

CPN RETAIL GROWTH LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

CPNREIT TB

BUY

UNCHANGED

คาดการณ์และเงินปันผลใกล้เคียงไตรมาสก่อน

- คาดกำไรปกติ 2Q25 ทรงตัว q-q พร้อมจ่ายปันผล 0.26 บาทต่อหน่วย
- ปรับประมาณการกำไรปี 2025-27 ลงเล็กน้อย แต่ยังคงกำไรเติบโตต่อเนื่อง และปันผลปี 2025 ที่ 1.03 บาทต่อหน่วย
- แนะนำ "ซื้อ" ด้วยจุดเด่นด้านทำเล คุณภาพสินทรัพย์ และ Dividend yield 10%

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q25 ใกล้เคียงไตรมาสก่อน และจ่ายปันผล 0.26 บาทต่อหน่วย

เราคาดการณ์กำไรจากการดำเนินงานปกติใน 2Q25 ที่ 479 ล้านบาท (-0.3% q-q, +7.7% y-y) แม้เป็นช่วง low season แต่ยังคงบริหารจัดการให้ใกล้เคียงไตรมาสก่อนได้ ในไตรมาสที่ยังคงมี 2 สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างปรับปรุงเช่นเดียวกับใน 1Q25 คือ เซ็นทรัลปิ่นเกล้าทั้งโครงการ (ศูนย์การค้าและสำนักงานออฟฟิศ) และเซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต เราจึงคาดการณ์ได้ค่าเช่าและบริการ 2Q25 ที่ 1,535 ล้านบาท (-0.3% q-q, +3.0% y-y) ทั้งนี้ เซ็นทรัลปิ่นเกล้าจะปรับปรุงแล้วเสร็จและเปิดให้บริการ 3Q25 ส่วนเซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ตจะเปิดให้บริการในช่วง 1H26 รายจ่ายโดยรวมใน 2Q25 เชื่อว่ายังใกล้เคียงกับ 1Q25 ได้ จึงคาดการณ์เงินปันผลสำหรับงวด 2Q25 ที่ 0.26 บาทต่อหน่วย

ปรับประมาณการกำไร 2025-27 ลงแต่คงประมาณการเงินปันผล

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025-27 ลง 8%/13%/10% ตามลำดับ จากการปรับเพิ่มค่าใช้จ่าย (ค่าธรรมเนียมบริหารอสังหาฯ ต้นทุนค่าเช่าและบริการ) ที่ประเมินไว้ต่ำไป สำหรับดอกเบี้ยจ่ายที่จะเพิ่มขึ้นในช่วง 2H25 ตามแผนการต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้า (โดยการเพิ่มทุนและกู้ยืมเงินบางส่วนในปี 2024) ในปี 2025 กองทรัสต์จะกู้ยืมเงินทั้งจำนวนประมาณ 1.28 หมื่นล้านบาทเพื่อชำระค่าเช่าเซ็นทรัลปิ่นเกล้าในเดือน ส.ค. เชื่อว่าชดเชยได้จากรายได้ค่าเช่าของเซ็นทรัลปิ่นเกล้าที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังการปรับปรุงแล้วเสร็จ ทั้งนี้ แม้ปรับประมาณการกำไรลงแต่คาดเติบโต 5%/11%/11% ตามลำดับ และคาดการณ์เงินปันผล 1.03 บาทต่อหน่วยในปี 2025

มีแผนลงทุนในสินทรัพย์ใหม่ทุก 2 ปีจากโครงการที่มีศักยภาพของ CPN

CPNREIT วางแผนเติบโตต่อเนื่องโดยหาโอกาสซื้อทรัพย์สินทุก 2 ปีจากทรัพย์สินที่มีศักยภาพของ CPN เช่น เซ็นทรัลเชียงใหม่ เซ็นทรัลอุบล เซ็นทรัลขอนแก่น หรือในกรุงเทพฯ (Central Eastville, Central Westgate, เซ็นทรัลพระราม 9) เป็นต้น แม้มีหนี้ที่มีดอกเบี้ยกว่า 2 หมื่นล้านบาทแต่ต่ำกว่า 30% ของสินทรัพย์และมี IBD/E เพียง 0.7x

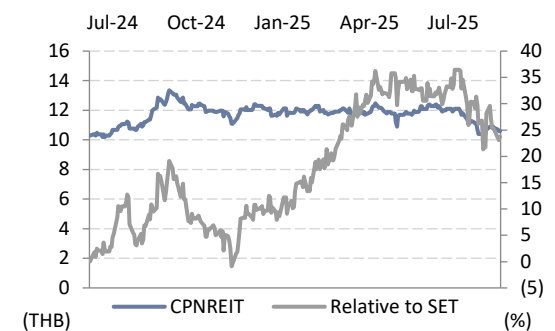
แนะนำซื้อ ผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 10% ราคาหุ้นต่ำกว่า NAV 10%

เราปรับลดราคาเหมาะสมเป็น 12.50 บาทต่อหน่วยอิง DDM ใช้ WACC 6.9% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค่าปดิกขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพโดดเด่นด้านทำเล 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี 3) การต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และไม่ต้องกังวลสินทรัพย์ครบอายุสัญญาเข้าไปอีก 10 ปี 4) Dividend yield สูง 10% ต่อปี และราคาหุ้นปรับลดลงต่ำกว่า 1Q25 NAV 10%

TARGET PRICE	THB12.50
CLOSE	THB10.60
UP/DOWNSIDE	+17.9%
PRIOR TP	THB14.50
CHANGE IN TP	-13.8%
TP vs CONSENSUS	+3.5%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	6,012	6,336	6,605	6,841
Net profit	1,696	2,149	2,380	2,648
EPS (THB)	0.47	0.59	0.66	0.73
vs Consensus (%)	-	(34.4)	(38.9)	(39.1)
EBITDA	4,769	4,829	5,038	5,181
Recurring net profit	2,046	2,149	2,380	2,648
Core EPS (THB)	0.57	0.59	0.66	0.73
Chg. in EPS est. (%)	nm	(14.2)	(17.7)	nm
EPS growth (%)	(33.5)	5.0	10.8	11.3
Core P/E (x)	18.8	17.9	16.1	14.5
Dividend yield (%)	10.0	9.7	10.2	10.3
EV/EBITDA (x)	12.3	12.7	12.4	12.0
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	47.4	53.6	57.0	55.6
ROE (%)	5.4	5.1	5.6	6.2



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(7.8)	(2.6)	4.1
Relative to country (%)	(5.8)	(4.6)	23.7
Mkt cap (USD m)	1,174		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.7		
Free float (%)	98		
Major shareholder	Central Pattana Group (38%)		
12m high/low (THB)	13.35/10.09		
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

คาดว่ากำไรปกติของ CPNREIT ใน 2Q25 จะทรงตัวใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนหน้า แม้เป็นช่วง low season และยังมี การปรับปรุงสองโครงการหลัก ได้แก่ เซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต พร้อมทั้งคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลที่ 0.26 บาทต่อหน่วย

ปี 2025-27 แม้มีการปรับประมาณการกำไรลงเล็กน้อยจากต้นทุนและดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่ยังคงแนวโน้มการเติบโตของกำไรต่อเนื่อง และคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลปี 2025 ที่ 1.03 บาทต่อหน่วย รายได้ค่าเช่ามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจากโครงการเซ็นทรัลปิ่นเกล้าปรับปรุงเสร็จและกลับมาเปิดให้บริการใน 3Q25 อีกทั้งกองทรัสต์ยังวางแผนลงทุนในทรัพย์สินใหม่ทุก 2 ปีจากพอร์ตคุณภาพของ CPN

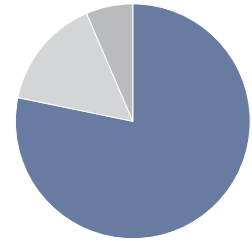
Company profile

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, 2024)

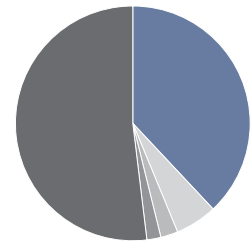
- Malls - 78.2 %
- Offices - 15.3 %
- Hotel - 6.4 %



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) การใช้จ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Event calendar

Date	Event
August 2025	2Q25 earnings announcement

Key assumptions

		2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)
Number of projects	(project)	12	12	12
Net leasable area	(sqm.)	374,282	374,282	374,282
Avg. occupancy rate	(%)	92.5	92.8	93.1
Avg. rental rate per sqm.	(THB/m)	1,525	1,584	1,636
Total expense to sale	(%)	24.6	24.5	24.9

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% change in the average occupancy rate, we project CPNREIT's 2025 core profit to change by 5%, all else being equal.
- For every 0.5% change in the interest rate, we project CPNREIT's 2025 core profit to change by 6%, all else being equal.

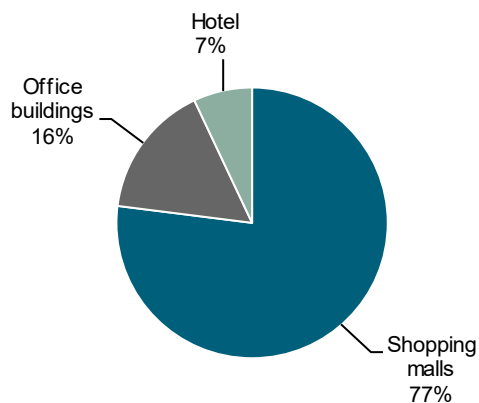
Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: CPNREIT - 2Q25E earnings preview

Year to Dec 31	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	----- Change -----		1H24	1H25E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	2025E
Rent and service income	1,490	1,505	1,516	1,539	1,535	(0.3)	3.0	2,992	3,074	2.7	48.5
Cost of rental and services	(95)	(94)	(100)	(158)	(159)	0.6	67.0	(186)	(316)	70.3	53.7
Gross profit	1,395	1,410	1,416	1,381	1,376	(0.4)	(1.4)	2,806	2,757	(1.7)	48.0
Operating costs	(214)	(201)	(264)	(242)	(238)	(1.6)	10.9	(438)	(479)	9.4	49.4
Operating profit	1,181	1,209	1,152	1,140	1,139	(0.1)	(3.6)	2,368	2,278	(3.8)	47.7
Operating EBITDA	1,181	1,209	1,152	1,140	1,139	(0.1)	(3.6)	2,368	2,278	(3.8)	47.7
Other income	9	4	13	8	8	0.2	(10.1)	22	16	(24.6)	31.0
Interest expense	(746)	(690)	(668)	(668)	(668)	0.0	(10.4)	(1,364)	(1,336)	(2.1)	49.8
Net investment income	444	524	497	480	479	(0.3)	7.7	1,026	959	(6.5)	44.6
Gain (loss) on investment	(1)	(1)	(2)	2	0	nm	nm	(1)	2	nm	nm
Gain (loss) on revaluation of investments	(792)	279	0	426	0	nm	nm	(488)	426	nm	nm
Reported net profit	(348)	801	495	908	479	(47.2)	nm	537	1,386	158.0	64.5
Core profit	444	524	497	480	479	(0.3)	7.7	1,026	959	(6.5)	44.6
Reported EPS (THB)	(0.10)	0.22	0.14	0.25	0.13	(47.2)	(237.6)	0.25	0.38	54.0	64.5
Recurring EPS (THB)	0.12	0.14	0.14	0.13	0.13	(0.3)	7.7	0.28	0.26	(6.5)	44.6
DPU (THB)	0.168	0.221	0.099	0.266	0.260	(2.3)	54.6	0.43	0.53	21.3	52.1
NAV (THB)	11.90	11.96	11.79	11.77	11.83	0.4	(0.7)	11.90	11.83	(0.7)	
No. of units (m units)	3,621	3,621	3,621	3,621	3,621	0.0	0.0	3,621	3,621	0.0	
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	93.6	93.7	93.4	89.7	89.7	(0.1)	(4.0)	93.8	89.7	(4.1)	
Operating margin	79.2	80.4	76.0	74.1	74.2	0.1	(5.1)	79.1	74.1	(5.0)	
Recurring net margin	29.8	34.8	32.8	31.2	31.2	0.0	1.4	34.3	31.2	(3.1)	

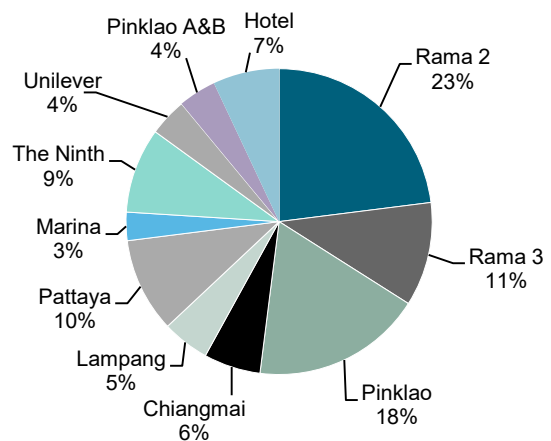
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 2: Revenue contribution by asset type, 1Q25



Source: CPNREIT

Exhibit 3: Revenue contribution by project, 1Q25



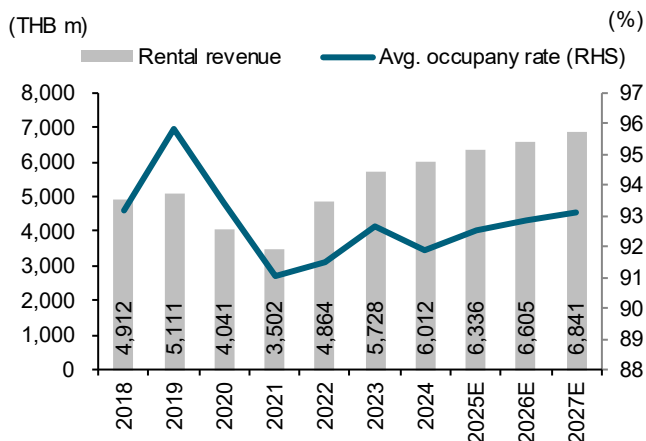
Source: CPNREIT

Exhibit 4: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)	2025E (%)	2026E (%)	2027E (%)
Total revenues	6,336	6,605	6,841	6,326	6,601	6,832	0.2	0.1	0.1
Shopping malls	4,992	5,223	5,421	4,985	5,223	5,416	0.1	0.0	0.1
Office	916	937	958	925	946	967	(1.0)	(1.0)	(1.0)
Hotel	428	445	462	415	432	449	2.9	2.9	2.9
Expenses	1,559	1,615	1,704	1,305	1,362	1,403	19.5	18.6	21.5
EBITDA	4,829	5,038	5,181	5,073	5,290	5,480	(4.8)	(4.8)	(5.5)
Interest expense	2,680	2,658	2,533	2,736	2,559	2,525	(2.0)	3.9	0.3
Core profit	2,149	2,380	2,648	2,337	2,731	2,955	(8.0)	(12.8)	(10.4)
Number of projects	12	12	12	12	12	12	0.0	0.0	0.0
Net leasable area (sqm)	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350	373,350	0.0	0.0	0.0
Avg. occupancy rate (%)	92.6	93.1	93.1	92.6	93.1	93.1	0.0	0.0	0.0
Avg. rental rate per sq.m.	1,525	1,584	1,636	1,525	1,584	1,636	0.0	0.0	0.0

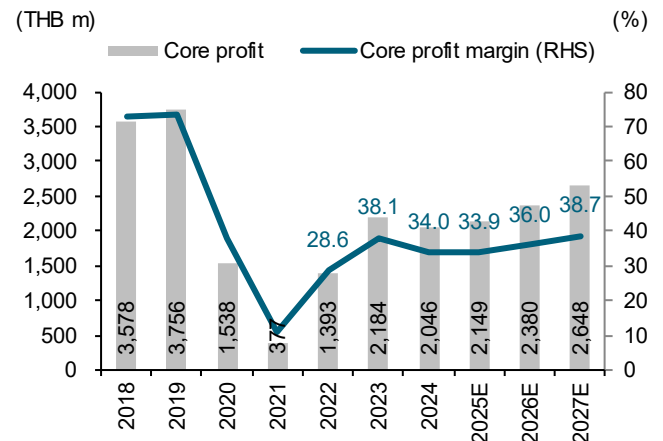
Source: FSSIA estimates

Exhibit 5: Rental revenue and occupancy rate



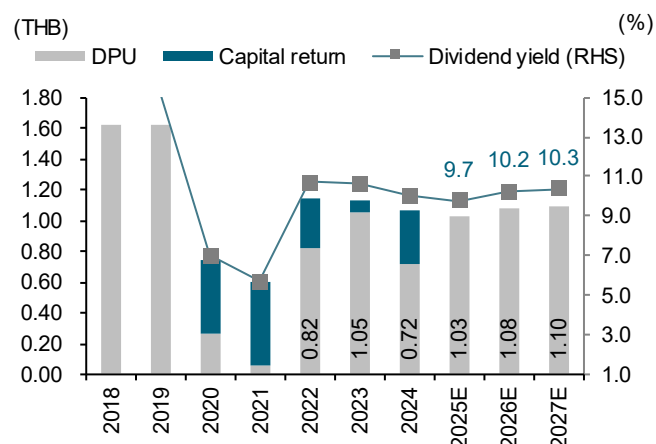
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 6: Core profit and core profit margin



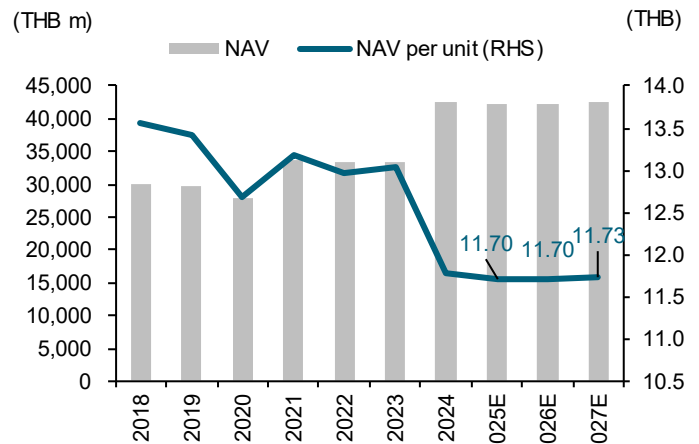
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 7: DPU and yield



Note: Price as of 9 July 2025
 Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 8: NAV and NAV per unit



Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Financial Statements

CPN Retail Growth Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	5,728	6,012	6,336	6,605	6,841
Cost of goods sold	(367)	(379)	(589)	(608)	(650)
Gross profit	5,361	5,633	5,747	5,998	6,191
Other operating income	49	39	53	48	44
Operating costs	(868)	(904)	(970)	(1,007)	(1,054)
Operating EBITDA	4,542	4,769	4,829	5,038	5,181
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	4,542	4,769	4,829	5,038	5,181
Net financing costs	(2,359)	(2,723)	(2,680)	(2,658)	(2,533)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	1,052	(350)	0	0	0
Profit before tax	3,235	1,696	2,149	2,380	2,648
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	3,235	1,696	2,149	2,380	2,648
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	3,235	1,696	2,149	2,380	2,648
Non-recurring items & goodwill (net)	(1,052)	350	0	0	0
Recurring net profit	2,184	2,046	2,149	2,380	2,648
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.85	0.57	0.59	0.66	0.73
Reported EPS	1.26	0.47	0.59	0.66	0.73
DPS	1.13	1.06	1.03	1.08	1.10
Diluted shares (used to calculate per share data)	2,568	3,621	3,621	3,621	3,621
Growth					
Revenue (%)	17.8	5.0	5.4	4.3	3.6
Operating EBITDA (%)	21.0	5.0	1.3	4.3	2.8
Operating EBIT (%)	21.0	5.0	1.3	4.3	2.8
Recurring EPS (%)	56.7	(33.5)	5.0	10.8	11.3
Reported EPS (%)	53.2	(62.8)	26.7	10.8	11.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	93.6	93.7	90.7	90.8	90.5
Gross margin exc. depreciation (%)	93.6	93.7	90.7	90.8	90.5
Operating EBITDA margin (%)	79.3	79.3	76.2	76.3	75.7
Operating EBIT margin (%)	79.3	79.3	76.2	76.3	75.7
Net margin (%)	38.1	34.0	33.9	36.0	38.7
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	132.4	188.0	174.0	165.0	150.0
Interest cover (X)	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	5.9	5.8	5.5	5.7	-
ROIC (%)	5.9	5.8	5.5	5.7	-
ROE (%)	6.5	5.4	5.1	5.6	6.2
ROA (%)	5.6	5.5	5.1	5.2	2.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Malls	4,473	4,703	4,992	5,223	5,421
Offices	880	921	916	937	958
Hotel	375	387	428	445	462

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

CPN Retail Growth Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	2,184	2,046	2,149	2,380	2,648
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(1,098)	(10,773)	(901)	0	0
Change in working capital	2,472	2,718	2,695	2,511	2,365
Cash flow from operations	3,557	(6,010)	3,943	4,891	5,013
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	(2,195)	(2,535)	(3,739)	(3,928)	(3,972)
Equity finance	(858)	(626)	0	0	0
Debt finance	(926)	10,259	7,086	(1,606)	1,000
Other financing cash flows	(657)	(606)	(2,680)	(2,658)	(2,533)
Cash flow from financing	(4,636)	6,492	667	(8,191)	(5,505)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	274	129
Net other adjustments	0	0	0	274	129
Movement in cash	(1,079)	482	4,609	(3,027)	(363)
Free cash flow to firm (FCFF)	5,915.87	(3,287.09)	6,623.08	7,548.82	7,545.41
Free cash flow to equity (FCFE)	1,974.02	3,643.32	8,348.62	900.73	3,609.15

Per share (THB)

FCFF per share	1.63	(0.91)	1.83	2.08	2.08
FCFE per share	0.55	1.01	2.31	0.25	1.00
Recurring cash flow per share	0.42	(2.41)	0.34	0.66	0.73

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	79,776	90,093	90,994	90,994	90,994
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	79,776	90,093	90,994	90,994	90,994
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	962	1,444	6,054	3,027	2,664
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	629	565	670	1,151	1,414
Current assets	1,591	2,009	6,724	4,178	4,078
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	81,367	92,102	97,718	95,172	95,071
Common equity	33,459	42,693	42,380	42,370	42,484
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	33,459	42,693	42,380	42,370	42,484
Long term debt	22,096	21,696	28,782	27,176	26,276
Other long-term liabilities	22,511	24,493	23,182	21,898	22,470
Long-term liabilities	44,606	46,189	51,964	49,074	48,746
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	3,302	3,220	3,374	3,728	3,842
Current liabilities	3,302	3,220	3,374	3,728	3,842
Total liabilities and shareholders' equity	81,367	92,102	97,718	95,172	95,071
Net working capital	(2,673)	(2,655)	(2,704)	(2,577)	(2,428)
Invested capital	77,103	87,437	88,290	88,417	88,566

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

Per share (THB)

Book value per share	13.03	11.79	11.70	11.70	11.73
Tangible book value per share	13.03	11.79	11.70	11.70	11.73

Financial strength

Net debt/equity (%)	63.2	47.4	53.6	57.0	55.6
Net debt/total assets (%)	26.0	22.0	23.3	25.4	24.8
Current ratio (x)	0.5	0.6	2.0	1.1	1.1
CF interest cover (x)	1.8	2.3	4.1	1.3	2.4

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	12.5	18.8	17.9	16.1	14.5
Recurring P/E @ target price (x) *	14.7	22.1	21.1	19.0	17.1
Reported P/E (x)	8.4	22.6	17.9	16.1	14.5
Dividend yield (%)	10.6	10.0	9.7	10.2	10.3
Price/book (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Price/tangible book (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x) **	10.6	12.3	12.7	12.4	12.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	11.7	13.7	14.1	13.8	13.3
EV/invested capital (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

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

Sources: CPN Retail Growth Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG 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 SETESG 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. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><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="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

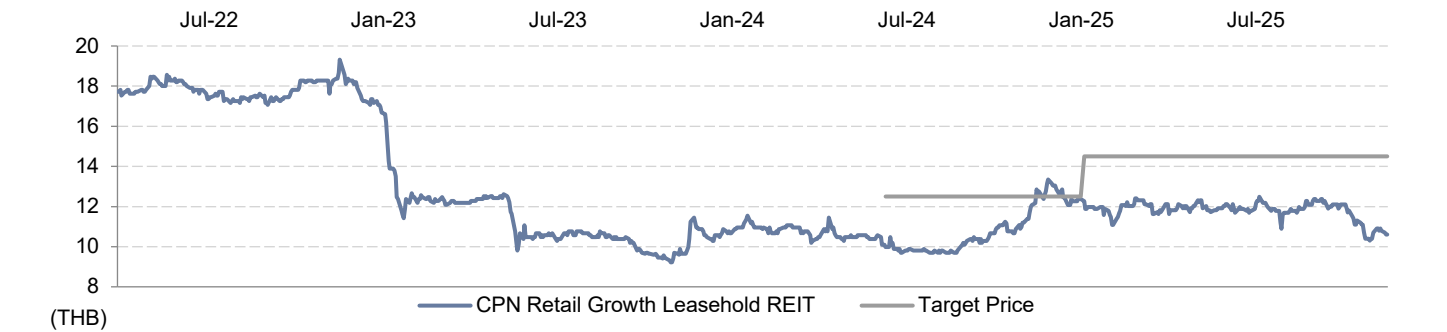
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
02-May-2024	BUY	12.50	18-Oct-2024	BUY	14.50	-	-	-

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

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 10.60	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

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

All share prices are as at market close on 09-Jul-2025 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

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

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

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

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

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

Industry Recommendations

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

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

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

Country (Strategy) Recommendations

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

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

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