

Thailand REITs

REITs ทางเลือกลงทุน รับดอกเบี้ยลด

- การปรับลดดอกเบี้ยนโยบายครั้งนี้เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี ถือเป็นจุดเปลี่ยนของกลุ่ม REITs
- REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว 100% และมีสัดส่วนเงินกู้ต่อสินทรัพย์รวมสูง ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะบรรเทาไปได้มากกว่า ได้แก่ LHHOTEL WHAIR PROSPECT ALLY AIMIRT BAREIT
- แนะนำ AIMIRT, CPNREIT, LHHOTEL, LHSC, WHAIR ที่โตตามการบริโภคและท่องเที่ยว คาดยิลด์ 7%-10%

REITs สร้างผลตอบแทนได้ดีในยุคดอกเบี้ยขาลง

การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% จาก 2.50% เป็น 2.25% ของ กนง. ในการประชุมวันที่ 16 ต.ค. 2024 ที่ผ่านมาเป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี เป็นจุดเปลี่ยนของกลุ่ม REITs ซึ่งจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอจากการเก็บค่าเช่า และมีโอกาสปรับขึ้นค่าเช่าตามอัตราเงินเฟ้อหรือตามสัญญาเช่า นอกจากนี้ REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะยิ่งได้ประโยชน์เต็มๆ มากกว่ากองทรัสต์ที่มีเงินกู้ดอกเบี้ยคงที่ โดย REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว 100% และมีสัดส่วนเงินกู้ต่อสินทรัพย์รวมสูง ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะบรรเทาไปได้มากกว่า ได้แก่ LHHOTEL WHAIR PROSPECT ALLY AIMIRT BAREIT

REITs คลังสินค้า/โรงงาน แนะนำ WHAIR AIMIRT ส่วน WHART แนะนำซื้ออ่อนตัว

เรายังคงแนะนำ REITs คลังสินค้า/โรงงาน ศูนย์การค้า และโรงแรม ซึ่งเติบโตตามการฟื้นตัวของการลงทุน การท่องเที่ยว และการใช้จ่ายในในประเทศ เราชอบ AIMIRT WHAIR WHART ที่มีทรัพย์สินในทำเลยุทธศาสตร์ สำหรับ WHAIR ทรัพย์สินอยู่ในนิคมฯ ของ WHA Group ในโซน EEC และอยู่ระหว่างเตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมในช่วงปลายปี 2024 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เป็นแบบลอยตัว 100% ส่วน WHART มีความน่าสนใจทั้งในด้านทำเลที่อยู่ในโซนบางนา-ตราด ออรัษา และ EEC มีอัตราการเช่าในระดับสูง มีการประกันรายได้ แต่ upside ของราคาหน่วยค่อนข้างจำกัด ราคาอ่อนตัวจึงน่าสนใจสำหรับ AIMIRT อัตราการเช่าในปี 2024 ลดลงเพราะลูกค้าบางส่วนถูกกระทบจากเศรษฐกิจที่ฟื้นไม่ทั่วถึง คาดว่าจะกระทบเงินปันผลเล็กน้อย แต่อัตราผลตอบแทนของเงินปันผลถือว่ายังอยู่ในเกณฑ์สูง เงินกู้ของ AIMIRT เป็นอัตราลอยตัว 100%

REIT ศูนย์การค้า และโรงแรม แนะนำ CPNREIT LHHOTEL LHSC

ศูนย์การค้าแนะนำ CPNREIT และ LHSC ที่มี Shopper traffic และอัตราการเช่าพื้นที่สูงมาก อยู่ในทำเลที่ดีมาก CPNREIT เพิ่มทุนเรียบร้อยแล้ว เงินกู้ประมาณ 20% เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ขณะที่ LHSC มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลอยตัวทั้งหมด กองทรัสต์อยู่ระหว่างการเพิ่มทุนทำให้ราคาค่อนข้างเคลื่อนไหวจำกัด เราแนะนำจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ส่วนโรงแรม LHHOTEL เพิ่มทุนแล้ว เงินกู้เป็นดอกเบี้ยลอยตัวทั้งหมด สินทรัพย์ใหม่อยู่ในทำเลทองของนักท่องเที่ยว เราแนะนำซื้อ AIMIRT, CPNREIT, LHHOTEL, LHSC, WHAIR และแนะนำถือ/อ่อนตัวซื้อสำหรับ WHART

FSSIA recommendations

Company	BBG code	Rating	Share price (THB)	Target price (THB)	Up/downside (%)
AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT	AIMIRT TB	BUY	11.00	13.45	+22.3
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	BUY	12.70	14.50	+14.2
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	BUY	13.40	15.50	+15.7
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	BUY	11.10	12.50	+12.6
WHA Industrial Leasehold REIT	WHAIR TB	BUY	6.30	7.40	+17.5
WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT	WHART TB	HOLD	10.50	11.00	+4.8

Note: Priced at close of business 16/10/2024. 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

การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% จาก 2.50% เป็น 2.25% ของ กนง. ในการประชุมวันที่ 16 ต.ค. 2024 ที่ผ่านมา เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี เป็นจุดเปลี่ยนของกลุ่ม REITs ซึ่งจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอจากการเก็บค่าเช่า และมีโอกาสปรับขึ้นค่าเช่าตามอัตราดอกเบี้ยหรือตามสัญญาเช่า นอกจากนี้ REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะยิ่งได้ประโยชน์เต็มที่มากกว่ากองทรัสต์ที่มีเงินกู้ดอกเบี้ยคงที่ โดย REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว 100% และมีสัดส่วนเงินกู้ต่อสินทรัพย์รวมสูง ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะบรรเทาไปได้มากกว่า ได้แก่ LHHOTEL WHAIR PROSPECT ALLY AIMIRT BAREIT

เรายังคงแนะนำ REITs คลังสินค้า/โรงงาน ศูนย์การค้า และโรงแรม ซึ่งเติบโตตามการฟื้นตัวของการลงทุน การท่องเที่ยว และการใช้จ่ายใช้สอยในประเทศ เราชอบ AIMIRT WHAIR ที่มีทรัพย์สินในทำเลยุทธศาสตร์ สำหรับ WHART มี upside แคบ แนะนำซื้อเมื่ออ่อนตัว ส่วน REIT ศูนย์การค้า และโรงแรม แนะนำ CPNREIT LHHOTEL LHSC

Catalyst

- อัตราดอกเบี้ยปรับลดลงเร็วและมากกว่าคาด
- ปัจจัยมหภาค เศรษฐกิจ การใช้จ่ายใช้สอย การลงทุนที่ฟื้นตัวสดใส จำนวนนักท่องเที่ยวมากกว่าคาด
- กองทรัสต์สามารถหาสินทรัพย์ใหม่ที่มีศักยภาพในการเข้าลงเพื่อต่อยอดการเติบโต

Risk to our call

- ความผันผวนของเศรษฐกิจในประเทศ การลงทุน การบริโภคภาคเอกชน และภาคท่องเที่ยวที่ไม่เป็นไปตามคาด
- ลูกค้านำเข้าไม่ต่อสัญญาเช่า หรือยกเลิกสัญญาก่อนกำหนด และกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่ารายใหม่มาทดแทนได้
- การแข่งขันที่รุนแรง
- ความเสี่ยงจากความไม่สงบทางการเมือง โรครระบาด และภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Contents

อัตราดอกเบี้ยลดลง REIT ได้ประโยชน์เต็มที่3

แนะนำ REITs คลังสินค้า/โรงงาน ศูนย์การค้า โรงแรม.....5

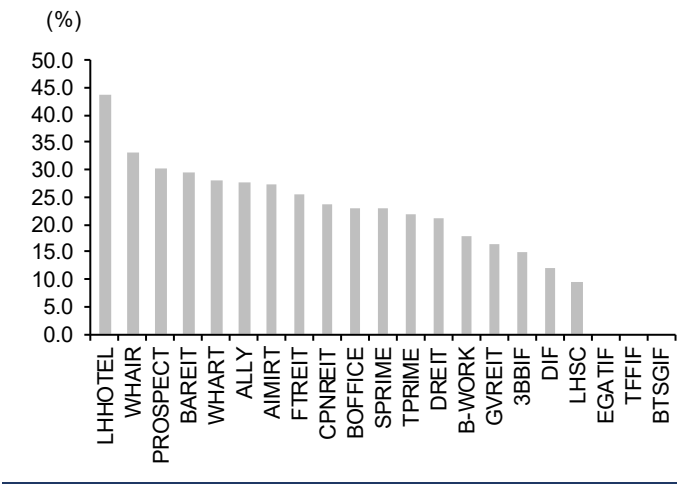
Event Calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement
March 2025	4Q24 earnings announcement

อัตราดอกเบี้ยลดลง REIT ได้ประโยชน์เต็มที่

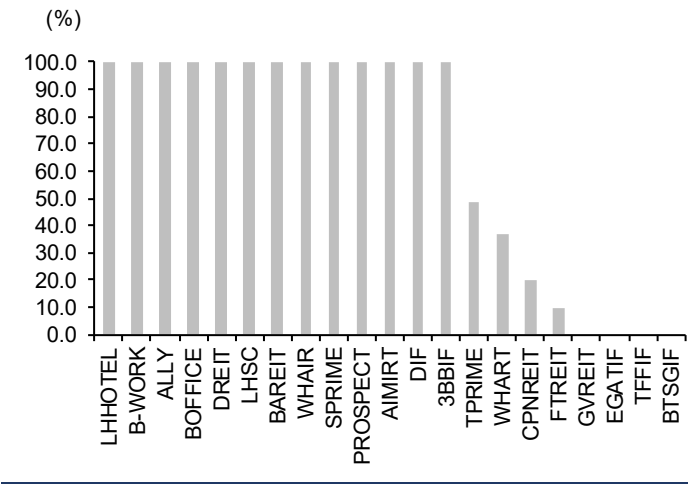
การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% จาก 2.50% เป็น 2.25% ของ กนง. ในการประชุมวันที่ 16 ต.ค. 2024 ที่ผ่านมา เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี เป็นจุดเปลี่ยนของกลุ่ม REITs ซึ่งจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอจากการเก็บค่าเช่า และมีโอกาสปรับขึ้นค่าเช่าตามอัตราเงินเฟ้อหรือตามสัญญาเช่า นอกจากนี้ REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะยิ่งได้ประโยชน์เต็มที่มากกว่ากองทรัสต์ที่มีเงินกู้ดอกเบี้ยคงที่ โดย REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว 100% และมีสัดส่วนเงินกู้ต่อสินทรัพย์รวมสูง ภาวะดอกเบี้ยจ่ายจะบรรเทาไปได้มากกว่า ได้แก่ LHHOTEL WHAIR PROSPECT ALLY AIMIRT BAREIT เป็นต้น

Exhibit 1: Interest-bearing debt to total assets



Sources: SET, FSSIA's compilation

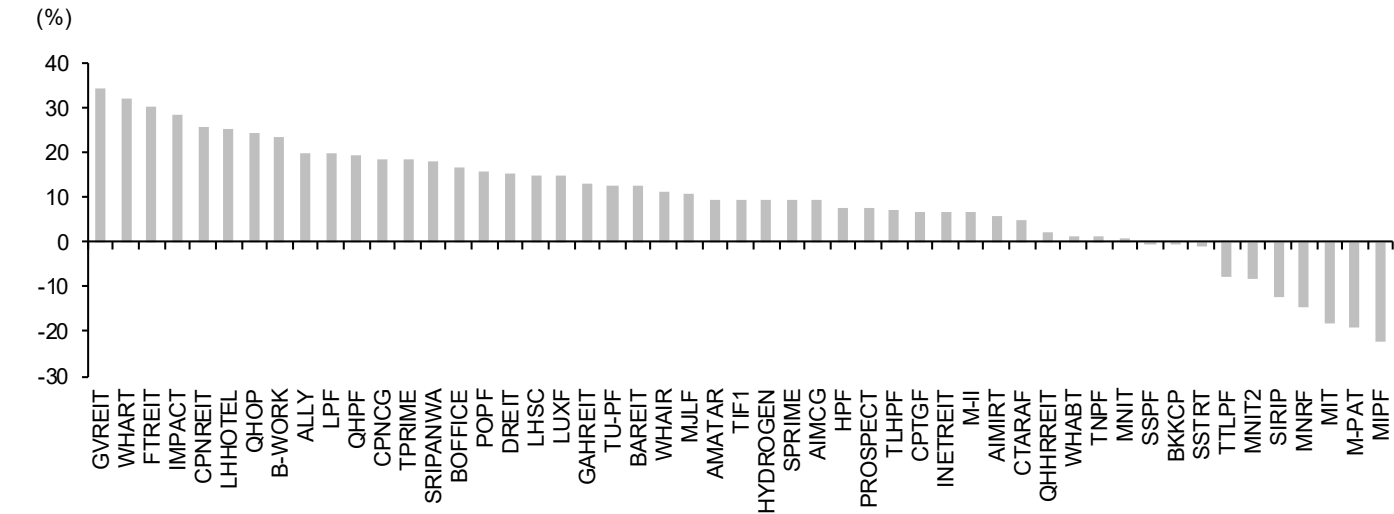
Exhibit 2: Percentage of floating-rate loans to total loans



Sources: SET, Company data, FSSIA's compilation

ราคาหุ้นกลุ่ม REITs เริ่มปรับตัวได้ดีกว่า SET index ตั้งแต่เดือน ก.ค. ที่ผ่านมาก็ที่เทรนด์อัตราดอกเบี้ยโลกเป็นขาลงชัดเจน สอดคล้องกับกลุ่ม REITs โลก (แต่ REITs ไทยยัง underperform REITs โลก) หากนับตั้งแต่เดือน ก.ค. ถึงปัจจุบัน ดัชนีกลุ่ม PF&REIT +20% ปรับตัวดีกว่า SET index ที่ +14% ซึ่งไม่เกิดขึ้นบ่อยครั้งนัก แต่หากนับตั้งแต่ต้นปี 2024 ถือว่ายังปรับตัวน้อยกว่าตลาด

Exhibit 3: Share price performance 1 July to 16 October 2024



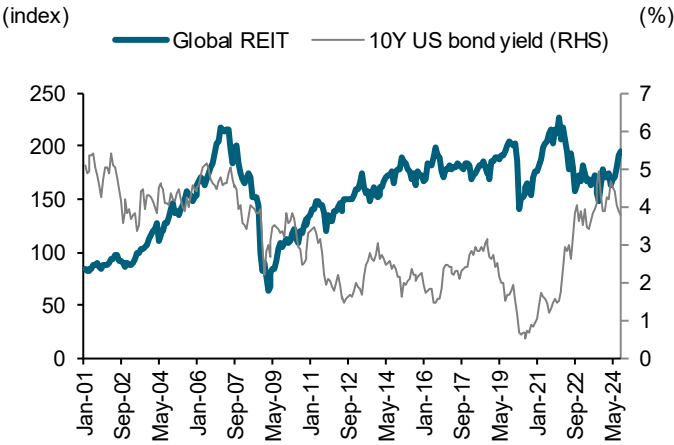
Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 4: SET's sector return 2009 to date

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24YTD
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%	ICT 38.62%
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%	ETRON 35.36%
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%	AGRI 14.07%
BANK 105.50%	ETRON 55.37%	MEDIA 63.68%	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%	MEDIA 7.17%
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%	BANK 4.72%
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%	COMM 3.88%
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%	PF&REIT 3.65%
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%	TRANS 3.29%
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%	FOOD 3.15%
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%	HELTH 0.14%
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%	FIN -1.79%
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%	ENERG -3.11%
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%	PROP -4.06%
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%	TOURISM -4.24%
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%	CONS -6.74%
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 -19.46%
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%	PETRO -18.28%

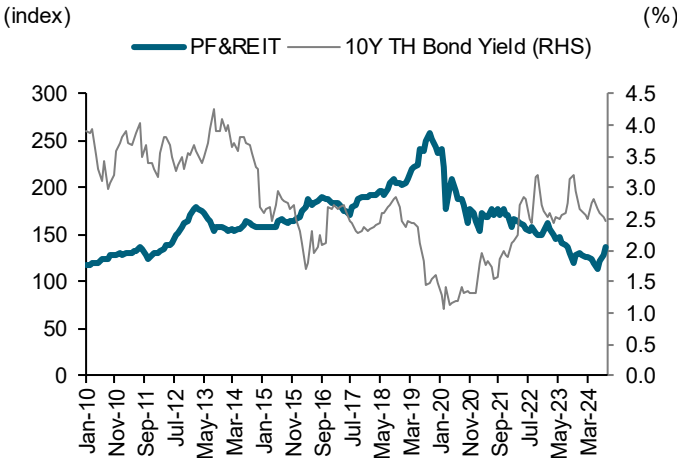
Note: All data is as as at yearend. Sector return in 24YTD is data until 16 October 2024
Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Global REIT and 10 year US bond yield



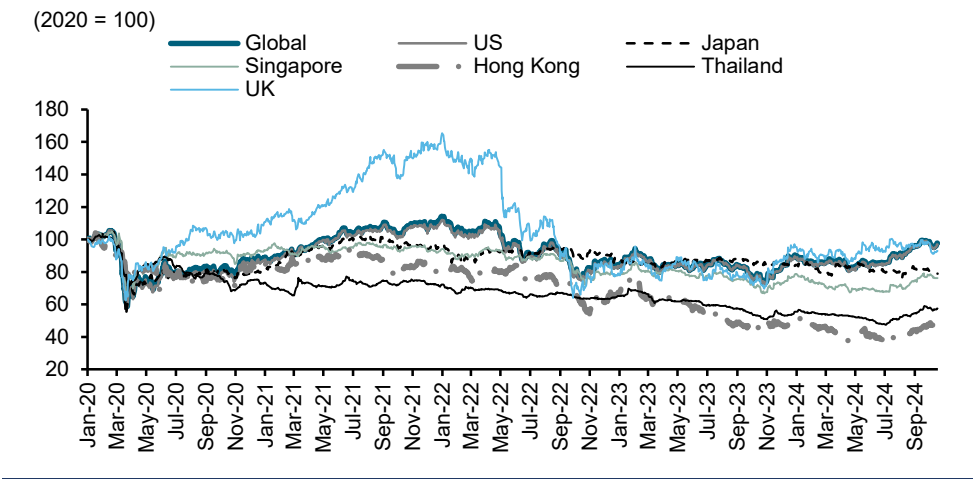
Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 6: PF & REIT index and 10 year TH bond yield



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Global REITs performance



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

แนะนำ REITs คลังสินค้า/โรงงาน ศูนย์การค้า โรงแรม

เรายังคงแนะนำ REITs คลังสินค้า/โรงงาน ศูนย์การค้า และโรงแรม ซึ่งเติบโตตามการฟื้นตัวของ การลงทุน การท่องเที่ยว และการใช้จ่ายใช้สอยในประเทศ เราชอบ AIMIRT WHAIR WHART ที่มีทรัพย์สิน ในทำเลยุทธศาสตร์ สำหรับ WHAIR ทรัพย์สินอยู่ในนิคมฯ ของ WHA Group ในโซน EEC และอยู่ ระหว่างเตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมในอาคาร 10 ยูนิตในช่วงปลายปี 2024 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เป็น แบบลอยตัว 100% เราคาดว่าเงินปันผลจะเติบโตต่อเนื่องหลังเพิ่มทุน ส่วน WHART มีความน่าสนใจทั้ง ในด้านทำเลที่อยู่ในโซนบางนา-ตราด อุดรฯ และ EEC มีอัตราการเช่าในระดับสูง มีการประกันรายได้ แต่ upside ของราคาหน่วยค่อนข้างจำกัด ราคาอ่อนตัวจึงน่าสนใจ สำหรับ AIMIRT อัตราการเช่าในปี 2024 ลดลงเพราะลูกค้าบางส่วนถูกกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง จึงคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อ เงินปันผลเล็กน้อย แต่แนวโน้มอัตราการเช่าจะทยอยดีขึ้นในปีหน้า กองทรัสต์อยู่ระหว่างเจรจากับผู้เช่า อัตราผลตอบแทนของเงินปันผลถือว่าอยู่ในเกณฑ์สูงแม้จะลดลงเล็กน้อยในปีนี้ก็ตาม และเงินกู้ของ AIMIRT เป็นอัตราลอยตัว 100%

ศูนย์การค้า แนะนำ CPNREIT และ LHSC ที่มี Shopper traffic และอัตราการเช่าพื้นที่สูงมาก อยู่ใน ทำเลที่ดีมาก CPNREIT เพิ่มทุนเรียบร้อยแล้ว เงินกู้ประมาณ 20% เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว อีก 80% เป็นหุ้นกู้ที่มีอัตราคงที่ ขณะที่ LHSC มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลอยตัวทั้งหมด กองทรัสต์อยู่ระหว่างการ เพิ่มทุนทำให้ราคาหน่วยค่อนข้างเคลื่อนไหวจำกัด แต่เนื่องจากทรัพย์สินใหม่ที่จะเข้าลงทุนเป็นทรัพย์สินที่ดีมาก เรา แนะนำจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ส่วนโรงแรม LHHOTEL เพิ่มทุนเรียบร้อยแล้ว เงินกู้เป็นดอกเบี้ยลอยตัวทั้ง 100% สินทรัพย์ใหม่อยู่ในทำเลทองของนักท่องเที่ยว สร้าง s-curve สำหรับการเติบโตอีกครั้ง แนะนำซื้อ AIMIRT, CPNREIT, LHHOTEL, LHSC, WHAIR และแนะนำถือ/อ่อนตัวซื้อสำหรับ WHART

Exhibit 8: REITs summary

	Unit price (THB)	Type	Lease expiry (years)	NAV (THB/unit)	Prem./Disc. to NAV (%)	P/NAV (x)	2024E Dividend yield (%)
AIMIRT TB	11.00	Freehold 68% Leasehold 32%	25.8	12.0584	(8.8)	0.9	7.8
CPNREIT TB	12.70	Leasehold 100%	15.0	11.9043	6.7	1.0	8.3
LHHOTEL TB	13.40	Leasehold 100%	21.7	12.0374	11.3	1.1	9.1
LHSC TB	11.10	Leasehold 100%	15.7	12.4012	(10.5)	0.9	9.5
WHAIR TB	6.30	Leasehold 100%	54.3	8.9534	(29.6)	0.7	8.7
WHART TB	10.50	Freehold 50% Leasehold 50%	6.93	10.7157	(2.0)	1.0	7.4

Sources: Company data, FSSIA estimates

AIM INDUSTRIAL GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

AIMIRT TB

BUY

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB13.45
CLOSE	THB11.00
UP/DOWNSIDE	+22.3%
PRIOR TP	THB14.00
CHANGE IN TP	-3.9%
TP vs CONSENSUS	-2.5%

เงินปันผลลดชั่วคราวแต่ยิลด์ยังสูง

- PPF มีอัตราการเช่าสูง 93% ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ลดลงในช่วง 2Q24 เราคาดว่าไตรมาส 3Q24 กลับมาโต q-q, y-y จากการรวม PPF เต็มไตรมาส
- ปรับกำไรปกติปี 2024-26 ลง 16%/8%/6% ทำให้กำไรเติบโต 4%/21%/10%
- คาดเงินปันผลปี 2024 ลดลงชั่วคราว ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 13.45 บาท

ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังรวม PPF

ภายหลังการรับโอนทรัพย์สินของ PPF เข้ามารวมกับ AIMIRT ตั้งแต่วันที่ 6 มิ.ย. 2024 ที่ผ่านมา ทำให้ ณ สิ้น 2Q24 เงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 13,007 ล้านบาท สัดส่วนของ Freehold เพิ่มขึ้นเป็น 68% ขณะที่ Leasehold มีสัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี มีโรงงานให้เช่าในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้น แม้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น แต่อัตราสวนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ลดลงเหลือ 0.39 เท่า ณ สิ้น 2Q24

คาดการณ์กำไรปกติ 3Q24 โต q-q, y-y จากการรวม PPF เต็มไตรมาส

ทรัพย์สินของ PPF มีคุณภาพสูง มีอัตราการเช่าสูง 93% ในช่วง 2Q24 ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ลดลงและอาจลดต่ออีกเล็กน้อยใน 3Q24 จากสัญญาเช่าที่ครบอายุซึ่งส่วนใหญ่ต่อสัญญาแล้ว แต่บางส่วนอยู่ระหว่างการเจรจา การรวม PPF เต็มไตรมาสช่วยผลประกอบการใน 3Q24 ให้ฟื้นทั้ง q-q และ y-y เราคาดว่ารายได้ +9.6% q-q, +13.4% y-y เป็น 251 ล้านบาท คาดกำไรปกติ 147 ล้านบาท (+12.9% q-q, +20.9% y-y)

ปรับประมาณการกำไรและเงินปันผลปี 2024 ลงแต่คาดกลับมาโตดีปีหน้า

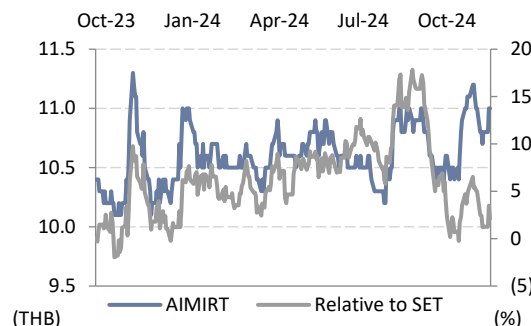
เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ลง 13%/8%/6% จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 การฟื้นตัวอาจไม่เร็วนักในช่วง 2H24 ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซามานานก่อนหน้านี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูง ภายหลังปรับประมาณการ คาดกำไรปกติเติบโต 4% y-y ในปี 2024 แต่เร่งตัวขึ้น 21% y-y ในปี 2025 จากภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนที่ทยอยฟื้นตัว อัตราการเช่าที่คาดว่าจะดีขึ้น คาดเงินปันผลปี 2024 ลดลงจากปีก่อนหน้าเป็น 0.86 บาทต่อหน่วย ก่อนจะกลับมาดีขึ้นเป็นปกติในปี 2025 เป็นต้นไป

ปรับราคาเหมาะสมเป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) Dividend yield ยังอยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี ราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า 2024E NAV 8% 2) เป็น Industrial REIT เติบโตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่น พอร์ตมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า เชื่อว่าอัตราการเช่าจะเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วน Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	903	956	1,053	1,102
Net profit	502	755	665	729
EPS (THB)	0.84	0.95	0.84	0.92
vs Consensus (%)	-	11.8	(10.6)	-
EBITDA	686	717	807	846
Recurring net profit	526	548	665	729
Core EPS (THB)	0.88	0.69	0.84	0.92
Chg. In EPS est. (%)	-	(12.7)	(8.4)	(5.6)
EPS growth (%)	(7.1)	(21.6)	21.2	9.7
Core P/E (x)	12.5	15.9	13.1	11.9
Dividend yield (%)	8.0	7.8	8.0	8.3
EV/EBITDA (x)	14.2	16.7	14.2	13.3
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	43.5	34.8	28.5	25.9
ROE (%)	7.1	6.5	7.0	7.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	4.8	4.8	5.8
Relative to country (%)	1.3	(6.8)	1.6
Mkt cap (USD m)	262		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.2		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Bangkok Life Assurance PCL. (7%)		
12m high/low (THB)	11.30/10.00		
Issued shares (m)	791.50		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) คาด Dividend yield อยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี ราคาหน่วยยังต่ำกว่า 2024E NAV 8% 2) เป็น Industrial REIT ที่โตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่นพอร์ทมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า แม้อัตราการเช่าในปี 2024 จะลดลงเพราะลูกค้าเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่เชื่อว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วน Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี

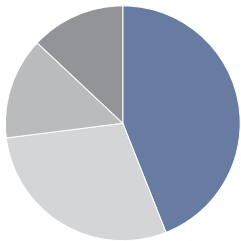
Company profile

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 กองทรัสต์มีส่วนผสมของ Freehold 68% Leasehold 32% มีอายุสัญญาเช่าเฉลี่ยเฉลี่ยยาว 25.8 ปี

www.aimirt.com

Principal activities (revenue, 2023)

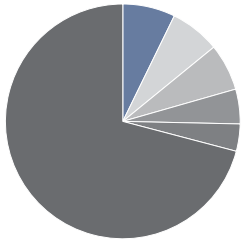
- Warehouse - 44.0 %
- Chemical tank - 29.0 %
- Cold storage - 14.0 %
- Factory - 13.0 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders

- Bangkok Life Assurance PCL. - 7.2 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 6.9 %
- Krungthai-Axa Life Insurance PCL. - 6.5 %
- Allianz Ayudhya Assurance PCL. - 4.8 %
- Industrial Park PCL. - 3.8 %



Source: AIM Industrial Growth Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ทเพิ่มเติม 2) การปรับเพิ่มอัตราค่าเช่า 3) การเติบโตของเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศที่ดีกว่าคาด

Risks to our call

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

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Rental revenue	(THB m)	956	1,053	1,102
Net leaseable area	(sq.m)	469,583	469,583	469,583
Chemical storage	(kl.)	85,580	85,580	85,580
Occupancy rate	(%)	92.0	95.1	97.6
Avg. rental rate per sqm.	(THB/m)	185	204	209

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.

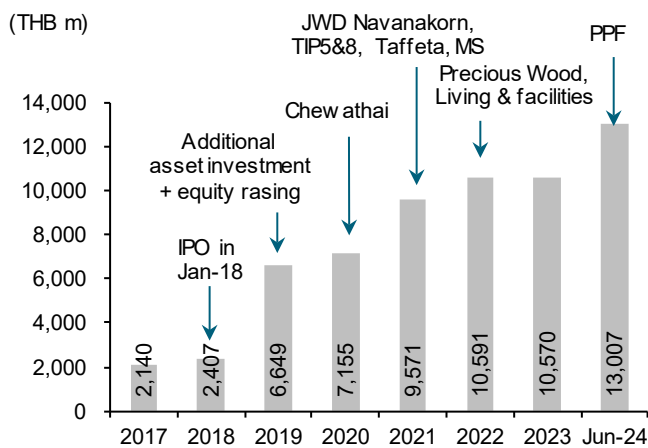
Source: FSSIA estimates

ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังรวม PPF

ภายหลังการรับโอนทรัพย์สินของ PPF เข้ามารวมกับ AIMIRT ตั้งแต่วันที่ 6 มิ.ย. 2024 ที่ผ่านมา ทำให้ ณ สิ้น 2Q24 สินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นเป็น 13,630 ล้านบาท โดยเงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 13,007 ล้านบาท (+23% จากสิ้นปี 2023) (เป็นส่วนของ PPF ที่เพิ่มเข้ามา 2,460 ล้านบาท) การรวม PPF ทำให้สัญญาเช่ามีสัดส่วนของ Freehold เพิ่มขึ้นจาก 60% เป็น 68% ขณะที่สัดส่วน Leasehold ลดลงเป็น 32% และมีสัญญาเช่าอายุเฉลี่ย 25.8 ปี มีการกระจายตัวของทรัพย์สินดีขึ้นโดยมีโรงงานให้เช่าในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้น

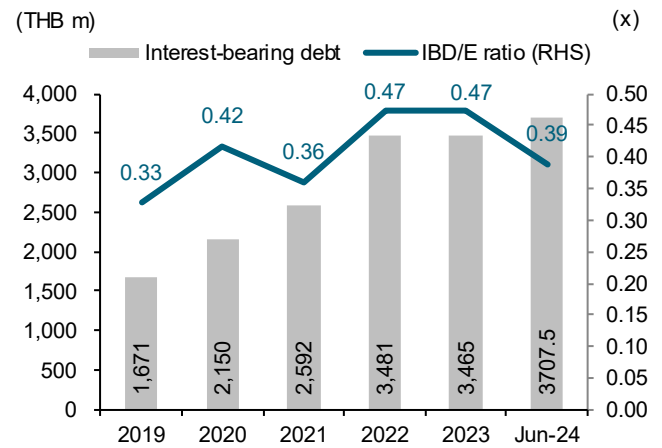
การควบรวม PPF ทำให้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น 263 ล้านบาท แต่ฐานะการเงินไม่ได้ด้อยลง อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ลดลงเหลือ 0.39 เท่า ณ สิ้น 2Q24 จาก 0.47 เท่าสิ้นปี 2023 และส่วนของทุนเพิ่มขึ้น 2,058 ล้านบาทจากการเพิ่มทุน 196 ล้านบาท (1 หน่วยทรัสต์เดิม ต่อ 0.3233 หน่วยทรัสต์ใหม่ ราคาหน่วยละ 10.50 บาท) รวมเป็นจำนวนหน่วยทั้งสิ้น 791.5 ล้านบาท ทั้งนี้ หน่วยทรัสต์เพิ่มทุนเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วตั้งแต่วันที่ 12 มิ.ย. 2024

Exhibit 9: Investment in properties



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 10: Interest-bearing debt and IBD/E ratio



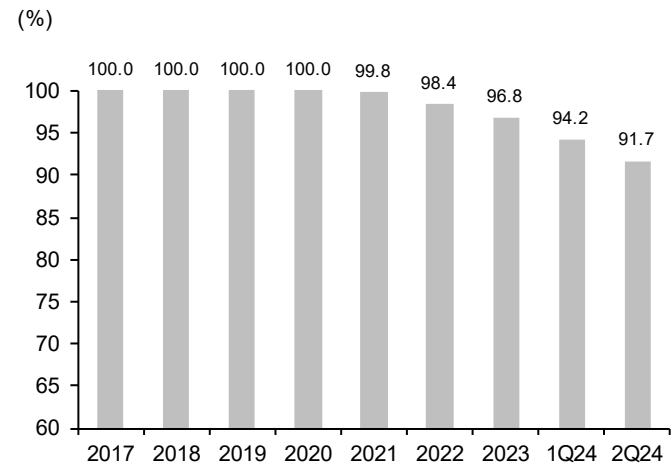
Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

คาดการณ์กำไร 3Q24 พื้นที่ q-q, y-y หลังรวม PPF เต็มไตรมาส

ทรัพย์สินของ PPF มีคุณภาพสูง เป็นอาคารโรงงานและคลังสินค้า 90 ทุนในนิคมอุตสาหกรรมปิ่นทอง มีอัตราการใช้สูง 93% ในช่วง 2Q24 ขณะที่อัตราการเช่าของ AIMIRT ชะลอลง เช่นโครงการ TIP5 และ TIP8 มีอัตราการเช่า 57% และ 81% ตามลำดับ แม้จะมีผู้เช่าใหม่เข้ามาบ้างแต่อัตราค่าเช่าค่อนข้างต่ำกว่าเกณฑ์ของกองทรัสต์ ส่วนถึงเก็บสารเคมีที่ว่างอยู่ อยู่ระหว่างเจรจากับผู้เช่าใหม่แต่ยังไม่ได้ข้อสรุป ทั้งนี้ อัตราการเช่าเฉลี่ยใน 2Q24 เท่ากับ 91.7%

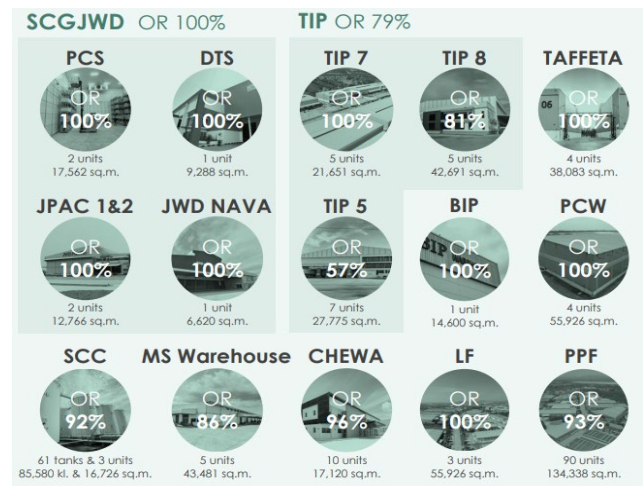
ผลประกอบการ 2Q24 ได้รวม PPF เข้ามา 1 เดือน ส่งผลให้รายได้ +5.2% q-q, +0.5% y-y (จากอัตราการเช่าลดลง y-y) ขณะที่ค่าใช้จ่ายรวม +46.1% q-q, +52.3% y-y จากการเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยจ่าย และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการแปลงสภาพ PPF ซึ่งเป็นรายจ่ายที่เกิดขึ้นครั้งเดียว กำไรปกติใน 2Q24 อยู่ที่ 130 ล้านบาท (+8.1% q-q, -5.7% y-y) ส่วนกำไรสุทธิที่สูงขึ้นเป็น 337 ล้านบาทมาจากกำไรทางบัญชีจากการรับโอนสินทรัพย์ของ PPF 231 ล้านบาท

Exhibit 11: Occupancy rate (OR)



Sources: AIMIRT, FSSIA's compilation

Exhibit 12: Projects under management and OR in 2Q24



Source: AIMIRT

เราคาดผลประกอบการใน 3Q24 พื้นตัว q-q จากการรวม PPF เข้ามาเต็มไตรมาสเป็นไตรมาสแรก ช่วย
ชดเชยผลการดำเนินงานเฉพาะของ AIMIRT ที่คาดว่าจะไม่ต่างจาก 2Q24 มากนักเนื่องจากอัตรการ
เช่าคาดว่าจะชะลอลงต่ออีกเล็กน้อย เพราะมีสัญญาที่ครบกำหนดประมาณ 10 สัญญาใน 3Q24
กองทรัสต์ได้ดำเนินการต่อสัญญาเกือบครบ เหลือประมาณ 2-3 ยูนิตที่อยู่ระหว่างเจรจา โครงการ TIP5,
TIP8, MS Warehouse คาดว่ายังเจรจาไม่แล้วเสร็จ เราคาดการณ์ได้ 3Q24 +9.6% q-q, +13.4% y-y
เป็น 251 ล้านบาท คาดกำไรปกติ 147 ล้านบาท (+12.9% q-q, +20.9% y-y)

เงินปันผล 3Q24 คาดลดลงเป็น 0.143 บาท/หน่วยจากอัตรการเช่าที่ลดลง

Exhibit 13: AIMIRT - 3Q24E earning preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	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 %)	24E
Rental revenue	221	224	218	229	251	9.6	13.4	679	698	2.8	73.0
Cost of rental	(25)	(21)	(21)	(27)	(27)	(2.3)	4.1	(67)	(75)	11.2	71.8
Gross profit	196	203	197	202	224	11.2	14.6	612	623	1.9	73.1
Operating costs	(35)	(33)	(36)	(75)	(37)	(50.2)	7.8	(105)	(149)	42.1	79.5
Other income	1	2	2	46	3	(94.5)	96.5	7	50	578.9	95.1
Interest expense	(41)	(42)	(42)	(42)	(43)	1.0	4.4	(118)	(127)	6.9	75.0
Net investment income	122	130	120	130	147	12.9	20.9	396	397	0.4	55.4
Gain (loss) on investment	(0)	(0)	0	0	0	nm	nm	(0)	0	nm	
Gain (loss) on revaluation of investments	0	(38)	0	206	0	nm	nm	14	206	1,339.0	
Reported net profit	122	92	120	337	147	(56.4)	20.9	410	604	47.2	80.0
Core profit	122	130	120	130	147	12.9	20.9	396	397	0.4	72.5
Reported EPS (THB)	0.20	0.15	0.20	0.43	0.19	(56.4)	(9.1)	0.69	0.81	18.0	85.3
Recurring EPS (THB)	0.20	0.22	0.20	0.16	0.19	12.9	(9.1)	0.66	0.55	(16.9)	79.7
DPU (THB)	0.223	0.215	0.287	0.143	0.139	(2.9)	(37.6)	0.45	0.57	27.6	
NAV (THB)	12.40	12.331	12.32	12.08	12.14	0.5	(2.1)	12.40	12.14	(2.1)	
No. of units (m units)	595.48	595.48	595.48	791.50	791.50	0.0	32.9	595.48	791.50	32.9	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	88.5	90.6	90.4	88.2	89.4	1.3	0.9	90.1	89.3	(0.8)	
Operating margin	73.4	76.7	74.4	75.3	75.6	0.3	2.1	75.8	75.1	(0.7)	
Core profit margin	54.9	58.0	55.3	56.8	58.5	1.7	3.6	58.3	57.0	(1.4)	

Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

ปรับประมาณการกำไรและเงินปันผลปี 2024 ลงแต่คาดกลับมาโตดีปีหน้า

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ลง 13%/8%/6% จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 การฟื้นตัวอาจไม่เร็วนักในช่วง 2H24 ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซามานานก่อนหน้านี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูง ภายหลังปรับประมาณการ คาดกำไรปกติเติบโต 4% y-y ในปี 2024 แต่เร่งตัวขึ้น 21% y-y ในปี 2025 จากภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนที่ทยอยฟื้นตัว อัตราการเช่าที่คาดว่าจะดีขึ้น และคาดกำไรเติบโตต่อเนื่อง 10% y-y ในปี 2026

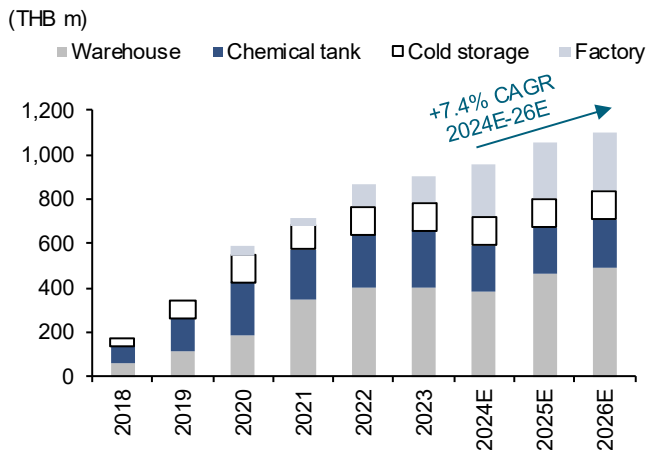
เงินปันผลในปี 2024 เราคาดว่าจะลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อยเป็น 0.86 บาทต่อหน่วย ก่อนจะกลับมาดีขึ้นเป็นปกติในปี 2025 เป็นต้นไป เมื่อเทียบกับราคาหน่วยทรัสต์ในปัจจุบัน ยังคิดเป็น Dividend yield ที่อยู่ในระดับสูง 7.8%-8.3% ในช่วงปี 2024-26

Exhibit 14: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Total revenues	956	1,053	1,102	1,047	1,141	1,202	(8.7)	(7.7)	(8.3)
Warehouse	382	463	486	398	509	517	(4.1)	(9.1)	(5.9)
Chemical tank	209	209	221	211	216	232	(1.0)	(3.2)	(4.8)
Cold storage	128	128	132	129	131	134	(1.0)	(2.0)	(1.3)
Factory	240	254	263	258	260	266	(6.7)	(2.2)	(1.0)
EBITDA	717	807	846	791	880	926	(9.4)	(8.2)	(8.6)
Interest expense	(169)	(143)	(117)	(163)	(154)	(154)	3.4	(7.4)	(23.6)
Net investment income	548	665	729	628	725	772	(12.7)	(8.4)	(5.6)
Gains on investment	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gains on revaluation of investments in properties	206	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Net profit	755	665	729	628	725	772	20.2	(8.4)	(5.6)
Core profit	548	665	729	628	725	772	(12.7)	(8.4)	(5.6)
Report EPS	0.95	0.84	0.92	0.79	0.92	0.98	20.2	(8.4)	(5.6)
Core EPS	0.69	0.84	0.92	0.79	0.92	0.98	(12.7)	(8.4)	(5.6)
DPU (THB)	0.860	0.882	0.912	0.907	0.907	0.946	(5.2)	(2.8)	(3.6)
NAV (THB)	11.97	12.12	12.25	11.64	11.65	11.68	2.8	4.0	4.9
No. of units (m units)	791.5	791.5	791.5	791.5	791.5	791.5	0.0	0.0	0.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Gross margin	89.1	90.3	90.4	90.0	90.4	90.4	(0.8)	(0.1)	(0.0)
EBITDA margin	75.0	76.6	76.8	75.5	77.1	77.0	(0.5)	(0.4)	(0.2)
Core profit margin	57.4	63.1	66.2	60.0	63.6	64.2	(2.6)	(0.5)	1.9
Key statistics									
Net leasable area (spm.)	469,583	469,583	469,583	469,583	469,583	469,583	0.0	0.0	0.0
Occupancy rate (%)	92.0	95.1	97.6	94.1	96.2	97.5	(2.1)	(1.1)	0.1

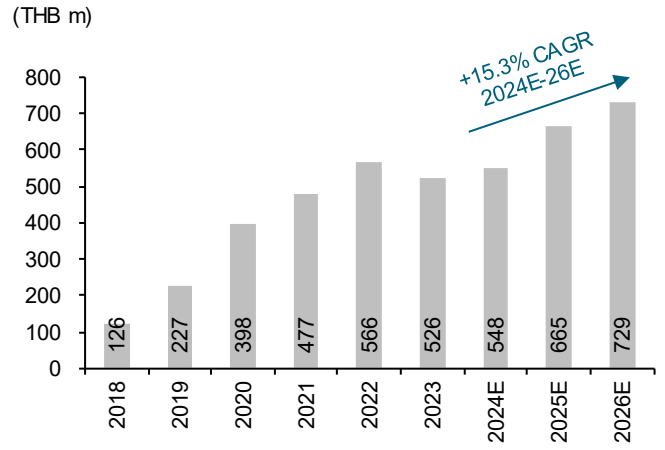
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 15: Rental and services revenue



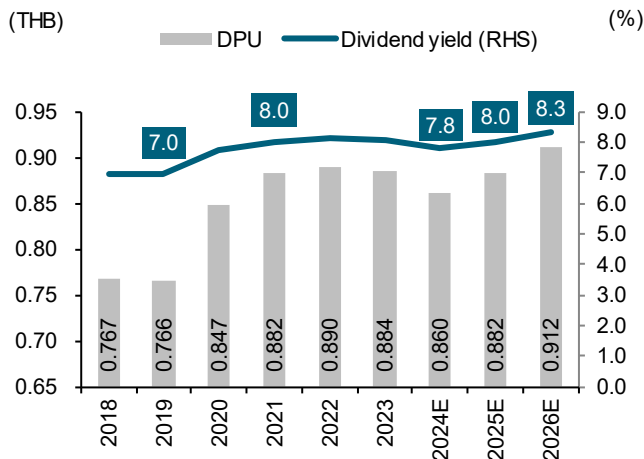
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 16: Core profit



Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 17: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based THB11.00 which was a closed price at 16-Oct-24
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 18: Sensitivity analysis

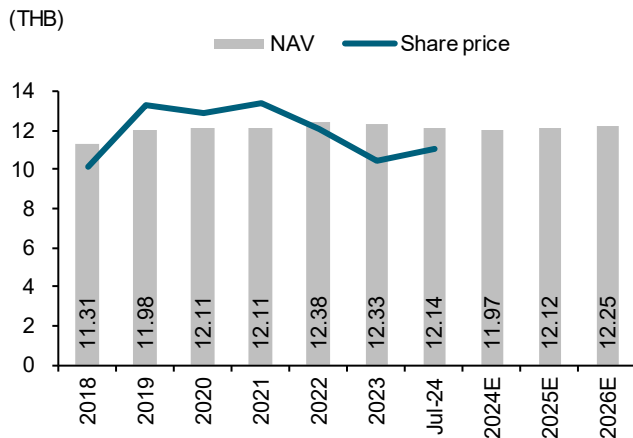
	DPU (THB)					
	0.847	0.864	0.882	0.899	0.917	0.936
WACC	7.98%	15.20	15.51	15.82	16.14	16.79
	8.48%	13.97	14.26	14.55	14.84	15.44
	8.98%	12.93	13.19	13.45	13.73	14.29
	9.48%	12.03	12.28	12.53	12.78	13.29
	9.98%	11.25	11.48	11.71	11.95	12.43

Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 13.45 บาท คาด Dividend yield 7%-8%

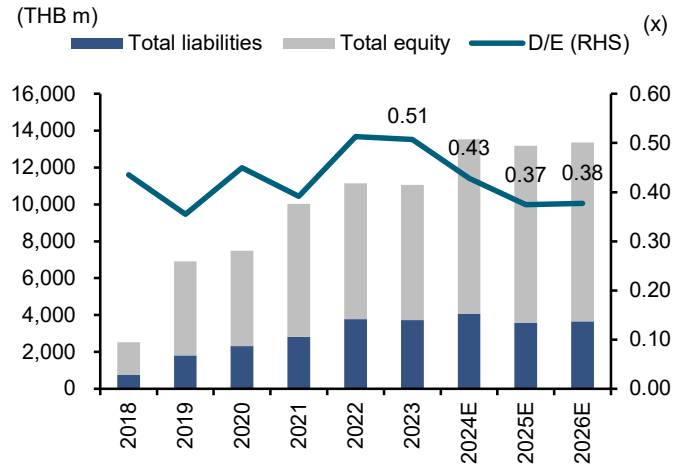
เราปรับราคาเหมาะสมของ AIMIRT เป็นปี 2025 ที่ 13.45 บาท อิง DDM ใช้ WACC 8.9% LTG 2% ยังคงแนะนำซื้อ แม้จะคาดว่าเงินปันผลในปี 2024 จะลดลงจากปีก่อน แต่ยังชอบ AIMIRT เนื่องจาก 1) คาด Dividend yield ยังอยู่ในระดับสูงราว 7%-8% ต่อปี และราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า 2024E NAV ประมาณ 8% 2) เป็น Industrial REIT ที่เติบโตตามภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนของประเทศ 3) อยู่ในทำเลที่โดดเด่น พอร์ตมีการกระจายตัวทั้งในด้านประเภทสินทรัพย์และลูกค้า แม้อัตราการเช่าในปี 2024 จะลดลงเพราะลูกค้าเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่เชื่อว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคต 4) มีสัดส่วนของ Freehold : Leasehold 68 : 32 สัญญาเช่าอายุคงเหลือ 25.8 ปี

Exhibit 19: AIMIRT's NAV vs share price



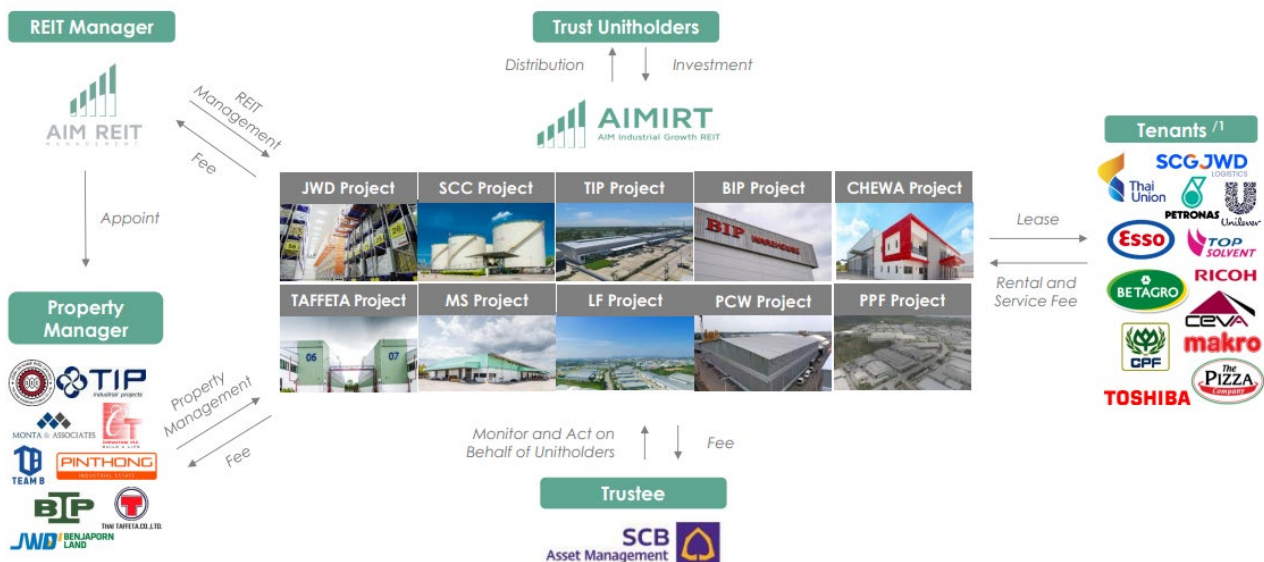
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 20: Liability, Equity, D/E ratio



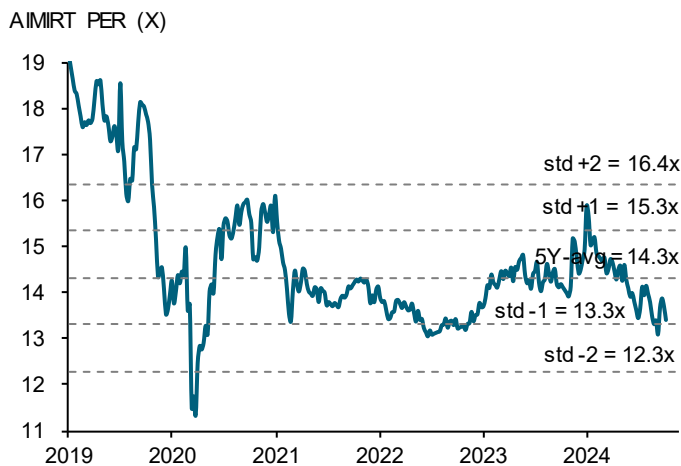
Sources: AIMIRT, FSSIA estimates

Exhibit 21: AIMIRT structure



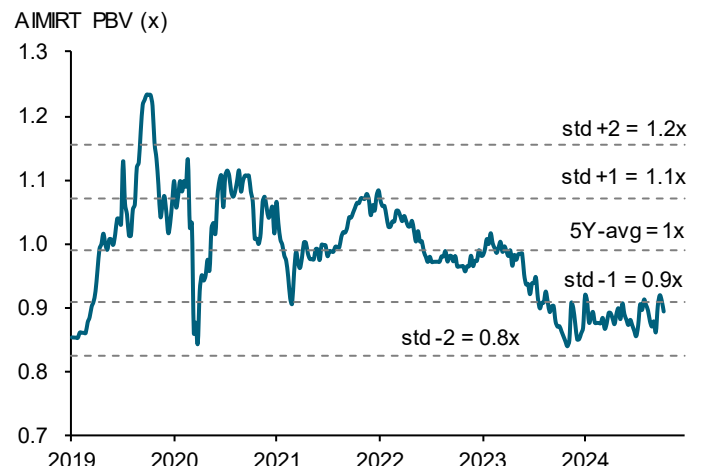
Sources: AIMIRT

Exhibit 22: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 23: One-year rolling forward P/BV 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	956	1,053	1,102
Cost of goods sold	(68)	(88)	(104)	(102)	(106)
Gross profit	797	815	852	951	996
Other operating income	2	9	52	13	13
Operating costs	(122)	(138)	(187)	(157)	(163)
Operating EBITDA	677	686	717	807	846
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	677	686	717	807	846
Net financing costs	(111)	(160)	(169)	(143)	(117)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	122	(24)	206	0	0
Profit before tax	688	502	755	665	729
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	688	502	755	665	729
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	688	502	755	665	729
Non-recurring items & goodwill (net)	(122)	24	(206)	0	0
Recurring net profit	566	526	548	665	729
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.95	0.88	0.69	0.84	0.92
Reported EPS	1.16	0.84	0.95	0.84	0.92
DPS	0.89	0.88	0.86	0.88	0.91
Diluted shares (used to calculate per share data)	595	595	792	792	792
Growth					
Revenue (%)	21.5	4.3	5.8	10.2	4.6
Operating EBITDA (%)	19.1	1.3	4.5	12.6	4.8
Operating EBIT (%)	19.1	1.3	4.5	12.6	4.8
Recurring EPS (%)	18.8	(7.1)	(21.6)	21.2	9.7
Reported EPS (%)	41.1	(27.1)	13.1	(11.9)	9.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	92.1	90.2	89.1	90.3	90.4
Gross margin exc. depreciation (%)	92.1	90.2	89.1	90.3	90.4
Operating EBITDA margin (%)	78.3	76.0	75.0	76.6	76.8
Operating EBIT margin (%)	78.3	76.0	75.0	76.6	76.8
Net margin (%)	65.5	58.3	57.4	63.1	66.2
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	93.6	100.1	124.2	105.0	99.0
Interest cover (X)	6.1	4.3	4.2	5.7	7.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.8	6.5	6.1	6.3	6.6
ROIC (%)	6.8	6.5	6.1	6.3	6.6
ROE (%)	7.8	7.1	6.5	7.0	7.6
ROA (%)	6.4	6.2	5.8	6.0	6.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Warehouse	400	397	382	463	486
Chemical tank	242	262	209	209	221
Cold storage	123	126	128	128	132
Factory	101	117	237	253	263

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	548	665	729
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(833)	(52)	(2,304)	110	220
Change in working capital	45	120	444	111	112
Cash flow from operations	(222)	594	(1,312)	886	1,061
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)	(681)	(698)	(722)
Equity finance	0	0	2,058	0	0
Debt finance	888	(17)	235	(916)	(52)
Other financing cash flows	(101)	(150)	(169)	(143)	(117)
Cash flow from financing	258	(699)	1,444	(1,756)	(891)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	519	0
Net other adjustments	0	0	0	519	0
Movement in cash	36	(105)	133	(352)	170
Free cash flow to firm (FCFF)	(110.96)	754.20	(1,142.78)	1,028.24	1,178.54
Free cash flow to equity (FCFE)	564.42	426.61	(1,244.85)	346.30	892.18
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.14)	0.95	(1.44)	1.30	1.49
FCFE per share	0.71	0.54	(1.57)	0.44	1.13
Recurring cash flow per share	(0.45)	0.80	(2.22)	0.98	1.20
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	10,763	10,769	13,080	13,080	13,080
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	10,763	10,769	13,080	13,080	13,080
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	404	53	223
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	16	28	45	50	53
Current assets	391	299	449	102	276
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	11,154	11,068	13,529	13,182	13,356
Common equity	7,372	7,343	9,475	9,592	9,699
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	7,372	7,343	9,475	9,592	9,699
Long term debt	3,481	3,465	3,700	2,784	2,733
Other long-term liabilities	19	18	27	500	611
Long-term liabilities	3,500	3,483	3,727	3,284	3,344
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	282	243	327	306	313
Current liabilities	282	243	327	306	313
Total liabilities and shareholders' equity	11,154	11,068	13,529	13,182	13,356
Net working capital	(266)	(215)	(282)	(256)	(260)
Invested capital	10,497	10,554	12,798	12,823	12,820
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	12.38	12.33	11.97	12.12	12.25
Tangible book value per share	12.38	12.33	11.97	12.12	12.25
Financial strength					
Net debt/equity (%)	42.1	43.5	34.8	28.5	25.9
Net debt/total assets (%)	27.8	28.9	24.4	20.7	18.8
Current ratio (x)	1.4	1.2	1.4	0.3	0.9
CF interest cover (x)	6.1	3.7	(6.4)	3.4	8.6
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	11.6	12.5	15.9	13.1	11.9
Recurring P/E @ target price (x) *	14.1	15.2	19.4	16.0	14.6
Reported P/E (x)	9.5	13.1	11.5	13.1	11.9
Dividend yield (%)	8.1	8.0	7.8	8.0	8.3
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) **	14.3	14.2	16.7	14.2	13.3
EV/EBITDA @ target price (x) **	16.4	16.3	19.4	16.6	15.5
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

UNCHANGED

หมดกังวลสัญญาเช่าครบอายุ

- เพิ่มทุนต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีนเกล้าแล้วเสร็จใน 2Q24 และจดทะเบียนสิทธิการเช่าเซ็นทรัลพระราม 2 แล้ว หมดกังวลทรัพย์สินครบสัญญาเช่าไปอีก 10 ปี
- ปรับประมาณการขึ้นเฉลี่ยปีละ 4% คาด Dividend yield 8.1%-8.5%
- ปรับราคาเหมาะสมเป็นปี 2025 ที่ 14.50 บาท แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB14.50
CLOSE	THB12.70
UP/DOWNSIDE	+14.2%
PRIOR TP	THB12.50
CHANGE IN TP	+16.0%
TP vs CONSENSUS	+19.1%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,728	6,031	6,326	6,601
Net profit	3,235	1,698	2,504	2,893
EPS (THB)	1.26	0.47	0.69	0.80
vs Consensus (%)	-	(53.5)	(26.8)	(27.5)
EBITDA	4,542	4,846	5,062	5,281
Recurring net profit	2,184	2,185	2,504	2,893
Core EPS (THB)	0.85	0.60	0.69	0.80
Chg. In EPS est. (%)	-	(24.0)	(9.8)	(6.5)
EPS growth (%)	56.7	(29.0)	14.6	15.6
Core P/E (x)	14.9	21.0	18.4	15.9
Dividend yield (%)	8.9	8.3	8.4	8.7
EV/EBITDA (x)	11.8	13.5	12.7	11.9
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
Net debt/Equity (%)	63.2	44.1	41.3	38.0
ROE (%)	6.5	5.6	5.6	6.5

เพิ่มทุนต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีนเกล้าแล้วเสร็จใน 2Q24

CPNREIT ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนเพื่อต่อสัญญาโครงการเซ็นทรัลปีนเกล้า โดยในเดือน เม.ย. 2024 ได้เพิ่มทุน 1,053.04 ล้านบาท ราคา 10.20 บาทต่อหน่วย กองทรัสต์ฯ ได้รับเงินทั้งสิ้น 10,741 ล้านบาท บวกกับเงินกู้ยืม 2,020 ล้านบาท นำไปต่อสัญญาโครงการเซ็นทรัลปีนเกล้าซึ่งมีมูลค่า 12,161 ล้านบาท ทำให้สัญญาเดิมที่จะสิ้นสุดเดือน ธ.ค. 2024 ถูกขยายไปอีก 15 ปีสิ้นสุด 31 ธ.ค. 2039 สำหรับเซ็นทรัลพระราม 2 ทาง CPNREIT ได้จดทะเบียนสิทธิการเช่ากับ CPN แล้ว 30 ปี โดยจะชำระเงินสำหรับค่าเช่าใน 10 ปีแรกก่อน (ส่วนที่เหลือ 20 ปีจะมีการตกลงค่าเช่าในอนาคต)

หมดกังวลทรัพย์สินครบสัญญาเช่าไปอีก 10 ปี

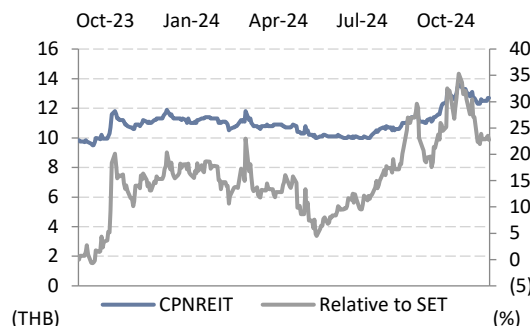
ภายหลังการต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีนเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น และจากนี้ไปอีก 10 ปีจึงจะมีศูนย์การค้าเซ็นทรัล มารับครบอายุสัญญาเช่าและต้องเจรจาต่อสัญญาใหม่ เท่ากับความเสี่ยงจากการไม่ได้ต่อสัญญาเมื่อครบกำหนดอายุ หรือต่อสัญญาด้วยเงื่อนไขที่แตกต่างไปจากเดิมจะหมดไประยะใหญ่ รวมถึงจะมีเวลาเตรียมตัวจัดหาแหล่งเงินทุนได้ดีด้วย

ปรับประมาณการขึ้นเฉลี่ยปีละ 4% คาด Dividend yield 8.1%-8.5%

เราปรับประมาณการกำไรก่อนดอกเบี้ยในปี 2024-26 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 4% จาก 4,846 ล้านบาทในปี 2024 และเป็น 5,281 ล้านบาทในปี 2026 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4.4% CAGR (2024-26) ใกล้เคียงกับการเติบโตของรายได้รวมที่คาดเฉลี่ย +4.6% CAGR จากสมมติฐานดังกล่าว เราคาด CPNREIT จะจ่ายเงินปันผล 1.05/1.07/1.10 บาทต่อหน่วยในปี 2024-26 หรือคิดเป็น Dividend yield 8.1%-8.5%

ปรับราคาเหมาะสมเป็นปี 2025 ที่ 14.50 บาท แนะนำซื้อ

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



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.8)	21.2	29.8
Relative to country (%)	(4.7)	7.0	24.4
Mkt cap (USD m)	1,763		
3m avg. daily turnover (USD m)	2.5		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Central Pattana Group (38%)		
12m high/low (THB)	13.60/9.29		
Issued shares (m)	3,621.07		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

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

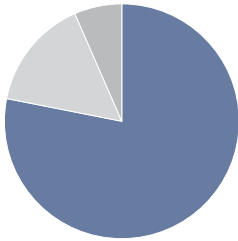
Company profile

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

www.cpnreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

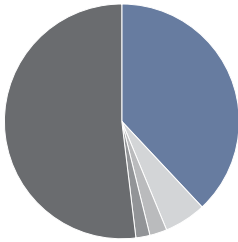
- Malls - 78.1 %
- Offices - 15.4 %
- Hotel - 6.5 %



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

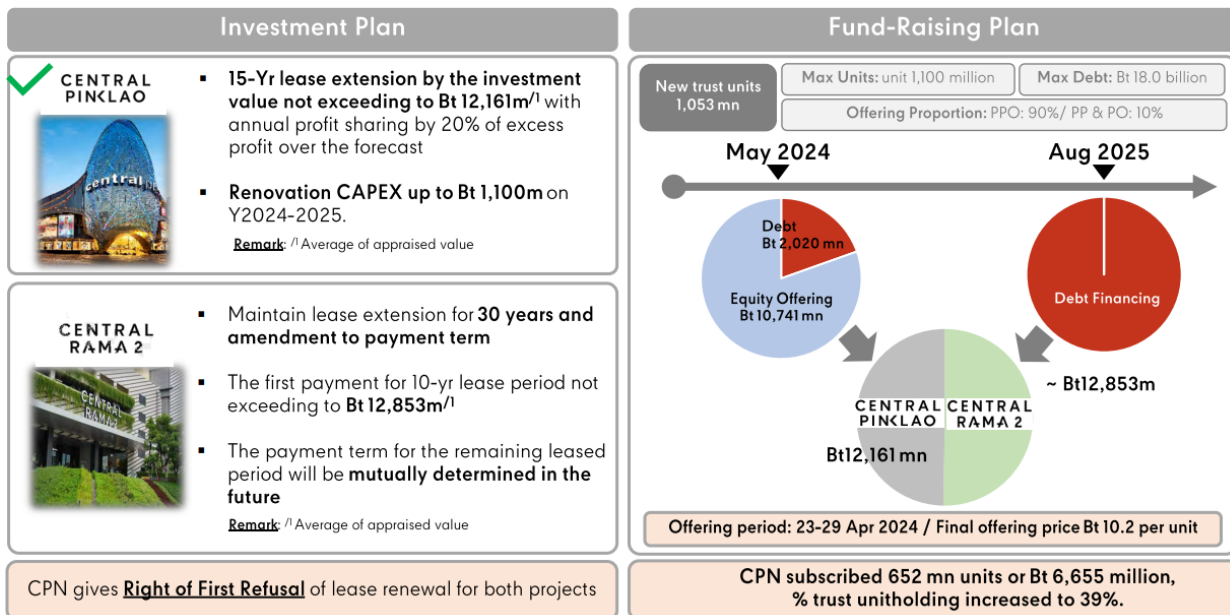
หมดกังวลเรื่องการไม่ได้ต่อสัญญาเช่าไป 10 ปี

ใน 2Q24 ที่ผ่านมา CPNREIT ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนเพื่อต่อสัญญาโครงการเซ็นทรัลปิ่นเกล้า โดยในเดือน เม.ย. 2024 CPNREIT ได้เพิ่มทุน 1,053.04 ล้านบาท ในราคา 10.20 บาทต่อหน่วย กองทรัสต์ฯ ได้รับเงินทั้งสิ้น 10,741 ล้านบาท บวกกับเงินกู้ยืม 2,020 ล้านบาท นำไปต่อสัญญาโครงการเซ็นทรัลปิ่นเกล้าซึ่งมีมูลค่า 12,161 ล้านบาท ทำให้สัญญาเดิมที่จะสิ้นสุดเดือน ธ.ค. 2024 ถูกขยายไปอีก 15 ปีสิ้นสุด 31 ธ.ค. 2039 ปัจจุบัน กองทรัสต์ฯ เริ่มทยอยปรับโฉมครั้งใหญ่ในเซ็นทรัลปิ่นเกล้าตั้งแต่กลางปีนี้ คาดว่าจะแล้วเสร็จราวกลางปี 2025

สำหรับเซ็นทรัลพระราม 2 ทาง CPNREIT ได้จดทะเบียนสิทธิการเช่ากับ CPN แล้ว 30 ปี โดยจะชำระเงินสำหรับค่าเช่าใน 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 หน่วยเพิ่มทุนใหม่เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้วเมื่อวันที่ 10 พ.ค. 2024 ที่ผ่านมา

Exhibit 24: 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 ประเภทค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ

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 ของเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ซึ่งผู้เช่าบางรายไม่ได้ต่อสัญญา

Exhibit 25: 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.

(4) Include the renewal period from Aug 2025-August 2055

(2) Property subleased to CPN Pattaya Hotel Co., Ltd. in which CPNREIT earns rental income

(5) Average assets life including RM2 extension

(3) Exclude meeting room area of 3,068 sq.m.

(6) Include the renewal period from Jan 2025 – Dec 2039

Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ภายหลังการต่อสัญญาเช่าพื้นที่เป็นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 เรียบร้อยแล้ว การครบอายุสัญญาของสินทรัพย์แต่ละแห่งมีการกระจายตัวมากขึ้น การครบอายุสัญญาใหม่ของเซ็นทรัลเป็นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 มีอายุห่างกัน 4 ปี ทำให้กองทรัสต์มีเวลาในการเจรจาหรือหาสินทรัพย์ใหม่ได้โดยเวลาไม่กระจุกตัวเหมือนที่ผ่านมา

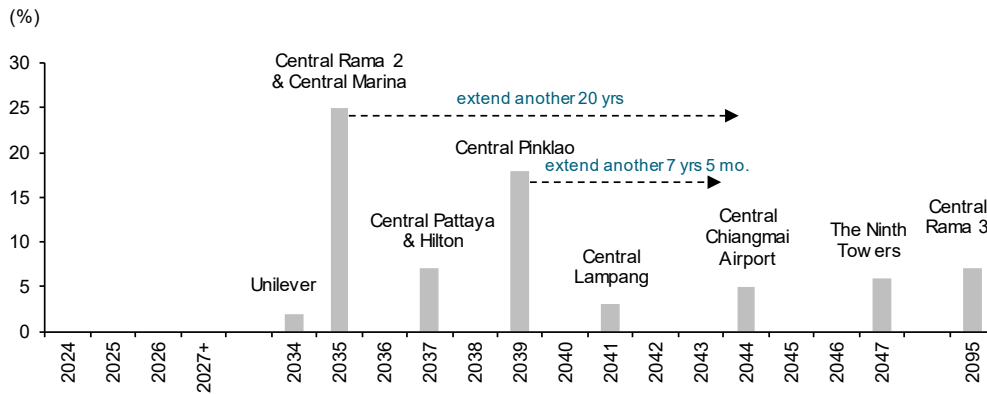
และจากนี้ไปอีก 10 ปีจึงจะมีศูนย์การค้าเซ็นทรัล มารีนาคครบอายุสัญญาเช่าและต้องเจรจาต่อสัญญาใหม่เท่ากับความเสี่ยงจากการไม่ได้ต่อสัญญาเมื่อครบกำหนดอายุ หรือต่อสัญญาด้วยเงื่อนไขที่แตกต่างไปจากเดิม จะหมดไประยะใหญ่ รวมถึงจะมีเวลาเตรียมตัวจัดหาแหล่งเงินทุนได้ดีด้วย

Exhibit 26: 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 27: Well-diversified leasehold rights expiry



Sources: CPNREIT, FSSIA's compilation

ผลขาดทุนใน 2Q24 เป็นรายการทางบัญชี คาดกำไร 3Q24 เด็บโต

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)

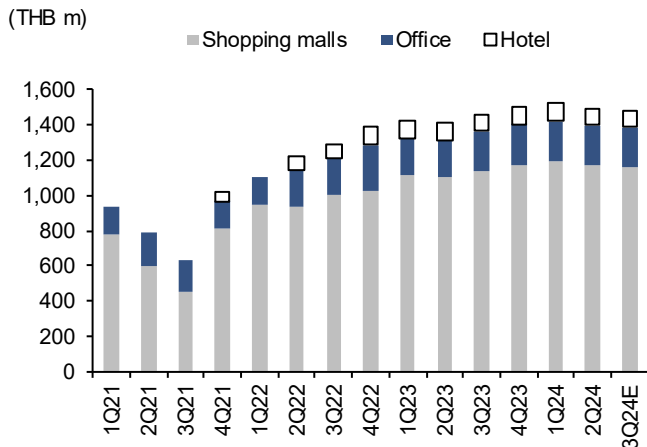
เมื่อหักรายการที่ไม่ใช่เงินสดและดอกเบี้ยจ่ายจากหนี้สินตามสัญญาเข้าตาม TFRS16 ซึ่งไม่ใช่รายการที่เป็นเงินสดเช่นกัน CPNREIT จะมีกำไรปกติยังไม่วมผลขาดทุนจากการตีมูลค่ายุติธรรมเท่ากับ 2,122 ล้านบาทใน 1H24 +12.0% y-y CPNREIT จึงจ่ายเงินปันผล (DPU) ได้ 0.53 บาทต่อหน่วย สำหรับผลประกอบการ 3Q24 เราคาดว่าจะกำไรปกติ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

Exhibit 28: CPNREIT - 3Q24 earnings preview

Year to Dec 31	3Q23 (THB m)	4Q23 (THB m)	1Q23 (THB m)	2Q24 (THB m)	3Q24E (THB m)	Change		9M23 (THB m)	9M24E (THB m)	Change	% of
						(q-q %)	(y-y %)			(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)	

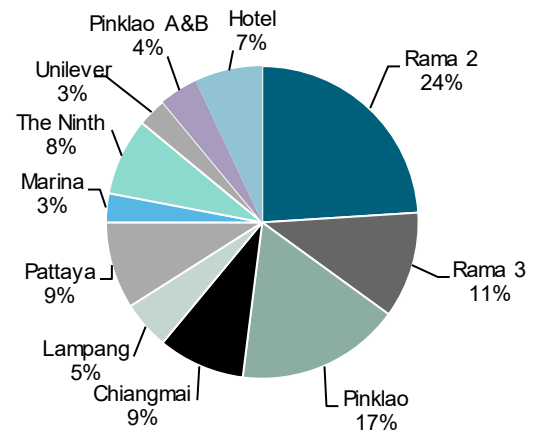
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 29: Revenue structure



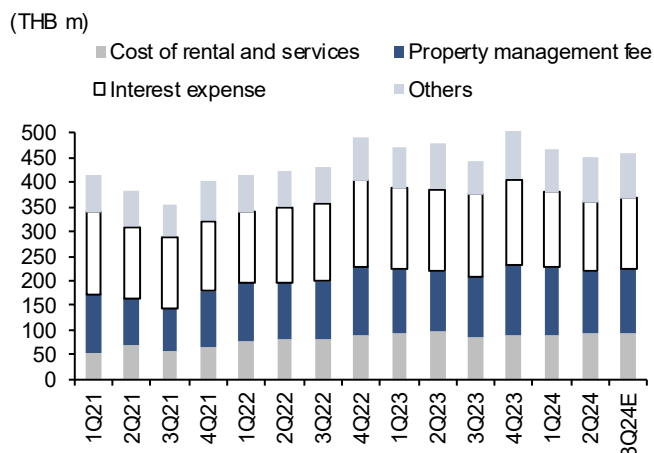
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 30: Revenue contribution in 2Q24



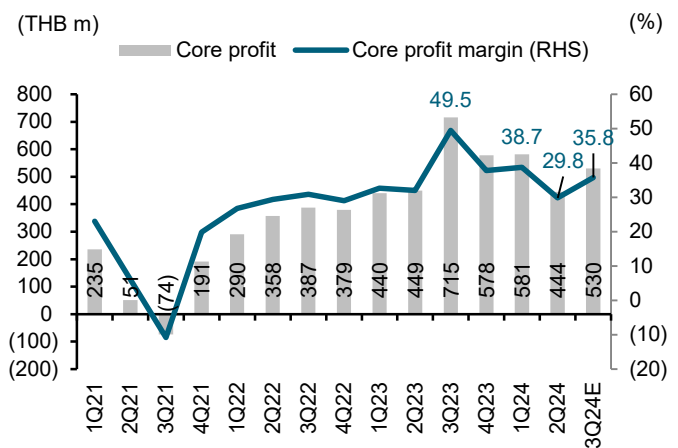
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 31: Expenses



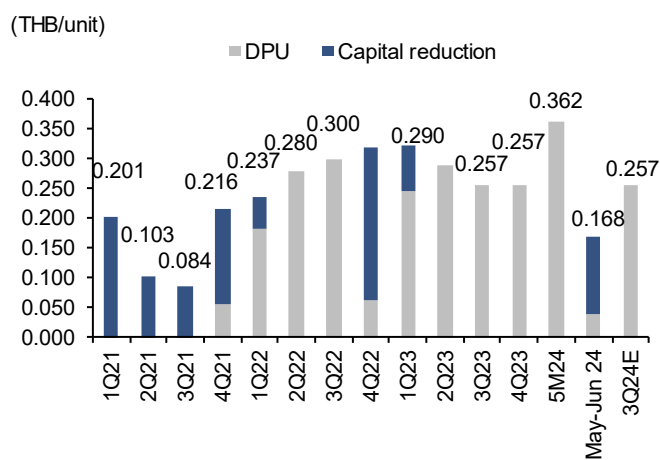
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 32: Core profit and core profit margin



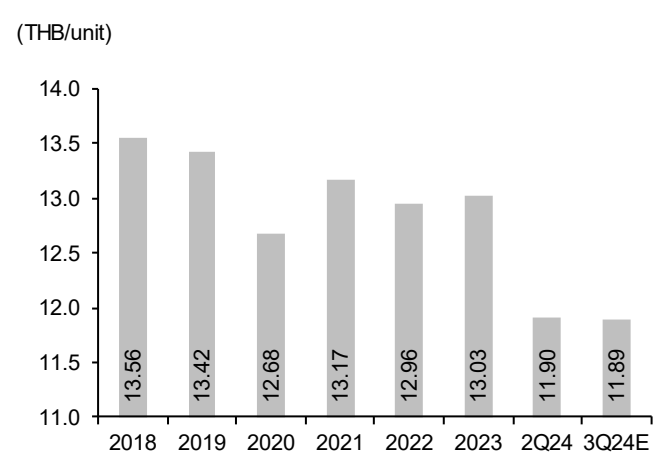
Sources: CPN, FSSIA's compilation

Exhibit 33: DPU, quarterly



Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 34: 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) ไกล่เคียงกับการเติบโตของรายได้รวมที่คาดเฉลี่ย +4.6% CAGR จากการปรับเพิ่มประมาณการรายได้โดยเฉพาะจากธุรกิจโรงแรม ทั้งนี้ โครงสร้างรายได้ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2024-26) คาดว่าจะยังใกล้เคียงเดิมบนสมมติฐานของทรีดัสซ์ยังไม่มีการขายการลงทุนเพิ่มเติม โดยรายได้ราว 78%-80% ยังคงมาจากค่าเช่าจากศูนย์การค้าทั้ง 7 แห่ง อีก 15% มาจากค่าเช่าจากออฟฟิศ 4 แห่ง และส่วนที่เหลือมาจากโรงแรม 1 แห่ง

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

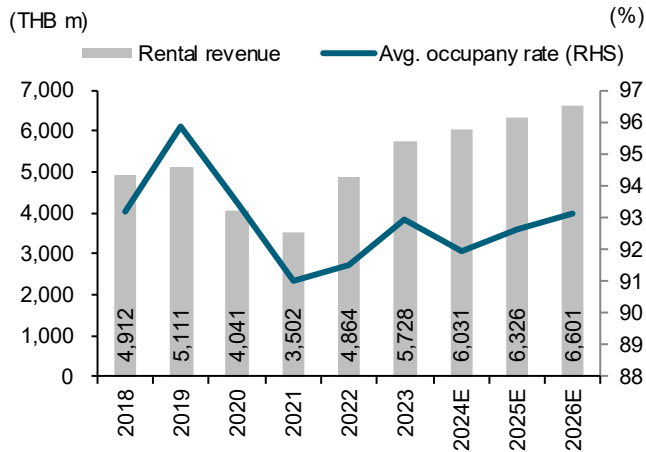
ค่าเช่าออฟฟิศและโรงแรม เราคาดเติบโตเฉลี่ย 2.2% CAGR และ 4.6% CAGR ตามลำดับ สำหรับโรงแรม Hilton พัทยา มีอัตราการเข้าพักเพิ่มขึ้นเป็นลำดับหลังโควิดจากสิ้นปี 2023 ที่ 88.1% เป็น 92.1% ใน 2Q24 เราตั้งสมมติฐานอัตราการเข้าพักเฉลี่ย 91% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า ในขณะที่ธุรกิจออฟฟิศ เผชิญการแข่งขันที่สูง รวมถึงรูปแบบการทำงานที่เปลี่ยนไป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

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%

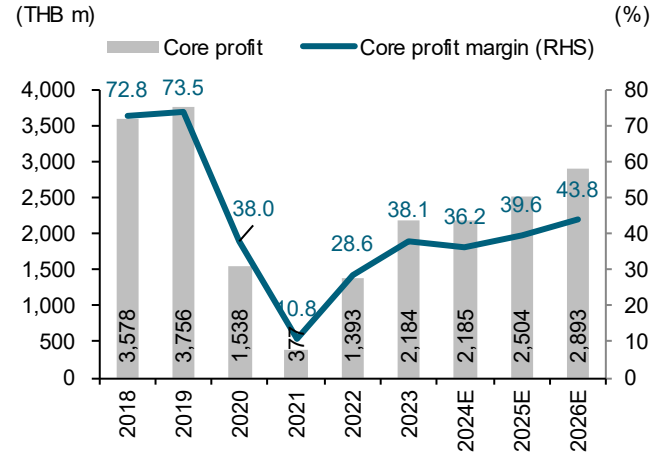
Exhibit 35: Changes in key assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
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

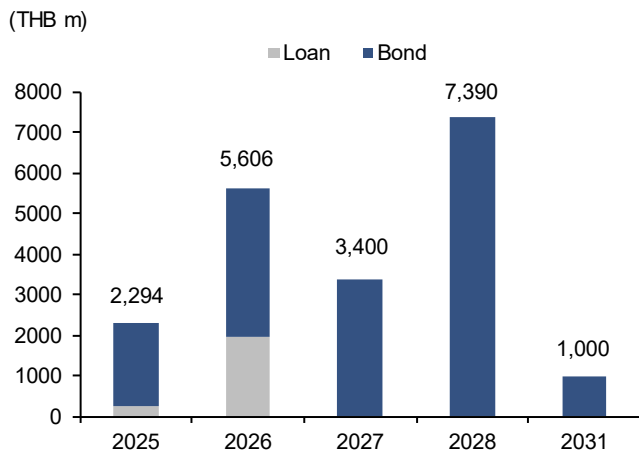
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 36: Revenue and average occupancy rate

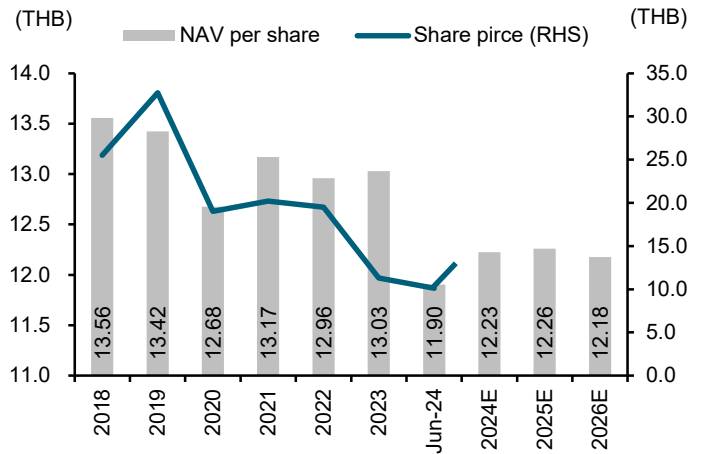
Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 37: Core profit and core profit margin

Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 38: Loan repayment schedule

Sources: CPN, FSSIA estimates

Exhibit 39: NAV

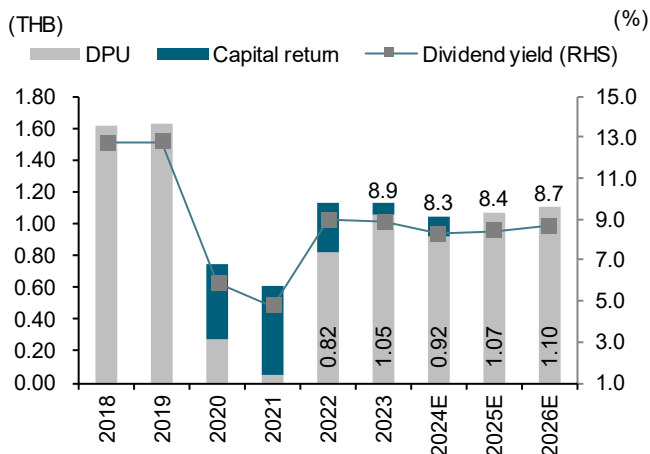
Note: Share price is at end of period.

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 ค่าปลีขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ โดดเด่นด้านทำเล ได้รับความนิยมจากผู้บริโภค 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี เป็นโอกาสของ CPNREIT ที่จะเติบโตไปพร้อมกับ CPN 3) การต่อสัญญาเช่าทรัสต์ปีนเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง เงื่อนไขของอายุสัญญาใหม่ทำให้การครบอายุสัญญาของแต่ละสินทรัพย์มีการกระจายตัวมากขึ้น และอีก 10 ปีจึงจะมีสินทรัพย์ครบอายุสัญญาเข้า 4) Dividend yield สูงกว่า 8% แม้ว่าราคาหุ้นจะขยับขึ้นมาแล้ว และราคาหุ้นสูงกว่า NAV เพียง 4%

Exhibit 40: DPU and dividend yield



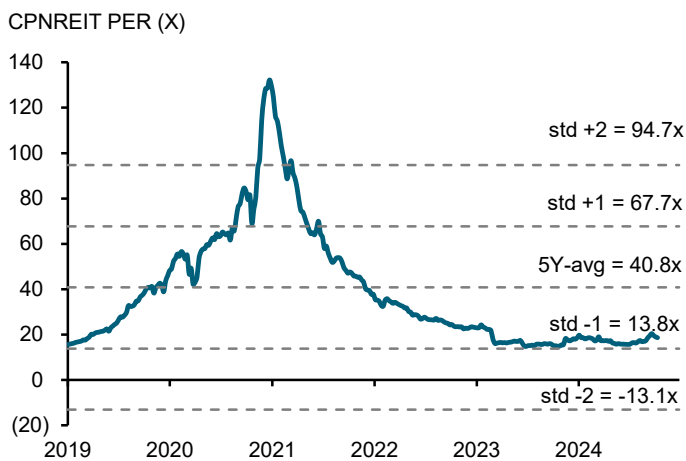
Note: Dividend yield is based THB12.70 which was a closed price at 16-Oct-24
Source: FSSIA estimates

Exhibit 41: 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

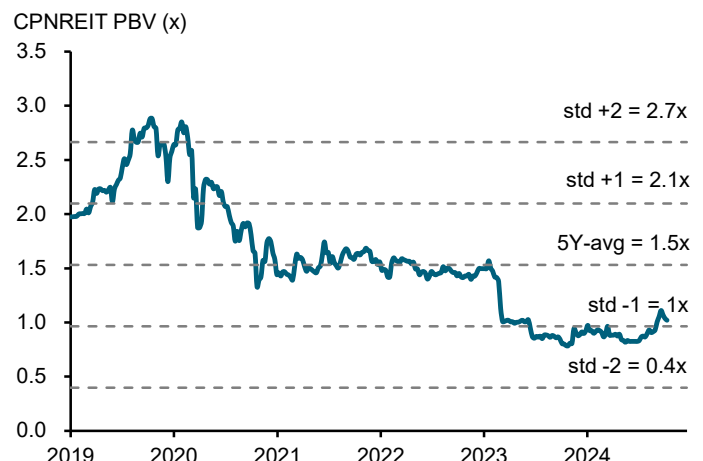
Source: FSSIA estimates

Exhibit 42: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 43: 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

LH HOTEL LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

LHHOTEL TB

BUY

UNCHANGED

คาดเงินปันผลเติบโตตามกำไรที่แข็งแกร่ง

- การลงทุนเพิ่มในสิทธิการเช่าโรงแรม 2 แห่งที่พัตยาตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. 2023 ทำให้สินทรัพย์เพิ่มขึ้น ผลประกอบการก้าวกระโดด และอายุคงเหลือยาว 21.7 ปี
- เราปรับกำไรเพิ่ม และคาดการณ์ Dividend yield รว 9% ต่อปี
- ปรับราคาเป้าหมายสมเป็นปี 2025 ที่ 15.50 บาท แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB15.50
CLOSE	THB13.40
UP/DOWNSIDE	+15.7%
PRIOR TP	THB14.50
CHANGE IN TP	+6.9%
TP vs CONSENSUS	+6.2%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,321	2,280	2,344	2,461
Net profit	1,577	1,796	1,760	1,885
EPS (THB)	1.50	1.71	1.68	1.80
vs Consensus (%)	-	8.9	4.2	9.3
EBITDA	1,228	2,145	2,182	2,289
Recurring net profit	949	1,676	1,760	1,885
Core EPS (THB)	0.90	1.60	1.68	1.80
Chg. In EPS est. (%)	-	22.0	18.5	18.6
EPS growth (%)	16.8	76.6	5.0	7.1
Core P/E (x)	14.8	8.4	8.0	7.5
Dividend yield (%)	8.6	9.1	9.0	9.1
EV/EBITDA (x)	19.7	11.2	11.0	10.4
Price/book (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Net debt/Equity (%)	83.0	79.0	75.1	69.7
ROE (%)	10.2	13.4	13.5	13.9

กำไรปกติโตก้าวกระโดดหลังลงทุนในโรงแรมในพัตยา 2 แห่ง

ผลประกอบการ 1H24 เติบโตก้าวกระโดดหลังจาก LHHOTELลงทุนเพิ่มในสิทธิการเช่าอีก 2 โรงแรมคือ โรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. 2023 โดยรายได้ค่าเช่าเพิ่มขึ้นเท่าตัว +101.5% y-y สอดคล้องกับสถานการณ์การท่องเที่ยวของไทย ส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มขึ้นเป็น 860 ล้านบาท +115.7% y-y

เงินปันผลต่อหน่วยเพิ่มขึ้นแม้กำไรเงินเพิ่มขึ้น

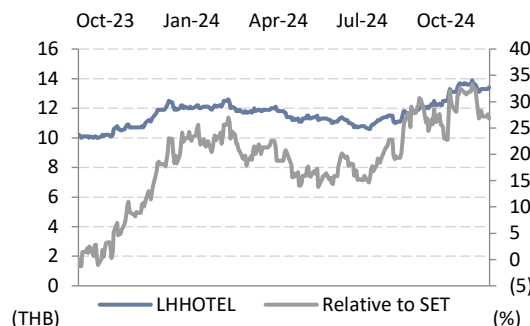
การลงทุนในโรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya เป็นการตัดสินใจที่ถูกต้องและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น เห็นได้จากผลกำไรที่เติบโตก้าวกระโดดในช่วง 1H24 และยังจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น โดยใน 1H24 จ่ายเงินปันผล 0.61 บาท (+5.2% y-y) เงินปันผลดังกล่าวได้สะท้อนการสำรองเงินต้นที่กองทรัสต์ต้องชำระคืนเรียบร้อยแล้ว

ปรับกำไรขึ้นเป็นเติบโต 77%/5%/7% ในปี 2024-26 คาด Dividend yield 8%-9%

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 22%/19%/19% ตามลำดับ หลักๆ มาจากการปรับเพิ่มอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักของโรงแรม 2 แห่งใหม่ที่พัตยา ส่งผลให้กำไรปกติปี 2024-26 เติบโต 77%/5%/7% ตามลำดับ แนวโน้ม 3Q24 ซึ่งเป็น Low season ของธุรกิจท่องเที่ยว เราคาดการณ์กำไรปกติ -11.2% q-q, +61.0% y-y เป็น 367 ล้านบาท และกลับมาเติบโตแข็งแกร่งอีกครั้งใน 4Q24 ซึ่งเป็น high season เราคาดการณ์ปันผล 1.215 บาทต่อหน่วยสำหรับปี 2024 และรักษาระดับ 1.20-1.22 บาทต่อหน่วยได้ในปี 2025-26 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงราว 8%-9% ต่อปี

ปรับราคาเหมาะสมเป็นปี 2025 ที่ 15.50 บาท แนะนำซื้อ

เราปรับราคาเหมาะสมของ LHHOTEL เป็นปี 2025 ที่ 15.50 บาท ถึง DDM ใช้ WACC 7.8% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีขนาดสินทรัพย์ 2.28 หมื่นล้านบาท ณ สิ้น 2Q24 ถือเป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปัจจุบัน 2) อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์หลักขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย 3) ศักยภาพของโรงแรมอยู่ในทำเลที่โดดเด่น มีอัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เป็นโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 4) อายุสิทธิการเช่ามีระยะยาว 21.7 ปี และ 5) คาดการณ์ Dividend yield สูงราว 9% ต่อปี และราคาหน่วยทรัสต์สูงกว่า NAV 10% ยังไม่มากนัก



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	2.3	17.5	31.4
Relative to country (%)	(1.1)	4.6	26.3
Mkt cap (USD m)	423		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.4		
Free float (%)	72		
Major shareholder	LH Mall & Hotel (LHMH) (26%)		
12m high/low (THB)	14.00/9.90		
Issued shares (m)	1,048.92		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราปรับราคาเหมาะสมของ LHHOTEL เป็นปี 2025 ที่ 15.50 บาท
อิง DDM ใช้ WACC 7.8% LTG 0% เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก
1) เป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในตลาด
หลักทรัพย์ฯ ในปัจจุบัน 2) อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นหนึ่งใน
เครื่องยนต์หลักขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย 3) ศักยภาพของโรงแรม
อยู่ในทำเลที่โดดเด่น มีอัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เป็นโอกาสใน
การปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 4) อายุสิทธิการเช่ามีระยะยาว 21.7 ปี
และ 5) ค่าการันตี Dividend yield สูงราว 9% ต่อปี และราคา
หน่วยทรัสต์สูงกว่า NAV 10% ยังไม่มากนัก

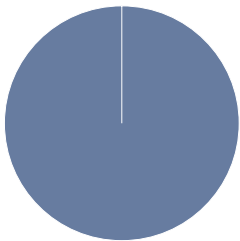
Company profile

LHHOTEL ก่อตั้งในปี 2015 เป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาด
สินทรัพย์ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีขนาดสินทรัพย์สุทธิ
สิ้น 2Q24 ที่ 22,834 ล้านบาท มีการลงทุนในสิทธิการเช่าในโรงแรม
5 แห่ง (3 แห่งในกรุงเทพและ 2 แห่งในพัทยา) ได้แก่ Grande Centre
Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande
Centre Point Sukhumvit 55, Grande Centre Point Pattaya,
Grande Centre Point Space Pattaya มีจำนวนห้องพักรวม 2,287
ห้อง และนำทรัพย์สินดังกล่าวให้เช่าและให้เช่าช่วงแก่บริษัท แอล
แอนด์ เอช โฮเทล แมเนจเม้นท์ จำกัด เป็นเวลา 3 ปี ต่ออายุอีก 2
คราวๆ ละไม่เกิน 3 ปี เป็น Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าคงเหลือ
เฉลี่ย 21.7 ปี

www.lhhotelreit.com

Principal activities (revenue, 2023)

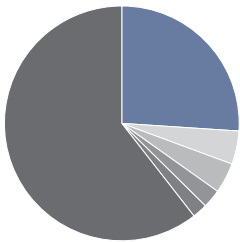
Rental and service income - 100.0 %



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) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ต
เพิ่มเติม 2) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยอยู่ใน
ทิศทางขาลง

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ
น้อยกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) การไม่สามารถปรับขึ้น
ค่าห้องพักได้ 4) โรคระบาด 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 6) ความไม่สงบทาง
การเมือง

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
GCPT21: Occ rate	(%)	89.0	90.0	90.0
GCPT21: ADR	(THB/room/night)	5,437	5,682	5,937
GCPRD: Occ rate	(%)	85.0	86.0	86.0
GCPRD: ADR	(THB/room/night)	4,947	5,145	5,351
GCPS55: Occ rate	(%)	89.0	91.0	92.0
GCPS55: ADR	(THB/room/night)	3,688	3,835	3,989
GCPPTY: Occ rate	(%)	90.0	90.0	90.0
GCPPTY: ADR	(THB/room/night)	4,219	4,430	4,651
GCPSPT: Occ rate	(%)	87.0	89.0	89.0
GCPSPT: ADR	(THB/room/night)	6,183	6,369	6,687

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change in the average occupancy rate, we project LHHOTEL's 2025 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in the ADR, we project LHHOTEL's 2025 core profit to change by 2%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กำไรปกติโตก้าวกระโดดหลังลงทุนในโรงแรมในพัทยา 2 แห่ง

ผลประกอบการใน 1H24 เติบโตก้าวกระโดดหลังจาก LHHOTEL ได้ลงทุนเพิ่มในสิทธิการเช่าอีก 2 โรงแรมคือ โรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. 2023 โดยรายได้ค่าเช่าเพิ่มขึ้นเท่าตัว +101.5% y-y เป็น 1,143 ล้านบาท สอดคล้องกับสถานการณ์การท่องเที่ยวของไทยที่ฟื้นตัวต่อเนื่องโดยนักท่องเที่ยวใน 1H24 มีจำนวน 17.5 ล้านคน +35.0% y-y จาก 1H23 ที่มีนักท่องเที่ยว 13.0 ล้านคน และคิดเป็น 44.0% ของปีที่พีคที่สุดในปี 2019 นักท่องเที่ยวที่เข้ามาเที่ยวไทยสูงสุดใน 1H24 ได้แก่ ชาวจีน รองลงมาเป็นชาวเอเชียอื่นๆ สอดคล้องกับลูกค้าของโรงแรมทั้ง 5 แห่งของกองทรัสต์ฯ

ค่าใช้จ่ายรวมใน 1H24 +67.6% y-y เป็น 285 ล้านบาท หลักๆ มาจากการเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยจ่ายตามการเพิ่มขึ้นของเงินกู้เพื่อเข้าลงทุนในโรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya แต่รายได้ที่เพิ่มก้าวกระโดดก็ทำให้กำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มเป็น 860 ล้านบาท +115.7% y-y อย่างไรก็ตาม LHHOTEL ประกาศกำไรสุทธิ 979 ล้านบาทใน 1H24 (+63.6% y-y) เนื่องจากมีกำไรจากการประเมินมูลค่ายุติธรรมของโรงแรม Grande Centre Point Terminal 21 ตามรอบจำนวน 117 ล้านบาทใน 2Q24 เทียบกับ 2Q23 ที่มีกำไรจากการประเมิน 198 ล้านบาท

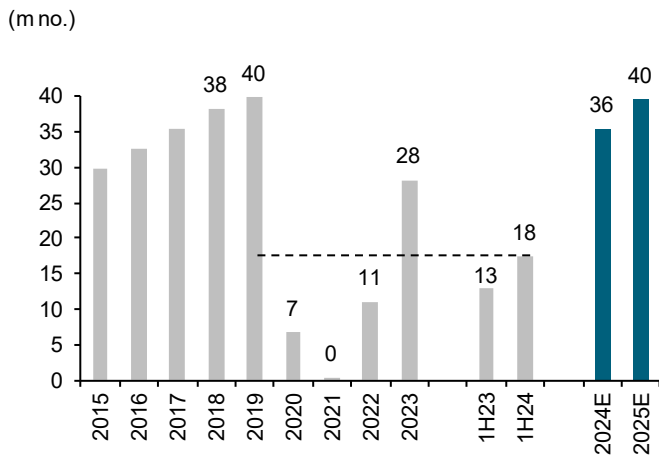
สำหรับผลประกอบการ 3Q24 ซึ่งเป็น Low season ของธุรกิจท่องเที่ยว เราคาดการณ์รายได้ค่าเช่าจะลดลง 6.0% q-q เป็น 520 ล้านบาท แต่ +65.9% y-y เนื่องจากมีสองโรงแรมใหม่ที่พัทยายที่เข้ามาตั้งแต่ 4Q23 กำไรปกติสอดคล้องกัน คาด -11.2% q-q, +61.0% y-y เป็น 367 ล้านบาท

เราคาดเงินปันผล 0.30 บาทต่อหน่วย ลดลงจากไตรมาสก่อนเพียงเล็กน้อยตามฤดูกาลของธุรกิจ แต่ยังคงคิดเป็น Dividend yield สูงถึง 2.2% สำหรับรอบ 3 เดือน

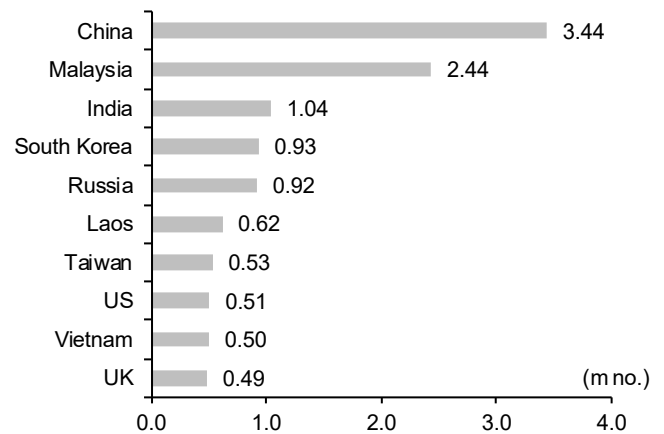
Exhibit 44: LHHOTEL - 3Q24E earnings summary

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	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
Rental and service income	313	440	591	553	520	(6.0)	65.9	881	1,663	88.8	73.0
Cost of rental and services	(5)	(3)	(14)	(8)	(15)	88.8	205.0	(30)	(37)	22.7	67.2
Gross profit	308	437	577	545	505	(7.4)	63.7	851	1,626	91.2	73.1
Operating costs	(17)	(24)	(14)	(15)	(21)	39.1	27.6	(40)	(50)	24.3	59.1
Operating profit	292	413	563	530	484	(8.7)	65.7	811	1,577	94.5	73.6
Operating EBITDA	292	413	563	530	484	(8.7)	65.7	811	1,577	94.5	73.6
Other income	0	3	1	0	0	24.0	(65.8)	1	1	(26.0)	21.9
Interest expense	(64)	(93)	(117)	(117)	(117)	0.0	81.6	(186)	(351)	89.2	74.9
Net investment income	228	323	446	413	367	(11.2)	61.0	627	1,227	95.8	73.2
Gain (loss) on investment	0	1	1	1	0	nm	nm	2	3	56.8	
Gain (loss) on revaluation of investments	146	280	(0)	117	0	nm	nm	345	116	(66.2)	
Reported net profit	375	604	448	531	367	(30.9)	(2.1)	973	1,346	38.3	74.9
Core profit	228	323	446	413	367	(11.2)	61.0	627	1,227	95.8	73.2
Reported EPS (THB)	0.70	0.58	0.43	0.51	0.35	(30.9)	(49.8)	1.81	1.28	(29.1)	74.9
Recurring EPS (THB)	0.42	0.31	0.43	0.39	0.35	(11.2)	(17.5)	1.16	1.17	0.4	73.2
DPU (THB)	0.30	0.27	0.30	0.31	0.30	(3.2)	0.0	0.63	0.91	44.4	
NAV (THB)	12.20	11.67	11.83	12.04	12.18	1.2	(0.2)	22.76	12.04	(47.1)	
No. of units (m units)	538	1,049	1,049	1,049	1,049	0.0	95.0	537.9	1,048.9	95.0	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	98.4	99.2	97.7	98.6	97.1	0.9	4.4	94.4	97.5	3.1	
Operating margin	93.3	94.6	95.5	95.8	93.1	0.4	6.0	90.8	93.0	2.2	

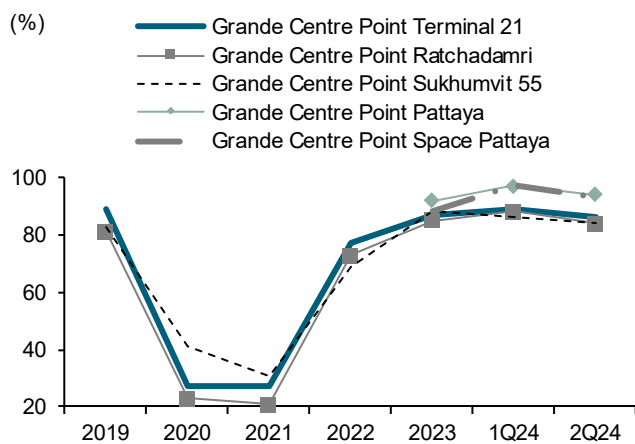
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 45: Tourist arrivals

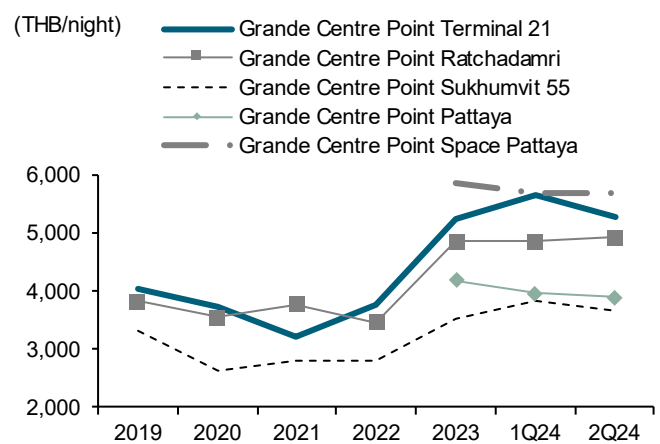
Sources: Ministry of Tourism and Sports, FSSIA's compilation

Exhibit 46: Top 10 tourist arrivals by nationality (1H24)

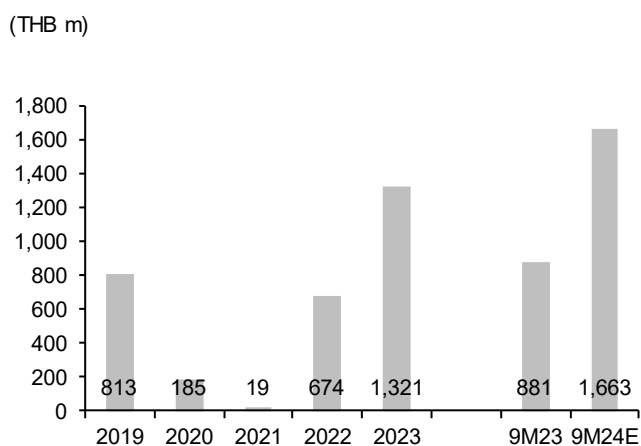
Sources: Ministry of Tourism and Sports, FSSIA's compilation

Exhibit 47: Occupancy rates

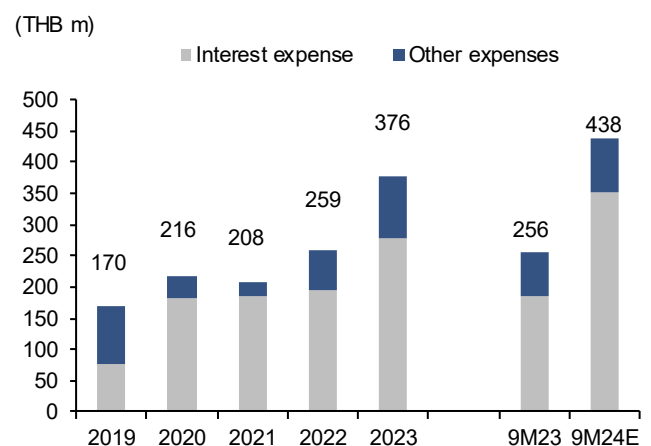
Source: LHHOTEL

Exhibit 48: Average daily room rates

Source: LHHOTEL

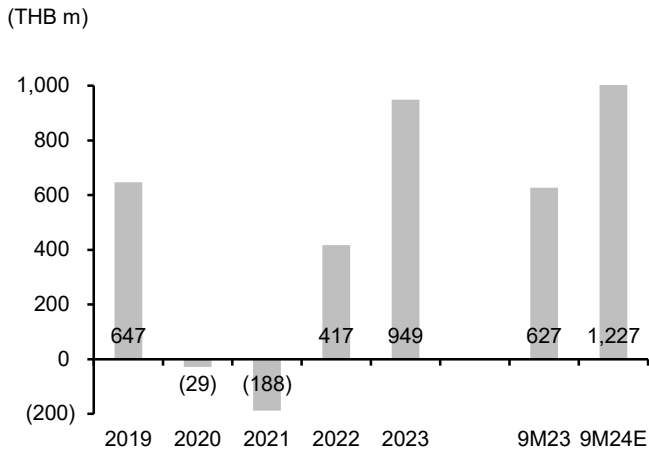
Exhibit 49: Rental revenue

Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 50: Total expenses

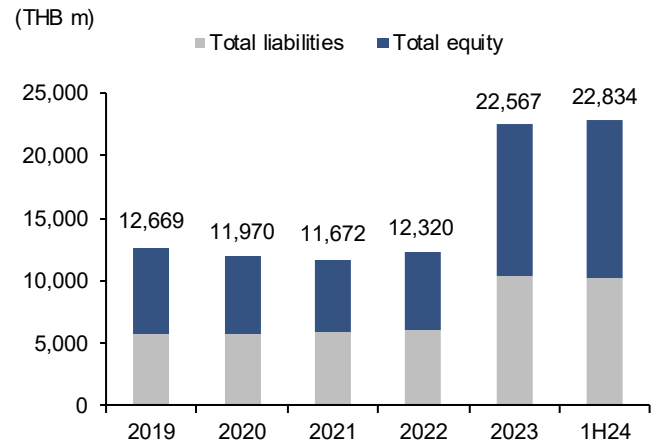
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 51: Core profit



Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 52: Total liabilities and equity



Sources: LHHOTEL, FSSIA's compilation

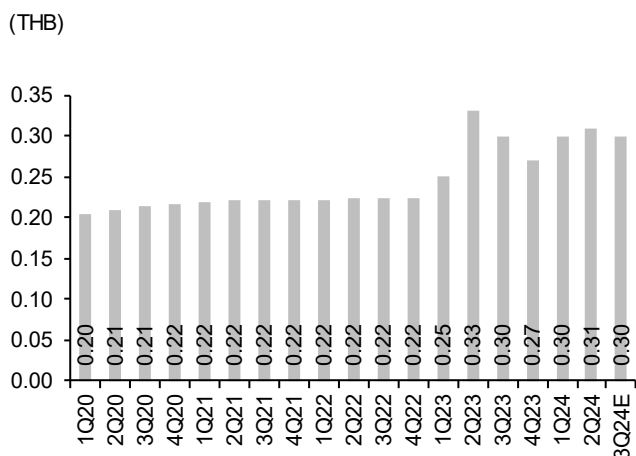
เงินปันผลและมูลค่า NAV ต่อหน่วยเพิ่มขึ้นแม้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น

การลงทุนในโรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya เป็นการตัดสินใจที่ถูกต้องและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น เห็นได้จากผลกำไรที่เติบโตก้าวกระโดดในช่วง 1H24 ซึ่งนอกจากจะมาจากการเติบโตของโรงแรมเดิมในกรุงเทพฯ ทั้ง 3 แห่งแล้ว โรงแรม Grande Centre Point Pattaya และ Grande Centre Point Space Pattaya มีอัตราการเข้าพักสูงกว่า 90% สูงกว่าโรงแรม Grande Centre Point ในกรุงเทพฯ แม้ใน 2Q24 จะเป็น Low season โรงแรมในพทยายังมีอัตราการเข้าพักกว่า 90% และ Grande Centre Point Space Pattaya ยังมีอัตราค่าห้องพักที่สูงมากอีกด้วย

LHHOTEL ยังสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น โดยใน 1H24 จ่ายเงินปันผล 0.61 บาทต่อหน่วย เพิ่มขึ้นจาก 1H23 ที่จ่ายเงินปันผล 0.58 บาทต่อหน่วย (+5.2%) แม้ว่าการลงทุนในโรงแรมทั้ง 2 แห่งจะทำให้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น 4.4 พันล้านบาท และภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เงินปันผลดังกล่าวได้สะท้อนการสำรองเงินต้นที่กองทรัสต์ต้องชำระคืนแล้วเรียบร้อยแล้ว

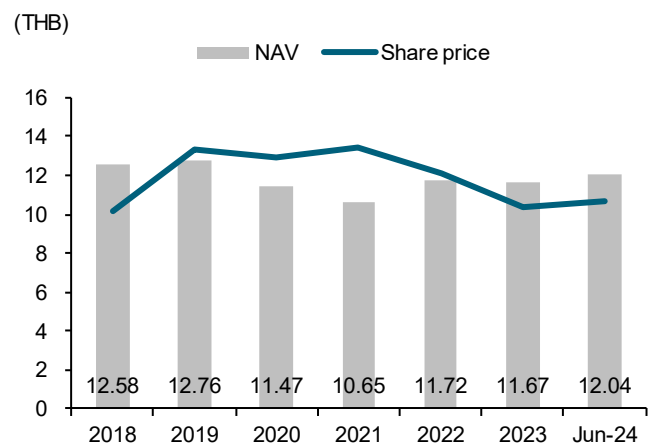
นอกจากนี้ มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) ต่อหน่วย ณ สิ้น 2Q24 ยังเพิ่มขึ้นเป็น 12.0374 บาทต่อหน่วย

Exhibit 53: Dividend per unit (DPU)



Sources: SET, LHHOTEL

Exhibit 54: NAV per share



Sources: SET, LHHOTEL

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรและขาด Dividend yield 9% ต่อปี

เราปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้นจากเดิม 22%/19%/19% ตามลำดับ หลักๆ มาจากการปรับเปลี่ยนอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักของโรงแรม 2 แห่งใหม่ที่พัตยาจากผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคาดใน 1H24 ส่งผลให้คาดการณ์กำไรปกติปี 2024-26 เติบโต 77%/5%/7% ตามลำดับ สำหรับแนวโน้มผลประกอบการ 3Q24 เราคาดว่ากำไรจะชะลอ q-q ตามฤดูกาล แต่โตกว่าระยะโตด y-y และคาดการณ์กำไรกลับมาเติบโตแข็งแกร่งอีกครั้งใน 4Q24 ซึ่งเป็น high season ของการท่องเที่ยว

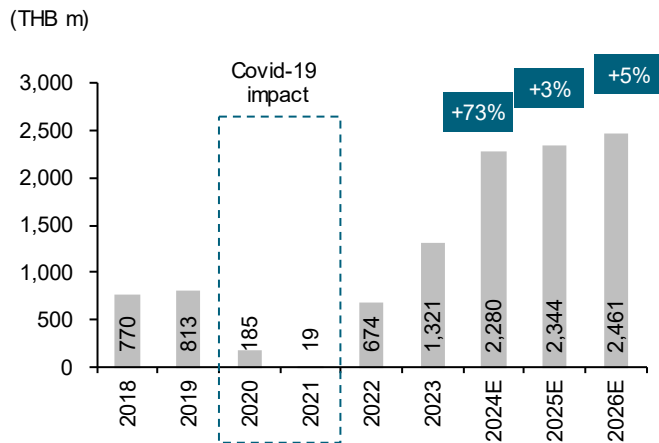
เราคาดการณ์เงินปันผล 1.215 บาทหน่วยสำหรับปี 2024 และรักษาระดับ 1.20-1.22 บาทต่อหน่วยได้ในปี 2025-26 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงราว 9% ต่อปี

Exhibit 55: Changes in key assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Total rental revenues	2,280	2,344	2,461	1,986	2,104	2,202	14.8	11.4	11.8
Grand Centre Point Terminal 21	1,006	1,063	1,111	1,016	1,073	1,122	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Grand Centre Point Ratchadamri	909	956	994	891	937	975	2.0	2.0	2.0
Grand Centre Point Sukhumvit 55	653	694	730	671	714	751	(2.8)	(2.8)	(2.8)
Grand Centre Point Pattaya	677	710	746	603	633	665	12.2	12.2	12.2
Grande Centre Point Space Pattaya	1,318	1,250	1,312	956	1,007	1,057	37.9	24.1	24.1
Cost of rental	(55)	(56)	(59)	(99)	(109)	(115)	(44.9)	(48.6)	(48.4)
Gross profit	2,225	2,287	2,402	1,886	1,994	2,088	18.0	14.7	15.1
SG&A and other expense	(84)	(110)	(118)	(114)	(129)	(135)	(26.3)	(14.4)	(12.3)
EBITDA	2,145	2,182	2,289	1,777	1,872	1,959	20.7	16.6	16.8
Interest expense	(469)	(422)	(404)	(403)	(387)	(369)	16.5	9.2	9.5
Net investment income	1,676	1,760	1,885	1,375	1,485	1,590	22.0	18.5	18.6
Gain (loss) on investment	3	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gain (loss) on revaluation of investments	116	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Reported net profit	1,796	1,760	1,885	1,375	1,485	1,590	30.6	18.5	18.6
Core profit	1,676	1,760	1,885	1,375	1,485	1,590	22.0	18.5	18.6
Reported EPS	1.71	1.68	1.80	1.31	1.42	1.52	30.6	18.5	18.6
Core EPS	1.60	1.68	1.80	1.31	1.42	1.52	22.0	18.5	18.6
DPU (THB)	1.22	1.19	1.28	1.18	1.20	1.29	3.0	(1.0)	(1.0)
NAV (THB)	12.17	12.66	13.18	11.81	12.02	12.25	3.1	5.3	7.6
No. of units (m units)	1,048.9	1,048.9	1,048.9	1,048.9	1,048.9	1,048.9	0.0	0.0	0.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Gross margin	97.6	97.6	97.6	93.5	93.2	93.2	4.4	4.4	4.4
EBITDA margin	94.1	93.1	93.0	89.5	89.0	89.0	5.1	4.1	4.0
Core profit margin	73.5	75.1	76.6	69.2	70.6	72.2	6.3	4.5	4.4

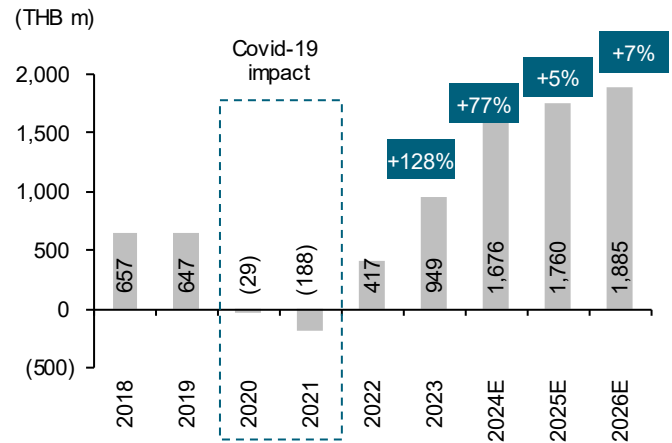
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 56: Total rental revenue



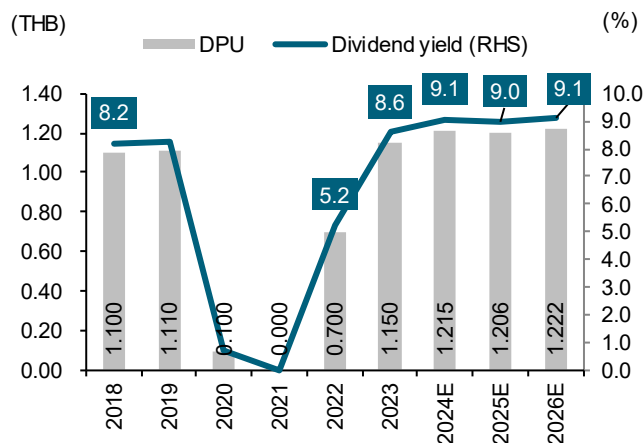
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 57: Core profit



Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 58: DPU and Dividend yield



Note: Dividend yield is based THB13.40 which was a closed price at 16-Oct-24
 Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 59: Sensitivity analysis

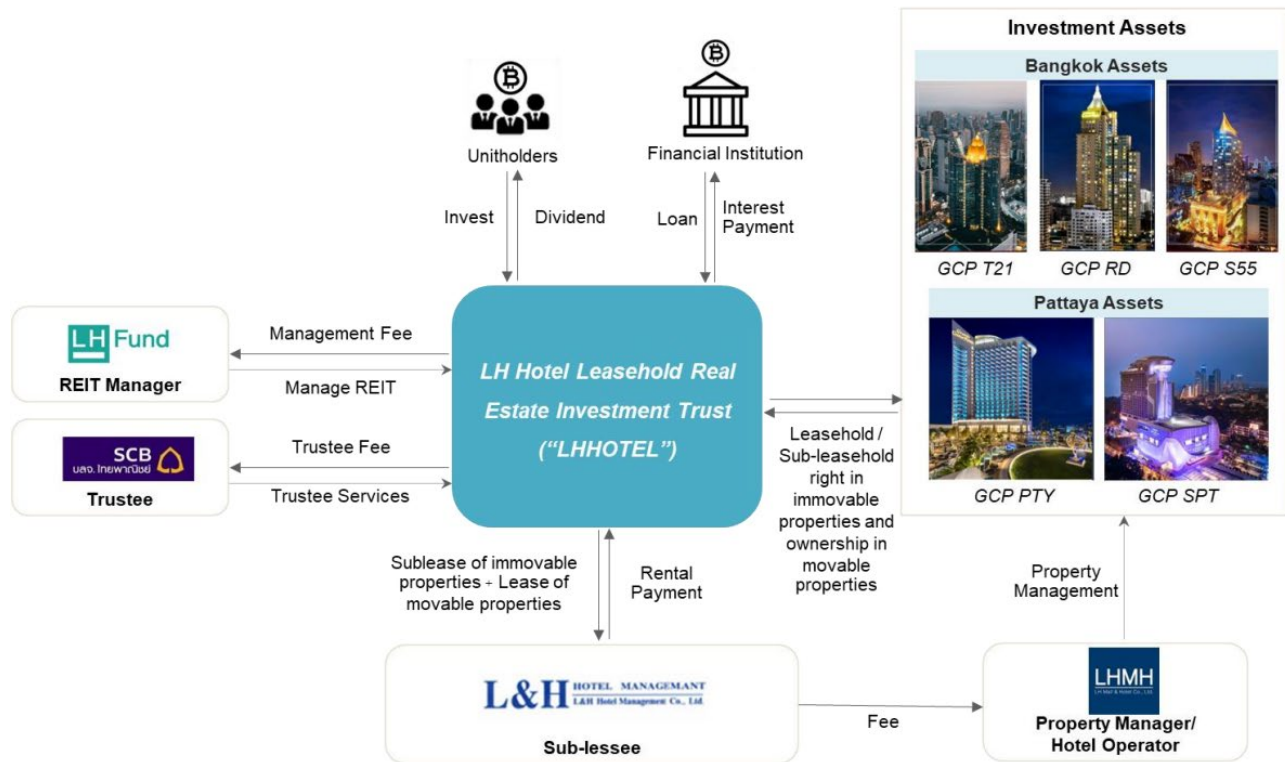
WACC	DPU (THB)					
	1.16	1.18	1.206	1.230	1.254	1.279
6.80%	17.03	17.37	17.73	18.08	18.45	18.81
7.30%	15.86	16.18	16.52	16.85	17.18	17.53
7.80%	14.84	15.15	15.46	15.77	16.08	16.40
8.30%	13.95	14.23	14.53	14.82	15.11	15.41
8.80%	13.16	13.43	13.70	13.97	14.25	14.54

Source: FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 15.50 บาท แนะนำซื้อ

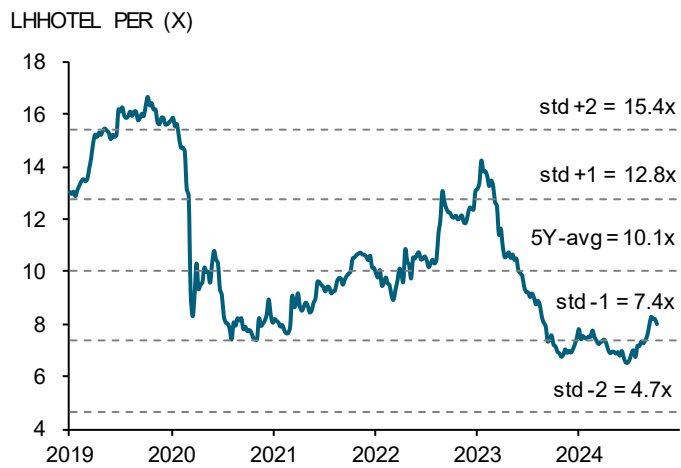
เราปรับราคาเหมาะสมของ LHHOTEL เป็นปี 2025 ที่ 15.50 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.8% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีขนาดสินทรัพย์ 2.28 หมื่นล้านบาท ณ สิ้น 2Q24 ถือเป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปัจจุบัน 2) อยู่ในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์หลักขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย 3) ศักยภาพของโรงแรมของ LHHOTEL อยู่ในทำเลที่โดดเด่น มีอัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เป็นโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 4) อายุสิทธิการเช่ามีระยะยาว 21.7 ปี และ 5) ค่าการันตี Dividend yield สูงราว 9% ต่อปี และราคาหน่วยทรัสต์สูงกว่า NAV ประมาณ 10% ยังไม่มากนัก

Exhibit 60: LHHOTEL structure



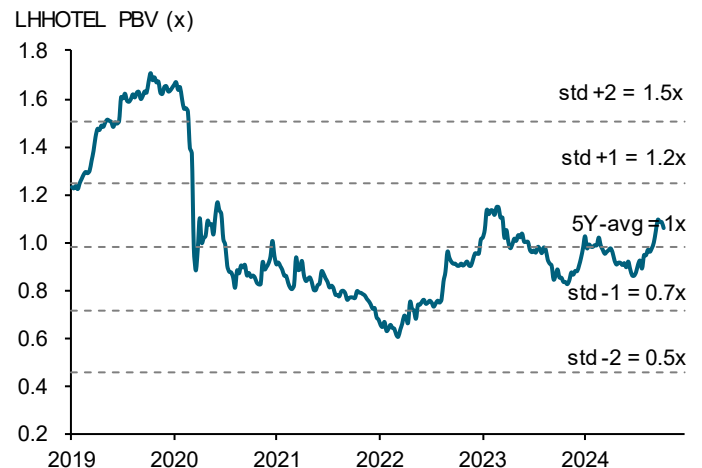
Source: LHHOTEL

Exhibit 61: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 62: One-year rolling forward P/BV 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	2,280	2,344	2,461
Cost of goods sold	(39)	(46)	(76)	(95)	(100)
Gross profit	634	1,274	2,203	2,249	2,362
Other operating income	3	5	5	5	5
Operating costs	(25)	(51)	(63)	(71)	(77)
Operating EBITDA	612	1,228	2,145	2,182	2,289
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	612	1,228	2,145	2,182	2,289
Net financing costs	(195)	(279)	(469)	(422)	(404)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	295	628	119	0	0
Profit before tax	711	1,577	1,796	1,760	1,885
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	711	1,577	1,796	1,760	1,885
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	711	1,577	1,796	1,760	1,885
Non-recurring items & goodwill (net)	(295)	(628)	(119)	0	0
Recurring net profit	417	949	1,676	1,760	1,885
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.77	0.90	1.60	1.68	1.80
Reported EPS	1.32	1.50	1.71	1.68	1.80
DPS	0.70	1.15	1.22	1.21	1.22
Diluted shares (used to calculate per share data)	538	1,049	1,049	1,049	1,049
Growth					
Revenue (%)	3,508.1	96.1	72.6	2.8	5.0
Operating EBITDA (%)	nm	100.8	74.7	1.7	4.9
Operating EBIT (%)	nm	100.8	74.7	1.7	4.9
Recurring EPS (%)	nm	16.8	76.6	5.0	7.1
Reported EPS (%)	nm	13.7	13.9	(2.0)	7.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	94.2	96.5	96.7	95.9	96.0
Gross margin exc. depreciation (%)	94.2	96.5	96.7	95.9	96.0
Operating EBITDA margin (%)	90.8	93.0	94.1	93.1	93.0
Operating EBIT margin (%)	90.8	93.0	94.1	93.1	93.0
Net margin (%)	61.9	71.9	73.5	75.1	76.6
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	90.4	127.1	76.0	71.9	68.0
Interest cover (X)	3.1	4.4	4.6	5.2	5.7
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.2	7.1	9.5	9.5	9.8
ROIC (%)	5.2	7.1	9.5	9.5	9.8
ROE (%)	6.9	10.2	13.4	13.5	13.9
ROA (%)	5.1	7.0	9.4	9.4	9.7

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	674	1,321	2,280	2,344	2,461

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	1,676	1,760	1,885
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(95)	(9,461)	(298)	5	(224)
Change in working capital	(85)	115	451	39	330
Cash flow from operations	237	(8,396)	1,830	1,804	1,991
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)	(1,275)	(1,265)	(1,282)
Equity finance	0	5,110	0	0	0
Debt finance	(32)	4,327	(78)	(82)	(305)
Other financing cash flows	(100)	(338)	(469)	(422)	(404)
Cash flow from financing	(266)	8,383	(1,822)	(1,768)	(1,991)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(29)	(13)	8	36	0
Free cash flow to firm (FCFF)	432.10	(8,117.19)	2,298.80	2,225.86	2,394.74
Free cash flow to equity (FCFE)	105.28	(4,407.56)	1,282.52	1,300.09	1,281.57
Per share (THB)					
FCFF per share	0.41	(7.74)	2.19	2.12	2.28
FCFE per share	0.10	(4.20)	1.22	1.24	1.22
Recurring cash flow per share	0.60	(8.11)	1.31	1.68	1.58
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	12,011	22,099	22,411	22,411	22,633
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	12,011	22,099	22,411	22,411	22,633
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	10	46	46
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	294	466	615	996	1,055
Current assets	309	468	625	1,042	1,101
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	12,320	22,567	23,036	23,453	23,734
Common equity	6,307	12,245	12,766	13,262	13,865
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	6,307	12,245	12,766	13,262	13,865
Long term debt	5,779	10,168	10,090	10,008	9,703
Other long-term liabilities	12	3	12	13	13
Long-term liabilities	5,791	10,171	10,102	10,021	9,716
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	221	151	168	170	152
Current liabilities	221	151	168	170	152
Total liabilities and shareholders' equity	12,320	22,567	23,036	23,453	23,734
Net working capital	72	315	447	825	903
Invested capital	12,083	22,414	22,858	23,236	23,536
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	11.72	11.67	12.17	12.64	13.22
Tangible book value per share	11.72	11.67	12.17	12.64	13.22
Financial strength					
Net debt/equity (%)	91.4	83.0	79.0	75.1	69.7
Net debt/total assets (%)	46.8	45.0	43.8	42.5	40.7
Current ratio (x)	1.4	3.1	3.7	6.1	7.2
CF interest cover (x)	1.5	(14.8)	3.7	4.1	4.2
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	17.3	14.8	8.4	8.0	7.5
Recurring P/E @ target price (x) *	20.0	17.1	9.7	9.2	8.6
Reported P/E (x)	10.1	8.9	7.8	8.0	7.5
Dividend yield (%)	5.2	8.6	9.1	9.0	9.1
Price/book (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
Price/tangible book (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x) **	21.2	19.7	11.2	11.0	10.4
EV/EBITDA @ target price (x) **	23.0	21.5	12.3	12.0	11.3
EV/invested capital (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
* 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 & REITS

LHSC TB

BUY

UNCHANGED

เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในศูนย์การค้าพัทยา

- เตรียมเพิ่มทุนและกู้เงินระยะยาวเพื่อลงทุนในโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา (XR 16 ต.ค. 2024 ประกาศราคาจองซื้อสุดท้าย 8 พ.ย. 2024)
- ปรับกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 16%/109%/118% หลังรวม Terminal 21 พัทยา
- เพิ่มราคาเหมาะสมเป็น 12.50 บาท แนะนำจองซื้อหน่วยเพิ่มทุน

TARGET PRICE	THB12.50
CLOSE	THB11.10
UP/DOWNSIDE	+12.6%
PRIOR TP	THB12.00
CHANGE IN TP	+4.2%
TP vs CONSENSUS	-7.4%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,258	1,401	2,449	2,533
Net profit	554	631	1,176	1,229
EPS (THB)	1.14	1.29	1.41	1.48
vs Consensus (%)	-	12.2	19.0	22.8
EBITDA	555	667	1,317	1,364
Recurring net profit	522	635	1,176	1,229
Core EPS (THB)	1.07	1.30	1.41	1.48
Chg. In EPS est. (%)	-	15.6	22.6	27.5
EPS growth (%)	108.2	21.7	8.6	4.5
Core P/E (x)	10.4	8.5	7.9	7.5
Dividend yield (%)	8.4	9.5	9.7	10.0
EV/EBITDA (x)	10.9	9.0	9.6	9.1
Price/book (x)	0.9	0.9	1.0	0.9
Net debt/Equity (%)	10.1	9.6	35.3	31.2
ROE (%)	8.8	10.5	14.9	12.5

ค่าเช่าสูงกว่าปี 2019 ก่อนโควิดแล้ว คาด 3Q24 จะลดชั่วคราวตามฤดูกาล

ผลประกอบการของ LHSC งวด 1H24 แข็งแกร่งมากขึ้นต่อเนื่องตามสถานการณ์ท่องเที่ยวของไทยและทำเลที่โดดเด่นของศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก อัตราการเช่าเพิ่มเป็น 99% และค่าเช่าเพิ่มขึ้นเป็น 2,283 บาทต่อ ตรม. ใน 2Q24 สูงกว่าปีช่วงก่อน Covid ในปี 2019 แล้ว สอดคล้องกับผู้เข้ามาใช้บริการ (Foot traffic) ที่เพิ่มขึ้นเป็นกว่า 47,000 คนต่อวันในเดือน มิ.ย. 2024 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของปี 2023 ผลประกอบการ 3Q24 ซึ่งเป็น low season เราคาดการณ์ได้ชะลอเล็กน้อย -2.0% q-q คาดกำไรปกติ 149 ล้านบาท -5.2% q-q แต่ +4.5% y-y ภาพรวม 9M24 คาดกำไรฟื้นแรง +23.7% y-y

เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา

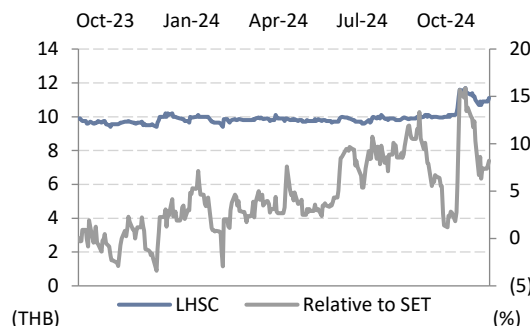
LHSC เตรียมเพิ่มทุน (XR 16 ต.ค. 2024) เพื่อลงทุนในสิทธิการเช่าศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา พร้อมกู้เงินระยะยาวไม่เกิน 3.1 พันล้านบาท การลงทุนครั้งนี้จะทำให้ LHSC โดดเด่นมากขึ้น จาก 1) กระจายความเสี่ยงของแหล่งที่มาของรายได้ค่าเช่าและบริการ โดยคาดว่าจะมาจากศูนย์การค้าในกรุงเทพฯ 54% และพัทยา 46% 2) ขยายฐานลูกค้า 3) ค่าเฉลี่ยของอายุสิทธิการเช่าที่เหลือขยายเพิ่มขึ้นเป็น 19.5 ปี จากปัจจุบัน 15.7 ปี 4) เงินปันผลมีโอกาสมากขึ้นในอนาคต

ปรับกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 16%/109%/118% หลังรวม Terminal 21 พัทยา

เราปรับเพิ่มประมาณกำไรปกติปี 2024 ขึ้น 16% เป็น 635 ล้านบาท (+21.7% y-y) จากผลประกอบการที่ดีกว่าคาดใน 1H24 และปรับกำไรปกติปี 2025-26 ขึ้น 109%/118% เป็นเติบโต +85.3% y-y และ +4.5% y-y ตามลำดับ หลังรวมศูนย์ Terminal 21 พัทยา รวมเงินกู้ระยะยาวและการเพิ่มทุนเข้ามาในปี 2025 และคาดเงินปันผลปี 2024 เป็น 1.055 บาทต่อหน่วย และเพิ่มเป็นหน่วยละ 1.080 บาทและ 1.106 บาทในปี 2025-26 เพิ่มขึ้นแม้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มและเพิ่มทุนอีก 71%

เพิ่มราคาเหมาะสมเป็น 12.50 บาท แนะนำจองซื้อหน่วยเพิ่มทุน

เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 2024 ของ LHSC ขึ้นเป็น 12.50 บาทอิง DDM ใช้ WACC 8.3% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อและแนะนำจองซื้อหน่วยเพิ่มทุน เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) ศูนย์ อโศกอยู่ในทำเลใจกลางเมือง มีผู้มาใช้บริการสูงกว่าปีก่อน และค่าเช่าสูงกว่าช่วงก่อนโควิดแล้ว 2) โครงการใหม่ Terminal 21 พัทยาอยู่ในเมืองท่องเที่ยวมีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 3) อายุสิทธิการเช่าเหลืออีก 19.5 ปี 4) เติบโตตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่อยู่ในทิศทางฟื้นตัว 5) เป็น REIT ที่จ่ายเงินปันผลทุก 2 เดือน คาดยังรักษา Dividend yield สูง 9%-10% ได้แม้เพิ่มทุนและเงินกู้เพิ่ม 6) ราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 11%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	8.8	12.1	12.1
Relative to country (%)	5.2	(0.2)	7.7
Mkt cap (USD m)	164		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	91		
Major shareholder	Social Security Office (11%)		
12m high/low (THB)	11.90/6.80		
Issued shares (m)	488.06		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 2024 ของ LHSC ขึ้นเป็น 12.50 บาทอิง DDM ใช้ WACC 8.3% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อและแนะนำจองซื้อหน่วยเพิ่มทุน เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) ศูนย์ฯ อโศกอยู่ในทำเลใจกลางเมือง มีผู้มาใช้บริการสูงกว่าปีก่อน และค่าเช่าสูงกว่าช่วงก่อนโควิดแล้ว 2) โครงการใหม่ Terminal 21 พัทยาอยู่ในเมืองท่องเที่ยว มีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 3) อายุสิทธิการเช่าเหลืออีก 19.5 ปี 4) เติบโตตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่อยู่ในทิศทางฟื้นตัว 5) เป็น REIT ที่จ่ายเงินปันผลทุก 2 เดือน คาดยังรักษา Dividend yield สูง 9%-10% ได้แม้เพิ่มทุนและเงินกู้เพิ่ม 6) ราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 11%

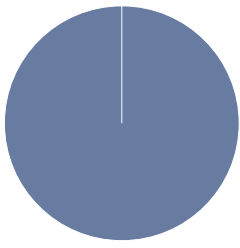
Company profile

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 15.7 ปีสิ้นปี 2023 และจะเพิ่มเป็น 19.5 ปีหลังรวมศูนย์ Terminal 21 พัทยา

www.lhscreit.com

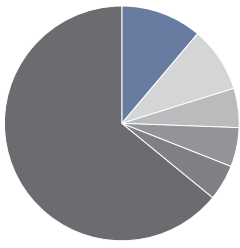
Principal activities (revenue, 2023)



■ 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
16 October 2024	Ex-right date for existing unitholders to subscribe for additional trust unit
November 2024	3Q24 earnings preview

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
NLA: Terminal 21 Asoke	(sqm.)	37,289	37,289	37,289
Average occupancy rate	(%)	99	99	99
Avg. monthly rental rate	(THB/sqm.)	2,275	2,343	2,413
NLA: Terminal 21 Pattaya	(sqm.)	36,713	36,713	36,713
Average occupancy rate	(%)	98	98	98
Avg. monthly rental rate	(THB/sqm.)	1,669	1,719	1,788

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

ค่าเช่า 2Q24 สูงกว่าก่อนโควิด แนวโน้ม 3Q24 ชะลอตามฤดูกาล

ผลประกอบการของ LHSC งวด 1H24 แข็งแกร่งมากขึ้นต่อเนื่องตามสถานการณ์ท่องเที่ยวของไทยและทำเลที่โดดเด่นของศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก โดยอัตราการเช่าสูงขึ้นจากค่าเฉลี่ย 97% ในปี 2023 เป็น 98%-99% ใน 1Q24-2Q24 ส่วนค่าเช่าเพิ่มขึ้นจากปี 2023 ที่เฉลี่ย 2,068 บาทต่อ ตรม. เป็นเฉลี่ย 2,251 บาทต่อ ตรม. ใน 1Q24 และเพิ่มเป็น 2,283 บาทต่อ ตรม. ใน 2Q24 สูงกว่าปีช่วงก่อน Covid ในปี 2019 แล้ว สอดคล้องกับผู้เข้ามาใช้บริการ (Foot traffic) ที่เพิ่มขึ้นเป็นกว่า 47,000 คนต่อวันในเดือน มิ.ย. 2024 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของปี 2023

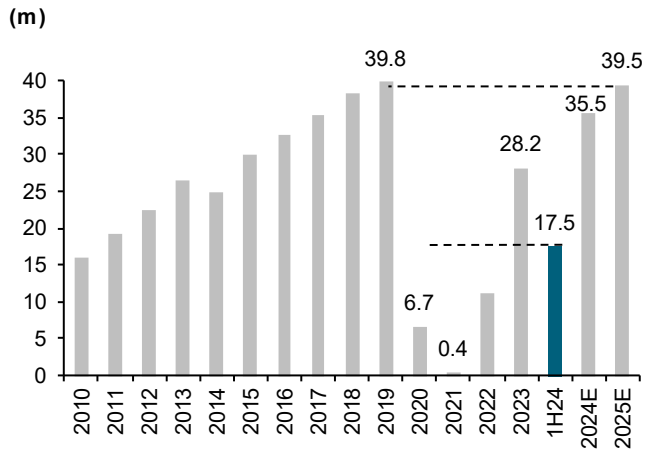
รายได้ค่าเช่าและบริการของ LHSC ใน 2Q24 จึงทำสถิติสูงสุดในรอบหลายปี ทำให้รายได้ในงวด 1H24 +17.3 y-y เป็น 592 ล้านบาท จากกิจกรรมของศูนย์การค้าที่เพิ่มขึ้น ดึง traffic ลูกค้าเข้าสู่ศูนย์ฯ ได้มาก และการปรับเพิ่มค่าเช่า กำไรปกติ 1H24 +35.3% y-y โตแรงกว่ารายได้มากจากการควบคุมรายจ่ายที่ดี

สำหรับผลประกอบการ 3Q24 ซึ่งเป็น low season เราคาดรายได้ชะลอเล็กน้อย -2.0% q-q คาดกำไรปกติ 149 ล้านบาท -5.2% q-q แต่ดีขึ้นจากปีก่อน +4.5% y-y และภาพรวม 9M24E คาดกำไรยังฟื้นตัวแรง +23.7% y-y

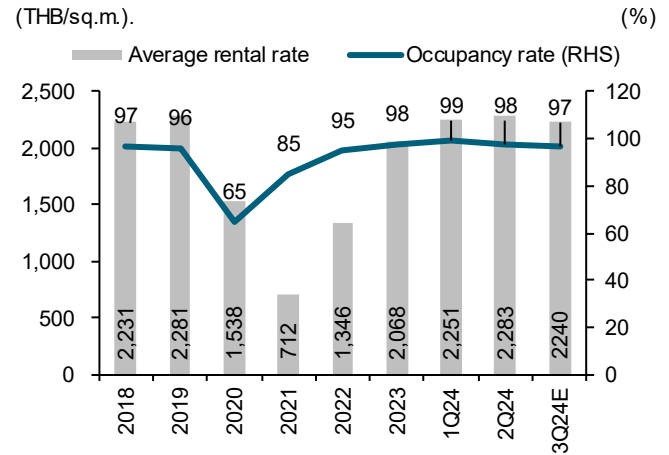
Exhibit 63: LHSC - 3Q24 earnings preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	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 %)	24E
Rental revenue	325	341	344	350	343	(2.0)	5.6	917	1,037	13.1	74.0
Cost of rental	(111)	(113)	(105)	(113)	(113)	0.2	1.9	(324)	(331)	2.1	74.3
Gross profit	214	229	239	237	230	(3.1)	7.4	593	706	19.1	73.9
Operating costs	(63)	(80)	(68)	(73)	(73)	0.0	15.8	(190)	(214)	12.4	73.2
Operating profit	151	149	171	164	157	(4.4)	3.9	402	492	22.3	74.2
Operating EBITDA	151	149	171	164	157	(4.4)	3.9	402	492	22.3	74.2
Other income	0	1	1	2	1	(57.2)	88.5	2	3	13.7	90.2
Interest expense	(8)	(9)	(8)	(8)	(8)	(0.1)	(2.2)	(25)	(25)	0.1	76.9
Net investment income	143	141	164	158	149	(5.2)	4.5	380	471	23.7	74.1
Gain on investment	1	2	2	2	0	nm	nm	2	4	nm	
Gain on revaluation of investment	(8)	3	(2)	(6)	0	nm	nm	26	(8)	nm	
Reported net profit	136	147	164	153	149	(2.6)	9.8	408	467	14.5	74.0
Core profit	143	141	164	158	149	(5.2)	4.5	380	471	23.7	74.1
Reported EPS (THB)	0.28	0.30	0.34	0.31	0.31	(2.6)	9.8	0.84	0.96	14.5	74.0
Recurring EPS (THB)	0.29	0.29	0.34	0.32	0.31	(5.2)	4.5	0.78	0.96	23.7	74.1
NAV (THB)	12.33	12.30	12.27	12.40	12.53	1.0	1.6	12.33	12.53	1.6	1.93
No. of units	488.06	488.06	488.06	488.06	488.06	0.0	0.0	488.06	488.06	0.0	0.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	65.8	67.0	69.5	67.7	67.0	(0.7)	1.2	64.6	68.1	3.4	
Operating margin	46.6	44.0	49.9	47.4	46.0	(1.4)	(0.6)	42.9	48.6	5.8	
Core profit margin	44.0	41.3	47.6	45.0	43.6	(1.5)	(0.4)	41.5	45.4	3.9	
SG&A / Sales	10.9	13.4	11.0	11.4	11.6	0.2	0.7	12.0	11.2	(0.8)	

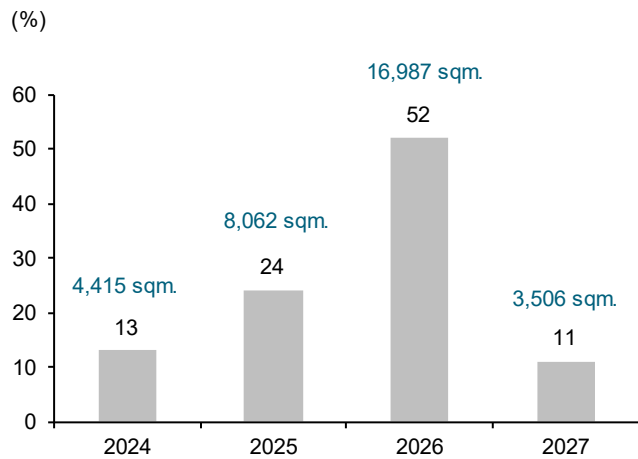
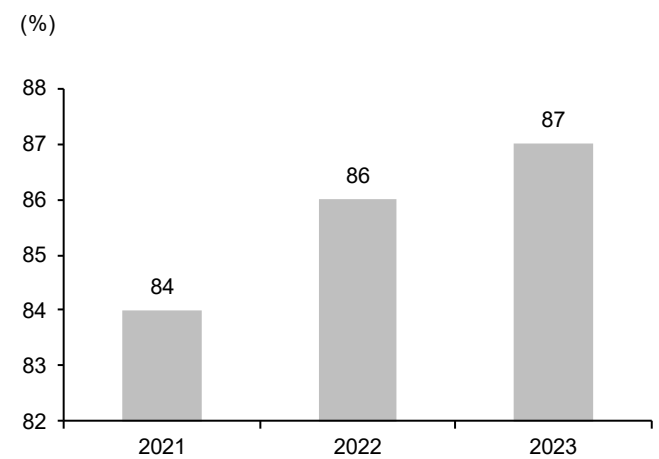
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 64: Tourist arrivals

Sources: NESDC, BoT

Exhibit 65: Average rental rate and Occupancy rate

Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 66: Lease expiry profileNote: Calculated based on NLA as of June 2024
Source: LHSC**Exhibit 67: Contract renewal rate**

Source: LHSC

เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา

กองทรัสต์ฯ ได้รับมติจากผู้ถือหุ้นเมื่อวันที่ 28 พ.ค. 2024 ในการเข้าลงทุนในโครงการศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา มูลค่าการลงทุนไม่เกิน 5,700 ล้านบาท โดยเป็นการลงทุนในสิทธิการเช่า 2 อาคาร (ศูนย์การค้าและอาคารจอดรถ) มีอายุเหลือประมาณ 24 ปีเศษ (สิ้นสุดเดือน ม.ค. 2049) พื้นที่เช่ารวม 36,713 ตร.ม. ศูนย์การค้าเริ่มเปิดดำเนินการตั้งแต่เดือน ต.ค. 2018

แหล่งของเงินลงทุนจะมาจาก 1) การเพิ่มทุน โดยกำหนดขึ้นเครื่องหมาย XR วันที่ 16 ต.ค. 2024 เสนอขายผู้ถือหุ้นรายเดิมในอัตรา 1 หน่วยเดิม : 0.5941 หน่วยใหม่ ราคาเสนอขายสูงสุดไม่เกิน 11 บาทต่อหน่วย โดยคาดว่าจะแจ้งราคาจองซื้อสุดท้ายได้ภายในวันที่ 8 พ.ย. 2024 และ 2) เงินกู้ยืมระยะยาว วงเงินไม่เกิน 3,100 ล้านบาท

ผลการดำเนินงานของ Terminal 21 พัทยาถือว่าแข็งแกร่ง ปี 2019 ซึ่งเปิดดำเนินการเต็มปีเป็นปีแรก มีอัตราการเช่าเฉลี่ย 99% ค่าเช่าอยู่ที่เดือนละ 1,616 บาทต่อ ตร.ม. ต่อเดือน ในปี 2023 อัตราการเช่าพื้นที่จากช่วงโควิดขึ้นมาเป็น 94% ค่าเช่าขยับขึ้นมาเป็น 1,527 บาทต่อ ตร.ม. และใน 1Q24 ค่าเช่าปรับขึ้นมาสูงกว่าก่อนโควิดไปแล้วที่ 1,718 บาท/ ตร.ม. และมีอัตราการเช่าสูง 99%

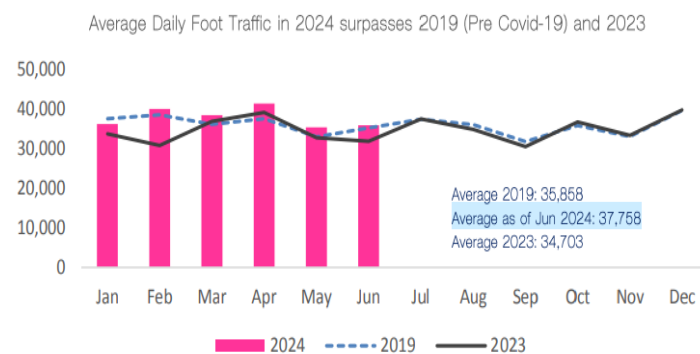
Exhibit 68: Terminal 21 Pattaya



Source: LHSC

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติกลับมาที่พัทยามากขึ้น ส่งผลให้ Foot traffic ของศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยาในช่วงกลางปี 2024 อยู่ที่เฉลี่ย 3.7 หมื่นคนต่อวัน สูงกว่าในปี 2023 และปี 2019 ก่อนโควิดแล้ว ในปี 2024 ผู้เช่าที่จะหมดอายุสัญญา มีสัดส่วนค่อนข้างสูง 38.8% (10,794 ตร.ม.) แต่กองทรัสต์ฯ ไม่ได้กังวลและได้ต่อสัญญาไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว (แม้ในช่วงที่ยังไม่ฟื้นจากโควิดตึกลงในปี 2020-22 อัตราการต่อสัญญายังสูงถึง 81%-88%) และการต่อสัญญาในช่วงนี้ยังเป็นโอกาสในการปรับขึ้นค่าเช่า

Exhibit 70: Terminal 21 Pattaya: Daily foot traffic

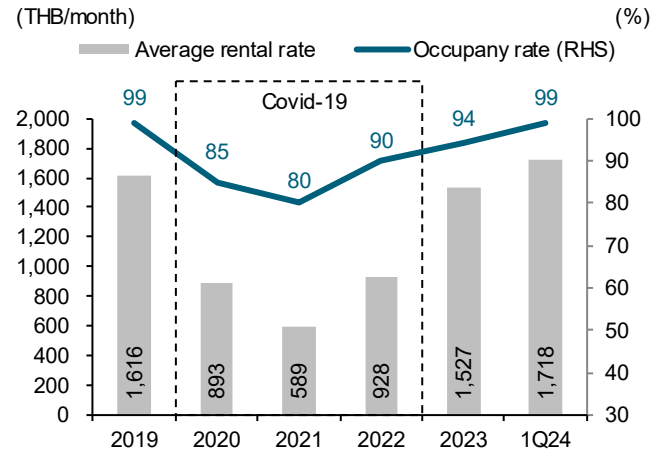


Source: LHSC

โดดเด่นมากขึ้นหลังลงทุนในศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยา

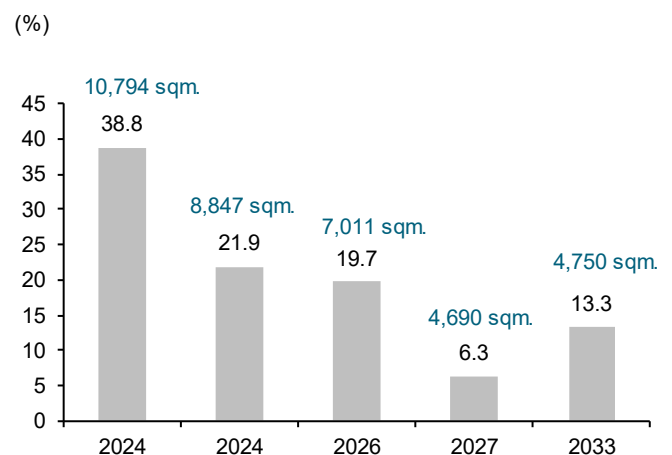
การลงทุนในครั้งนี้ทำให้ LHSC โดดเด่นมากขึ้น เนื่องจาก 1) กระจายความเสี่ยงของแหล่งที่มาของรายได้ค่าเช่าและบริการ โดยคาดว่าจะมาจากศูนย์การค้าในกรุงเทพฯ 54% และพัทยา 46% 2) ขยายฐานลูกค้า 3) ค่าเฉลี่ยของอายุสิทธิการเช่าที่เฉลี่ยขยายเพิ่มขึ้นเป็น 19.5 ปี จากปัจจุบัน 15.7 ปี 4) เงินปันผลมีโอกาสเพิ่มขึ้นในอนาคต

Exhibit 69: Terminal 21 Pattaya performance



Source: LHSC

Exhibit 71: Terminal 21 Pattaya: Lease expiry profile



Source: LHSC

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรและขาด DPU เพิ่ม

เราปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปกติปี 2024 ขึ้น 16% เป็น 635 ล้านบาท (+21.7% y-y) จากผลประกอบการที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 คาดแนวโน้มยังดีต่อเนื่องใน 2H24 โดยมีตั้งสมมติฐาน ดังนี้

- 1) เราได้รวมผลประกอบการของ Terminal 21 พัทยา เข้ามาตั้งแต่ต้นปี 2025
- 2) อัตราการเช่าของศูนย์ฯ Terminal 21 พัทยา อยู่ที่เฉลี่ย 98% ในปี 2025-26
- 3) อัตราค่าเช่าของ Terminal 21 พัทยา เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 4%-5%
- 4) กู้ยืมเงินระยะยาว 3.1 พันล้านบาทต้นปี 2025 ด้วยอัตราดอกเบี้ย 4%

เราปรับรายได้ค่าเช่าปี 2025-26 เพิ่มขึ้น 79%/80% ตามลำดับ ปรับเพิ่มกำไรปกติ 109%/118% ตามลำดับ เป็น 1,176 ล้านบาทปี 2025 (+85.3% y-y) และเป็น 1,229 ล้านบาทปี 2026 (+4.5% y-y)

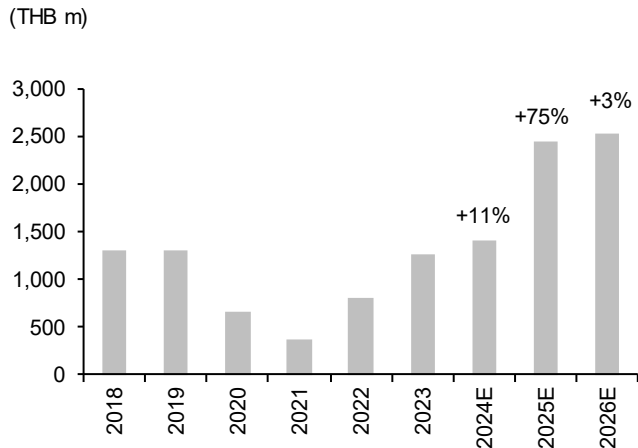
LHSC จ่ายเงินปันผลทุก 2 เดือน ใน 1H24 ได้จ่ายเงินปันผลแล้ว 3 ครั้งรวม 0.527 บาทต่อหน่วย เราคาดเงินปันผลในช่วง 2H24 จะอยู่ที่ 0.528 บาทต่อหน่วย ทำให้เงินปันผลทั้งปี 2024 เป็น 1.055 บาทต่อหน่วย คิดเป็น Dividend yield 9.5% และคาดเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็นหน่วยละ 1.080 บาทและ 1.106 บาทในปี 2025-26 ยังคงรักษา Dividend yield ในระดับ 9%-10% ได้แม้เงินกู้ยืมและจำนวนหน่วยเพิ่มขึ้น และยังคงเป็น REIT ที่ให้ Dividend yield สูงเป็นลำดับต้นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ

Exhibit 72: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Rental and service revenue	1,401	2,449	2,533	1,327	1,367	1,408	5.5	79.1	79.9
Cost of rental	(445)	(735)	(747)	(462)	(479)	(503)	(3.6)	53.5	48.6
Gross profit	955	1,714	1,786	865	889	906	10.4	92.9	97.2
SG&A and other expenses	(292)	(401)	(426)	(288)	(300)	(315)	1.3	34.0	35.2
EBITDA	667	1,317	1,364	581	592	594	14.9	122.3	129.6
Interest expense	(32)	(141)	(135)	(31)	(30)	(29)	1.8	364.6	359.6
Net investment income	635	1,176	1,229	549	562	565	15.6	109.3	117.6
Gain on investment	4	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gain on revaluation of investment	(8)	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Reported net profit	631	1,176	1,229	549	562	565	14.9	109.3	117.6
Core profit	635	1,176	1,229	549	562	565	15.6	109.3	117.6
Reported EPS	1.29	1.41	1.48	1.13	1.15	1.16	14.9	22.6	27.5
Core EPS	1.30	1.41	1.48	1.13	1.15	1.16	15.6	22.6	27.5
DPU (THB)	1.055	1.080	1.106	0.956	0.979	0.983	10.3	10.3	12.5
NAV (THB)	12.54	11.54	11.89	12.47	12.64	12.82	0.6	(8.7)	(7.2)
No. of units (m units)	1,048.90	1,048.90	1,048.90	1,049	1,049	1,049	0.0	0.0	0.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Gross margin	68.2	70.0	70.5	52.9	52.2	50.9	15.3	17.8	19.6
EBITDA margin	47.6	53.8	53.8	43.7	43.3	42.2	3.9	10.4	11.7
Core profit margin	45.3	48.0	48.5	41.4	41.1	40.1	4.0	6.9	8.4
Key assumptions									
Terminal 21 Asoke shopping mall									
Total leasable area (sqm.)	37,289	37,289	37,289	37,289	37,289	37,289	0.0	0.0	0.0
Occupancy rate (%)	99.0	99.0	99.0	99.00	99.00	99.00	0.0	0.0	0.0
Average rental rate (THB/sqm./month)	2,275	2,343	2,413	2,171	2,237	2,304	4.8	4.7	4.7
Terminal 21 Pattaya shopping mall									
Total leasable area (sqm.)	36,713	36,713	36,713	36,713	36,713	36,713	0.0	0.0	0.0
Occupancy rate (%)	98.0	98.0	98.0	99.00	99.00	99.00	-1.0	-1.0	-1.0
Average rental rate (THB/sqm./month)	1,669	1,719	1,788	1,532	1,532	1,532	8.9	12.2	16.7

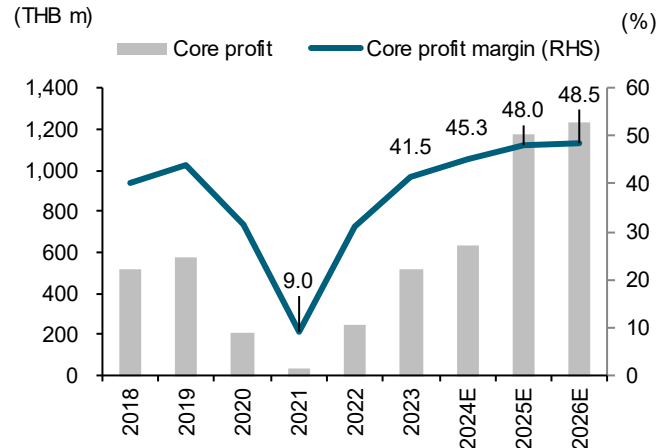
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 73: Rental and service revenue



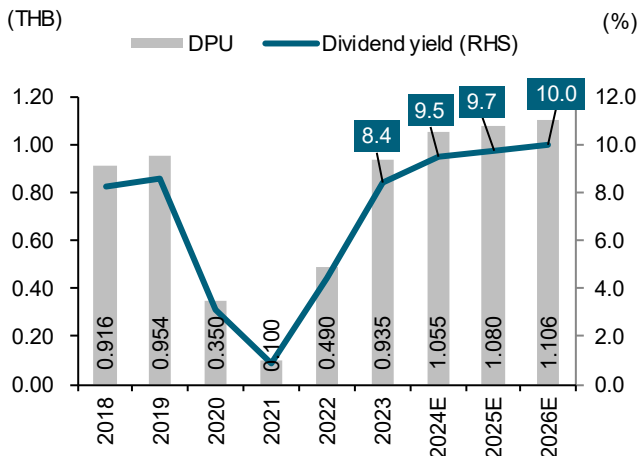
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 74: Core profit and core profit margin



Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 75: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based THB11.10 which was a closed price at 16-Oct-24
 Sources: LHSC, FSSIA estimates

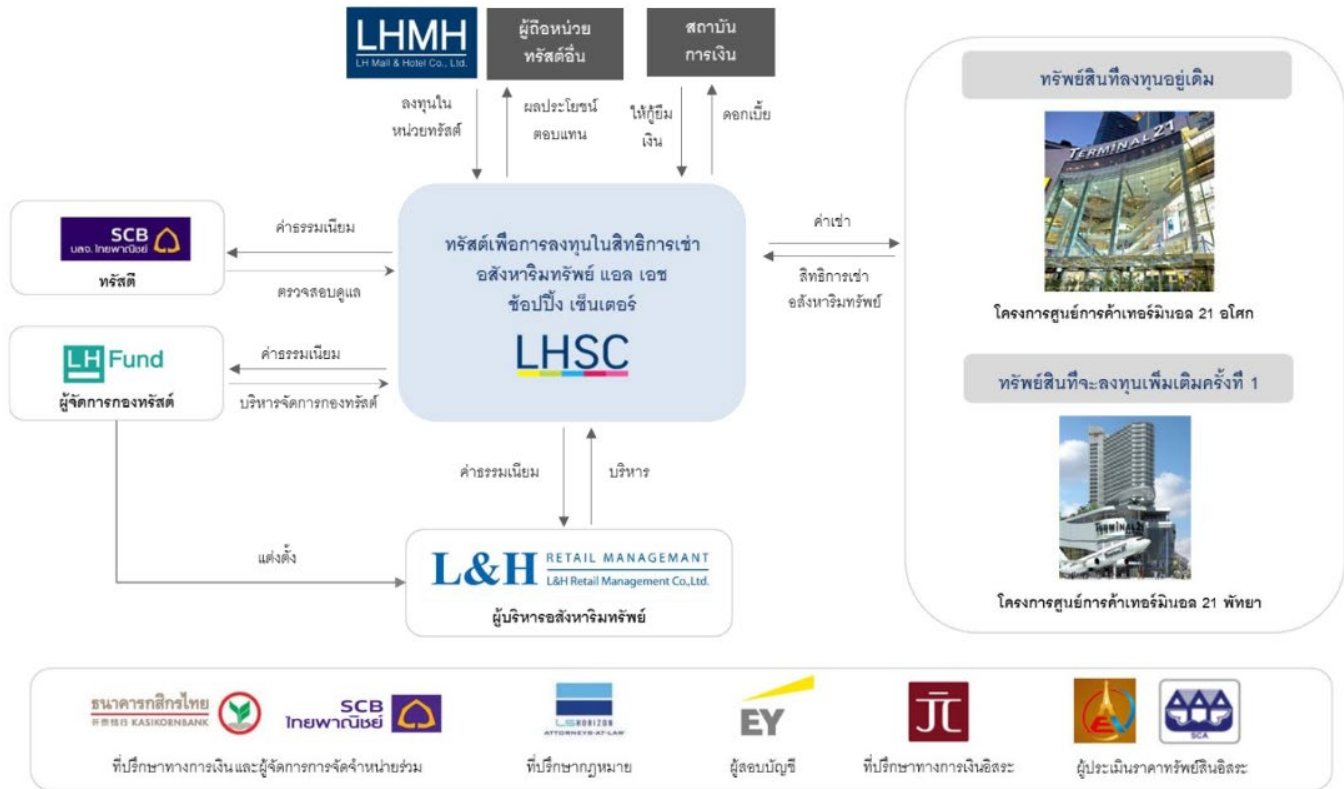
Exhibit 76: Sensitivity analysis

		DPU (THB)					
WACC		1.01	1.03	1.055	1.076	1.098	1.120
	7.30%	13.69	13.97	14.26	14.54	14.83	15.13
	7.80%	12.83	13.09	13.35	13.62	13.89	14.17
	8.30%	12.06	12.31	12.56	12.81	13.07	13.33
	8.80%	11.38	11.62	11.85	12.09	12.33	12.58
	9.30%	10.78	11.00	11.22	11.45	11.68	11.91

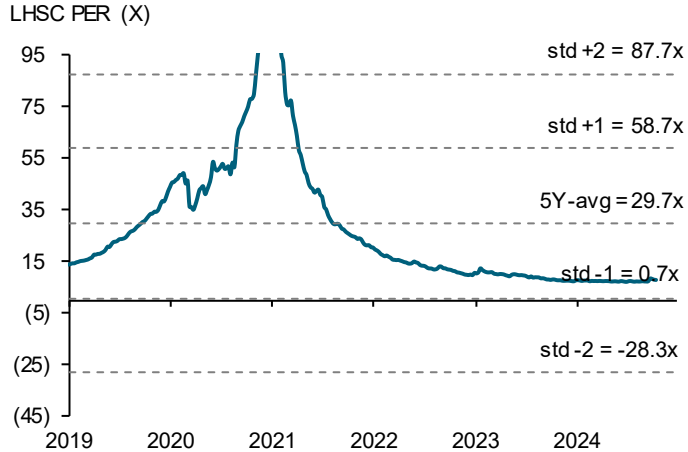
Sources: LHSC, FSSIA estimates

ปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 2024 เป็น 12.50 บาท แนะนำซื้อ

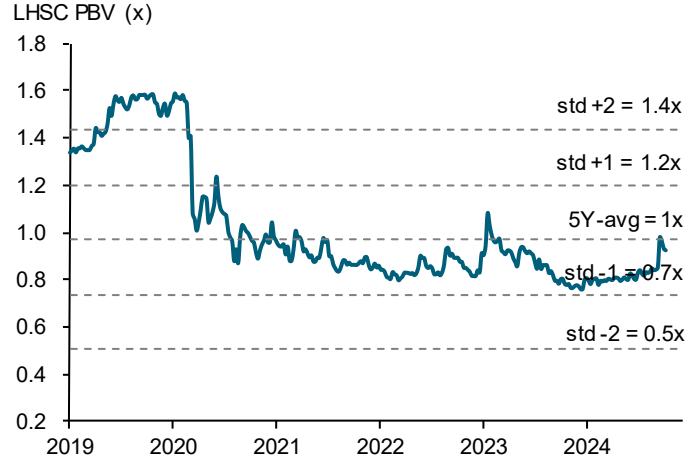
เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมปี 2024 ของ LHSC ขึ้นเป็น 12.50 บาท ตามประมาณการที่ปรับขึ้น โดยอิง DDM ใช้ WACC 8.3% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อและแนะนำจองซื้อหน่วยเพิ่มทุน เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) ศูนย์ฯ อโศกอยู่ในทำเลใจกลางเมือง มีผู้มาใช้บริการสูงกว่าปีก่อน และค่าเช่าสูงกว่าช่วงก่อนโควิดแล้ว 2) โครงการใหม่ Terminal 21 พักยาอยู่ในเมืองท่องเที่ยว มีอัตราการเช่าพื้นที่และค่าเช่าในระดับสูง 3) อายุสิทธิการเช่าเหลืออีก 19.5 ปี 4) ผลการดำเนินงานเติบโตตามการบริโภคและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่อยู่ในทิศทางฟื้นตัว 5) เป็น REIT ที่จ่ายเงินปันผลทุก 2 เดือน คาดยังรักษา Dividend yield สูง 9%-10% ได้แม้เพิ่มทุนและเงินกู้เพิ่ม 6) ราคาหน่วยทรัสต์ยังต่ำกว่า NAV 11%

Exhibit 77: LHSC structure after the additional investment in Terminal 21 Pattaya

Source: LHSC

Exhibit 78: One-year rolling forward P/E band

Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 79: One-year rolling forward P/BV band

Sources: LHSC, 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	1,401	2,449	2,533
Cost of goods sold	(337)	(437)	(445)	(735)	(747)
Gross profit	472	821	955	1,714	1,786
Other operating income	3	4	3	4	4
Operating costs	(200)	(270)	(292)	(401)	(426)
Operating EBITDA	274	555	667	1,317	1,364
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	274	555	667	1,317	1,364
Net financing costs	(24)	(34)	(32)	(141)	(135)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	39	33	(4)	0	0
Profit before tax	289	554	631	1,176	1,229
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	289	554	631	1,176	1,229
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	289	554	631	1,176	1,229
Non-recurring items & goodwill (net)	(39)	(33)	4	0	0
Recurring net profit	250	522	635	1,176	1,229
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.51	1.07	1.30	1.41	1.48
Reported EPS	0.59	1.14	1.29	1.41	1.48
DPS	0.49	0.94	1.06	1.08	1.11
Diluted shares (used to calculate per share data)	488	488	488	833	833
Growth					
Revenue (%)	111.7	55.6	11.4	74.9	3.4
Operating EBITDA (%)	375.5	102.4	20.1	97.5	3.5
Operating EBIT (%)	375.5	102.4	20.1	97.5	3.5
Recurring EPS (%)	628.4	108.2	21.7	8.6	4.5
Reported EPS (%)	nm	91.6	13.8	9.2	4.5
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	58.3	65.3	68.2	70.0	70.5
Gross margin exc. depreciation (%)	58.3	65.3	68.2	70.0	70.5
Operating EBITDA margin (%)	33.9	44.1	47.6	53.8	53.8
Operating EBIT margin (%)	33.9	44.1	47.6	53.8	53.8
Net margin (%)	31.0	41.5	45.3	48.0	48.5
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	95.5	87.5	81.1	76.5	75.0
Interest cover (X)	11.5	16.6	20.8	9.4	10.1
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	4.1	8.1	9.5	13.1	10.4
ROIC (%)	4.1	8.1	9.5	13.1	10.4
ROE (%)	4.3	8.8	10.5	14.9	12.5
ROA (%)	3.9	7.8	9.3	12.8	10.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	809	1,258	1,401	2,449	2,533

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	635	1,176	1,229
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(94)	(151)	(91)	(5,864)	(25)
Change in working capital	67	135	27	(57)	149
Cash flow from operations	223	505	570	(4,746)	1,354
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)	(515)	(900)	(922)
Equity finance	0	0	0	3,450	0
Debt finance	0	(100)	(50)	2,833	(292)
Other financing cash flows	(22)	(28)	(32)	(618)	(135)
Cash flow from financing	(208)	(538)	(597)	4,765	(1,349)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	(3)	0	(3)
Movement in cash	16	(33)	(30)	20	2
Free cash flow to firm (FCFF)	247.23	538.73	602.16	(4,604.74)	1,488.68
Free cash flow to equity (FCFE)	201.01	377.11	485.32	(2,530.20)	924.10
Per share (THB)					
FCFF per share	0.51	1.10	1.23	(9.43)	3.05
FCFE per share	0.41	0.77	0.99	(5.18)	1.89
Recurring cash flow per share	0.32	0.76	1.11	(5.63)	1.45
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	6,770	6,954	7,064	12,929	12,953
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	6,770	6,954	7,064	12,929	12,953
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	98	118	121
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	100	67	78	270	257
Current assets	261	195	176	389	377
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	7,032	7,149	7,240	13,317	13,331
Common equity	5,860	6,004	6,120	9,647	9,954
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	5,860	6,004	6,120	9,647	9,954
Long term debt	835	737	687	3,520	3,228
Other long-term liabilities	278	338	346	62	48
Long-term liabilities	1,114	1,074	1,033	3,582	3,276
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	58	70	88	89	101
Current liabilities	58	70	88	89	101
Total liabilities and shareholders' equity	7,032	7,149	7,240	13,317	13,331
Net working capital	42	(4)	(10)	181	156
Invested capital	6,813	6,950	7,054	13,110	13,109
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	12.01	12.30	12.54	11.58	11.95
Tangible book value per share	12.01	12.30	12.54	11.58	11.95
Financial strength					
Net debt/equity (%)	11.5	10.1	9.6	35.3	31.2
Net debt/total assets (%)	9.6	8.5	8.1	25.5	23.3
Current ratio (x)	4.5	2.8	2.0	4.4	3.7
CF interest cover (x)	9.4	12.2	16.2	(17.0)	7.8
Valuation					
Recurring P/E (x) *	21.6	10.4	8.5	7.9	7.5
Recurring P/E @ target price (x) *	24.4	11.7	9.6	8.9	8.5
Reported P/E (x)	18.7	9.8	8.6	7.9	7.5
Dividend yield (%)	4.4	8.4	9.5	9.7	10.0
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
Price/tangible book (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA (x) **	22.2	10.9	9.0	9.6	9.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	24.7	12.1	10.0	10.5	9.9
EV/invested capital (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
* 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

UNCHANGED

เตรียมลงทุนเพิ่มในทรัพย์สินที่มีศักยภาพ

- เตรียมเพิ่มทุน 120 ล้านบาทเพื่อลงทุนเพิ่มในอาคาร 10 ยูนิตในทำเล EEC
- ปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 2%/6%/10% ตามลำดับ และคาดเงินปันผลเพิ่มแม้ว่าดอกเบี้ยและจำนวนหน่วยทรัสต์เพิ่มขึ้น
- ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาทหลังเพิ่มทุน แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB7.40
CLOSE	THB6.30
UP/DOWNSIDE	+17.5%
PRIOR TP	THB8.00
CHANGE IN TP	-7.5%
TP vs CONSENSUS	-10.8%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	840	881	953	982
Net profit	406	583	621	652
EPS (THB)	0.43	0.61	0.58	0.61
vs Consensus (%)	-	3.4	(3.3)	2.9
EBITDA	743	773	831	849
Recurring net profit	561	583	621	652
Core EPS (THB)	0.59	0.61	0.58	0.61
Chg. In EPS est. (%)	-	2.2	(5.6)	(2.7)
EPS growth (%)	8.9	4.0	(5.5)	5.1
Core P/E (x)	10.7	10.3	10.9	10.3
Dividend yield (%)	8.7	8.7	8.9	9.4
EV/EBITDA (x)	13.4	12.8	12.9	12.5
Price/book (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Net debt/Equity (%)	46.8	46.2	41.6	40.2
ROE (%)	6.6	6.9	6.8	6.8

คาดการณ์ 3Q24 แกร่งต่อเนื่อง จะได้ประโยชน์เต็มที่หากดอกเบี้ยปรับลง

WHAIR มีผลประกอบการที่แข็งแกร่งและมีศักยภาพมาโดยตลอด (ไม่รวมช่วงโควิด) เนื่องจากอาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง มีประกันรายได้จากสปอนเซอร์คือ WHAID กำไรปกติ 1H24 ลดลงเล็กน้อย -1.2% y-y แม้รายได้เพิ่มขึ้นเพราะดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดเนื่องจาก 100% ของเงินกู้ของกองทรัสต์เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q24 +2.2% q-q, +12.1% y-y เป็น 146 ล้านบาท คาดเงินปันผล 0.137 บาทต่อหน่วย

เตรียมเพิ่มทุน 120 ล้านบาทเพื่อลงทุนเพิ่มในทรัพย์สินในทำเล EEC

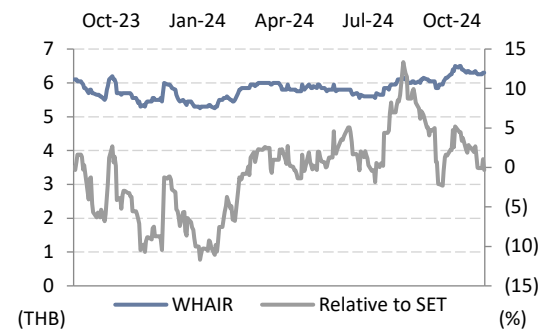
WHAIR เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมในอาคาร 10 ยูนิต อาคารทั้ง 10 หลังมีผู้เช่าเต็ม 100% ภายหลังการลงทุนในครั้งนี้ พื้นที่เช่าจะเพิ่มขึ้น 40,172 ตร.ม. (+9.4%) เป็น 468,990 ตร.ม. ทรัพย์สินทั้ง 10 ยูนิตอยู่ในทำเลที่ตั้งที่มีศักยภาพสูง สร้างรายได้ได้ทันที และมีการรับประกันการมีผู้เช่าจาก WHA และ WHAID ทรัพย์สินอยู่ในสภาพดี ทำให้ค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาต่ำ ผู้เช่ามาจากหลากหลายอุตสาหกรรม ช่วยกระจายความเสี่ยงของรายได้ มูลค่าการลงทุนทั้งหมดไม่เกิน 1,118 ล้านบาท แหล่งเงินลงทุนจะมาจากการเพิ่มทุนไม่เกิน 120 ล้านบาท การกู้ยืมเงินไม่เกิน 610 ล้านบาท

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลังลงทุนเพิ่มเติม และคาด Dividend yield 8%-9%

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 2%/6%/10% ตามลำดับ โดยรวมสินทรัพย์ใหม่ที่ WHAIR จะเข้าลงทุนตั้งแต่นั้นปี 2025 คาดรายได้ค่าเช่าและบริการเพิ่มขึ้น 5%/8%/3% กำไรปกติเพิ่มขึ้น 4%/6%/5% ตามลำดับ และคาดเงินปันผลเพิ่มแม้ว่าค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยและจำนวนหน่วยทรัสต์เพิ่มขึ้น โดยคาดเงินปันผลเพิ่มเป็น 0.55-0.59 บาทต่อหน่วยในระหว่างปี 2024-26 คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 8%-9%

ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาทหลังเพิ่มทุน แนะนำซื้อ

เราปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.6% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อ เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) โรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมฯ ของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศและ 4) Dividend yield สูงราว 8%-9% ราคาหน่วยต่ำกว่า NAV ถึง 30% แนะนำซื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.8	11.5	2.4
Relative to country (%)	(2.6)	(0.8)	(1.6)
Mkt cap (USD m)	201		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	91		
Major shareholder	WHA Industrial Development (15%)		
12m high/low (THB)	6.55/5.20		
Issued shares (m)	949.62		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

WHAIR เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมในอาคาร 10 ยูนิตซึ่งมีผู้เช่าเต็ม 100% ในเขต EEC มูลค่าการลงทุนครั้งนี้ทั้งหมดไม่เกิน 1,118 ล้านบาท เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 2%/6%/10% ตามลำดับ หลังรวมทรัพย์สินใหม่แล้ว

ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาท (DDM, WACC 7.6% LTG 0%) เราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) โรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมฯ ของ WHA Group ในเขต EEC 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อจากการอยู่ภายใน WHA Group และ 4) Dividend yield สูงราว 8%-9% ราคาหน่วยต่ำกว่า NAV ถึง 30%

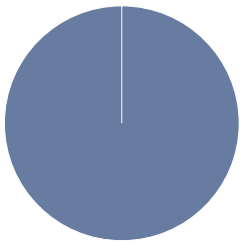
Company profile

WHAIR (เดิมชื่อ HREIT) ก่อตั้งในปี 2016 ลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงสิทธิการเช่าช่วงในทรัพย์สินประเภทอาคารโรงงานสำเร็จรูป (Ready built factory) และคลังสินค้า (Ready built warehouse) ในนิคมอุตสาหกรรมที่พัฒนาโดย WHA หรือ WHAID (บริษัทย่อยของ WHA) สิทธิการเช่ามีระยะเวลา 30 ปี และสิทธิในการต่ออายุสัญญาเช่าอีก 30 ปี ณ สิ้น 2Q24 WHAIR ลงทุนในทรัพย์สิน 8 โครงการ คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ารวม 428,818 ตร.ม. แบ่งเป็นอาคารโรงงาน (67%) และอาคารคลังสินค้า (33%) เป็นสัญญา Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าเฉลี่ย 54.3 ปี

www.wha-ir.com

Principal activities (revenue, 2023)

Rental and service income - 100.0 %



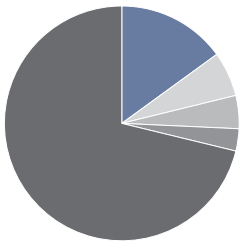
Source: WHA Industrial Leasehold REIT

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) ลูกค้านำเข้าสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้ 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leasable are (NLA)	(sqm.)	428,818	468,990	468,990
Average occupancy rate	(%)	95.0	92.7	93.6
Average rental rate	(THB/sqm./month)	187	183	186
Total expense to sales	(%)	15.0	15.3	15.8

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

แนวโน้มกำไร 3Q24 มีสเถียรภาพต่อเนื่อง

WHAIR มีผลประกอบการที่แข็งแกร่งและมีสเถียรภาพมาโดยตลอด (ไม่รวมช่วงโควิด) เนื่องจากทรัพย์สินเป็นอาคารโรงงาน (Ready Built Factory: RBF) และคลังสินค้า (Ready Built Warehouse: RBW) อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมในเขต EEC จ.ชลบุรีและระยอง มีประกันรายได้จากสปอนเซอร์คือ WHAID (WHA Industrial Development) โดยในช่วง 3 ปีแรกหลัง WHAIR ซื้อทรัพย์สิน WHAIR จะได้รับประกันรายได้ในกรณีที่ทรัพย์สินนั้นไม่มีผู้เช่า หรืออัตราค่าเช่าต่ำกว่าอัตราประกันขั้นต่ำ

ผลการดำเนินงานใน 1H24 มีรายได้ค่าเช่าและบริการเพิ่มขึ้น 2.3% y-y เป็น 432 ล้านบาท ส่วนกำไรปกติลดลงเล็กน้อย -1.2% y-y เป็น 287 ล้านบาทจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดเนื่องจาก 100% ของเงินกู้ของกองทรัสต์เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว

สำหรับแนวโน้มผลประกอบการ 3Q24 เราคาดการณ์ได้ค่าเช่า +2.0% q-q, +8.5% y-y เป็น 222 ล้านบาทจากอัตราการเช่าพื้นที่ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายต่างๆ รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะยังใกล้เคียงกับ 2Q24 จึงน่าจะมีกำไรปกติ 146 ล้านบาท +2.2% q-q, +12.3% y-y และทิศทางน่าจะดีต่อเนื่องใน 4Q24

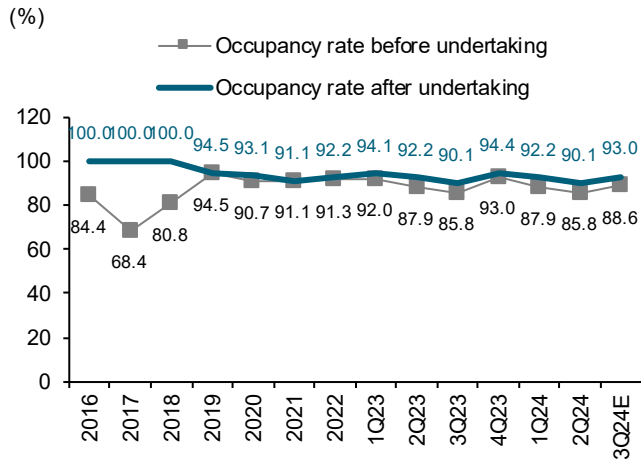
งวด 1H24 WHAIR จ่ายเงินปันผล (DPU) ไตรมาสละ 0.1372 บาทต่อหน่วย เราคาด DPU 3Q24 ใกล้เคียงเดิมคือ 0.137 บาทต่อหน่วย

Exhibit 80: WHAIR - 3Q24 earnings preview

Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	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 %)	24E
Rental and service revenue	204	213	215	217	222	2.0	8.5	627	654	4.3	74.3
Total cost and expense	(31)	(35)	(31)	(34)	(33)	(2.9)	6.8	(94)	(97)	3.2	73.6
EBITDA	178	189	192	191	194	1.7	8.8	554	576	4.0	74.5
Other income	4	11	7	7	5	(31.7)	8.5	21	19	(10.4)	76.2
Interest expense	(48)	(49)	(47)	(47)	(47)	(0.1)	(1.0)	(133)	(142)	7.0	74.8
Net investment income	130	140	144	143	146	2.2	12.3	421	434	3.0	74.4
Gain on investment	(0)	0	0	0	0	nm	nm	(0)	0	nm	
Gain on revaluation of investment	0	(88)	0	0	0	nm	nm	(67)	0	nm	
Reported net profit	130	52	144	143	146	2.2	12.3	354	434	22.4	74.4
Core profit	130	140	144	143	146	2.2	12.3	421	434	3.0	74.4
Reported EPS (THB)	0.14	0.05	0.15	0.15	0.15	2.2	12.3	0.37	0.46	22.4	74.4
Recurring EPS (THB)	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	2.2	12.3	0.44	0.46	3.0	74.4
DPU (THB/unit)	0.137	0.137	0.137	0.137	0.137	(0.0)	0.2	0.548	0.549	0.2	
NAV (THB/unit)	9.01	8.92	8.94	8.95	8.95	0.0	(0.6)	8.92	8.98	0.6	
No. of unit (m)	949.62	949.62	949.62	949.62	949.62	0.0	0.0	949.62	949.62	0.0	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
EBITDA margin	87.1	88.7	89.2	87.6	87.3	(0.3)	0.2	88.4	88.0	(0.3)	
Core profit margin	63.7	65.8	67.2	65.8	66.0	0.2	2.3	67.2	66.3	(0.9)	
Key statistics	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	
NLA (sqm.)	428,818	428,818	428,818	428,818	428,818	0.0	0.0	428,818	428,818	0.0	
Occupancy rate (%)	85.8	93.0	94.4	96.1	96.1	0.0	10.3	88.6	96.1	7.5	

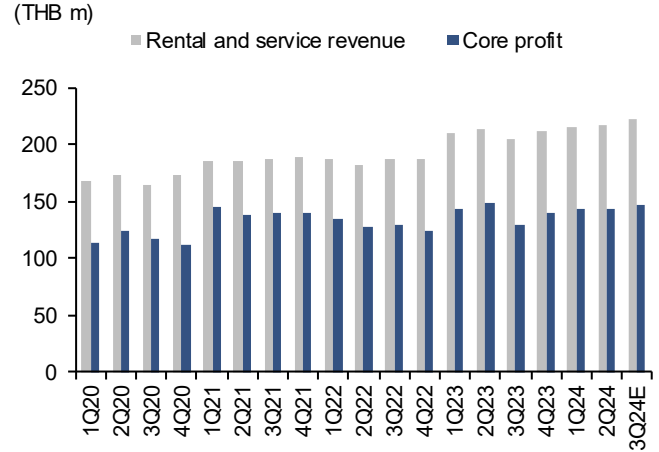
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 81: Occupancy rate



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 82: Rental revenue and core profit



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

เตรียมลงทุนเพิ่มในทรัพย์สินที่มีศักยภาพของ WHA และ WHAID

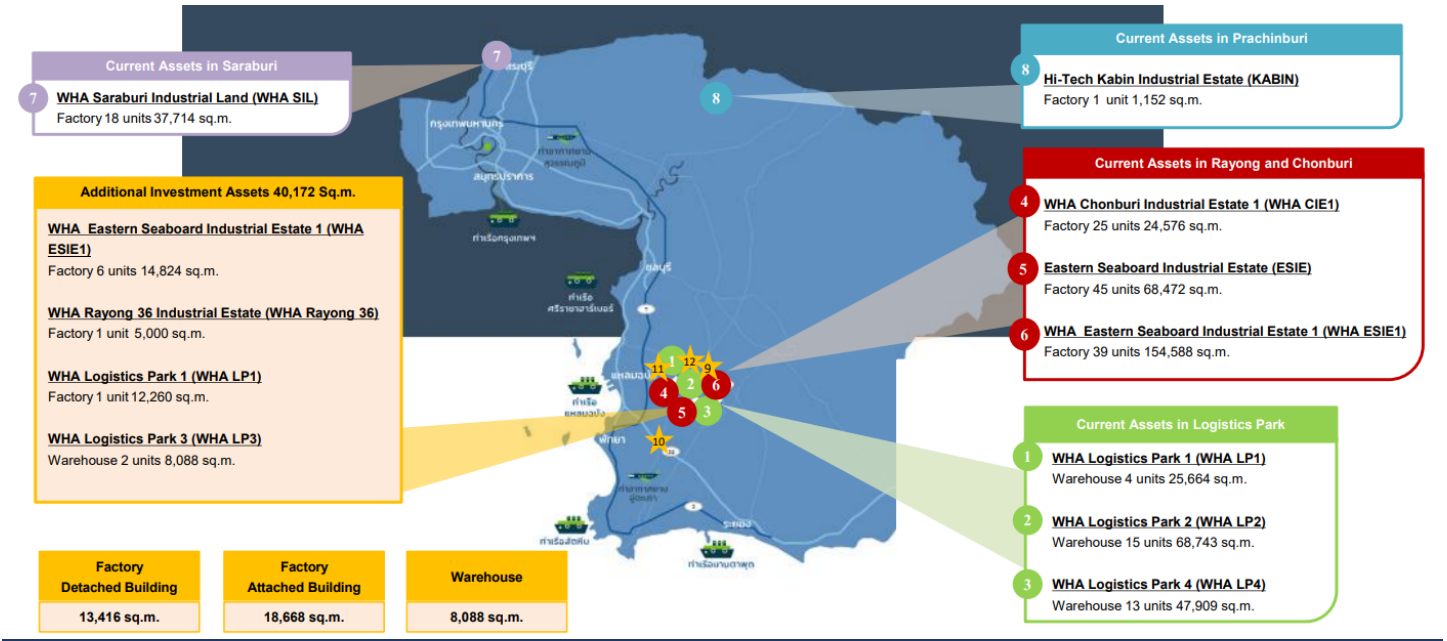
กองทรัสต์ WHAIR เตรียมเพิ่มทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมเป็นครั้งที่ 5 ใน 4Q24 นี้ โดยจะเป็นการลงทุนในอาคาร 10 ยูนิต (อยู่ใน 4 โครงการ) ประกอบด้วยอาคารโรงงาน 8 ยูนิต และคลังสินค้า 2 ยูนิต ปัจจุบันอาคารทั้ง 10 หลังมีผู้เช่าเต็ม 100% อายุสัญญาเช่า 30 ปี มีสิทธิในการต่อสัญญาเช่าอีก 30 ปี

ภายหลังการลงทุนในครั้งนี้ พื้นที่เช่าจะเพิ่มขึ้น 40,172 ตร.ม. (+9.4%) จากปัจจุบัน 428,818 ตร.ม. เป็น 468,990 ตร.ม. คิดเป็นอาคารที่เพิ่มขึ้นจาก 160 ยูนิตเป็น 170 ยูนิต

ประโยชน์ของการลงทุนครั้งนี้

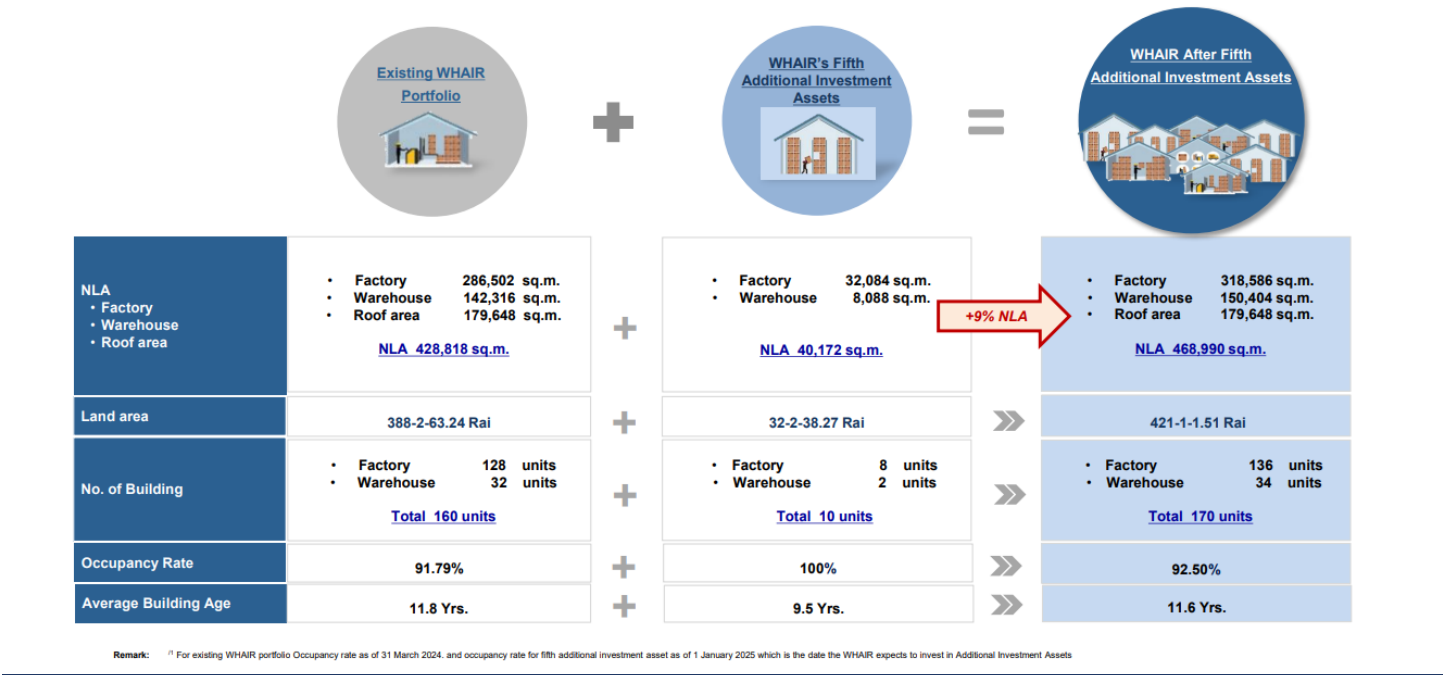
- ทรัพย์สินทั้ง 10 ยูนิตอยู่ในทำเลที่ตั้งที่มีศักยภาพสูง อยู่ในนิคมอุตสาหกรรมดับบลิวเอชเอ อีสเทิร์นซีบอร์ด 1, โครงการดับบลิวเอชเอ โลจิสติกส์พาร์ค 1, โครงการดับบลิวเอชเอ โลจิสติกส์พาร์ค 3, และนิคมอุตสาหกรรมดับบลิวเอชเอ ระยอง 36 ทั้งหมดอยู่ในเขต EEC ในบริเวณจังหวัดระยองและชลบุรี มี 1 ยูนิตที่อยู่ในเขต Free zone
- สร้างรายได้ได้ทันทีและมีการรับประกันการมีผู้เช่า อาคารทั้ง 10 ยูนิตมีผู้เช่าเต็ม 100% บริษัทเจ้าของสินทรัพย์คือ WHA และ WHAID จะชำระค่าเช่าหากไม่มีผู้เช่า หรือชำระค่าเช่าส่วนขาดจากค่าเช่าขั้นต่ำให้แก่ WHAIR เป็นเวลา 3 ปีในอัตราที่กำหนด
- ทรัพย์สินที่ลงทุนอยู่ในสภาพดี มีอายุการใช้งานเฉลี่ย 9.5 ปี ทำให้ค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาต่ำ มีสัดส่วนเพียง 1.8%-2.9% ของรายได้จากค่าเช่าและบริการในปี 2021-23
- กระจายความเสี่ยงของรายได้ เพราะทรัพย์สินที่จะลงทุนเพิ่มมีผู้เช่าที่มาจากหลากหลายอุตสาหกรรม ทั้งยานยนต์และชิ้นส่วน สินค้าอุปโภคและบริโภค โลจิสติกส์ บรรจุก๊าซ บีโตร์เคมี เป็นต้น
- เพิ่มอายุของสิทธิการเช่าแม้จะเพิ่มเล็กน้อยก็ตาม สินทรัพย์ที่เข้าลงทุนครั้งนี้เป็นการเช่าระยะยาว 30 ปี มีสิทธิต่อสัญญาได้อีก 30 ปี ทำให้อายุเฉลี่ยของสิทธิการเช่าเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน 53.24 ปี เป็น 53.76 ปี

Exhibit 83: New asset on strategic location



Source: WHAIR

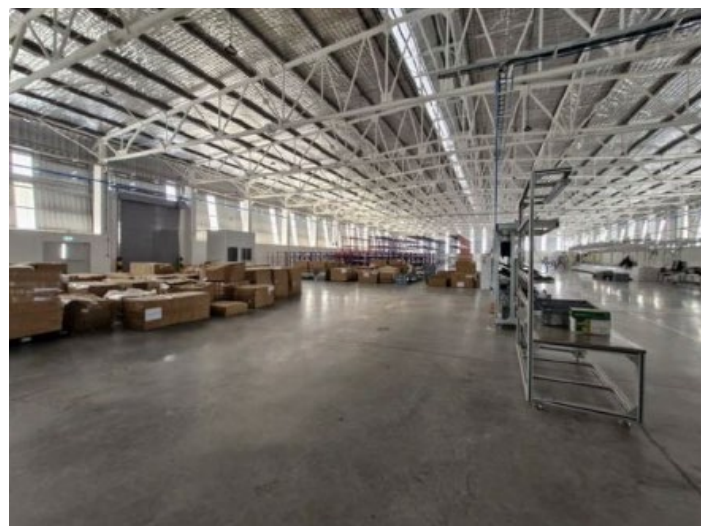
Exhibit 84: Before and after additional investment in asset no. 5



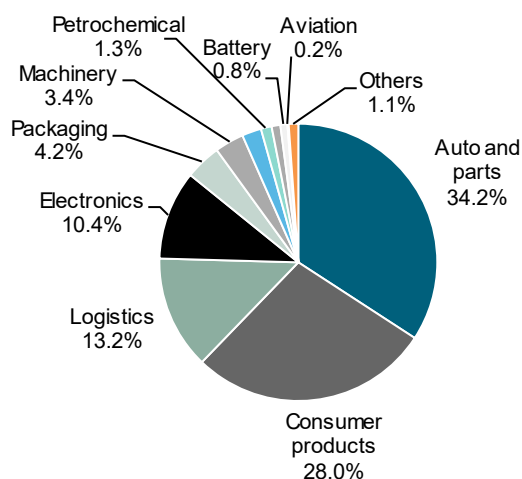
Source: WHAIR

Exhibit 85: Examples of structures that WHAIR will invest

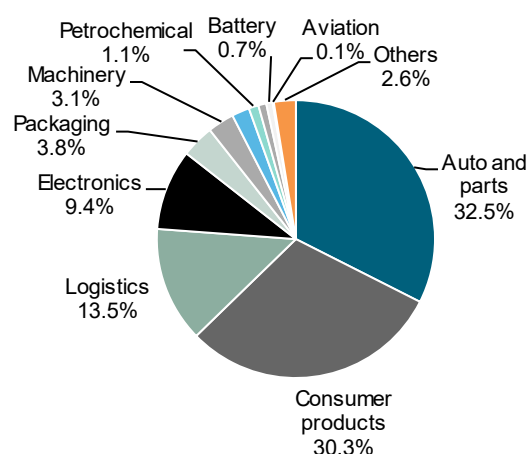
Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

Exhibit 86: Examples of structures that WHAIR will invest

Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

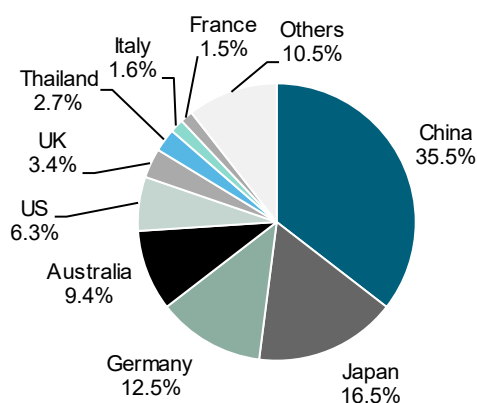
Exhibit 87: Current tenants by industry

Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

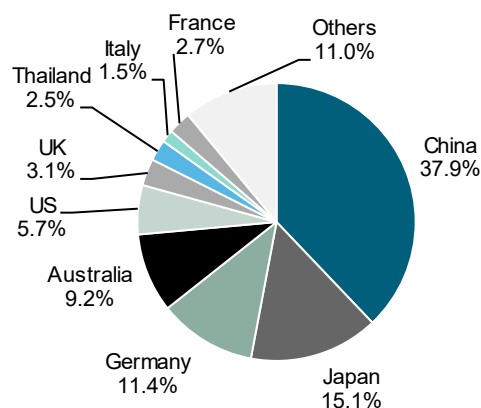
Exhibit 88: Tenants by industry after the fifth investment

Note: Refer to the data dated March 1, 2023

Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

Exhibit 89: Current tenants by nationality

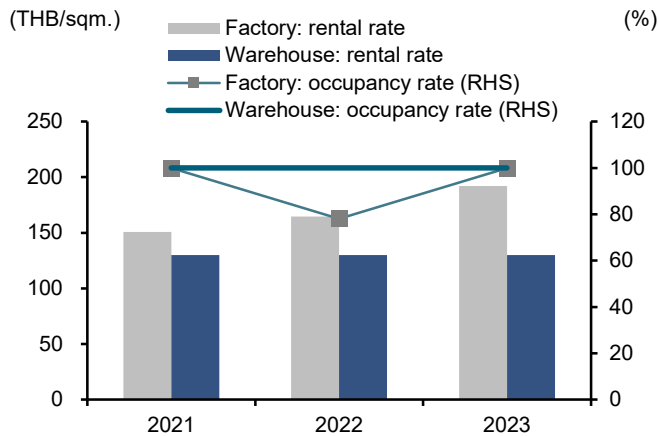
Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

Exhibit 90: Tenants by nationality after the fifth investment

Note: Refer to the data dated March 1, 2023

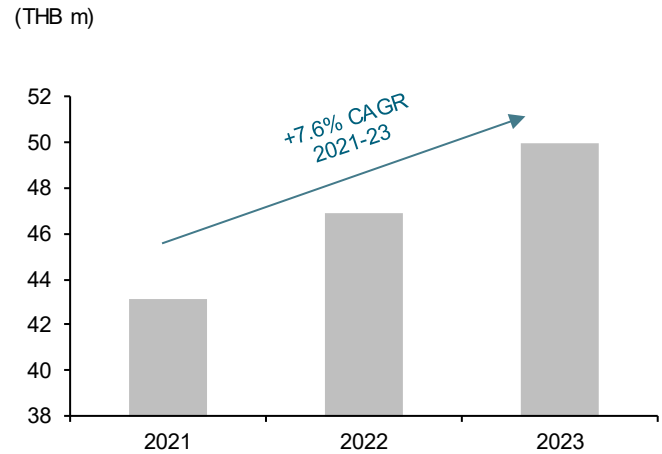
Source: Report of the opinion of the independent financial advisor

Exhibit 91: Performance of additional assets



Source: WHAID

Exhibit 92: Rental and service revenue of additional assets



Source: WHAID

ปรับประมาณการเพิ่มจากการขยายการลงทุนเพิ่มเติม

มูลค่าการลงทุนครั้งนี้ทั้งหมดไม่เกิน 1,118 ล้านบาท แหล่งเงินลงทุนจะมาจาก 1) การเพิ่มทุนไม่เกิน 120 ล้านบาท 2) การกู้ยืมเงินไม่เงิน 610 ล้านบาท และ 3) เงินประกันการเช่าที่ WHAIR ได้รับจากผู้เช่าพื้นที่ไม่เกิน 4 ล้านบาท

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ขึ้น 2%/6%/10% ตามลำดับ โดยรวมสินทรัพย์ใหม่ที่ WHAIR จะเข้าลงทุนตั้งแต่นั้นปี 2025 ซึ่งทำให้พื้นที่เช่าเพิ่มขึ้น 40,172 ตร.ม. ตั้งสมมติฐาน

- 1) Occupancy rate เฉลี่ย 95%-96%
- 2) อัตราค่าเช่าของสินทรัพย์ใหม่ที่ต่ำกว่าสินทรัพย์เดิมเข้ามาเฉลี่ยให้ค่าเช่าปี 2025 ลดลงเล็กน้อย แต่หลังจากนั้นตั้งสมมติฐานค่าเช่าเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 2%
- 3) ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมปีละประมาณ 23 ล้านบาทจากเงินกู้ที่เพิ่มขึ้น 610 ล้านบาท

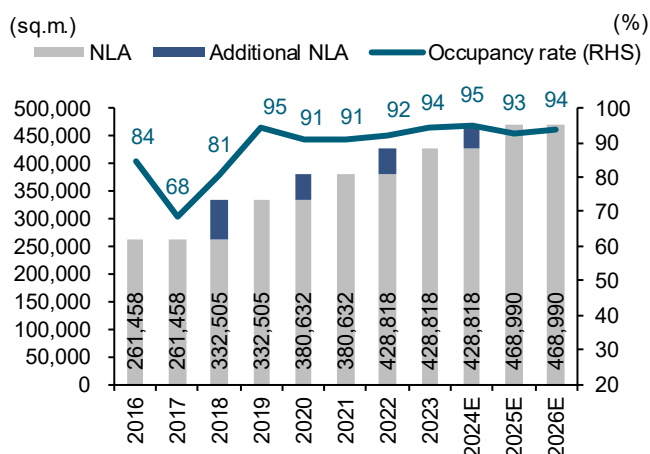
ภายหลังปรับประมาณการ คาดรายได้ค่าเช่าและบริการเพิ่มขึ้น 5%/8%/3% และกำไรปกติเพิ่มขึ้น 4%/6%/5% ตามลำดับ และคาดเงินปันผลเพิ่มขึ้นแม้ว่าค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยและจำนวนหน่วยทรัสต์เพิ่มขึ้น โดยคาดเงินปันผลเพิ่มเป็น 0.55-0.59 บาทต่อหน่วยในระหว่างปี 2024-26 คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 8%-9%

Exhibit 93: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Total rental revenues	881	953	982	882	905	923	(0.2)	5.3	6.4
Total cost and expense	(132)	(146)	(155)	(142)	(155)	(168)	(6.9)	(5.6)	(7.3)
EBITDA	773	831	849	744	753	758	4.0	10.3	11.9
Interest expense	(190)	(210)	(197)	(173)	(169)	(163)	9.9	23.9	20.7
Net investment income	583	621	652	571	583	595	2.2	6.4	9.6
Gain on investment	0	0	0	0	0	0	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>
Gain on revaluation of investment	0	0	0	0	0	0	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>
Reported net profit	583	621	652	571	583	595	2.2	6.4	9.6
Core profit	583	621	652	571	583	595	2.2	6.4	9.6
Reported EPS (THB)	0.61	0.58	0.61	0.60	0.61	0.63	2.2	(5.6)	(2.7)
Recurring EPS (THB)	0.61	0.58	0.61	0.60	0.61	0.63	2.2	(5.6)	(2.7)
DPU (THB)	0.549	0.563	0.591	0.559	0.571	0.583	(1.8)	(1.5)	1.5
NAV (THB)	8.979	8.982	9.001	8.97	9.01	9.05	0.1	(0.3)	(0.6)
No. of units (m units)	949.62	1,069.62	1,069.62	949.6	949.6	949.6	0.0	12.6	12.6
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
EBITDA margin	87.8	87.2	86.4	84.3	83.2	82.1	4.2	4.0	4.3
Core profit margin	66.2	65.1	66.4	64.7	64.5	64.5	2.4	0.7	1.9
Key statistic									
NLA (sqm.)	428,818	468,990	468,990	428,818	428,818	428,818	0.0	9.4	9.4
Occupancy rate (%)	95.0	92.7	93.6	95.0	95.0	95.0	0.0	(2.4)	(1.5)
Avg. monthly rental rate (THB/sqm.)	187.06	182.67	186.40	187.42	191.17	194.99	(0.2)	(4.4)	(4.4)

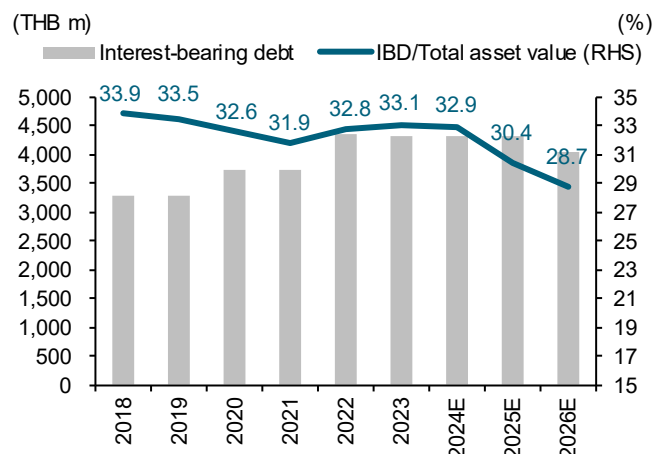
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 94: Leasable area and occupancy rate



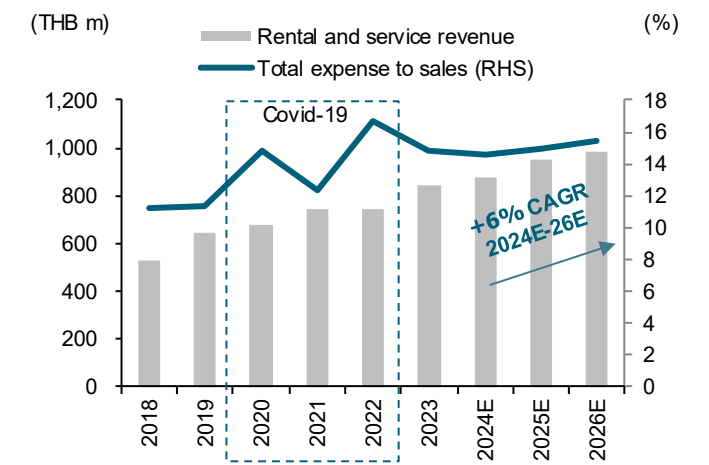
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 95: Interest-bearing debt



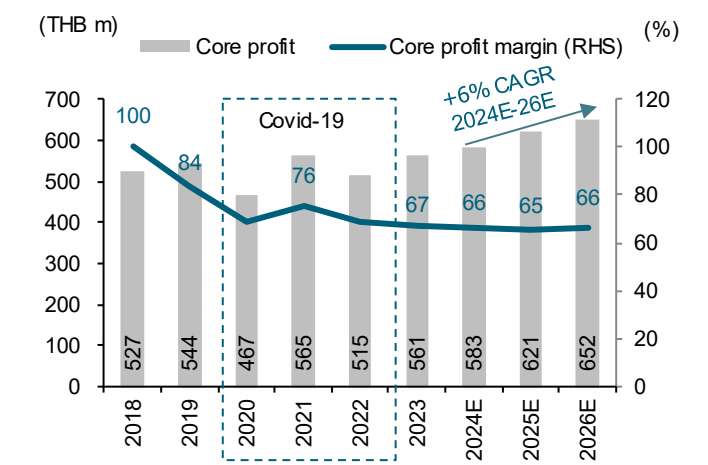
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 96: Rental and service revenue



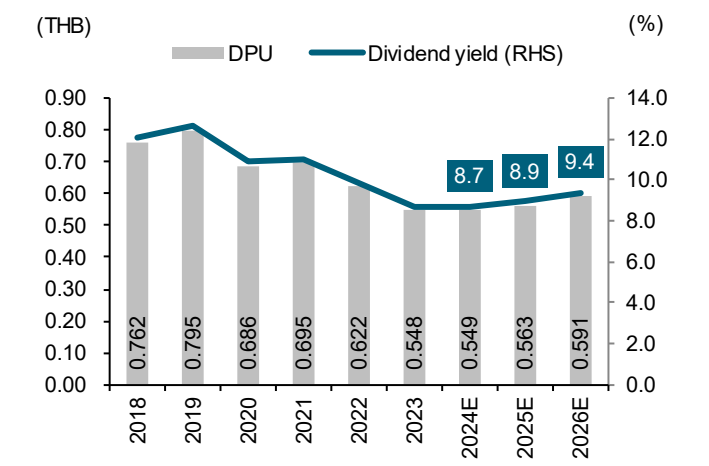
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 97: Core profit and core profit margin



Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 98: DPU and Dividend yield



Note: Dividend yield is based THB6.30 which was a closed price at 16-Oct-24
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 99: Sensitivity analysis

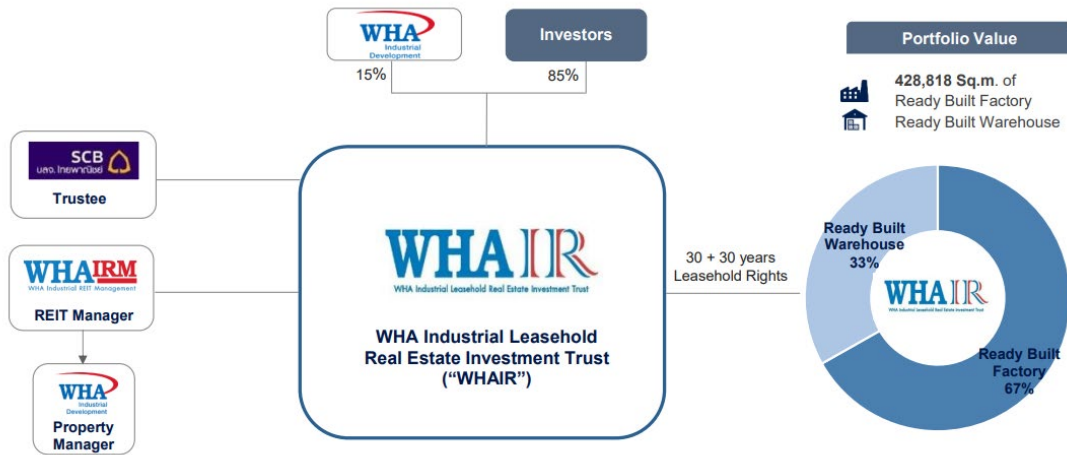
		DPU (THB)					
		0.54	0.55	0.563	0.574	0.586	0.597
WACC	6.61%	8.18	8.34	8.51	8.68	8.86	9.03
	7.11%	7.60	7.76	7.91	8.07	8.23	8.40
	7.61%	7.10	7.25	7.39	7.54	7.69	7.85
	8.11%	6.66	6.80	6.94	7.08	7.22	7.36
	8.61%	6.28	6.40	6.54	6.67	6.80	6.94

Source: FSSIA estimates

ปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาท แนะนำซื้อ

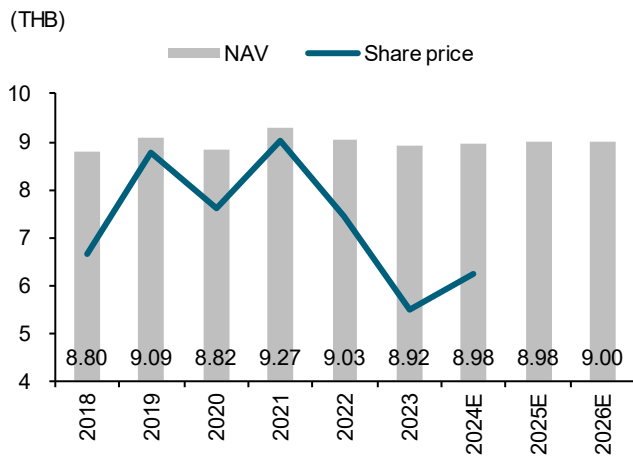
เราปรับไปใช้ราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 7.40 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.6% LTG 0% ยังคงแนะนำซื้อเราชอบ WHAIR เนื่องจาก 1) โรงงานและคลังสินค้าให้เช่าในหรือติดกับนิคมฯ ของ WHA Group ในเขต EEC ซึ่งมีความต้องการสูง 2) Occupancy rate อยู่ในระดับสูงและมีประกันรายได้จากสปอนเซอร์ 3) มีโอกาสขยายการลงทุนต่อการอยู่ภายใน WHA Group ซึ่งเป็นผู้ประกอบการนิคมฯ อันดับต้นๆ ของประเทศและ 4) Dividend yield สูงราว 8%-9% ราคาหน่วยต่ำกว่า NAV ถึง 30% แนะนำซื้อ

Exhibit 100: WHAIR investment structure



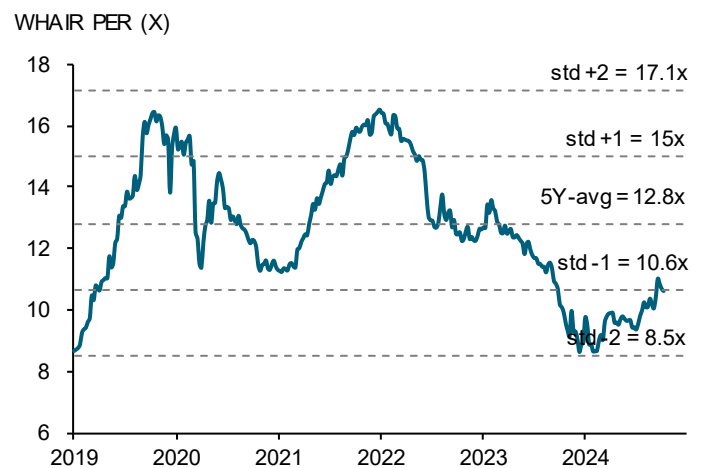
Source: WHAIR

Exhibit 101: NAV and share price



Note: Share price is at year end
Sources: WHAIR, FSSIA estimates

Exhibit 102: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Industrial Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	745	840	881	953	982
Cost of goods sold	0	0	0	0	0
Gross profit	745	840	881	953	982
Other operating income	2	32	25	24	22
Operating costs	(125)	(129)	(132)	(146)	(155)
Operating EBITDA	623	743	773	831	849
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	623	743	773	831	849
Net financing costs	(107)	(182)	(190)	(210)	(197)
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	583	621	652
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	583	406	583	621	652
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	583	406	583	621	652
Non-recurring items & goodwill (net)	(68)	155	0	0	0
Recurring net profit	515	561	583	621	652
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.54	0.59	0.61	0.58	0.61
Reported EPS	0.61	0.43	0.61	0.58	0.61
DPS	0.62	0.55	0.55	0.56	0.59
Diluted shares (used to calculate per share data)	950	950	950	1,070	1,070
Growth					
Revenue (%)	(0.4)	12.7	4.9	8.2	3.0
Operating EBITDA (%)	(7.1)	19.3	4.1	7.4	2.2
Operating EBIT (%)	(7.1)	19.3	4.1	7.4	2.2
Recurring EPS (%)	(19.4)	8.9	4.0	(5.5)	5.1
Reported EPS (%)	(42.2)	(30.4)	43.6	(5.5)	5.1
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	87.8	87.2	86.4
Operating EBIT margin (%)	83.6	88.4	87.8	87.2	86.4
Net margin (%)	69.2	66.8	66.2	65.1	66.4
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	114.7	92.7	89.3	97.0	97.0
Interest cover (X)	5.8	4.1	4.1	4.0	4.3
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.2	5.9	6.2	6.4	6.2
ROIC (%)	5.2	5.9	6.2	6.4	6.2
ROE (%)	6.3	6.6	6.9	6.8	6.8
ROA (%)	5.0	5.6	5.9	6.1	6.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service income	745	840	881	953	982

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	583	621	652
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(1,372)	0	(20)	0	35
Change in working capital	225	68	178	205	198
Cash flow from operations	(632)	628	742	825	885
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)	(521)	(602)	(633)
Equity finance	0	0	0	1,063	0
Debt finance	1,410	(34)	0	338	(210)
Other financing cash flows	(97)	(175)	(190)	(210)	(197)
Cash flow from financing	747	(715)	(711)	589	(1,039)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	(1,492)	0
Movement in cash	114	(86)	31	(78)	(154)
Free cash flow to firm (FCFF)	(524.88)	809.97	931.74	1,035.03	1,081.77
Free cash flow to equity (FCFE)	681.02	419.48	551.55	(538.81)	478.64
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.55)	0.85	0.98	1.09	1.14
FCFE per share	0.72	0.44	0.58	(0.57)	0.50
Recurring cash flow per share	(0.90)	0.59	0.59	0.58	0.64
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	12,819	12,664	12,677	13,808	13,808
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	12,819	12,664	12,677	13,808	13,808
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	399	321	167
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	47	77	82	89	88
Current assets	501	445	480	410	255
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	13,321	13,109	13,157	14,218	14,063
Common equity	8,575	8,475	8,526	9,608	9,627
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	8,575	8,475	8,526	9,608	9,627
Long term debt	4,356	4,334	4,334	4,322	4,042
Other long-term liabilities	81	13	14	16	127
Long-term liabilities	4,437	4,347	4,349	4,338	4,169
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	309	287	278	273	266
Current liabilities	309	287	278	273	266
Total liabilities and shareholders' equity	13,321	13,109	13,152	14,218	14,063
Net working capital	(262)	(210)	(196)	(183)	(179)
Invested capital	12,558	12,454	12,481	13,625	13,629
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	9.03	8.92	8.98	8.98	9.00
Tangible book value per share	9.03	8.92	8.98	8.98	9.00
Financial strength					
Net debt/equity (%)	45.5	46.8	46.2	41.6	40.2
Net debt/total assets (%)	29.3	30.3	29.9	28.1	27.6
Current ratio (x)	1.6	1.5	1.7	1.5	1.0
CF interest cover (x)	7.4	3.3	3.9	(1.6)	3.4
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	11.6	10.7	10.3	10.9	10.3
Recurring P/E @ target price (x) *	13.6	12.5	12.0	12.8	12.1
Reported P/E (x)	10.3	14.7	10.3	10.9	10.3
Dividend yield (%)	9.9	8.7	8.7	8.9	9.4
Price/book (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Price/tangible book (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x) **	15.9	13.4	12.8	12.9	12.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	17.6	14.8	14.2	14.3	13.9
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: WHA Industrial Leasehold REIT; FSSIA estimates

WHA PREMIUM GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITSWHART TB
HOLD

จะน่าสนใจมากขึ้นหากขยายการลงทุนเพิ่มได้

- Industrial REIT ขนาดใหญ่ที่สุด มีพื้นที่ภายใต้การบริหาร 1.9 ล้านตร.ม. อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ (บางนา-ตราด อยุรยา EEC) มีอัตราการเช่าพื้นที่สูง
- แม้ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากดอกเบี้ยขาลงเพราะต้นทุนทางการเงินส่วนใหญ่คงที่ แต่คาดว่าจะได้รับเงินปันผลยังได้โดยคาด Dividend yield 7.4%-7.7
- ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท upside จำกัด แนะนำถือ

TARGET PRICE	THB11.00
CLOSE	THB10.50
UP/DOWNSIDE	+4.8%
TP vs CONSENSUS	-0.9%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,372	3,463	3,526	3,615
Net profit	2,246	2,399	2,698	2,786
EPS (THB)	0.65	0.69	0.78	0.80
vs Consensus (%)	-	(9.6)	(0.4)	49.0
EBITDA	3,029	3,167	3,193	3,262
Recurring net profit	2,615	2,654	2,698	2,786
Core EPS (THB)	0.75	0.76	0.78	0.80
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(0.9)	1.5	1.7	3.3
Core P/E (x)	13.9	13.7	13.5	13.1
Dividend yield (%)	7.4	7.4	7.6	7.7
EV/EBITDA (x)	12.8	12.6	12.4	12.2
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
Net debt/Equity (%)	6.0	9.4	8.6	9.1
ROE (%)	7.1	7.1	7.3	7.5

Industrial REIT ขนาดใหญ่ที่สุด มีพื้นที่ภายใต้การบริหาร 1.9 ล้านตร.ม.

WHART เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit (สร้างตามความต้องการของลูกค้า) ประมาณ 53% มีสัญญาระยะยาวมากกว่า 3 ปี และ General warehouse ประมาณ 47% ซึ่งมีสัญญาระยะสั้นกว่าเฉลี่ยมีอายุ 3 ปี ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,704 ตร.ม. สิ้นทรัพย์มีทั้ง Freehold และ Leasehold ณ 2Q24 สิ้นทรัพย์ที่เป็น Freehold มีสัดส่วน 50% Leasehold ระยะยาว 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31% WHART มีขนาดสินทรัพย์ 55,132 ล้านบาทสิ้น 2Q24 ใหญ่ที่สุดในกลุ่ม Industrial REIT มี Market cap. 36,076 ล้านบาท (16 ต.ค. 2024) ใหญ่สุดใน Industrial REIT เช่นกัน

อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ มีอัตราการเช่าพื้นที่สูง และมีการรับประกันรายได้

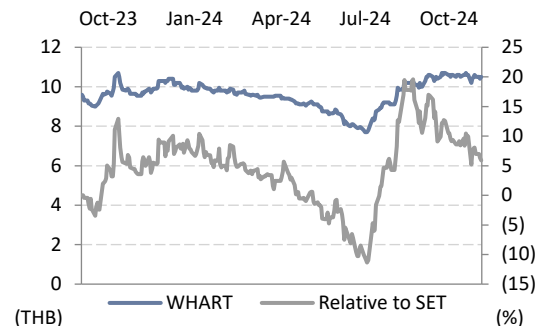
พื้นที่ให้เช่าอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของการขนส่งของประเทศ ใกล้สนามบิน ใกล้กรุงเทพ ใกล้ศูนย์กลางการขนส่งไปทั่วทุกภาคของประเทศ โดยพื้นที่ให้เช่าส่วนใหญ่ประมาณ 60% ของพื้นที่ทั้งหมดอยู่ในโซนบางนา-ตราด พื้นที่อีก 21% อยู่ในเขตอยุธยา-สระบุรี อีก 19% อยู่ในโซน EEC มีผู้เช่ามีการกระจายตัวที่แข็งแกร่งทั้งในด้านสัญชาติและอุตสาหกรรม มี WHA เป็นผู้รับประกันรายได้ค่าเช่าพื้นที่อาคารและหลังคาที่ไม่มีผู้เช่าตั้งแต่ 1 ปีถึง 3 ปีนับแต่วันที่ WHART เข้าลงทุนในทรัพย์สินนั้นๆ สัญญาของลูกค้าผู้เช่าของ WHART ค่อนข้างยาวในกลุ่ม Industrial REIT ด้วยกันคือเหลืออยู่ 4.04 ปี

ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากดอกเบี้ยขาลง แต่คาดว่าจะได้รับเงินปันผลยังได้

เราคาดว่าจะปรับขึ้น 3Q24 ที่ 661 ล้านบาท +0.9% q-q จากสมมติฐานอัตราการเช่าพื้นที่ทยอยเพิ่มอย่างค่อยเป็นค่อยไป และคาดเงินปันผล 0.193 บาทต่อหน่วย สำหรับผลประกอบการปี 2024-26 คาดรายได้ค่าเช่าและบริการจะขยายตัว 3%/2%/3% กำไรเติบโต 2%/2%/3% ตามลำดับ จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่เพิ่มขึ้นเป็น 90% ในปี 2024 และเพิ่มเป็น 92.5% เท่ากับช่วงก่อนโควิดในปี 2025 คาดเงินปันผล 0.777-0.799 บาทต่อหน่วยในช่วงปี 2024-26 คิดเป็น Dividend yield 7.4%-7.6%

ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท upside จำกัด แนะนำถือ

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาทอิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำถือจาก Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจากราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของเงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มกำไรและเงินปันผลได้



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.9)	17.3	10.6
Relative to country (%)	(4.2)	4.4	6.2
Mkt cap (USD m)	1,097		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.6		
Free float (%)	84		
Major shareholder	WHA corporation (15%)		
12m high/low (THB)	10.80/7.65		
Issued shares (m)	3,468.83		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

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

Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.2 %LTG 0 แนะนำถือ จาก %Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจาก ราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา

นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของเงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มการเติบโตของผลประกอบการและเงินปันผล

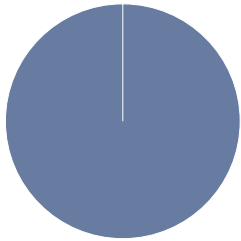
Company profile

WHART ก่อตั้งในปี 2014 เพื่อลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ในทรัพย์สินประเภทคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit(สร้างตามความต้องการของลูกค้า) และแบบ General warehouse พื้นที่ให้เช่าอยู่ในโซนบางนา ตราด เขตอุตสาหกรรมและโซน EEC โดยมี WHA เป็น Property manager ณ สิ้น 2Q24 WHART ลงทุนในทรัพย์สิน 42 โครงการ คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,642 ตร.ม. แบ่งเป็นอาคารโรงงาน (53%) และอาคารคลังสินค้า (47%) ทรัพย์สินเป็น Freehold 50% Leasehold ระยะยาว 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31%

www.whareit.com

Principal activities (revenue, 2023)

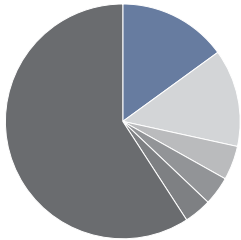
■ Rental and service revenue - 100.0 %



Source: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders

- WHA corporation - 15.0 %
- Social Security Office - 13.4 %
- Muang Thai Life Assurance - 4.7 %
- Government Pension Fund - 4.0 %
- Krung Thai-Axa Life Insurance - 3.8 %



Source: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การขยายตัวของการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนในประเทศ 2) การตั้งฐานและย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนต่างชาติ 3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับลดลง

Risks to our call

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

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leasable area (NLA)	('000 sqm.)	1,887	1,887	1,887
Average occupancy rate	(%)	90.0	92.5	94.0
Average rental rate	(THB/sqm/month)	165	166	168
Total expenses to sales	(%)	9.8	9.8	10.2

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in the interest rate, we project WHART's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in total expense to sales ratio, we project WHART's 2024 core profit to change by 1.5%, all else being equal

Source: FSSIA estimates

Industrial REIT ใหญ่ที่สุด ทำเลที่ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ของโลจิสติกส์

WHART เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit (สร้างตามความต้องการของลูกค้า) ประมาณ 53% มีสัญญาระยะยาวมากกว่า 3 ปี และ General warehouse ประมาณ 47% ซึ่งมีสัญญาระยะสั้นกว่าเฉลี่ยมีอายุ 3 ปี ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,704 ตร.ม. สินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นคลังสินค้า สินทรัพย์มีทั้ง Freehold และ Leasehold ณ 2Q24 สินทรัพย์ที่เป็น Freehold มีสัดส่วน 50% Leasehold ระยะยาว 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31%

นอกจากนี้ WHART ยังมีพื้นที่หลังคาให้เช่าเพื่อผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (Solar PV Rooftop) มีพื้นที่ให้เช่ารวม 487,243 ตร.ม.

WHART ลงทุนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ IPO ปี 2014 ซึ่งมีพื้นที่ให้เช่าเพียง 1.67 แสน ตร.ม. ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่าทั้งสิ้น 1.89 ล้าน ตร.ม. มีขนาดสินทรัพย์ 55,132 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q24 ใหญ่ที่สุดในกลุ่ม Industrial REIT มี Market cap. 36,076 ล้านบาท (15 ต.ค. 2024) ใหญ่สุดใน Industrial REIT เช่นกัน

Exhibit 103: Growth of leasable area

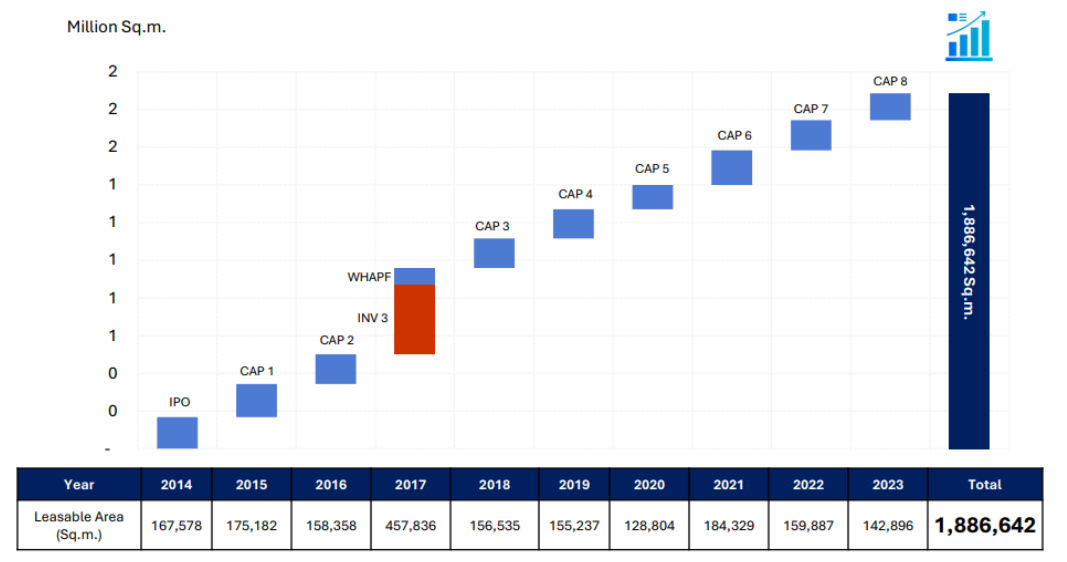


Exhibit 104: Leasable area by building type

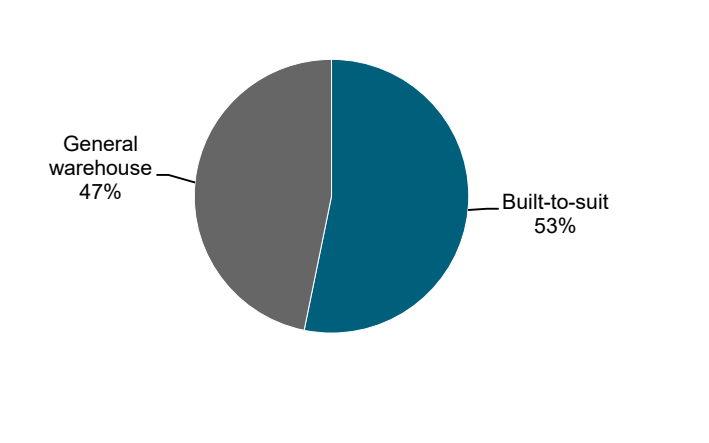
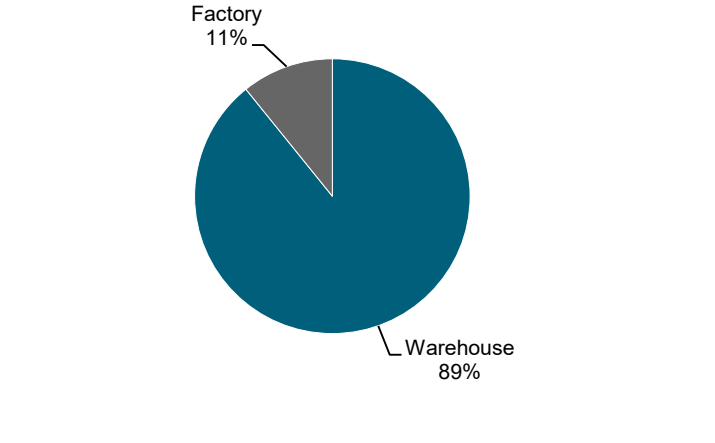
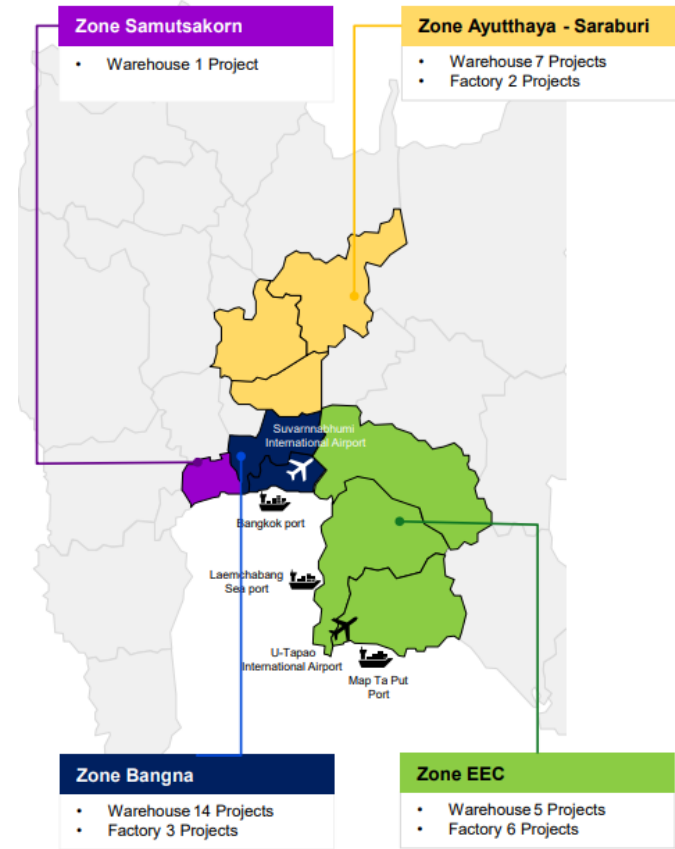


Exhibit 105: Leasable area by property type



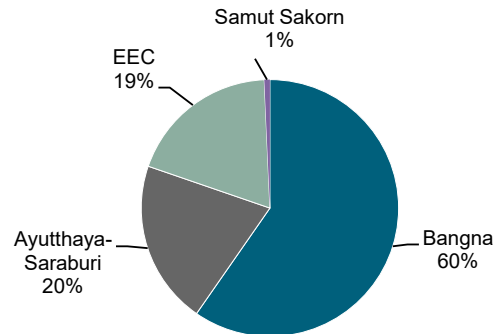
พื้นที่ให้เช่าอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของการขนส่งของประเทศ ใกล้สนามบิน ใกล้กรุงเทพ ใกล้ศูนย์กลางการขนส่งไปทั่วทุกภาคของประเทศ โดยพื้นที่ให้เช่าส่วนใหญ่ประมาณ 60% ของพื้นที่ทั้งหมดอยู่ในโซนบางนา-ตราด สอดคล้องกับลูกค้าของ WHART นอกจากนี้ พื้นที่อีก 21% อยู่ในเขตอยุธยา วังน้อย สระบุรี พื้นที่อีก 19% อยู่ในโซน EEC เติบโตไปกับการลงทุนของประเทศในโซนตะวันออก

Exhibit 106: Strategic locations



Sources: WHART

Exhibit 107: Locations by leasable area



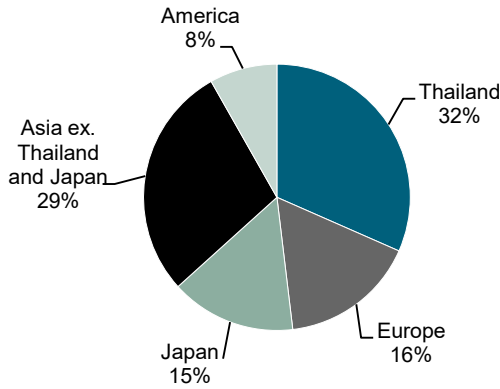
Sources: WHART, data as of 2Q24

ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม เติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจของประเทศ

ผู้เช่ามีการกระจายตัวที่แข็งแกร่งทั้งในด้านสาขาที่ไม่ได้กระจุกในสาขาใดสาขาหนึ่งเนื่องจาก WHART มีสินทรัพย์ที่หลากหลาย อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ รองรับความต้องการของผู้บริโภคได้หลากหลายเช่นกัน และในด้านธุรกิจของผู้เช่า ผู้เช่ากลุ่มใหญ่ (38%) อยู่ในกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคที่หมุนเวียนเร็ว (FMCG) รองลงมาเป็นกลุ่มผู้ประกอบการด้านโลจิสติกส์ (Third-party logistics) (30%) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทชั้นนำต่างชาติที่เชี่ยวชาญในการบริหารจัดการด้านโลจิสติกส์ให้ลูกค้า ทำเลโซนบางนา-ตราดจึงสะดวกมากสำหรับผู้ประกอบการกลุ่มนี้

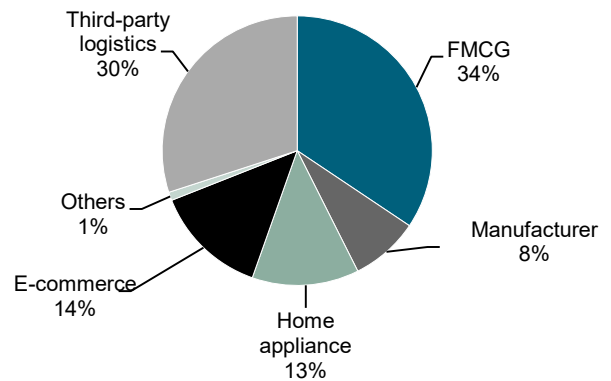
ทั้งสองกลุ่มธุรกิจดังกล่าว รวมถึงกลุ่มผู้เช่า E-commerce (13%) กลุ่มโรงงานอุตสาหกรรม หรือกลุ่มบริการด้านสุขภาพ ล้วนเป็นอุตสาหกรรมที่มีความมั่นคง สินค้าที่จัดเก็บส่วนใหญ่เป็น Consumer product ที่เติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจของประเทศ

Exhibit 108: Tenants by nationality



Sources: WHART, data as of 2Q24

Exhibit 109: Tenants by industry



Sources: WHART, data as of 2Q24

ทั้งนี้ ปัจจุบันลูกค้า 10 อันดับแรกของ WHART มีสัดส่วนประมาณ 54% ของรายได้ค่าเช่าและบริการ ซึ่งส่วนใหญ่เป็น Global company ถือว่าเป็นสัดส่วนที่กระจายตัวได้ดีกว่าในอดีตที่ลูกค้า 10 รายแรกมีสัดส่วนถึง 80%-90% ของรายได้

Exhibit 110: Sample of major customers



Sources: WHART, data as of 1Q24

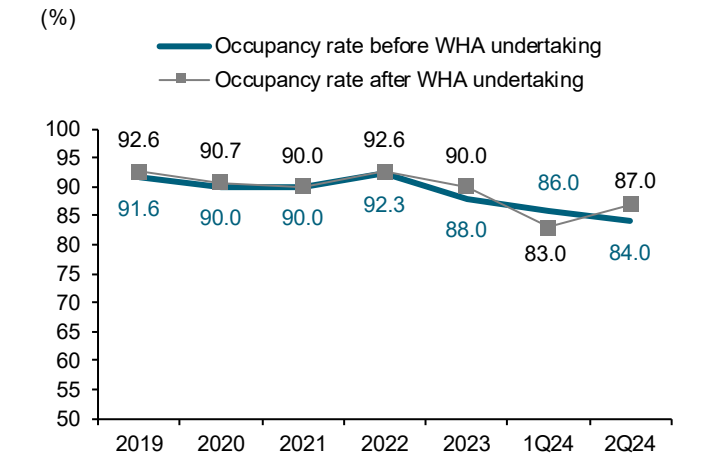
มีอัตราการเช่าพื้นที่ในระดับสูง และมีการประกันรายได้จากสปอนเซอร์

จุดแข็งประการหนึ่งของ WHART คือการมี WHA เป็นผู้รับประกันรายได้ค่าเช่าพื้นที่อาคารและหลังคาที่ไม่มีผู้เช่าตั้งแต่ 1 ปีถึง 3 ปีนับแต่วันที่ WHART เข้าลงทุนในทรัพย์สินนั้นๆ ส่วนใหญ่จะรับประกัน 3 ปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา WHART ได้รับเงินชดเชยค่าเช่าจาก WHA คิดเป็นเพียง 1%-2% ของรายได้ค่าเช่าและบริการ เนื่องจากลำพังอัตราการเช่าพื้นที่ของ WHART เองก็อยู่ในระดับสูง 90%-92%

สำหรับ 2Q24 ที่อัตราการเช่าพื้นที่ที่ปรับลงมาเป็น 84% ปรับลงต่อเนื่องจาก 1Q24 เพราะมีผู้เช่า Built-to-suit 1 รายหมดสัญญาเช่าและต้องการขยายกิจการ จึงไปซื้อที่ดินและสร้างโรงงานของตัวเองด้านนอกโครงการ แต่เนื่องจากทำเลของโรงงานดังกล่าวอยู่ในพื้นที่ EEC ซึ่งมีความต้องการสูง ส่งผลให้มีผู้เช่าใหม่เข้ามาทดแทนได้บางส่วนใน 2Q24 และมีลูกค้าที่มีศักยภาพอีกประมาณ 3% กำลังอยู่ระหว่างการเจรจา กองทรัสต์คาดว่าจะการเจรจានี้จะแล้วเสร็จและเห็นอัตราการเช่าพื้นที่ขยับขึ้นไปถึง 90% อีกครั้งในช่วงปลายปี 2024

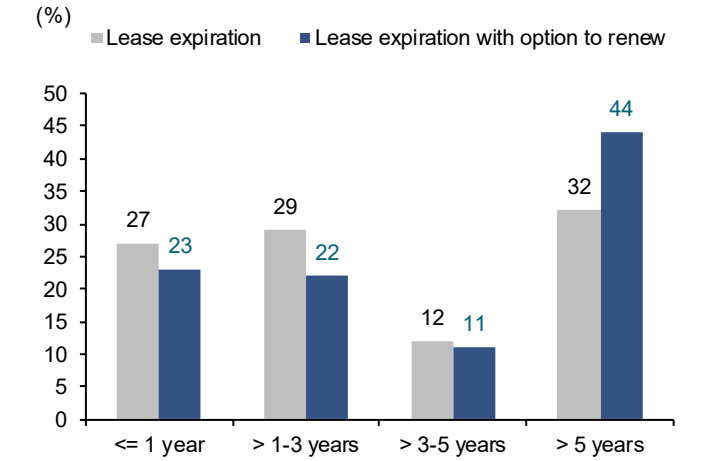
ในส่วนของสัญญาของลูกค้าผู้เช่าของ WHART ถือว่าค่อนข้างยาวในกลุ่ม Industrial REIT ด้วยกัน โดย ณ สิ้น 2Q24 มีค่าเฉลี่ยของอายุสัญญาเช่า (WALE: Weighted Average Lease Expiry) เหลืออยู่ 4.04 ปี ถ้ารวมสิทธิในการต่อสัญญาจะอยู่ที่เฉลี่ย 6.37 ปี ทั้งนี้ สัญญาของผู้เช่าที่จะหมดอายุภายใน 1 ปีมี สัดส่วน 27% ลูกค้าส่วนใหญ่มีสัญญาคงเหลือมากกว่า 5 ปีอยู่ 44%

Exhibit 111: Occupancy rate before/after undertaking



Sources: WHART

Exhibit 112: Lease expiry profile



Sources: WHART, data as of 2Q24

คาดกำไร 3Q24 มีเสถียรภาพต่อเนื่อง และคาดเงินปันผลใกล้เคียงไตรมาสก่อน

WHART มีผลประกอบการที่ค่อนข้างสม่ำเสมอและมีเสถียรภาพ รายได้ค่าเช่าและบริการ รวมรายได้ ชดเชยค่าเช่าในช่วง 1H24 อยู่ที่ 1,713 ล้านบาท ทรงตัว y-y แต่กำไรปกติลดลง 3.5% y-y เป็น 1,319 ล้านบาท จากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นตามเงินกู้ที่เพิ่มเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินเพิ่มเติม เราคาด กำไรปกติ 3Q24 ที่ 661 ล้านบาท +0.9% q-q จากสมมติฐานอัตราการใช้พื้นที่ทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และคาดเงินปันผล 0.193 บาทต่อหน่วย ใกล้เคียง 2Q24 เช่นกัน

Exhibit 113: WHART - 3Q24 earnings preview

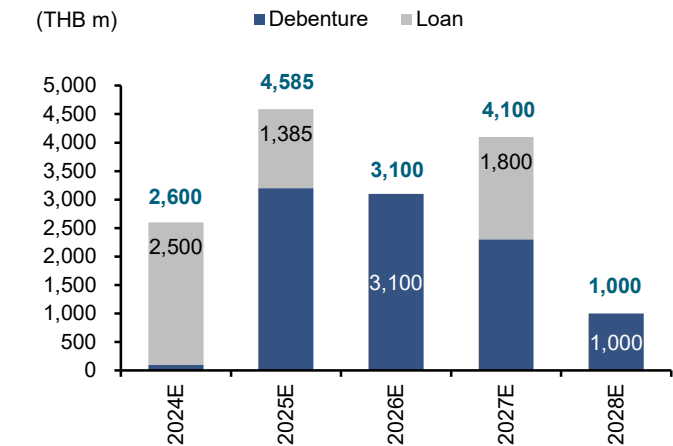
Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	----- Change -----		9M23	9M24E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	24E
Rental and service revenue	834	829	854	859	868	1.0	4.0	2,544	2,580	1.4	74.5
Total costs and expenses	(89)	(124)	(72)	(84)	(85)	2.0	(4.4)	(245)	(241)	(1.5)	73.6
EBITDA	745	705	781	775	782	0.9	5.1	2,299	2,339	1.7	74.6
Other income	7	8	8	8	8	(5.8)	16.4	17	24	39.4	75.0
Interest expense	(107)	(109)	(125)	(129)	(130)	0.6	21.1	(305)	(384)	25.7	74.7
Net investment income	645	604	664	655	661	0.9	2.5	2,011	1,979	(1.6)	74.6
Gain on investment	(0)	0	0	0	0	nm	nm	(0)	0	nm	
Gain on revaluation of investments	0	(73)	0	(254)	0	nm	nm	(297)	(254)	(14.4)	
Reported net profit	645	532	664	401	661	64.8	2.5	1,714	1,725	0.7	71.9
Core profit	645	604	664	655	661	0.9	2.5	2,011	1,979	(1.6)	74.6
Reported EPS (THB)	0.20	0.15	0.19	0.12	0.19	64.8	(3.3)	0.52	0.50	(5.0)	71.9
Recurring EPS (THB)	0.20	0.17	0.19	0.19	0.19	0.9	(3.3)	0.61	0.57	(7.1)	74.6
DPU (THB/unit)	0.300	0.000	0.192	0.193	0.193	0.0	(35.7)	0.880	0.578	(34.4)	
NAV (THB)/unit)	10.99	10.80	10.86	10.78	10.78	(0.0)	(1.9)	10.99	10.78	(1.9)	
No. of unit (m)	3,273	3,469	3,469	3,469	3,469	0.0	6.0	3,273	3,469	6.0	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
EBITDA margin	89.3	85.1	91.5	90.3	90.2	(0.1)	0.9	90.4	90.7	0.3	
Core profit margin	77.3	72.9	77.7	76.2	76.2	(0.1)	(1.1)	79.1	76.7	(2.3)	

Sources: WHART, FSSIA estimates

ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลงแต่คาดหวังกำไรยังได้

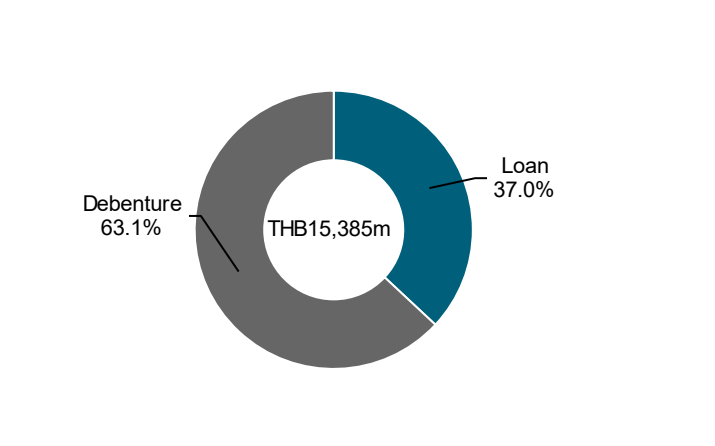
WHART มีเงินกู้ที่มีภาระดอกเบี้ย 15,385 ล้านบาท ณ สิ้น 3Q24 ส่วนใหญ่ 63.1% เป็นหุ้นกู้ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ส่วนที่เหลือ 37.0% เป็นเงินกู้จากสถาบันการเงิน ซึ่งจะเป็นส่วนที่ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง WHART จึงไม่ได้ปรับประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยขาลง ทั้งนี้ WHART ลดผลกระทบโดยมีแผนที่จะ rollover ด้วยหุ้นกู้ที่มีอายุสั้น ปัจจุบันกองทรัสต์มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยประมาณ 3%

Exhibit 114: Debt repayment schedule



Source: WHA

Exhibit 115: Proportion of loan and debenture, 2Q24



Source: WHA

WHART มีการเพิ่มทุนทุกปีเพื่อซื้อทรัพย์สินเพิ่มเติม แต่ในช่วงเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ผู้ถือหุ้นหน่วยไม่อนุมัติการเพิ่มทุนเพื่อซื้อทรัพย์สินมูลค่ากว่า 4 พันล้านบาทจาก WHA และ WGCL IDC แต่เรายังคาดว่าจะรายได้ กำไร และเงินปันผลของ WHART ยังสามารถขยายตัวได้จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ทยอยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราเชื่อว่าการเพิ่มทุนจะเลื่อนไปปีหน้าและสร้างการเติบโตสูงให้ WHART ได้อีกครั้ง

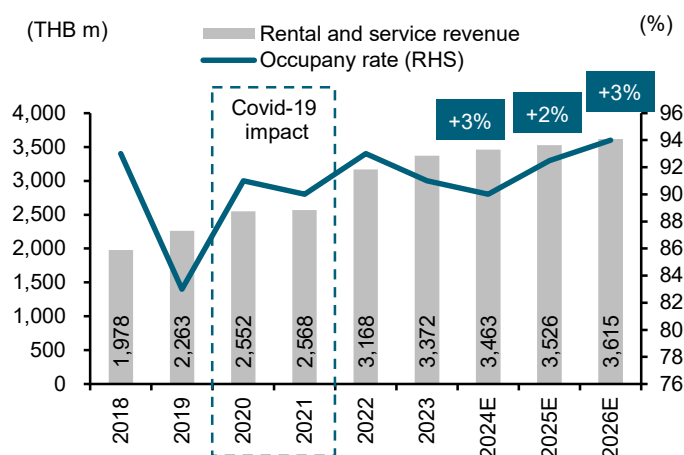
สำหรับผลประกอบการปี 2024-26 เราคาดว่าจะได้ค่าเช่าและบริการจะขยายตัว 3%/2%/3% และกำไรเติบโต 2%/2%/3% ตามลำดับ จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่เพิ่มขึ้นเป็น 90% ในปี 2024 และเพิ่มเป็น 92.5% เท่ากับช่วงก่อนโควิดในปี 2025 เราคาดเงินปันผล 0.777-0.799 บาทต่อหน่วยในช่วงปี 2024-26 คิดเป็น Dividend yield 7.4%-7.6%

Exhibit 116: Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029	2030E
Net leasable area (NLA)	(sqm.)	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704
Average occupancy rate	(%)	90.0	92.5	94.0	94.0	94.0	94.0	94.0
Average rental rate	(THB/sqm/month)	165	166	168	170	171	173	175
Total expenses to sales	(%)	9.5	9.7	10.0	10.4	10.7	11.0	11.4
Total rental and service revenue	(THB m)	3,353	3,480	3,572	3,608	3,644	3,680	3,717
Undertaking income	(THB m)	110	45	43	43	44	44	45
Net investment income	(THB m)	2,654	2,698	2,786	2,882	3,019	3,124	3,146

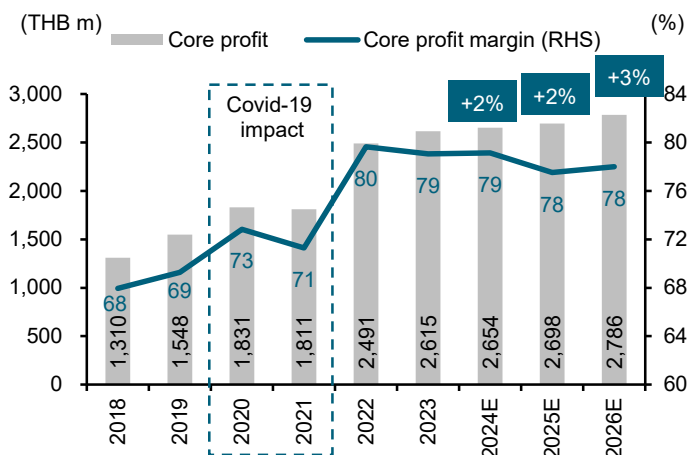
Sources: WHART, FSSIA estimates

Exhibit 117: Rental revenue and occupancy rate



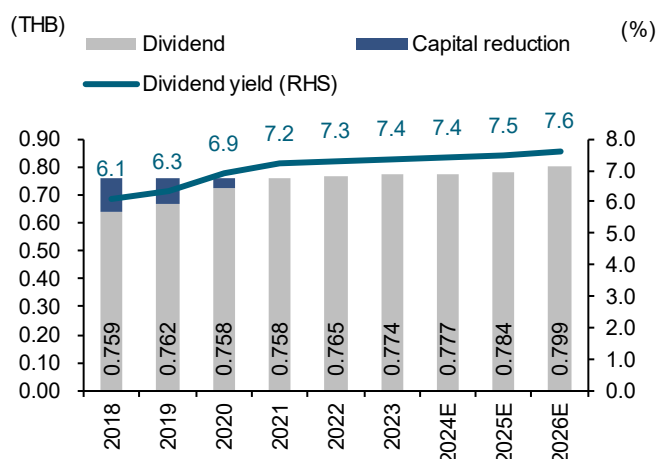
Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 118: Core profit and core profit margin



Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 119: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based THB10.50 which was a closed price at 16-Oct-24
Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 120: Sensitivity analysis

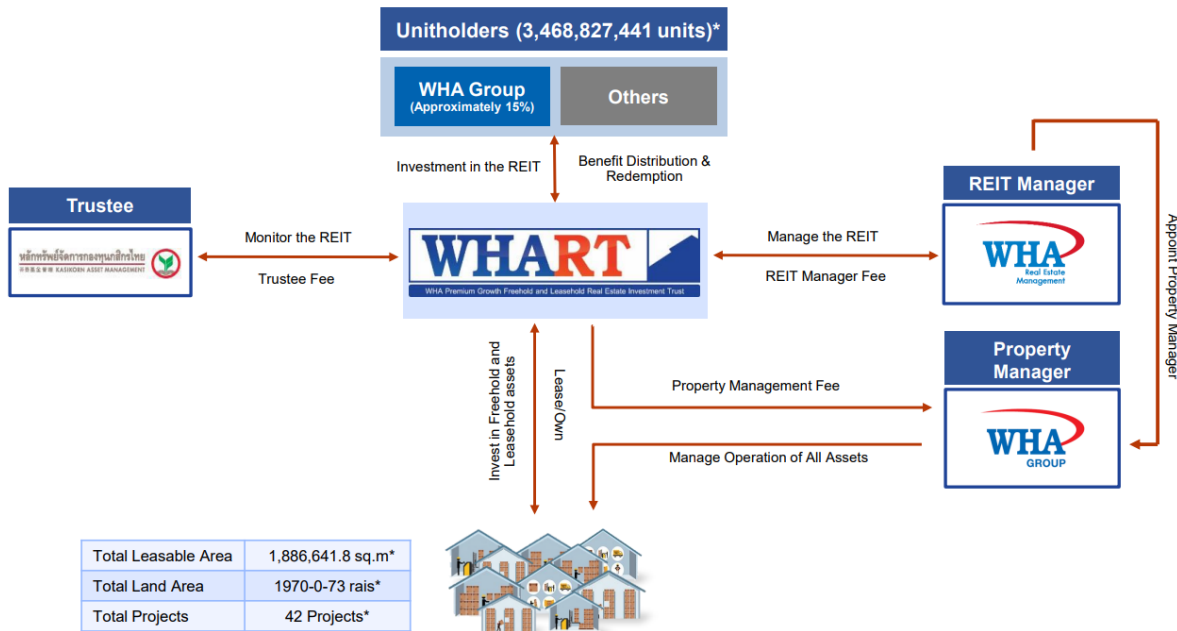
	DPU (THB)					
	0.76	0.78	0.793	0.809	0.825	0.842
WACC	6.24%	12.21	12.46	12.71	12.97	13.23
	6.74%	11.31	11.54	11.77	12.01	12.25
	7.24%	10.52	10.74	10.96	11.18	11.40
	7.74%	9.84	10.05	10.25	10.46	10.66
	8.24%	9.25	9.44	9.63	9.82	10.02

Sources: FSSIA estimaes

ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท Upside จำกัด แนะนำถือ

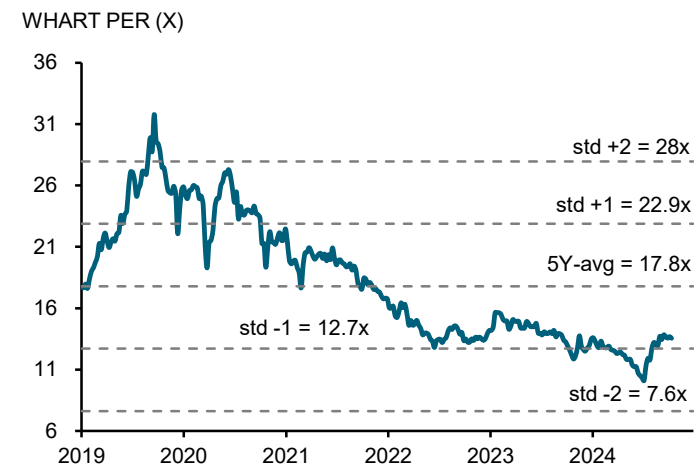
เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำถือ จาก Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจากราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ซึ่งทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของ เงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มการเติบโตของผลประกอบการและเงินปันผล

Exhibit 121: WHART structure



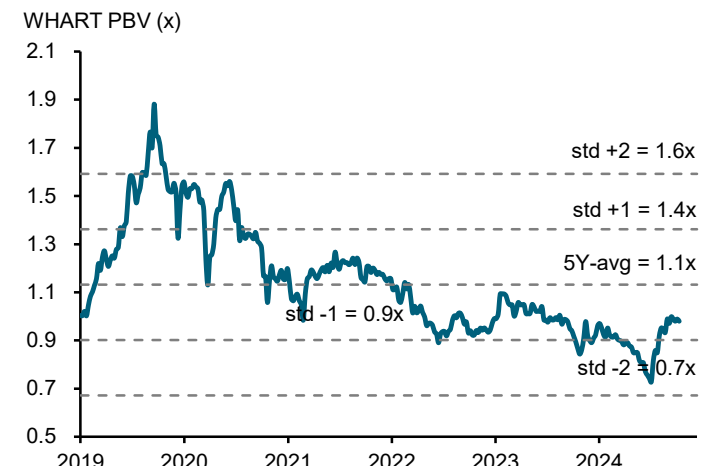
Sources: WHA, data as of 30 June 2024

Exhibit 122: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 123: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,168	3,372	3,463	3,526	3,615
Cost of goods sold	(55)	(78)	(62)	(64)	(67)
Gross profit	3,112	3,295	3,401	3,461	3,548
Other operating income	11	25	32	10	10
Operating costs	(308)	(291)	(265)	(278)	(295)
Operating EBITDA	2,816	3,029	3,167	3,193	3,262
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	2,816	3,029	3,167	3,193	3,262
Net financing costs	(325)	(414)	(514)	(495)	(476)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(173)	(370)	(254)	0	0
Profit before tax	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Non-recurring items & goodwill (net)	173	370	254	0	0
Recurring net profit	2,491	2,615	2,654	2,698	2,786
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.76	0.75	0.76	0.78	0.80
Reported EPS	0.71	0.65	0.69	0.78	0.80
DPS	0.77	0.77	0.78	0.79	0.80
Diluted shares (used to calculate per share data)	3,273	3,469	3,469	3,469	3,469
Growth					
Revenue (%)	23.4	6.5	2.7	1.8	2.5
Operating EBITDA (%)	33.1	7.6	4.6	0.8	2.2
Operating EBIT (%)	33.1	7.6	4.6	0.8	2.2
Recurring EPS (%)	28.8	(0.9)	1.5	1.7	3.3
Reported EPS (%)	5.4	(8.6)	6.9	12.4	3.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	98.3	97.7	98.2	98.2	98.1
Gross margin exc. depreciation (%)	98.3	97.7	98.2	98.2	98.1
Operating EBITDA margin (%)	88.9	89.8	91.5	90.6	90.2
Operating EBIT margin (%)	88.9	89.8	91.5	90.6	90.2
Net margin (%)	78.6	77.5	76.6	76.5	77.1
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	100.6	102.6	102.0	102.0	100.0
Interest cover (X)	8.7	7.3	6.2	6.4	6.9
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.0	6.0	6.1	6.2	6.5
ROIC (%)	6.0	6.0	6.1	6.2	6.5
ROE (%)	7.1	7.1	7.1	7.3	7.5
ROA (%)	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service revenue	3,168	3,372	3,463	3,526	3,615

Sources: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	2,491	2,615	2,654	2,698	2,786
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(4,245)	(3,601)	849	1,521	137
Change in working capital	403	460	(444)	(1,614)	(2,042)
Cash flow from operations	(1,351)	(527)	3,059	2,605	882
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	(2,324)	(2,520)	(2,707)	(2,752)	(2,786)
Equity finance	1,963	1,811	0	0	0
Debt finance	1,285	1,744	(1,074)	(2,483)	(2,427)
Other financing cash flows	(309)	(375)	(514)	(495)	(476)
Cash flow from financing	615	660	(4,294)	(5,730)	(5,689)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	150	3,317	4,797
Net other adjustments	0	0	150	3,317	4,797
Movement in cash	(736)	134	(1,085)	191	(11)
Free cash flow to firm (FCFF)	(1,026.00)	(112.43)	3,572.96	3,099.88	1,357.55
Free cash flow to equity (FCFE)	(374.64)	842.08	1,621.38	2,942.68	2,775.84
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.30)	(0.03)	1.03	0.89	0.39
FCFE per share	(0.11)	0.24	0.47	0.85	0.80
Recurring cash flow per share	(0.54)	(0.28)	1.01	1.22	0.84
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	49,474	52,808	52,808	52,808	52,808
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	49,474	52,808	52,808	52,808	52,808
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	1,782	1,915	830	1,021	1,011
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	559	577	589	611	627
Current assets	2,341	2,492	1,419	1,632	1,638
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	51,815	55,300	54,227	54,440	54,446
Common equity	35,919	37,459	37,152	37,098	37,098
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	35,919	37,459	37,152	37,098	37,098
Long term debt	4,479	2,375	1,975	2,175	2,325
Other long-term liabilities	10,041	12,165	10,962	10,436	9,768
Long-term liabilities	14,520	14,540	12,937	12,611	12,093
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	1,791	2,347	2,019	2,072
Other current liabilities	1,377	1,510	1,790	2,712	3,183
Current liabilities	1,377	3,301	4,137	4,731	5,254
Total liabilities and shareholders' equity	51,815	55,300	54,227	54,440	54,446
Net working capital	(817)	(933)	(1,202)	(2,101)	(2,556)
Invested capital	48,657	51,874	51,606	50,707	50,252
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	10.97	10.80	10.71	10.69	10.69
Tangible book value per share	10.97	10.80	10.71	10.69	10.69
Financial strength					
Net debt/equity (%)	7.5	6.0	9.4	8.6	9.1
Net debt/total assets (%)	5.2	4.1	6.4	5.8	6.2
Current ratio (x)	1.7	0.8	0.3	0.3	0.3
CF interest cover (x)	(0.2)	3.0	4.2	6.9	6.8
Valuation					
Recurring P/E (x) *	13.8	13.9	13.7	13.5	13.1
Recurring P/E @ target price (x) *	14.5	14.6	14.4	14.1	13.7
Reported P/E (x)	14.8	16.2	15.2	13.5	13.1
Dividend yield (%)	7.3	7.4	7.4	7.6	7.7
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) **	13.2	12.8	12.6	12.4	12.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.7	13.3	13.1	12.9	12.7
EV/invested capital (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: WHA Premium Growth Freehold and 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. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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><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="2">Average:</td><td rowspan="2">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><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428
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	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
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 11.00	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนชะลอมากกว่าคาด; 2) ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาและไม่สามารถหาลูกค้าใหม่มาทดแทนได้; 3) อัตราดอกเบี้ยสูงกว่าคาด 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 12.70	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำกว่าคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	THB 13.40	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติน้อยกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้ 4) โรคระบาด 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 6) ความไม่สงบทางการเมือง
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	THB 11.10	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวพื้นช้ำกว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของศูนย์การค้าเพิ่มสูงขึ้น; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
WHA Industrial Leasehold REIT	WHAIR TB	THB 6.30	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้ 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ
WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT	WHART TB	THB 10.50	HOLD	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 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 (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.