

CPN Retail Growth REIT (CPNREIT TB)

ถือ รับอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 10% ในปีงบ 67-69

D/G เป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" พร้อมลดราคาเป้าหมายเหลือ 11.30 บาท

เราได้ปรับคำแนะนำสำหรับ CPNREIT เป็น "ถือ" หลังจากที่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 14% ในช่วงไตรมาสนี้ ทำให้ราคาเป้าหมายใหม่ของเราไม่เหลืออ็อปไซค์จากราคาตลาด เราได้ปรับลดราคาเป้าหมายอิงวิธี DCF ลงเหลือ 11.30 บาท จาก 11.80 บาท เนื่องจากเราปรับไปใช้ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 68 จากสิ้นปี 67 ทั้งนี้ CPNREIT เป็น REIT ประเภทสิทธิการเช่า (มีระยะเวลาเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักโดยพื้นที่เช่าของสัญญาเช่า 20 ปี) ดังนั้นการเลือกราคาเป้าหมายออกไปจึงทำให้มูลค่า DCF ลดลง ส่วนคำแนะนำ "ถือ" เรามองว่าสมเหตุผลเนื่องจากผลตอบแทนเงินปันผลที่คาดว่าจะได้ในปีละ 10% สำหรับปี 67-69 เราชอบ 3BBIF มากกว่า CPNREIT เนื่องจากมี IRR สูงกว่าอยู่ที่ 8.3% (เทียบกับ IRR ของ CPNREIT ที่ 7.0%)

กำไรหลักเติบโตแข็งแกร่ง 12% YoY ในไตรมาส 2/67

CPNREIT ขายหุ้นสุทธิจากเงินลงทุนเท่ากับ 348 ล้านบาทในไตรมาส 2/67 หากไม่นับรวมขายหุ้นจากการประเมินมูลค่า 792 ล้านบาท กำไรจากการลงทุนสุทธิในไตรมาส 2/67 (ไม่รวมผลกระทบจาก TFRS16) อยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท (+12% YoY, -1% QoQ) โดยมีรายได้ค่าเช่า 1.5 พันล้านบาท (+6% YoY, -1% QoQ) การเติบโตของรายได้ 6% YoY ได้รับแรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นของรายได้ค่าเช่าจากพื้นที่ส่วนกลางและส่วนแบ่งรายได้จากร้านค้า จำนวนผู้เช่าศูนย์การค้าของ CPNREIT อยู่ที่ 85% ของระดับก่อนโควิดในไตรมาส 2/67 เพิ่มขึ้นจาก 83% ในไตรมาส 2/66

คาดการณ์กำไรจากการลงทุนสุทธิจะอ่อนแอในไตรมาส 3/67

เราคาดว่ารายได้สุทธิจากการลงทุนในไตรมาส 3/67 จะอยู่ที่ 900 ล้านบาท (-12% YoY, -15% QoQ) โดยถูกกดดันจากการปรับปรุงศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า (กลางปี 67 - กลางปี 68) และเซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต (ส.ค. 67 - มี.ค. 69) ซึ่งโดยทั่วไปการรีโนเวทมักทำให้ยอดขายการเช่าลดลงและมีการลดค่าเช่าสำหรับผู้เช่าที่เหลือบางส่วน อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า CPNREIT มีเงินสำรองเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลต่อหน่วย (DPU) ที่ 0.30 บาท/ไตรมาส ในช่วง 3-2Q67 (คิดเป็นผลตอบแทนต่อปีที่ 10.6%)

ปรับเพิ่มกำไรปี 67 แต่ปรับลดกำไรปี 68

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักต่อหุ้น (EPS) ของปี 67 ขึ้น 5% เนื่องจากการเริ่มต้นปรับปรุงเซ็นทรัลพลาซ่า เราเคยคิดว่าการปรับปรุงจะเริ่มในไตรมาส 1/67 แต่กลับเริ่มในช่วงปลายเดือน มิ.ย. 67 อย่างไรก็ตาม เราปรับลดประมาณการ EPS ปี 68 ลง 6% เนื่องจากเราพิจารณา 1) ผลกระทบเชิงลบเพิ่มเติมจากการปรับปรุงปีเก่า และ 2) ผลกระทบเพิ่มเติมจากการปรับปรุงเซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต ซึ่งการรีโนเวททั้งสองแห่งในปี 68 ทำให้เราคาดการณ์ DPS ปี 68 ที่ 1.09 บาท (-3% YoY)

FYE Dec (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	4,864	5,728	5,651	6,431	7,577
Net property income	4,536	5,361	5,275	5,658	6,452
Core net profit	3,276	3,936	3,842	3,792	4,293
Core EPU (THB)	1.28	1.53	1.50	1.05	1.19
Core EPU growth (%)	73.0	20.1	(2.4)	(30.0)	13.2
DPU (THB)	1.14	1.13	1.12	1.09	1.12
DPU growth (%)	88.5	(1.0)	(0.5)	(2.7)	2.8
P/NTA (x)	1.5	0.9	0.7	1.1	1.1
DPU yield (%)	5.8	10.0	9.7	9.5	9.7
ROAE (%)	6.3	9.7	9.2	(5.4)	10.4
ROAA (%)	4.1	4.9	4.3	4.3	5.3
Debt/Assets (x)	0.29	0.27	0.25	0.47	0.46
Consensus DPU	-	-	1.09	1.12	1.12
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	2.8	(2.7)	0.0

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

HOLD

[Prior:BUY]

Share Price THB 11.50
12m Price Target THB 11.30 (+8%)
Previous Price Target THB 11.80

Company Description

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

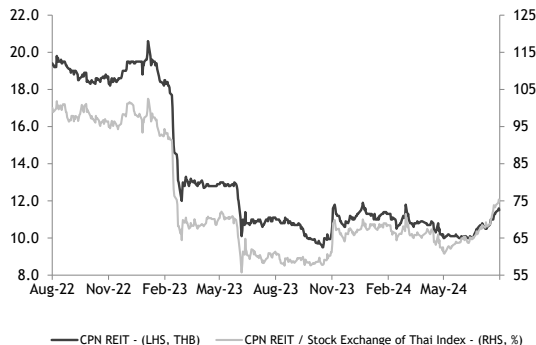
Statistics

52w high/low (THB)	11.90/9.50
3m avg turnover (USDm)	1.0
Free float (%)	63.2
Issued shares (m)	2,568
Market capitalisation	THB29.5B USD845M

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 (%)	7	13	4
Relative to index (%)	11	20	22

Source: FactSet

Other companies mentioned in this note

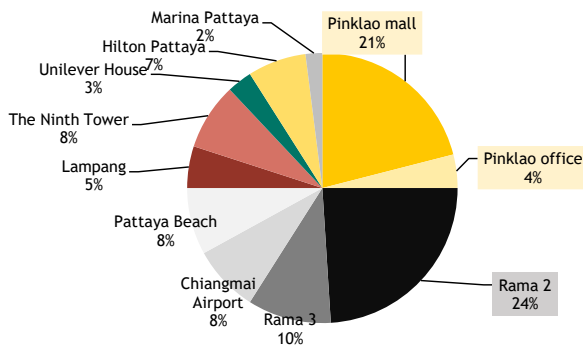
3BBIF - 3BB Internet Infrastructure Fund (3BBIF TB, CP THB5.65, BUY, TP THB6.0)
Central Pattana (CPN TB, CP THB54.5, BUY, TP THB77.50)

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, 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

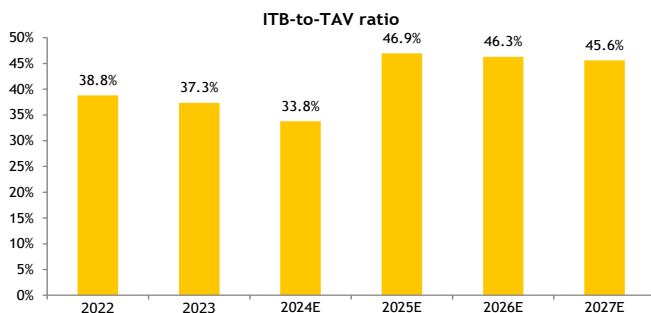


Source: Company

Financial Metrics

- CPNREIT ended FY23 with THB5.8b rental and service revenue, up 18% YoY thanks to post-Covid recovery in shopping mall traffic and tenant sales. The strong revenue growth led to core EPU growth of 20%.
- We expect FY24E core EPU to drop by 7% YoY due to the capital raising (29% share dilution) for the lease extension at Central Pinklao.
- We expect interest-bearing-debt-to-TAV ratio to rise from 38% in 1Q24 to 47% in FY25E due to the lease extensions at Pinklao (THB2.0b debt in May 2024) and Rama 2 (THB12.9b debt in Aug 2025). We then expect the gearing ratio to gradually drop from FY26E onwards.

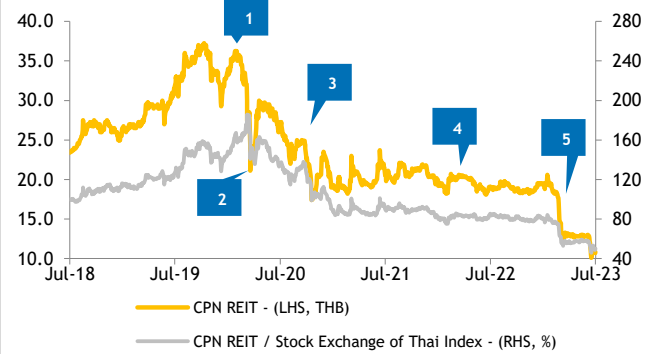
Interest-bearing-debt-to-TAV ratio



Note: TAV = total asset value

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 was 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.

Swing Factors

Upside

- Strong quarterly earnings performance.

Downside

- 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 ¹	11.0
Score Momentum ²	-0.7
Last Updated	16 Oct 2023
Controversy Score ³	N/A

Business Model & Industry Issues

- In 2022, CPNREIT was recognised as a member of the 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 long-term carbon emission goal.

Material E issues

- As Thailand's economic sectors began to reopen in 3Q21, CPNREIT generated more waste and utilised more natural resources in 2022.
- There were 7.5k tons of waste in 2022 (+60% YoY). On a positive note, waste diverted from disposal (reusing, recycling and offsite composting) rose 81% YoY to 710 tons.
- Scope 1 and 2 greenhouse gas emission was 40k ton CO₂e in 2022, up from 32k ton CO₂e in 2021 but still below 42k ton CO₂e in 2019. Scope 1 and 2 GHG emission was 70 kg CO₂e per sqm of floor area, up from 56 kg per CO₂e per sqm but still much lower than 104 kg per CO₂e 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 the 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 whom were female.
- Employee engagement score was 82 in 2022, up from 78 in 2021. CPNREIT did not lay off any staff in 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 5 people (1 male and 4 females). There were 2 independent directors while the remaining 3 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.

¹Risk 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. **²Score 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. **³Controversy 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).

Quantitative Parameters (Score: 24)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	CPN TB (2022)
E	Scope 1 GHG emissions	tCO2e	770	436	866	2,068
	Scope 2 GHG emissions	tCO2e	40,679	32,737	40,449	239,267
	Total	tCO2e	41,449	33,173	41,315	241,336
	Scope 3 GHG emissions	tCO2e	61,179	34,168	44,830	365,140
	Total	tCO2e	102,629	67,342	86,144	606,476
	Scope 1 & 2 CO2 intensity	tCO2e/sqm	79.6	58.8	72.0	61.32
	Energy intensity	kWh/sqm	107.7	119.7	145.5	127
	Renewable energy consumption as % of total energy consumption	%	1.5%	2.4%	2.0%	4.4%
	Water withdrawal intensity	cu.m/sqm	0.75	0.46	0.73	0.82
	Recycled water as % of total water withdrawal	%	0.5%	0.9%	1.5%	5.9%
Waste diverted from landfill	%	6.4%	8.3%	9.4%	27.9%	
S	% of women in workforce	%	42.7%	43.0%	43.2%	50.0%
	% of women in management roles	%	58.1%	63.3%	43.3%	31.8%
	Lost time injury frequency rate (LTIFR)	case/1m hours	-	-	-	0.5
	Employee training hours	hours/person	11.00	25.0	16.0	10.00
	Voluntary turnover	%	12.9%	8.0%	14.3%	15.7%
G	Breaches of codes of conduct	case	0	0	0	20
	CG score by the National CG Committee	%	NA	NA	NA	>90%
	Independent directors on board	%	50%	40%	40%	33%
	Women directors on board	%	75%	80%	80%	33%

Qualitative Parameters (Score: 83)	
a) Is there an ESG policy in place? Is there a standalone ESG Committee or is it part of the Risk committee?	<i>Yes, there is an ESG policy in place, and there is a Corporate and Sustainability Committee that reports to the Audit and Corporate Governance Board Committee.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>No.</i>
c) Does the company follow the TCFD framework for ESG reporting?	<i>Yes.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions? Which parameters are captured?	<i>Yes - purchased goods and services, wastes generated in operations, business travel, waste transportation, electricity sold to tenants, and LPG sold to tenants.</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>1) increase the share of renewable energy to 20% of total energy consumption by 2030 (vs 4.9% in 2022), and ; 2) reduce the amount of waste sent to landfill in half (28% of the total waste diverted from landfill).</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>Yes, the company as part of its 2050 net zero target has committed to reforestation and biodiversity by joining the 1m trees movement across Thailand by 2030.</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved in 2022
Reduce Scope 1 & 2 emissions by 30% by 2030, base year 2019	-30%	23%
Increase the share of renewable energy as % of total energy consumption in 2030, base year 2019	20%	5%
Reduce energy consumption by 30% by 2030	-30%	9%
Waste diverted away from landfill by 50% by 2025	50%	28%
Increase share of water reuse to 30% by 2030	30%	6%
Certified green buildings at 20% of total assets	20%	2%
Net Zero GHG emission by 2050	Year 2050	N/A
Impact		
NA		
Overall Score: 58		
As per our ESG matrix, CPN Retail Growth Leasehold REIT (CPNREIT TB) has an overall score of 58.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	24	12
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
Total			58

As per our ESG assessment, CPNREIT has an established framework and transparent reporting. For the long-term targets, we use CPN's targets as the proxies for CPNREIT's. The investment trust's overall ESG score is 58, which is above Maybank universe's average ESG score of 50.

Fig 1: 2Q24 net investment income excluding TFRS16 impact was THB1.1b (+12% YoY, -1% QoQ)

	2Q23	1Q24	2Q24	YoY	QoQ	FY24E	YoY	1H24 as % of FY24E
Rental and service revenue	1,404	1,502	1,490	6.2%	-0.8%	5,651	-1.3%	52.9%
Total Revenue	1,412	1,515	1,499	6.2%	-1.0%	5,700	-1.3%	52.9%
Cost of rent and services	- 98	- 91	- 95	-2.7%	4.7%	- 376	2.4%	49.4%
Net property income	1,306	1,411	1,395	6.8%	-1.1%	5,275	-1.6%	53.2%
Property management fees	- 122	- 137	- 125	2.3%	-9.2%	- 536	3.3%	48.9%
EBITDA after PM fees	1,193	1,287	1,280	7.3%	-0.5%	4,788	-2.1%	53.6%
Fund expenses	- 94	- 87	- 89	-4.6%	3.4%	- 354	1.6%	49.7%
Net investment income before interest	1,099	1,200	1,190	8.3%	-0.8%	4,434	-2.4%	53.9%
Interest Expense	- 649	- 619	- 746	14.8%	20.5%	- 2,591	-0.1%	#DIV/0!
Interest Expense from debt	- 164	- 171	- 151	-16.1%	-7.5%	- 592	-11.2%	0.0%
Interest Expense from lease liabilities - RM2 Ext.	- 443	- 468	- 468	25.5%	29.6%	- 1,998	18.1%	0.0%
Net investment income	449	581	444	-1.1%	-23.6%	1,843	-15.6%	55.6%
Net investment income excluding TFRS16 impact	940	1,067	1,055	12.3%	-1.1%	3,842	-2.4%	55.2%
Realised losses from investments	- 1	-	- 1	NA	NA	-	-100.0%	NA
Unrealised gain (losses) from investments in leasehold properties	308	302	- 792	-356.8%	-362.2%	1,743	65.6%	-28.1%
Total gains/(losses) from appraisal	308	304	- 792	-357.5%	-360.7%	1,743	65.7%	-28.0%
Increase in net assets from operations	757	885	- 348	-146.0%	-139.3%	3,586	10.9%	15.0%
EPU	0.29	0.34	- 0.10	388.7%	-55.0%	1.40	10.8%	0.0%
core EPU	0.37	0.42	0.29	12.4%	-0.7%	0.72	-15.6%	0.0%
No. of trust units (m)	2,568	2,568	3,621	0.0%	0.0%	2569	0.0%	0.0%
DPU	0.29	0.36	0.17	-19.7%	0.0%	1.12	-0.5%	59.0%

Source: Company, MST

Fig 2: Changes in earnings forecasts

Unit (THB m)	Reported 2023A	Current			Previous			% Change		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Rental and service revenue	5,728	5,651	6,431	7,577	5,474	6,764	7,611	3.2%	-4.9%	-0.5%
Total revenue	5,777	5,700	6,470	7,617	5,522	6,803	7,651	3.2%	-4.9%	-0.5%
Cost of rental and services	-367	-376	-772	-1,125	-408	-844	-1,127	-7.9%	-8.5%	-0.2%
Net property income	5,361	5,275	5,658	6,452	5,065	5,920	6,484	4.1%	-4.4%	-0.5%
Property management fees	-519	-536	-538	-589	-425	-555	-592	26.0%	-3.1%	-0.4%
SG&A expenses	-349	-354	-413	-442	-357	-413	-442	-0.8%	0.2%	-0.1%
Net investment income before interest exp	4,542	4,434	4,747	5,461	4,332	4,993	5,490	2.4%	-4.9%	-0.5%
Finance cost from borrowing	-667	-592	-955	-1,168	-667	-955	-1,168	-11.2%	0.0%	0.0%
Finance cost from lease liabilities	-1,692	-1,998	-1,337	0	-1,998	-1,337	0	0.0%	0.0%	0.0%
Net investment income	2,183	1,843	2,455	4,293	1,666	2,700	4,322	10.6%	-9.1%	-0.7%
Net investment income, excluding TFRS16 impact	3,936	3,842	3,792	4,293	3,665	4,038	4,322	4.8%	-6.1%	-0.7%
Gains/(losses) from investments	1,052	1,743	-4,697	-320	1,743	-4,699	-321	0.0%	0.0%	-0.3%
Increase in assets from operation	3,235	3,586	-2,242	3,973	3,409	-1,998	4,002	5.2%	12.2%	-0.7%
Core EPS, excluding TFRS16 impact (weighted average)	1.53	1.50	1.05	1.19	1.43	1.12	1.19	4.8%	-6.1%	-0.7%
DPU	1.13	1.12	1.09	1.12	1.12	1.12	1.12	0.0%	-2.7%	0.0%

Source: Company, MST

Fig 3: Strong track record of revenue increases after asset enhancements

Key Activities	Key Activities	Key Activities
<p>CENTRAL PINCLAO New Brands, New Food Destination (2015-2016)</p> <ul style="list-style-type: none"> Revenue growth of 16% post-renovation Improvement and expansion of leasable area Improvement of building and façade Adjustment of tenant types and re-merchandising mix to meet customer needs Renovation and expansion of car park building 	<p>CENTRAL RAMA 3 Mix Nature and Urban Living at the New-look Central Rama 3 (2017-2018)</p> <ul style="list-style-type: none"> Revenue growth of 6% post-renovation Improvement of common area Improvement and decoration of leasable area Improvement of facade to build new image Increase rest area, interior garden and play land 	<p>CENTRAL RAMA 2 One of the Biggest Regional Malls in Southern Bangkok (2020-2021)</p> <ul style="list-style-type: none"> Revenue growth of 21% post-renovation Expansion of retail space Reconfiguration of existing mall area Addition of new parking building Addition of new lifestyle / fashion and F&B brands

Source: Company, MST

Fig 4: We have an end-FY25E DCF-based TP of THB11.30 for CPNREIT

DCF valuation (unit: THB m)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2095E
Cashflows from operation	4,407	5,085	5,943	5,874	6,103	6,311	6,555	2,831
Maintenance capex	- 540	- 632	- 209	- 218	- 227	- 235	- 243	- 187
Capex for lease extensions at Rama 2 and Pinklao	- 12,669	- 13,319						
FCFF	- 8,803	- 8,867	5,734	5,656	5,876	6,076	6,312	2,644
Discount period	0	0	1	2	3	4	5	70
Present value of FCFF	-	8,867	5,452	5,114	5,053	4,968	4,908	78
Sum of PV of FCFF	75,176							
Net debt at the end of FY25E	34,429							
Equity value	40,746							
Fully-diluted number of shares	3,621							
End-FY24E target price	11.30							
Upside/(downside) to the TP	-1.7%							
Market price	11.50							

WACC calculation

Cost of equity	7.0%
Risk-free rate	3.0%
Market return	10.4%
Beta	0.54
Cost of debt	3.0%
Equity weight	54.0%
Debt weight	46.0%
WACC	5.2%

Source: Company, MST

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Metrics					
Price/DPU(x)	17.2	10.0	10.3	10.6	10.3
P/BV (x)	1.5	0.9	0.9	1.1	1.1
P/NTA (x)	1.5	0.9	0.7	1.1	1.1
DPU yield (%)	5.8	10.0	9.7	9.5	9.7
FCF yield (%)	7.4	19.7	14.9	12.2	14.3

INCOME STATEMENT (THB m)

Revenue	4,863.6	5,728.0	5,651.1	6,430.6	7,576.7
Net property income	4,536.0	5,361.0	5,275.1	5,658.5	6,451.7
Management and trustee fees	(690.6)	(706.6)	(724.1)	(785.2)	(860.4)
Net financing costs	(2,361.4)	(2,359.3)	(2,590.7)	(2,292.1)	(1,167.9)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	717.9	1,051.6	1,742.6	(4,696.9)	(319.8)
Other pretax income/expenses	23.1	48.8	48.8	39.2	40.0
Pretax profit	2,111.2	3,234.6	3,586.0	(2,242.3)	3,973.0
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
Total return avail to unitholders	2,111.2	3,234.6	3,586.0	(2,242.3)	3,973.0
Core net profit	3,276.0	3,936.0	3,841.8	3,791.7	4,292.7
Distributable inc to unitholders	3,023.7	2,474.5	3,141.8	3,391.7	3,412.0

BALANCE SHEET (THB m)

Cash & Short Term Investments	2,041.8	962.5	1,269.8	820.3	678.4
Accounts receivable	927.7	459.6	868.9	974.7	1,132.3
Property, Plant & Equip (net)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment properties	76,303.5	77,018.9	91,971.3	76,001.2	75,890.3
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	1,043.8	2,926.1	2,961.9	2,994.1	3,038.2
Total assets	80,316.8	81,367.0	97,071.9	80,790.3	80,739.2
ST interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accounts payable	227.0	226.5	245.8	324.8	399.6
LT interest bearing debt	23,001.4	22,095.7	24,622.6	38,006.8	37,354.5
Other liabilities	23,811.2	25,586.0	27,667.6	4,177.1	4,786.1
Total Liabilities	47,039.6	47,908.2	52,536.0	42,508.7	42,540.2
Shareholders Equity	33,277.2	33,458.9	44,535.9	38,281.6	38,199.0
Minority Interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total shareholder equity	33,277.2	33,458.9	44,535.9	38,281.6	38,199.0
Total liabilities and equity	80,316.8	81,367.0	97,071.9	80,790.3	80,739.2

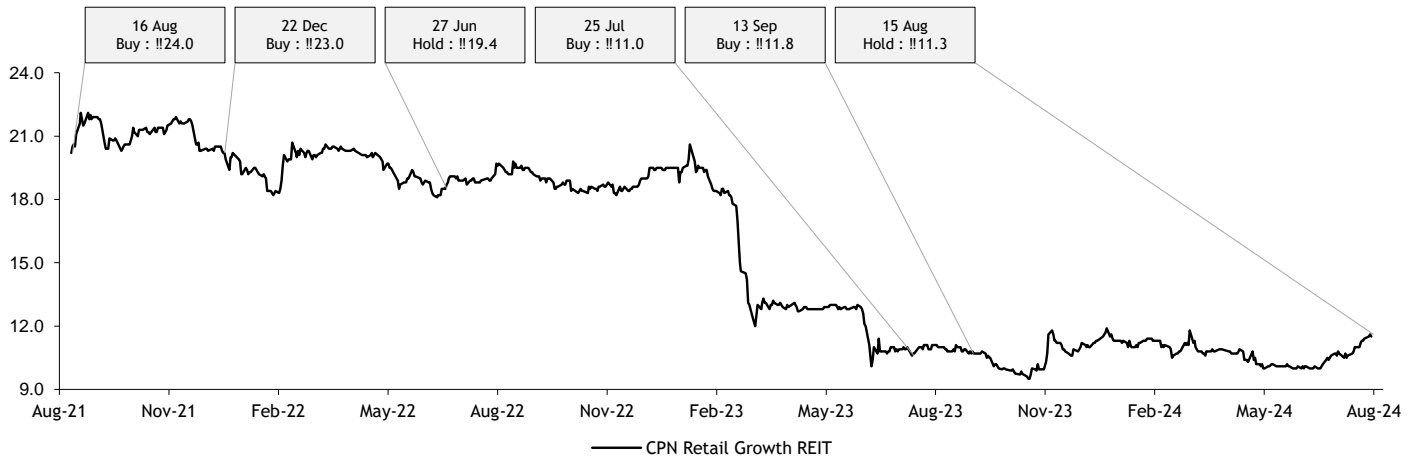
CASH FLOW (THB m)

Cash flow from operations	3,723.2	5,706.9	4,407.2	5,084.9	5,942.7
Capex	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Acquisitions & investments	(217.5)	(276.7)	(13,209.8)	(13,951.6)	(209.0)
Disposal of FA & investments	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
Dividend income from associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other investing cash flow	201.0	(1,874.0)	0.0	0.0	0.0
CF from investing activities	(15.8)	(2,149.7)	(13,209.8)	(13,951.6)	(209.0)
Dividends paid	(2,652.8)	(3,053.4)	(2,876.2)	(3,947.0)	(4,055.6)
Interest expense	(581.3)	(656.8)	(592.3)	(955.1)	(1,167.9)
Change in debt	415.5	(920.0)	2,211.1	13,384.2	(652.2)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	10,367.2	(65.0)	0.0
Other financial activities	(6.2)	(6.3)	0.0	0.0	0.0
CF from financing activities	(2,824.8)	(4,636.5)	9,109.9	8,417.2	(5,875.7)
Effect of exchange rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	882.7	(1,079.4)	307.3	(449.5)	(141.9)

FYE 31 Dec	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	38.9	17.8	(1.3)	13.8	17.8
Net property income growth	39.5	18.2	(1.6)	7.3	14.0
Core net profit growth	76.7	20.1	(2.4)	(1.3)	13.2
Distributable income growth	423.3	(18.2)	27.0	8.0	0.6
Profitability ratios (%)					
Net property income margin	93.3	93.6	93.3	88.0	85.2
Core net profit margin	67.4	68.7	68.0	59.0	56.7
Payout ratio	138.3	89.4	80.2	nm	102.1
DuPont analysis					
Total return margin (%)	43.4	56.5	63.5	nm	52.4
Gross revenue/Assets (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Assets/Equity (x)	2.4	2.4	2.2	2.1	2.1
ROAE (%)	6.3	9.7	9.2	(5.4)	10.4
ROAA (%)	4.1	4.9	4.3	4.3	5.3
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
Net gearing (%) (excl. perps)	63.0	63.2	52.4	97.1	96.0
Net interest cover (x)	1.6	1.9	1.7	2.1	4.6
Debt/EBITDA (x)	6.2	4.9	5.6	8.1	6.9
Capex/revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/ (net cash)	20,959.6	21,133.2	23,352.8	37,186.5	36,676.1
Debt/Assets (x)	0.29	0.27	0.25	0.47	0.46

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: CPN Retail Growth REIT (CPNREIT TB)



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" ที่จะเกิดขึ้น 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 ที่ได้จากเว็บไซต์นี้มาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 การเป็นคู่ปรับระหว่างการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (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 (ตามค่านิยมใน 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 รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ 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 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น 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 และเป็นผู้ออกใบอนุญาต 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 และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง 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 และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านพาณิชย์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 16 สิงหาคม 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

ฮ่องกง: ณ วันที่ 16 สิงหาคม 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ 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

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	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
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRNC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEC	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC			
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP			
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC			
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON			
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH			
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC			
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH			
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF			
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH			
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS			
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT			
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S			
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J			
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA			
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA			
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK			
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART			
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL			
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE			
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT			
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT			
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC			
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB			
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC			
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC			
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG			
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP			
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM			
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC			
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO			
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOL			
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE			
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC			
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA			
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX			
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT			
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC			
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF			
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP			
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR			
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT			
2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	
24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

Companies certified by CAC

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

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC