

BUY (From: HOLD)
Change in Recommendation

TP: Bt 24.00 (From: Bt 19.00)
Upside : 11.6% **5 NOVEMBER 2021**

CPN Retail Growth Leasehold (CPNREIT TB)

ฟื้นตัวเร็วหลังคลายล็อกดาวน

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CPNREIT เป็น "ซื้อ" จากการฟื้นตัวของธุรกิจหลังคลายล็อกดาวน อัตราผลตอบแทนปันผลแกว่งตัวขึ้น และซื้อขายที่ yield gap เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 24 บาท ขณะที่ upside อาจมาจากแผนการซื้อสินทรัพย์ใหม่ในปีหน้า



RATA LIMSUTHIWANPOOM
662 – 483 8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ CPNREIT เป็น "ซื้อ" (จาก ถือ) ประการแรก ธุรกิจของ CPNREIT กำลังฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังคลายล็อกดาวน CPNREIT เป็นเจ้าของศูนย์การค้าซึ่งเป็นสินทรัพย์สิทธิการเช่าภายใต้แบรนด์ "เซ็นทรัล" (80% ของรายได้ปี 2022F) สำนักงาน (15%) และโรงแรม (5%) ประการที่สอง เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว ซึ่งทำให้เงินสดปันผล (เงินปันผลบวกการลดทุน) กลับมาอยู่ที่ 6.4/8.0% ในปี 2022-23F จาก 2.8% ในปี 2021F หน่วยซื้อขายที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ 5.2% ในปี 2019 และ ประการสุดท้าย เรามองว่า CPNREIT ไม่แพง ซื้อขายที่ส่วนต่างระหว่าง Earning yield เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี ที่ 4.5% เทียบกับระดับเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 3.5%

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 24 บาท

เนื่องจากผลกระทบจากโควิด-19 ที่มากกว่าคาด และการล็อกดาวนในปีนี้ เราจึงปรับลดกำไรที่คาดไว้สำหรับปี 2021F ลง 40% แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการฟื้นตัวเร็วกว่าคาดของจำนวนผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้า หลังการคลายล็อกดาวนในเดือนส.ค. ซึ่งทำให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงอย่างรวดเร็ว เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์ของเรา 2/9/17% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 24 บาท (จาก 19 บาท) เหตุผลที่เราไม่คาดว่าราคาหุ้นของ CPNREIT จะกลับมาที่ระดับปี 2019 เป็นเพราะ 1) สัญญาเช่าของเซ็นทรัลปีแรก (20% ของรายได้) ใกล้จะสิ้นสุดในปี 2024F 2) ฐานกระแสเงินสดในปี 2022-24F ลดลงจากที่ควรจะเป็นเมื่อไม่มีโควิด

ส่วนลดค่าเช่าลดลงอย่างรวดเร็ว

ศูนย์การค้าของ CPNREIT ได้เปลี่ยนไปสู่รูปแบบไลฟ์สไตล์มากขึ้น ดังนั้นจึงถูกคุกคามจากอีคอมเมิร์ซน้อยลงมาก การใช้เวลาในศูนย์การค้าดูเหมือนจะเป็นวิถีชีวิตของคนไทย ซึ่งสะท้อนให้เห็นได้จากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้มาใช้บริการในศูนย์การค้า ซึ่งปัจจุบันฟื้นตัวมาอยู่ที่ระดับ 60-70% ของระดับปี 2019 เทียบกับ 10-20% ในช่วงล็อกดาวนระหว่างเดือนก.ค.-ส.ค.2021 เราคาดว่าผู้มาใช้บริการจะกลับสู่ปกติเมื่อนักท่องเที่ยวกลับมาในปี 2023F ราว 18% ของรายได้ของกองทรัสต์ในปี 2022F คาดว่ามาจากจังหวัดท่องเที่ยว เราคาดว่าส่วนลดค่าเช่าเฉลี่ยจะลดลงจาก 49% ในปี 2021F เหลือเพียง 15% ในปี 2022F และกลับสู่ระดับปี 2019 ในปี 2023F บนสมมติฐานอัตราเช่าที่ 91/93/94% ในปี 2021-23F

มีแผนจัดซื้อสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์มากขึ้น

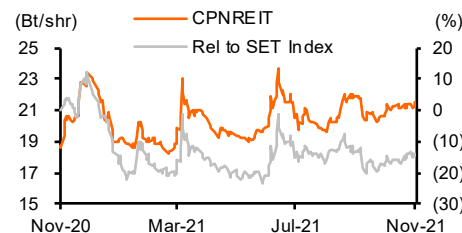
CPNREIT มีแผนที่จะซื้อสินทรัพย์สิทธิการเช่า 2 แห่ง (เซ็นทรัลสุราษฎร์ธานี และเซ็นทรัลอุบลราชธานี) มูลค่าไม่เกิน 17 พันลบ. จากบริษัทแม่ บมจ.เซ็นทรัลพัฒนา (CPN, "ซื้อ") ในปีหน้า เราคาดว่าเงินลงทุนจะมาจากทั้งการเพิ่มทุนและการกู้ยืม เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อยู่ที่ 40% ในปี 2021F เทียบกับเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ 35% เรายังไม่รวมแผนการเข้าซื้อสินทรัพย์เหล่านี้ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	4,041	3,288	5,713	6,879
Net profit	345	27	4,050	3,188
Consensus NP	—	1,053	2,583	2,697
Diff frm cons (%)	—	(97.4)	56.8	18.2
Norm profit	2,659	1,820	3,941	4,925
Prev. Norm profit	—	1,418	2,166	2,643
Chg frm prev (%)	—	28.3	81.9	86.3
Norm EPS (Bt)	1.2	0.7	1.5	1.9
Norm EPS grw (%)	(29.2)	(39.9)	112.4	25.0
Norm PE (x)	17.9	29.8	14.0	11.2
EV/EBITDA (x)	21.5	31.8	17.0	14.3
P/NAV (x)	1.7	1.6	1.6	1.6
Cash div yield (%)*	3.4	2.8	6.4	8.0
Effective yield (%)**	1.3	0.0	6.4	5.8
ROE (%)	9.2	5.9	11.5	14.3
Net D/E (%)	78.0	70.1	66.8	73.5

Note: * Dividend from operations and capital reduction
**Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



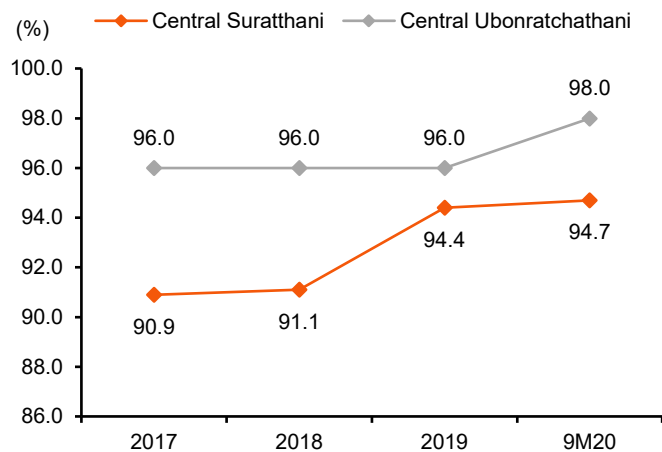
COMPANY INFORMATION

Price as of 5-Nov-21 (Bt)	21.50
Market Cap (US\$ m)	1,657.0
Listed Shares (m shares)	2,568.0
Free Float (%)	74.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	23.70/18.20
Sector	Property Fund
Major Shareholder	CPN 26.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

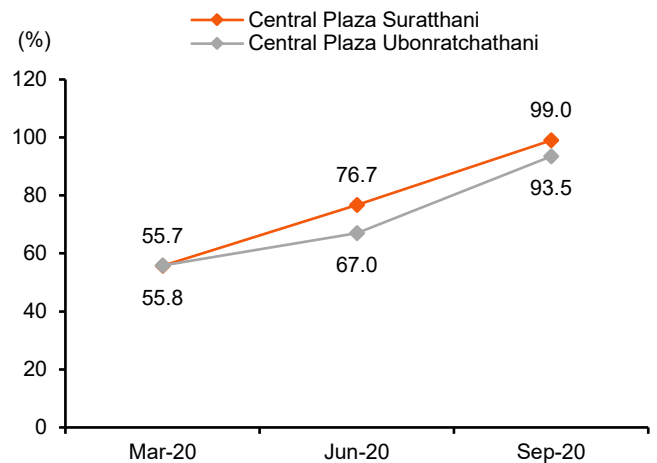


Ex 1: Occupancy Rate Of Potential New Assets...



Source: Thanachart estimates

Ex 2: ...And Their Mall Traffic Recovery Post-COVID



Source: Company data

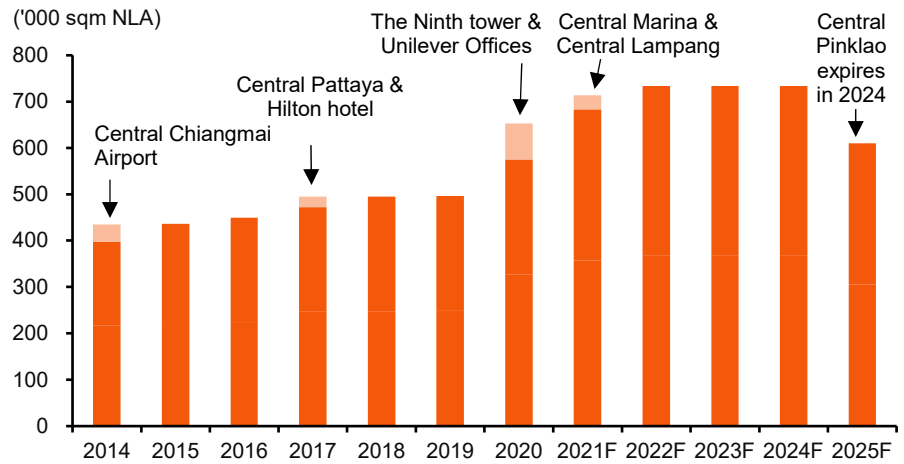
Ex 3: Asset Details

Asset	Type	Province	Net Leasable Area		
			(sqm)	Year Acquired	Lease Expiry
Existing Assets					
Central Plaza Rama 2	Shopping mall	Bangkok	83,281	2005	Aug 2055
Central Plaza Rama 3	Shopping mall	Bangkok	36,476	2005	Aug 2095
Central Plaza Pinklao	Shopping mall	Bangkok	27,689	2009	Dec 2024
Pinklao Tower	Office buildings	Bangkok	34,389	2009	Dec 2024
Central Plaza Chiangmai Airport	Shopping mall	Chiang Mai	37,463	2014	Apr 2044
Central Festival Pattaya Beach	Shopping mall	Chonburi	29,388	2017	Aug 2037
Hilton Pattaya*	Hotel	Chonburi	325*	2017	Aug 2037
Unilever House	Office building	Bangkok	18,527	2020	Nov 2034
The Ninth Tower	Office building	Bangkok	59,437	2020	Apr 2047
Central Plaza Marina	Shopping mall	Chonburi	15,176	2009	Aug 2035
Central Plaza Lampang	Shopping mall	Lampang	16,080	2021	Dec 2041
Total			357,539		
Potential Assets To Be Added					
Central Plaza Suratthani	Shopping mall	Suratthani	31,021	2022F	30 years
Central Plaza Ubonratchathani	Shopping mall	Ubonratchathani	29,144	2022F	30 years
Total			60,165		

Source: Company data

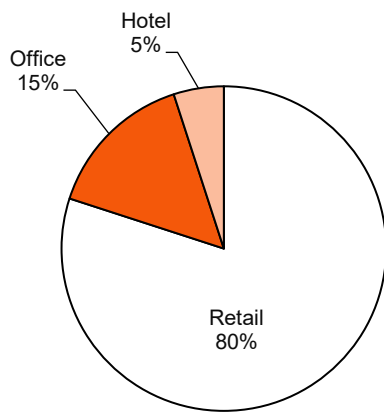
Note: *This asset is a hotel with 325 rooms

Ex 4: Our Forecasts For CPNREIT's Net Leasable Area (NLA)



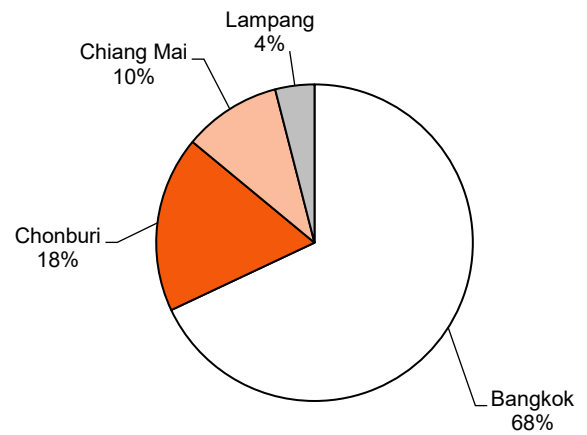
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 2022F Revenue Breakdown By Asset



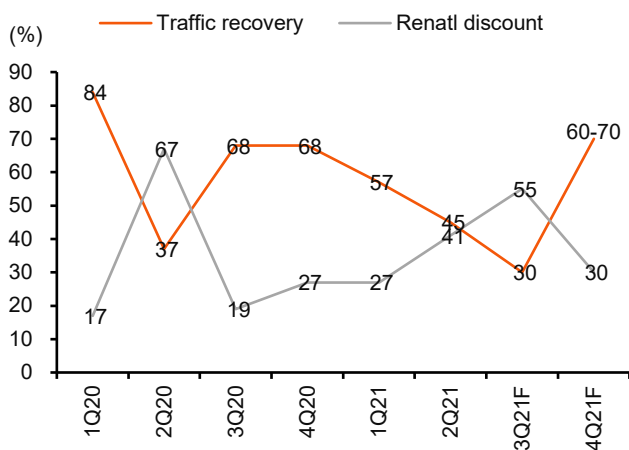
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: 2022F Revenue Breakdown By Location



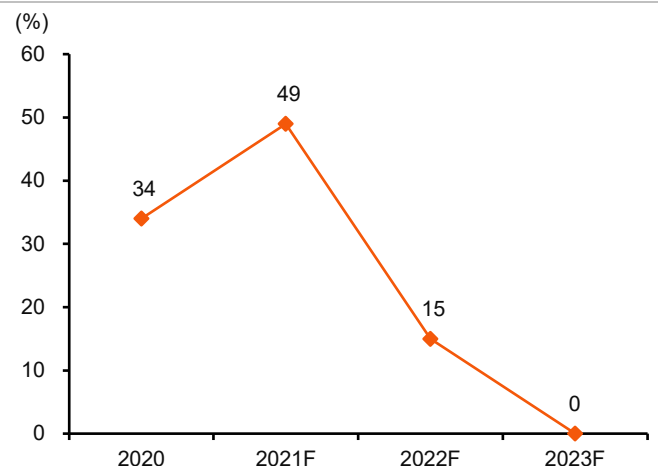
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Swift Mall Traffic Recovery Post-COVID



Sources: Company data; Thanachart estimates

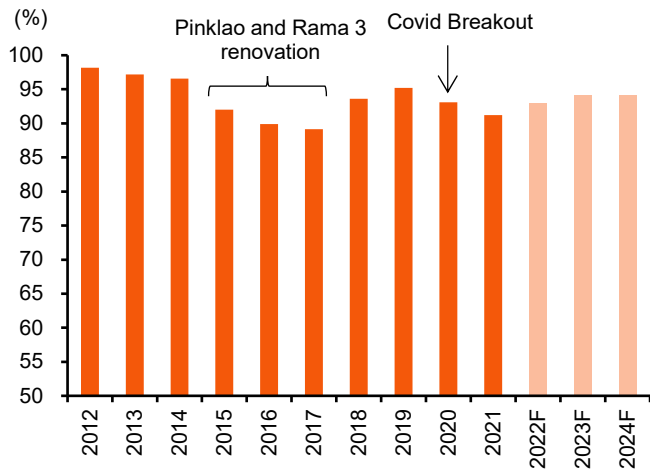
Ex 8: We Forecast Falling Rental Discounts



Source: Thanachart estimates

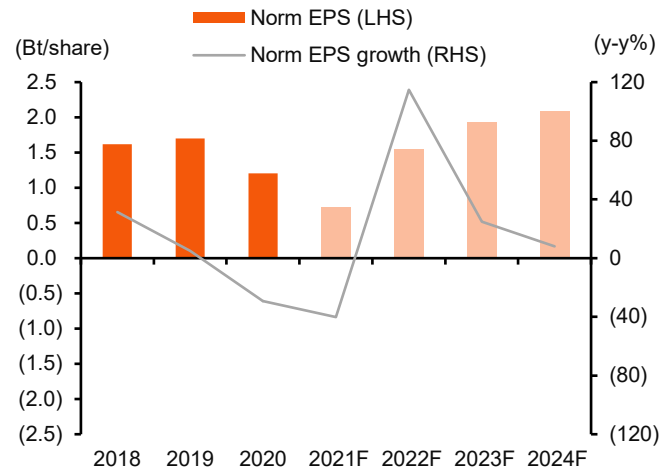
Note: our rental discount assumption is based on 2019 rental rate

Ex 9: Occupancy Rate To Rebound



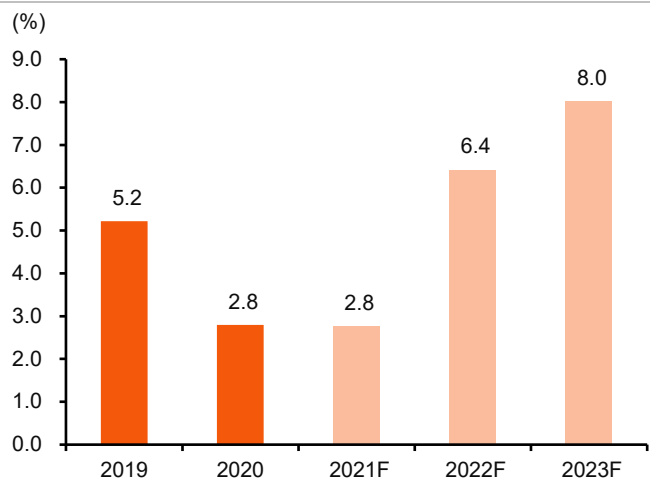
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Earnings Turnaround



Sources: Company data, Thanachart estimates

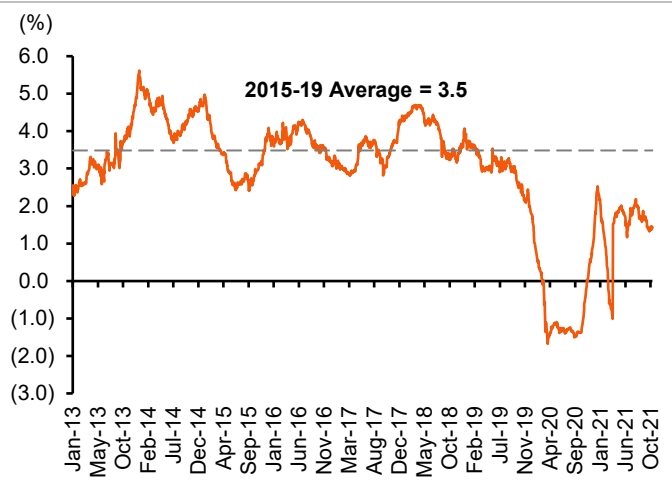
Ex 11: Cash Dividend Yield Swings Back Up



Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: Our cash dividend yield (dividend plus capital reduction) calculation is based on the average price in that year except for 2021-23F when we use the closing price of Bt21.5

Ex 12: Widened Dividend Yield Gap



Sources: Bloomberg, Company data

Ex 13: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
SS rental revenue growth (%)						
New	10	(35)	(25)	72	23	11
Old			1	29	13	3
Normalized EPS (Bt/share)						
New	1.70	1.20	0.72	1.53	1.92	2.08
Old			1.21	1.51	1.76	1.77
Change (%)			(40.1)	1.6	9.2	17.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: in this report, we now classify the non-cash finance cost as an extraordinary item under the new TFRS-16 accounting standard for the renewal of Central Rama 2, instead of an interest expense previously. For like-for-like comparison, we therefore adjust our previous normalised EPS to the same basis as our new forecasts.

Ex 14: 12-month DDM-based Valuation Using A 2022F Base Year

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Dividend of common shares	2,660	3,278	2,575	1,504	3,042	4,018	4,161	4,747	5,061	5,237	5,417
Dividend from capital reduction	0	1,244	2,425	2,758	771	458	628	0	99	290	483
Dividend payment	2,660	4,522	5,000	4,262	3,812	4,476	4,788	4,747	5,160	5,527	5,900
Cost of equity (%)	5.3										
Terminal growth (%)	2.0										
PV of dividend	2,653	4,079	4,283	3,467	2,876	3,191	3,226	3,023	3,106	3,145	3,012
Equity value (m)	75,513										
No. of shares (m)*	3,118										
Equity value / share (Bt)	24										

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Note: Share count includes potential new shares issued to acquire Central Rama 2 in 2025

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		— PE —		— P/NAV —		EV/EBITDA		Div yield	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	na	4.0	22.8	21.9	0.9	0.9	21.1	20.5	4.5	4.6
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	na	11.8	16.8	15.8	0.7	0.7	19.2	17.8	8.3	8.4
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	na	12.5	17.7	17.4	0.6	0.6	20.1	20.1	6.0	6.1
CapitaLand Integrated	CICT SP	Singapore	na	18.3	20.0	17.3	1.1	1.1	26.2	24.0	4.9	5.4
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	na	4.3	19.6	19.4	1.0	1.0	26.3	24.8	5.1	5.4
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	na	25.0	24.8	21.6	1.3	1.3	28.3	25.5	4.3	4.6
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	na	11.1	22.0	20.0	0.7	0.7	41.7	35.7	5.5	5.9
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	8.6	2.5	15.6	14.9	0.8	0.8	18.1	17.8	6.4	6.7
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(6.1)	4.4	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	27.4	3.8	23.5	22.2	0.9	0.8	63.7	49.9	5.2	5.3
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	na	4.9	20.7	17.8	1.4	1.4	24.3	22.6	2.0	5.3
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	na	3.7	19.9	19.1	1.5	1.5	24.5	21.9	5.0	5.2
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	na	4.7	22.7	22.5	1.5	1.5	25.8	24.8	4.4	4.5
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	na	50.0	30.3	22.6	0.9	0.8	40.3	29.6	3.9	5.7
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	na	47.1	46.5	25.7	0.9	0.9	41.9	29.6	3.8	5.0
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	na	6.2	20.2	18.4	1.3	1.3	20.8	19.3	4.8	5.3
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	na	11.1	19.5	17.6	1.0	1.0	20.4	18.6	4.6	5.3
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	38.1	13.5	20.3	17.9	0.9	0.9	27.4	23.8	4.6	5.3
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	na	33.3	29.5	21.3	1.5	1.5	27.4	21.1	3.6	4.7
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	(8.9)	16.3	38.9	21.5	1.1	1.1	29.8	21.2	2.6	4.7
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	(24.4)	138.8	16.8	7.1	0.6	0.6	16.8	7.0	5.9	14.2
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	1.3	1.0	11.5	11.3	0.8	0.8	12.3	12.1	7.7	7.8
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(0.3)	0.8	9.6	9.5	0.9	0.9	9.7	9.7	9.6	9.6
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	(39.9)	112.4	29.8	14.0	1.6	1.6	31.8	17.0	2.8	6.4
Frasers Property Thailand *	FTREIT TB	Thailand	3.6	(3.3)	17.2	17.8	1.3	1.2	19.3	20.2	5.3	5.2
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	(1.2)	154.1	67.1	26.4	1.8	1.8	59.1	26.6	1.4	3.7
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	(1.3)	(1.6)	18.7	19.0	1.3	1.2	21.1	21.1	4.9	4.9
Lotus's Retail Growth **	LPF TB	Thailand	4.1	10.2	19.4	17.6	1.2	1.2	19.5	17.7	4.6	5.1
Average			0.1	25.0	23.8	18.4	1.1	1.1	27.3	22.2	4.9	5.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in February for TLGF, March for IMPACT and BTSGIF; and we use one-year forward numbers for 21-22F for IMPACT BTSGIF and TLGF.

Based on 5 November 2021 closing prices

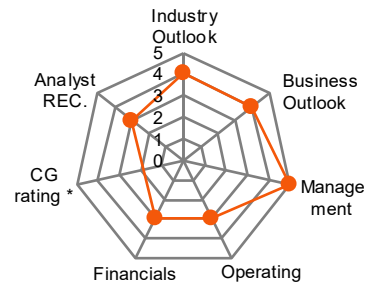
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: CPNREIT TB
วันที่เข้าซื้อขายวันแรก	: 23 สิงหาคม 2005
ทุนจดทะเบียน	: 30 พันลบ. (2,212 ล้านบาท)
ประเภท	: กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ประเภทปิด
สินทรัพย์ที่ลงทุน	: ศูนย์การค้า
ระยะเวลาโครงการ	: ศูนย์การค้าหนึ่งแห่งมีสิทธิการเช่า สิ้นสุดในปี 2095
สปอนเซอร์	: เซ็นทรัลพัฒนา (CPN TB)
ผู้จัดการกองทุน	: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBAM)
นโยบายเงินปันผล	: ไม่น้อยกว่า 90% ของรายได้
วันที่จ่ายเงินปันผล	: สี่ครั้งต่อปี
ข้อจำกัดหุ้นต่างดาว	: ไม่จำกัด

Source: SET

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มี CPN ซึ่งเป็นผู้นำตลาดศูนย์การค้าเป็นผู้สนับสนุนหลัก
- มีทำเลที่ตั้งที่ดี ด้วยจำนวนประชากรที่เติบโตในกรุงเทพฯ และจังหวัดเชียงใหม่

O — Opportunity

- อาจมีการนำสินทรัพย์ใหม่เข้ากองทุนฯ หลังจากแปลงไปเป็น REIT ชื่อว่า CPNREIT

W — Weakness

- ระยะเวลาคืนทุนนาน
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง

T — Threat

- การแข่งขันโดยอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในต่างจังหวัด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.27	24.00	13%
Net profit 21F (Bt m)	1,053	27	-97%
Net profit 22F (Bt m)	2,583	4,050	57%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2021-22F ของเราต่างจากของตลาดอย่างมาก ซึ่งเรารวมผลกระทบของโควิด ขาดทุนที่ไม่ใช่เงินสดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่ในปี 2021F และการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งขึ้นจากปี 2022F ในประมาณการ
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากคาดการณ์กำไรปี 2022F ของเราที่สูงกว่ามาก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การอ่อนแอทางเศรษฐกิจที่เหนือคาดจะส่งผลกระทบต่ออำนาจต่อรอง อัตราการเช่าเฉลี่ย และความสามารถในการเพิ่มค่าเช่า ของ CPNREIT
- หากอัตราการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ผู้เช่าสูงกว่าคาด จะเป็นลบต่อประมาณการรายได้ของเรา
- หากผลประโยชน์จากการดำเนินงานทำได้ต่ำกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและบริหารต่อยอดขายของเรา

Source: Thanachart

*We expect a swift recovery
for shopping malls*

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	5,111	4,041	3,288	5,713	6,879
Selling & administration expenses	761	694	677	867	1,007
Operating profit	4,228	3,222	2,447	4,617	5,598
% operating margin	82.7%	79.7%	74.4%	80.8%	81.4%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	4,228	3,222	2,447	4,617	5,598
% EBITDA margin	82.7%	79.7%	74.4%	80.8%	81.4%
Non-operating income	30	28	21	28	33
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(502)	(592)	(649)	(704)	(706)
Pre-tax profit	3,756	2,659	1,820	3,941	4,925
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	3,756	2,659	1,820	3,941	4,925
% net margin	73.5%	65.8%	55.3%	69.0%	71.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(436)	(2,314)	(1,792)	109	(1,736)
NET INVESTMENT INCOME	3,320	345	27	4,050	3,188
Normalized Net Invest. Income	3,756	2,659	1,820	3,941	4,925
EPS (Bt)	1.5	0.2	0.0	1.6	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.7	1.2	0.7	1.5	1.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	714	1,807	1,311	1,126	877
Cash & cash equivalent	510	1,162	500	500	500
Account receivables	204	644	811	626	377
Inventories	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	45,374	52,630	58,869	60,690	60,829
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	599	17,141	18,618	20,344	22,230
Total assets	46,687	71,577	78,797	82,160	83,936
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,223	2,524	2,676	3,042	2,936
Account payables	151	167	158	219	264
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	2,073	2,357	2,519	2,823	2,672
Total LT debt	14,524	23,035	24,082	23,902	25,259
Others LT liabilities	238	17,974	18,418	20,206	22,065
Total liabilities	16,986	43,533	45,177	47,150	50,259
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	29,016	28,552	32,120	32,120	30,876
Share premium	0	0	2,131	2,131	2,131
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	216	216	216	216	216
Retained earnings	469	(724)	(846)	544	454
Net Assets	29,701	28,044	33,620	35,010	33,677

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Dividend yield to swing
back up*

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	3,756	2,659	1,820	3,941	4,925
Tax paid	(6)	(68)	(0)	1	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(62)	(424)	(176)	246	294
Chg In other CA & CL / minorities	90	(880)	162	303	(151)
Cash flow from operations	3,778	1,286	1,805	4,491	5,068
Capex	0	0	0	0	0
Right of use	0	(16,713)	(1,504)	(1,640)	(1,787)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	376	(7,256)	(6,239)	(1,822)	(139)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(397)	16,786	(1,651)	1,809	30
Cash flow from investments	(21)	(7,183)	(9,395)	(1,652)	(1,896)
Debt financing	25	8,551	1,378	(180)	1,350
Capital increase	0	(465)	5,699	0	(1,244)
Dividends paid	(3,591)	(1,497)	(150)	(2,660)	(3,278)
Warrants & other surplus	(23)	(40)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,589)	6,549	6,927	(2,839)	(3,172)
Free cash flow	3,778	1,286	1,805	4,491	5,068

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	12.7	17.9	29.8	14.0	11.2
Normalized PE - at target price (x)	14.1	20.0	33.2	15.6	12.5
PE (x)	14.3	138.0	1,970.1	13.6	17.3
PE - at target price (x)	16.0	154.1	2,199.1	15.2	19.3
EV/EBITDA (x)	14.6	21.5	31.8	17.0	14.3
EV/EBITDA - at target price (x)	15.9	23.3	34.3	18.4	15.4
P/NAV (x)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
P/NAV - at target price (x)	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
P/CFO (x)	12.6	37.0	30.0	12.3	10.9
Price/sales (x)	10.8	13.7	16.8	9.7	8.0
Effective dividend yield (%)	7.5	1.3	0.0	6.4	5.8
Capital reduction yield (%)	0.0	2.2	2.8	0.0	2.3
Cash dividend yield (%)	7.5	3.4	2.8	6.4	8.0
FCF Yield (%)	7.9	2.7	3.3	8.1	9.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	1.2	0.7	1.5	1.9
EPS	1.5	0.2	0.0	1.6	1.2
Effective dividend *	1.6	0.3	0.0	1.4	1.2
Capital reduction dividend	0.0	0.5	0.6	0.0	0.5
Cash dividend **	1.6	0.7	0.6	1.4	1.7
NAV/unit	13.4	12.7	13.1	13.6	13.1
CFO/unit	1.7	0.6	0.7	1.7	2.0
FCF/unit	1.7	0.6	0.7	1.7	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Falling rental discounts and occupancy rate recovery to support earnings rebound

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	4.1	(20.9)	(18.6)	73.8	20.4
Net profit (%)	(13.2)	(89.6)	(92.0)	14,634.2	(21.3)
EPS (%)	(13.2)	(89.6)	(93.0)	14,350.1	(21.3)
Normalized profit (%)	5.0	(29.2)	(31.6)	116.5	25.0
Normalized EPS (%)	5.0	(29.2)	(39.9)	112.4	25.0
Dividend payout ratio (%)***	108.2	173.8	0.0	87.6	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	97.6	96.9	95.0	96.0	96.0
Operating margin (%)	82.7	79.7	74.4	80.8	81.4
EBITDA margin (%)	82.7	79.7	74.4	80.8	81.4
Net margin (%)	73.5	65.8	55.3	69.0	71.6
Interest bearing debt to NAV (%)	48.9	82.1	71.6	68.3	75.0
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	8.4	5.4	3.8	6.6	7.9
Interest coverage - EBITDA (x)	8.4	5.4	3.8	6.6	7.9
Interest bearing debt to total asset (31.1	32.2	30.6	29.1	30.1
ROA - using norm profit (%)	8.0	4.5	2.4	4.9	5.9
ROE - using norm profit (%)	12.6	9.2	5.9	11.5	14.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.6	9.2	5.9	11.5	14.3
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
- operating margin (%)	83.3	80.4	75.1	81.3	81.8
- leverage (x)	1.6	2.0	2.4	2.3	2.4
- interest burden (%)	88.2	81.8	73.7	84.8	87.5
- tax burden (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Cost of equity (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	9.6	7.4	4.9	8.1	9.6
NOPAT (Bt m)	4,228	3,222	2,447	4,617	5,598

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Dividend from operations

** Dividend from operations and capital reduction

*** Dividend payout ratio is based on distributable income

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2201A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMAR, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอศวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เตินเรือ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลีย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
