

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 22.00

(From: Bt 24.00)

Upside : 15.8%

26 MAY 2022

Small Cap Research

CPN Retail Growth Leasehold (CPNREIT TB)

อยู่บนเส้นทางการฟื้นตัว

แม้ธุรกิจของสินทรัพย์ของกองฯ ในสถานที่ท่องเที่ยวมีแนวโน้มเติบโตช้า แต่เราคาดว่า การเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบจะช่วยกระตุ้นกิจกรรมใน 2H22F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPNREIT ด้วยให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6/8% และราคาเป้าหมายของเราปรับมาใช้ฐาน 2023F อยู่ที่ 22 บาท



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

คำแนะนำ "ซื้อ"

CPNREIT เป็นสินทรัพย์สิทธิการเช่าภายใต้แบรนด์ "เซ็นทรัล" ที่แข็งแกร่ง (82% ของรายได้ในปี 2022F) สำนักงาน (14%) และโรงแรม (4%) เรา ยังคงแนะนำ "ซื้อ" 1) เราคาดว่ากำไรหลังโควิด-19 จะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 69/30/13% ในปี 2022-24F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ 2) CPNREIT มีรายได้ 14% มาจากศูนย์การค้า และโรงแรมในแหล่งท่องเที่ยว และน่าจะได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง 3) CPNREIT ให้อัตราผลตอบแทนเงินสดที่ดีที่ 6/8% ในปี 2022-23F โดยมี upside 16% จากราคาเป้าหมายของเรา ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับลดประมาณการกำไร 14/10/6% เพื่อสะท้อนตลาดสำนักงานที่อ่อนแอ และการกลับมาของนักท่องเที่ยวชาวจีนที่ล่าช้า เราปรับมาใช้ปีฐาน 2023F และราคาเป้าหมายใหม่ของเราอยู่ที่ 22 บาท (จาก 24 บาท)

เส้นทางการฟื้นตัว

ศูนย์การค้าเป็นวิถีชีวิตของคนไทยที่อาศัยอยู่ในเมืองร้อน สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นได้จากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของจำนวนผู้เข้ามาใช้บริการศูนย์การค้า ด้วยการเติบโตของค่าเช่าสาขาเดิมที่เติบโต 16% y-y ใน 1Q22 (เทียบกับ -31/-23% ในปี 2020-21) แม้จะมีการระบาดของโอไมครอน อาหารแพชั่น และอินเทอร์เน็ต เป็นกลุ่มหลักที่ดีขึ้น ด้วยแนวโน้มการกลับมาเปิดประเทศที่แข็งแกร่งขึ้น เราคาดว่า การฟื้นตัวจะมีแนวโน้มต่อเนื่อง และคาดว่า EPS ปี 2024F ของ CPNREIT จะแซงหน้าระดับก่อนโควิด-19 ราว 9% โดยได้แรงหนุนจากสมมติฐานการเติบโตของค่าเช่าสาขาเดิมที่ 52/22/8% ในปี 2022-24F

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดี

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก และคาดการณ์ว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอีกปีหน้า อาจทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่า CPNREIT ให้อัตราผลตอบแทนปันผลในระดับที่ดีที่ 6.0/7.8/8.8% (อัตราการจ่ายปันผลที่ 91%) ในปี 2022-24F ในปี 2023F ซึ่งเรามองว่าเป็นปีปกติสำหรับ CPNREIT dividend yield gap เทียบพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปียังคงอยู่ในระดับสูงที่ 4.7% ซึ่งยังคงต่ำกว่าช่วงที่มี yield สูงที่ผ่านมานี้ปี 2013-14 ที่ 3.9%

ชะลอแผนเพิ่มทุน

จากสภาวะตลาดทุนที่ย่ำแย่ CPNREIT จึงยังคงชะลอแผนเพิ่มทุนเพื่อซื้อศูนย์การค้าใหม่ 2 แห่งจากบริษัทแม่ - บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา (CPN, "ซื้อ") ซึ่งศูนย์การค้า ได้แก่ เซ็นทรัล สุราษฎร์ธานี และเซ็นทรัล อุบลราชธานี โดยมีมูลค่ารวมกันประมาณ 17 พันลบ. แผนที่ประกาศก่อนหน้านี้ คือการเพิ่มทุน โดยการออกหน่วยใหม่ 414 ล้านหน่วย (14% share dilution) และการจัดหาเงินทุน ซึ่งได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นแล้ว เรายังไม่รวมปัจจัยนี้ในประมาณการของเรา และเราไม่คาดว่าจะทำให้ EPS เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

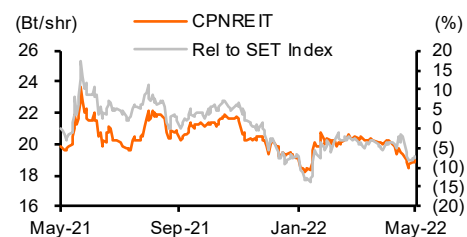
COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,385	4,878	6,012	6,617
Net profit	866	3,274	2,448	1,828
Consensus NP	—	2,108	2,631	2,237
Diff frm cons (%)	—	55.3	(7.0)	(18.3)
Norm profit	1,869	3,214	4,184	4,738
Prev. Norm profit	—	3,724	4,660	5,061
Chg frm prev (%)	—	(13.7)	(10.2)	(6.4)
Norm EPS (Bt)	0.7	1.3	1.6	1.8
Norm EPS grw (%)	(31.6)	68.6	30.2	13.2
Norm PE (x)	25.6	15.2	11.7	10.3
EV/EBITDA (x)	28.5	18.7	14.9	13.3
P/NAV (x)	1.4	1.4	1.4	1.4
Cash div yield (%)*	3.2	6.0	7.8	8.8
Effective yield (%)**	0.3	5.1	6.5	3.7
ROE (%)	6.0	9.3	11.9	13.6
Net D/E (%)	63.3	62.2	64.8	62.9

Note: * Dividend from operations and capital reduction

** Dividend from operations

PRICE PERFORMANCE



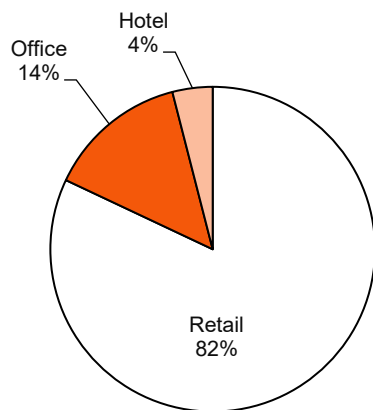
COMPANY INFORMATION

Price as of 26-May-22 (Bt)	19.00
Market Cap (US\$ m)	1,428.1
Listed Shares (m shares)	2,568.0
Free Float (%)	69.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	23.70/18.20
Sector	Property Fund
Major Shareholder	CPN 26.7%

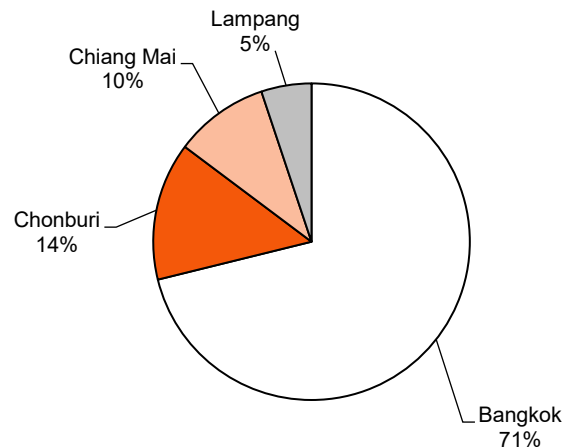
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

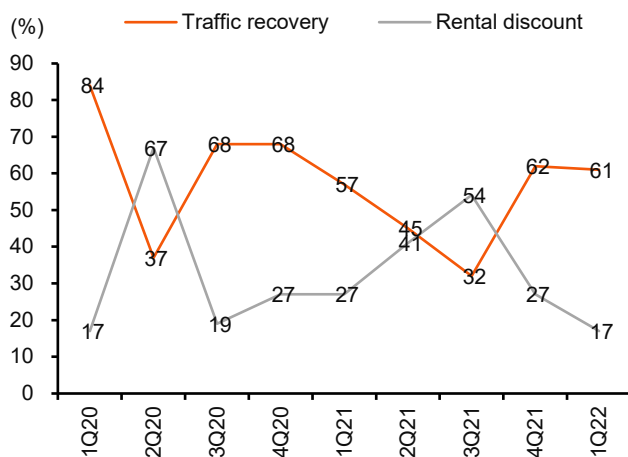
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 2023F Revenue Breakdown By Asset

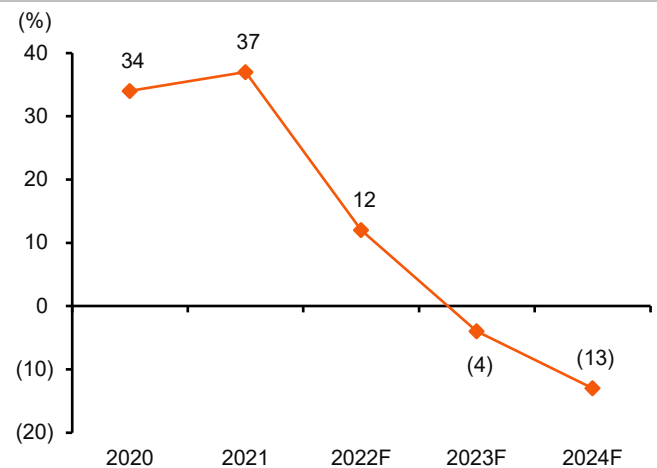
Source: Thanachart estimates

Ex 2: 2023F Revenue Breakdown By Location

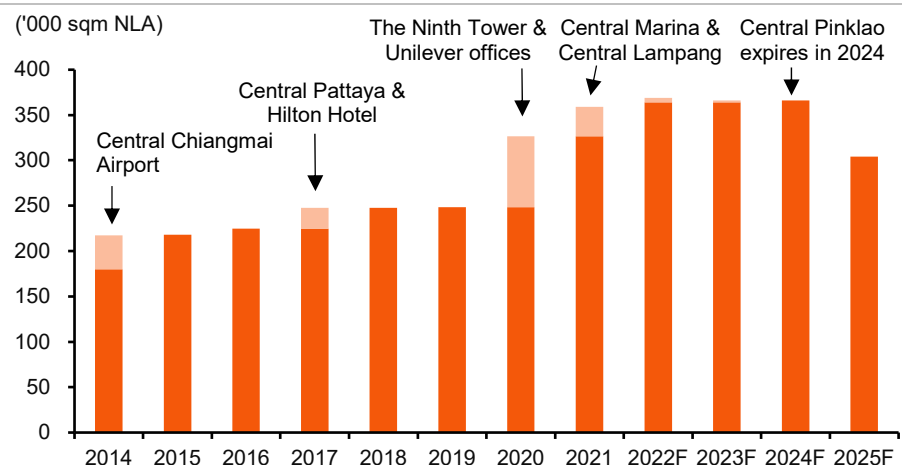
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Swift Mall Traffic Recovery Post-COVID

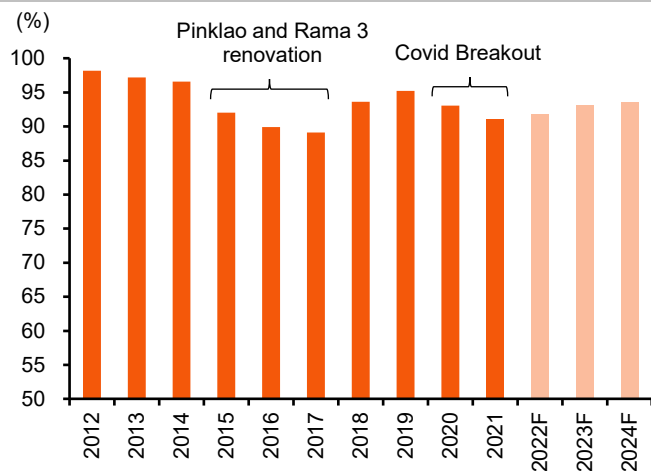
Source: Company data

Ex 4: We Forecast Falling Rental Discounts

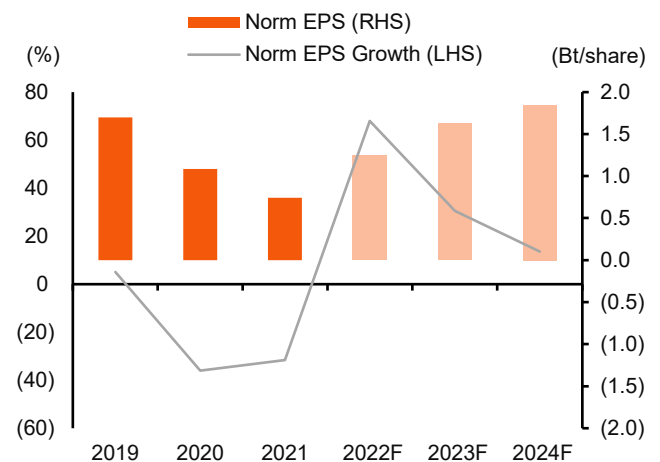
Sources: Company data , Thanachart estimates

Ex 5: Our Forecasts For CPNREIT's Net Leasable Area (NLA)

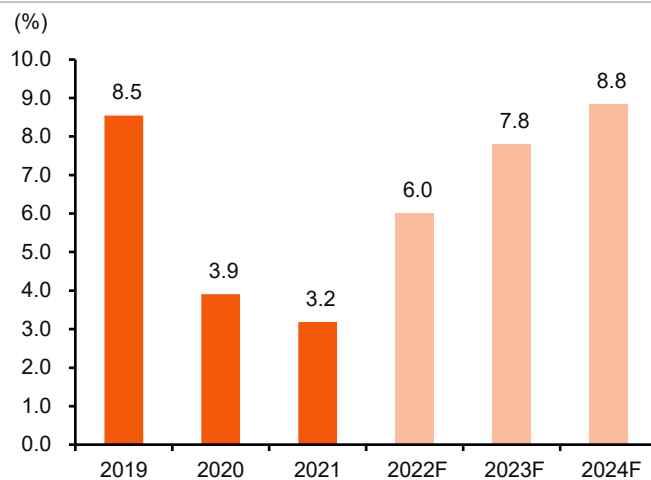
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Occupancy Rate Looks Set To Rebound

Sources: Company data, Thanachart estimates

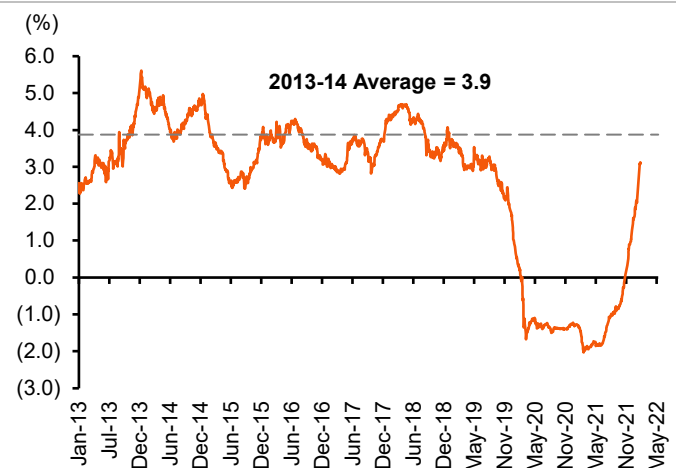
Ex 7: Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Cash Dividend Yield Swings Back Up

Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: Our cash dividend yield (dividend plus capital reduction) calculations are based on a closing price of Bt19

Ex 9: 2023F Dividend Yield Gap Remains Hight At 4.7%

Sources: Bloomberg, Company data

Ex 10: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Mall same-store rental revenue growth (%)						
New	8	(36)	(18)	52	22	8
Old			(18)	64	20	8
Total revenue (Bt m)						
New	5,111	4,041	3,502	4,878	6,012	6,617
Old				5,482	6,586	7,074
Change (%)				(11.0)	(8.7)	(6.5)
Average gross margin (%)						
New	97.6	96.7	92.6	93.0	93.5	94.0
Old			96.5	93.5	94.0	94.4
Normalized EPS (Bt/share)						
New	1.70	1.09	0.74	1.25	1.63	1.84
Old				1.45	1.81	1.97
Change (%)				(13.7)	(10.2)	(6.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DDM-based Valuation, Using A 2023F Base Year

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Dividend of common shares	3,003	2,167	857	2,219	3,210	3,367	4,272	4,561	4,580	4,617	4,634	4,622
Dividend from capital reduction	466	625	2,684	3,357	819	445	0	0	99	290	483	714
Dividend payment	3,469	2,792	3,540	5,577	4,030	3,812	4,272	4,561	4,679	4,907	5,116	5,336
Cost of equity (%)	5.3											
Terminal growth (%)	2.0											
PV of dividend - existing assets	3,459	2,518	3,032	4,536	3,040	2,718	2,878	2,904	2,817	2,792	2,612	2,724
Total asset equity value	67,126											
No. of shares (m)*	3,118											
Equity value / share (Bt)	22											

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Note: Share count includes potential new shares issued to acquire new assets

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPU growth		PE		P/NAV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Link REIT/The	823 HK	Hong Kong	444.9	3.9	22.5	21.7	0.9	0.9	21.7	20.3	4.5	4.6
Yuexiu Real Estate	405 HK	Hong Kong	(38.2)	(0.5)	16.6	16.7	0.5	0.5	18.8	18.5	6.1	6.3
Fortune Real Estate	778 HK	Hong Kong	(7.9)	5.7	17.6	16.6	0.8	0.8	22.1	21.6	7.0	7.0
CapitaLand Mall Trust	CT SP	Singapore	na	8.6	na	na	na	na	na	na	na	na
Frasers Centrepoint Trust	FCT SP	Singapore	23.8	3.2	18.2	17.7	1.0	1.0	24.5	23.8	5.6	5.6
Mapletree Commercial	MCT SP	Singapore	(19.6)	13.1	20.7	18.3	1.0	1.0	24.6	20.0	5.3	5.6
Suntec Real Estate	SUN SP	Singapore	(51.7)	1.3	21.1	20.9	0.8	0.8	35.5	34.1	5.6	5.8
Starhill Global REIT	SGREIT SP	Singapore	66.0	2.4	13.9	13.6	0.7	0.7	17.9	17.2	6.8	7.4
CapitaLand Commercial	CCT SP	Singapore	(24.0)	14.9	na	na	na	na	na	na	na	na
Keppel REIT	KREIT SP	Singapore	(18.4)	1.9	22.1	21.7	0.9	0.9	48.2	45.1	5.2	5.3
CapitaLand Retail China	CRCT SP	Singapore	na	43.1	na	na	na	na	15.3	14.3	na	na
Ascendas Real Estate	AREIT SP	Singapore	(30.3)	3.8	16.8	16.1	1.1	1.1	20.7	19.7	6.0	6.2
Mapletree Industrial Trust	MINT SP	Singapore	(17.0)	(10.7)	17.2	19.3	1.3	1.3	22.2	20.7	5.7	5.8
Mapletree Logistics Trust	MLT SP	Singapore	(55.3)	9.1	20.6	18.9	1.2	1.1	25.7	22.7	5.5	5.7
Ascott Residence Trust	ART SP	Singapore	(67.9)	53.3	37.3	24.3	1.0	1.0	29.3	23.2	4.9	5.8
CDL Hospitality Trusts	CDREIT SP	Singapore	(0.5)	20.0	22.5	18.8	0.9	0.9	29.4	22.8	4.6	5.7
Axis Real Estate	AXRB MK	Malaysia	(29.7)	7.2	19.6	18.3	1.2	1.2	19.5	18.2	5.0	5.3
Sunway Real Estate	SREIT MK	Malaysia	170.4	10.8	18.8	17.0	1.0	1.0	20.8	19.3	4.9	5.5
KLCCP Stapled Group	KLCCSS MK	Malaysia	431.1	7.3	18.3	17.0	0.9	0.9	23.9	22.8	5.1	5.5
IGB Real Estate	IGBREIT MK	Malaysia	49.7	8.3	19.4	17.9	1.5	1.5	19.6	18.3	5.0	5.4
Pavilion Real Estate	PREIT MK	Malaysia	77.6	6.8	18.8	17.6	1.1	1.1	20.0	19.0	5.3	5.7
BTS Rail Mass Transit **	BTSGIF TB	Thailand	186.9	27.4	6.5	5.1	0.6	0.6	6.5	5.1	15.4	19.6
Digital Telecom Int. *	DIF TB	Thailand	(0.9)	0.9	11.9	11.8	0.8	0.8	12.1	12.0	7.4	7.4
Jasmine Broadband Int. *	JASIF TB	Thailand	(1.2)	1.1	10.1	10.0	0.9	0.9	10.1	10.1	9.1	9.2
IMPACT Growth REIT **	IMPACT TB	Thailand	558.4	14.4	23.0	20.1	1.5	1.5	23.3	20.7	4.2	4.8
Frasers Property Thailand *	FTREIT TB	Thailand	(7.3)	3.2	14.5	14.1	1.0	1.0	17.4	17.0	6.4	7.1
WHA Premium Growth *	WHART TB	Thailand	13.4	0.9	14.3	14.2	1.1	1.0	18.4	17.9	6.4	6.7
CPN Retail Growth *	CPNREIT TB	Thailand	68.6	30.2	15.2	11.7	1.4	1.4	18.7	14.9	6.0	7.8
Lotus's Retail Growth**	LPF TB	Thailand	15.5	14.8	15.9	13.9	1.1	1.1	16.5	14.3	5.6	6.5
Average			64.3	10.6	18.2	16.7	1.0	1.0	21.6	19.8	6.1	6.7

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS,

** Fiscal year ends in February for LPF, March for IMPACT and BTSGIF, and we use one-year forward numbers for 23-24F.

Based on 26 May 2022 closing prices

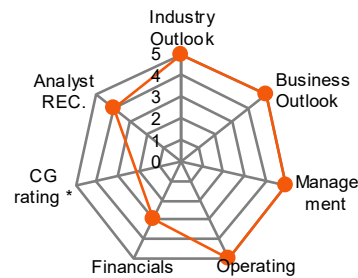
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

FUND DETAILS

ชื่อบริษัท	: ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท
ชื่อย่อหลักทรัพย์	: CPNREIT TB
วันที่เข้าซื้อขายวันแรก	: 23 สิงหาคม 2005
ทุนจดทะเบียน	: 30 พันล. (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
ข้อจำกัดหุ้นต่างตัว	: 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)	19.80	22.00	11%
Net profit 22F (Bt m)	2,108	3,274	55%
Net profit 23F (Bt m)	2,631	2,448	-7%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 2	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2022F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราคาดว่าแนวโน้มการเปิดประเทศจะเป็นบวกต่อศูนย์การค้า และเราไม่รวมต้นทุนดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจากมาตรฐานบัญชีของพระรามสอง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การอ่อนแอทางเศรษฐกิจที่เหนือคาดจะส่งผลกระทบต่ออำนาจซื้อ อัตราการเช่าเฉลี่ย และความสามารถในการเพิ่มค่าเช่า ของ CPNREIT
- หากผลประโยชน์จากการดำเนินงานทำได้ต่ำกว่าที่เราคาด จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายและบริหารต่อยอดขายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

*We expect a swift recovery
for shopping malls*

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	3,801	3,385	4,878	6,012	6,617
Selling & administration expenses	694	708	741	842	908
Operating profit	2,983	2,427	3,795	4,779	5,311
% operating margin	78.5%	71.7%	77.8%	79.5%	80.3%
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
EBITDA	2,983	2,427	3,795	4,779	5,311
% EBITDA margin	78.5%	71.7%	77.8%	79.5%	80.3%
Non-operating income	28	26	28	34	37
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(608)	(584)	(610)	(629)	(610)
Pre-tax profit	2,403	1,869	3,214	4,184	4,738
Income tax	0	0	0	0	0
After-tax profit	2,403	1,869	3,214	4,184	4,738
% net margin	63.2%	55.2%	65.9%	69.6%	71.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(2,098)	(1,004)	60	(1,736)	(2,909)
NET INVESTMENT INCOME	305	866	3,274	2,448	1,828
Normalized Net Invest. Income	2,403	1,869	3,214	4,184	4,738
EPS (Bt)	0.1	0.3	1.3	1.0	0.7
Normalized EPS (Bt)	1.1	0.7	1.3	1.6	1.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,807	2,052	2,085	2,303	2,419
Cash & cash equivalent	1,162	1,159	1,150	1,150	1,150
Account receivables	644	893	935	1,153	1,269
Inventories	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Investments & loans	52,630	58,231	60,652	61,091	60,233
Net fixed assets	0	0	0	0	0
Other assets	17,141	18,688	20,255	22,111	24,080
Total assets	71,577	78,971	82,993	85,505	86,733
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,524	2,913	3,877	4,481	4,911
Account payables	167	158	215	246	250
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	2,357	2,755	3,662	4,235	4,661
Total LT debt	23,035	22,561	23,236	23,790	22,913
Others LT liabilities	17,974	19,678	20,377	22,286	24,299
Total liabilities	43,533	45,153	47,489	50,557	52,123
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,552	31,475	31,771	31,771	31,771
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	216	2,201	2,201	2,201	2,201
Retained earnings	(724)	142	1,531	975	637
Net Assets	28,044	33,819	35,504	34,948	34,610

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Dividend yield to swing
back up*

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,403	1,869	3,214	4,184	4,738
Tax paid	(68)	(1)	0	0	0
Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
Chg In working capital	(424)	(258)	15	(186)	(112)
Chg In other CA & CL / minorities	(414)	(952)	(862)	(1,307)	(1,619)
Cash flow from operations	1,496	659	2,366	2,691	3,006
Capex	0	0	0	0	0
Right of use	(16,713)	(1,500)	(1,640)	(1,787)	(1,948)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7,256)	(5,601)	(2,422)	(439)	858
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	16,320	1,903	2,599	1,991	1,144
Cash flow from investments	(7,649)	(5,198)	(1,462)	(235)	54
Debt financing	8,767	(372)	675	547	(893)
Capital increase	(465)	2,924	296	0	0
Dividends paid	(1,497)	0	(1,885)	(3,003)	(2,167)
Warrants & other surplus	(0)	1,985	0	0	0
Cash flow from financing	6,805	4,537	(914)	(2,456)	(3,060)
Free cash flow	1,496	659	2,366	2,691	3,006

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	17.5	25.6	15.2	11.7	10.3
Normalized PE - at target price (x)	20.3	29.6	17.6	13.5	11.9
PE (x)	138.0	55.3	14.9	19.9	26.7
PE - at target price (x)	159.8	64.0	17.3	23.1	30.9
EV/EBITDA (x)	21.4	28.5	18.7	14.9	13.3
EV/EBITDA - at target price (x)	23.7	31.6	20.7	16.6	14.7
P/NAV (x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
P/NAV - at target price (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
P/CFO (x)	28.1	72.7	20.6	18.1	16.2
Price/sales (x)	12.8	14.4	10.0	8.1	7.4
Effective dividend yield (%)	1.4	0.3	5.1	6.5	3.7
Capital reduction yield (%)	2.5	2.9	1.0	1.3	5.1
Cash dividend yield (%)	3.9	3.2	6.0	7.8	8.8
FCF Yield (%)	3.6	1.4	4.8	5.5	6.2
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	0.7	1.3	1.6	1.8
EPS	0.1	0.3	1.3	1.0	0.7
Effective dividend *	0.3	0.1	1.0	1.2	0.7
Capital reduction dividend	0.5	0.5	0.2	0.2	1.0
Cash dividend **	0.7	0.6	1.1	1.5	1.7
NAV/unit	12.7	13.2	13.8	13.6	13.5
CFO/unit	0.7	0.3	0.9	1.0	1.2
FCF/unit	0.7	0.3	0.9	1.0	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Falling rental discounts and occupancy rate recovery to support earnings rebound

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(25.6)	(11.0)	44.1	23.2	10.1
Net profit (%)	(90.8)	184.2	278.1	(25.2)	(25.3)
EPS (%)	(90.8)	149.7	270.8	(25.2)	(25.3)
Normalized profit (%)	(36.0)	(22.2)	71.9	30.2	13.2
Normalized EPS (%)	(36.0)	(31.6)	68.6	30.2	13.2
Dividend payout ratio (%)***	196.6	16.4	75.3	130.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	96.7	92.6	93.0	93.5	94.0
Operating margin (%)	78.5	71.7	77.8	79.5	80.3
EBITDA margin (%)	78.5	71.7	77.8	79.5	80.3
Net margin (%)	63.2	55.2	65.9	69.6	71.6
Interest bearing debt to NAV (%)	82.1	66.7	65.4	68.1	66.2
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	4.9	4.2	6.2	7.6	8.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	4.2	6.2	7.6	8.7
Interest bearing debt to total asset (	32.2	28.6	28.0	27.8	26.4
ROA - using norm profit (%)	4.1	2.5	4.0	5.0	5.5
ROE - using norm profit (%)	8.3	6.0	9.3	11.9	13.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.3	6.0	9.3	11.9	13.6
- asset turnover (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	79.2	72.5	78.4	80.1	80.8
- leverage (x)	2.0	2.4	2.3	2.4	2.5
- interest burden (%)	79.8	76.2	84.1	86.9	88.6
- 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 (%)	6.8	4.9	6.9	8.3	9.2
NOPAT (Bt m)	2,983	2,427	3,795	4,779	5,311

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Dividend from operations

** Dividend from operations and capital reduction

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันได้แก่ นางอติวี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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