

Thailand REITs

REITs ยังเป็นทางเลือกลงทุนท่ามกลางตลาดผันผวน

- ตลาดหุ้นไทยเผชิญแรงกดดัน แต่ PF&REIT ยัง outperform ตลาดโดยปรับลง 11% 2025YTD เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนอันดับ 3 รองจากรถยนต์และ ICT และหลายหลักทรัพย์ให้ Dividend yield 10%
- REITs ที่มีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวในสัดส่วนที่สูง มีสัดส่วนเงินกู้ต่อสินทรัพย์รวมสูง ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะบรรเทาไปได้มากกว่าในภาวะดอกเบี้ยขาลง ได้แก่ LHHOTEL WHAIR PROSPECT ALLY AIMIRT BAREIT
- แนะนำ CPNREIT, LHHOTEL, LHSC

ตลาดหุ้นไทยเผชิญแรงกดดัน แต่ PF&REIT ยัง outperform ตลาด

ปี 2025 ตลาดหุ้นไทยเผชิญแรงกดดันจากเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ รวมถึงความเสี่ยงสหรัฐเรียกเก็บภาษีนำเข้าสินค้าไทย 36% ส่งผลให้ SET Index ร่วงแล้ว 21% YTD (ณ 9 ก.ค. 2025) หนึ่งในตลาดที่แย่ที่สุดในโลก ขณะที่ PF&REIT Sector -11% YTD แม้ดีดลบแต่ยังดีกว่าตลาดรวม เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนอันดับ 3 รองจากรถยนต์และ ICT แม้ยัง underperform Global REIT เพราะสภาพคล่องต่ำ

ราคาหุ้น REIT ประเภทศูนย์การค้า โลจิสติกส์ สาธารณูปโภค Data center เด่นกว่าโรงแรมและคลังสินค้า

REIT ที่สามารถปรับราคาได้ดียิ่งในกลุ่มศูนย์การค้า โลจิสติกส์ สาธารณูปโภค โครงสร้างพื้นฐาน และ Data center ในทางกลับกัน REIT โรงแรมถูกกดดันจากนักท่องเที่ยวต่ำกว่าเป้า และคลังสินค้าถูกกระทบจากภาษีสหรัฐ ซึ่งยังไม่ชัดเจน

ดอกเบี้ยขาลงเอื้อต่อ REIT แนะนำศูนย์การค้า โรงแรม

ท่ามกลางแนวโน้มดอกเบี้ยขาลงทั่วโลก โดยเฉพาะไทย REIT ยังคงน่าสนใจจากรายได้ที่มั่นคง เงินปันผลสูง และต้นทุนเงินกู้ที่ลดลง เราแนะนำ REIT ศูนย์การค้าและ Data center ที่ผ่านการเพิ่มทุนแล้ว ให้ dividend yield ราว 10% ต่อปี กระทบจำกัดจากภาษีสหรัฐ และยังมีโอกาสขยายการลงทุนในอนาคต

FSSIA recommendations

Company	BBG code	share price	Rating		Target Price			
			Current	Previous	Current	Previous	%change	Up/downside
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	10.60	BUY	-	12.50	14.50	-13.79%	+17.9%
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	11.10	BUY	-	13.50	15.50	-12.90%	+21.6%
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	11.40	BUY	-	13.60	12.50	+8.80%	+19.3%

Note: Priced at close of business 09/07/2025. 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

แม้ตลาดหุ้นไทยในปี 2025 เผชิญแรงกดดันจากเศรษฐกิจ การเมืองในประเทศ และความเสี่ยงภาษีนำเข้าสหรัฐฯ ที่ยังไม่คลี่คลาย แต่เรามองว่า REIT ยังคงน่าสนใจจากรายได้ที่มั่นคง ผลตอบแทนเงินปันผลสูง และได้านิสงส์จากทิศทางดอกเบี้ยขาลง โดยเฉพาะ REIT กลุ่มศูนย์การค้าและ Data center ที่ผ่านการเพิ่มทุนแล้ว มี dividend yield ราว 10% ต่อปี กระทบจำกัดจากภาษีสหรัฐฯ และมีโอกาสเติบโตจากการขยายลงทุนในอนาคต ขณะที่ REIT โรงแรมยังเผชิญความท้าทายจากการแข่งขันและนักท่องเที่ยวต่ำกว่าเป้า แต่ระยะยาวยังมีศักยภาพฟื้นตัวได้ดี

ระยะนี้แนะนำเน้นลงทุนใน REIT ศูนย์การค้าและ Data center หรือโรงแรมที่ไม่ได้เน้นนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นหลักและมีการกระจายทำเลที่ตั้ง เป็นหลักเพื่อรับกระแสรายได้และการเติบโตที่มั่นคงในภาวะตลาดผันผวน

Catalyst

- อัตราดอกเบี้ยปรับลดลงเร็วและมากกว่าคาด
- บั๊จจัมมหภาค เศรษฐกิจ การใช้จ่ายใช้สอย การลงทุนที่ฟื้นตัวสดใส จำนวนนักท่องเที่ยวมากกว่าคาด
- กองทรัสต์สามารถหาสินทรัพย์ใหม่ที่มีศักยภาพในการเข้าลงทุนเพื่อต่อยอดการเติบโต

Risk to our call

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

Contents

ปี 2025YTD เป็นอีกหนึ่งปีที่ REIT ให้ผลตอบแทนชนะตลาด	3
แนะนำ REITs ศูนย์การค้า โรงแรม	4

Company report

CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB, BUY, TP THB12.50)

LH Hotel Leasehold REIT (LHHOTELTB, BUY, TP THB13.50)

LH Shopping Centers Leasehold REIT (LHSC TB, BUY, TP THB13.60)

Event Calendar

Date	Event
August 2025	2Q25 earnings announcement
November 2025	3Q25 earnings announcement

ปี 2025YTD เป็นอีกหนึ่งปีที่ REIT ให้ผลตอบแทนชนะตลาด

ท่ามกลางภาวะการลงทุนในปี 2025 ที่เผชิญความท้าทายทั้งภาวะเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ และปัญหาสินค้านำเข้าไทยอาจถูกสหรัฐเรียกภาษีนำเข้า 36% ซึ่งปัจจุบันการเจรจายังไม่แล้วเสร็จ ส่งผลให้ SET Index ปรับลง 21% 2025YTD (ข้อมูลถึงวันที่ 9 ก.ค. 2025) เป็นหนึ่งในตลาดที่ให้ผลตอบแทนต่ำที่สุดในโลก อย่างไรก็ตาม PF&REIT Sector -11% 2025YTD ให้ผลตอบแทนชนะตลาด และ perform ดีเป็นอันดับ 3 รองจากกลุ่มธนาคารและ ICT แต่ REIT ของไทยยัง underperform Global REIT พอสมควรอาจเป็นที่สภาพคล่องในการซื้อขายที่ค่อนข้างน้อยกว่ามาก

ทั้งนี้ REIT ที่ราคาพอจะประคองตัวได้ดีกว่ากลุ่มอยู่ในธุรกิจศูนย์การค้า โลจิสติกส์ สาธารณูปโภค โครงสร้างพื้นฐาน และ Data center ตรงข้ามกับกองทุนประเภทโรงแรมที่ได้ sentiment เชิงลบจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่น่าจะพลาดเป้า และกองทุนประเภทคลังสินค้าที่ได้รับผลเชิงลบจากภาษีการค้าของสหรัฐที่ปัจจุบันยังไม่มีการปรับ

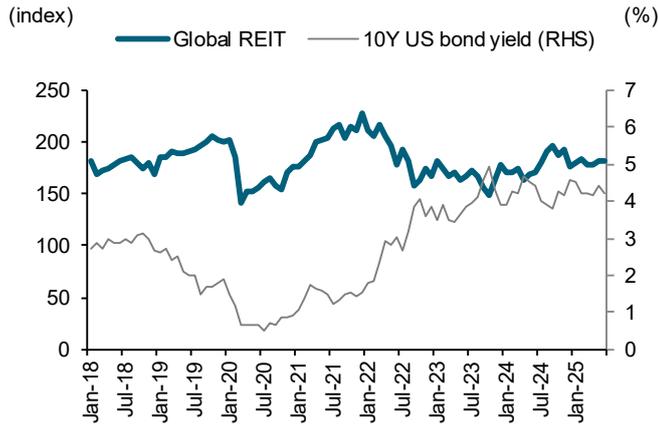
อย่างไรก็ตาม ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่เป็นขาลงและมีโอกาสในการปรับลงอีกในอนาคต โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย ยังเป็นสถานการณ์ที่เอื้อต่อการลงทุนใน REIT จากความมั่นคงของรายได้และผลตอบแทนของเงินปันผล รวมถึงโอกาสในการขยายการลงทุนหาทรัพย์สินใหม่ด้วยการก่อหนี้ที่มีต้นทุนทางการเงินถูกลง

Exhibit 1: Sector index return 2009 to 2025YTD

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25YTD
AGRI	PETRO	HEALTH	PROP	ETRON	HEALTH	HEALTH	AGRI	PETRO	PF&REIT	FIN	ETRON	ICT	ETRON	ETRON	ETRON	BANK
175.11%	180.50%	58.98%	78.94%	34.39%	48.33%	29.97%	57.78%	42.67%	7.08%	25.87%	379.10%	41.58%	57.44%	4.37%	65.40%	-1.81%
CONMAT	AGRI	ICT	COMM	TRANS	TRANS	FIN	COMM	TRANS	HEALTH	PF&REIT	AGRI	CONS	TOURISM	BANK	ICT	ICT
111.78%	128.17%	43.20%	73.56%	21.85%	37.86%	26.06%	40.98%	37.24%	5.66%	16.46%	61.50%	34.88%	36.28%	-1.30%	32.41%	-7.79%
PETRO	COMM	COMM	FIN	HEALTH	CONS	TOURISM	ENERG	TOURISM	FIN	FOOD	FIN	MEDIA	HEALTH	HEALTH	MEDIA	CONMAT
107.44%	83.41%	39.65%	65.00%	8.23%	34.81%	18.61%	38.45%	33.70%	3.21%	15.06%	9.90%	29.70%	25.25%	-7.31%	10.87%	-9.31%
BANK	ETRON	MEDIA	MEDIA	ICT	FIN	ETRON	PETRO	PROP	TRANS	ICT	PETRO	BANK	PROP	ICT	AGRI	PF&REIT
105.50%	55.37%	20.21%	63.68%	3.85%	30.42%	18.32%	36.08%	22.56%	-5.40%	13.66%	5.40%	22.99%	13.69%	-9.92%	8.06%	-11.34%
PROP	FOOD	FOOD	TOURISM	FIN	BANK	TRANS	FOOD	COMM	ENERG	MEDIA	FOOD	AGRI	TRANS	TOURISM	BANK	AGRI
93.68%	49.67%	16.12%	58.22%	3.67%	30.11%	8.68%	34.82%	21.70%	-6.26%	13.18%	-3.30%	22.90%	11.75%	-12.75%	4.43%	-15.42%
TRANS	HEALTH	FIN	TRANS	TOURISM	ETRON	CONMAT	FIN	ENERG	PETRO	TRANS	CONMAT	TOURISM	COMM	FOOD	PF&REIT	TOURISM
87.18%	42.98%	3.19%	55.68%	2.76%	29.52%	8.48%	34.44%	19.64%	-10.35%	11.91%	-5.00%	22.56%	5.45%	-12.82%	-0.85%	-16.88%
ETRON	CONMAT	TOURISM	ICT	PETRO	PROP	PF&REIT	ETRON	MEDIA	BANK	ENERG	ENERG	HEALTH	ENERG	PROP	TRANS	ENERG
71.20%	41.08%	2.89%	50.80%	1.72%	23.35%	5.38%	19.08%	16.11%	-10.62%	8.92%	-9.10%	22.47%	1.88%	-14.74%	-1.98%	-17.83%
FOOD	BANK	PROP	HEALTH	AGRI	ICT	CONS	BANK	BANK	COMM	HEALTH	COMM	FIN	FOOD	PF&REIT	FOOD	FOOD
69.60%	34.16%	-0.71%	46.98%	-4.71%	21.24%	0.41%	17.71%	14.81%	-13.08%	-0.51%	-12.50%	16.31%	-4.75%	-15.02%	-5.89%	-19.00%
COMM	ENERG	BANK	BANK	COMM	TOURISM	PETRO	TRANS	ICT	ICT	COMM	CONS	PROP	BANK	CONMAT	COMM	PETRO
61.02%	31.02%	-3.83%	43.53%	-8.00%	20.92%	-1.19%	15.49%	11.85%	-14.22%	-1.55%	-15.20%	16.17%	-6.40%	-15.56%	-8.38%	-19.56%
FIN	TRANS	CONMAT	CONMAT	CONMAT	CONMAT	COMM	PF&REIT	FIN	CONMAT	CONMAT	ICT	FOOD	CONMAT	ENERG	FIN	HEALTH
58.72%	30.31%	-5.15%	36.88%	-8.48%	17.75%	-8.28%	10.26%	6.68%	-14.77%	-7.01%	-15.30%	11.64%	-8.39%	-17.73%	-12.28%	-23.90%
ENERG	MEDIA	ENERG	FOOD	PROP	AGRI	PROP	HEALTH	PF&REIT	PROP	PROP	HEALTH	PETRO	CONS	TRANS	TOURISM	CONS
48.11%	27.33%	-7.00%	35.36%	-9.54%	13.44%	-11.01%	9.09%	2.98%	-15.65%	-9.83%	-16.30%	10.27%	-8.94%	-20.08%	-13.00%	-26.15%
HEALTH	PROP	TRANS	ETRON	ENERG	MEDIA	FOOD	ICT	FOOD	AGRI	BANK	PROP	ENERG	PF&REIT	COMM	ENERG	COMM
32.33%	25.33%	-25.84%	33.38%	-10.41%	9.90%	-11.95%	5.41%	-0.75%	-17.20%	-13.83%	-18.10%	8.13%	-9.58%	-20.90%	-13.71%	-28.99%
MEDIA	FIN	AGRI	PF&REIT	FOOD	COMM	ENERG	PROP	CONMAT	ETRON	ETRON	TRANS	COMM	FIN	AGRI	PROP	PROP
27.54%	20.19%	-27.51%	31.64%	-13.03%	8.48%	-20.71%	5.10%	-3.71%	-18.01%	-14.26%	-18.40%	10.26%	-16.55%	-21.72%	-15.04%	-29.96%
ICT	TOURISM	ETRON	AGRI	BANK	FOOD	MEDIA	CONMAT	HEALTH	TOURISM	AGRI	MEDIA	CONMAT	PETRO	PETRO	HEALTH	ETRON
21.34%	16.44%	-32.26%	7.19%	-15.37%	8.18%	-22.39%	0.99%	-7.53%	-22.10%	-17.55%	-18.50%	7.03%	-11.13%	-24.86%	-15.97%	-30.71%
TOURISM	PF&REIT	PETRO	ENERG	MEDIA	PF&REIT	AGRI	CON	ETRON	FOOD	CONS	TOURISM	ETRON	ICT	CONS	CONS	FIN
15.37%	13.76%	-32.68%	7.14%	-18.98%	0.72%	-28.05%	0.44%	-14.31%	-22.76%	-22.00%	-19.00%	6.55%	-14.18%	-28.66%	-22.29%	-35.54%
PF&REIT	ICT	PF&REIT	PETRO	PF&REIT	ENERG	BANK	TOURISM	CONS	CONS	TOURISM	BANK	TRANS	MEDIA	FIN	PETRO	MEDIA
14.64%	13.34%	-0.41%	6.23%	-8.18%	-2.38%	-28.63%	-3.50%	-14.34%	-26.59%	-23.76%	-23.60%	1.04%	-19.57%	-29.45%	-22.29%	-37.77%
CONS	CONS	CONS	CONS	CONS	PETRO	ICT	MEDIA	AGRI	MEDIA	PETRO	PF&REIT	PF&REIT	AGRI	MEDIA	CONMAT	TRANS
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-24.06%	-39.46%	-7.93%	-15.95%	-29.32%	-24.86%	-26.48%	-1.68%	-20.19%	-34.02%	-33.70%	-41.64%

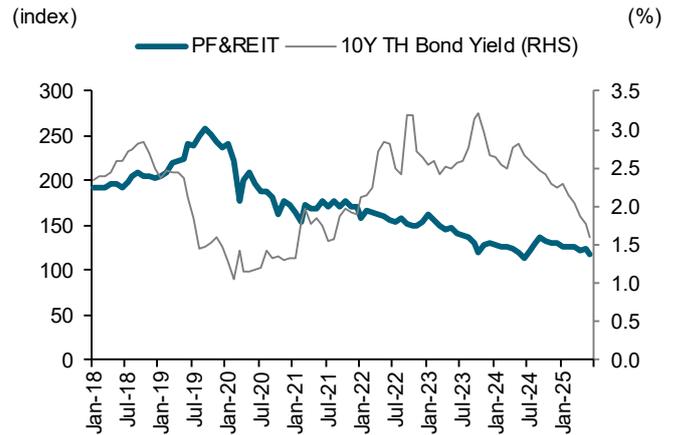
Note: All data is as at yearend. Sector return in 25YTD is data until 9 July 2025
Sources: SET, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Global REIT and 10-year US bond yield



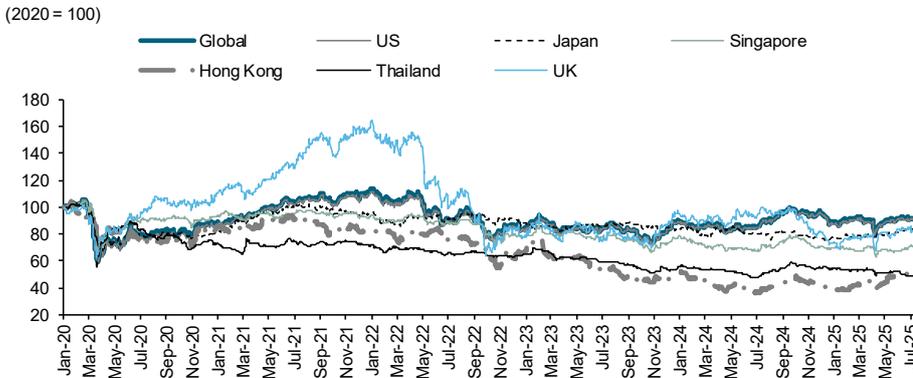
Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

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



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Global REITs performance



Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

แนะนำ REITs ศูนย์การค้า โรงแรม

เราแนะนำ REITs ศูนย์การค้า และ Data center ที่ผ่านการเพิ่มทุนไปแล้ว ให้ Dividend yield ราว 10% ต่อปี ถูกกระทบจำกัดจากมาตรการภาษีการค้ำของสหรัฐ และมีโอกาสขยายการลงทุนในทรัพย์สินเพิ่มในอนาคต สำหรับกองทรัสต์ประเภทโรงแรม แม้ว่าภาคการท่องเที่ยวของไทยจะเผชิญความท้าทายจากปัญหาการแข่งขันจากประเทศอื่น แต่เชื่อว่าในระยะยาวภาคท่องเที่ยวของไทยยังเติบโตได้ดี กองทรัสต์โรงแรมที่เราแนะนำ ไม่ได้พึ่งพาแต่นักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นหลัก สำหรับกองทรัสต์ประเภทศูนย์การค้าในบ้านเรา ไม่ได้พึ่งพาเฉพาะนักท่องเที่ยวต่างชาติ ขณะเดียวกันศูนย์การค้าในปัจจุบันก็มีความเป็น Lifestyle มีพื้นที่ทำกิจกรรม ตอบโจทย์ความต้องการที่ครบครันของผู้บริโภค นอกจากนี้ กองทรัสต์ที่เป็น Data center เติบโตตามความต้องการในการจัดเก็บข้อมูลที่มีแต่จะเพิ่มสูงขึ้น

CPN RETAIL GROWTH LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

CPNREIT TB

BUY

UNCHANGED

คาดการณ์ราคาและเงินปันผลใกล้เคียงไตรมาสก่อน

- คาดกำไรปกติ 2Q25 ทรงตัว q-q พร้อมจ่ายปันผล 0.26 บาทต่อหน่วย
- ปรับประมาณการกำไรปี 2025-27 ลงเล็กน้อย แต่ยังคงคาดการณ์เติบโตต่อเนื่อง 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 แต่ยังมีบริหารจัดการให้ใกล้เคียงไตรมาสก่อนได้ ในไตรมาสนี้ยังคงมี 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 (ค่าธรรมเนียมบริหารอสังหาริมทรัพย์ 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

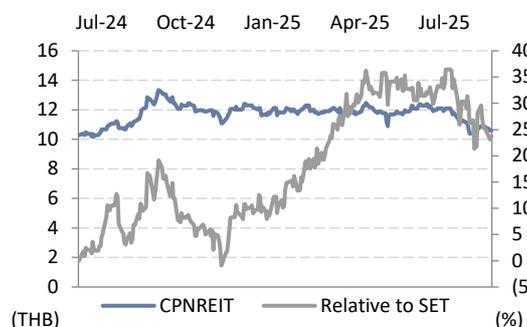
แนะนำซื้อ ผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 10% ราคาหุ้นต่ำกว่า NAV 10%

เราปรับลดราคาเหมาะสมเป็น 12.50 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 6.9% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ CPNREIT เนื่องจาก 1) เป็น REIT ค่าปดิกขนาดใหญ่ที่เติบโตไปพร้อมกับ CPN ซึ่งมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ โตเด่นด้านทำเล 2) มี CPN เป็นทั้งผู้บริหารทรัพย์สินและผู้ถือหุ้น และมีประสบการณ์ในธุรกิจค้าปลีกอย่างดี 3) การต่อสัญญาเซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ทำให้กระแสเงินสดมีความต่อเนื่อง และไม่ต้องกังวลสินทรัพย์ครบอายุสัญญาเช่าไปอีก 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

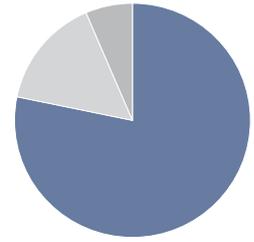
Company profile

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 โครงการอาคารสำนักงานยูนิลีเวอร์เฮ้าส์ โครงการเซ็นทรัลมารีนา และโครงการเซ็นทรัล ลำปาง

www.cpnreit.com

Principal activities (revenue, 2024)

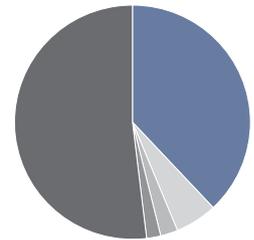
- Malls - 78.2 %
- Offices - 15.3 %
- Hotel - 6.4 %



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) การใช้จ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำกว่าคาด; 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.

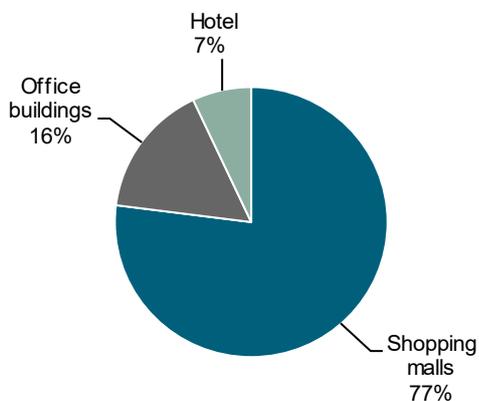
Source: FSSIA estimates

Exhibit 5: CPNREIT - 2Q25E earnings preview

Year to Dec 31	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	----- Change -----		1H24	1H25E	Change	% of
	(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)	

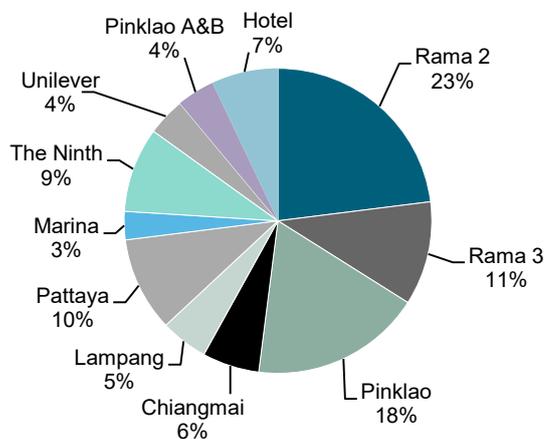
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 6: Revenue contribution by asset type, 1Q25



Source: CPNREIT

Exhibit 7: Revenue contribution by project, 1Q25



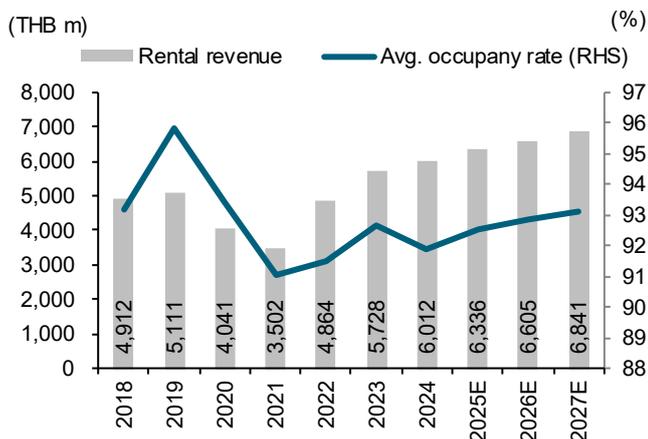
Source: CPNREIT

Exhibit 8: 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

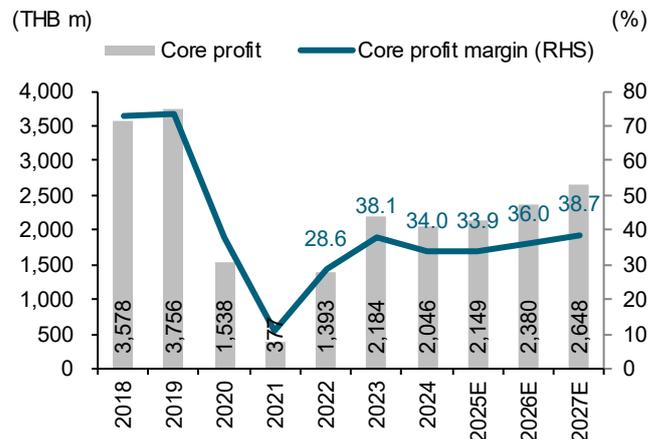
Source: FSSIA estimates

Exhibit 9: Rental revenue and occupancy rate



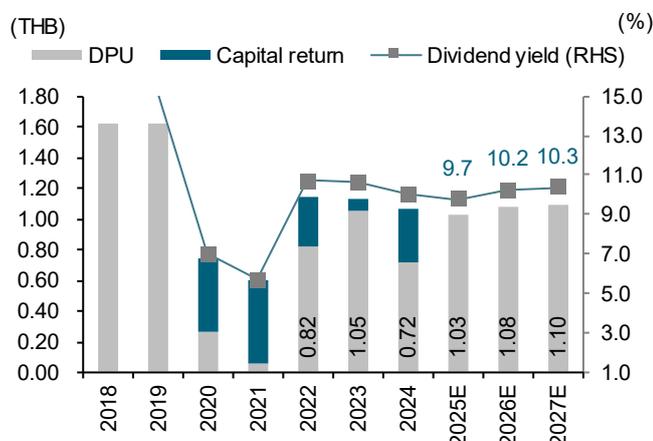
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 10: Core profit and core profit margin



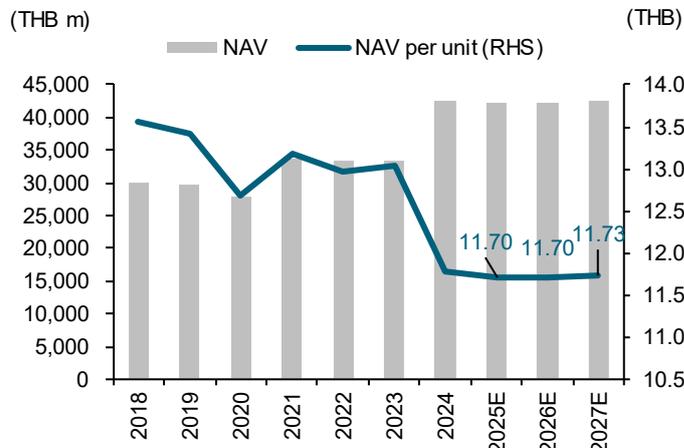
Sources: CPNREIT, FSSIA estimates

Exhibit 11: DPU and yield



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

Exhibit 12: 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					
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					
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

LH HOTEL LEASEHOLD REIT

THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

LHHOTEL TB

BUY

UNCHANGED

กำไรชะลอระยะสั้น แต่ปันผลยังน่าสนใจ

- คัดกำไรปกติ 2Q25 -11.1% q-q, -3.7% y-y และเงินปันผลที่ 0.24 บาท/หน่วย
- ปรับกำไรปกติปี 2025-27 ลง 6%/2%/2% ตามสถานการณ์ท่องเที่ยว 2H25 ที่เผชิญความเสี่ยงหลายประการ
- แนะนำซื้อ แม้สถานการณ์ท่องเที่ยวไม่เอื้อแต่เงินปันผลสูงและราคาต่ำกว่า NAV

TARGET PRICE	THB13.50
CLOSE	THB11.10
UP/DOWNSIDE	+21.6%
PRIOR TP	THB15.50
CHANGE IN TP	-12.9%
TP vs CONSENSUS	-1.5%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	2,351	2,270	2,468	2,597
Net profit	2,577	1,704	1,905	2,039
EPS (THB)	2.46	1.62	1.82	1.94
vs Consensus (%)	-	(1.6)	10.3	17.9
EBITDA	2,257	2,125	2,308	2,415
Recurring net profit	1,794	1,704	1,905	2,039
Core EPS (THB)	1.71	1.62	1.82	1.94
Chg. In EPS est. (%)	nm	(3.2)	1.0	nm
EPS growth (%)	89.0	(5.0)	11.8	7.0
Core P/E (x)	6.5	6.8	6.1	5.7
Dividend yield (%)	12.0	11.0	11.4	12.1
EV/EBITDA (x)	9.6	10.1	9.2	8.5
Price/book (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Net debt/Equity (%)	73.3	70.5	65.2	58.7
ROE (%)	13.9	12.4	13.4	13.7

คัดกำไรปกติ 2Q25 ลดลงทั้งฤดูกาล แผ่นดินไหว และไทยถูกแย่งตลาด

จำนวนนักท่องเที่ยวใน 2Q25 อยู่ที่ 8.1 ล้านคน -14.8% q-q ตามฤดูกาลแต่ทรงตัว y-y ประกอบกับเหตุแผ่นดินไหวในช่วงปลายเดือน มี.ค. และนักท่องเที่ยวชาวจีนที่ลดลงต่อเนื่อง ส่งผลกระทบต่ออัตราการเข้าพักในโรงแรมในกรุงเทพโดยเฉพาะโรงแรม Grande Centre Point ราชดำริและสุขุมวิท 55 ซึ่งมีลูกค้าชาวจีนเป็นสัดส่วน 19% และ 22% มากกว่าโรงแรมอื่น ขณะที่โรงแรม 2 แห่งในพืชมียาลูกค้าเป็นชาวไทยมากกว่า เราคาดการณ์อัตราการเข้าพักเฉลี่ยของโรงแรมทั้ง 5 แห่งภายใต้การบริหารของ LHHOTEL ชะลอลงเป็น 86% และคาดการณ์รายได้ค่าเช่า -8.5% q-q, -5.9% y-y เป็น 520 ล้านบาท ต้นทุนและรายจ่ายการบริหารเชื่อว่ายังรักษาได้ใกล้เคียงไตรมาสก่อน รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายหลังจากชำระคืนเงินกู้ในปีก่อนแล้ว ทำให้คัดกำไรปกติ 398 ล้านบาท (-11.1% q-q, -3.7% y-y) รวมถึงคาดการณ์เงินปันผลที่ 0.24 บาทต่อหน่วย

ปรับลดประมาณการจากสถานการณ์ท่องเที่ยวที่มีความเสี่ยงเพิ่ม

นักท่องเที่ยวที่เข้ามาเที่ยวไทยในช่วง 1 ม.ค. - 6 ก.ค. มีจำนวน 17.4 ล้านคน (-4.4% y-y) คิดเป็น 50% ของประมาณการทั้งปีของ ธปท. แต่ในช่วงที่เหลือของปียังมีความเสี่ยงหลายประการ ปัญหาการล้งซื้อทั่วโลกที่ไม่ดีนัก ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และการแข่งขันจากประเทศอื่น เราปรับกำไรปกติปี 2025-27 ลง 6%/2%/2% ตั้งสมมติฐานการขึ้นอัตราค่าห้องพักในปี 2025 เป็นเฉลี่ย 2% จากเดิม 4-6% เราเชื่อว่าสถานการณ์ท่องเที่ยวจะดีขึ้นในปี 2026 เราปรับลดคาดการณ์เงินปันผลปีนี้เป็น 1.22 บาทต่อหน่วย

มีโอกาสลงทุนขยายสินทรัพย์เพิ่มเพื่อสร้างการเติบโต

LHHOTEL ยังมองหาระยะสินในการลงทุนเพื่อขยายการเติบโต โดยทรัพย์สินที่เป็นไปได้ เช่น Grande Centre Point สุรวงศ์ที่เปิดให้บริการเมื่อปี 2023 อย่างไรก็ตาม LHHOTEL เพิ่งขยายการลงทุนในช่วงปลายปี 2023 ปัจจุบันยังมีภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ย 1 หมื่นล้านบาท ประกอบกับภาวะตลาดทุนปัจจุบันไม่เอื้อในการเพิ่มทุน เราเชื่อว่าการลงทุนในทรัพย์สินใหม่ยังไม่ใช้ในเร็ว ๆ นี้

แนะนำซื้อ ผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 10% ราคาหุ้นต่ำกว่า NAV 14%

เราปรับลดราคาเหมาะสมเป็น 13.50 บาทต่อหน่วย อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ LHHOTEL เนื่องจาก 1) เป็น REIT โรงแรมที่มีมูลค่าสินทรัพย์ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ 2) ทำเลโดดเด่น อัตราการเข้าพักสูงทุกโครงการ เปิดโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าห้องพัก 3) กระจายแหล่งรายได้มาจากทั้งกรุงเทพฯ และพืชมียา 4) มีโอกาสเติบโตควบคู่ไปกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และ 5) คัด Dividend yield สูงราว 10% ต่อปี และราคาหุ้นยังต่ำกว่า 1Q25 NAV 14%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.9)	(11.9)	(0.9)
Relative to country (%)	1.3	(13.7)	17.8
Mkt cap (USD m)	356		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.4		
Free float (%)	72		
Major shareholder	LH Mall & Hotel (LHMH) (26%)		
12m high/low (THB)	14.40/10.80		
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

LHHOTEL ยังคงเป็นทางเลือกการลงทุนที่น่าสนใจในกลุ่ม REIT โรงแรม ด้วยสินทรัพย์คุณภาพสูง ทำเลเด่น และศักยภาพการจ่ายเงินปันผลที่โดดเด่น แม้จะเผชิญความท้าทายระยะสั้นจากภาคการท่องเที่ยว แต่ยังมีโอกาสเติบโตในระยะยาวควบคู่กับการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม

จากความไม่แน่นอนของนักท่องเที่ยวในครึ่งปีหลัง และกำลังซื้อทั่วโลกที่ยังเปราะบาง จึงปรับกำไรปี 2025-27 ลง 6%/2%/2% และลดคาดการณ์เงินปันผลปีนี้เป็น 1.22 บาทต่อหน่วย อย่างไรก็ตาม คาดการณ์ฟื้นตัวชัดเจนในปี 2026

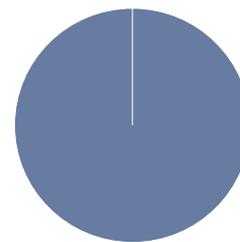
Company profile

LHHOTEL ก่อตั้งในปี 2015 เป็นกองทรัสต์ประเภทโรงแรมที่มีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ที่สุดในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการลงทุนในสิทธิการเช่าในโครงการ 5 แห่ง (3 แห่งในกรุงเทพฯ และ 2 แห่งในพัทยา) ได้แก่ Grande Centre Point Terminal 21, Grande Centre Point Ratchadamri, Grande Centre Point Sukhumvit 55, Grande Centre Point Pattaya, Grande Centre Point Space Pattaya และนำทรัพย์สินดังกล่าวให้เช่าและให้เช่าช่วงแก่บริษัท แอล แอนด์ เอช โฮเทล แมนเนจเม้นท์ จำกัด กองทรัสต์เป็น Leasehold 100% อายุสัญญาเช่าเฉลี่ยเฉลี่ย 22.3 ปี

www.lhhotelreit.com

Principal activities (revenue, 2024)

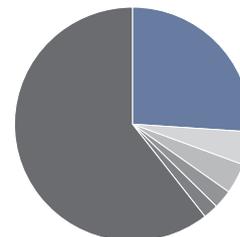
- Rental and service income - 100.0 %



Source: LH Hotel Leasehold REIT

Major shareholders

- LH Mall & Hotel (LHMH) - 26.0 %
- LHFG - 4.6 %
- Muang Thai Life Assurance PCL. - 4.2 %
- LH Bank - 2.6 %
- Principle Property Income Fund - 2.1 %



Source: LH Hotel Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การสรรหาทรัพย์สินที่มีศักยภาพเข้าพอร์ตเพิ่มเติม 2) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด 3) อัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาลง

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติน้อยกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้ 4) โรคระบาด 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 6) ความไม่สงบทางการเมือง

Event calendar

Date	Event
14 August 2025	2Q25 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2025E	2026E	2027E
GCPT21: Occ rate	(%)	80.0	86.0	88.0
GCPT21: ADR	(THB/room/night)	5,582	5,833	6,066
GCPRD: Occ rate	(%)	84.0	86.0	86.0
GCPRD: ADR	(THB/room/night)	5,546	5,768	5,998
GCPS55: Occ rate	(%)	83.0	87.0	87.0
GCPS55: ADR	(THB/room/night)	3,835	3,989	4,148
GCPPTY: Occ rate	(%)	90.0	90.0	90.0
GCPPTY: ADR	(THB/room/night)	4,430	4,651	4,884
GCPSPY: Occ rate	(%)	89.0	92.0	92.0
GCPSPY: ADR	(THB/room/night)	6,369	6,687	7,022

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.

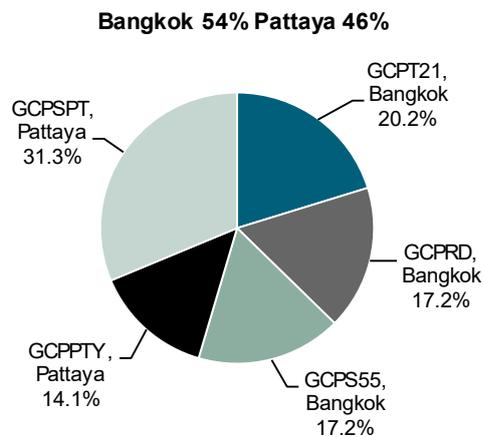
Source: FSSIA estimates

Exhibit 13: LHHOTEL - 2Q25 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	553	520	688	568	520	(8.5)	(5.9)	1,143	1,089	(4.8)	48.0
Cost of rental and services	(8)	(15)	(4)	(4)	(4)	3.2	(52.2)	(22)	(7)	(65.7)	13.7
Gross profit	545	505	684	565	516	(8.6)	(5.3)	1,122	1,081	(3.6)	48.8
Operating costs	(15)	(21)	(5)	(13)	(14)	3.8	(9.3)	(29)	(27)	(6.1)	28.3
Operating profit	530	484	679	552	503	(8.9)	(5.1)	1,093	1,054	(3.6)	49.7
Operating EBITDA	530	484	679	552	503	(8.9)	(5.1)	1,093	1,054	(3.6)	49.7
Other income	0	0	1	3	1	(49.3)	999.2	1	4	366.9	83.6
Interest expense	(117)	(117)	(112)	(106)	(106)	(0.3)	(9.3)	(234)	(212)	(9.3)	50.4
Net investment income	413	367	568	448	398	(11.1)	(3.7)	860	846	(1.6)	49.6
Gain (loss) on investment	1	0	3	0	0	nm	nm	3	0	(85.1)	
Gain (loss) on revaluation of investments	117	0	661	(0)	0	nm	nm	116	(0)	(100.1)	
Reported net profit	531	367	1,232	448	398	(11.2)	(25.1)	979	846	(13.6)	49.7
Core profit	413	367	568	448	398	(11.1)	(3.7)	860	846	(1.6)	49.6
Reported EPS (THB)	0.51	0.35	1.17	0.43	0.38	(11.2)	(25.1)	0.93	0.81	(13.6)	49.7
Recurring EPS (THB)	0.39	0.35	0.54	0.43	0.38	(11.1)	(3.7)	0.82	0.81	(1.6)	49.6
DPU (THB)	0.31	0.34	0.39	0.30	0.24	(20.3)	(22.9)	0.61	0.54	(11.6)	
NAV (THB)	12.04	12.18	12.92	12.96	13.07	0.9	8.6	12.04	13.07	8.6	
No. of units (m units)	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049			1,049	1,049		
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
Gross margin	98.6	97.1	99.4	99.4	99.3	(0.1)	0.7	94.4	97.5	3.1	
Operating margin	95.8	93.1	98.7	97.5	96.9	(0.6)	1.0	90.8	93.0	2.2	
Core profit margin	74.7	70.6	82.5	78.8	76.5	(2.3)	1.8	3.0	4.0	1.0	

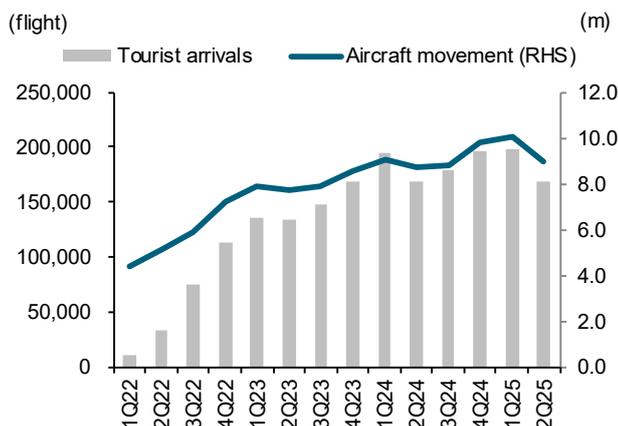
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 14: Revenue contribution by location, 1Q25



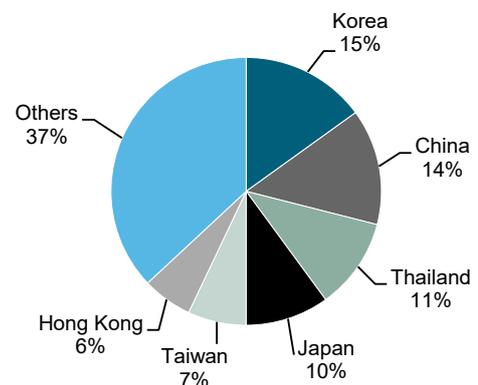
Source: LHHOTEL

Exhibit 16: Tourist arrivals and aircraft movement



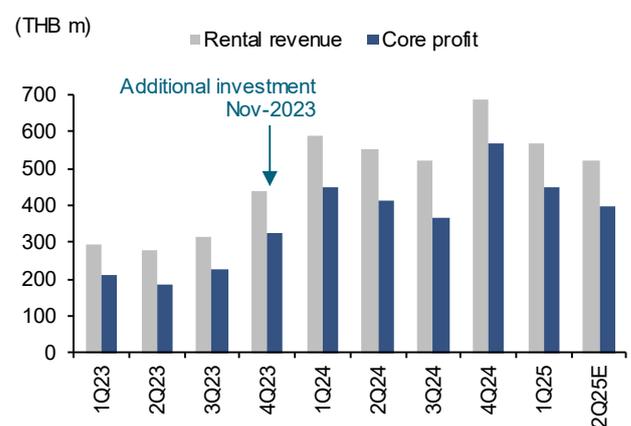
Sources: Department of Tourism, Airports of Thailand

Exhibit 15: Customer by nationality, 1Q25



Source: LHHOTEL

Exhibit 17: Rental revenue and core profit



Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 18: 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 rental revenues	2,270	2,468	2,597	2,381	2,500	2,604	(4.6)	(1.3)	(0.3)
- Grand Centre Point Terminal 21	928	1,043	1,110	1,063	1,111	1,130	(12.7)	(6.1)	(1.8)
- Grand Centre Point Ratchadamri	1,007	1,072	1,115	1,031	1,072	1,115	(2.3)	0.0	0.0
- Grand Centre Point Sukhumvit 55	633	690	718	694	730	759	(8.8)	(5.4)	(5.4)
- Grand Centre Point Pattaya	710	746	783	710	746	783	0.0	0.0	0.0
- Grande Centre Point Space Pattaya	1,250	1,357	1,424	1,250	1,312	1,378	0.0	3.4	3.4
Cost of rental	(54)	(59)	(62)	(57)	(60)	(63)	(4.6)	(1.3)	(0.3)
SG&A and other expenses	(95)	(106)	(125)	(99)	(107)	(124)	(3.7)	(0.3)	0.6
EBITDA	2,125	2,308	2,415	2,229	2,338	2,423	(4.7)	(1.3)	(0.3)
Interest expense	(421)	(403)	(377)	(416)	(398)	(354)	1.2	1.2	6.6
Net investment income	1,704	1,905	2,039	1,813	1,940	2,069	(6.0)	(1.8)	(1.5)
Gain (loss) on investment	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gain (loss) on revaluation of investments	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Reported net profit	1,704	1,905	2,039	1,813	1,940	2,069	(6.0)	(1.8)	(1.5)
Core profit	1,704	1,905	2,039	1,813	1,940	2,069	(6.0)	(1.8)	(1.5)
Reported EPS	1.62	1.82	1.94	1.73	1.85	1.97	(6.0)	(1.8)	(1.5)
Core EPS	1.62	1.82	1.94	1.73	1.85	1.97	(6.0)	(1.8)	(1.5)
DPU (THB)	1.22	1.26	1.34	1.24	1.26	1.34	(1.9)	(0.0)	(0.0)
NAV (THB)	13.32	13.88	14.48	13.29	13.88	14.51	0.3	0.0	(0.2)
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

Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 19: DPU and yield

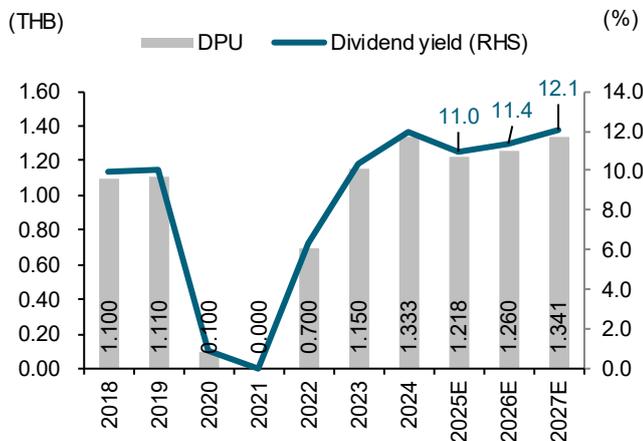
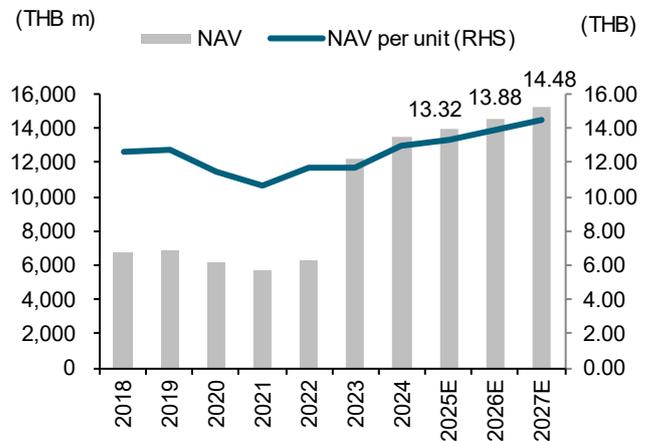
Note: Price as of 9 July 2025
Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Exhibit 20: NAV and NAV per unit



Sources: LHHOTEL, FSSIA estimates

Financial Statements

LH Hotel Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,321	2,351	2,270	2,468	2,597
Cost of goods sold	(46)	(45)	(92)	(100)	(105)
Gross profit	1,274	2,306	2,178	2,368	2,492
Other operating income	5	2	5	5	5
Operating costs	(51)	(51)	(58)	(66)	(82)
Operating EBITDA	1,228	2,257	2,125	2,308	2,415
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	1,228	2,257	2,125	2,308	2,415
Net financing costs	(279)	(463)	(421)	(403)	(377)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	628	783	0	0	0
Profit before tax	1,577	2,577	1,704	1,905	2,039
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	1,577	2,577	1,704	1,905	2,039
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	1,577	2,577	1,704	1,905	2,039
Non-recurring items & goodwill (net)	(628)	(783)	0	0	0
Recurring net profit	949	1,794	1,704	1,905	2,039
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.90	1.71	1.62	1.82	1.94
Reported EPS	1.50	2.46	1.62	1.82	1.94
DPS	1.15	1.33	1.22	1.26	1.34
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,049	1,049	1,049	1,049	1,049
Growth					
Revenue (%)	96.1	78.0	(3.5)	8.7	5.2
Operating EBITDA (%)	100.8	83.7	(5.8)	8.6	4.7
Operating EBIT (%)	100.8	83.7	(5.8)	8.6	4.7
Recurring EPS (%)	16.8	89.0	(5.0)	11.8	7.0
Reported EPS (%)	13.7	63.4	(33.9)	11.8	7.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	96.5	98.1	95.9	96.0	95.9
Gross margin exc. depreciation (%)	96.5	98.1	95.9	96.0	95.9
Operating EBITDA margin (%)	93.0	96.0	93.6	93.5	93.0
Operating EBIT margin (%)	93.0	96.0	93.6	93.5	93.0
Net margin (%)	71.9	76.3	75.1	77.2	78.5
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	127.1	77.9	75.0	69.4	69.0
Interest cover (X)	4.4	4.9	5.0	5.7	6.4
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	7.1	9.8	9.0	9.6	10.0
ROIC (%)	7.1	9.8	9.0	9.6	10.0
ROE (%)	10.2	13.9	12.4	13.4	13.7
ROA (%)	7.0	9.8	8.9	9.6	9.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Rental and service income	1,321	2,351	2,270	2,468	2,597

Sources: LH Hotel Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

LH Hotel Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	949	1,794	1,704	1,905	2,039
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(9,461)	(89)	5	(229)	0
Change in working capital	115	319	80	408	318
Cash flow from operations	(8,396)	2,025	1,789	2,083	2,357
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	(715)	(1,274)	(1,278)	(1,322)	(1,407)
Equity finance	5,110	0	0	0	0
Debt finance	4,327	(249)	(82)	(305)	(508)
Other financing cash flows	(338)	(494)	(421)	(403)	(377)
Cash flow from financing	8,383	(2,017)	(1,781)	(2,030)	(2,292)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	(13)	7	9	54	65
Free cash flow to firm (FCFF)	(8,117.19)	2,487.16	2,210.20	2,486.44	2,733.75
Free cash flow to equity (FCFE)	(4,407.56)	1,281.84	1,286.56	1,375.30	1,471.62

Per share (THB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
FCFF per share	(7.74)	2.37	2.11	2.37	2.61
FCFE per share	(4.20)	1.22	1.23	1.31	1.40
Recurring cash flow per share	(8.11)	1.63	1.63	1.60	1.94

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	22,099	22,971	22,971	23,198	23,198
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	22,099	22,971	22,971	23,198	23,198
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	3	10	19	72	137
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	466	626	963	970	1,027
Current assets	468	636	982	1,043	1,164
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	22,567	23,608	23,953	24,241	24,363
Common equity	12,245	13,548	13,974	14,557	15,189
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	12,245	13,548	13,974	14,557	15,189
Long term debt	10,168	9,946	9,865	9,560	9,051
Other long-term liabilities	3	30	31	29	24
Long-term liabilities	10,171	9,977	9,896	9,588	9,075
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	151	83	83	95	98
Current liabilities	151	83	83	95	98
Total liabilities and shareholders' equity	22,567	23,608	23,953	24,241	24,363
Net working capital	315	544	880	875	928
Invested capital	22,414	23,515	23,852	24,073	24,127

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

Per share (THB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Book value per share	11.67	12.92	13.32	13.88	14.48
Tangible book value per share	11.67	12.92	13.32	13.88	14.48

Financial strength	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net debt/equity (%)	83.0	73.3	70.5	65.2	58.7
Net debt/total assets (%)	45.0	42.1	41.1	39.1	36.6
Current ratio (x)	3.1	7.7	11.9	10.9	11.8
CF interest cover (x)	(14.8)	3.8	4.1	4.4	4.9

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	12.3	6.5	6.8	6.1	5.7
Recurring P/E @ target price (x) *	14.9	7.9	8.3	7.4	6.9
Reported P/E (x)	7.4	4.5	6.8	6.1	5.7
Dividend yield (%)	10.4	12.0	11.0	11.4	12.1
Price/book (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
Price/tangible book (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x) **	17.8	9.6	10.1	9.2	8.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	19.8	10.7	11.3	10.2	9.6
EV/invested capital (x)	1.0	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: LH Hotel Leasehold REIT; FSSIA estimates

LH SHOPPING CENTERS LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITS

LHSC TB

BUY

UNCHANGED

อัตราค่าเช่าส่วนใหญ่คงที่ กระแสเงินสดมั่นคง

- คาดกำไรปกติ 2Q25 -4% q-q เพราะฤดูกาล แต่ +88% y-y เพราะมีศูนย์เพิ่ม
- รายได้ค่าเช่าที่เป็นอัตราคงที่ ผู้ให้บริการราวครึ่งหนึ่งเป็นชาวไทย นักท่องเที่ยวที่อาจชะลอจึงกระทบจำกัด เราปรับเพิ่มกำไรปี 2025-27 เฉลี่ยปีละ 4-5%
- แนะนำซื้อ คาดเงินปันผลตอบแทนราว 10% ต่อปี ราคาต่ำกว่า 1Q25 NAV 6%

TARGET PRICE	THB13.60
CLOSE	THB11.40
UP/DOWNSIDE	+19.3%
PRIOR TP	THB12.50
CHANGE IN TP	+8.8%
TP vs CONSENSUS	-0.7%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,563	2,670	2,750	2,833
Net profit	789	1,211	1,272	1,321
EPS (THB)	1.01	1.56	1.63	1.70
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	743	1,344	1,399	1,441
Recurring net profit	702	1,211	1,272	1,321
Core EPS (THB)	0.90	1.56	1.63	1.70
Chg. In EPS est. (%)	nm	10.2	10.8	nm
EPS growth (%)	(15.6)	72.5	5.0	3.9
Core P/E (x)	12.6	7.3	7.0	6.7
Dividend yield (%)	6.8	9.6	10.0	10.4
EV/EBITDA (x)	14.1	8.9	8.4	7.8
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Net debt/Equity (%)	17.6	32.3	28.1	23.3
ROE (%)	9.1	12.7	12.9	12.8

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q25 -4% q-q เพราะฤดูกาล แต่ +88% y-y เพราะมีศูนย์เพิ่ม

หลังจากที่กอง LHSC ลงทุนในศูนย์การค้า Terminal 21 พัทยาตั้งแต่เดือน พ.ย. 2024 ผลประกอบการและ NAV ยกฐานขึ้นตั้งแต่ 1Q25 โดยที่ Terminal 21 พัทยาเป็นทรัพย์สินที่มีศักยภาพสูง ตั้งอยู่ใจกลางเมืองพัทยา มีพื้นที่เช่า 44,818 ตรม. (มากกว่า Terminal 21 อโศก ที่มีพื้นที่เช่า 36,916 ตรม.) มีผู้เช่า 403 ราย มีอัตราค่าเช่า 99% มีอัตราค่าเช่าเฉลี่ย 1,859 บาท/ตรม. ณ สิ้นเดือน ธ.ค. 2024 (ต่ำกว่าค่าเช่าของ Terminal 21 อโศกราว 20%) อย่างไรก็ตาม เราคาดผลประกอบการ 2Q25 ชะลอ q-q ตามฤดูกาล เราคาดรายได้ค่าเช่า -2.0% q-q และคาดการณ์กำไรปกติ -4.3% q-q เป็น 296 ล้านบาท

ผู้ให้บริการครึ่งหนึ่งเป็นชาวไทย ค่าเช่าส่วนใหญ่คงที่

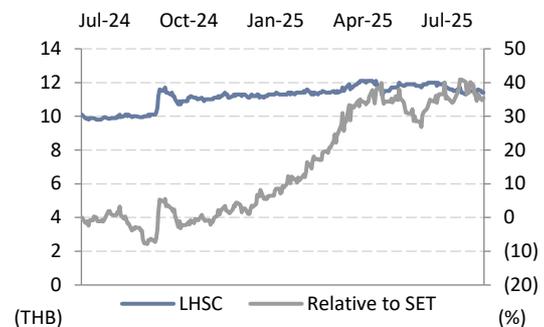
ผู้ให้บริการของศูนย์การค้า Terminal 21 อโศก เป็นชาวไทยและต่างชาติ ราว 60:40 ศูนย์ Terminal 21 พัทยา เป็นชาวไทยและต่างชาติ ราว 40:60 และรายได้ค่าเช่า 78% ของศูนย์ Terminal 21 อโศก เป็นอัตราค่าเช่าคงที่ (อีก 32% เป็น consignment ค่าเช่าแปรผันตามยอดขายของร้านค้า) ขณะที่ศูนย์ Terminal 21 พัทยา มีรายได้ค่าเช่าที่เป็นอัตราคงที่ 81% จำนวนนักท่องเที่ยวที่อาจชะลอต่อเนื่องใน 2H25 จึงเชื่อว่ามีผลกระทบจำกัด

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มเฉลี่ยปีละ 4-5% จากค่าเช่าที่ศูนย์พัทยาส่งกว่าคาด

อัตราค่าเช่าพื้นที่ของศูนย์ Terminal 21 พัทยา สูงกว่าคาด เราจึงปรับกำไรปกติปี 2025-27 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 4-5% โดยปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าของศูนย์ Terminal 21 พัทยา และปรับลดค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยจากอัตราดอกเบี้ย MLR ที่ลดลงตามดอกเบี้ยนโยบาย บนสมมติฐานใหม่ เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2025 ก้าวกระโดด +72.5% y-y เพราะได้ประโยชน์เต็มปีจากการลงทุนใน ศูนย์ Terminal 21 พัทยา และคาดปี 2026-27 +5.0% y-y และ +3.9% y-y ตามลำดับ และคาดการณ์เงินปันผล 1.089 บาทต่อหน่วยในปีนี้ ทั้งนี้ LHSC เป็นกองที่จ่ายเงินปันผลทุก 2 เดือน

แนะนำซื้อ ผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 10% ราคาหุ้นต่ำกว่า NAV 6%

เราปรับเพิ่มราคาเหมาะสมเป็น 13.60 บาทต่อหน่วยอิง DDM ใช้ WACC 7.1% LTG 0% แนะนำซื้อ เราชอบ LHSC เนื่องจาก 1) เป็น REIT ศูนย์การค้าที่มีทำเลโดดเด่น ตั้งอยู่ใจกลางเมืองทั้งในกรุงเทพฯ และพัทยา อยู่ในแหล่งท่องเที่ยวแต่ไม่ได้พึ่งพานักท่องเที่ยวต่างชาติมากนัก 2) มี Occupancy rate สูง เปิดโอกาสในการปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าในอนาคต 3) ผลการดำเนินงานเติบโตตามการบริโภค 4) คาด Dividend yield สูงราว 10% ต่อปีและราคาหุ้นยังต่ำกว่า 1Q25 NAV 6%



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(1.7)	1.8	14.0
Relative to country (%)	0.5	(0.3)	35.5
Mkt cap (USD m)	372		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.2		
Free float (%)	91		
Major shareholder	Social Security Office (11%)		
12m high/low (THB)	12.20/9.70		
Issued shares (m)	778.06		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

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

Investment thesis

คาดการณ์กำไรปกติ 2Q25 ลดลง q-q ตามฤดูกาล แต่โตแรง y-y จากการรับรู้รายได้เต็มไตรมาสของ Terminal 21 พัทยา ซึ่งมีค่าเช่าสูงและอัตราเช่าใกล้เคียงเต็ม 100%

รายได้ส่วนใหญ่เป็นค่าเช่าคงที่ ทำให้กระแสเงินสดมั่นคงแม้นักท่องเที่ยวชะลอ

เราปรับประมาณการกำไรปี 2025-27 ขึ้นเฉลี่ยปีละ 4-5% และคาด Dividend Yield ปีนี้สูงถึง 10% ราคาหน่วยลงทุนยังต่ำกว่า 1Q25 NAV 6% แนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสมใหม่ 13.60 บาท

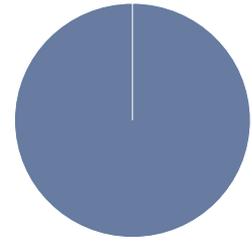
Company profile

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

www.lhscreit.com

Principal activities (revenue, 2024)

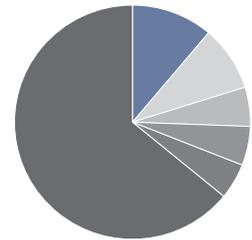
- Rental and service income - 100.0 %



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
August 2025	2Q25 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2025E	2026E	2027E
NLA: Terminal 21 Asoke	(sqm.)	36,916	36,916	36,916
Average occupancy rate	(%)	99	99	99
Avg. monthly rental rate	(THB/sqm.)	2,343	2,413	2,486
NLA: Terminal 21 Pattaya	(sqm.)	44,818	44,818	44,818
Average occupancy rate	(%)	99	99	99
Avg. monthly rental rate	(THB/sqm.)	1,896	1,953	2,012
SG&A expense to sales	(%)	11.7	11.7	12.2

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.

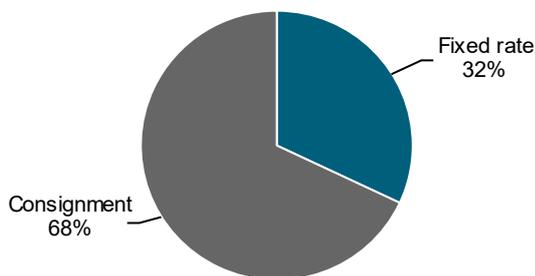
Source: FSSIA estimates

Exhibit 21: LHSC - 2Q25 earnings preview

Year to Dec 31	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	----- Change -----		1H24	1H25E	Change	% of
	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	25E				
Rental revenue	350	343	526	674	661	(2.0)	88.9	694	1,335	92.4	50.0
Cost of rental	(113)	(113)	(168)	(204)	(205)	0.3	81.5	(218)	(409)	87.9	49.7
Gross profit	237	230	359	470	456	(3.0)	92.4	476	926	94.5	50.1
Operating costs	(73)	(73)	(113)	(130)	(128)	(1.9)	75.9	(141)	(258)	83.3	50.6
Operating profit	164	157	246	340	328	(3.4)	99.7	335	668	99.1	49.9
Operating EBITDA	164	157	246	340	328	(3.4)	99.7	335	668	99.1	49.9
Other income	2	1	2	3	2	(47.1)	8.4	2	5	120.0	67.8
Interest expense	(8)	(8)	(17)	(34)	(34)	(0.0)	311.1	(16)	(68)	315.9	51.0
Net investment income	158	149	231	309	296	(4.3)	87.7	321	605	88.2	49.9
Gain on investment	2	0	8	0	0	nm	nm	4	0	nm	
Gain on revaluation of investment	(6)	0	84	106	0	Nm	nm	(8)	106	nm	
Reported net profit	153	149	322	415	296	(28.7)	92.8	317	711	124.0	58.7
Core profit	158	149	231	309	296	(4.3)	87.7	321	605	88.2	49.9
Reported EPS (THB)	0.31	0.31	0.41	0.53	0.38	(28.7)	20.9	0.65	0.91	40.5	58.7
Recurring EPS (THB)	0.32	0.31	0.30	0.40	0.38	(4.3)	17.7	0.66	0.78	18.1	49.9
NAV (THB)	12.40	12.53	12.00	12.15	12.35	1.6	(0.4)	12.40	12.35	(0.4)	1.36
No. of units	488.06	488.06	778.06	778.06	778.06	0.0	59.4	488.06	778.06	59.4	

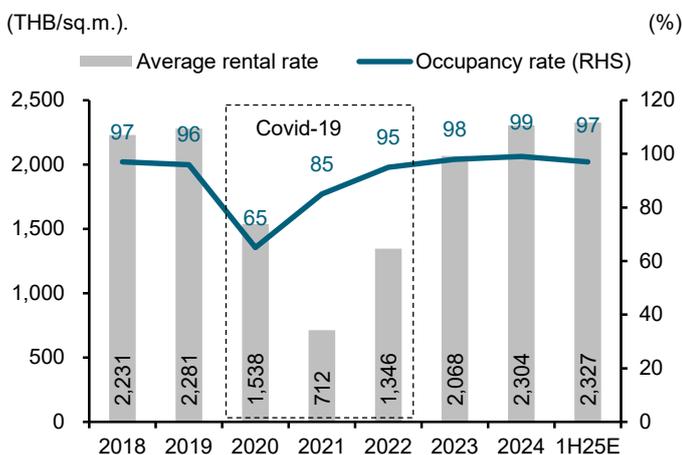
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 22: Terminal 21 Asok – Tenant contract



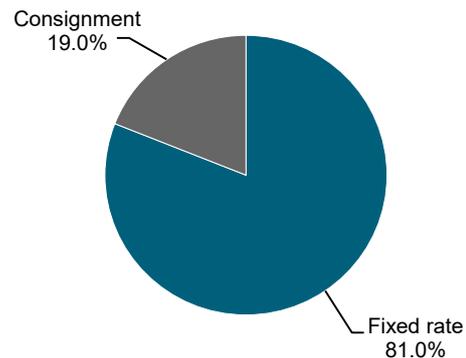
Source: LHSC

Exhibit 24: Terminal 21 Asok – Occupancy and rental rate



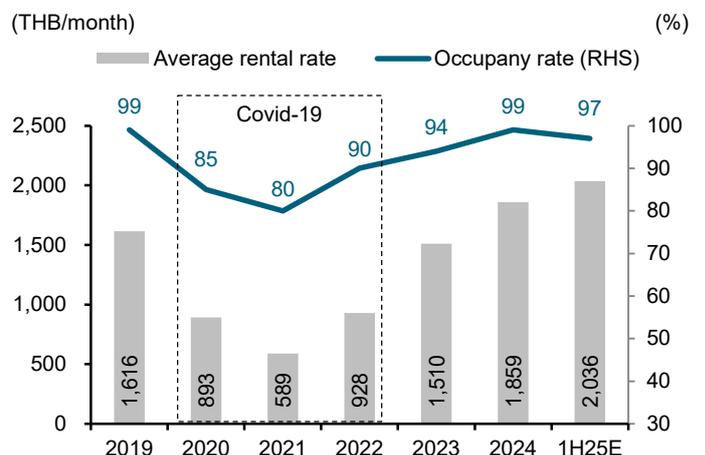
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 23: Terminal 21 Pattaya – Tenant contract



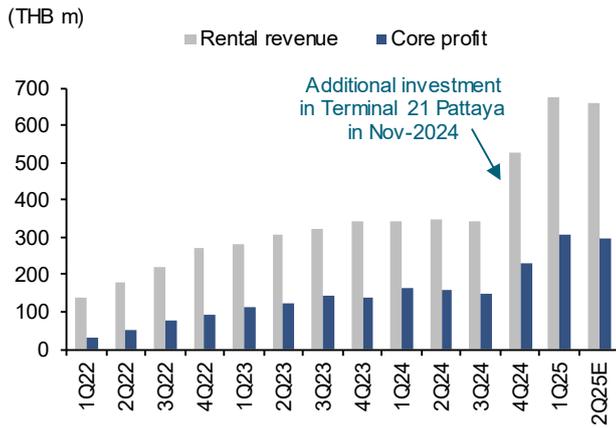
Source: LHSC

Exhibit 25: Terminal 21 Pattaya – Occupancy and rental rate



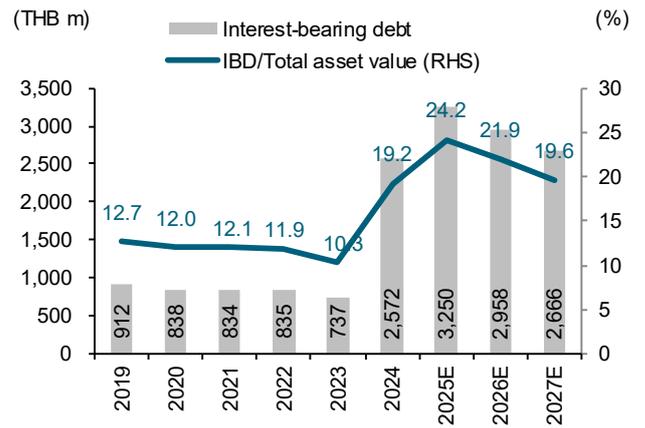
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 26: Revenue and core profit



Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 27: Healthy balance sheet



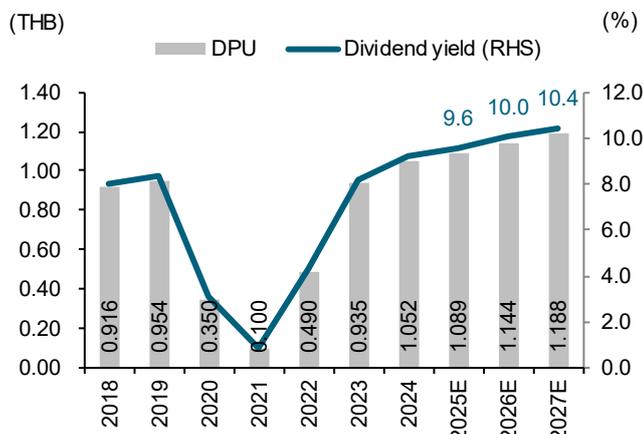
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 28: 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 rental revenues	2,670	2,750	2,833	2,449	2,533	2,619	9.0	8.6	8.1
- Revenue form Terminal 21 Asoke	1,038	877	903	1,038	877	903	0.0	0.0	0.0
Leasable area (sq.m.)	36,916	36,916	36,916	36,916	36,916	36,916	0.0	0.0	0.0
Avg. monthly rental rate (THB/sqm)	2,343	2,413	2,486	2,343	2,413	2,486	0.0	0.0	0.0
- Revenue form Terminal 21 Pattaya	1,020	1,050	1,082	742	772	803	37.4	36.1	34.8
Leasable area (sq.m.)	44,818	44,818	44,818	35,979	35,979	35,979	24.6	24.6	24.6
Avg. monthly rental rate (THB/sqm)	1,896	1,953	2,012	1,719	1,788	1,859	10.3	9.2	8.2
Cost of rental	822	836	853	735	747	780	11.9	11.9	9.3
SG&A and other expenses	511	519	543	417	442	457	22.6	17.5	18.8
EBITDA	1,344	1,399	1,441	1,302	1,348	1,387	3.3	3.8	3.9
Interest expense	133	128	120	141	135	123	(5.4)	(5.5)	(2.6)
Net investment income	1,211	1,272	1,321	1,161	1,213	1,263	4.3	4.8	4.6
Gain (loss) on investment	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Gain (loss) on revaluation of investments	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm
Reported net profit	1,211	1,272	1,321	1,161	1,213	1,263	4.3	4.8	4.6
Core profit	1,211	1,272	1,321	1,161	1,213	1,263	4.3	4.8	4.6
Reported EPS	1.56	1.63	1.70	1.49	1.56	1.62	4.3	4.8	4.6
Core EPS	1.56	1.63	1.70	1.49	1.56	1.62	4.3	4.8	4.6
DPU (THB)	1.09	1.14	1.19	1.09	1.14	1.19	0.0	0.5	0.3
NAV (THB)	12.47	12.96	13.47	12.53	12.95	13.39	(0.5)	0.1	0.6
No. of units (m units)	778	778	778	778	778	778	0.0	0.0	0.0

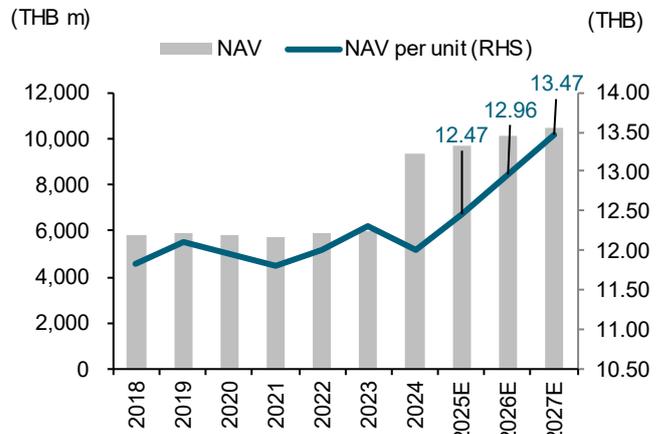
Sources: LHSC, FSSIA estimates

Exhibit 29: DPU and yield



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

Exhibit 30: NAV and NAV per unit



Sources: LHSC, FSSIA estimates

Financial Statements

LH Shopping Centers Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,258	1,563	2,670	2,750	2,833
Cost of goods sold	(437)	(499)	(822)	(836)	(853)
Gross profit	821	1,065	1,848	1,914	1,980
Other operating income	4	5	7	4	4
Operating costs	(270)	(326)	(511)	(519)	(543)
Operating EBITDA	555	743	1,344	1,399	1,441
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	555	743	1,344	1,399	1,441
Net financing costs	(34)	(41)	(133)	(128)	(120)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	33	87	0	0	0
Profit before tax	554	789	1,211	1,272	1,321
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	554	789	1,211	1,272	1,321
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	554	789	1,211	1,272	1,321
Non-recurring items & goodwill (net)	(33)	(87)	0	0	0
Recurring net profit	522	702	1,211	1,272	1,321
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.07	0.90	1.56	1.63	1.70
Reported EPS	1.14	1.01	1.56	1.63	1.70
DPS	0.94	0.78	1.09	1.14	1.19
Diluted shares (used to calculate per share data)	488	778	778	778	778
Growth					
Revenue (%)	55.6	24.3	70.8	3.0	3.0
Operating EBITDA (%)	102.4	33.9	80.9	4.1	3.0
Operating EBIT (%)	102.4	33.9	80.9	4.1	3.0
Recurring EPS (%)	108.2	(15.6)	72.5	5.0	3.9
Reported EPS (%)	91.6	(10.7)	53.5	5.0	3.9
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	65.3	68.1	69.2	69.6	69.9
Gross margin exc. depreciation (%)	65.3	68.1	69.2	69.6	69.9
Operating EBITDA margin (%)	44.1	47.5	50.3	50.9	50.9
Operating EBIT margin (%)	44.1	47.5	50.3	50.9	50.9
Net margin (%)	41.5	44.9	45.4	46.2	46.6
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	87.5	86.3	70.0	70.0	70.0
Interest cover (X)	16.6	18.0	10.1	11.0	12.0
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	8.1	7.7	10.6	10.6	11.0
ROIC (%)	8.1	7.7	10.6	10.6	11.0
ROE (%)	8.8	9.1	12.7	12.9	12.8
ROA (%)	7.8	7.2	10.0	10.4	10.6

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Rental and service income	1,258	1,563	2,670	2,750	2,833

Sources: LH Shopping Centers Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

LH Shopping Centers Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	522	702	1,211	1,272	1,321
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(151)	(4,576)	(1,759)	(25)	(25)
Change in working capital	135	327	128	122	114
Cash flow from operations	505	(3,546)	(420)	1,368	1,410
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	(410)	(557)	(848)	(890)	(925)
Equity finance	0	3,103	0	0	0
Debt finance	(100)	1,836	677	(292)	(292)
Other financing cash flows	(28)	(35)	(133)	(128)	(120)
Cash flow from financing	(538)	4,346	(304)	(1,310)	(1,337)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	29
Net other adjustments	0	0	(86)	(56)	29
Movement in cash	(33)	800	(810)	2	103
Free cash flow to firm (FCFF)	538.73	(3,504.94)	(286.96)	1,496.00	1,530.22
Free cash flow to equity (FCFE)	377.11	(1,745.63)	37.87	892.49	1,027.32

Per share (THB)

FCFF per share	0.69	(4.50)	(0.37)	1.92	1.97
FCFE per share	0.48	(2.24)	0.05	1.15	1.32
Recurring cash flow per share	0.76	(4.98)	(0.70)	1.60	1.67

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	6,954	12,295	13,154	13,179	13,204
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	6,954	12,295	13,154	13,179	13,204
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	128	928	118	121	223
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	67	156	172	180	189
Current assets	195	1,084	290	301	412
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	7,149	13,379	13,444	13,480	13,616
Common equity	6,004	9,339	9,702	10,084	10,480
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	6,004	9,339	9,702	10,084	10,480
Long term debt	737	2,572	3,250	2,958	2,666
Other long-term liabilities	338	1,302	302	228	236
Long-term liabilities	1,074	3,875	3,551	3,185	2,902
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	70	166	191	211	234
Current liabilities	70	166	191	211	234
Total liabilities and shareholders' equity	7,149	13,379	13,444	13,480	13,616
Net working capital	(4)	(9)	(19)	(31)	(46)
Invested capital	6,950	12,286	13,135	13,148	13,158

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

Per share (THB)

Book value per share	12.30	12.00	12.47	12.96	13.47
Tangible book value per share	12.30	12.00	12.47	12.96	13.47

Financial strength

Net debt/equity (%)	10.1	17.6	32.3	28.1	23.3
Net debt/total assets (%)	8.5	12.3	23.3	21.0	17.9
Current ratio (x)	2.8	6.5	1.5	1.4	1.8
CF interest cover (x)	12.2	(41.2)	1.3	8.0	9.6

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	10.7	12.6	7.3	7.0	6.7
Recurring P/E @ target price (x) *	12.7	15.1	8.7	8.3	8.0
Reported P/E (x)	10.0	11.2	7.3	7.0	6.7
Dividend yield (%)	8.2	6.8	9.6	10.0	10.4
Price/book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Price/tangible book (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x) **	11.1	14.1	8.9	8.4	7.8
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.1	16.5	10.2	9.6	9.0
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: LH Shopping Centers Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
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 border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

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

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

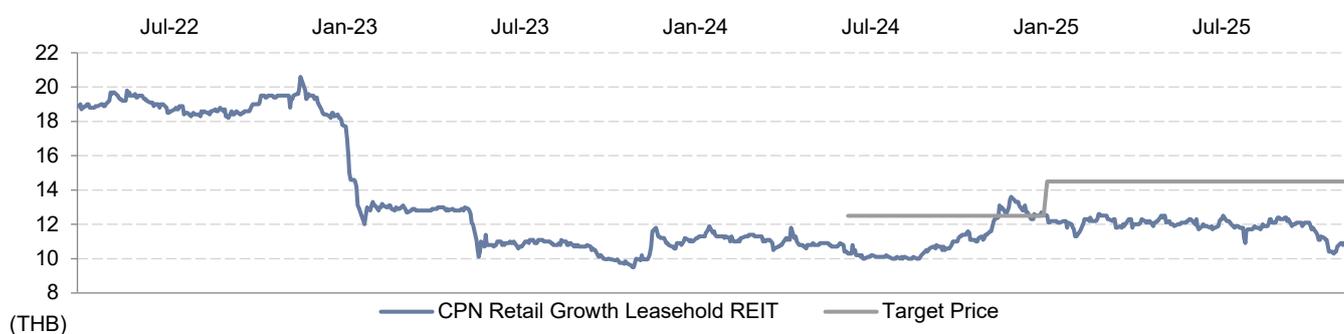
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

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

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

History of change in investment rating and/or target price

CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB)



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

LH Hotel Leasehold REIT (LHHOTEL TB)



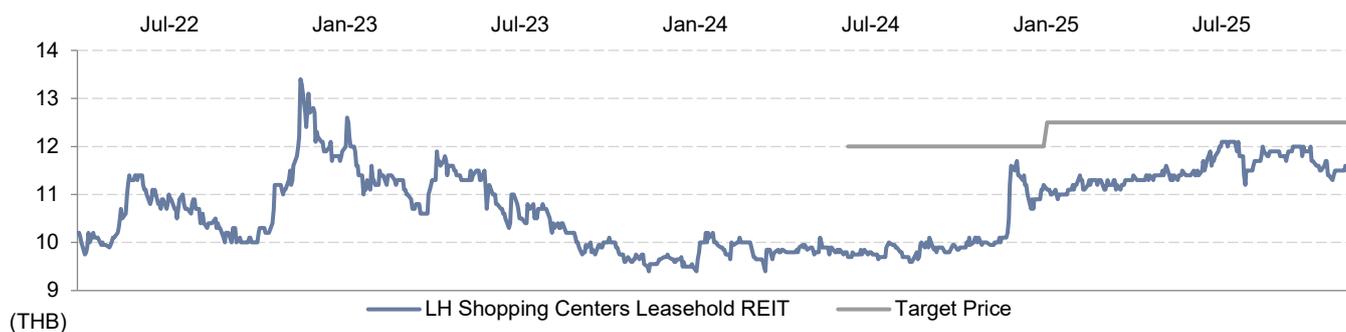
Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
02-May-2024	BUY	14.50	18-Oct-2024	BUY	15.50	-	-	-

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

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

LH Shopping Centers Leasehold REIT (LHSC TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
02-May-2024	BUY	12.00	18-Oct-2024	BUY	12.50	-	-	-

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

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
CPN Retail Growth Leasehold REIT	CPNREIT TB	THB 10.60	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) การจับจ่ายใช้สอยและเศรษฐกิจที่โตต่ำคาด; 2) ยอดขายของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่เป็นไปตามคาด กำลังซื้อถดถอย; 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นและสูงเกินคาด; 4) โรคระบาด; 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ
LH Hotel Leasehold REIT	LHHOTEL TB	THB 11.10	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติน้อยกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยสูงมากกว่าคาด; 3) การไม่สามารถปรับขึ้นค่าห้องพักได้ 4) โรคระบาด 5) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 6) ความไม่สงบทางการเมือง
LH Shopping Centers Leasehold REIT	LHSC TB	THB 11.40	BUY	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) จำนวนนักท่องเที่ยวพื้นช้ำกว่าคาด; 2) โรคระบาด; 3) อุปทานของศูนย์การค้าเพิ่มสูงขึ้น; 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

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

All share prices are as at market close on 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.