

# CPN Retail Growth REIT (CPNREIT TB)

## คาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 10%

### ตั้งแต่ปี 66 เป็นต้นไป

#### เริ่มต้นวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” เพราะผลตอบแทนเงินปันผลสูง

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์แรกสำหรับ CPNREIT ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยคาดว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลประจำปี 66 จะอยู่ที่ 10% นอกจากนี้ เราคาดว่า ผู้ถือหุ้นจะอนุมัติการต่ออายุสัญญาเช่า (มูลค่ารวม 2.6 หมื่น ลบ.) ที่เซ็นทรัลปิ่นเกล้าและเซ็นทรัลพระราม 2 ตอนประชุมผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 31 ก.ค. 2566 และการต่อสัญญาจะส่งผล CPNREIT ให้ผลตอบแทนเงินปันผลที่มั่นคงไปอีก 10 ปีและ IRR ของกองทุนอยู่ที่ 8.8% โดยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 67 ของเราที่ 11.0 บาท อิงวิธี DCF (6.0% WACC) และหน่วยทรัสต์เพิ่มเติมอีก 1,000 ล้านหน่วยจากการเพิ่มทุนตามแผนในครึ่งปีหลัง 67 ทั้งนี้ CPNREIT ซื้อขายที่ P/NAV ต่ำเป็นประวัติการณ์ที่ 0.83 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 1.76 เท่าถึง 53% ในขณะที่ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน P/NAV ที่ 0.86 เท่า

#### คาด DPU ปี 66 อยู่ที่ 1.11 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 10%

เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่อหน่วย หรือ DPU ประจำปี 66 ที่ 1.11 บาท จากกำไรที่สามารถนำมาจ่ายปันผลได้ 3.9 พันล้านบาท (1.50 บาท/หน่วย) และอัตราการจ่ายเงินปันผล 74% โดยเราประเมินว่าของทรัสต์ CPNREIT จะสำรองเงินสดไว้ประมาณ 1,000 ล้านบาท สำหรับการชำระหนี้และค่าใช้จ่ายในการรีโนเวตเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ทำให้อัตราการจ่ายปันผลต่ำ ทั้งนี้ ผลการดำเนินงานในปี 66 มีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยเราประเมินกำไรหลักต่อหน่วย หรือ EPU เติบโต 41% จากรายได้ทรัพย์สินสุทธิที่เพิ่มขึ้น 16% ทั้งนี้ ส่วนลดค่าเช่าห้างสรรพสินค้าที่คาดว่าจะลดลงจาก 14% ในปี 65 เป็น 4% ในปี 66 ถือเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้รายได้เติบโต

#### จ่ายปันผลได้ยาว หากมีการต่ออายุสัญญาเช่า

หลังจากที่เรามอง DPU ปี 66 ลดลง 2% เป็น 1.11 บาท เราคาดการณ์ว่า DPU จะเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วง 10 ปีข้างหน้า (ที่ 1% CAGR ในช่วงปี 66-77) บนสมมติฐานว่าผู้ถือหุ้น CPNREIT อนุมัติการต่ออายุสัญญาเช่าทั้งสองแห่ง คือ ปิ่นเกล้าและพระราม 2 ซึ่งคิดเป็น 50% ของรายได้ของ CPNREIT ในไตรมาส 1/66 โดยการต่ออายุสัญญาเช่าที่ปิ่นเกล้า (ต่ออายุ 15 ปี สิ้นสุดเดือน ธ.ค. 2582) และเซ็นทรัลพระราม 2 (ต่ออายุ 10 ปี สิ้นสุดเดือน ส.ค. 2578) มีมูลค่าประมาณ 2.6 หมื่น ลบ.

#### หากไม่มีการต่ออายุสัญญาเช่า DPU จะลดลงในปี 68-69

ดีลมูลค่า 2.6 หมื่น ลบ.ดังกล่าว ใช้เงินจากการเพิ่มทุน 1.05 หมื่น ลบ. และเงินกู้ 1.57 หมื่น ลบ.) กำลังรอการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่จะมีการประชุมวิสามัญ (EGM) ในวันที่ 31 ก.ค. นี้ หากไม่มีการต่ออายุสัญญาเช่า กรณีที่เลวร้ายที่สุด เราคาดการณ์ DPU ที่ 1.00 บาทในปี 68 (-34% YoY) และ 0.77 บาทในปี 69 (-23% YoY) เนื่องจากสัญญาเช่าปิ่นเกล้าจะหมดอายุในเดือน ธ.ค. 67 และสัญญาเช่าพระราม 2 จะหมดอายุ ในเดือน ส.ค. 68

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	3,502	4,864	5,822	5,734	7,169
Net property income	3,252	4,536	5,241	5,149	6,085
Core net profit	377	1,393	1,960	1,707	2,817
Core EPU (THB)	0.15	0.54	0.76	0.66	0.79
Core EPU growth (%)	(78.3)	262.0	40.7	(12.9)	18.8
DPU (THB)	0.60	1.14	1.11	1.12	1.13
DPU growth (%)	(32.0)	88.5	(2.4)	0.9	0.9
P/NTA (x)	1.5	1.5	0.8	0.6	1.0
DPU yield (%)	3.0	5.8	10.4	10.5	10.6
ROAE (%)	2.8	6.3	9.1	5.3	0.4
ROAA (%)	0.5	1.7	2.4	1.9	3.1
Debt/Assets (x)	0.29	0.29	0.27	0.25	0.46
Consensus DPU	-	-	1.26	1.31	1.12
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(11.9)	(14.5)	0.9

Wasu Mattanapotchanart  
wasu.m@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 1392

# BUY

Share Price THB 10.70  
12m Price Target THB 11.00 (+13%)

#### Company Description

CPNREIT owns leasehold rights of shopping malls, office buildings and a hotel. CPNREIT's main sponsor is Central Pattana.

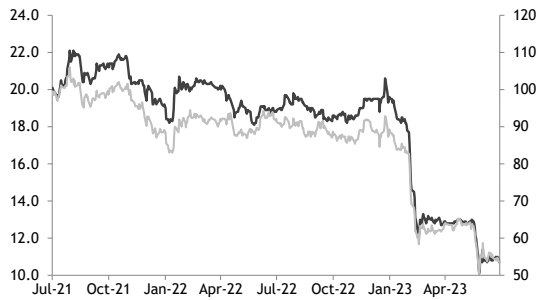
#### Statistics

52w high/low (THB)	20.60/10.10
3m avg turnover (USDm)	0.9
Free float (%)	63.2
Issued shares (m)	2,568
Market capitalisation	THB27.5B USD797M

#### Major shareholders:

Central Pattana and Central Pattana Deve	25.8%
Social Security Office	6.6%
TMB Eastspring Property and Infrastructu	4.5%

#### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(3)	(16)	(43)
Relative to index (%)	(4)	(15)	(42)

Source: FactSet

#### Other stock mentioned

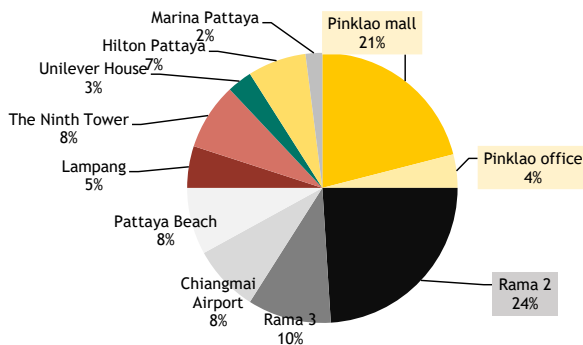
CPN - Central Pattana (CPN TB, CP THB65.5, Non Rated)

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- CPNREIT owns leasehold rights of seven shopping malls, four office buildings and one hotel.
- Originally founded under a property fund structure, CPNRF converted to CPNREIT in Dec 2017 because the SEC no longer allows asset injection to property funds.
- All assets were injected to CPNREIT by Central Pattana (CPN TB), which is a major shareholder (30.3% stake) and a property manager of CPNREIT.
- Shopping malls contributed 78% of 1Q23 revenue; office buildings contributed 15% of the revenue, and the Hilton Pattaya hotel contributed 7% of the revenue.

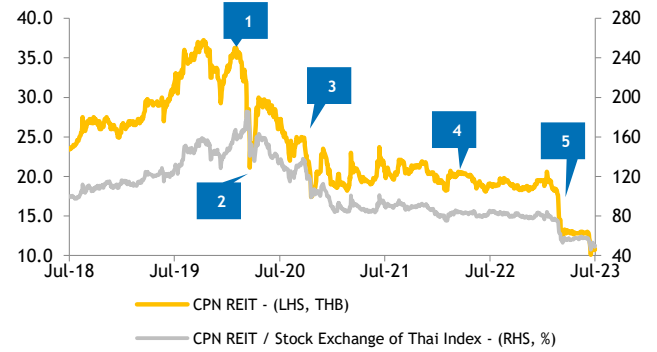
### CPNREIT's revenue breakdown in 1Q23



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



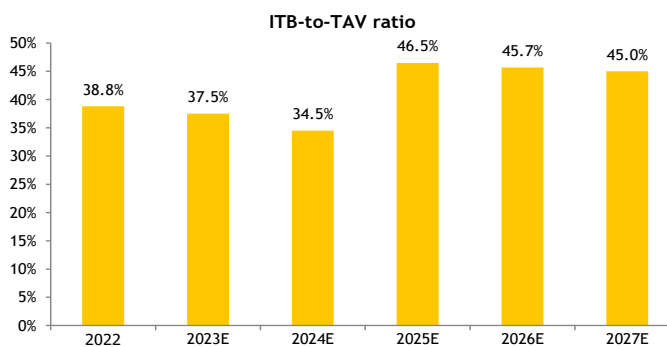
Source: Company, MST

- CPNREIT was trading at a rich valuation of >2.6x P/NAV ratio.
- Covid-19 outbreak hit the share price in March 2020.
- Waves of Covid-19 outbreak led to substantial rental discounts at shopping malls, leading to lower revenue and profit for CPNREIT.
- Share price stabilising thanks to declining rental discount. Malls' rental discount was 17% in 1Q22, down from 27% in 4Q21 and 1Q21.
- Investors became worried about the lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2 and their implications for CPNREIT's DPU.

## Financial Metrics

- CPNREIT ended FY22 with THB4.5b net property income (+40% YoY). Key revenue drivers were i) average occupancy rates remaining high (>90%) and ii) a sharp drop in malls' rental discount from 37% in FY21 to 14% in FY22.
- The post-Covid-19 recovery of domestic economy and international tourist arrivals lead use to forecast FY23E net investment income of THB2.2b (+59% YoY).
- We expect interest-bearing-debt-to-TAV ratio to rise from 39% in FY22 to 47% in FY25E, assuming that unitholders approve the lease extensions at Pinklao (THB2.3b debt) and Rama 2 (THB13.4b debt). We then expect the gearing ratio to gradually drop from FY26E onwards.

### Interest-bearing-debt-to-TAV ratio



Note: TAV = total asset value  
Source: Company

## Swing Factors

### Upside

- Strong quarterly earnings performance.
- Unitholders' approval of the lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2.

### Downside

- Failure of lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2, resulting in lower DPU.
- Recession and its negative impact on occupancy rates and rental rates at shopping malls.
- Other external shocks (i.e. political instability, terrorist attacks and disease outbreaks) that may keep shoppers at home and result in weak consumer purchasing power.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	11.7
Score Momentum <sup>2</sup>	0.0
Last Updated	21 Mar 2022
Controversy Score <sup>3</sup>	N/A

## Business Model & Industry Issues

- In 2022, CPNREIT was recognised as a member of S&P Global Sustainability Yearbook 2023 for the second year. CPNREIT also participated in the Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessment and rating for the second year in a row.
- CPNREIT's ESG disclosure is strong, signalling a high degree of accountability. Also, the REIT has not been implicated in any ESG-related controversies. Nevertheless, the initiatives are not sufficient to manage all of its risks; for example, it does not have a long-term carbon emission goal.

### Material E issues

- As Thailand's economic sectors began to reopen in 3Q21, CPNREIT has generated more waste and utilised more natural resources in 2022.
- There were 7.5k tons of waste in 2022 (+60% YoY). On the positive side, waste diverted from disposal (reusing, recycling and offsite composting) rose 81% YoY to 710 tons.
- Scope 1 and 2 greenhouse gas emissions were 40k tons of CO<sub>2</sub>e in 2022, up from 32k tons of CO<sub>2</sub>e in 2021 but still below 42k tons CO<sub>2</sub>e in 2019. Scope 1 and 2 GHG emissions were 70 kg CO<sub>2</sub>e per sqm of floor area, up from 56 kg per CO<sub>2</sub>e per sqm but still much lower than 104 kg per CO<sub>2</sub>e in 2019.
- The GHG emission intensity in 2022 was below the 2019 level due to cost-saving initiatives related to utilities and higher electricity production from solar rooftops.
- Renewable energy as a percentage of total energy consumption rose from 0% in 2019 to 2% in 2022.

### Material S issues

- Forty four percent of CPNREIT's workforce was female in 2022, on par with 2021 level. The top five management staff were all men, and 13 out of 25 middle-management employees were female.
- Employees received 20 training hours on average in 2022, down from 25 in 2021 but up from 11 hours in 2020.
- In 2022, CPNREIT recruited 41 employees, 31 of which were female.
- Employee engagement score was 82 in 2022, up from 78 in 2021. CPNREIT has done zero layoff during 2019-22.
- Pay gap among middle and junior management staff was almost non-existent. The male:female remuneration ratio was 1.00:0.99.

### Key G metrics and issues

- In 2022, the board of directors comprised five people (1 male and four females). There were two independent directors while the remaining three directors were the management staff from Central Pattana (CPN TB) and its subsidiary, Siam Futures. CPN holds 30.3% stake in CPNREIT.
- The trust paid THB162m management fees to a REIT manager, CPN REIT Management Company, in FY22 (12% of FY22 net investment income). CPN REIT Management, a wholly-owned subsidiary of CPN's, will receive a monthly management fee from the Trust at the rate not exceeding 1% per annum of total assets value, but not less than THB15m each year. The fee increases by 3% pa.
- KPMG Phoomchai Audit Ltd was CPNREIT's auditor in 2022.
- The average board meeting attendance was 100% in 2022, up from 96% in 2021.
- The REIT has had no active litigations related to anti-competitive and anti-trust behaviours in 2019-22.

<sup>1</sup>**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. <sup>2</sup>**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. <sup>3</sup>**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

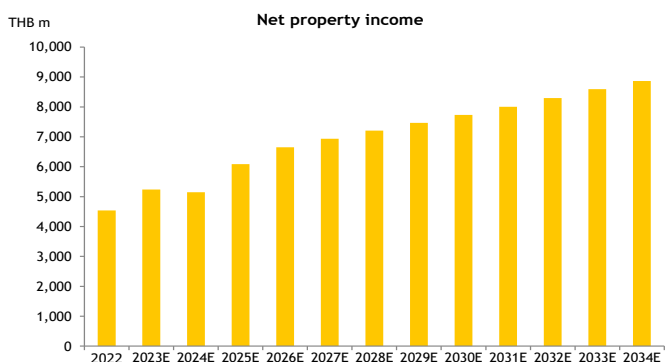
# 1. Investment thesis

## 1.1 Sustainable DPU trend depend on lease extensions

After a projected 2% drop in FY23E DPU to THB1.11, we forecast gradual increases in DPU over the next decade (FY23-34E CAGR of 1%), assuming that CPNREIT unitholders approve the two lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2, which collectively contributed 50% of CPNREIT’s revenue in 1Q23. In the long run, we forecast the DPU to drop to THB1.0 in FY35E (-20% YoY) when the lease agreements at Central Marina Pattaya and Central Pinklao (factoring in the proposed 10-year extension) expire.

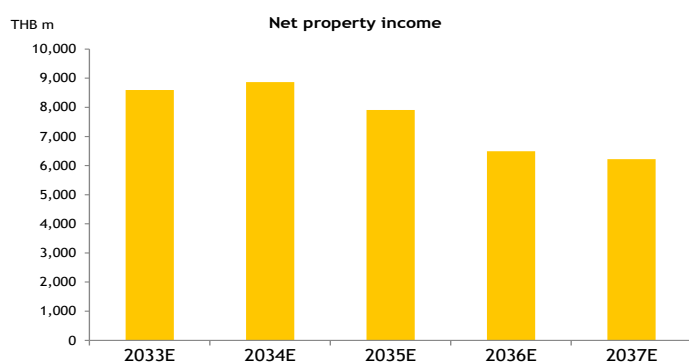
The proposed lease renewals at Pinklao (15-year extension ending in Dec 2039) and Central Rama 2 (10-year extension ending in Aug 2035) will cost c.THB26b, including transaction costs.

**Fig 1: Net property income (rental revenue after operating expenses) from FY22 to FY34E**



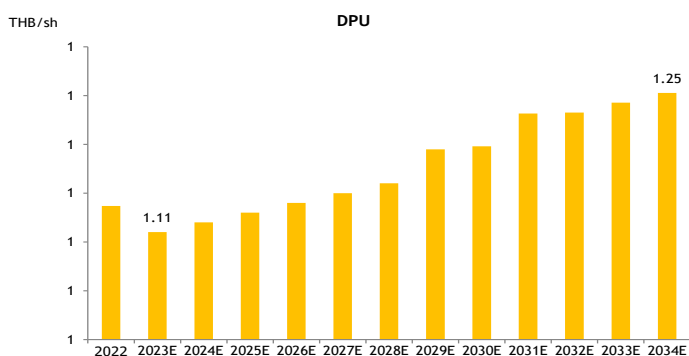
Source: Company, MST

**Fig 2: Net property income from FY33E to FY37E**



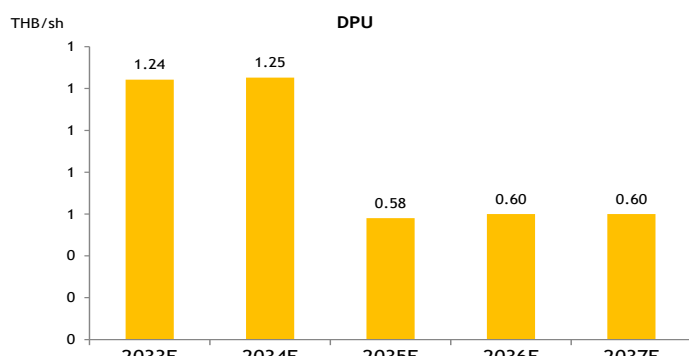
Source: Company, MST

**Fig 3: DPU from FY22 to FY34E**



Source: Company, MST

**Fig 4: DPU from FY33E to FY37E**



Source: Company, MST

**Fig 5: Lease expiries during FY34-35E**

	Lease end	NLA (sqm) as of end-1Q23	Revenue contribution (% of CPNREIT's 1Q23 revenue)
Central Rama 2	Aug-35	88,605	24%
Central Marina	Apr-35	15,439	2%
Unilever House	Nov-34	18,527	3%
<b>Total</b>		<b>122,571</b>	<b>29%</b>

Source: Company, MST

## 1.2 Initiate coverage with BUY and TP of THB11.0

We initiate coverage on CPNREIT with a BUY due to FY23E dividend yield of 10%. Our end-FY24E TP of THB11.0 is based on DCF method (6.0% WACC) and 3,568m number of shares (vs 2,568m shares now) as we assume that a successful capital raising in 2H24E will bring about 1,000m additional shares. We forecast the THB26b lease extensions at Pinklao and Rama 2 to be financed by THB10.5b equity and THB15.7b debt.

Including the two lease extensions, CPNREIT offers 8.8% IRR and 21.9 years of remaining lease (NLA-weighted average lease duration for shopping malls and office).

Fig 6: Key assumptions for the DCF-based target price of THB11.0

Key assumptions	
Equity value	39,352
Fully-diluted number of shares	3,568
End-FY24E target price	11.00
WACC	
Cost of equity	6.0%
Cost of debt	7.7%
	3.0%

Source: Company, MST

Fig 7: Proposed sources of fund for the two lease extensions at Pinklao and Rama 2 (to be considered and approved at the EGM on 31 Jul 2023)

Equity	
Value	c. THB10b
New units (maximum)	1,100 million
Offering types for the new units	
Preferential public offering	50% or more
Private placement and/or public offering	50% or less
Debt	
Value (maximum)	THB18b

Source: Company, MST

## 1.3 Key risks are e-commerce platforms and recessions

### 1.3.1 Competition against e-commerce platforms

Rising adoption of online shopping implies a risk of e-commerce platforms taking retail market share from physical retail space and potentially hurt CPNREIT's rental income. Nevertheless, Thailand's e-commerce sales growth has eased from a 2019-21 CAGR of 99% to sales growth of 8% in FY22 following the reopening of physical retail spaces. The mixed-used nature of CPN's and CPNREIT's projects (customers at residential projects, hotels and office buildings can offer baseline traffic for shopping malls) should help sustain revenue levels at CPNREIT's shopping malls over the next 3-5 years

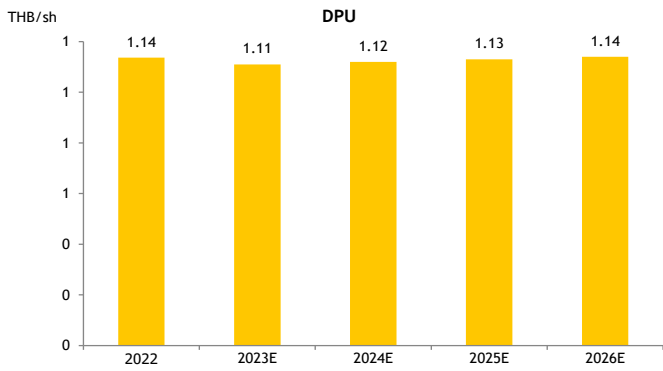
### 1.3.2 Recessions

Declines in consumer purchasing power during a recession could lead to decreases in occupancy and rental rates in the retail business. While CPNREIT should remain resilient amid short-term economic and external shocks thanks to fixed rental contracts, prolonged disruptions could force the trust to offer rental discounts to tenants.

### 1.3.3 No lease extensions at Pinklao and Rama 2

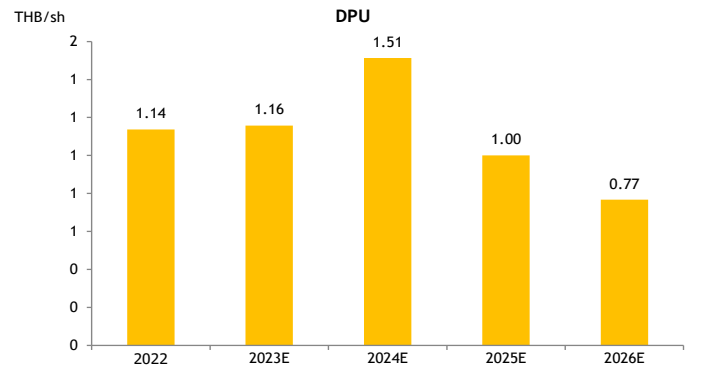
Without the lease extensions, our worst-case scenario implies DPU of THB1.00 in FY25E (-34% YoY) and THB0.77 in FY26E (-23% YoY) as the Pinklao lease will expire in Dec 2024 and the Rama 2 lease will expire in Aug 2025

**Fig 8: Our forecasts of DPU with lease extensions at Pinklao and Rama 2 (base case in our model)**



Source: Company, MST

**Fig 9: Our forecasts of DPU without lease extensions at Pinklao and Rama 2 (worst-case scenario)**



Source: Company, MST

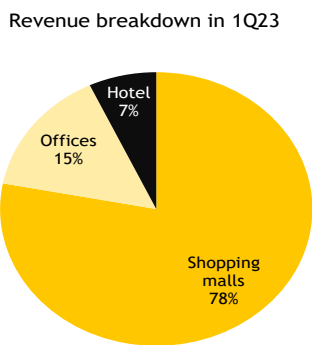
## 2. REIT information

### 2.1 Investor in shopping malls, offices and hotel

CPN Retail Growth Leasehold (CPNREIT TB) owns leasehold rights for seven shopping malls, four office buildings and one hotel. The REIT has 362k sqm of net leasable area for shopping malls and office buildings and 304 hotel rooms. As of end-1Q23, the assets had average leasehold life of 32 years, including the lease extension for Central Rama 2. The average occupancy rate was 92% for shopping malls and office while the hotel occupancy rate was 88%.

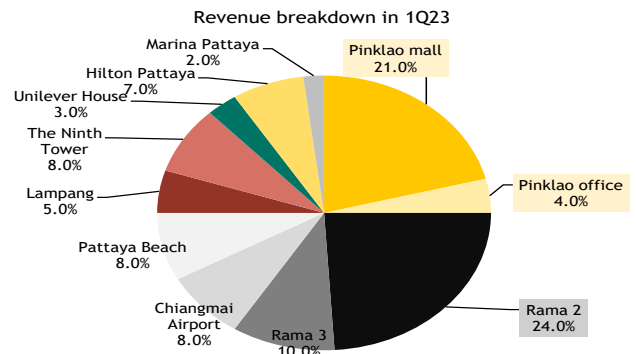
Shopping malls contributed 78% of 1Q23 revenue; office buildings contributed 15% of the revenue, and the Hilton Pattaya hotel contributed 7% of the revenue. The three asset classes have enjoyed high occupancy rates (except for the hotel during FY20-21).

**Fig 10: Revenue contribution by asset category in 1Q23**



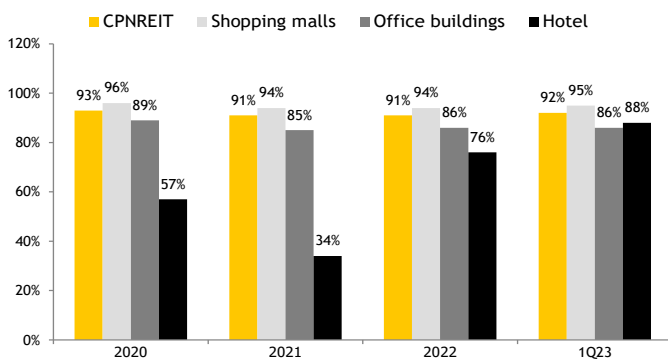
Source: Company, MST

**Fig 11: Revenue contribution by location in 1Q23**



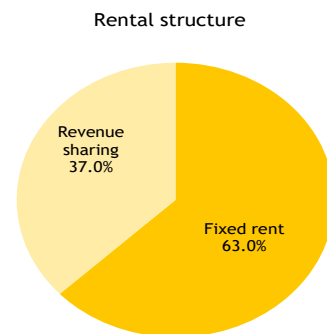
Source: Company, MST

**Fig 12: Average occupancy rate by asset category**



Source: Company, MST

**Fig 13: Rental structure of retail and office projects**



Source: Company, MST

### 2.2 Seven shopping malls (NLA of 250k sqm)

CPNREIT has leasehold rights for Central Rama 3, Central Rama 2, Central Pinklao, Central Chiangmai Airport, Central Pattaya, Central Marina and Central Lampang. A common structure of a leasehold right consists of: i) CPN agrees to a 30-year lease with a landlord; ii) CPN develops a shopping mall on the land plot and fills the mall with tenants; and iii) CPN sublease the mall to CPNREIT (leasehold right has duration of 30 years or less).

Fig 14: CPNREIT's assets as of end-1Q23

	Lease end	NLA (sqm)	Occupancy rate (%)		
			1Q21	4Q22	1Q23
Central Rama 3	Aug-95	36,040	94%	95%	96%
Central Rama 2	Aug-35	88,605	95%	96%	95%
Central Pinklao	Dec-39	27,711	100%	97%	98%
Central Chiangmai Airport	Apr-44	36,714	97%	96%	96%
Central Pattaya	Aug-37	29,388	92%	92%	92%
Central Marina	Apr-35	15,439	94%	87%	89%
Central Lampang	Dec-41	16,363	94%	92%	94%
Pinklao Office Tower A	Dec-39	22,762	81%	87%	85%
Pinklao Office Tower B	Dec-39	11,334	90%	81%	80%
The Ninth Towers	Apr-47	58,914	82%	86%	87%
Unilever House	Nov-34	18,527	100%	100%	89%
<b>Total/average</b>		<b>361,797</b>	<b>92%</b>	<b>93%</b>	<b>92%</b>
<b>Hitlon Pattaya</b>	<b>Aug-37</b>	<b>304 rooms</b>	<b>20%</b>	<b>85%</b>	<b>88%</b>

	= shopping malls
	= office buildings
	= hotel

Source: Company, MST

### 2.3 Four offices (NLA of 112k sqm) and one hotel (304 rooms)

CPNREIT's four office buildings are Pinklao Tower A, Pinklao Tower B, The Ninth Towers and Unilever House, the last two of which were acquired from Gland Office Leasehold REIT (no longer operational) on 31 Mar 2020. The trust also receives revenue sharing from Hilton Pattaya Hotel until August 2037.

### 2.4 CPN holds 30% stake in CPNREIT

Establishing CPNREIT has allowed to CPN to recycle its capital (developing malls and injecting them into REIT), maintain healthy leverage ratios, and expand its business more rapidly. For example, CPN sold two shopping malls, Central Marina Pattaya and Central Lampang, to CPNREIT in 2021, resulting in a before-tax extra gain of THB2.7b for CPN. CPN also holds a 25% stake in a property fund call CPNCG, the owner of Central World Offices, but the SEC rules no longer support asset injection into property funds.



### 3. The proposed lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2

#### 3.1 Lease extensions can sustain DPU in the long run

CPNREIT plans to renew the subleases with CPN at Central Pinklao (current lease will expire on 31 Dec 2024) and Central Rama 2 (current lease will expire in 15 Aug 2025) at a combined cost of THB25.0b (vs the appraised value of THB24.7b - THB25.3b by two independent appraisers). The overall cost for CPNREIT should be THB26.2b, including c.THB1b transaction costs (fees related to financial consultants, independent financial advisors, and fund raising).

The lease extensions should help sustain the REIT’s net property income and DPU over the next decade (FY23-34E CAGR of 1%) because the two shopping malls have contributed c.50% of CPNREIT’s revenue and EBITDA annually.

**Fig 15: 15-year lease extension at Central Pinklao**

**Central Pinklao**

- \*15-year lease extension, which lasts from 1 Jan 2025 to 31 Dec 2039
- \*THB12.2b payment is due in Dec 2024 (THB12.7b, including transaction costs)
- \*CPNREIT has the right to extend the lease for 7 years and 5 months
- \*Source of fund = THB10.5b equity and THB2.3b debt
- \*The equity portion (maximum of 1,100 new shares) will come from i) existing unitholders (50% or more), ii) private placement and/or public offering (50% or less)

Source: Company, MST

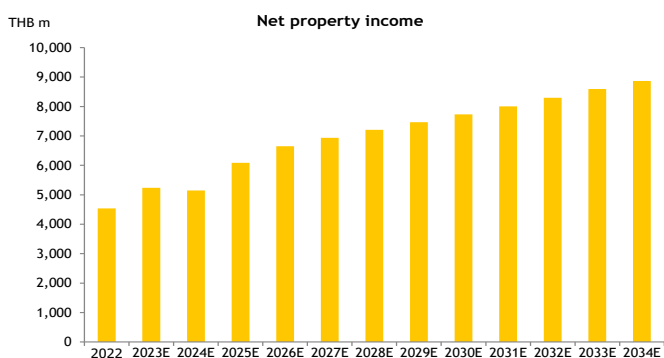
**Fig 16: 10-year lease extension at Central Rama 2**

**Central Rama 2**

- \*10-year lease extension, which lasts from 16 Aug 2025 to 15 Aug 2035
- \*THB12.9b payment is due in Aug 2025 (THB13.3b, including transaction costs)
- \*Source of fund = 100% debt

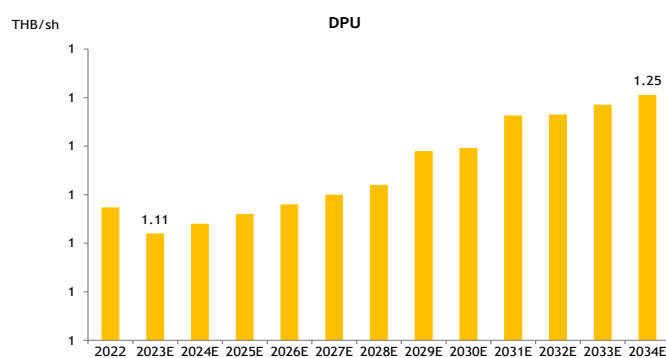
Source: Company, MST

**Fig 17: Net property income (rental revenue after operating expenses) from FY22 to FY34E**



Source: Company, MST

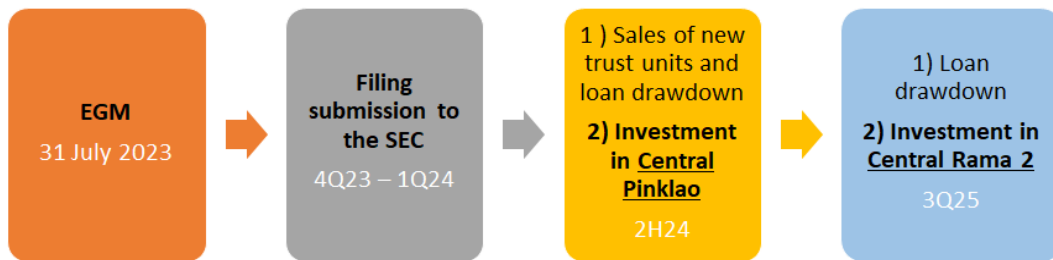
**Fig 18: DPU from FY22 to FY34E**



Source: Company, MST

CPNREIT will need to raise approximately THB26.2b in equity (THB10.5b) and debt (THB15.7b) to finance the two lease renewals. Out of the total THB26.2b, the THB12.7b will be for the Pinklao mall and THB13.3b will be for Rama 2 mall. At least 75% of the eligible unitholders will need to approve the lease renewals and capital raising at the EGM on 31 July 2023 for the transactions to go through.

Fig 19: Timeline of lease extensions



Source: Company, MST

Fig 20: Summary of EGM agenda

Agenda	Agenda	Remark
Agenda 1	a) additional investment and renovation at Central Pinklao b) change of lease conditions at Central Rama 2 c) entering into connected transactions	THB12.2b for lease extension and THB1.1b for renovation Change the extension from 30-year lease (THB25.4b) to 10-year lease (THB12.9b)
Agenda 2	a) cancellation of resolution of the EGM in Nov 2019 (Central Rama 2) b) capital increase for investments at Central Pinklao and Central Rama 2	Unitholders had previously approved the capital increase for lease renewal at Rama 2 Maximum of 1,100m units
Agenda 3	a) cancellation of resolution of EGM in Nov 2019 (Central Rama 2) b) allocation of new trust units -Preferential public offering -Private placement and/or public offering	Unitholders had approved the allocation of new trust units for lease renewal at Rama 2 Maximum of 1,100m units 50% or more 50% or less
Agenda 4	Amendment to the Trust Deed to be in line with the lease renewals	
Agenda 5	Amendment to the Trust Deed regarding unitholders' meetings	
Agenda 6	To consider other matters (if any)	

Source: Company, MST

### 3.2 15-year extension at Central Pinklao (THB12.8b)

#### 15-year lease extension at a price of THB12.8b

CPNREIT's sublease with CPN at Central Pinklao will expire on 31 Dec 2024. CPNREIT is planning for a 15-year lease extension (ending on 31 Dec 2039). CPNREIT will also have the right to extend the lease for another seven years and five months to 31 May 2047 at a to-be-determined price.

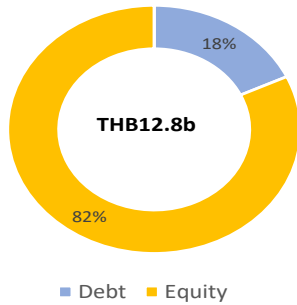
We estimate the sources of fund for the 15-year lease extension at Central Pinklao will be 82% equity (THB10.5b) and 18% debt (THB2.3b).

#### THB1.1b capex for renovation during FY24-25E

CPN, the property manager, has proposed the renovation of Central Pinklao, which will require THB1.1b outlay from CPNREIT. The renovation will be done in phases during FY24-25E while the mall will remain open. The mall renovation will be financed by CPNREIT's internal cashflows (cash reserved from FY23-25E profit).

**Fig 21: The lease renewal at Central Pinklao will cost c.THB12.8b (equity:debt financing of 80:20)**

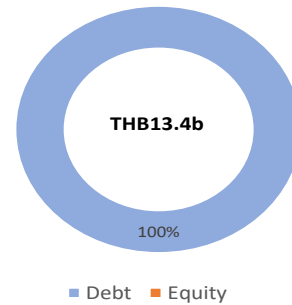
Central Pinklao (Dec 2024)



Source: Company, MST

**Fig 22: The lease renewal at Central Rama 2 will cost c.THB12.9b (100% debt financing)**

Central Rama 2 (Aug 2025)



Source: Company, MST

### 3.3 10-year extension at Central Rama 2 (THB13.4b)

In 2020, CPNREIT signed a lease extension contract with CPN for Central Rama 2. Under this agreement, CPNREIT planned to pay THB25.4b to CPN for a 30-year lease extension when the current lease expires in Aug 2025. However, the terms and conditions have been re-negotiated, and CPNREIT now plans to extend the lease for only 10 years (16 Aug 2025 - 15 Aug 2035) at a price of THB13.4b, including transaction costs.

CPNREIT will use debt (debentures and/or bank loans) to finance the 10-year lease extension at Central Rama 2.

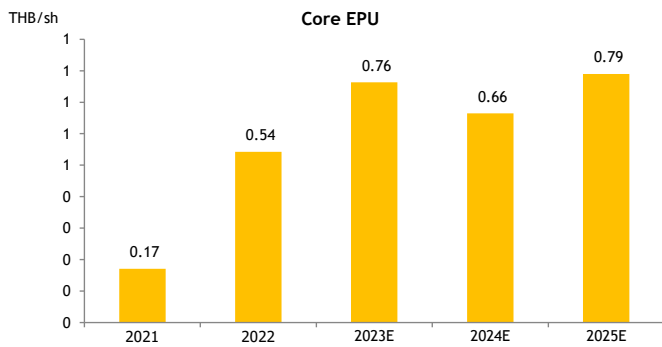
## 4. Financial analysis

### 4.1 Continued profit growth on post-Covid recovery

We forecast FY23E net investment income of THB2.0b (+41% YoY) on the back of THB5.2b net property income (+16% YoY); profit growth should outperform revenue growth thanks to financial leverage as we forecast finance costs to grow only 7% in FY23E. Key projected revenue drivers are i) 46% YoY jump in hotel revenue to THB378m in FY23E, ii) a decrease in shopping mall rental discounts to 4% in FY23E from 14% in FY22, and iii) increases in revenue from revenue-sharing contracts. In 1Q23, 63% of CPNREIT’s revenue was based on fixed-rent contracts while the remaining 37% was based on percentage of tenants’ sales.

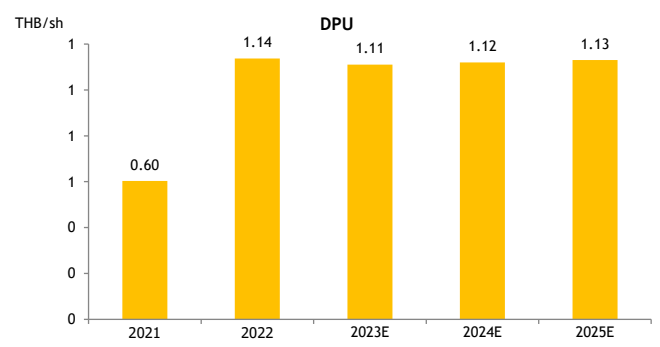
The declining rental discount at CPNREIT’s malls is being supported by improving customer traffic and hence tenants’ rising sales as the impact of the Covid-19 outbreak on the retail industry fades. We expect FY23E customer traffic to be 85% of the pre-Covid level, up from 69% in FY22.

**Fig 23: Projected core EPU**



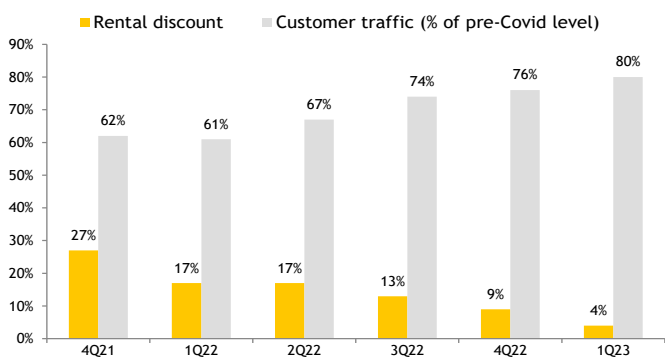
Source: Company, MST

**Fig 24: Projected DPU**



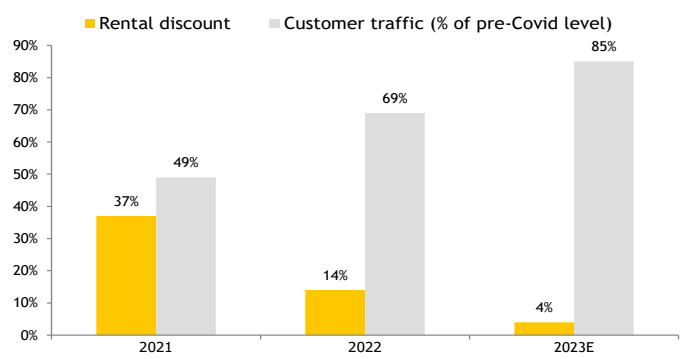
Source: Company, MST

**Fig 25: Quarterly rental discount and customer traffic (when compared to pre-Covid level) at shopping malls**



Source: Company, MST

**Fig 26: We forecast mall rental discounts to drop from 14% in FY22 to 4% in FY23E on improving customer traffic**



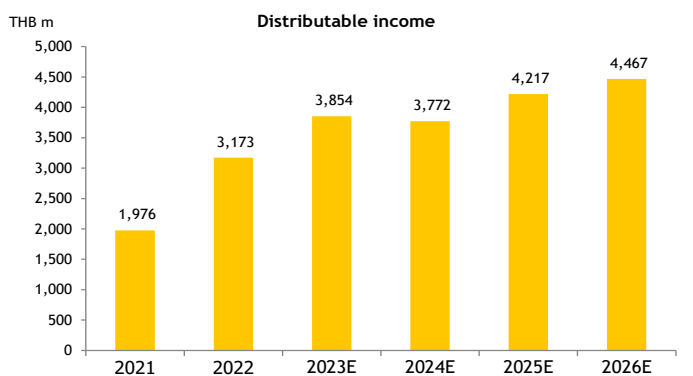
Source: Company, MST

#### A hiccup in FY24E profit before a sharp rebound in FY25E

In FY24E, we forecast THB1.7b net investment income (-13% YoY) due to a 2% YoY decrease in net property income. The drop in rental income should stem from special discounts for some tenants (c.THB400m) at Central Pinklao during its minor renovation. Despite the revenue and earnings declines, we forecast FY24E DPU of THB1.12 (+1% YoY) thanks to an increase in dividend payout ratio from 74% in FY23E to 76% in FY24E. The calculation of payout ratio is based on distributable income, which is net investment income after adjustments for non-cash items.

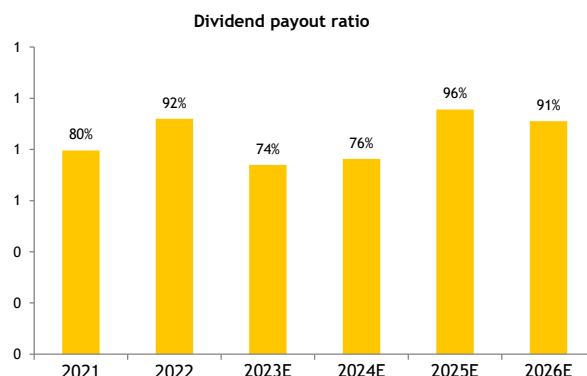
In FY25E, we forecast THB2.8b net investment income (+65% YoY) on the back of THB6.1b net property income (+18% YoY), which is supported by the decrease in special rental discount at Pinklao and an increase in NLA at Rama 2 shopping mall from 88.6k sqm to 97.7k sqm after 15 Aug 2025. The additional NLA of 9.1k sqm at Rama 2 is part of the proposed 10-year lease extension. We forecast FY25E DPU of THB1.13 (+1%); despite 1,000m additional shares, we expect a stable DPU as CPNREIT can raise the dividend payout ratio to 96% in FY25E from 76% in FY24E.

**Fig 27: Distributable income (net investment income after adjustments for non-cash items)**



Source: Company, MST

**Fig 28: We expect CPNREIT to fine-tune its dividend payout ratio each year to sustain stable DPU**



Source: Company, MST

## 4.2 A slight drop in FY23E DPU before gradual long-run rise

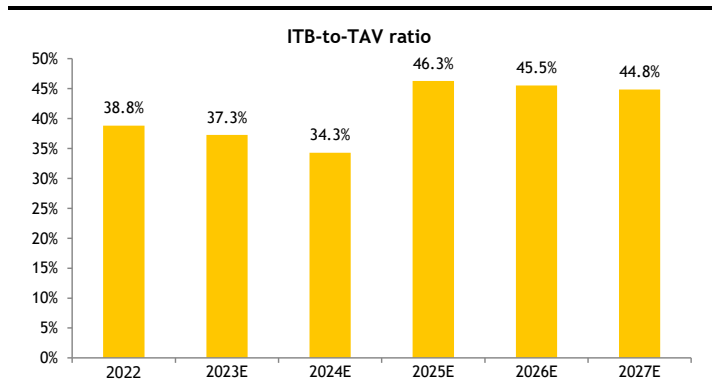
After the 2% drop in FY23E DPU to THB1.11, we forecast gradual increases in DPU over the next decade (FY23-34E CAGR of 1%), assuming that CPNREIT unitholders will approve the two lease extensions at Central Pinklao and Central Rama 2, which collectively contributed 50% of CPNREIT's revenue in 1Q23.

## 4.3 Gearing ratio to peak at 46% in FY25E

Debt drawdowns should occur in Dec 2024 for Pinklao (THB2.3b debt) and Aug 2025 for Rama 2 (THB13.4b debt). As a result, we expect interest-bearing-debt-to-TAV ratio to rise from 39% in FY22 to 46% in FY25E. The increase in leverage ratio leads us to forecast an average cost of debt of 3.0% in FY25E, up from 2.6% in FY22. Nevertheless, we expect the gearing ratio to gradually drop from FY26E onwards.

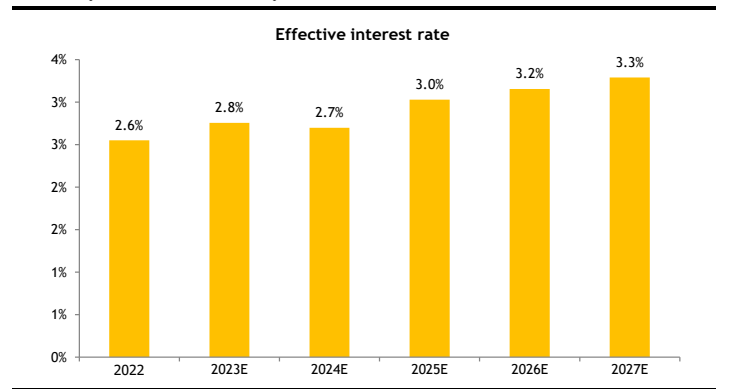
In 1Q23, CPNREIT had THB23.0b interest-bearing debt with 2.76% average cost of debt. Of the total debt, THB5.6b were bank loans (floating interest rates), and THB17.4b were debentures (fixed interest rates).

**Fig 29: We forecast ITB-to-TAV ratio to peak at 46.3% in FY25E**



Note: ITB = interest-bearing debt, and TAV = total asset value  
Source: Company, MST

**Fig 30: We forecast CPNREIT’s effective interest rate to rise from 2.6% in FY22 to 3.0% in FY25E**



Source: Company, MST

#### 4.4 CPN willing to raise stake in CPNREIT to 40%

To ensure the success of the lease extensions at the two malls (Pinklao and Rama 2), CPN is willing to increase its stake in CPNREIT from 30% to 40% or subscribe for up to c.THb6b of new equity.

#### 4.5 Long-term upside risk from future asset injection

CPN has 38 shopping malls (1.7m sqm of NLA) and 17 community malls (173k sqm of NLA), representing upside risk for CPNREIT in terms of future asset injection. Nevertheless, we expect no asset injection during FY23-25E as the trust fund is focusing on the lease extensions at Pinklao and Rama 2.

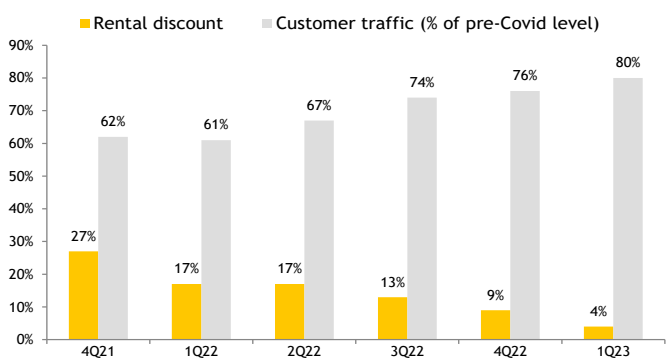
## 5. Review of FY22 and 1Q23 performance

### 5.1 270% profit growth in FY22

CPNREIT ended FY22 with THB1.4b net investment income (+270% YoY) on the back of THB4.5b net property income (+40% YoY); bottomline growth outperformed revenue growth thanks to financial leverage (interest expense grew only 8% YoY in FY22). Key revenue drivers were i) average occupancy rates at malls and office buildings remaining high (>90%), ii) a sharp drop in malls’ rental discount from 37% in FY21 to 14% in FY22, and iii) improved average room rate and occupancy rate at Hilton Pattaya.

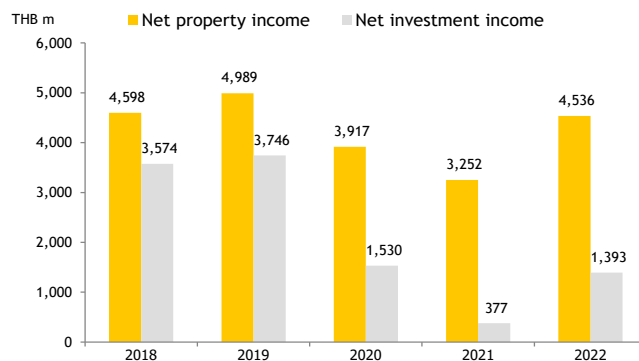
Of FY22 revenue, 78% came from malls, 17% came from offices and 5% came from hotel. Rental revenue from malls and office buildings grew by 53% YoY and 11% YoY, respectively. The hotel business generated revenue of THB260m in FY22, up from THB59m in FY21.

**Fig 31: Quarterly rental discount and customer traffic (when compared to pre-Covid level) at shopping malls**



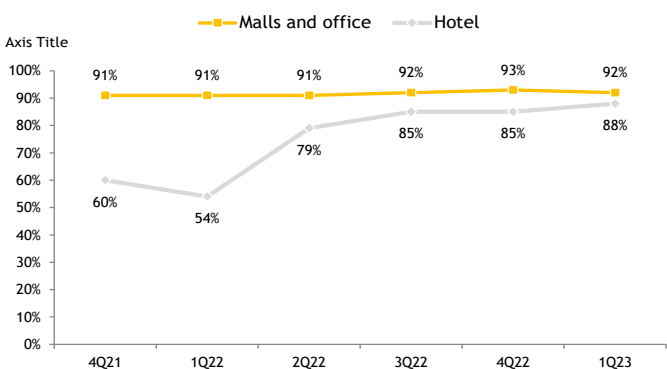
Source: Company, MST

**Fig 32: Net property income (revenue) and net investment income (core profit)**



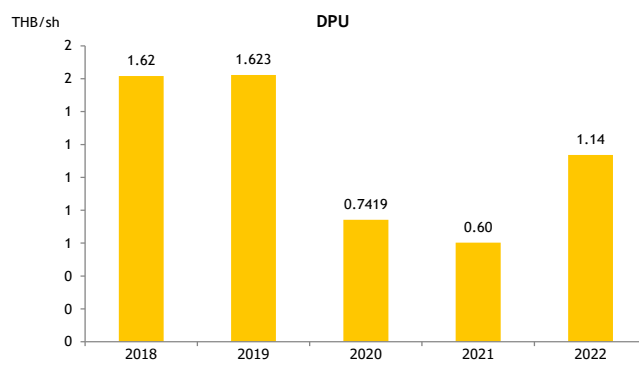
Source: Company, MST

**Fig 33: Quarterly occupancy rate**



Source: Company, MST

**Fig 34: Annual DPU**



Source: Company, MST

### 5.2 Strong net investment income in 1Q23 (+64% YoY)

CPNREIT generated 1Q23 net investment income of THB440m (+64% YoY, +16% QoQ) on the back of THB1.3b net property income (+25% YoY, +3% QoQ). Revenue growth continued to be driven by declining rental discount for mall tenants. The trust also experienced revenue increases from promotion areas (i.e. more public events) and the hotel business.

1Q23 net investment income accounted for 21% of our full-year forecast. 1Q23 DPU was THB0.322.

Revenue breakdown by segment in 1Q23

Of CPNREIT's 1Q23 revenue, 78% came from malls, 15% came from offices and 7% came from hotel.

**Retail revenue** grew by 23% YoY due to a decline in rental discount. Rental discount was 4% in 1Q23, down from 17% in 1Q22 and 9% in 4Q22. Also, there were revenue increases from revenue-sharing contracts and promotion areas.

**Office revenue** rose by 4% YoY due to increases in occupancy rates at the Ninth Towers and Pinklao Tower A and lower rental discounts at Pinklao Tower A and B.

**Hotel revenue** was THB93m (comprising THB62m fixed rent and THB31m variable rent) in 1Q23. CPN resumed its rental payment for Hilton Pattaya Hotel to CPNREIT in 2Q22.

Fig 35: 1Q23 net investment income THB440m (+64% YoY, +16% QoQ) on THB1.3b net property income (+25% YoY, +2.9% QoQ)

	1Q22	4Q22	1Q23	YoY	QoQ	FY23E	YoY	1Q23 as % of FY23E
Rental and service revenue	1,084	1,308	1,348	24.4%	3.1%	5,822	19.7%	23.2%
<b>Total Revenue</b>	<b>1,089</b>	<b>1,314</b>	<b>1,353</b>	<b>24.3%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5,822</b>	<b>19.1%</b>	<b>23.2%</b>
Cost of rent and services	- 77	- 88	- 92	20.2%	4.4%	- 581	77.5%	15.9%
<b>Net property income</b>	<b>1,012</b>	<b>1,226</b>	<b>1,261</b>	<b>24.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>5,241</b>	<b>15.0%</b>	<b>24.1%</b>
Property management fees	- 120	- 140	- 131	9.3%	-6.2%	- 442	-10.7%	29.7%
<b>EBITDA after PM fees</b>	<b>892</b>	<b>1,086</b>	<b>1,129</b>	<b>26.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4,799</b>	<b>18.1%</b>	<b>23.5%</b>
Fund expenses	- 73	- 89	- 82	12.0%	-8.0%	- 319	2.9%	25.6%
<b>Net investment income before interest</b>	<b>819</b>	<b>997</b>	<b>1,048</b>	<b>28.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4,480</b>	<b>19.3%</b>	<b>23.4%</b>
Interest expenses	- 549	- 618	- 608	10.6%	-1.6%	- 2,520	6.7%	24.1%
<b>Net investment income</b>	<b>269</b>	<b>379</b>	<b>440</b>	<b>63.5%</b>	<b>16.1%</b>	<b>1,960</b>	<b>40.7%</b>	<b>22.5%</b>
Realised losses from investments	0	0	0	-167.9%	7849.9%	-	-100.0%	NA
Unrealised gain (losses) from investments in leasehold properties	196	262	194	-0.9%	-174.1%	1,073	48.8%	18.1%
<b>Total gains/(losses) from appraisal</b>	<b>197</b>	<b>262</b>	<b>194</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-174.0%</b>	<b>1,073</b>	<b>49.5%</b>	<b>18.1%</b>
<b>Increase in net assets from operations</b>	<b>466</b>	<b>117</b>	<b>634</b>	<b>36.2%</b>	<b>442.0%</b>	<b>3,033</b>	<b>43.7%</b>	<b>20.9%</b>
EPU	0.18	0.05	0.25	36.2%	442.0%	1.18	43.7%	20.9%
core EPU (derived from net investment income)	0.10	0.15	0.17	63.5%	16.1%	0.76	40.7%	22.5%
No. of trust units (m)	2,568	2,568	2,568	0.0%	0.0%	2568	0.0%	100.0%
DPU	0.24	0.32	0.32	35.9%	0.6%	1.512772	30.7%	21.3%

Source: Company, MST

### 5.3 2Q23E net investment income likely flattish QoQ

We forecast 2Q23E net investment income of THB443m (+23.9% YoY, +0.7% QoQ) on the back of THB1.3b net property income (+11.7% YoY, +1.1% QoQ). We expect revenue to be relatively flat QoQ as long holidays in 2Q usually lead to lacklustre spending in shopping malls (some middle- and upper-class Thais prefer to travel abroad).

On other hand, the YoY growth is coming from a low base in 2Q22 when the economy was only beginning to enjoy the benefits of post-Covid reopening. We forecast rental discount at 4% in 2Q23E, down from 17% in 2Q22. Also, malls' shopping traffic should be 80-85% of the pre-pandemic level in 2Q23, up from 67% in 2Q22.



Fig 36: We forecast 2Q23E net investment income of THB443m (+24% YoY, +0.7% QoQ) on THB1.3b net property income (+12% YoY, +1.1% QoQ)

	2Q22	1Q23	2Q23E	YoY	QoQ	FY23E	YoY	6M12E as % of FY23E
Rental and service revenue	1,218	1,348	1,362	11.8%	1.0%	5,822	19.7%	46.6%
Total Revenue	1,222	1,353	1,367	11.8%	1.0%	5,822	19.1%	46.7%
Cost of rent and services	- 82	- 92	- 92	13.1%	0.0%	- 581	77.5%	31.8%
Net property income	1,141	1,261	1,274	11.7%	1.1%	5,241	15.0%	48.4%
Property management fees	- 116	- 131	- 131	13.0%	0.0%	- 442	-10.7%	59.5%
EBITDA after PM fees	1,025	1,129	1,143	11.6%	1.2%	4,799	18.1%	47.4%
Fund expenses	- 73	- 82	- 82	11.9%	0.0%	- 319	2.9%	51.3%
Net investment income before interest	951	1,048	1,061	11.5%	1.3%	4,480	19.3%	47.1%
Interest expenses	- 594	- 608	- 618	4.1%	1.7%	- 2,520	6.7%	48.6%
<b>Net investment income</b>	<b>358</b>	<b>440</b>	<b>443</b>	<b>23.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1,960</b>	<b>40.7%</b>	<b>45.1%</b>
Realised losses from investments	1	0	-	-100.0%	-100.0%	-	-100.0%	NA
Unrealised gain (losses) from investments in leasehold properties	498	194	194	-61.0%	0.0%	1,073	48.8%	36.2%
Total gains/(losses) from appraisal	499	194	194	-61.0%	0.2%	1,073	49.5%	36.2%
<b>Increase in net assets from operations</b>	<b>856</b>	<b>634</b>	<b>637</b>	<b>-25.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>3,033</b>	<b>43.7%</b>	<b>41.9%</b>
EPU	0.33	0.25	0.25	-25.5%	0.5%	1.18	43.7%	41.9%
core EPU (derived from net investment income)	0.14	0.17	0.17	23.9%	0.7%	0.76	40.7%	45.1%
No. of trust units (m)	2,568	2,568	2,568	0.0%	0.0%	2,568	0.0%	200.0%
DPU	0.28	0.32	0.28	-0.5%	-13.5%	1.51	30.7%	39.7%

Source: Company, MST

## 6. Valuation and recommendation

### 6.1 Initiate coverage with BUY and THB11.0 TP

We initiate coverage of CPNREIT with a BUY due to an FY23E dividend yield of 10%. Our end-FY24E TP of THB11.0 is based on DCF method (6.0% WACC) and 3,568m number of shares (vs 2,568m shares now) as we assume a successful capital raising in 2H24E. We forecast the THB26b lease extensions at Pinklao and Rama 2 to be financed by THB10.5b equity and THB15.7b debt. CPNREIT is trading at a record-low P/NAV of 0.83x, 2 s.d. below its 5-year mean of 1.76x. Our TP implies a P/NAV of 0.86x.

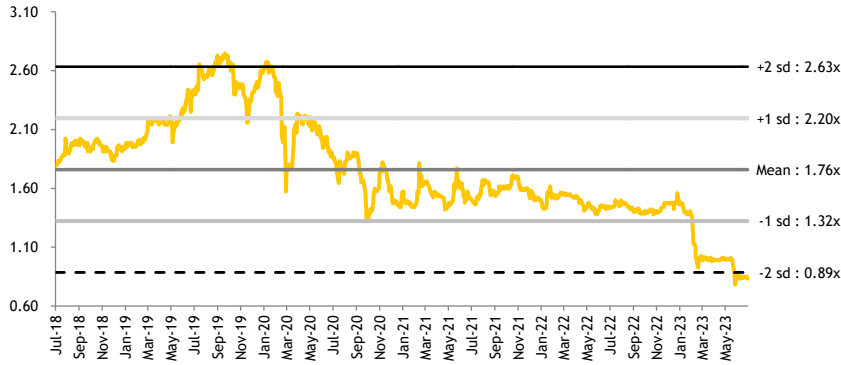
For the capital raising exercise, we assume that CPNREIT will raise THB10.5b by issuing 1,000m new shares at a price of THB10.5/sh. The actual number of additional shares will depend on the market conditions at the time of the capital raising (i.e. higher market price leads to lower amount of new shares); adding 900-1,100m new shares implies a fair value range of THB10.7 - THB11.3 per share at the end of FY24E.

**Fig 37: DCF-based TP of THB11.0 (6.0% WACC) is based on cashflows from CPNREIT's assets until the end of 2095E (THB m, except per share value)**

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2095E
Cashflows from operation	3,924	5,580	4,325	5,802	6,006	6,023	6,271	6,510	3,081
Maintenance capex	- 218	- 190	- 544	- 639	- 216	- 224	- 233	- 241	- 206
Capex for lease extensions at Rama 2 and Pinklao			- 12,669	- 13,319					
<b>FCFF</b>	<b>3,707</b>	<b>5,389</b>	<b>8,888</b>	<b>8,157</b>	<b>5,790</b>	<b>5,798</b>	<b>6,038</b>	<b>6,269</b>	<b>2,875</b>
Discount period			0	1	2	3	4	5	71
Present value of dividend			-	7,693	5,151	4,865	4,779	4,680	45
Sum of PV of FCFF			59,556						
Net debt at the end of FY24E			20,204						
<b>Equity value</b>			<b>39,352</b>						
Fully-diluted number of shares			3,568						
<b>End-FY24E target price</b>			<b>11.00</b>						
Upside/(downside) to the TP			2.8%						
Market price			10.70						
<b>WACC calculation</b>									
Cost of equity	7.7%								
Risk-free rate	3.0%								
Market return	10.4%								
Beta	0.64								
Cost of debt	3.0%								
Equity weight	63.6%								
Debt weight	36.4%								
<b>WACC</b>	<b>6.0%</b>								

Source: Company, MST

**Fig 38: CPNREIT is trading at a P/NAV ratio of 0.83x, approximately 2 s.d. below its 5-year mean of 1.76x**



Source: Company, MST

**Fig 39: Peer comparison (as of 24 July 2023)**

REITs and infrastructure funds	BB ticker	Market cap (USD m)	Target price	Market price	Rating	P/E ratio (x)		ROE		Dividend yield	
			(local curr)	(local curr)		FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
CPN Retail Growth Leasehold	CPNREIT TB Equity	796	11.0	10.70	BUY	13.4	16.1	9.3	5.3	10.4	10.5
Frasers Property Thailand Industrial	FTREIT TB Equity	985	12.60	11.00	NA	13.1	13.1	8.2	8.1	6.8	6.9
WHA Premium Growth	WHART TB Equity	1,073	12.80	10.70	NA	12.8	12.7	7.7	7.6	0.1	0.1
Digital Telecommunications	DIF TB Equity	3,173	12.60	10.30	BUY	9.3	9.4	7.0	6.9	9.5	9.1
Jasmine Broadband Internet	JASIF TB Equity	1,565	6.20	6.75	HOLD	5.9	8.9	10.8	7.3	13.6	8.6
<b>Thailand - average</b>						<b>10.9</b>	<b>12.0</b>	<b>8.6</b>	<b>7.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.0</b>

11.0 = MST's target price  
12.60 = BB consensus

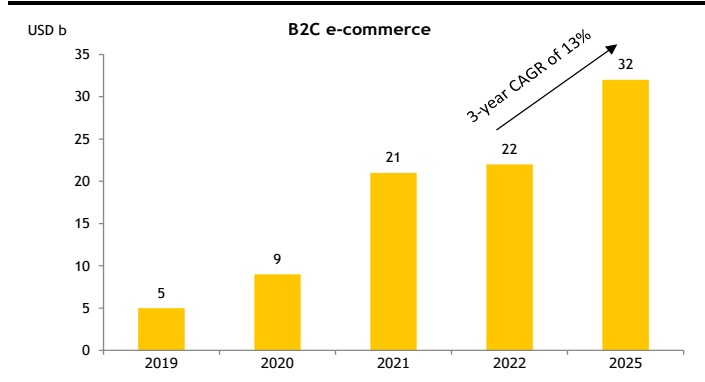
Source: Bloomberg, Company, MST

## 7. Risks

### 7.1 Competition against e-commerce platforms

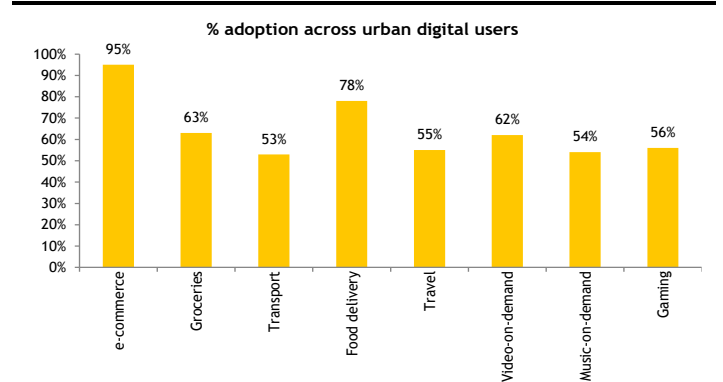
Substantial increases in online shopping could hurt demand for physical retail space and CPNREIT’s rental income. According to the e-Conomy SEA 2022 report, E-commerce sales (B2C only) posted a 2019-21 CAGR of 99% as waves of Covid-19 outbreak forced consumers to shop online. The online sales growth then eased to 8% in FY22 following reopening of physical retail spaces. Nevertheless, the report forecasts 2022-25 CAGR of 13% as 95% of urban digital users have already adopted the usage of e-commerce platforms, and B2C online sales accounted for 18% of retail sales in FY22.

**Fig 40: Thailand B2C e-commerce sales**



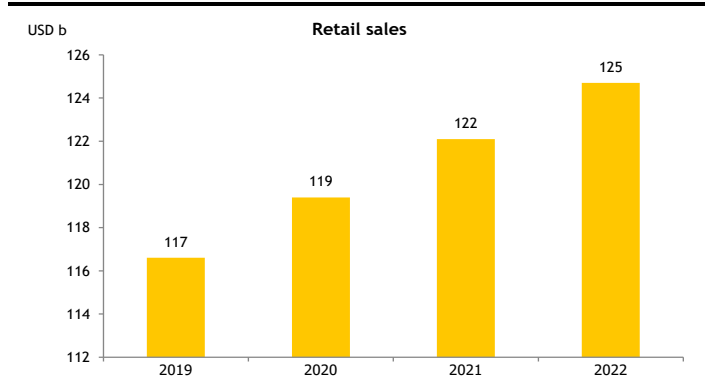
Source: e-Conomy SEA 2022, MST

**Fig 41: % adoption across urban digital users**



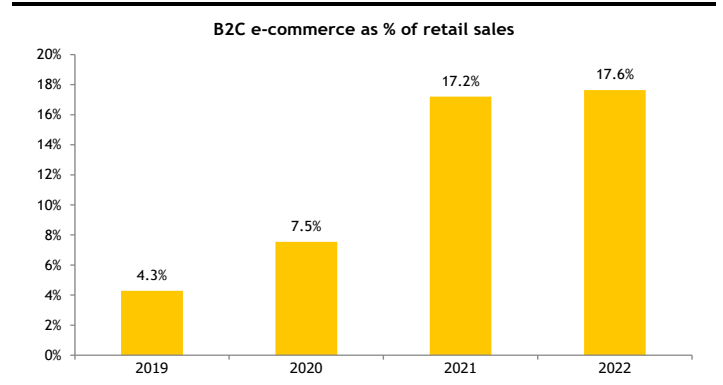
Source: e-Conomy SEA 2022, MST

**Fig 42: Thailand’s retail sales**



Source: Statista, MST

**Fig 43: B2C e-commerce sales as % of retail sales**



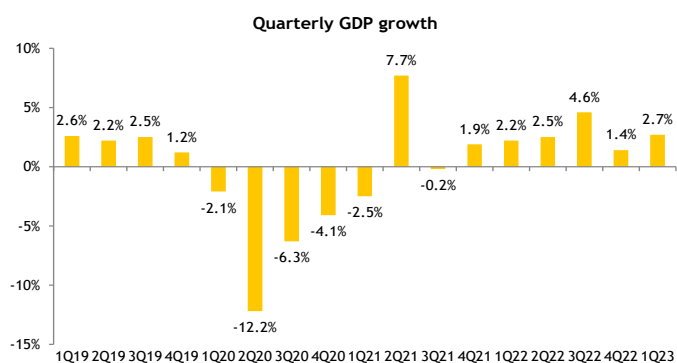
Source: e-Conomy SEA 2022, Statista, MST

CPN, CPNREIT’s sponsor, has adjusted its strategy as it now aims to become “Centre of Life” where people shop, eat, work, play and stay around the clock. The mixed-used nature of CPN’s and CPNREIT’s projects (customers at residential, hotel and office buildings can offer baseline traffics for shopping malls) should help sustain revenue levels at CPNREIT’s shopping malls over the next 3-5 years.

### 7.2 Poor economic conditions

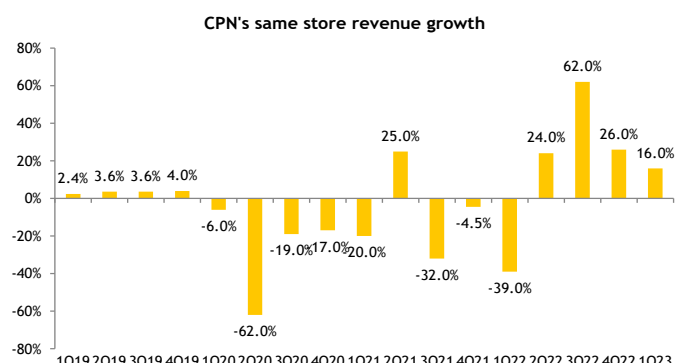
Declines in consumer purchasing power during a recession could lead to decreases in occupancy and rental rates in the retail business. In the figures below, we use CPN’s quarterly same-store revenue growth as a proxy for CPNREIT’s growth to show that there is a high correlation between Thailand’s quarterly GDP growth and quarterly same store revenue growth.

Fig 44: Quarterly GDP growth (YoY)



Source: BoT, MST

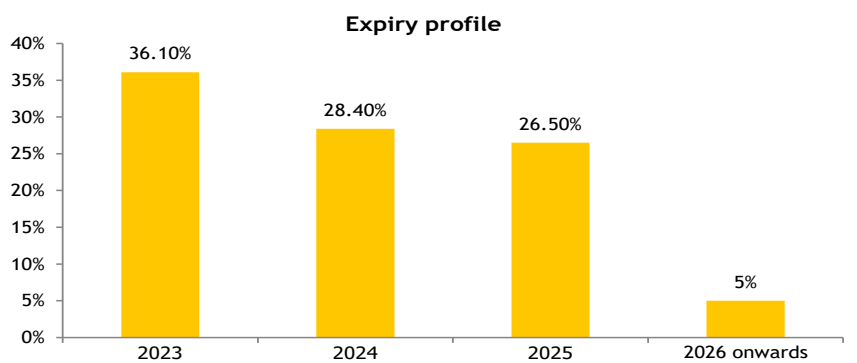
Fig 45: CPN’s quarterly same-store revenue growth (YoY)



Source: CPN, MST

During a recession, some tenants in shopping malls might decide not to renew their leases. Thirty six percent of retail and office space leases at CPNREIT (based on tenants’ NLA) will expire in the final nine months of 2023.

Fig 46: Expiry profile of CPNREIT’s office and retail tenants as of end-1Q23



Source: Company, MST

### 7.3 Other external factors

Political instability, terrorist attacks and disease outbreaks may keep shoppers at home and result in weak consumer purchasing power. While CPNREIT should remain resilient amid short-term shocks thanks to fixed rental contracts, prolonged external disruption could force the trust to offer rental discounts to tenants. For example, CPNREIT gave rental discounts of more than 25% to tenants during FY20-21 to help cushion the negative impact of the Covid-19 outbreak. The discount has already normalised to 4% in 1Q23, equivalent to the pre-Covid level.

### 7.4 Renewing subleases with CPN in FY35E

CPNREIT will have to renew two sublease contracts with CPN in FY35E if it wants to sustain DPU levels. First, CPNREIT’s new 10-year lease at Central Rama 2 (pending unitholders’ approval) will end in Aug 2035. This means the REIT will need to raise funds (debt and equity) again if it wants to extend the lease. Second, the existing lease at Central Marina Pattaya will expire in Apr 2035. In our model, we assume the two lease agreements will expire without any renewals in FY35E, implying IRR of 8.8% for CPNREIT.

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Metrics</b>					
Price/DPU(x)	33.5	17.2	9.6	9.6	9.5
P/BV (x)	1.5	1.5	0.8	0.9	1.0
P/NTA (x)	1.5	1.5	0.8	0.6	1.0
DPU yield (%)	3.0	5.8	10.4	10.5	10.6
FCF yield (%)	5.3	7.4	20.3	15.7	15.2

**INCOME STATEMENT (THB m)**

Revenue	3,501.6	4,863.6	5,822.1	5,734.3	7,169.3
<b>Net property income</b>	<b>3,252.4</b>	<b>4,536.0</b>	<b>5,240.7</b>	<b>5,149.4</b>	<b>6,085.1</b>
Management and trustee fees	(624.4)	(690.6)	(642.7)	(643.7)	(816.5)
Net financing costs	(2,193.1)	(2,361.4)	(2,519.9)	(2,699.0)	(2,348.3)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	489.1	717.9	1,073.0	327.2	(2,661.7)
Other pretax income/expenses	25.6	23.1	0.0	22.5	23.0
<b>Pretax profit</b>	<b>865.9</b>	<b>2,111.2</b>	<b>3,033.3</b>	<b>2,034.3</b>	<b>155.4</b>
Income tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total return avail to unitholders</b>	<b>865.9</b>	<b>2,111.2</b>	<b>3,033.3</b>	<b>2,034.3</b>	<b>155.4</b>
Core net profit	376.8	1,393.3	1,960.3	1,707.1	2,817.1
Distributable inc to unitholders	577.8	3,023.7	2,907.2	3,071.6	3,816.6

**BALANCE SHEET (THB m)**

Cash & Short Term Investments	1,159.2	2,041.8	3,364.9	3,544.8	3,726.8
Accounts receivable	1,260.6	927.7	1,056.2	1,047.2	1,244.5
Property, Plant & Equip (net)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment properties	75,370.7	76,303.5	77,567.0	91,107.3	76,001.2
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	1,181.0	1,043.8	1,083.9	1,081.9	1,139.2
<b>Total assets</b>	<b>78,971.5</b>	<b>80,316.8</b>	<b>83,072.0</b>	<b>96,781.2</b>	<b>82,111.7</b>
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	187.9	227.0	258.4	259.9	376.7
LT interest bearing debt	22,561.5	23,001.4	22,411.4	24,622.6	38,006.8
Other liabilities	22,403.4	23,811.2	26,942.2	28,913.4	4,684.4
<b>Total Liabilities</b>	<b>45,152.7</b>	<b>47,039.6</b>	<b>49,612.0</b>	<b>53,795.9</b>	<b>43,067.8</b>
Shareholders Equity	33,818.8	33,277.2	33,459.9	42,985.3	39,043.8
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total shareholder equity</b>	<b>33,818.8</b>	<b>33,277.2</b>	<b>33,459.9</b>	<b>42,985.3</b>	<b>39,043.8</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>78,971.5</b>	<b>80,316.8</b>	<b>83,072.0</b>	<b>96,781.2</b>	<b>82,111.7</b>

**CASH FLOW (THB m)**

<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,705.5</b>	<b>3,723.2</b>	<b>5,579.9</b>	<b>4,325.3</b>	<b>5,802.1</b>
Capex	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Acquisitions & investments	(6,527.7)	(217.5)	(190.5)	(13,213.1)	(13,958.6)
Disposal of FA & investments	1.8	0.7	0.0	0.0	0.0
Dividend income from associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investing cash flow	2.1	201.0	0.0	0.0	0.0
<b>CF from investing activities</b>	<b>(6,523.7)</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(190.5)</b>	<b>(13,213.1)</b>	<b>(13,958.6)</b>
Dividends paid	(1,572.0)	(2,652.8)	(2,850.5)	(2,876.2)	(4,031.9)
Interest expense	(593.9)	(581.3)	(625.8)	(634.5)	(948.8)
Change in debt	(493.5)	415.5	(590.0)	2,211.1	13,384.2
Equity raised / (purchased)	6,480.9	0.0	0.0	10,367.2	(65.0)
Other financial activities	(6.2)	(6.2)	0.0	0.0	0.0
<b>CF from financing activities</b>	<b>3,815.3</b>	<b>(2,824.8)</b>	<b>(4,066.3)</b>	<b>9,067.6</b>	<b>8,338.6</b>
<b>Effect of exchange rate changes</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Net cash flow</b>	<b>(2.9)</b>	<b>882.7</b>	<b>1,323.1</b>	<b>179.9</b>	<b>182.0</b>

FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	(13.4)	38.9	19.7	(1.5)	25.0
Net property income growth	(17.0)	39.5	15.5	(1.7)	18.2
Core net profit growth	(75.4)	269.7	40.7	(12.9)	65.0
Distributable income growth	(77.0)	423.3	(3.9)	5.7	24.3
<b>Profitability ratios (%)</b>					
Net property income margin	92.9	93.3	90.0	89.8	84.9
Core net profit margin	10.8	28.6	33.7	29.8	39.3
Payout ratio	175.2	138.3	94.0	141.4	nm
<b>DuPont analysis</b>					
Total return margin (%)	24.7	43.4	52.1	35.5	2.2
Gross revenue/Assets (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Assets/Equity (x)	2.3	2.4	2.5	2.3	2.1
ROAE (%)	2.8	6.3	9.1	5.3	0.4
ROAA (%)	0.5	1.7	2.4	1.9	3.1
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
Net gearing (%) (excl. perps)	63.3	63.0	56.9	49.0	87.8
Net interest cover (x)	1.2	1.6	1.8	1.6	2.2
Debt/EBITDA (x)	8.9	6.2	5.0	5.6	7.4
Capex/revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/ (net cash)	21,402.3	20,959.6	19,046.5	21,077.7	34,279.9
Debt/Assets (x)	0.29	0.29	0.27	0.25	0.46

Source: Company; Maybank IBG Research

## APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากผลการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นคู่ผู้ประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลดังกล่าว ใน การประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ



## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด ("MIBSI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India ("SEBI") (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 26 กรกฎาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 26 กรกฎาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

## Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

## Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023**

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPLI	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC

AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI	

### ได้รับการรับรอง CAC

2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	

### N/A

3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BU	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	JMT	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC