

Investment thesis

เราปรับราคาเหมาะสมของ CPNREIT เป็นปี 2025 ที่ 14.50 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.4% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค่าปลีขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ โดดเด่นด้านทำเล 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่จะเติบโตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเช่าพื้นที่และเช่าพื้นที่พร้อมทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และไม่ต้องกังวลสินทรัพย์ครบอายุสัญญาเช่าไปอีก 10 ปี 4) Dividend yield สูงกว่า 8% แม้ว่าราคาหุ้นจะขยับขึ้นมาแล้ว และราคาหุ้นสูงกว่า NAV เพียง 4%

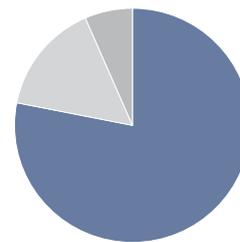
Company profile

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)

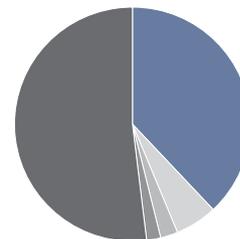
- Malls - 78.1 %
- Offices - 15.4 %
- Hotel - 6.5 %



Source: CPN Retail Growth Leasehold REIT

Major shareholders

- Central Pattana Group - 38.0 %
- Social Security Office - 5.8 %
- Deutsche Bank AG Singapore - 2.4 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 1.9 %
- Others - 51.9 %



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
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Number of projects	(project)	12	12	12
Net leasable area	(sqm.)	364,284	373,350	373,350
Avg. occupancy rate	(%)	92.0	92.6	93.1
Avg. rental rate per sqm.	(THB/m)	1,341	1,404	1,466
Total expense to sale	(%)	20.2	20.6	20.6

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

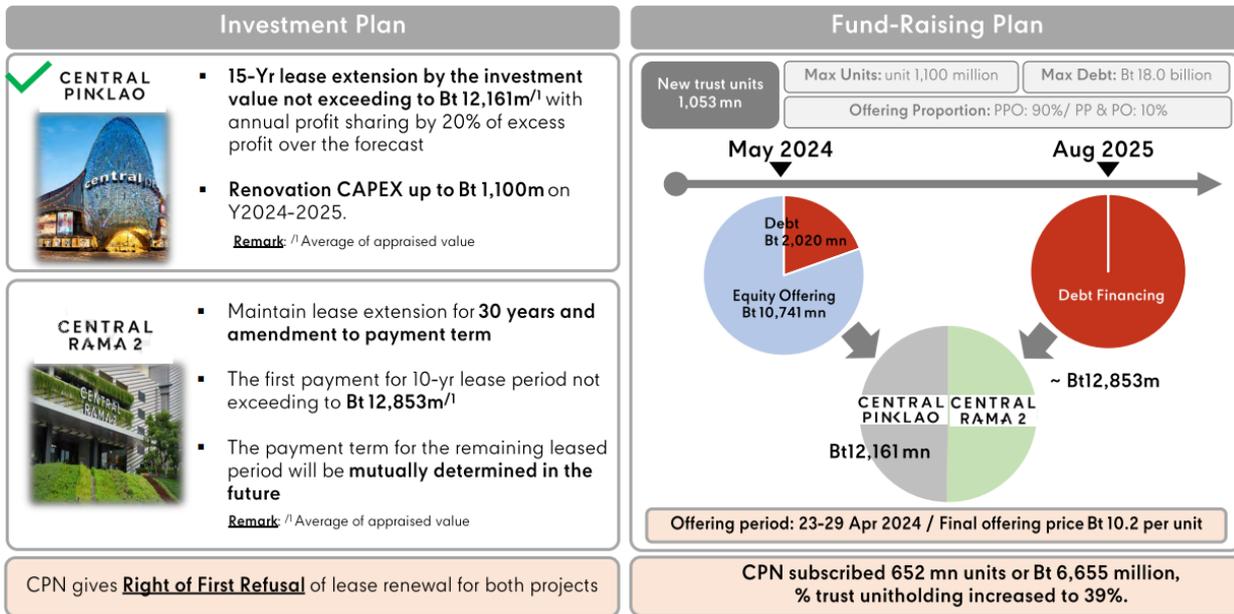
หมดกังวลเรื่องการไม่ได้ต่อสัญญาเช่าไป 10 ปี

ใน 2Q24 ที่ผ่านมา CPNREIT ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนเพื่อต่อสัญญาโครงการเซ็นทรัลพรีน เกล่า โดยในเดือน เม.ย. 2024 CPNREIT ได้เพิ่มทุน 1,053.04 ล้านบาท ในราคา 10.20 บาทต่อหน่วย กองทรัสต์ฯ ได้รับเงินทั้งสิ้น 10,741 ล้านบาท บวกกับเงินกู้ยืม 2,020 ล้านบาท นำไปต่อสัญญาโครงการ เซ็นทรัลพรีนเเกล้าซึ่งมีมูลค่า 12,161 ล้านบาท ทำให้สัญญาเดิมที่จะสิ้นสุดเดือน ธ.ค. 2024 ถูกขยายไป อีก 15 ปีสิ้นสุด 31 ธ.ค. 2039 ปัจจุบัน กองทรัสต์ฯ เริ่มทยอยปรับโฉมครั้งใหญ่ในเซ็นทรัลพรีนเเกล้าตั้งแต่ กลางปีนี้ คาดว่าจะแล้วเสร็จราวกลางปี 2025

สำหรับเซ็นทรัลพระราม 2 ทาง CPNREIT ได้จดทะเบียนสิทธิการเช่ากับ CPN แล้ว 30 ปี โดยจะชำระ เงินสำหรับค่าเช่าใน 10 ปีแรกก่อน (ตั้งแต่ 16 ส.ค. 2025 – 15 ส.ค. 2035) จากการกู้ยืมเงินทั้งจำนวน 12,853 ล้านบาทในเดือน ส.ค. 2025 (สิทธิการเช่าส่วนที่เหลือ 20 ปีจะมีการตกลงค่าเช่าในอนาคต)

ภายหลังการเพิ่มทุนในเดือน เม.ย. 2024 CPNREIT มีจำนวนหน่วยเพิ่มเป็น 3,621.07 ล้านบาท หน่วย เพิ่มทุนใหม่เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วเมื่อวันที่ 10 พ.ค. 2024 ที่ผ่านมา

Exhibit 1: Lease renewal of Central Pinklao and Central Rama 2



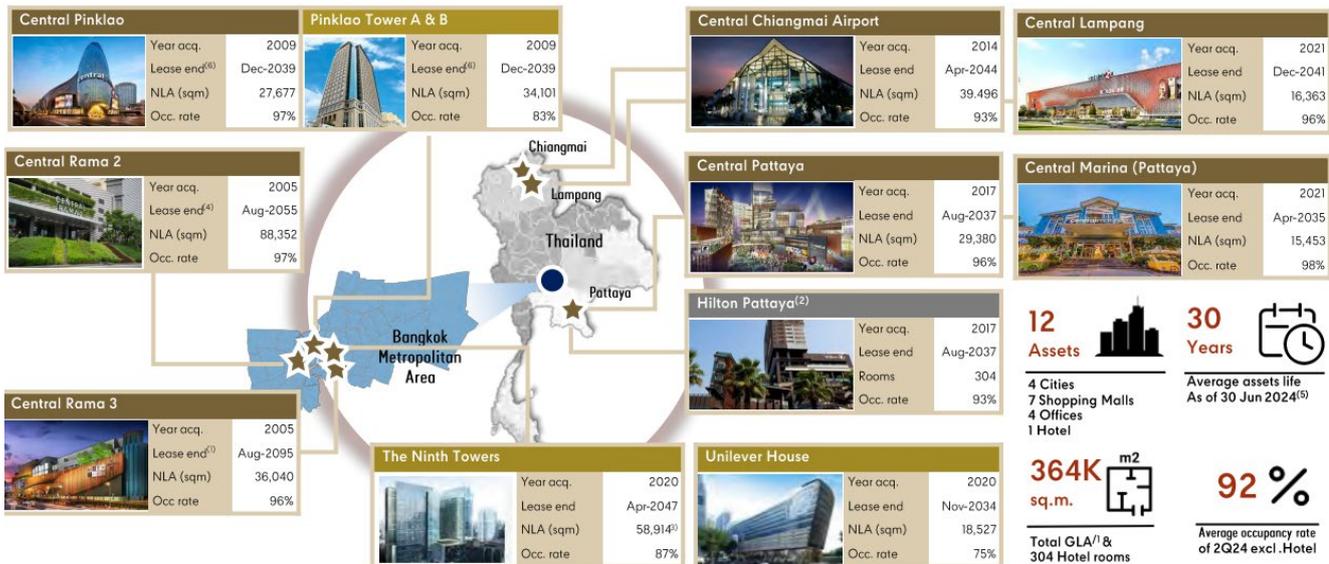
Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ภายหลังการเพิ่มทุนและต่อสัญญาเช่าเรียบร้อยแล้ว CPNREIT ยังคงมีทรัพย์สินที่ลงทุนทั้งหมด 12 แห่ง ประกอบด้วยศูนย์การค้า 7 แห่ง อาคารสำนักงาน 4 แห่ง และโรงแรม 1 แห่ง รวมเป็นพื้นที่ภายใต้การบริหารทั้งหมด 363,979 ตร.ม. และโรงแรม Hilton พัทยา จำนวน 304 ห้อง

ณ สิ้น 2Q24 CPNREIT มีสินทรัพย์รวม 91,734 ล้านบาท (+12.7% จากสิ้นปี 2023) ยังคงเป็นกอง REIT ประเภทค่าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ

สินทรัพย์หลักคือเงินลงทุนในสิทธิการเช่า 88,887 ล้านบาท มีอัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยของทรัพย์สินทุกประเภทรวมกันอยู่ที่ 92% โดยในส่วนของ Shopping malls มี Occupancy rate อยู่ในระดับสูง 96% โรงแรมมี Occupancy rate 93% สูงกว่าสิ้นปี 2023 ที่ 88% ส่วนออฟฟิศให้เช่าอยู่ที่เฉลี่ย 84% ลดลงเล็กน้อยจากสิ้นปี 2023 ที่ 86% จากการลดลงของอาคาร The Ninth Towers เนื่องจากผู้เช่าย้ายไปอยู่ที่ศูนย์ราชการ และอาคารออฟฟิศ Tower B ของเซ็นทรัลพรีนเเกล้า ซึ่งผู้เช่าบางรายไม่ได้ต่อสัญญา

Exhibit 2: Asset portfolio



Note: Asset information as of 30 June 2024 and average occupancy rate in 2Q24.
 (1) Includes option to extend lease 2 more times at 30 years each.
 (2) Property subleased to CPN Pattaya Hotel Co., Ltd. in which CPNREIT earns rental income.
 (3) Exclude meeting room area of 3,068 sq.m.
 (4) Include the renewal period from Aug 2025-August 2055.
 (5) Average assets life including RM2 extension.
 (6) Include the renewal period from Jan 2025 – Dec 2039

Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ภายหลังการต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 เรียบร้อยแล้ว การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น การครบอายุสัญญาใหม่ของเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 มีอายุห่างกัน 4 ปี ทำให้กองทรัสต์มีเวลาในการเจรจาหรือหาสินทรัพย์ใหม่ได้โดยเวลาไม่กระจุกตัวเหมือนที่ผ่านมา

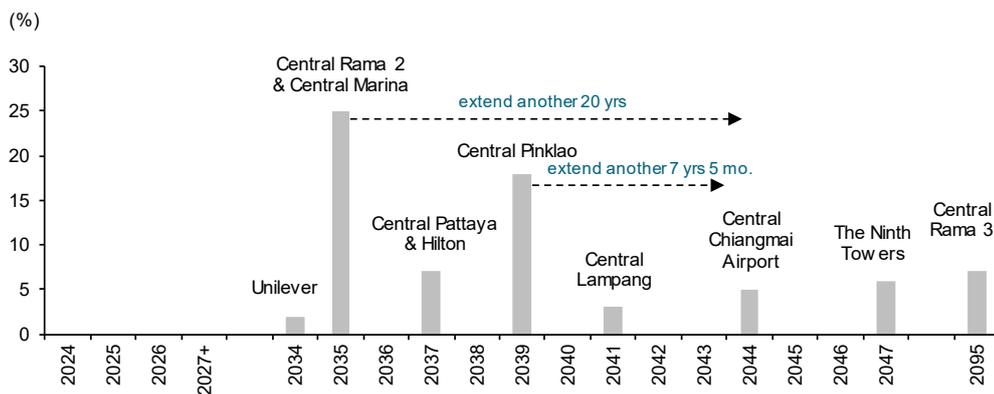
และจากนี้ไปอีก 10 ปีจึงจะมีศูนย์การค้าเซ็นทรัล มารีน่าครบอายุสัญญาเช่าและต้องเจรจาต่อสัญญาใหม่เท่ากับความเสี่ยงจากการไม่ได้ต่อสัญญาเมื่อครบกำหนดอายุ หรือต่อสัญญาด้วยเงื่อนไขที่แตกต่างไปจากเดิม จะหมดไประยะใหญ่ รวมถึงจะมีเวลาเตรียมตัวจัดหาแหล่งเงินทุนได้ดีด้วย

Exhibit 3: Lease expiry profile

Projects	Gross Leasable Area (GLA) (sqm.)	Expiry date
Central Rama 2	88,346	16 August 2055
Central Rama 3	36,040	15 August 2095
Central Pinklao	27,711	31 December 2039
Pinklao Offices Tower A & B	34,096	31 December 2039
Central Chiangmai Airport	39,317	22 April 2044
Central Pattaya	29,213	31 August 2037
The Ninth Towers	58,914	18 April 2047
Unilever House	18,527	14 November 2034
Central Marina	15,453	30 April 2035
Central Lampang	16,363	16 December 2041
Total gross leasable area	363,980	
Hilton Pattaya	304 keys	31 August 2037

Sources: CPN annual report 2023, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Well-diversified leasehold rights expiry



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ผลขาดทุนใน 2Q24 เป็นรายการทางบัญชี คาดกำไร 3Q24 เติบโต

ผลขาดทุนสุทธิที่เกิดขึ้นใน 2Q24 จำนวน 348 ล้านบาท เกิดจากการตีมูลค่ายุติธรรมของโครงการเซ็นทรัลปิ่นเกล้าหลังจากเข้าลงทุนต่อสัญญาและเกิดผลขาดทุนจาก Transaction cost รวมถึงการตีมูลค่ายุติธรรมของสัญญาเดิมของเซ็นทรัลปิ่นเกล้าที่เหลืออายุเพียง 6 เดือนก่อนจะหมดสัญญาสิ้นปี 2024 ทำให้เกิดผลขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรม 792 ล้านบาท หากไม่รวมผลขาดทุนทางบัญชี CPNREIT จะมีกำไรปกติ 444 ล้านบาทใน 2Q24 ส่งผลให้กำไรปกติใน 1H24 เป็น 1,026 ล้านบาท +15.3% y-y กำไรที่เติบโตเกิดจากรายได้ที่สูงขึ้นในทุกทรัพย์สิน ทั้งออฟฟิศ (+7.4% y-y) ศูนย์การค้า (+6.5% y-y) และโรงแรม (+4.8% y-y)

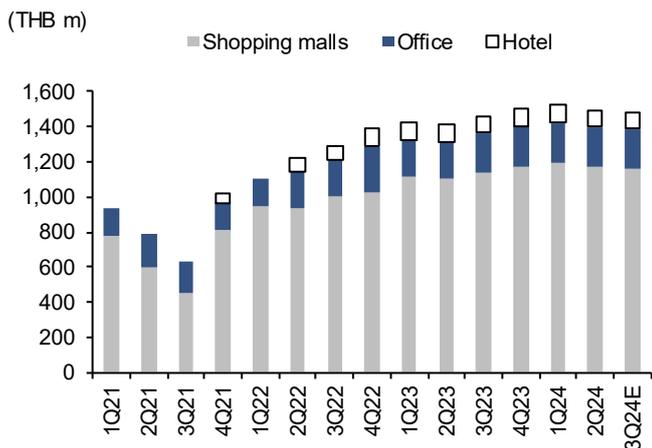
เมื่อหักรายการที่ไม่ใช่เงินสดและดอกเบี้ยจ่ายจากหนี้สินตามสัญญาเข้าตาม TFRS16 ซึ่งไม่ใช่รายการที่เป็นเงินสดเช่นกัน CPNREIT จะมีกำไรปกติยังไม่รวมผลขาดทุนจากการตีมูลค่ายุติธรรมเท่ากับ 2,122 ล้านบาทใน 1H24 +12.0% y-y CPNREIT จึงจ่ายเงินปันผล (DPU) ได้ 0.53 บาทต่อหน่วย สำหรับผลประกอบการ 3Q24 เราคาดว่ากำไรปกติ 530 ล้านบาท พื้นตัว +19.2% q-q และคาดเงินปันผล 0.257 บาทต่อหน่วยใกล้เคียงค่าเฉลี่ยที่กองทรัสต์จ่ายรายไตรมาสในช่วงครึ่งปีแรก

Exhibit 5: CPNREIT - 3Q24 earnings preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q23	2Q24	3Q24E	Change		9M23	9M24E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	2024E
Rent and service income	1,446	1,530	1,502	1,490	1,481	(0.6)	2.4	4,198	4,473	6.5	74.2
Cost of rental and services	(86)	(91)	(91)	(95)	(92)	(3.2)	6.4	(276)	(278)	0.5	75.5
Gross profit	1,360	1,439	1,411	1,395	1,389	(0.4)	2.2	3,922	4,196	7.0	74.1
Operating costs	(50)	(389)	(224)	(214)	(214)	(0.2)	328.1	(479)	(652)	36.2	76.5
Operating profit	1,310	1,050	1,187	1,181	1,175	(0.5)	(10.3)	3,443	3,544	2.9	73.7
Operating EBITDA	1,310	1,050	1,187	1,181	1,175	(0.5)	(10.3)	3,443	3,544	2.9	73.1
Other income	10	26	13	9	9	2.4	(4.1)	23	31	35.8	86.9
Interest expense	(604)	(498)	(619)	(746)	(655)	(12.2)	8.4	(1,861)	(2,019)	8.5	75.9
Net investment income	715	578	581	444	530	19.2	(25.9)	1,605	1,555	(3.1)	71.2
Gain/(loss) on investment	(1)	(1)	0	(1)	0	nm	nm	0	(1)	nm	
Gain/(loss) on revaluation of investment	557	(7)	304	(792)	0	nm	nm	1,059	(488)	nm	
Reported net profit	1,271	571	885	(348)	530	nm	(58.3)	2,664	1,067	(59.9)	62.9
Core profit	715	578	581	444	530	19.2	(25.9)	1,605	1,555	(3.1)	71.2
Reported EPS (THB)	0.50	0.22	0.34	(0.10)	0.15	nm	(70.4)	1.04	0.39	(61.9)	84.2
Recurring EPS (THB)	0.28	0.23	0.23	0.12	0.15	19.2	(47.5)	0.63	0.50	(20.7)	82.1
DPU (THB)	0.257	0.257	0.362	0.168	0.257	52.8	0.0	0.87	0.79	(9.4)	75.0
NAV (THB)	13.06	13.03	13.12	11.90	11.89	(0.1)	(9.0)	13.06	11.89	(9.0)	97.3
No. of units (m units)	2,568	2,568	2,568	3,621	3,621	0.0	41.0	2,568	3,621	41.0	
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	94.0	94.1	94.0	93.6	93.8	0.2	(0.2)	93.4	93.8	0.4	
Operating margin	90.6	68.7	79.0	79.2	79.4	0.1	(11.2)	82.0	79.2	(2.8)	
Recurring net margin	49.5	37.8	38.7	29.8	35.8	6.0	(13.7)	38.2	34.8	(3.5)	

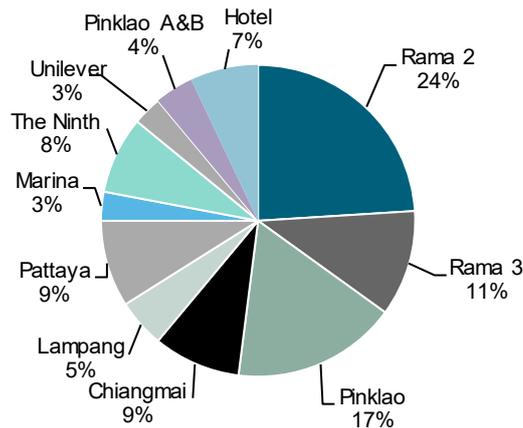
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 6: Revenue structure



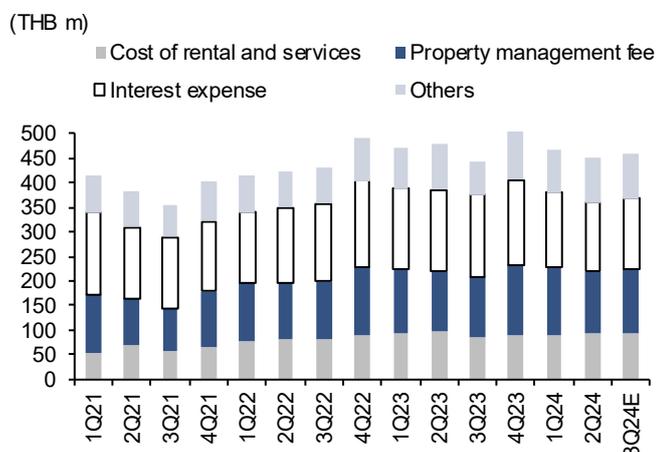
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Revenue contribution in 2Q24



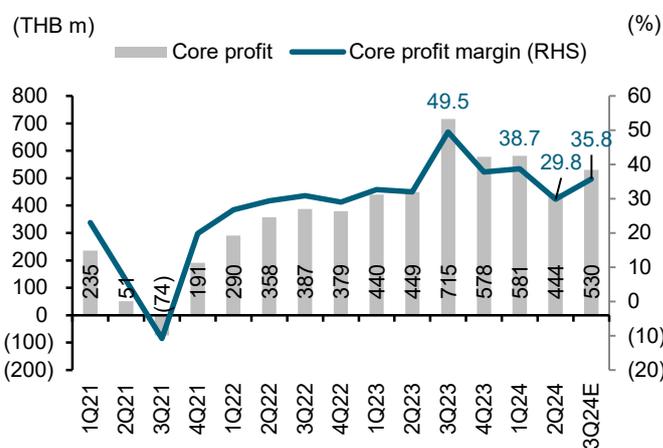
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 8: Expenses



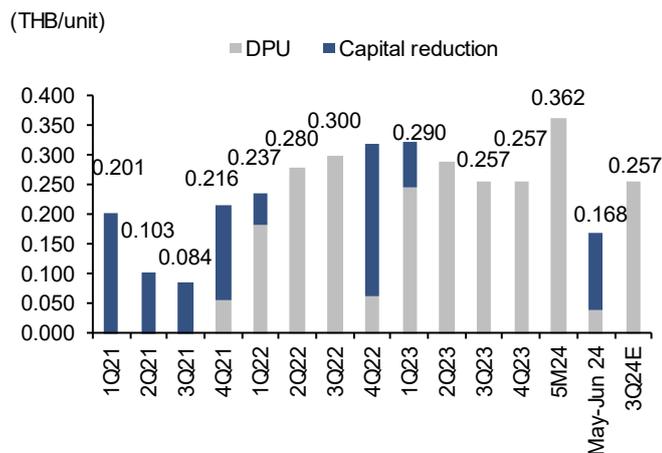
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Core profit and core profit margin



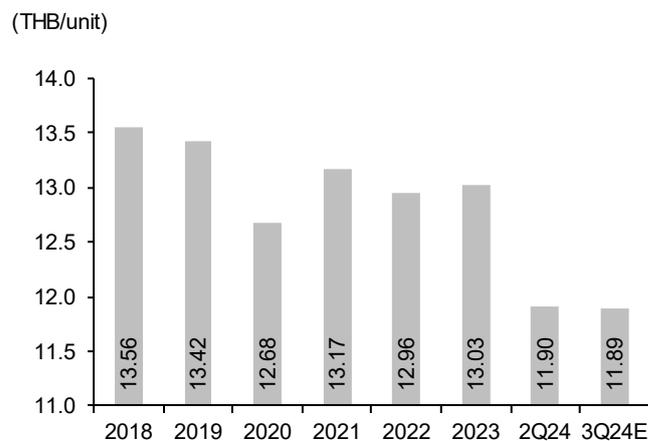
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 10: DPU, quarterly



Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 11: NAV



Sources: CPN, FSSIA's compilation

คาดการณ์เติบโตเฉลี่ย 4.4% CAGR และ Dividend yield ราว 8% ต่อปี (2024-26)

เราปรับประมาณการกำไรก่อนดอกเบี้ยในปี 2024-26 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 4% จาก 4,846 ล้านบาทในปี 2024 และเป็น 5,281 ล้านบาทในปี 2026 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4.4% CAGR (2024-26) ใกล้เคียงกับการเติบโตของรายได้รวมที่คาดการณ์ +4.6% CAGR จากการปรับเพิ่มประมาณการรายได้โดยเฉพาะจากธุรกิจโรงแรม ทั้งนี้ โครงสร้างรายได้ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2024-26) คาดว่าจะยังใกล้เคียงเดิมบนสมมติฐานของทรัสต์ยังไม่มีการขายการลงทุนเพิ่มเติม โดยรายได้ราว 78%-80% ยังคงมาจากค่าเช่าจากศูนย์การค้าทั้ง 7 แห่ง อีก 15% มาจากค่าเช่าจากออฟฟิศ 4 แห่ง และส่วนที่เหลือมาจากโรงแรม 1 แห่ง

ในส่วนของศูนย์การค้า ค่าเช่าที่สูงกว่าช่วงก่อนโควิดตั้งปี 2023 คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องโดยเฉพาะหลังจากการปรับโฉมเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จกลางปี 2025 และพื้นที่เช่าของเซ็นทรัล พระราม 2 ที่จะเพิ่มขึ้นเกือบ 1 หมื่น ตร.ม. เราคาดการณ์ได้จากศูนย์การค้าจะเติบโตเฉลี่ย 5.1% CAGR (2024-26)

ค่าเช่าออฟฟิศและโรงแรม เราคาดเติบโตเฉลี่ย 2.2% CAGR และ 4.6% CAGR ตามลำดับ สำหรับโรงแรม Hilton พัทยา มีอัตราการเข้าพักเพิ่มขึ้นเป็นลำดับหลังโควิดจากสิ้นปี 2023 ที่ 88.1% เป็น 92.1% ใน 2Q24 เราตั้งสมมติฐานอัตราการเข้าพักเฉลี่ย 91% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า ในขณะที่ธุรกิจออฟฟิศ เผชิญการแข่งขันที่สูง รวมถึงรูปแบบการทำงานที่เปลี่ยนไป แม้อสังหาริมทรัพย์ จะสามารถปรับขึ้นค่าเช่าของอาคารเดอะไนน์ ทาวเวอร์ส ได้ตามสัญญาใน 2Q24 แต่เราคาดการณ์การเติบโตของรายได้ค่าเช่าของออฟฟิศจะเป็นไปอย่างช้าๆ

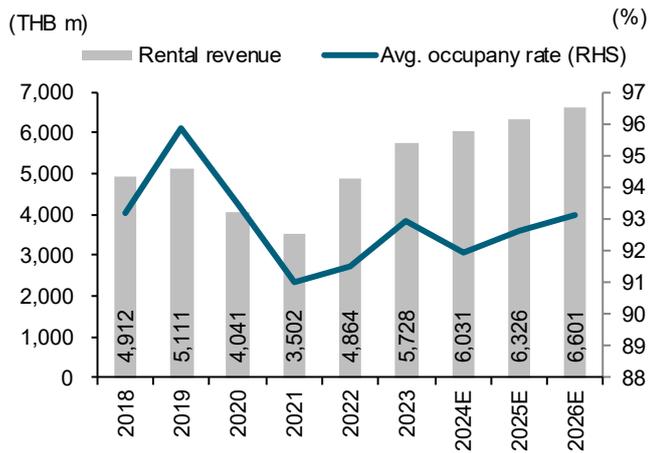
จากสมมติฐานดังกล่าว เราคาด CPNREIT จะจ่ายเงินปันผล 1.05 บาทต่อหน่วยในปี 2024 และ 1.07 บาทต่อหน่วยในปี 2025 และ 1.10 บาทต่อหน่วยในปี 2026 เมื่อเทียบกับราคาหุ้นปัจจุบัน คิดเป็น Dividend yield 8.1%-8.5%

Exhibit 12: Changes in key assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Total revenues	6,031	6,326	6,601	5,948	6,274	6,584	1.4	0.8	0.3
Shopping malls	4,729	4,985	5,223	4,775	5,068	5,342	(1.0)	(1.6)	(2.2)
Office	906	925	946	910	931	954	(0.4)	(0.6)	(0.8)
Hotel	395	415	432	263	275	288	50.1	51.0	49.9
Expenses	1,221	1,302	1,359	1,302	1,458	1,532	(6.3)	(10.7)	(11.3)
EBIT	4,846	5,062	5,281	4,682	4,847	5,083	3.5	4.4	3.9
Interest expense	2,661	2,558	2,388	2,207	2,036	1,950	20.6	25.7	22.4
Core profit	2,185	2,504	2,893	2,475	2,811	3,133	(11.7)	(10.9)	(7.7)
Key statistics							(%)	(%)	(%)
Number of projects	12	12	12	12	12	12	0.0	0.0	0.0
Net leasable area (sqm)	364,284	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350	(6.3)	0.0	0.0
Avg. occupancy rate (%)	92.0	92.6	93.1	92.0	92.6	93.1	0.0	0.0	0.0
Avg. rental rate per sq.m.	1,341	1,404	1,466	1,341	1,404	1,466	0.0	0.0	0.0

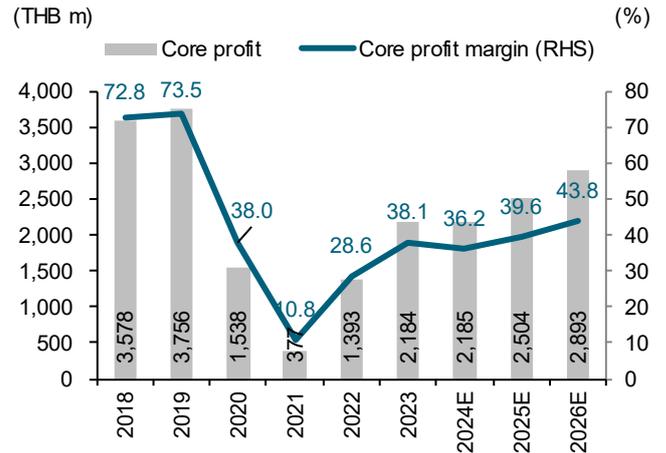
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 13: Revenue and average occupancy rate



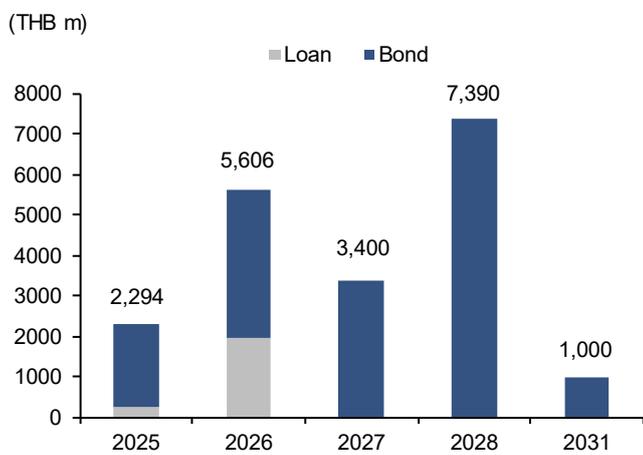
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 14: Core profit and core profit margin



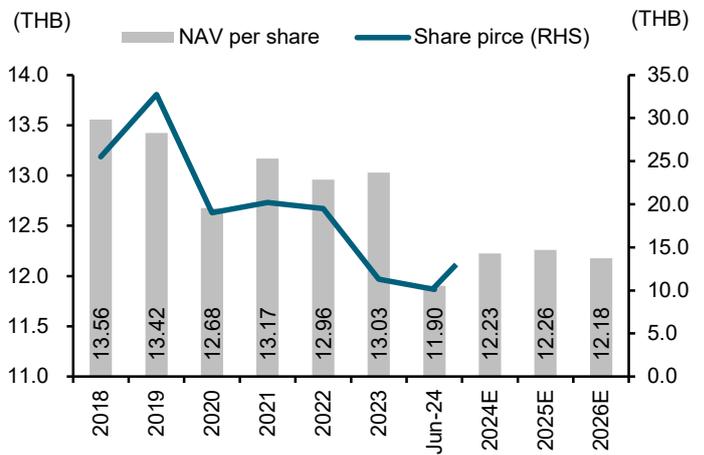
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 15: Loan repayment schedule



Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 16: NAV



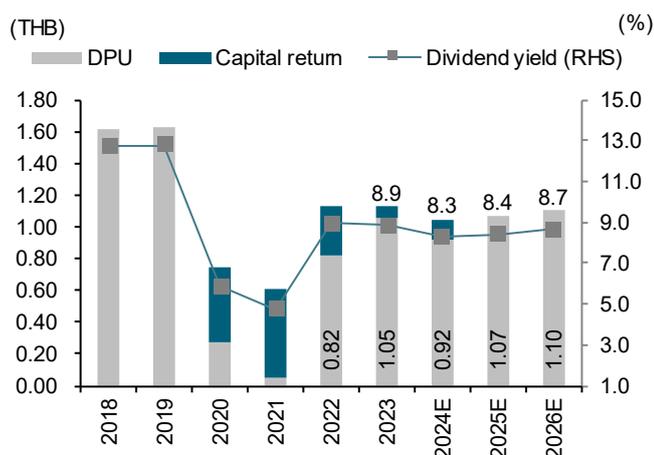
Note: Share price is at end of period.

Sources: CPN, FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 14.50 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับราคาเหมาะสมของ CPNREIT เป็นปี 2025 ที่ 14.50 บาทต่อหน่วย อิงวิธี DDM ใช้ WACC 7.4% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค่าปลิกขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ โดดเด่นด้านทำเล ได้รับความนิยมจากผู้บริโภค 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่จะเติบโตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง เงินไขของอายุสัญญาใหม่ทำให้การครบอายุสัญญาของแต่ละสินทรัพย์มีการกระจายตัวมากขึ้น และอีก 10 ปีจึงจะมีสินทรัพย์ครบอายุสัญญาเข้า 4) Dividend yield สูงกว่า 8% แม้ว่าราคาหุ้นจะขยับขึ้นมาแล้ว และราคาหุ้นสูงกว่า NAV เพียง 4%

Exhibit 17: DPU and dividend yield



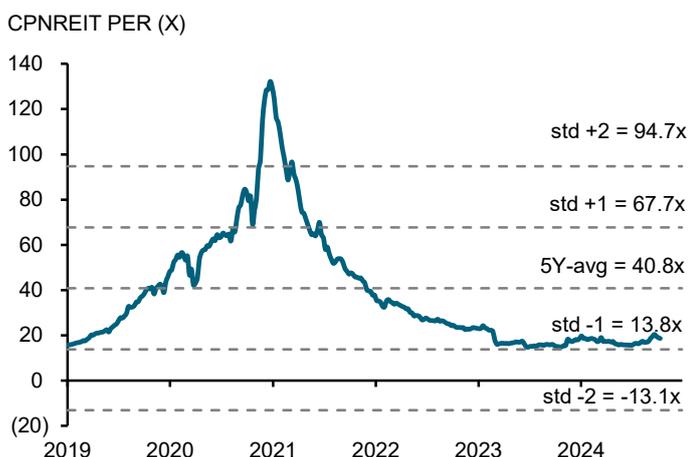
Note: Dividend yield is based THB12.70 which was a closed price at 16-Oct-24
Source: FSSIA estimates

Exhibit 18: Sensitivity analysis

WACC	DPU (THB)					
	1.03	1.05	1.072	1.093	1.115	1.137
6.36%	16.19	16.52	16.86	17.19	17.54	17.89
6.86%	15.01	15.31	15.63	15.94	16.26	16.58
7.36%	13.99	14.27	14.56	14.86	15.15	15.46
7.86%	13.10	13.37	13.64	13.91	14.19	14.47
8.36%	12.31	12.57	12.82	13.08	13.34	13.61

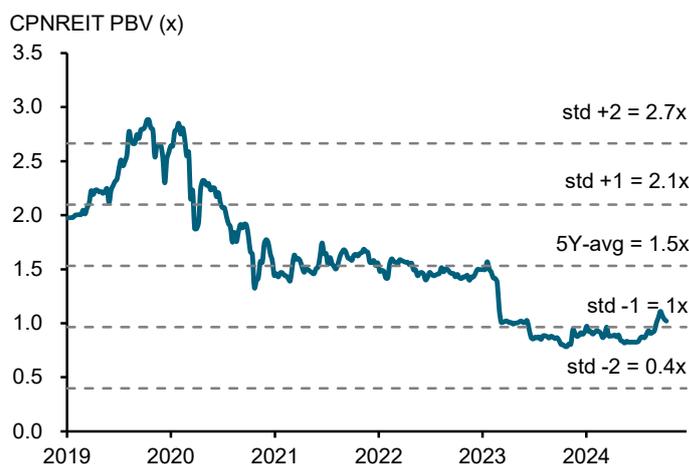
Source: FSSIA estimates

Exhibit 19: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 20: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

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	6,031	6,326	6,601
Cost of goods sold	(328)	(367)	(368)	(392)	(416)
Gross profit	4,536	5,361	5,663	5,933	6,186
Other operating income	23	49	36	38	39
Operating costs	(804)	(868)	(853)	(910)	(944)
Operating EBITDA	3,755	4,542	4,846	5,062	5,281
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	3,755	4,542	4,846	5,062	5,281
Net financing costs	(2,361)	(2,359)	(2,661)	(2,558)	(2,388)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	718	1,052	(488)	0	0
Profit before tax	2,111	3,235	1,698	2,504	2,893
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	2,111	3,235	1,698	2,504	2,893
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,111	3,235	1,698	2,504	2,893
Non-recurring items & goodwill (net)	(718)	(1,052)	488	0	0
Recurring net profit	1,393	2,184	2,185	2,504	2,893
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.54	0.85	0.60	0.69	0.80
Reported EPS	0.82	1.26	0.47	0.69	0.80
DPS	1.14	1.13	1.05	1.07	1.10
Diluted shares (used to calculate per share data)	2,568	2,568	3,621	3,621	3,621
Growth					
Revenue (%)	38.9	17.8	5.3	4.9	4.4
Operating EBITDA (%)	46.1	21.0	6.7	4.5	4.3
Operating EBIT (%)	46.1	21.0	6.7	4.5	4.3
Recurring EPS (%)	269.7	56.7	(29.0)	14.6	15.6
Reported EPS (%)	143.8	53.2	(62.8)	47.5	15.6
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	93.3	93.6	93.9	93.8	93.7
Gross margin exc. depreciation (%)	93.3	93.6	93.9	93.8	93.7
Operating EBITDA margin (%)	77.2	79.3	80.4	80.0	80.0
Operating EBIT margin (%)	77.2	79.3	80.4	80.0	80.0
Net margin (%)	28.6	38.1	36.2	39.6	43.8
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	209.6	132.4	174.0	155.0	138.0
Interest cover (X)	1.6	1.9	1.8	2.0	2.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.0	5.9	5.9	5.8	6.1
ROIC (%)	5.0	5.9	5.9	5.8	6.1
ROE (%)	4.2	6.5	5.6	5.6	6.5
ROA (%)	4.7	5.6	5.6	5.6	5.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Malls	3,784	4,473	4,729	4,985	5,223
Offices	827	880	906	925	946
Hotel	253	375	395	415	432

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	2,185	2,504	2,893
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	702	(1,098)	(10,022)	(271)	0
Change in working capital	1,612	2,472	1,725	2,993	2,719
Cash flow from operations	3,707	3,557	(6,113)	5,226	5,612
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)	(3,802)	(3,881)	(3,993)
Equity finance	(556)	(858)	12,327	0	0
Debt finance	409	(926)	(351)	1,087	733
Other financing cash flows	(581)	(657)	(2,661)	(2,558)	(2,388)
Cash flow from financing	(2,825)	(4,636)	5,513	(5,353)	(5,648)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	883	(1,079)	(600)	(127)	(35)
Free cash flow to firm (FCFF)	6,068.82	5,915.87	(3,451.66)	7,784.09	8,000.00
Free cash flow to equity (FCFE)	3,535.44	1,974.02	(9,124.60)	3,754.08	3,957.31

Per share (THB)

FCFF per share	1.68	1.63	(0.95)	2.15	2.21
FCFE per share	0.98	0.55	(2.52)	1.04	1.09
Recurring cash flow per share	0.82	0.42	(2.16)	0.62	0.80

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	77,177	79,776	89,311	89,582	89,582
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	77,177	79,776	89,311	89,582	89,582
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	362	236	200
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	1,098	629	650	675	697
Current assets	3,139	1,591	1,013	911	897
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	80,317	81,367	90,324	90,492	90,479
Common equity	33,277	33,459	44,271	44,394	44,094
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	33,277	33,459	44,271	44,394	44,094
Long term debt	23,001	22,096	19,866	18,568	16,962
Other long-term liabilities	21,423	22,511	23,329	24,220	25,696
Long-term liabilities	44,425	44,606	43,194	42,788	42,659
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	2,615	3,302	2,858	3,310	3,726
Current liabilities	2,615	3,302	2,858	3,310	3,726
Total liabilities and shareholders' equity	80,317	81,367	90,324	90,492	90,479
Net working capital	(1,518)	(2,673)	(2,208)	(2,635)	(3,029)
Invested capital	75,660	77,103	87,103	86,946	86,553

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

Per share (THB)

Book value per share	12.96	13.03	12.23	12.26	12.18
Tangible book value per share	12.96	13.03	12.23	12.26	12.18

Financial strength

Net debt/equity (%)	63.0	63.2	44.1	41.3	38.0
Net debt/total assets (%)	26.1	26.0	21.6	20.3	18.5
Current ratio (x)	1.2	0.5	0.4	0.3	0.2
CF interest cover (x)	2.5	1.8	(2.4)	2.5	2.7

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	23.4	14.9	21.0	18.4	15.9
Recurring P/E @ target price (x) *	26.7	17.1	24.0	21.0	18.1
Reported P/E (x)	15.4	10.1	27.1	18.4	15.9
Dividend yield (%)	9.0	8.9	8.3	8.4	8.7
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Price/tangible book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x) **	14.3	11.8	13.5	12.7	11.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	15.5	12.9	14.9	14.0	13.1
EV/invested capital (x)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7

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

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for 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 Sustainability	The Sustainability's ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored.																				
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.	<table border="1"> <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> <p>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.</p>	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+																		
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"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</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.

History of change in investment rating and/or target price

CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
02-May-2024	BUY	12.50	-	-	-	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 02-May-2024

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 12.70	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 16-Oct-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.