BUY (Unchanged) | **TP: Bt 75.00** (From: Bt 68.00) | **10 MARCH 2026**

Change in Numbers | **Upside : 19.0%**

Central Pattana Pcl (CPN TB)

โมเดลมิกซ์ยูสเริ่มเห็นผลสำเร็จ

PHANNARAI TIYAPITTAYARUT
662-779-9119
phannarai.von@thanachartsec.co.th

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CPN ด้วยเป็นบริษัทที่ใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์มีคุณภาพสูง มีรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่แข็งแกร่ง และธุรกิจมีความยั่งยืนสูงจากโมเดลผธุรกิจที่สามารถปรับตัวได้ดี โมเดลมิกซ์ยูสเริ่มได้รับการพิสูจน์แล้วว่าประสบความสำเร็จอย่างมาก เราปรับ TP เพิ่มเป็น 75 บาท

หุ้นสินทรัพย์คุณภาพสูง; แนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPN โดยเป็นหนึ่งในหุ้น Top Pick ของเรา และปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2026F ขึ้นเป็น 75.0 บาท (จาก 68.0 บาท) 1) CPN เป็น asset play คุณภาพสูงมากในตลาดไทย และมีคะแนน ESG ที่สูง สะท้อนการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและความยั่งยืนของธุรกิจ จากโมเดลธุรกิจที่สามารถปรับตัวได้ดี 2) โมเดลธุรกิจมิกซ์ยูสที่เริ่มดำเนินการมาตั้งแต่ 8 ปีก่อน ประสบความสำเร็จอย่างมาก โดยช่วยสร้างประโยชน์ร่วมกันด้านการดึงดูดลูกค้าระหว่างโครงการ ทำให้เราปรับกำไรปกติขึ้น 5–8% ในปี 2026-28F สะท้อนสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นจากการเช่าที่สูงขึ้น SG&A/Sales ที่ลดลง 3) ยังมีโอกาสขยายโครงการอีก โดยบริษัทตั้งเป้าเปิดศูนย์การค้าใหม่ 4 แห่ง ปรับปรุงศูนย์การค้า 1 แห่ง ในปี 2026-27F นอกจากนี้ ยังมี upside จากโครงการที่ไม่ใช่ศูนย์การค้า ซึ่งยังไม่ได้ประกาศอย่างเป็นทางการ และ 4) เรามองว่า CPN ยังถูก ซื้อขายที่ 2026F PE เพียง 14.6 เท่า หรือ PEG 0.9 เท่า ซึ่งถือว่าต่ำสำหรับ asset-based company หลังทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีที่ผ่านมา เราคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโตเฉลี่ย13% ต่อปี ในปี 2026-28F

โมเดล Mixed-use เริ่มเห็นผล

ณ ปี 2025 ศูนย์การค้า 26 แห่ง จากทั้งหมด 44 แห่งเป็นโครงการมิกซ์ยูส (ศูนย์การค้าที่มีทั้งสำนักงาน โรงแรม หรือที่อยู่อาศัย) รูปแบบมิกซ์ยูสนี้สร้างประโยชน์ร่วมกันด้านการดึงดูดลูกค้าให้กับสินทรัพย์รวม อัตราการเช่าพื้นที่ในศูนย์การค้ายังคงอยู่สูงกว่า 90% โดยมีอัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้น 2-3% ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอในปีก่อน อัตราการเข้าพักของโรงแรมเฉลี่ยอยู่ที่ 76% สำหรับ 11 โรงแรม ในปีที่ผ่านมา อีกทั้งยังมีความต้องการที่อยู่อาศัยใกล้ศูนย์การค้าที่ดี นอกจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นแล้ว การทำกำไรก็สูงขึ้นเช่นกัน โดยอัตรากำไรขั้นต้นจากค่าเช่าศูนย์การค้าทำสถิติสูงสุดที่ 60% ในปีที่ผ่านมา ในเดือนมกราคม 2026 จำนวนผู้มาใช้บริการเพิ่มขึ้น 3% y-y ในขณะที่ยอดขายของผู้เช่าเติบโตในอัตราเลขสองหลัก

ขยายตัวต่อเนื่อง

ปีที่แล้วมีการเปิดศูนย์การค้าใหม่ 2 แห่ง รวมเป็น 44 แห่ง มีพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 1.72 ล้านตร.ม. CPN มีแผนเปิดศูนย์การค้า 4 แห่ง ได้แก่ เซ็นทรัลขอนแก่น (พ.ค.2026F), เดอะเซ็นทรัล แอท พหลโยธิน (4Q26F), สยามสแควร์ (3Q27F), พระราม 9 (4Q27F), การปรับปรุงเซ็นทรัล นอร์ธวิลล์ (3Q26F) และการขยายพื้นที่ของภูเก็ต ฟลอเรสต้า (4Q26F) ซึ่งจะเพิ่มพื้นที่ให้เช่า 236,131 ตร.ม. (14%) ภานในปี 2027F เราคาดว่ารายได้ค่าเช่าปี 2026-28F จะเติบโต 9/10/6% และมีโอกาสเติบโตอีกจากโครงการที่ไม่ใช่ศูนย์การค้าใกล้กับศูนย์การค้าใหม่นี้ ซึ่งยังไม่ได้เปิดเผย ศูนย์การค้าที่จะเปิดเร็วๆ นี้ที่ขอนแก่น และนอร์ธวิลล์ มี preleased แล้วกว่า 70%

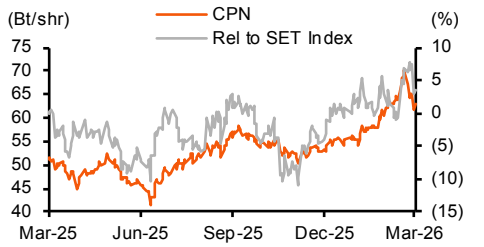
กำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 13%

เราคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโต 16/13/9% ในปี 2026-28F หนุนโดยอัตราค่าเช่าที่โต 2% ต่อปี การขยายและปรับปรุงศูนย์การสินค้า และอัตรากำไรขั้นต้นจากค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นเป็น 61/62/63% ในปี 2026-28F และเรายังคาดว่าบริษัทร่วมทุน 30% (Vimarn Suriya) ซึ่งบริหารโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ และคอนโดดุสิต เรสซิเดนเซส จะสร้างกำไร 838/348/131 ลบ. ในรูปส่วนแบ่งกำไรให้ในปี 2026-28F เช่นกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	50,034	53,167	60,865	63,045
Net profit	18,841	19,758	22,350	24,311
Consensus NP	—	19,162	20,466	21,043
Diff frm cons (%)	—	*3.1*	*9.2*	*15.5*
Norm profit	16,722	19,366	21,958	23,919
Prev. Norm profit	—	18,371	20,364	22,570
Chg frm prev (%)	—	*5.4*	*7.8*	*6.0*
Norm EPS (Bt)	3.7	4.3	4.9	5.3
Norm EPS grw (%)	1.7	15.8	13.4	8.9
Norm PE (x)	16.9	14.6	12.9	11.8
EV/EBITDA (x)	11.4	10.7	9.2	8.5
P/BV (x)	2.6	2.4	2.2	2.0
Div yield (%)	3.8	4.1	4.7	5.2
ROE (%)	15.9	17.0	17.8	17.9
Net D/E (%)	44.5	43.1	33.6	28.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 10-Mar-26 (Bt)	63.00
Market Cap (US$ m)	8,930.6
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	68.7
Avg Daily Turnover (US$ m)	12.4
12M Price H/L (Bt)	70.00/41.25
Sector	PROP
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

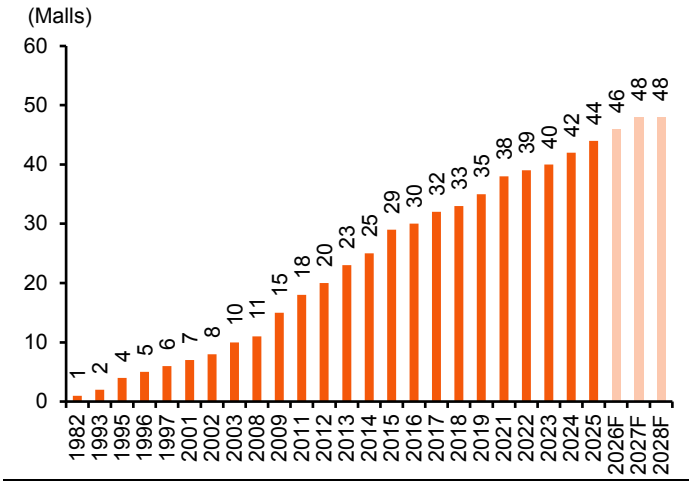
ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

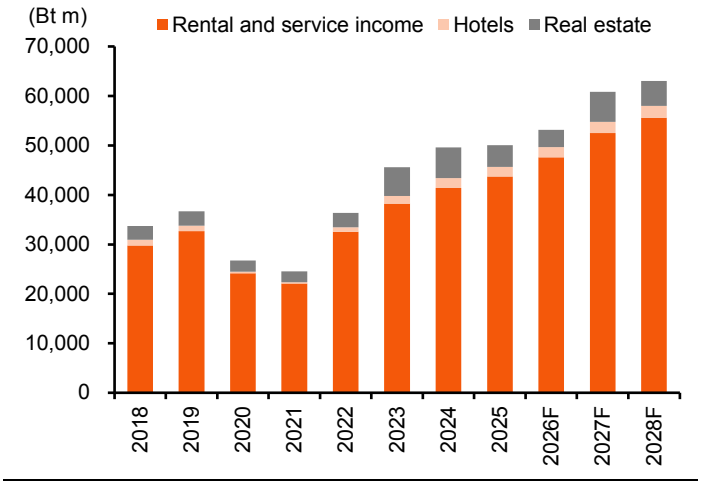
Thanachart Securities

Ex 1: Number Of CPN Shopping Malls



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
SS rental rate growth (%) - unchanged	45	9	2	2	2	2	2
No of shopping malls (YE) - unchanged	39	40	42	44	46	48	48
Increase in malls' net leasable area (sqm)							
New	75,183	6,851	(6,056)	26,371	172,131	64,000	0
Old					172,109	96,000	0
Rental and service income (Bt m)							
New	32,554	38,224	41,420	43,721	47,597	52,537	55,641
Old					47,516	52,306	55,916
Change (%)					*0.2*	*0.4*	*(0.5)*
Gross margin – rent & service (%)							
New	51.4	55.1	57.9	60.0	61.0	61.7	63.0
Old					59.9	60.4	61.6
Change (bp)					*110*	*131*	*138*
Real estate sales (Bt m)							
New	2,870	5,835	6,231	4,351	3,481	6,092	5,056
Old					4,056	4,867	5,013
Change (%)					*(14.2)*	*25.2*	*0.9*
Equity income from 30% Vimarn Suriya Co Ltd (Bt m)							
New	-	-	(50)	(5)	838	348	131
- Dusit Thani Bangkok hotel			(50)	(31)	0	25	28
- Dusit Residences condo			0	26	838	322	103
Old					722	284	40
SG&A/sales (%)							
New	18.0	16.8	17.5	17.4	17.4	17.0	16.7
Old					17.9	17.6	17.1
Normalized profit (Bt m)							
New	10,030	13,916	16,444	16,722	19,366	21,958	23,919
Old					18,371	20,364	22,570
Change (%)					*5.4*	*7.8*	*6.0*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Sum-of-the-parts Valuation

SOTP valuation			(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	**Total present value of FCF**	**379,555**
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	53,060
Beta	1.00	Less: minority interest	9,380
Cost of equity (Ke) (%)	10.5	**Equity value**	**317,114**
After-tax cost of debt (Kd) (%)	2.6	No of shares (end-2026F) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	17.7	**Equity value/share (Bt/share)**	**70.66**
WACC (%)	9.1	plus **Value of CPNREIT (39.39%-owned) (Bt/CPN share)**	**3.72**
		Value of CPNCG (25%-owned) (Bt/CPN share)	**0.14**
		Value of four land plots (Bt/CPN share)	**0.47**
		CPN's SOTP-based target price (Bt/share)	**75.00**

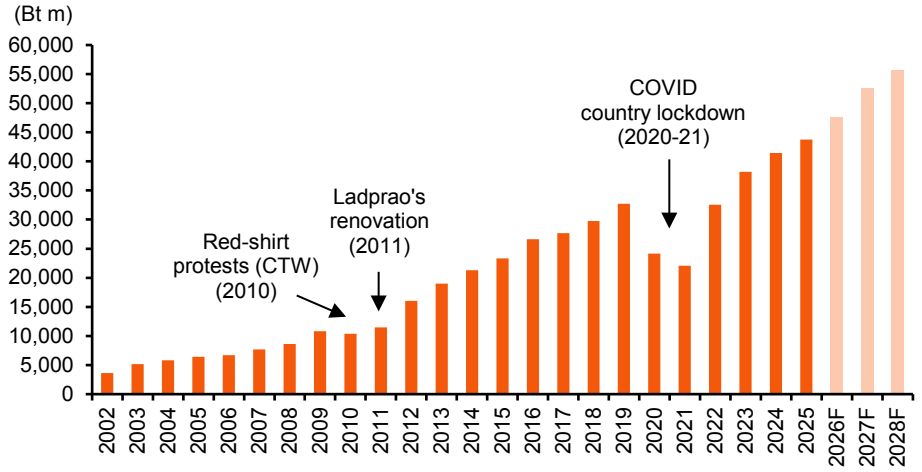
Source: Thanachart estimates

Ex 5: New Mall Assumptions

Project	Opening	Net leasable area (sqm)	
		New	Old
#43 Central Park	Sep 2025	31,691	35,000
#44 Central Krabi	Oct 2025	20,189	22,000
#45 Central Khon Kaen Campus	May 2026	25,000	25,000
#9 Central Northville (major revamp from old Rattanathibet)	3Q26	45,000	45,000
#33 Central Phuket Floresta - luxury zone extension	4Q26	10,000	10,000
#46 The Central (Phahon Yothin)	4Q26	100,000	100,000
#47 Siam Square	3Q27	30,000	22,500
#48 Rama 9	4Q27	34,000	73,500

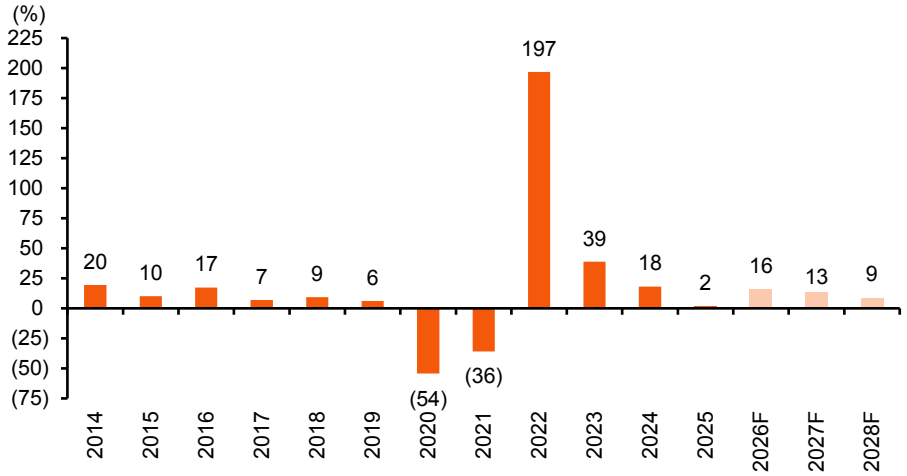
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Sustainable Rental Income Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Core EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Earnings Forecasts For CPN's 30% JV, Vimarn Suriya Co Ltd

A 30% JV, Vimarn Suriya Co Ltd	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F
Dusit Thani Bangkok Hotel (opening Sep 27th, 2024)														
Room	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257
Occupancy (%)	28	47	60	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Room rate (Bt/night/room)	10,730	10,466	11,513	11,858	12,214	12,580	12,958	13,346	13,747	14,159	14,584	15,021	15,472	16,091
growth (%)		(2)	10	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
F&B/room revenue ratio (%)	75	60	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
Other revenues (catering, meetings, spa)/room revenue ratio (%)	75	65	60	57	56	55	55	55	55	55	55	55	55	55
Revenues														
Room revenue (Bt m)	69	461	648	834	859	885	912	939	967	996	1,026	1,057	1,089	1,132
F&B revenue (Bt m)	52	277	356	459	473	487	501	516	532	548	564	581	599	623
Other revenues (catering, meetings, spa, laundry, etc) (Bt m)	52	300	389	476	481	487	501	516	532	548	564	581	599	623
Total revenues (Bt m)	174	1,038	1,393	1,769	1,813	1,859	1,914	1,972	2,031	2,092	2,155	2,219	2,286	2,377
GP (%)	45	55	62	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
SG&A/sales (%)	140	65	62	59	58.5	58	57	56	55	54	53	52	51	50
Net profit - Hotel (Bt m)	**(165)**	**(104)**	**0**	**85**	**94**	**104**	**123**	**142**	**162**	**184**	**207**	**231**	**256**	**285**
Dusit Residences (399 units, 95% sold as of 2025)														
- Dusit Residences (30,489 sqm - net saleable area)														
- Dusit Parkside (20,054 sqm - net saleable area)														
Total net saleable area (sqm)	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,543	50,544	50,544
Avg selling price/sqm (Bt/sqm)	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
Sold (%) - YE	85	95	98	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Transferred (%)		2	65	25	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Residential revenue (Bt m)		344	11,170	4,296	1,375	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GP (%)		38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
NP (%)		25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Net profit - Residences (Bt m)		**86**	**2,793**	**1,074**	**344**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Total net profit (Bt m)	**(165)**	**(18)**	**2,793**	**1,159**	**438**	**104**	**123**	**142**	**162**	**184**	**207**	**231**	**256**	**285**
CPN's shared profit (Bt m) (30%)	**(50)**	**(5)**	**838**	**348**	**131**	**31**	**37**	**43**	**49**	**55**	**62**	**69**	**77**	**86**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
Name	**BBG code**	**Market**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**	**26F**	**27F**
Marks & Spencer	MKS LN	UK	(19.3)	48.7	14.2	9.5	2.1	1.9	7.2	5.8	1.4	2.1
J Sainsbury PLC	SBRY LN	UK	0.0	13.0	13.6	12.1	1.2	1.1	5.7	5.4	6.6	4.9
Tesco	TSCO LN	UK	6.3	10.2	15.0	13.6	2.6	2.5	8.3	8.0	3.4	3.7
Carrefour SA	CA FP	France	15.1	7.4	8.9	8.3	1.0	0.9	4.5	4.4	6.6	7.2
Casino Guichard	CO FP	France	(107.7)	38.3	na	na	0.1	0.1	3.9	3.7	na	na
L'Oreal SA	OR FP	France	6.2	8.0	26.9	24.9	5.2	4.8	17.7	16.7	2.1	2.2
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	9.0	9.9	na	na	na	na	10.6	10.1	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	70.7	45.3	86.6	59.6	4.2	4.0	12.1	10.9	0.7	0.7
Kao Corporation	4452 JP	Japan	11.4	11.5	21.2	19.0	2.6	2.4	10.3	9.6	2.5	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	0.8	3.3	18.3	17.7	1.5	1.4	7.4	7.2	1.9	2.0
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	23.7	30.8	24.9	2.0	1.9	11.7	10.8	1.9	2.1
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	64.8	(0.9)	18.8	19.0	1.4	1.3	9.2	9.4	2.4	2.6
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	76.9	0.7	0.7	9.1	9.2	4.1	4.2
Shinsegae	004170 KS	South Korea	146.7	20.6	12.9	10.7	0.7	0.7	9.1	8.7	1.5	1.7
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	18.6	14.2	7.4	6.5	0.6	0.5	6.5	6.1	3.6	4.3
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	3.6	7.5	10.1	9.4	4.3	4.2	5.0	4.8	6.0	5.9
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	11.4	12.5	42.4	37.7	8.9	8.1	21.2	19.4	0.8	0.8
Home Depot Inc	HD US	USA	3.9	8.3	23.4	21.6	19.4	18.3	15.9	15.0	2.7	2.8
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	10.8	11.9	12.8	11.5	2.9	2.6	7.5	6.9	3.0	3.3
Yonghui Superstores	601933 CH	China	139.0	124.5	77.5	34.5	9.3	7.1	18.7	13.9	0.1	0.3
Sa Sa International	178 HK	Hong Kong	30.3	7.0	15.1	14.1	na	na	10.5	10.0	4.5	4.9
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	8.7	9.4	20.4	18.7	13.7	10.8	6.9	6.6	3.5	3.8
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	6.5	9.2	18.3	16.7	4.8	4.3	8.0	7.6	4.5	4.8
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	10.4	9.4	37.7	34.5	8.0	7.3	8.8	8.6	1.2	1.3
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(5.5)	3.9	13.4	12.9	0.4	0.4	8.4	8.3	5.2	5.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	12.7	15.0	13.5	11.8	2.7	2.4	7.1	6.4	3.7	4.2
CP Axtra *	CPAXT TB	Thailand	17.3	9.8	14.0	12.7	0.5	0.5	6.8	6.4	5.0	5.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	15.8	13.4	14.6	12.9	2.4	2.2	10.7	9.2	4.1	4.7
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	3.9	8.4	14.2	13.1	1.6	1.5	5.7	5.4	2.7	3.1
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	(7.8)	25.4	19.9	15.9	0.8	0.8	12.8	12.2	1.3	1.6
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(1.1)	6.8	17.9	16.8	1.3	1.2	11.3	10.7	2.2	2.4
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	4.4	7.9	13.3	12.3	3.0	2.8	7.5	6.9	6.0	6.5
MC Group *	MC TB	Thailand	6.4	8.6	10.8	9.9	2.3	2.3	5.0	4.9	9.3	10.1
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB	Thailand	23.4	18.9	13.2	11.1	3.5	3.0	6.6	5.5	3.8	4.6
Average			**16.1**	**17.3**	**21.8**	**19.7**	**3.6**	**3.2**	**9.3**	**8.7**	**3.4**	**3.6**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 10 March 2026 closing price

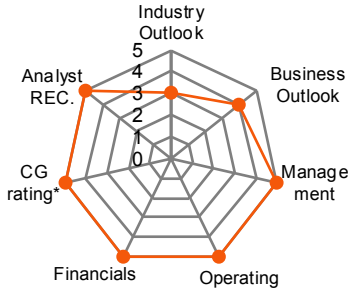
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 45 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 44 แห่ง อาคารสำนักงาน 11 แห่ง โรงแรม 11 แห่ง และโครงการที่อยู่อาศัย 35 แห่ง บริษัทฯ เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 39.39% ใน CPNREIT และ 25.0% ใน CPNCG

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดและมีแผนการขยายแนวรุกมากที่สุด
- ตระกูลจิราธิวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ มีธุรกิจในเครือค่อนข้างมาก โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการค้าปลีก เพราะฉะนั้น อัตราการเช่าพื้นที่จึงมีความแน่นอนสูงในระดับหนึ่งก่อนการเปิดตัวโครงการ
- มีพื้นที่ซึ่งค่อนข้างโดดเด่นในกรุงเทพฯ และตามหัวเมืองต่างจังหวัด

W — Weakness

- ลักษณะธุรกิจจำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่
- ระยะเวลาในการคืนทุนค่อนข้างยาว

O — Opportunity

- ขยายสู่จังหวัดรองและชานเมืองกรุงเทพฯ
- การพัฒนาโครงการ Mixed-use

T — Threat

- การแข่งขันทางอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด
- ความเสี่ยงของพื้นที่เช่าไม่ได้รับการต่อสัญญา

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.31	75.00	2%
Net profit 26F (Bt m)	19,241	19,758	3%
Net profit 27F (Bt m)	20,584	22,350	9%
Consensus REC	BUY: 25	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2026-27F ของเราสูงกว่าตัวเลขของตลาด 3–9% ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเกิดจากการที่เราใช้สมมติฐาน อัตรากำไรขั้นต้นจากค่าเช่าสูงกว่า เนื่องจากได้รับประโยชน์จาก operating leverage effect
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ในตลาดอยู่ 2%

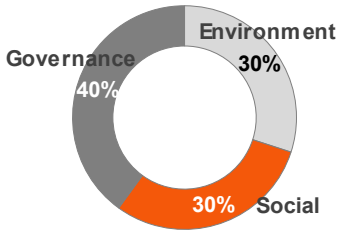
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

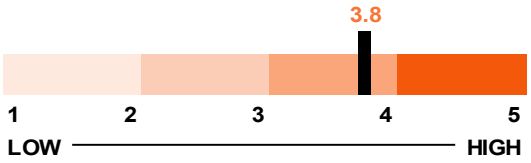
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจับจ่ายของประชาชน และความสามารถของบริษัทฯ ในการปรับขึ้นค่าเช่า อัตราการเช่า และการขยายสาขา ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความเสี่ยงที่ไม่คาดคิดอย่างเหตุการณ์การปิดศูนย์การค้าและเพลิงไหม้ที่ CentralWorld ในอดีต อาจส่งผลให้กำไรสะดุด และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
CPN	YES	AAA	YES	3.81	AAA	68.47	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

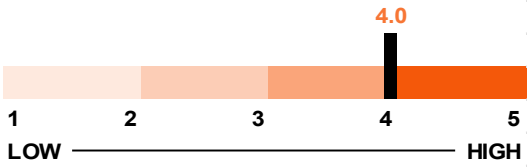
ESG Summary

- CPN เป็นผู้พัฒนาศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย บริหารจัดการศูนย์การค้า 43 แห่งในประเทศไทย และอีก 1 แห่งในมาเลเซีย คะแนน ESG ของเราสำหรับ CPN อยู่ที่ 3.81 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีกที่ 3.38 ซึ่งถือเป็นคะแนนสูงสุดในกลุ่มนี้ เนื่องจากความมุ่งมั่นในการเป็นผู้พัฒนาชั้นนำที่มีระบบนิเวศที่ยั่งยืนเพื่อคว้าโอกาสและลดความเสี่ยงท่ามกลางกระแสความยั่งยืน เป้าหมายของ CPN คือการสร้างและรักษาอนาคตที่ยั่งยืนสำหรับทุกคน
- CPN ปฏิบัติตามมาตรฐานสากลที่เกี่ยวข้องหลายประการ และมีเป้าหมายและแผนงานด้าน ESG ที่ชัดเจน บริษัทติดอันดับ 1% แรกใน S&P Global Corporate Sustainability Assessment - CSA และได้รับการยอมรับในฐานะสมาชิกของดัชนี Dow Jones Best-in-Class World Index (เดิมคือ DJSI World) โดยทำคะแนนสูงสุด 84 คะแนน
- ในมุมมองของเรา CPN เป็นบริษัทที่มีความโดดเด่นด้าน ESG เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมสูงถึง 4.0 คะแนน ด้านสังคมที่ดี 3.95 และด้านธรรมาภิบาลที่ดี 3.6 บริษัทได้บูรณาการเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของสหประชาชาติ (SDGs) เข้ากับกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนปี 2030 โดยปรับความสามารถหลักขององค์กรให้สอดคล้องกับ SDGs ทั้ง 17 ข้อ ผ่านกลยุทธ์สามมิติ ได้แก่ การพัฒนาบุคลากรให้ดียิ่งขึ้น การพัฒนาโลกให้ดียิ่งขึ้น และธรรมาภิบาลที่แข็งแกร่ง
- เราให้คะแนน G ต่ำกว่าคะแนน E และ S เนื่องจากโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่แข็งแกร่ง เพราะประธานกรรมการไม่เป็นอิสระ และกรรมการ 8 ใน 14 คนมาจากตระกูลจิราธิวัฒน์ผู้ก่อตั้ง อย่างไรก็ตาม คะแนน G ถือว่าดี เนื่องจากเราให้คะแนนโมเดลธุรกิจและนวัตกรรมสูงสุดที่ 5 ซึ่งปรับตัวเข้ากับไลฟ์สไตล์ที่เปลี่ยนแปลงไปของผู้คนได้อย่างรวดเร็ว ทำให้เป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยมสำหรับทุกคน ส่งผลให้ธุรกิจมีความยั่งยืนในระดับสูง มีอัตราการเช่าสูงกว่า 90% อย่างต่อเนื่อง และมีอำนาจในการกำหนดราคาค่าเช่าเพิ่มขึ้น

Sector: Property & Cons. | Property Development

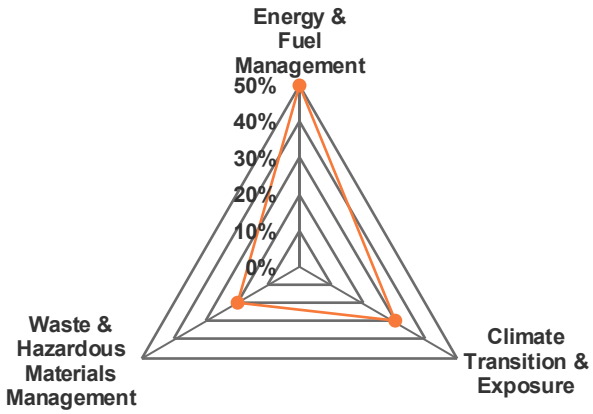
We assign CPN a high E score of 4.0. Its business strategy focuses on creating a business ecosystem that supports a 360-degree lifestyle for all groups to build a better society and environment. It sets clear short-term and long-term targets and executes well.

Thanachart Environment (E) Rating



ENVIRONMENT	Our Comments
– **Energy & Fuel Management** – **Climate Transition & Exposure** – **Waste & Hazardous Materials Management**	▪ We assign CPN a strong 4.0 E score. It complies with international standards for GHG management (ISO 14064-1), energy management (ISO 50001), environmental management (ISO 14001), and Leadership in Energy & Environmental Design (LEED). ▪ CPN prioritizes energy efficiency and considers climate change in its business direction. It has adopted Carbon Footprint for Organization (CFO) methodologies to quantify GHG emissions. ▪ CPN released scope 1 & 2 & 3 emissions of 0.72m tonnes of CO2 equivalent in 2024, falling by 17.6% from the 2019 base year. It has a medium-term target to reduce emissions by 46% by 2030. It is committed to achieving Net Zero emissions by 2050. ▪ **Strategies to improve energy efficiency:** CPN has upgraded infrastructure across shopping centers, office buildings, and mixed-use projects to ensure the most efficient use of energy. Air conditioning systems have been upgraded with AI and IoT technologies to optimize energy use in cooling systems. All lighting in shopping centers has been converted to LED, leading to a 30-50% reduction in energy use. Smart sensors, including automatic lighting controls and intelligent energy management systems, have been installed to reduce energy consumption during off-peak hours. Green building standards have been adopted in new building designs to enhance energy efficiency and lower greenhouse gas emissions. ▪ **Climate risk assessment:** It adopted the framework of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) to guide its environmental risk analysis and disclosures on physical risks (floods, droughts, heatwaves) and transition risks (carbon tax measures, GHG emissions standards). Findings from these assessments are integrated into its strategic planning, enabling proactive investment in projects located in high-risk areas. ▪ **Waste management:** CPN handles large volumes of waste generated daily from its operations, whether from tenants or customers efficiently. In 2024, it collected waste from 63 locations (shopping centers, office buildings, and community malls) totaling 92,231 tonnes. Of this, 41,235 tonnes were separated for reuse or resource recovery, achieving a waste diversion rate of 45%, exceeding the annual target. It also ensures safe and efficient handling of special waste, including 20 tonnes of hazardous and infectious waste and 2 tonnes of electronic waste (E-waste) in 2024.

SCALE WEIGHTING

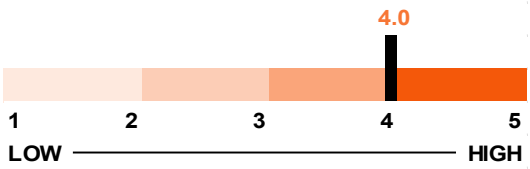


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Property & Cons. | Property Development

We assign a good Social (S) score of 3.95 to CPN, reflecting its strong contributions to sustainable community development. Due to its diverse locations in 23 provinces nationwide, it empowers local people through job creation, resource provision, and effective market access. Its vision is to elevate the quality of life and community well-being.

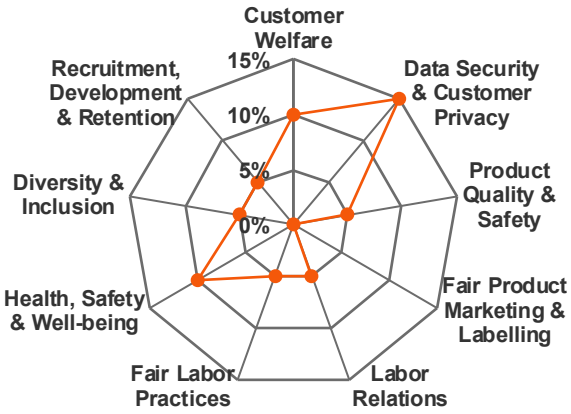
Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

- **Customer Welfare**
- **Data Security & Customer Privacy**
- **Product Quality & Safety**
- **Fair Product Marketing & Labelling**
- **Labor Relations**
- **Fair Labor Practices**
- **Health, Safety & Well-being**
- **Diversity & Inclusion**
- **Recruitment, Development & Retention**

SCALE WEIGHTING



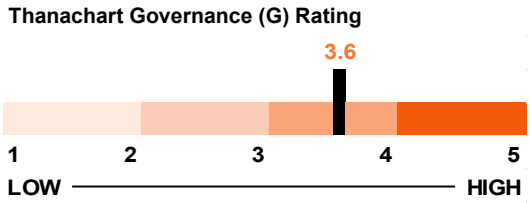
Our Comments

- We assign a good social score of 3.95 to CPN. Its scores are high across asset quality, services, operations, customers, staff, and local community development.
- Its malls are efficiently operated with good customer satisfaction. Occupancy averages over 90%. Vice versa, the negative impact of having its assets in communities is traffic congestion. However, the shared value creation for communities outweighs this, as it generates income across the provinces while improving the quality of life for community members.
- In 2024, communities were able to generate income through community-focused marketing activities held in shopping centers for Bt3.4bn, much above its Bt300m goal.
- CPN collaborates with the government in establishing government service centers, temporary passport offices, immigration offices, and with hospitals, public health departments, and the Thai Red Cross to establish public health service centers for community convenience, including permanent blood donation centers and health stations.
- It is committed to aligning with international human rights principles covering all stakeholder groups, including employees, partners, subcontractors, customers, tenants, and communities under the frameworks of the UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs), the United Nations Global Compact (UNGC), and Thailand's National Action Plan on Business and Human Rights.
- It was honored with the "Human Rights Awards 2024", winning Gold in the large business category presented by the Department of Rights and Liberties Protection, Ministry of Justice.
- To promote a work-life balance, it has supported both remote and hybrid working models since 2019 and has implemented a flexible working time policy for head office staff, allowing clock-in between 07:30–09:30 hrs. and clock-out between 17:00–19:00 hrs.
- **Personal data protection and cybersecurity:** CPN has implemented cybersecurity and data management measures in accordance with international standards, such as ISO 27001 and the Personal Data Protection Act (PDPA), to safeguard stakeholder rights. In 2024, there were no complaints regarding customer privacy violations, or incidents of customer data leaks or losses.

Sources: Thanachart, Company data

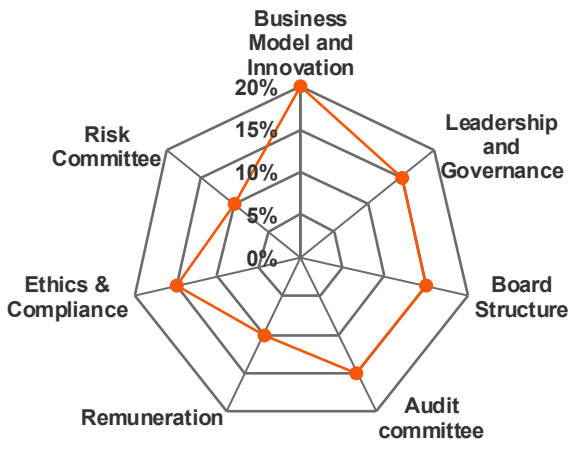
Sector: Property & Cons. | Property Development

We assign CPN a good G score of 3.6, below its E and S scores. This reflects a non-ideal board structure, with a low ratio of independent directors and most members from the founding family. That said, we highlight the top score for business model and innovation that is key to business sustainability with a high occupancy rate and pricing power.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY	Our Comments
– **Business Model and Innovation** – **Leadership and Governance** – **Board Structure** – **Audit committee** – **Remuneration** – **Ethics & Compliance** – **Risk Committee**	▪ We assign a G score of 3.6 to CPN, which is lower than its E and S scores. CPN doesn't have a strong board structure, in our view. Its board chair is not independent, and the ratio of independent directors (4) to total directors (14) is below the ideal ratio of two-thirds. Eight of the board members are Chirathivat family members. However, CPN earns a top score for its business model and innovation, which lead to sustainably high occupancy and pricing power through resilient rental rates. ▪ CPN has all the committees suggested by the ESG framework: audit, remuneration, and risk management. It doesn't have major red-flag concerns regarding ethics and governance issues. It has established corporate governance and sustainability committee responsible for overseeing corporate governance and sustainability. ▪ We assign the top score of 5 for business model and innovation. It has continued to develop and make changes to its business model to capture a rapidly evolving environment and customer demand trend. Over the years, with shopping malls in many other countries becoming a sunset business, CPN has maintained its resiliency in Thailand very well with the mixed-use asset model where its shopping malls, offices, hotels and residential projects create traffic synergies. It also utilizes technology to enhance customer experience, increase operational efficiency, and reduce costs. Data utilization and advanced analytics are essential tools enabling CPN to develop effective solutions, stay ahead of market trends, and create long-term value continuously. ▪ We assign a high score of 4/5 for leadership and governance and business ethics. Though CPN is part of Central Group, one of the largest Thai conglomerates encompassing many business areas, it has not participated in any inter-company transactions or any M&As that raised corporate governance concerns. ▪ Past M&As were successful with good investment returns such as the acquisitions of the property developer GLAND with good assets and landbank for mixed-use developments and community mall developer SF that also owned 49% in the highly successful shopping mall, Mega Bangna, along with its investment in DUSIT TB (17.09%) a hotel operator.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

Double-digit core EPS growth of 16/13% in 2026-27F

An asset-based firm with shopping malls comprising the majority

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	49,615	50,034	53,167	60,865	63,045
Cost of sales	22,172	21,035	21,691	25,010	24,799
Gross profit	**27,443**	**28,999**	**31,476**	**35,854**	**38,246**
% gross margin	55.3%	58.0%	59.2%	58.9%	60.7%
Selling & administration expenses	8,692	8,692	9,237	10,331	10,511
Operating profit	**18,751**	**20,306**	**22,239**	**25,524**	**27,735**
% operating margin	37.8%	40.6%	41.8%	41.9%	44.0%
Depreciation & amortization	12,560	12,632	12,967	13,749	14,189
EBITDA	**27,958**	**29,510**	**31,695**	**35,755**	**38,399**
% EBITDA margin	56.4%	59.0%	59.6%	58.7%	60.9%
Non-operating income	1,625	1,896	2,009	2,318	2,537
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,506)	(3,705)	(3,728)	(3,512)	(3,266)
Pre-tax profit	**17,869**	**18,498**	**20,521**	**24,330**	**27,006**
Income tax	3,488	3,855	4,104	4,866	5,401
After-tax profit	**14,381**	**14,643**	**16,417**	**19,464**	**21,605**
% net margin	29.0%	29.3%	30.9%	32.0%	34.3%
Shares in affiliates' Earnings	2,292	2,414	3,324	2,909	2,769
Minority interests	(229)	(335)	(375)	(415)	(455)
Extraordinary items	285	2,119	392	392	392
NET PROFIT	**16,729**	**18,841**	**19,758**	**22,350**	**24,311**
Normalized profit	**16,444**	**16,722**	**19,366**	**21,958**	**23,919**
EPS (Bt)	3.7	4.2	4.4	5.0	5.4
Normalized EPS (Bt)	3.7	3.7	4.3	4.9	5.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	38,751	31,962	30,972	33,045	32,985
Cash & cash equivalent	5,292	8,806	6,291	6,791	7,791
Account receivables	1,404	1,300	1,457	1,668	1,727
Inventories	0	0	0	0	0
Others	32,054	21,856	23,224	24,586	23,467
Investments & loans	48,571	45,810	45,810	45,810	45,810
Net fixed assets	137,154	140,010	154,655	163,423	174,759
Other assets	79,739	84,841	80,297	79,031	74,713
Total assets	**304,215**	**302,623**	**311,733**	**321,309**	**328,267**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	38,092	38,918	40,498	40,116	39,198
Account payables	1,342	1,309	1,486	1,713	1,699
Bank overdraft & ST loans	3,581	6,750	9,227	8,020	7,553
Current LT debt	14,276	13,230	13,072	11,362	10,701
Others current liabilities	18,894	17,630	16,713	19,021	19,245
Total LT debt	**51,653**	**41,887**	**39,216**	**34,085**	**32,102**
Others LT liabilities	104,641	102,557	103,741	108,389	107,368
Total liabilities	**194,386**	**183,362**	**183,455**	**182,589**	**178,668**
Minority interest	9,247	9,380	9,755	10,170	10,624
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Share premium	8,559	8,559	8,559	8,559	8,559
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	502	206	206	206	206
Retained earnings	**89,277**	**98,872**	**107,515**	**117,542**	**127,966**
Shareholders' equity	100,582	109,881	118,523	128,550	138,975
Liabilities & equity	**304,215**	**302,623**	**311,733**	**321,309**	**328,267**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite high capex, we expect net gearing of only 0.3-0.4x in 2026-28F

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	17,869	18,498	20,521	24,330	27,006
Tax paid	(3,825)	(3,535)	(4,190)	(4,600)	(5,398)
Depreciation & amortization	9,208	9,204	9,455	10,231	10,665
Chg In w orking capital	669	71	21	16	(74)
Chg In other CA & CL / minorities	(6,244)	12,528	2,075	4,563	5,111
Cash flow from operations	**17,677**	**36,766**	**27,881**	**34,541**	**37,309**
Capex	(13,707)	(12,060)	(24,100)	(19,000)	(22,000)
Right of use	(11,201)	(707)	3,409	3,415	3,421
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(6,288)	2,761	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	29,424	(6,061)	1,761	1,916	(734)
Cash flow from investments	**(1,772)**	**(16,067)**	**(18,930)**	**(13,668)**	**(19,312)**
Debt financing	(7,252)	(7,643)	(351)	(8,050)	(3,110)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(8,179)	(9,531)	(11,115)	(12,323)	(13,887)
Warrants & other surplus	(241)	(12)	0	0	0
Cash flow from financing	**(15,672)**	**(17,185)**	**(11,466)**	**(20,373)**	**(16,997)**
Free cash flow	**15,905**	**20,699**	**8,951**	**20,873**	**17,997**

2026F PE is far below its 30x five-year average from 2020-24

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	17.2	16.9	14.6	12.9	11.8
Normalized PE - at target price (x)	20.5	20.1	17.4	15.3	14.1
PE (x)	16.9	15.0	14.3	12.7	11.6
PE - at target price (x)	20.1	17.9	17.0	15.1	13.8
EV/EBITDA (x)	12.4	11.4	10.7	9.2	8.5
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	13.2	12.4	10.7	9.9
P/BV (x)	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
P/BV - at target price (x)	3.3	3.1	2.8	2.6	2.4
P/CFO (x)	16.0	7.7	10.1	8.2	7.6
Price/sales (x)	5.7	5.7	5.3	4.6	4.5
Dividend yield (%)	3.3	3.8	4.1	4.7	5.2
FCF Yield (%)	5.6	7.3	3.2	7.4	6.4
(Bt)					
Normalized EPS	3.7	3.7	4.3	4.9	5.3
EPS	3.7	4.2	4.4	5.0	5.4
DPS	2.1	2.4	2.6	2.9	3.3
BV/share	22.4	24.5	26.4	28.6	31.0
CFO/share	3.9	8.2	6.2	7.7	8.3
FCF/share	3.5	4.6	2.0	4.7	4.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Maintaining high profitability

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	8.8	0.8	6.3	14.5	3.6
Net profit (%)	11.1	12.6	4.9	13.1	8.8
EPS (%)	11.1	12.6	4.9	13.1	8.8
Normalized profit (%)	18.2	1.7	15.8	13.4	8.9
Normalized EPS (%)	18.2	1.7	15.8	13.4	8.9
Dividend payout ratio (%)	56.3	57.2	58.0	59.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	55.3	58.0	59.2	58.9	60.7
Operating margin (%)	37.8	40.6	41.8	41.9	44.0
EBITDA margin (%)	56.4	59.0	59.6	58.7	60.9
Net margin (%)	29.0	29.3	30.9	32.0	34.3
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	7.5	5.5	6.0	7.3	8.5
Interest coverage - EBITDA (x)	11.2	8.0	8.5	10.2	11.8
ROA - using norm profit (%)	5.6	5.5	6.3	6.9	7.4
ROE - using norm profit (%)	17.1	15.9	17.0	17.8	17.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.9	13.9	14.4	15.8	16.2
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	41.1	44.4	45.6	45.7	48.0
- leverage (x)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
- interest burden (%)	87.7	83.3	84.6	87.4	89.2
- tax burden (%)	80.5	79.2	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
ROIC (%)	9.2	9.8	10.9	11.8	12.7
NOPAT (Bt m)	15,091	16,075	17,791	20,419	22,188
invested capital (Bt m)	164,799	162,941	173,748	175,225	181,539

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com
SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com
1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)
The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)
Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

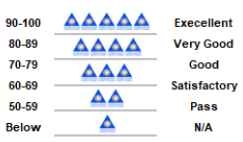
ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC
"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"
"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	**LAGGARD:** A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	**AVERAGE :** A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	**LEADER:** A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

“บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาต") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”
คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน
นักวิเคราะห์ของบล ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited (“TNS”) using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
รวิสรา สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
โชติ เหรียญกิตติวัฒน์
chod.rea@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th