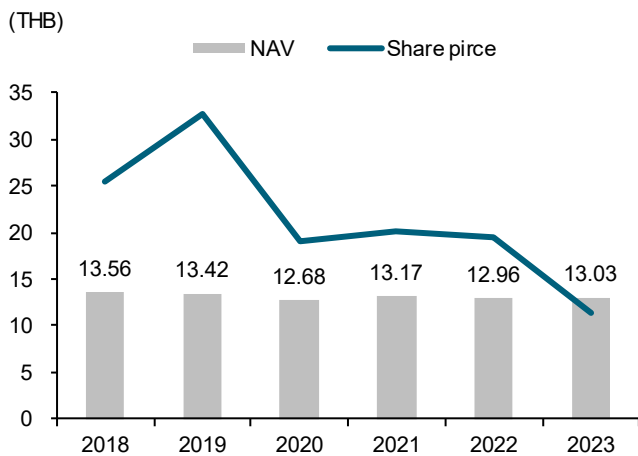
Exhibit 54: DPU and dividend yield



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

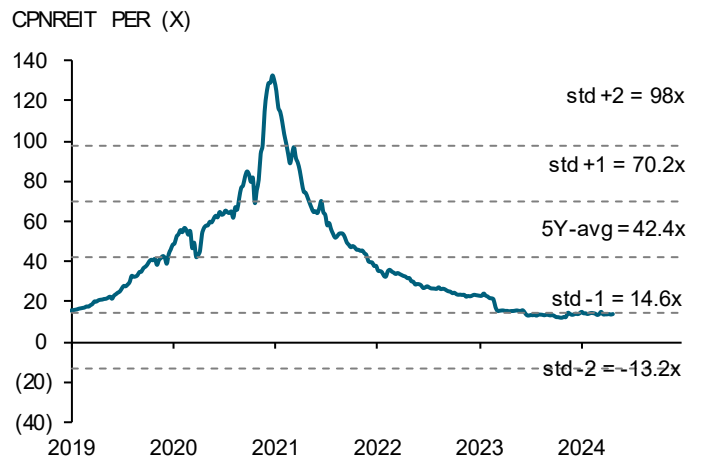
Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024

Exhibit 55: CPNREIT's NAV vs share price



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 56: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

ประเมินราคาเหมาะสม 12.50 บาท แนะนำซื้อ

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

Financial Statements

CPN Retail Growth Leasehold REIT

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

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

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

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

CPN Retail Growth Leasehold REIT

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

Per share (THB)

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

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

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

Per share (THB)

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

Financial strength

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

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

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

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

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 คาดนักท่องเที่ยวฟื้นกลับมาเท่ากับก่อนโควิดในปี 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

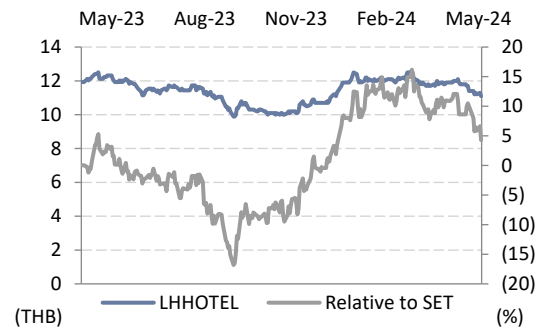
ผลประกอบการของ LHHOTEL ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังวิกฤตโควิด-19 เนื่องจากโรงแรมทั้ง 5 แห่ง อยู่ในทำเลดีเยี่ยม อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว การเดินทางสะดวกสบาย ใจกลางเมืองใกล้ศูนย์การค้า โรงแรม และแหล่งชุมชน ทำให้ Occupancy rate ฟื้นขึ้นมาอยู่ในระดับ 85-88% ในปี 2023 อัตราค่าห้องพักฟื้นตัวโดดเด่นเช่นกัน รายได้และ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

อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่กำลังเติบโต

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวมีบทบาทสำคัญของเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 รายได้จากการท่องเที่ยวคิดเป็น 11% ของ GDP ปัจจุบันการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเป็นไปด้วยดีและเกือบสมบูรณ์ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสัปดาห์ที่ 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) และคาดเพิ่มเป็น 39.5 ล้านคนในปี 2025 สูงระดับก่อนโควิดปี 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 Amorntum

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%

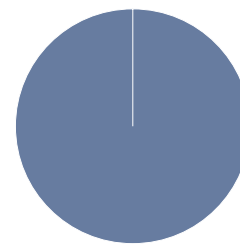
Company profile

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 ครั้งๆ ละไม่เกิน 3 ปี เป็น Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าคงเหลือเฉลี่ย 22.2 ปี

www.lhhotelreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

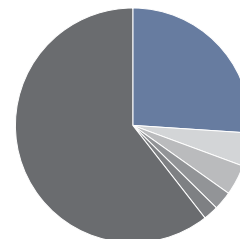
- Rental and service income - 100.0 %



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
GCPSS55: Occ rate	(%)	89	23	23
GCPSS55: 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
GCPSPY: Occ rate	(%)	87	89	89
GCPSPY: ADR	(THB/room/night)	4,982	5,131	5,388

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

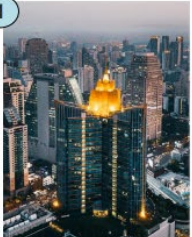
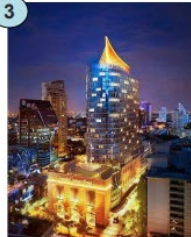



- For every 1% change in the average occupancy rate, we project LHHOTEL's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in the ADR, we project LHHOTEL's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

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 57: Asset portfolio

1	2	3	4	5
				
Grande Centre Point Terminal 21	Grande Centre Point Ratchadamri	Grande Centre Point Sukhumvit 55	Grande Centre Point Pattaya	Grande Centre Point Space Pattaya
 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 58: 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 59: Grande Centre Point Space Pattaya



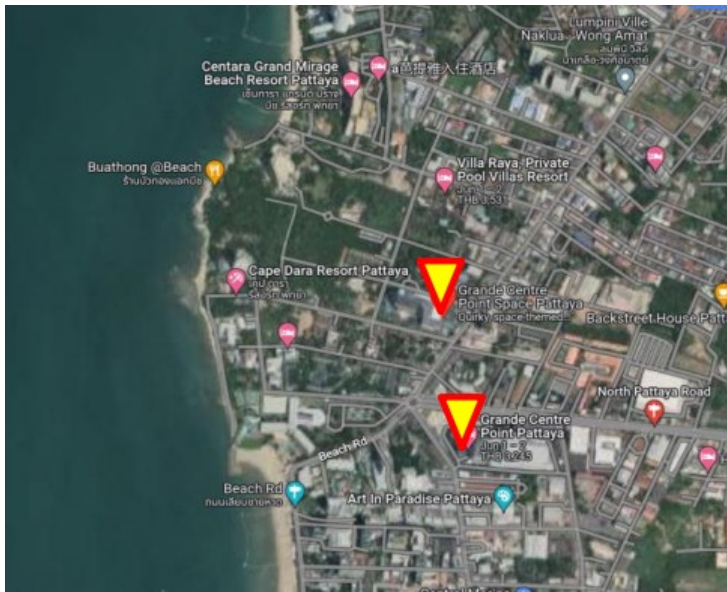
Notable Amenities

- ❖ 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 60: Prime locations in Pattaya



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

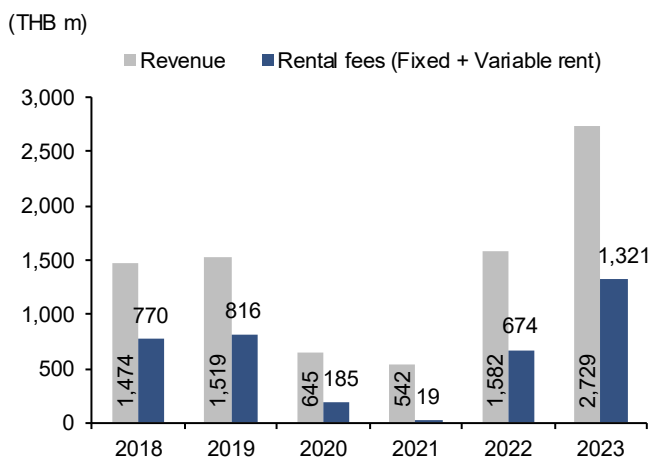
โครงสร้างค่าเช่า แบ่งเป็น 2 ส่วน คือค่าเช่าคงที่และค่าเช่าแปรผัน

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 61: Details of the contracts



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 62: Summary of rental revenue in 2023

	Fixed rental (THB m)	Variable rental (THB m)	Total rent (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
Total revenue	866.2	454.6	1,320.8

Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

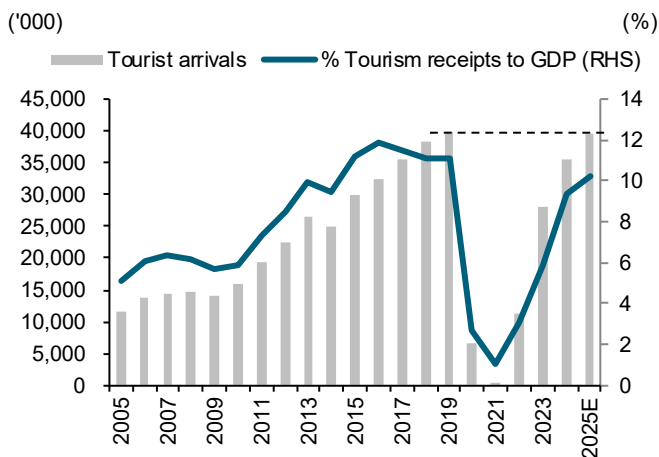
อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นหัวใจขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

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 35.5 ล้านคน (เรคาด 35 ล้านคน) และคาดเพิ่มเป็น 39.5 ล้านคนในปี 2025 สู่ระดับก่อนโควิดในปี 2019

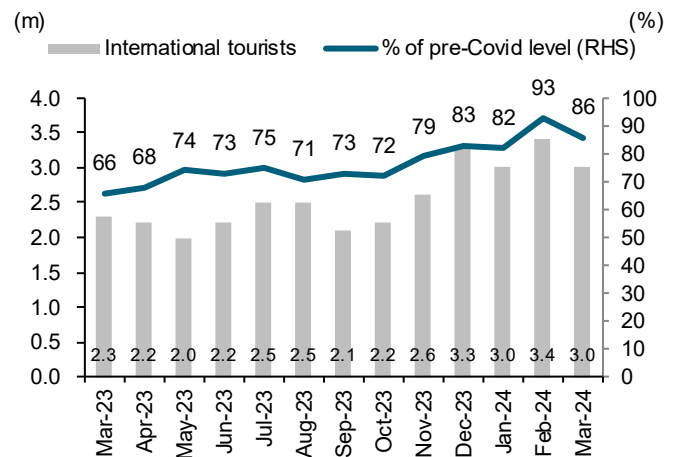
ขณะเดียวกันการท่องเที่ยวในประเทศของนักท่องเที่ยวชาวไทย (ไทยเที่ยวไทย) เติบโตสูงต่อเนื่อง จังหวัดที่มีผู้มาเยี่ยมเยียนมากที่สุด 3 อันดับแรกในช่วง 2M24 ได้แก่ กรุงเทพฯ กาญจนบุรี และชลบุรี

Exhibit 63: Tourist arrivals and % tourism revenue to GDP



Sources: NESDC, BoT, FSSIA's compilation

Exhibit 64: Thailand's tourist arrivals, monthly

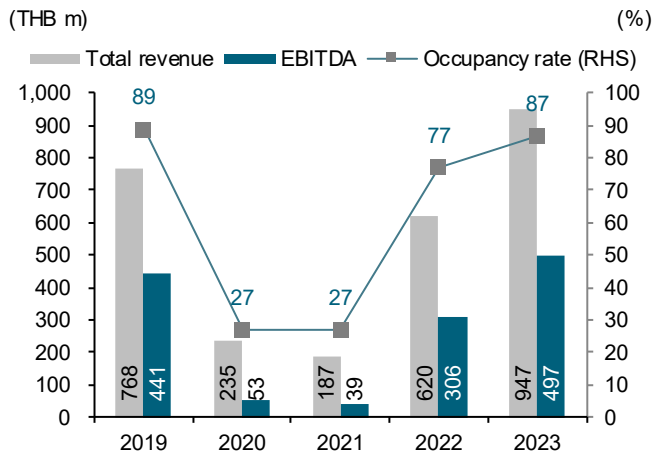


Sources: Economics Tourism and Sports Division, FSSIA's compilation

ผลประกอบการฟื้นตัวเป็น V-shape หลังโควิด-19

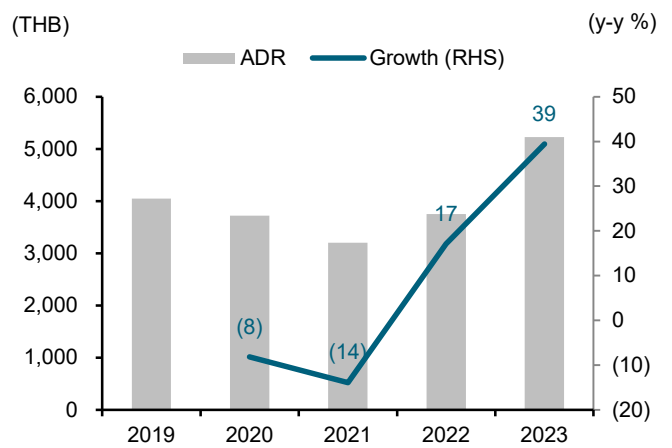
ผลประกอบการของ LHHOTEL ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วภายหลังวิกฤตโควิด-19 ตามภาวะอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เนื่องจากโรงแรมทั้ง 3 แห่งในกรุงเทพฯ (Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55) อยู่ในทำเลดีเยี่ยม อยู่ในแหล่งท่องเที่ยว การเดินทางสะดวกสบาย ใจกลางเมือง 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 65: Grande Centre Point Terminal 21



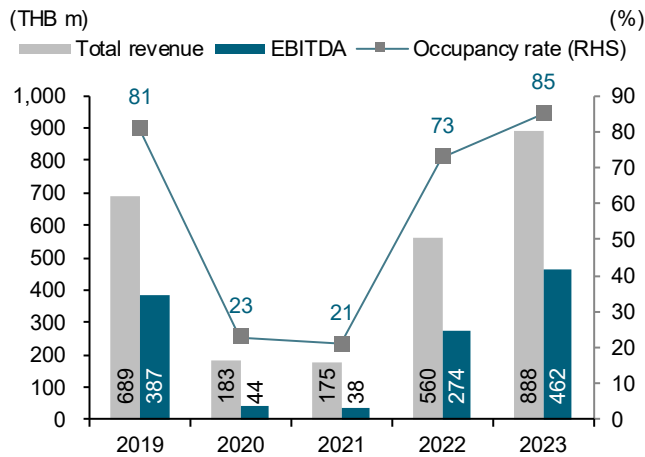
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 66: Grande Centre Point Terminal 21: ADR



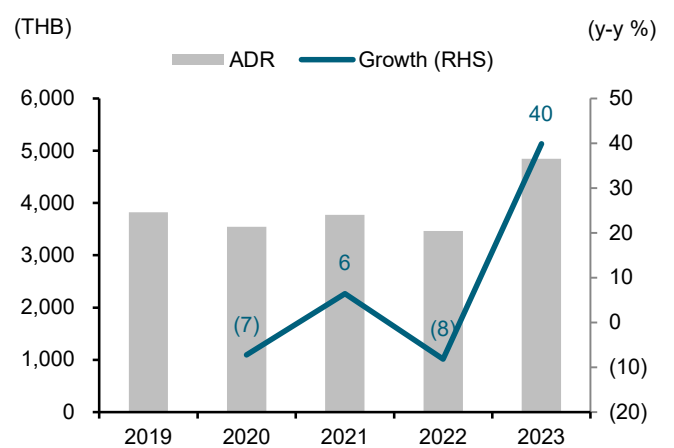
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 67: Grande Centre Point Ratchadamri



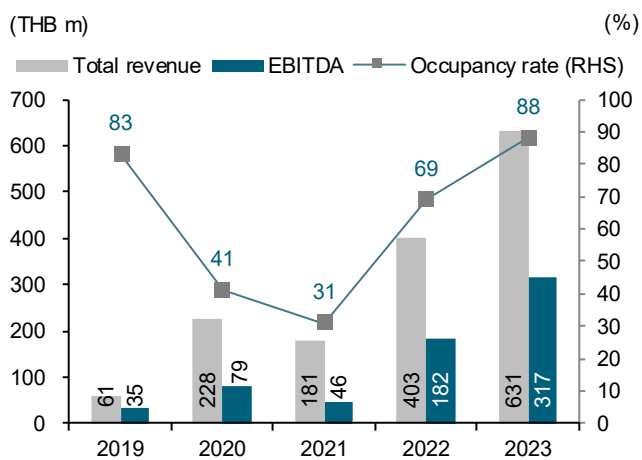
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 68: Grande Centre Point Ratchadamri: ADR



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

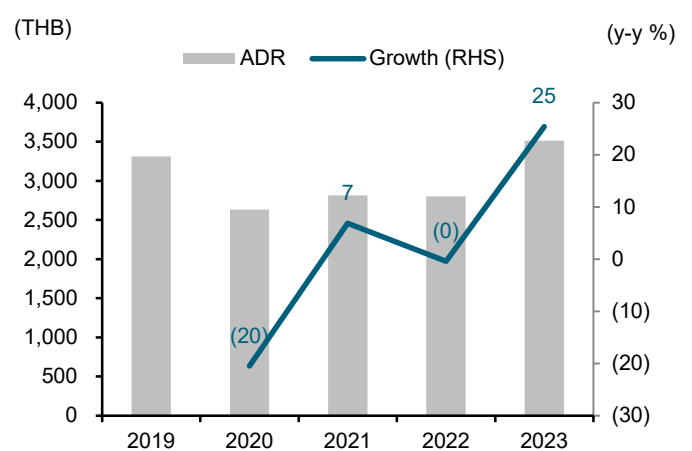
Exhibit 69: Grande Centre Point Sukhumvit 55



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

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

Exhibit 70: Grande Centre Point Sukhumvit 55: ADR



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

ขยายการลงทุนสู่เมืองพัทยา...เมืองท่องเที่ยวศักยภาพสูง

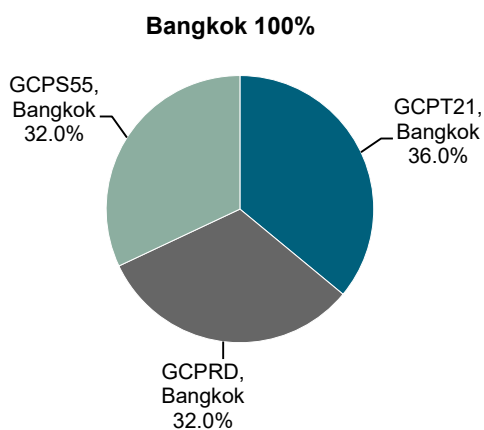
LHHOTEL ได้เข้าลงทุนเพิ่มเติมในสิทธิการเช่าในโครงการ Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya เมื่อวันที่ 15 พ.ย. 2023 ด้วยมูลค่าเงินลงทุน 9.4 พันล้านบาท โดยกองทรัสต์ได้มีการเพิ่มทุน 511.0 ล้านบาทให้ผู้ถือหน่วยเดิมในอัตรา 1 : 0.8549 ราคาหน่วยละ 10.00 บาท และส่งผลให้จำนวนหน่วยของกองทรัสต์เพิ่มขึ้นจากเดิม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

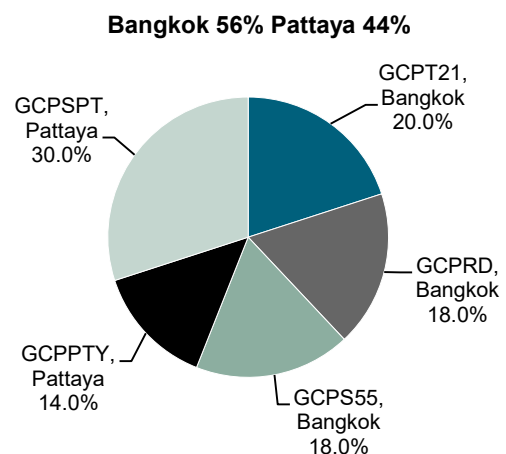
โรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya มีจุดขายที่โดดเด่นคือสิ่งอำนวยความสะดวกสบาย โรงแรม Grande Centre Point Space Pattaya เริ่มเปิดให้บริการในเดือน ส.ค. 2022 ก็สามารรถสร้าง Occupancy rate ได้สูงถึง 89% อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ADR) 5,316 บาทต่อห้องต่อคืน และในช่วง 15 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 71: All previous locations in Bangkok



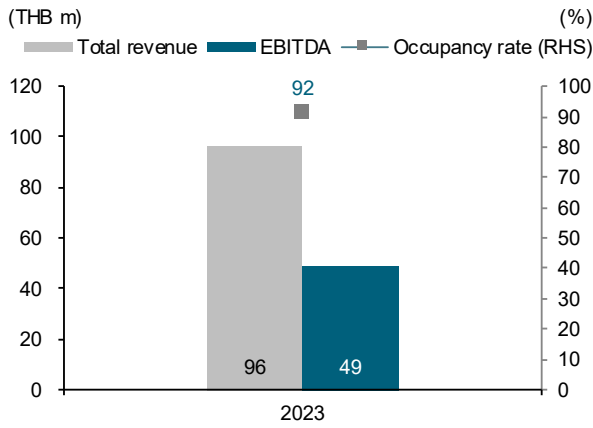
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 72: Location diversification



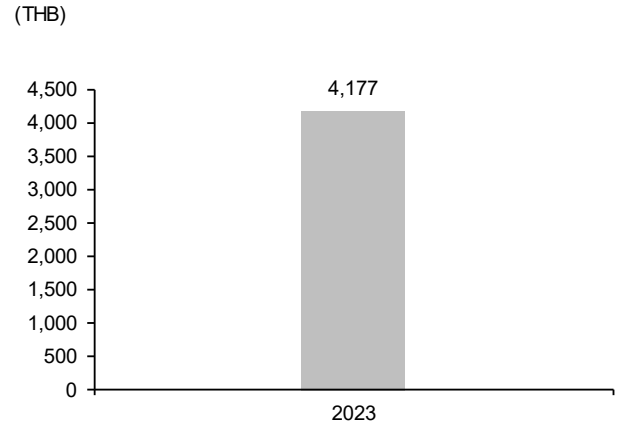
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 73: Grande Centre Point Pattaya



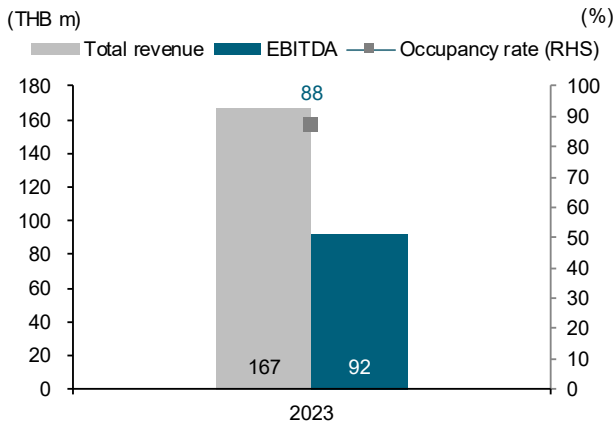
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 74: Grande Centre Point Pattaya: ADR



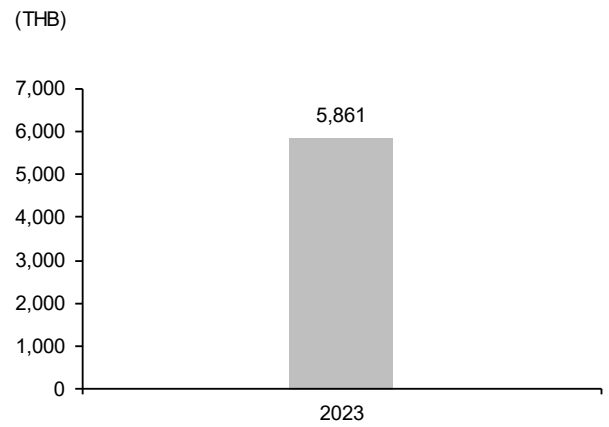
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 75: Grande Centre Point Space Pattaya



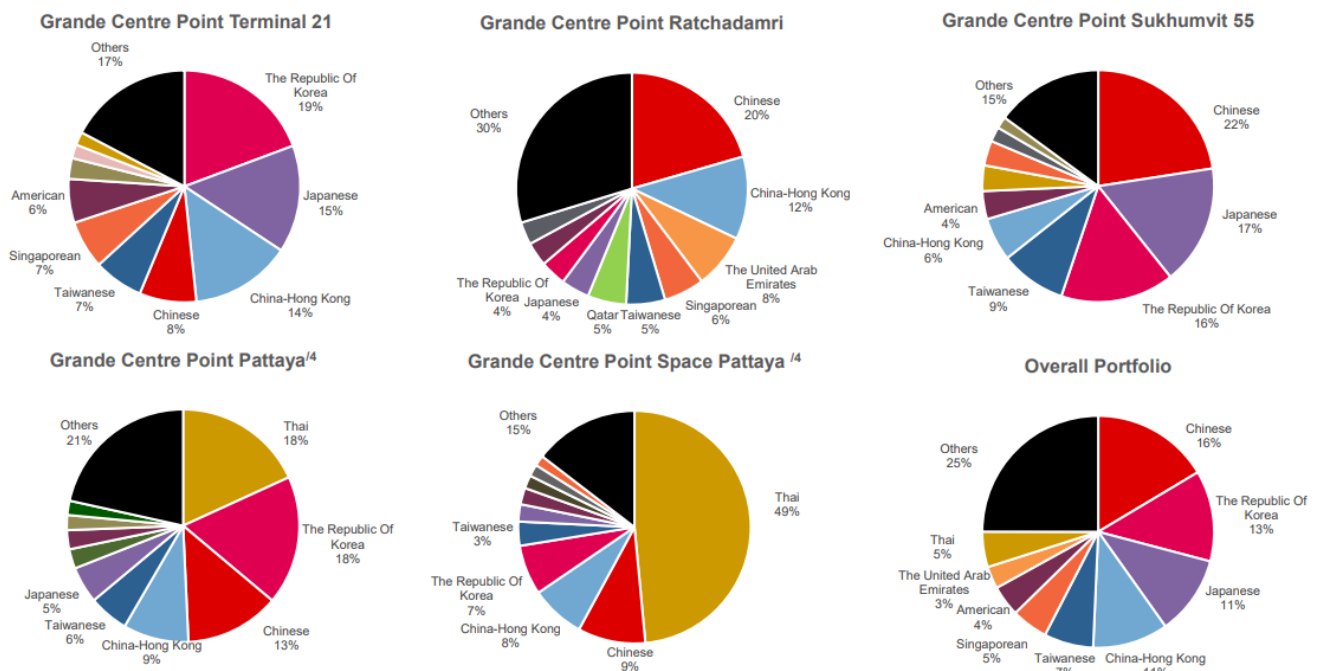
Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 76: Grande Centre Point Space Pattaya: ADR



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 77: Customer by nationalities (2023)



Sources: LHHOTEL presentation as of yearend 2023

คาดการณ์การดำเนินงานและ DPU เดิมต่อเนื่อง

เรคาดรายได้และกำไรจากการดำเนินงานของ 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

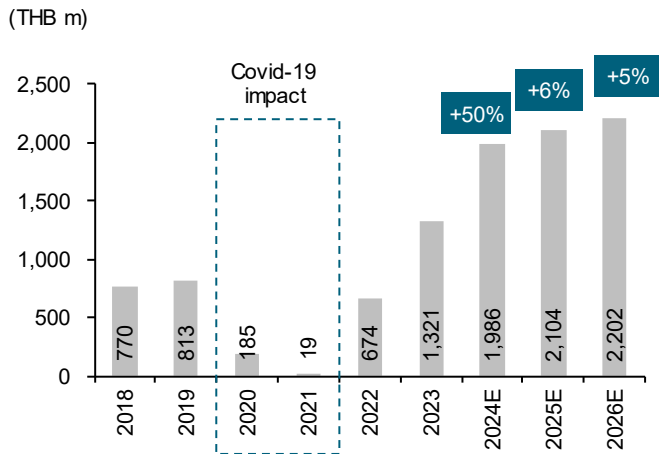
เราคาดว่า LHHOTEL จะสามารถจ่ายเงินปันผล (DPU) เพิ่มขึ้นเป็น 1.18 บาทต่อหน่วยในปี 2024 คิดเป็นอัตรามูลตอบแทน 10.5% สูงที่สุดในกลุ่ม REIT โรงแรม

Exhibit 78: Key assumptions

	(unit)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029	2030E
Grand Centre Point Terminal 21									
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
Grand Centre Point Ratchadamri									
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
Grand Centre Point Sukhumvit 55									
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
Grande Centre Point Pattaya									
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
Grande Centre Point Space Pattaya									
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
Total keys	(key)	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287
Average occupancy rate	(%)	88	88	89	89	89	89	89	89

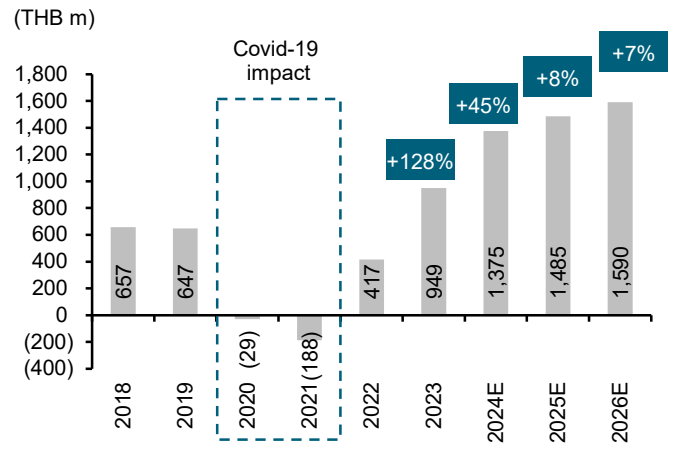
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 79: Rental and service revenue



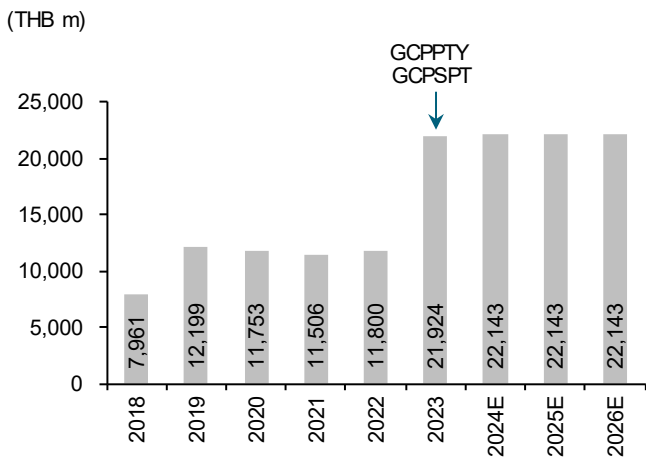
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 80: Core profit



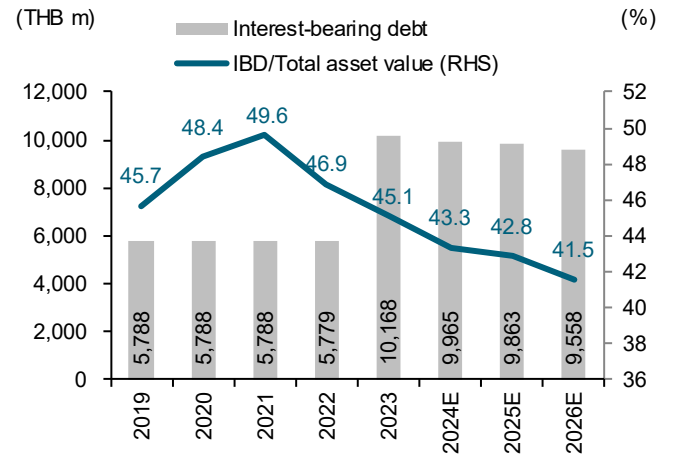
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 81: Investment in properties



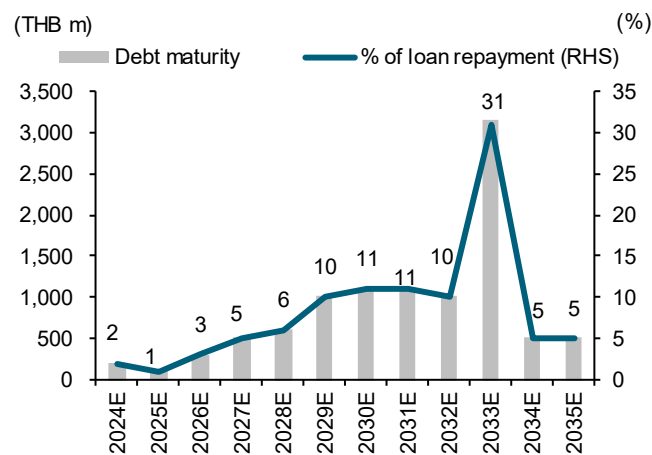
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 82: IBD and IBD to total asset ratio



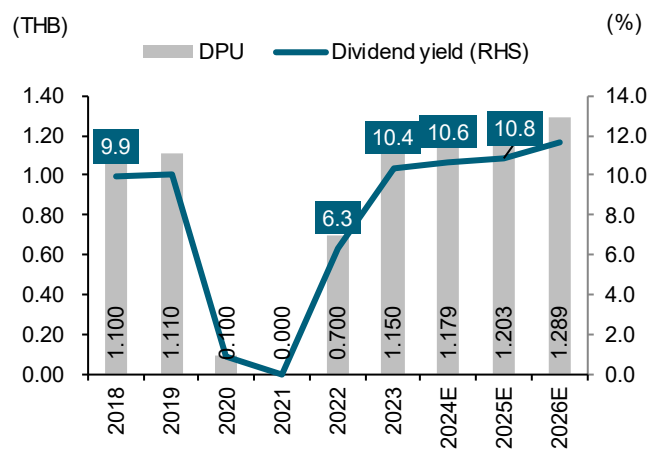
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 83: Loan repayment schedule



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

Exhibit 84: DPU and dividend yield

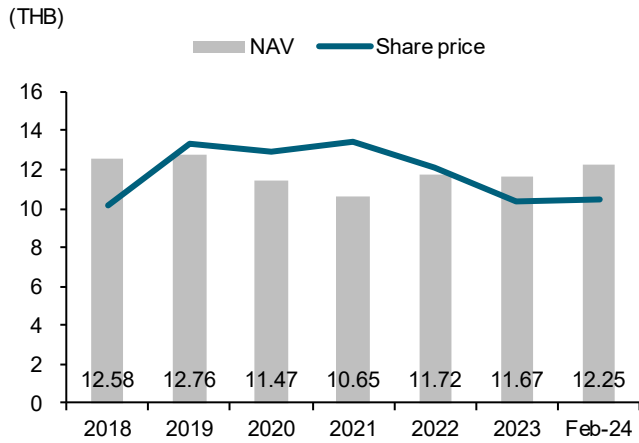


Note: Dividend yield is based on closed price on 30 April 2024
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

ประเมินราคาเหมาะสม 14.50 บาท แนะนำซื้อ

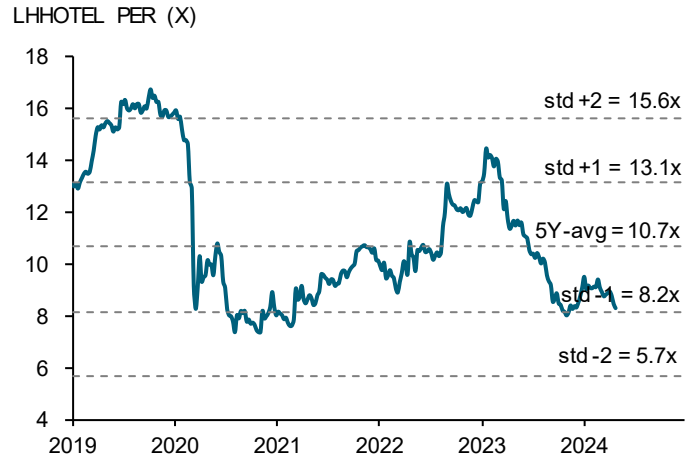
เราประเมินราคาเหมาะสมของ LHHOTEL ที่ 14.50 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 8.0% Long-term growth rate 0% แนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีสินทรัพย์ที่มีศักยภาพ โดดเด่นด้านทำเลซึ่งอยู่ในแหล่งท่องเที่ยว เดิมโตควบคู่ไปกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศ 2) การขยายการลงทุนในปี 2023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

Exhibit 85: LHHOTEL’s NAV vs share price



Sources: LHHOTEL, SET, FSSIA's compilation

Exhibit 86: 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)
Gross profit	634	1,274	1,856	1,960	2,052
Other operating income	3	5	5	6	6
Operating costs	(25)	(51)	(85)	(94)	(98)
Operating EBITDA	612	1,228	1,777	1,872	1,959
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	612	1,228	1,777	1,872	1,959
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
Profit before tax	711	1,577	1,375	1,485	1,590
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	711	1,577	1,375	1,485	1,590
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	711	1,577	1,375	1,485	1,590
Non-recurring items & goodwill (net)	(295)	(628)	0	0	0
Recurring net profit	417	949	1,375	1,485	1,590
Per share (THB)					
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
Growth					
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
Operating performance					
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
Cash flow from operations	237	(8,396)	1,572	1,828	2,100
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	(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)
Cash flow from financing	(266)	8,383	(1,843)	(1,750)	(2,026)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	292	0	0
Net other adjustments	0	0	292	(75)	(72)
Movement in cash	(29)	(13)	20	2	2
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	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	12,011	22,099	22,318	22,318	22,318
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	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
Current assets	309	468	687	700	698
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	12,320	22,567	23,006	23,019	23,016
Common equity	6,307	12,245	12,383	12,606	12,844
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	6,307	12,245	12,383	12,606	12,844
Long term debt	5,779	10,168	9,965	9,863	9,558
Other long-term liabilities	12	3	456	316	341
Long-term liabilities	5,791	10,171	10,421	10,178	9,899
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	221	151	202	235	273
Current liabilities	221	151	202	235	273
Total liabilities and shareholders' equity	12,320	22,567	23,006	23,019	23,016
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
Recurring P/E (x) *	14.3	12.3	8.5	7.8	7.3
Recurring P/E @ target price (x) *	18.7	16.0	11.1	10.2	9.6
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

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 แหล่งของเงินทุนจะมาจากกองทุนไม่เกิน 3,100 ล้านบาท และเพิ่มทุนไม่เกิน 345 ล้านบาท

เพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มใน Terminal 21 พัทยา สร้างการเติบโตครั้งใหม่

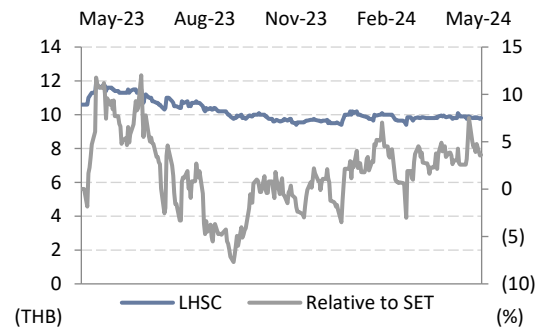
จุดแข็งของ LHSC คือสินทรัพย์ปัจจุบันศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก ที่มีความโดดเด่นด้านทำเลที่ตั้ง อยู่ในศูนย์กลางธุรกิจ ที่อยู่อาศัย มีจุดเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS สถานีอโศก และ MRT สถานีสุขุมวิทซึ่งมีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก นอกจากนี้ ภายในศูนย์การค้ามี Food court ที่มีราคาขายย่อมเยาเป็นจุดดึงดูดผู้บริโภคและเพิ่ม 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

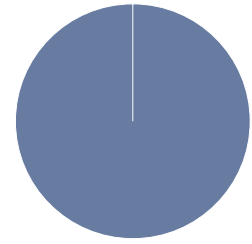
LHSC ก่อตั้งในปี 2014 ลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ (leasehold) และกรรมสิทธิ์ในอสังหาริมทรัพย์ของโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 จาก บจก. แอล แอนด์ เอช พร็อพเพอร์ตี้ เป็นระยะเวลา 26 ปี สิทธิการเช่าดังกล่าวจะหมดอายุในวันที่ 31 ส.ค. 2040 โครงการมีพื้นที่ให้เช่า 37,289 ตร.ม. ณ สิ้นปี 2023

LHSC เป็นกองทรัสต์ประเภท Leasehold 100% อายุคงสัญญาเช่าเฉลี่ย 16.8 ปี ณ สิ้นปี 2023

www.lhscreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

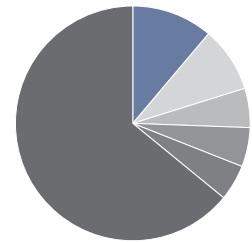
- Rental and service income - 100.0 %



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 87: 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

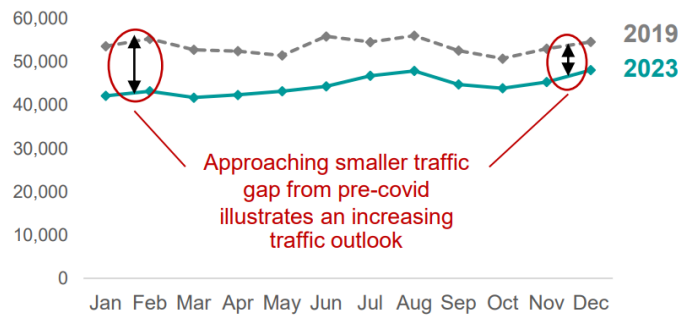
เช่นเดียวกับธุรกิจค้าปลีกอื่นที่ถูกกระทบในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 การปิดเมือง และจำนวนนักท่องเที่ยวที่หายไป อัตราการเช่าในปี 2020 ลดลงเหลือเพียง 65% ค่าเช่าเฉลี่ยปรับลงเหลือ 712 บาทต่อ ตร.ม. ในปี 2021 จากการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ร้านค้าในช่วงเวลาดังกล่าว ก่อนจะทยอยกลับมาเป็นปกติและไม่มีส่วนลดค่าเช่าแล้วตั้งแต่ 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 88: Prime location



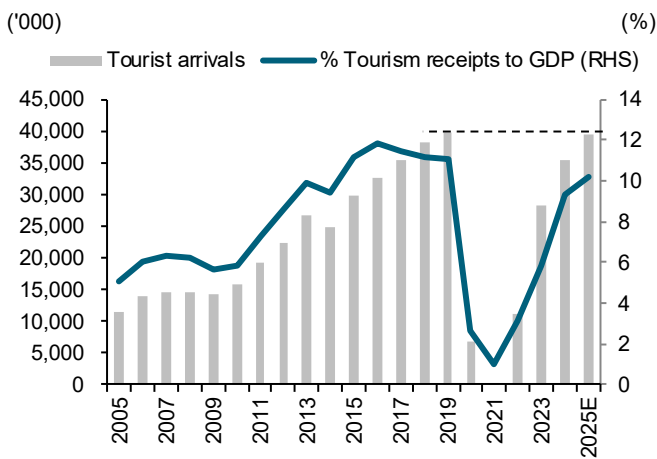
Source: LHSC

Exhibit 89: Daily foot traffic



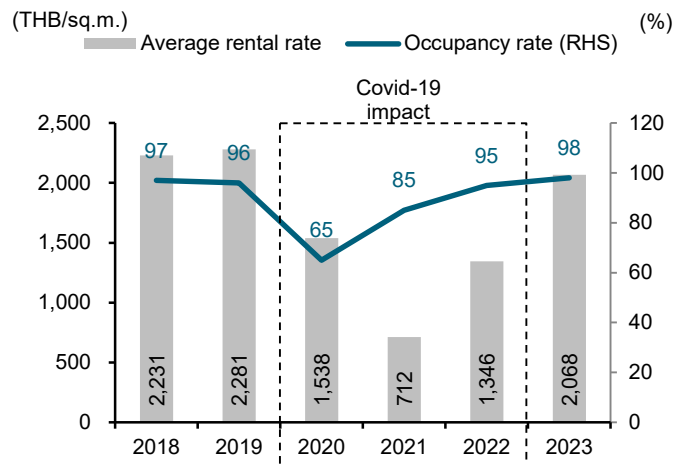
Source: LHSC

Exhibit 90: Tourist arrivals and % tourism revenue to GDP



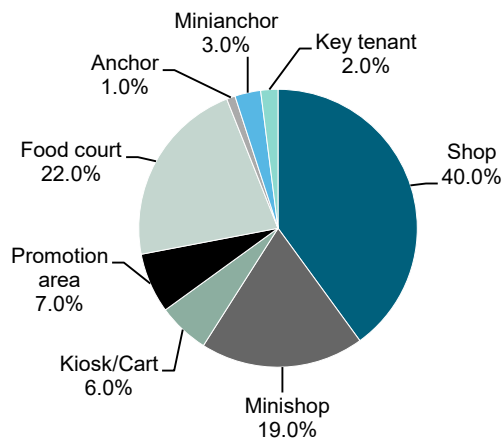
Sources: NESDC, BoT, FSSIA's compilation

Exhibit 91: T21 Asoke occupancy rate and rental rate



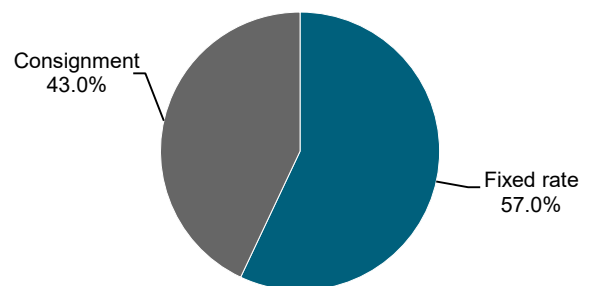
Sources: LHSC, FSSIA's compilation

Exhibit 92: Tenants profile



Source: LHSC

Exhibit 93: Rental structure



Source: LHSC

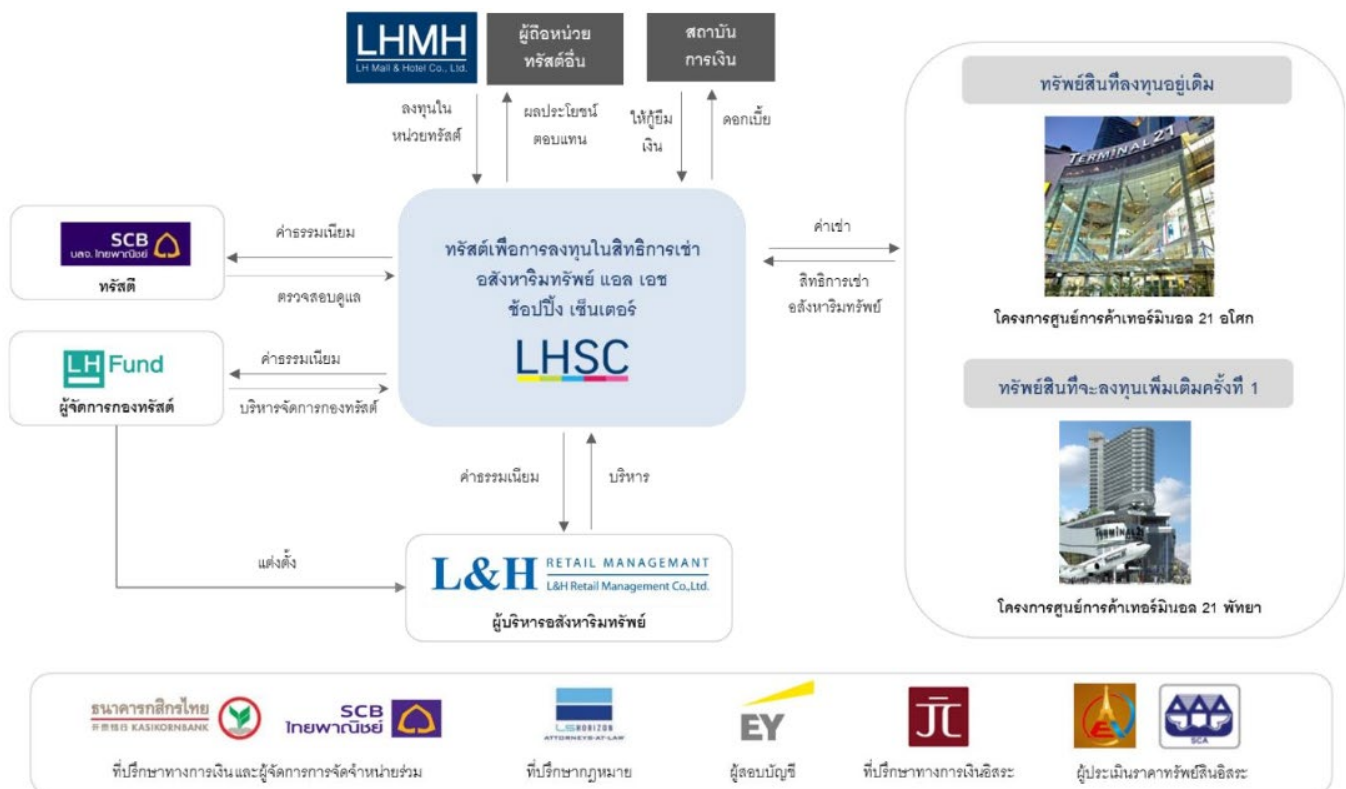
เพิ่มทุนครั้งแรกเพื่อลงทุนเพิ่มเติมใน Terminal 21 พัทยาสร้างการเติบโตของ DPU

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 94: LHSC structure after additional investment



Source: LHSC

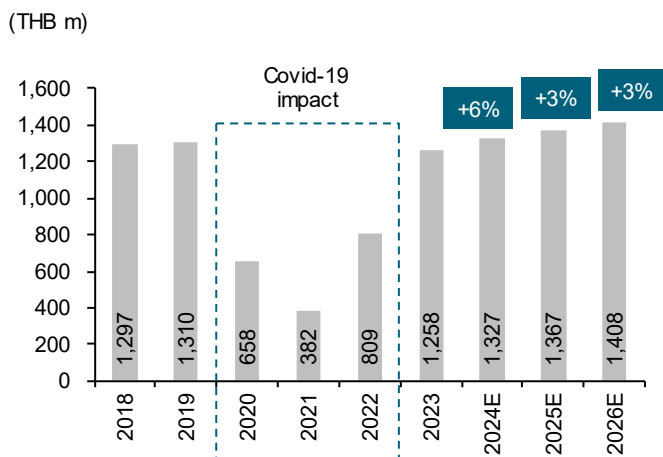
ผลประกอบการขยายตัวเข้าสู่ S-curve ใหม่อีกครั้ง คาด DPU เพิ่มขึ้น

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 ใกล้เคียงช่วงก่อนโควิดและอาจเติบโตไม่ได้สูงเท่านี้มากนัก หากยังมีศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เพียงแห่งเดียวซึ่งการเติบโตจะมาจากการปรับเพิ่มค่าเช่าที่ปรับขึ้นตามเงินเฟ้อเป็นหลัก เราเชื่อว่าการเติบโตของผลประกอบการจะเข้าสู่ new S-curve หลังจากปรับโอนสินทรัพย์ใหม่ Terminal 21 พัทยาราวปลายปี 2024 ถึงต้นปี 2025

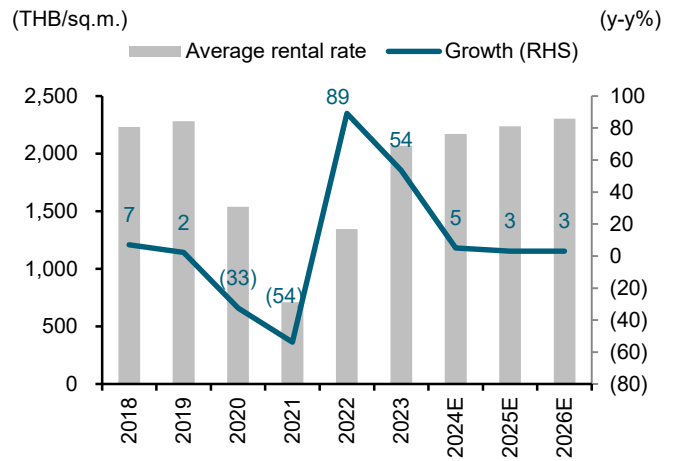
LHSC เป็นหนึ่งในกองทรัสต์ที่จ่ายเงินปันผลโดดเด่นและสม่ำเสมอ และจ่ายทุก 2 เดือน สร้าง Dividend yield กว่า 9% ต่อปี สูงสุดในกองทรัสต์ค้าปลีก ยกเว้นช่วงที่ได้รับผลกระทบจากโควิด สำหรับปี 2023 กองทรัสต์กลับมาจ่ายเงินปันผลได้ใกล้เคียงกับช่วงก่อนโควิดมากแล้วคือ 0.935 บาทต่อหน่วย เราคาดว่า DPU จะเพิ่มขึ้นได้ภายหลังการขยายการลงทุนในครั้งนี้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

Exhibit 95: Rental revenue excluding new investment



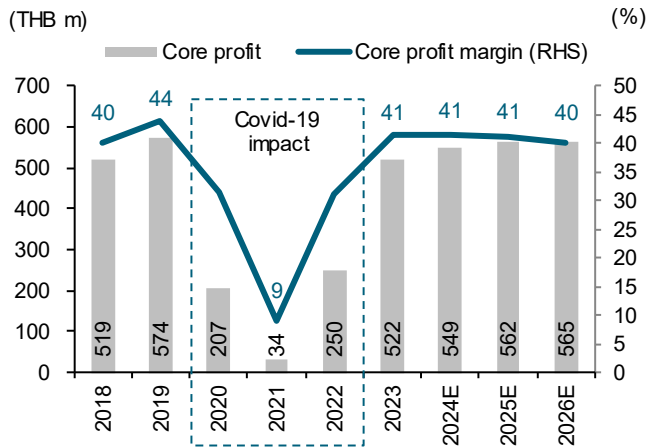
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 96: Rental rate excluding new investment



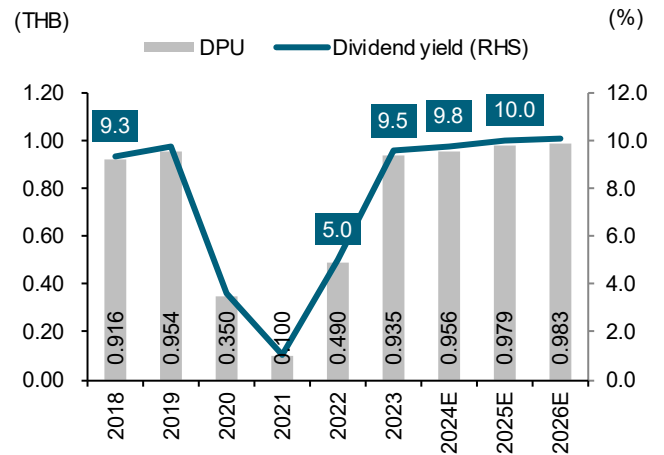
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 97: Core profit excluding new investment



Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 98: DPU excluding new investment



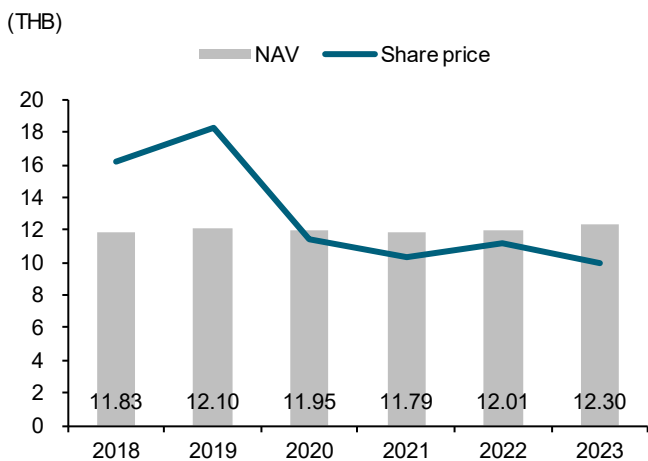
Sources: LHSC, FSSIA estimates

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

ประเมินราคาเหมาะสม 12 บาท (ก่อนเพิ่มทุน) แนะนำซื้อ

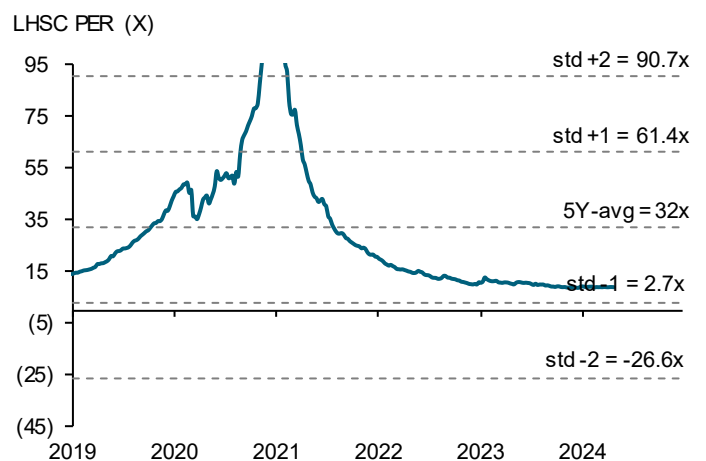
เราประเมินราคาเหมาะสมของ LHSC ที่ 12 บาทต่อหน่วย (ก่อนเพิ่มทุน) อิง DDM ใช้ WACC 8.4% LTG 0% แนะนำซื้อ เรชอบ LHSC เนื่องจาก 1) โครงการปัจจุบันอยู่ในทำเลใจกลางเมือง เป็นศูนย์กลางการเดินทางเชื่อมต่อรถไฟฟ้า BTS และ MRT สถานีที่มีผู้คนใช้บริการจำนวนมาก 2) อัตราค่าเช่าและ Occupancy rate อยู่ในระดับสูง 3)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

Exhibit 99: LHSC's NAV vs share price



Sources: LHSC, FSSIA's compilation

Exhibit 100: 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

WHA INDUSTRIAL LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

WHAIR TB

BUY

เติบโตไปพร้อมกับนิคมฯของ WHA ใน EEC

- เป็น Industrial REIT ที่มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์และเติบโตไปพร้อมกับนิคมอุตสาหกรรมของ WHA Group ในพื้นที่ EEC
- แม้ว่ากำไรจะโตต่ำแต่กระแสเงินสดมั่นคง มีการประกันรายได้จากสเปอนเซอร์ถึง 3 ราย นอกจากนี้ การรีไฟแนนซ์และดอกเบี้ยที่ตลาดที่มีแนวโน้มปรับลดลง เป็นบวกต่อ WHAIR
- คาด Dividend yield สูง 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB8.00
CLOSE	THB5.80
UP/DOWNSIDE	+37.9%
TP vs CONSENSUS	-2.8%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	840	882	905	923
Net profit	406	571	583	595
EPS (THB)	0.43	0.60	0.61	0.63
vs Consensus (%)	-	1.7	2.2	5.9
EBITDA	743	744	753	758
Recurring net profit	561	571	583	595
Core EPS (THB)	0.59	0.60	0.61	0.63
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	8.9	1.7	2.2	2.0
Core P/E (x)	9.8	9.7	9.4	9.3
Dividend yield (%)	9.4	9.6	9.9	10.1
EV/EBITDA (x)	12.8	12.7	12.3	12.0
Price/book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Net debt/Equity (%)	46.8	46.0	43.9	42.0
ROE (%)	6.6	6.7	6.8	6.9

เป็น Industrial REIT ที่ปันผลสูง อายุสัญญาคงเหลือกว่า 50 ปี โตไปกับ WHA

WHAIR เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในสิทธิการเช่ารวมถึงเช่าช่วงในอสังหาริมทรัพย์ 100% สินทรัพย์ที่ลงทุนในปัจจุบันคืออาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) 67% และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) 33% มีสิทธิการเช่า 30 ปีและสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี รวมเป็น 60 ปี (ปัจจุบันอายุสัญญาเช่าคงเหลือเฉลี่ย 54.3 ปี) พื้นที่ประมาณ 93% อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง สิ้นปี 2023 WHAIR มีอาคารโรงงานและคลังสินค้าทั้งหมด 160 ยูนิต พื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 64% นับจากการลงทุนครั้งแรก

สินทรัพย์อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์

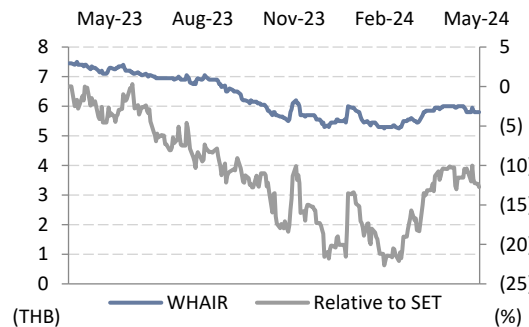
ทำเลที่ตั้งของทรัพย์สินมีความโดดเด่น ประมาณ 93% ของทรัพย์สินทั้งหมดอยู่ในเขต EEC ในระยองและชลบุรี อีก 7% อยู่ในจ.สระบุรี จึงได้ประโยชน์โดยตรงจากนโยบายการส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการลงทุนในเขต EEC อัตราการเช่าของทั้งโรงงานและคลังสินค้าในช่วงที่ผ่านมาจึงอยู่ในระดับสูงเฉลี่ย 90%+ ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม ทั้งยานยนต์และสินค้าอุปโภคบริโภค โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตยานยนต์ของภูมิภาค

อัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงเป็นบวกต่อกองทรัสต์

WHAIR มี IBD/TA สูง 33-34% มาตลอดหลายปี อิงอัตราดอกเบี้ยลอยตัว การ refinance เงินกู้จำนวน 3,750 ล้านบาทจากเงินกู้ทั้งหมดในช่วงปลายปี 2023 บวกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดว่ามีโอกาสปรับลงใน 2H24 จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของกองทรัสต์ในปี 2024 เป็นต้นไป เราคาดว่ากำไรปกติ 570-595 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2024-26 แม้จะโตต่ำแต่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เราคาด DPU 0.559-0.583 บาทต่อหน่วยต่อปี คิดเป็น Dividend yield สูงราว 9.5-10.0% ต่อปี

คาด Dividend yield สูงราว 9-10% ราคาต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมฯของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสเปอนเซอร์ถึง 3 ราย 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูงราว 9-10% ราคาหน่วยต่ำกว่า NAV 35% แนะนำซื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(3.3)	8.4	(21.6)
Relative to country (%)	(2.6)	8.1	(12.4)
Mkt cap (USD m)			166
3m avg. daily turnover (USD m)			0.1
Free float (%)			91
Major shareholder	WHA Industrial Development (15%)		
12m high/low (THB)	7.50/5.20		
Issued shares (m)	949.62		

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 WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าหรือติดกับนิคมฯ ของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จกสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูง 9-10%

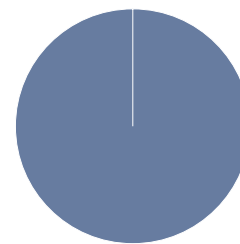
Company profile

WHAIR (เดิมชื่อ HREIT) ก่อตั้งในปี 2016 ลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงสิทธิการเช่าช่วง ในทรัพย์สินประเภทอาคารโรงงานสำเร็จรูป (Ready built factory) และคลังสินค้า (Ready built warehouse) ในนิคมอุตสาหกรรมที่พัฒนาโดย WHA หรือ WHAID (บริษัทย่อยของ WHA) สิทธิการเช่ามีระยะเวลา 30 ปี และสิทธิในการต่ออายุสัญญาเช่าอีก 30 ปี ณ สิ้นปี 2023 WHAIR ลงทุนในทรัพย์สิน 8 โครงการ คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. แบ่งเป็นอาคารโรงงาน 286,502 ตร.ม. (67%) และอาคารคลังสินค้า 142,316 ตร.ม. (33%) WHAIR เป็นสัญญา Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าเฉลี่ย 54.3 ปี

www.wha-ir.com

Principal activities (revenue, 2023)

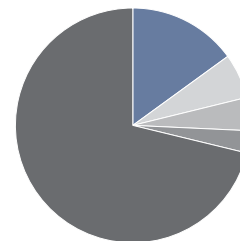
- Rental and service income - 100.0 %



Source: WHA Industrial Leasehold REIT

Major shareholders

- WHA Industrial Development - 15.0 %
- Southeast Life Insurance - 6.2 %
- TMB Eastspring Property and Infrastructure Income Plus Flexible Fund - 4.6 %



Source: WHA Industrial Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การขยายตัวของการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนในประเทศ 2) การตั้งฐานและย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนต่างชาติ 3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับลง

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ; 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 earnings announcement
August 2024	2Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leasable area (NLA)	(sqm.)	428,818	428,818	428,818
Average occupancy rate	(%)	91.5	92.0	92.0
Average rental rate	(THB/sqm./month)	187	191	195
Total expense to sales	(%)	16.1	17.1	18.2

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in the interest rate, we project WHAIR's 2024 core profit to change by 4%, all else being equal.
- For every 1% change in total expense to sales ratio, we project WHAIR's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.

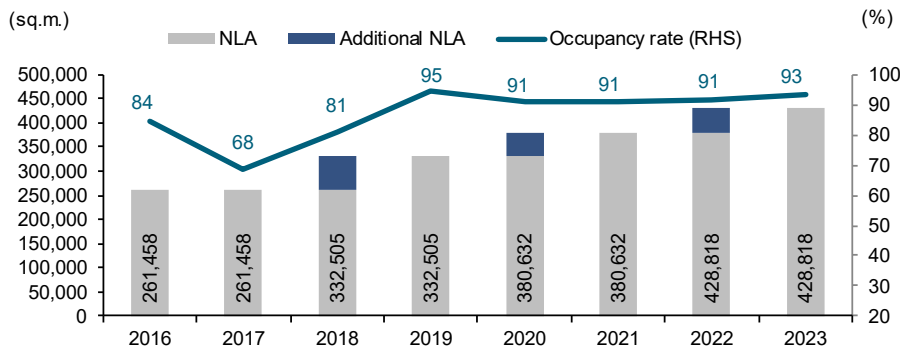
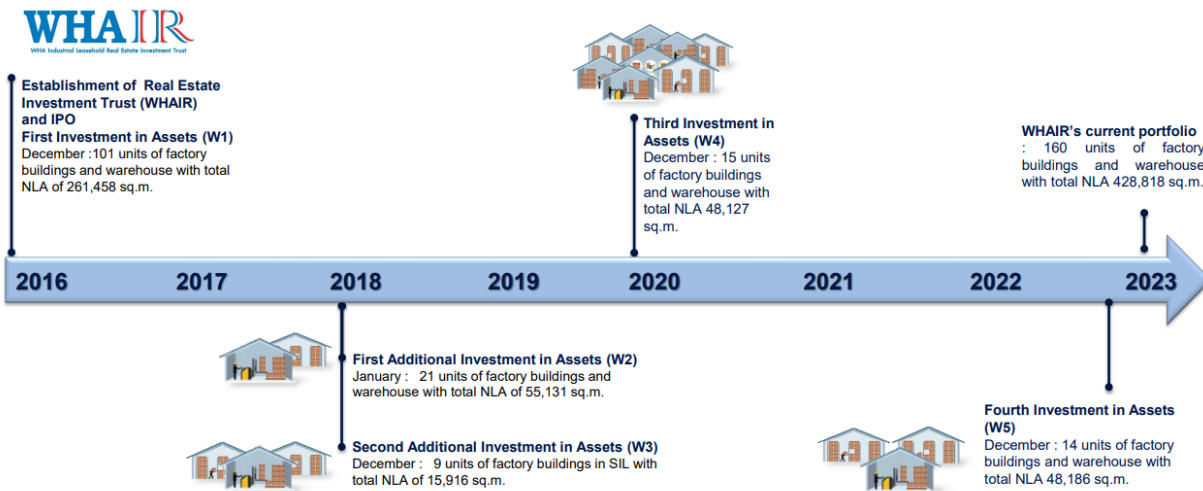
Source: FSSIA estimates

สินทรัพย์กว่า 90% ตั้งอยู่ในเขต EEC ซึ่งเป็นทำเลยุทธศาสตร์

WHAIR (เดิมชื่อ HREIT) เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในสิทธิการเช่ารวมถึงเช่าช่วงในอสังหาริมทรัพย์ 100% สินทรัพย์ที่ลงทุนในปัจจุบันคืออาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) 67% และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) 33% มีสิทธิการเช่า 30 ปีและสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี รวมเป็น 60 ปี พื้นที่ประมาณ 93% อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง ในการดูแลสินทรัพย์นั้นทางกองทรัสต์ได้ว่าจ้างให้ WHAID (WHA Industrial Development) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ WHAIR เข้าลงทุน เป็นผู้ดูแล

WHAIR มีการขยายลงทุนอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ก่อตั้งในปี 2016 ลงทุนครั้งแรกในทรัพย์สิน 101 ยูนิต พื้นที่เช่ารวม 261,458 ตร.ม. จากนั้นในปี 2018 ลงทุนเพิ่มเติมอีก 30 ยูนิต พื้นที่เช่าเพิ่มขึ้น 27% เป็น 332,505 ตร.ม. ในปี 2020 ลงทุนเพิ่มอีก 15 ยูนิต พื้นที่รวม 48,127 ตร.ม. และปี 2022 ลงทุนเพิ่มอีก 14 ยูนิต พื้นที่รวม 48,186 ตร.ม. จนถึงสิ้นปี 2023 มีอาคารโรงงานและคลังสินค้าทั้งหมด 160 ยูนิต (โรงงาน 128 ยูนิต พื้นที่ 286,502 ตร.ม. และคลังสินค้า 32 ยูนิต พื้นที่ 142,316 ตร.ม.) พื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. คิดเป็นการเพิ่มขึ้น 64% นับจากการลงทุนครั้งแรก นอกจาก RBF และ RBW กองทรัสต์ยังมีพื้นที่หลังคาให้เช่าเพื่อติดตั้ง Solar roof top ประมาณ 179,648 ตร.ม. และมีมูลค่าเงินลงทุนในทรัพย์สินรวม 12,677 ล้านบาท ปัจจุบันอายุสิทธิการเช่าคงเหลือยาวถึง 54.3 ปี

Exhibit 101: WHAIR key milestones

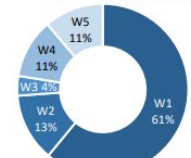


Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

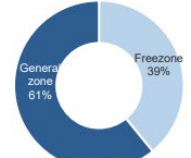
ทำเลที่ตั้งของทรัพย์สินมีความโดดเด่น ประมาณ 93% ของทรัพย์สินทั้งหมดอยู่ในเขต EEC ในจ.ระยอง และชลบุรี อีก 7% อยู่ในจ.สระบุรี จึงได้ประโยชน์โดยตรงจากนโยบายการส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐ ที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการลงทุนในเขต EEC เพื่อยกระดับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทย นักลงทุนต่างชาติต่างรู้จักและให้ความสนใจในการร่วมลงทุนขยายหรือย้ายฐานการผลิตสู่พื้นที่ในเขต EEC เนื่องจากสิทธิประโยชน์ต่างๆ ที่ได้รับ โครงสร้างพื้นฐาน และระบบโลจิสติกส์ที่สะดวกสบาย ธุรกิจโรงงานสำเร็จรูปให้เช่าในบริเวณ EEC จึงมีความต้องการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่อุปทานใหม่ๆ ของโรงงานสำเร็จรูปไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนักเนื่องจากที่ผ่านมา ผู้พัฒนามักจะเน้นการพัฒนาโครงการที่มีอุปสงค์แน่นอนและเป็นลักษณะสร้างเป็นหลัก ทำให้กองทรัสต์ซึ่งมีอาคารโรงงานและคลังสินค้าอยู่ในบริเวณ EEC เป็นจำนวนมาก ได้เปรียบในการเติมผู้เช่าใหม่เข้ามาได้ไม่มากนัก

Exhibit 102: Strategic locations

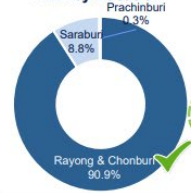
NLA by Investment date



NLA by zone



NLA by Location



RBF with Total NLA of 286,502 sq.m.

Unit	W1	W2	W3	W4	W5	Total
WHA CIE1						
No. of Units	17	2	-	5	1	25
NLA	15,660	2,052	-	6,204	660	24,576
Roof Area	8,014	1,058	-	-	-	9,072
ESIE						
No. of Units	34	7	-	-	4	45
NLA	41,980	15,772	-	-	10,720	68,472
Roof Area	21,780	8,302	-	-	-	30,082
WHA ESIE1						
No. of Units	29	3	-	6	1	39
NLA	109,876	17,632	-	23,320	3,760	154,588
Roof Area	58,560	9,859	-	-	-	68,419
WHA SIL						
No. of Units	-	7	9	2	-	18
NLA	-	12,096	15,916	9,702	-	37,714
Roof Area	-	6,394	8,467	-	-	14,861
Hi-Tech Kabin						
No. of Units	-	-	-	-	1	1
NLA	-	-	-	-	1,152	1,152
Roof Area	-	-	-	-	-	-

RBW with Total NLA of 142,316 sq.m.

Unit	W1	W2	W3	W4	W5	Total
WHA LP1						
No. of Units	2	-	-	2	-	4
NLA	16,820	-	-	8,844	-	25,664
Roof Area	9,936	-	-	-	-	9,936
WHA LP2						
No. of Units	11	-	-	1	3	15
NLA	50,996	-	-	5,124	12,623	68,743
Roof Area	28,440	-	-	-	-	28,440
WHA LP4						
No. of Units	8	2	-	1	2	13
NLA	26,126	7,579	-	3,777	10,427	47,909
Roof Area	14,570	4,288	-	-	-	18,838

Source: WHAIR

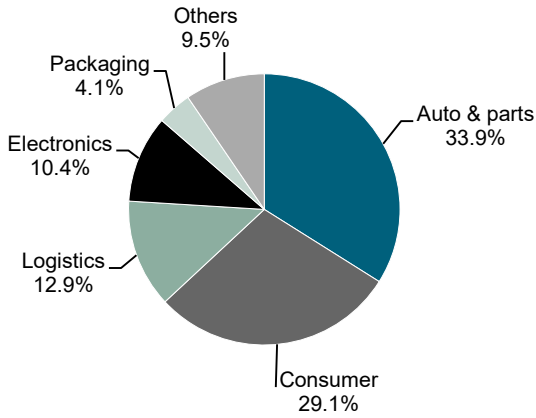
ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรมโดยเฉพาะยานยนต์ที่รัฐสนับสนุน

ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลากหลายอุตสาหกรรมโดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ณ สิ้นปี 2023 มีสัดส่วนรวมกัน 63% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด ทั้งสองอุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมหลักในการพัฒนาประเทศ รวมถึงอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการผลิตยานยนต์ของภูมิภาค มีกำลังการผลิตประมาณปีละ 2 ล้านคัน หรือราว 2% ของการผลิตทั่วโลก เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่ภาครัฐสนับสนุน โดยพื้นที่แถบ EEC เป็นพื้นที่ยุทธศาสตร์ที่มีความพร้อมในการพัฒนาให้ไทยก้าวสู่ฐานการผลิตยานยนต์ไฟฟ้าที่สำคัญของโลกต่อไป

หากแบ่งผู้เช่าตามสัญชาติ WHAIR มีกลุ่มผู้เช่าดั้งเดิมที่อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นนักลงทุนชาวญี่ปุ่นและยุโรปที่เป็นฐานลูกค้าอยู่แล้ว ภายหลังสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีนปี 2018 มีนักลงทุนชาวจีนย้ายฐานการผลิตเข้ามาในประเทศไทยโดยเฉพาะในพื้นที่เขต EEC เป็นจำนวนมาก ทำให้สัดส่วนผู้เช่าแยกตามสัญชาติ ณ สิ้นปี 2023 กระจายตัวมากขึ้น โดยอันดับ 1 เป็นชาวจีน (36.6%) รองลงมาเป็นชาวยุโรป 21.2% ชาวญี่ปุ่นและออสเตรเลียใกล้เคียงกัน 12.8% (สัดส่วนผู้เช่าที่เป็นชาวญี่ปุ่นปี 2017 เท่ากับ 29.4%) ทั้งนี้ ลูกค้าที่สร้างรายได้ให้กองทรัสต์ 10 รายแรกมีสัดส่วน 38.7% ของรายได้รวม ซึ่งใน 10 รายนี้มีการกระจายทั้งประเภทของอุตสาหกรรมและสัญชาติ ไม่ได้พึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่งมากเกินไป

เนื่องจากทำเลที่ตั้งที่อยู่ในพื้นที่ยุทธศาสตร์ และอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมที่พัฒนาโดย WHA Group ทำให้ กงทรัสต์สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนผู้เช่าที่ออกไปหรือไม่ต่อสัญญาได้ไม่ยากนัก อัตราการเช่าของ ทั้งโรงงานและคลังสินค้าในช่วงที่ผ่านมาจึงอยู่ในระดับสูงเฉลี่ย 90%+ แม้ในช่วงโควิด-19 ก็ยังได้รับ ผลกระทบจำกัด สำหรับอัตราการเช่าที่ปรับลงในช่วงปี 2020 เกิดจาก dilution ของทรัพย์สินใหม่ที่ลงทุน เพิ่มเติมในปีดังกล่าวและยังมีผู้เช่าไม่เต็ม

Exhibit 103: Tenants by industry



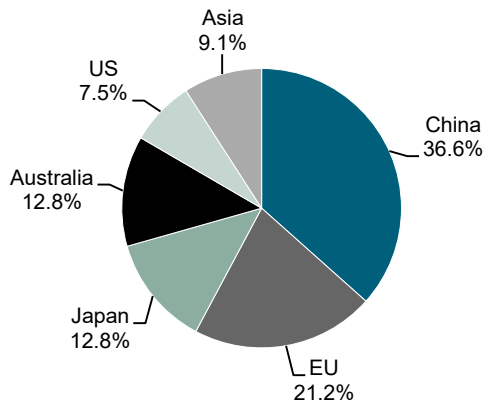
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 104: Tenants by nationality



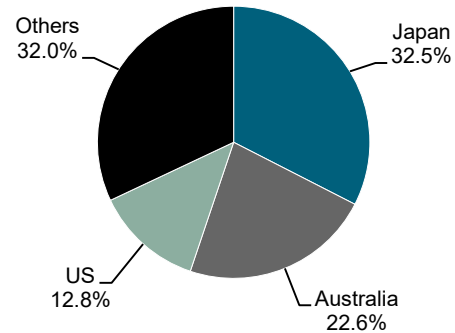
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 105: Tenants by nationality, 2023



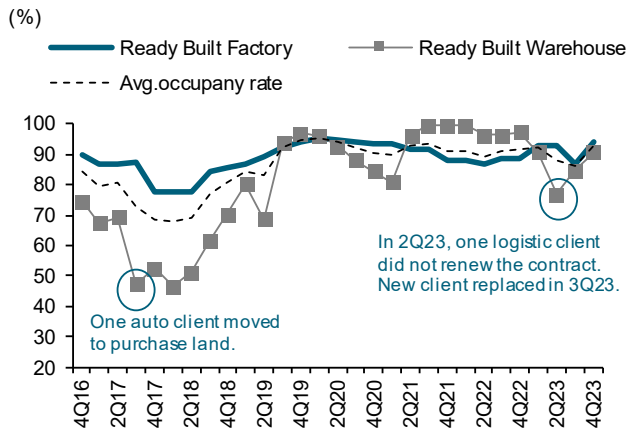
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 106: Tenants by nationality, 2018



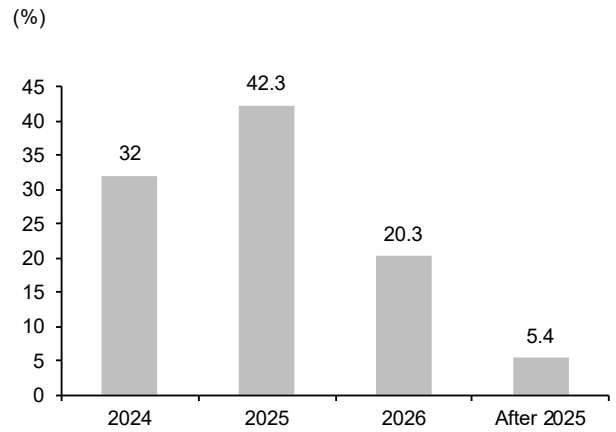
Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 107: Occupancy rate, quarterly



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 108: Lease expiry profile



Sources: WHA, FSSIA's compilation

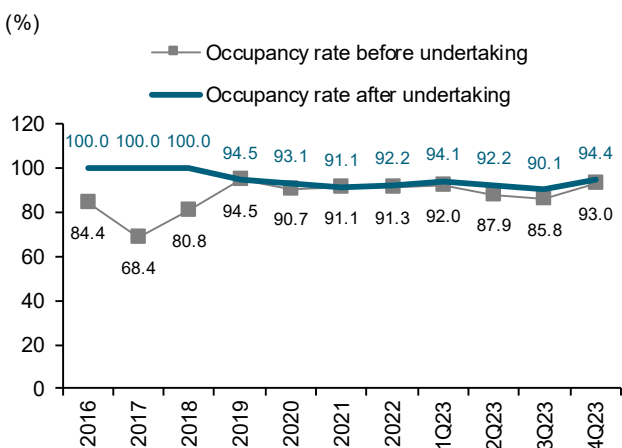
มีการประกันรายได้จากสปอนเซอร์

โครงสร้างรายได้ของ WHAIR เป็นค่าเช่ารายเดือนจากการที่ลูกค้าเช่าใช้อาคารโรงงานและคลังสินค้า รวมถึงค่าบริการอื่น เช่น ค่าส่วนกลาง ค่าบำรุงรักษาอาคาร เป็นต้น โดยได้จ้างให้ WHAID ซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการบริหารจัดการทรัพย์สินประเภทโรงงานและคลังสินค้า เป็นผู้บริหารทรัพย์สิน (Property manager) ทำหน้าที่ติดต่อหาลูกค้า ทำการตลาด เจริญข้อสัญญาเกี่ยวกับลูกค้า

รายได้ค่าเช่าของกองทรัสต์ได้รับการประกันจาก WHAID และเจ้าของทรัพย์สิน โดยในช่วง 3 ปีแรกหลังกองทรัสต์ซื้อทรัพย์สิน ผู้ประกันรายได้จะรับประกันรายได้ในกรณีที่ทรัพย์สินนั้นไม่มีผู้เช่า เพื่อให้อัตราการเช่าอยู่ที่ 100% หรืออัตราค่าเช่าต่ำกว่าอัตราประกันขั้นต่ำ ในปี 2023 WHAIR ได้รับเงินชดเชยรายได้ 30.1 ล้านบาท ส่วนใหญ่มาจากทรัพย์สินที่ลงทุนในปี 2022 จำนวน 14 ยูนิตซึ่งได้รับการชดเชยทั้งหมด แต่ปัจจุบันมีผู้เช่าแล้ว 12 ยูนิต เหลืออีกเพียง 2 ยูนิตที่ยังไม่มีผู้เช่าและได้รับการชดเชยรายได้ ทรัพย์สินชุดนี้จะหมดระยะเวลาประกันรายได้สิ้นปี 2025 ซึ่งเราคาดว่าจะหาผู้เช่าได้ไม่ยากนักด้วยทำเลและคุณภาพของทรัพย์สิน

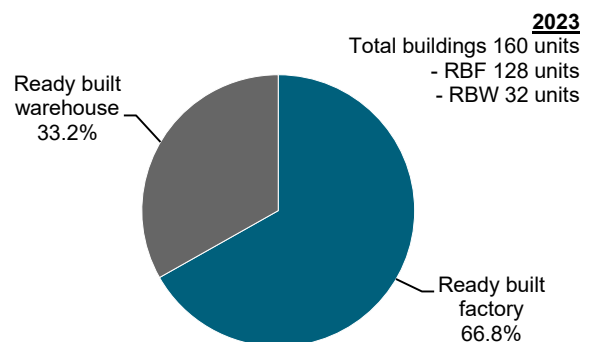
นอกจากนี้ WHAIR ยังได้เข้าทำสัญญากับ WHA เพื่อให้ WHA เข้ามาเป็นผู้ชดเชยรายได้ค่าเช่าให้แก่กองทรัสต์เพิ่มเติมอีก 1 ราย มีผลภายในเดือน พ.ค. 2024 ถือได้ว่ารายได้ค่าเช่าของ WHAIR ในช่วงแรกที่มีการซื้อทรัพย์สินมีความมั่นคงมากพอสมควร

Exhibit 109: Occupancy rate before/after undertaking



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 110: Investment assets by type



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

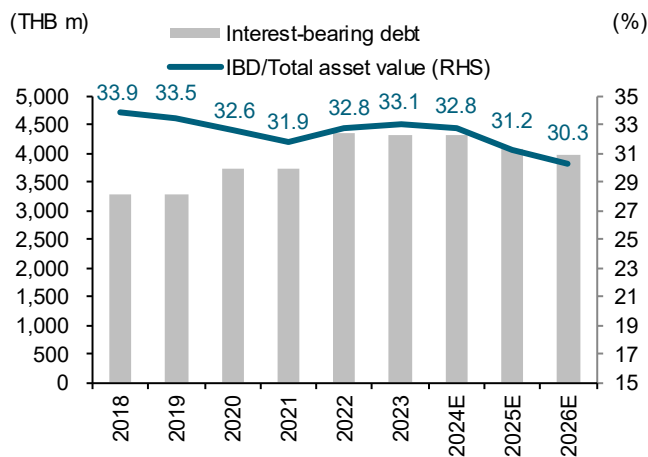
หมดยุคดอกเบี้ยขาขึ้นและการรีไฟแนนซ์ช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่าย

แหล่งเงินทุนในซีกทรัพย์สินในช่วงที่ผ่านมา มาจากทั้งการเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิมและการกู้ยืมเงิน ณ สิ้นปี 2023 กองทรัสต์มีหนี้เงินกู้ระยะยาว 4.3 พันล้านบาท คิดเป็น 33.1% ของสินทรัพย์รวม ทั้งนี้ WHAIR มี IBD/TA สูง 33-34% มาตลอดหลายปี อยู่ในเกณฑ์ที่กองทรัสต์กู้ได้ไม่เกิน 35% ของมูลค่าทรัพย์สินรวม หรือไม่เกิน 60% สำหรับกองทรัสต์ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ Investment Grade ซึ่ง WHAIR ได้รับการจัดอันดับที่ BBB+ อยู่ในระดับ Investment Grade

อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับขึ้นในปีที่ผ่านมาทำให้ดอกเบี้ยจ่ายของ WHAIR เพิ่มขึ้น 69% y-y ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยขาขึ้นที่ผ่านพ้นไปแล้วและเชื่อว่ามีโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะปรับลง ในช่วง 2H24 เป็นบวกต่อผลประกอบการของ WHAIR

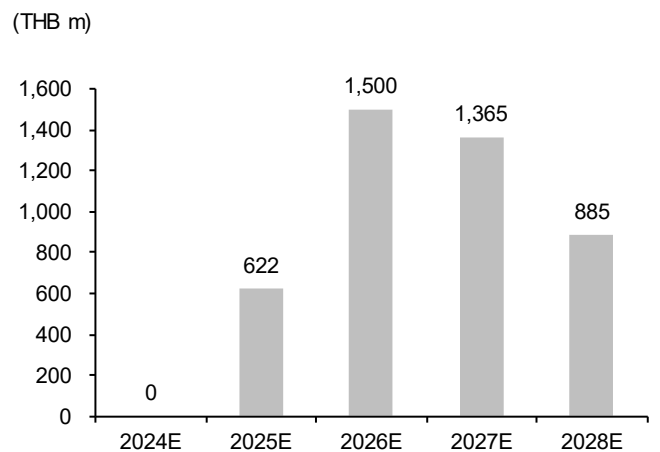
นอกจากนี้ การ refinance เงินกู้จำนวน 3,750 ล้านบาทจากเงินกู้ทั้งหมดในช่วงปลายปี 2023 โดยได้เงื่อนไขที่ดีขึ้นทั้งด้านต้นทุนดอกเบี้ยและระยะเวลาครบกำหนดชำระหนี้ บวกกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มีโอกาสปรับลงใน 2H24 จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยของกองทรัสต์ในปี 2024 เป็นต้นไป

Exhibit 111: IBD and IBD/Total asset



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 112: Loan repayment schedule

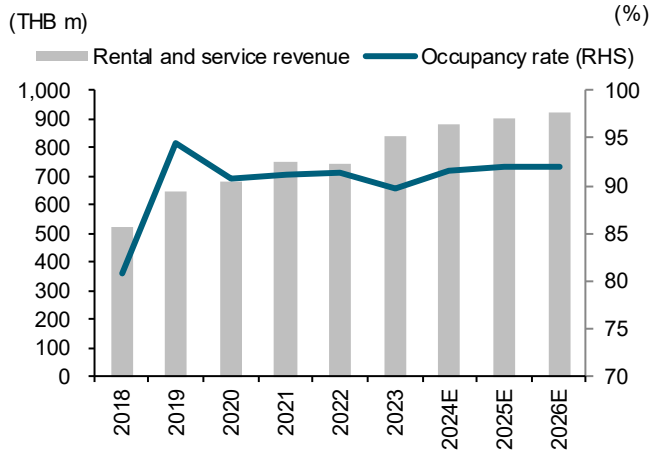


Sources: WHAIR, FSSIA estimates

คาด DPU เพิ่มขึ้นจากปีก่อน คิดเป็น Dividend yield ที่สูงราว 9-10%

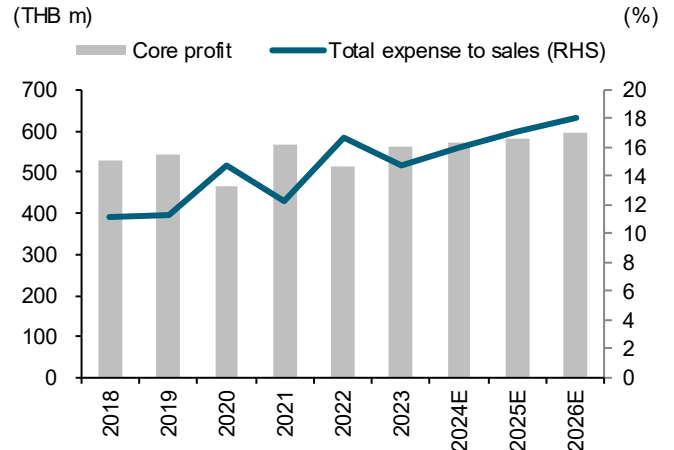
เราคาดว่ารายได้ของ WHAIR จะอยู่ในระดับ 882-923 ล้านบาทต่อปีในระหว่างปี 2024-26 บนสมมติฐานอัตราการเช่าพื้นที่ในระดับ 91-92% (รวมการชดเชยค่าเช่าจากสปอนเซอร์) และการปรับขึ้นค่าเช่าปีละ 2% และคาด EBITDA 740-760 ล้านบาทต่อปี กำไรปกติ 570-595 ล้านบาทต่อปี การเติบโตของกำไรค่อนข้างต่ำแต่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ และคาดว่า DPU จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.559-0.583 บาทต่อหน่วยต่อปีในระหว่างปี 2024-26 ซึ่งคิดเป็น Dividend yield ที่สูงราว 9.5-10.0% ต่อปี

Exhibit 113: Rental revenue and occupancy rate



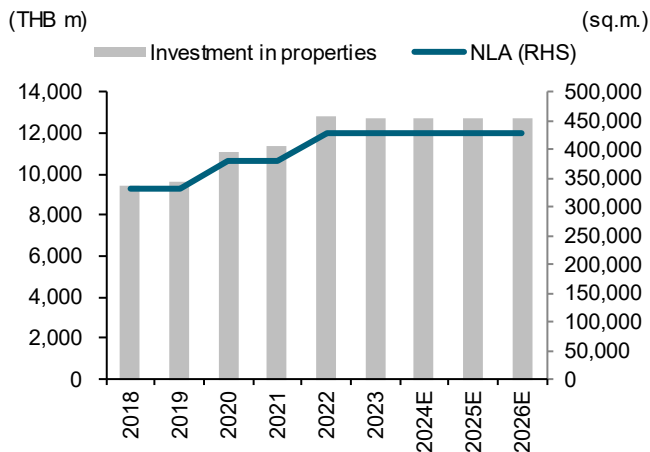
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 114: Core profit and total expense to sales ratio



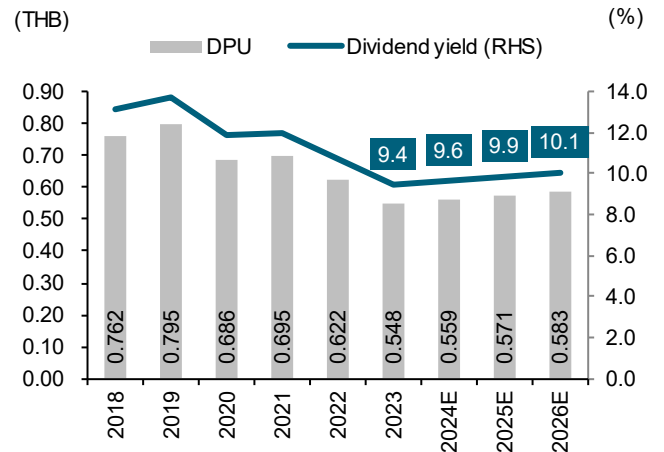
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 115: Investment in properties and net leasable area



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 116: DPU and dividend yield



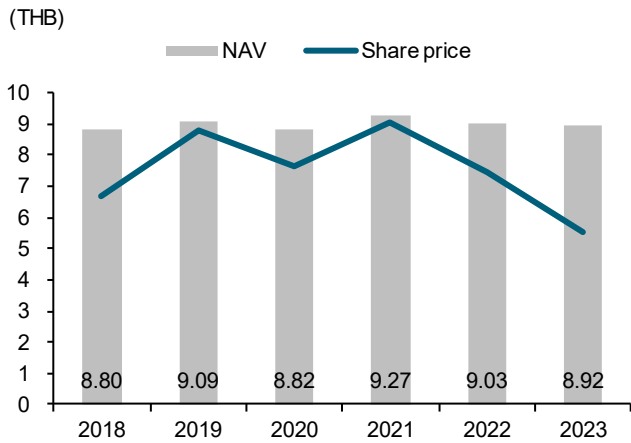
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

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

ประเมินราคาเหมาะสม 8 บาท แนะนำซื้อ

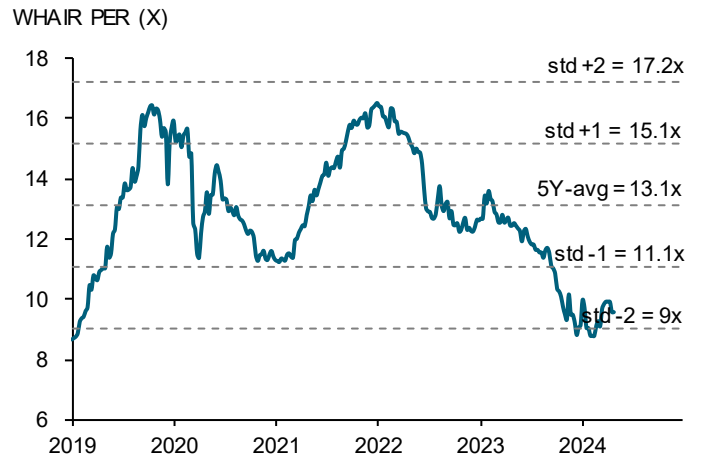
เราประเมินราคาเหมาะสมของ WHAIR ที่ 8 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 7.2% Long-term growth rate 0% แนะนำซื้อ เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) ทรัพย์สินคือโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมอุตสาหกรรมของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จกสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศ และ 4) Dividend yield สูง 9-10%

Exhibit 117: WHAIR's NAV vs share price



Sources: WHAIR, FSSIA's compilation

Exhibit 118: One-year rolling forward P/E



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Industrial Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	745	840	882	905	923
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	745	840	882	905	923
Other operating income	2	32	3	3	3
Operating costs	(125)	(129)	(142)	(155)	(168)
Operating EBITDA	623	743	744	753	758
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	623	743	744	753	758
Net financing costs	(107)	(182)	(173)	(169)	(163)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	68	(155)	0	0	0
Profit before tax	583	406	571	583	595
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	583	406	571	583	595
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	583	406	571	583	595
Non-recurring items & goodwill (net)	(68)	155	0	0	0
Recurring net profit	515	561	571	583	595
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.54	0.59	0.60	0.61	0.63
Reported EPS	0.61	0.43	0.60	0.61	0.63
DPS	0.62	0.55	0.56	0.57	0.58
Diluted shares (used to calculate per share data)	950	950	950	950	950
Growth					
Revenue (%)	(0.4)	12.7	5.1	2.6	2.0
Operating EBITDA (%)	(7.1)	19.3	0.1	1.2	0.7
Operating EBIT (%)	(7.1)	19.3	0.1	1.2	0.7
Recurring EPS (%)	(19.4)	8.9	1.7	2.2	2.0
Reported EPS (%)	(42.2)	(30.4)	40.5	2.2	2.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Gross margin exc. depreciation (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Operating EBITDA margin (%)	83.6	88.4	84.3	83.2	82.1
Operating EBIT margin (%)	83.6	88.4	84.3	83.2	82.1
Net margin (%)	69.2	66.8	64.7	64.5	64.5
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	114.7	92.7	93.0	93.0	93.0
Interest cover (X)	5.8	4.1	4.3	4.4	4.7
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.1
ROIC (%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.1
ROE (%)	6.3	6.6	6.7	6.8	6.9
ROA (%)	5.0	5.6	5.7	5.7	5.8

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	745	840	882	905	923

Sources: WHA Industrial Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Industrial Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	515	561	571	583	595
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(1,372)	0	0	0	0
Change in working capital	225	68	172	171	160
Cash flow from operations	(632)	628	743	754	755
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	(567)	(506)	(531)	(543)	(554)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	1,410	(34)	(20)	128	(30)
Other financing cash flows	(97)	(175)	(173)	(169)	(163)
Cash flow from financing	747	(715)	(724)	(584)	(746)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	13	0	35
Net other adjustments	0	0	13	(232)	35
Movement in cash	114	(86)	32	(61)	43
Free cash flow to firm (FCFF)	(524.88)	809.97	916.01	923.87	917.87
Free cash flow to equity (FCFE)	681.02	419.48	563.08	481.09	597.07
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.55)	0.85	0.96	0.97	0.97
FCFE per share	0.72	0.44	0.59	0.51	0.63
Recurring cash flow per share	(0.90)	0.59	0.60	0.61	0.63
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	12,819	12,664	12,677	12,690	12,690
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	12,819	12,664	12,677	12,690	12,690
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	454	368	401	339	383
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	47	77	82	85	88
Current assets	501	445	482	424	471
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	13,321	13,109	13,159	13,114	13,161
Common equity	8,575	8,475	8,515	8,556	8,598
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	8,575	8,475	8,515	8,556	8,598
Long term debt	4,356	4,334	4,314	4,092	3,992
Other long-term liabilities	81	13	22	136	223
Long-term liabilities	4,437	4,347	4,337	4,228	4,216
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	309	287	308	330	348
Current liabilities	309	287	308	330	348
Total liabilities and shareholders' equity	13,321	13,109	13,159	13,114	13,161
Net working capital	(262)	(210)	(226)	(245)	(259)
Invested capital	12,558	12,454	12,451	12,445	12,430
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	9.03	8.92	8.97	9.01	9.05
Tangible book value per share	9.03	8.92	8.97	9.01	9.05
Financial strength					
Net debt/equity (%)	45.5	46.8	46.0	43.9	42.0
Net debt/total assets (%)	29.3	30.3	29.7	28.6	27.4
Current ratio (x)	1.6	1.5	1.6	1.3	1.4
CF interest cover (x)	7.4	3.3	4.3	3.8	4.7
Valuation					
Recurring P/E (x) *	10.7	9.8	9.7	9.4	9.3
Recurring P/E @ target price (x) *	14.7	13.5	13.3	13.0	12.8
Reported P/E (x)	9.4	13.6	9.7	9.4	9.3
Dividend yield (%)	10.7	9.4	9.6	9.9	10.1
Price/book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Price/tangible book (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x) **	15.1	12.8	12.7	12.3	12.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	18.5	15.6	15.5	15.1	14.8
EV/invested capital (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: WHA Industrial 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. 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. <table border="1" data-bbox="877 1137 1500 1205"> <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="1" data-bbox="239 1400 1500 1601"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>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> </tbody> </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
AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT	AIMIRT TB	THB 10.70	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนชะลอมากกว่าคาด; 2) ลูกค้านำต่อสัญญาและไม่สามารถหาลูกค้าใหม่มาทดแทนได้; 3) อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าคาด; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 10.40	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำกว่าคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	THB 11.10	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของโรงแรมในกรุงเทพและพัทยาเพิ่มสูงขึ้น; 4) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	THB 9.80	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นช้ากว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของศูนย์การค้าเพิ่มสูงขึ้น; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
WHA Industrial Leasehold REIT	WHAIR TB	THB 5.80	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ; 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

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 Finasia 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.