



# CPN Retail Growth Leasehold REIT

CPNREIT TB Outperform

Target Price Bt 15.40

Price (09/03/2023) Bt 13.10

Upside % 17.56

Valuation DCF

Sector Property Fund & REITs

Market Cap Btm 33,641

30-day avg turnover Btm 53.62

No. of shares on issue m 2,568

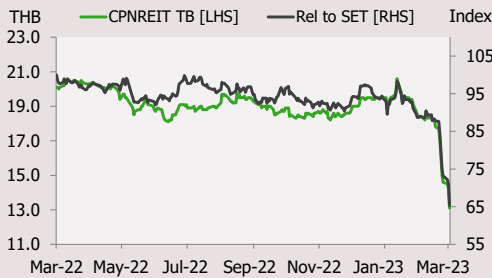
CG Scoring N/A

Anti-Corruption Indicator N/A

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	4,864	6,149	6,665	4,810
Core profit (Btmn)	3,130	4,215	4,635	3,116
Net profit (Btmn)	2,111	2,559	1,886	3,611
Net EPS (Bt)	0.82	1.00	0.73	1.41
DPS (Bt)	0.82	0.99	0.75	1.10
BVPS (Bt)	12.96	12.54	11.63	11.85
Net EPS growth (%)	143.81	21.23	-26.32	91.49
ROA (%)	2.65	3.16	2.31	5.24
ROE (%)	6.29	7.82	6.08	11.98
Net D/E (x)	0.60	0.10	0.10	0.59
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	15.93	13.14	17.84	9.32
P/BV (x)	1.01	1.04	1.13	1.11
EV/EBITDA (x)	14.31	7.66	6.95	13.83
Dividend yield (%)	6.23	7.58	5.70	8.40

### CPNREIT TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

**Analyst**  
**Natchaphon Rodjanarowan**  
Natchaphon.r@kasikornsecurities.com  
**Assistant Analyst**  
**Panjawut Ajarasingh**

10 March 2023  
Kasikorn Securities Public Company Limited

## Risk และ reward payoffs น่าดึงดูดใจมากขึ้น

- ▶ ราคาหน่วยลงทุนที่ลดลง 8% (-33% YTD) คาดสะท้อน 1) การหมดสัญญาเช่าเร็วขึ้นของ Unilever 2) การลงทุนที่มากและ 3) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่สูงขึ้น
- ▶ ลดราคาเป้าหมายสั้นปี 66 ลง 20% เป็น 15.4 บาท จากมุมมองเฟ้อระวังมากขึ้นต่อแผนการลงทุนของกอง มูลค่ายุติธรรมกรณีเลวร้ายที่สุดของเราอยู่ที่ 12.3 บาท
- ▶ เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" จาก risk และ reward payoffs ที่น่าดึงดูดใจมากขึ้น (-6% เทียบกับ +18%), market IRR ที่ 8.6% และ WALE ระยะเวลา 28 ปี

### Investment Highlights

- ▶ **แนวทาง** เมื่อวันที่ 1 มี.ค.2566 CPNREIT จัดการประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศผลประกอบการ ผู้บริหารเปิดเผยแนวทางการดำเนินงานปี 2566 ได้แก่ 1) อัตราการเช่าพื้นที่ (OCR) ที่มากกว่า 90% เทียบกับที่ 91.5% ในปี 2565, 95.8% ในปี 2562 และเท่ากับ 92.8% ของประมาณการปี 2566 ของเรา 2) ส่วนลดค่าเช่าที่น้อยลงของพื้นที่ในศูนย์การค้า เป็น 4-6% (หลักหน่วยตอนกลาง) เทียบกับที่ 14% ในปี 2565 และเท่ากับ 2.1% ของคาดการณ์ของเราและ 3) รับรู้รายได้ค่าเช่าโรงแรมต่อสัญญาเต็มจำนวน (ราว 344 ลบ./ปี) ขณะเดียวกัน CPNREIT เชื่อว่าผลกระทบต่อรายได้จากสัญญาเช่าของ Unilever ที่สิ้นสุดระยะเวลาที่กำหนดจะอยู่ที่ราว 0.5-1% ในปี 2566 และ 1-2% ในปี 2567 เนื่องจาก 1) รายได้จาก Unilever คิดเป็น 4% ของรายได้สัญญาเช่าทั้งหมด 2) กองทรัสต์มีสิทธิได้รับ 30% ของค่าเช่าเพราะเป็นค่าธรรมเนียมในการสิ้นสุดสัญญาเช่าก่อนกำหนดและ 3) ผู้จัดการกองทรัสต์กำลังหาผู้เช่าพื้นที่ใหม่ขณะนี้โดยคาดว่าอัตราค่าเช่าพื้นที่เฉลี่ย (ARR) จะสูงขึ้น
- ▶ **แผนลงทุน** แผนลงทุนของกองทรัสต์อยู่ในเชิงรุกมากกว่าการคาดการณ์ทางการเงินของเรา CPNREIT ตั้งเป้าซื้อทรัพย์สินใหม่ทั้งศูนย์การค้าเซ็นทรัล อบลราชธานี เซ็นทรัล สุราษฎร์ธานีและอื่น ๆ ซึ่งเรายังไม่ได้รวมในประมาณการของเรา นอกจากนี้ เรายังไม่รวมการต่อสัญญาเช่าใหม่ของศูนย์การค้าเซ็นทรัลปิ่นเกล้าจนกว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้น อย่างไรก็ตามการของเราวมการชำระคืนของศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 2 ที่ 2.54 หมื่นลบ. ในปี 2568 แล้ว นอกจากนี้ เรายังคาดว่าโครงสร้างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะอยู่ที่ 35% และ 65% และราคาในการใช้สิทธิ์จะอยู่ที่ 22.06 บาท ภายใต้สมมติฐานดังกล่าว เราคำนวณมูลค่ายุติธรรมสั้นปี 2566 ของกองทรัสต์ได้ที่ 19.2 บาท (WACC ที่ 6.1%)
- ▶ **การวิเคราะห์สมมติฐาน** เราวิเคราะห์ 2 สมมติฐานสำหรับการลงทุนใหม่ สมมติฐานแรกคือกรณีพื้นฐานโดยเราคาดว่ากองทรัสต์จะตัดสินใจไม่ลงทุนในทรัพย์สินเพิ่มเติมจากหนี้สินที่ดั้งเดิมและการขยายหน่วยลงทุนในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่สมมติฐานที่สองของเราคือกรณีเลวร้ายที่สุดโดยเราคาดว่า CPNREIT จะเดินหน้าลงทุนในทรัพย์สินใหม่ภายใต้เงินลงทุนที่ 4.57 หมื่นลบ. (แบ่งเป็นที่เซ็นทรัล พระราม 2 ที่ 2.54 หมื่นลบ. และเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าที่ 2.03 หมื่นลบ.) โครงสร้างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 28% และ 72% และราคาใช้สิทธิ์ที่ 11.8 บาท (ส่วนลด 10% จากราคาดตลาด)
- ▶ **คาดการณ์มูลค่ายุติธรรม** ภายใต้กรณีฐาน เราคำนวณราคาเป้าหมายใหม่สั้นปี 2566 ของ CPNREIT ที่ 15.4 บาท ลดลง 20% จากราคาเป้าหมายเดิมที่ 19.3 บาท โดยไม่มีการรับรู้มูลค่าจากเซ็นทรัล พระราม 2 ขณะเดียวกัน ผลกระทบต่อ core EPU และการจัดสรรต่อหน่วยในปี 2566-68 คาดอยู่ที่ 0-3.8% และ 0-3.5% เราคาดว่า market IRR ของกองทรัสต์จะอยู่ที่ 8.6% เทียบกับระดับเดิมที่ 10.1% ภายใต้กรณีเลวร้ายที่สุดของเรา เราคำนวณมูลค่ายุติธรรมสั้นปี 2566 ที่ 12.3 บาท และ market IRR ที่ 7.7%
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหน่วยลงทุน** ในเชิง YTD ราคาหน่วยลงทุน CPNREIT ลดลง 32.8% (-27% ใน 2 สัปดาห์ และ -3.5% ในปีก่อน) เคลื่อนไหวช้ากว่า SET Index (-3.3%), SETPREIT (-2.9%) และทุกกองในกลุ่ม Retail REIT ที่เราวิเคราะห์อยู่ (-3.2%)

### Valuation and Recommendation

- ▶ **เพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"** เราเพิ่มคำแนะนำ CPNREIT จาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" และลดราคาเป้าหมายสั้นปี 2566 ings ด้วยวิธี DCF ลงเป็น 15.4 บาท โดยยังคงคำนวณด้วย WACC ที่ 6.1% Risk และ reward payoff ของกองทรัสต์น่าดึงดูดใจมากขึ้นหลังหน่วยลงทุนถูกขยายในช่วงที่ผ่านมาและการคำนวณมูลค่ายุติธรรมที่อยู่ในเชิงอนุรักษ์นิยมของเรา ราคาหน่วยลงทุนขณะนี้ มี upside ที่ 18% ต่อราคาเป้าหมายใหม่ของเราและมี downside ที่ 6% ต่อมูลค่ายุติธรรมกรณีเลวร้ายที่สุดของเรา ผลตอบแทนปี 2566/67/68 ยังดีด้วยอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่ 11.4%/12.5%/8.5%, market IRR ที่ 8.6% และอายุสัญญาคงเหลือเฉลี่ยของระยะเวลาเช่าที่ 28 ปี (ไม่รวมเซ็นทรัล พระราม 2 และเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า)
- ▶ **ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ** ได้แก่ 1) รายได้ที่ฟื้นตัวช้าลง 2) ต้นทุนสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น 3) DPU ที่ลดลงจากการลงทุนใหม่และ 4) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล ระยะเวลา 10 ปี ที่สูงขึ้น



Fig 1 Scenario analysis

Best case scenario - Only Rama II project injection at high RO price (our previous assumptions)					
Asset injection	Investment cost (Btmn)	% Equity	% Debt	Offering price (Bt/unit)	Additional units (mn)
Rama II	25,394.0	65%	35%	22.06	748
Given by mgt					
Bt/unit	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
DPU	0.99	0.75	1.14	1.04	1.10
Capital reduction	0.50	0.89	0.01	0.00	0.00
Total distribution	1.49	1.64	1.15	1.04	1.10
% total yield	11.4%	12.5%	8.8%	7.9%	8.4%
LTV	41.6%	43.2%	41.1%	40.5%	40.1%
Market IRR	10.1%				
<b>Fair value</b>	<b>19.30</b>				
Base case scenario - No new asset injection					
No new asset injection	0	0	0	0	0
Bt/unit	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
DPU	0.99	0.75	1.10	0.93	1.00
Capital reduction	0.50	0.89	0.01	0.00	0.00
Total distribution	1.49	1.64	1.11	0.93	1.00
% total yield	11.4%	12.5%	8.5%	7.1%	7.6%
LTV	42.2%	43.9%	44.1%	43.8%	43.8%
Market IRR	8.6%				
<b>Fair value</b>	<b>15.40</b>				
Worst case scenario - Injection of Rama II and Pinklao assets at low RO price					
Asset injection	Investment cost (Btmn)	Details	% Equity	% Debt	Additional units (mn)
Rama II	25,394.0	Mgt's guidance	65%	35%	1,399
Pinklao	20,315.2	Implied EV/sale	80%	20%	1,377
<b>Total</b>	<b>45,709.2</b>				<b>2,776</b>
RO price = Current price - 10%					
Bt1.8 per unit	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
DPU	0.99	0.48	0.89	0.79	0.83
Capital reduction	0.50	0.57	0.01	0.00	0.00
Total distribution	1.49	1.05	0.90	0.79	0.83
% total yield	11.4%	8.0%	6.8%	6.0%	6.4%
LTV	39.6%	35.2%	33.3%	32.8%	32.4%
Market IRR	7.7%				
<b>Fair value</b>	<b>12.30</b>				

Source: Company, KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	3,502	4,864	6,149	6,665	4,810	Net profit	866	2,111	2,559	1,886	3,611
Cost of sales and services	-249	-328	-369	-400	-289	Depreciation & amortization	0	0	0	0	0
<b>Gross Profit</b>	3,252	4,536	5,780	6,265	4,521	Change in working capital	-131	404	529	478	-595
SG&A	-708	-804	-977	-1,038	-810	Others	251	293	1,656	2,749	-641
Other income	26	23	30	26	23	<b>CF from operation activities</b>	986	2,807	4,744	5,113	2,375
<b>EBIT</b>	3,059	4,473	5,072	4,569	4,757	Capital expenditure	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,570	3,755	4,834	5,254	3,734	Investment in subs and affiliates	-5,764	704	0	682	0
Interest expense	-2,193	-2,361	-2,513	-2,684	-1,145	Others	0	0	0	0	0
Equity earnings	0	0	0	0	0	<b>CF from investing activities</b>	-5,764	704	0	682	0
<b>EBT</b>	866	2,111	2,559	1,886	3,611	Cash dividend	0	-2,097	-2,550	-1,919	-2,825
Income tax	0	0	0	0	0	Net proceeds from debt	-1,287	-1,561	0	0	0
<b>NPAT</b>	866	2,111	2,559	1,886	3,611	Capital raising	4,909	-556	-1,275	-2,294	-32
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	814	2,001	0	0	0
<b>Core Profit</b>	1,971	3,130	4,215	4,635	3,116	<b>CF from financing activities</b>	4,436	-2,213	-3,825	-4,213	-2,856
Extraordinary items	-1,105	-1,019	-1,656	-2,749	495	<b>Net change in cash</b>	-343	1,298	919	1,582	-481
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	866	2,111	2,559	1,886	3,611	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.34	0.82	1.00	0.73	1.41
Cash & equivalents	1,159	2,042	2,796	4,378	4,549	Core EPS	0.77	1.22	1.64	1.80	1.21
ST investments	1,073	874	1,073	0	0	DPS	0.00	0.82	0.99	0.75	1.10
Accounts receivable	893	671	505	274	132	BV	13.17	12.96	12.54	11.63	11.85
Inventories	0	0	0	0	0	EV	15.05	20.92	14.41	14.21	20.12
Other current assets	108	170	108	108	108	Free Cash Flow	0.38	1.09	1.85	1.99	0.92
<b>Total current assets</b>	3,233	3,757	4,482	4,760	4,789	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	75,371	76,304	76,668	76,374	51,149	Reported P/E (x)	38.85	15.93	13.14	17.84	9.32
Fixed assets-net	0	0	0	0	0	Core P/E (x)	17.07	10.75	7.98	7.26	10.80
Other assets	367	256	367	367	367	P/BV (x)	0.99	1.01	1.04	1.13	1.11
<b>Total assets</b>	78,971	80,317	81,517	81,502	56,305	EV/EBITDA (x)	15.04	14.31	7.66	6.95	13.83
Short-term debt	0	0	0	0	0	Price/Cash flow (x)	34.13	11.98	7.09	6.58	14.16
Accounts payable	1,941	2,024	2,460	2,707	1,962	Dividend yield (%)	0.00	6.23	7.58	5.70	8.40
Other current liabilities	1,336	970	1,336	1,336	1,336	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	3,277	2,993	3,796	4,042	3,297	Gross margin (%)	92.88	93.26	94.00	94.00	94.00
Long-term debt	7,237	23,001	7,237	7,237	22,572	EBITDA margin (%)	73.39	77.20	78.60	78.82	77.64
Other liabilities	34,639	21,045	38,282	40,348	0	EBIT margin (%)	87.36	91.96	82.49	68.55	98.89
<b>Total liabilities</b>	45,153	47,040	49,316	51,627	25,870	Net profit margin (%)	24.73	43.41	41.62	28.29	75.08
Paid-up capital	31,475	30,920	29,989	27,695	27,663	ROA (%)	1.15	2.65	3.16	2.31	5.24
Share premium	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.80	6.29	7.82	6.08	11.98
Reserves & others, net	2,201	2,201	2,201	2,201	2,201	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	142	156	12	-22	571	Current ratio (x)	0.99	1.26	1.18	1.18	1.45
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.95	1.20	1.15	1.15	1.42
<b>Total shareholders' equity</b>	33,819	33,277	32,202	29,875	30,435	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	78,971	80,317	81,517	81,502	56,305	Liabilities/Equity ratio (x)	1.34	1.41	1.53	1.73	0.85
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	1.95	5.35	0.70	0.54	4.83
						Net debt/equity (x)	0.15	0.60	0.10	0.10	0.59
						Int. coverage ratio (x)	1.39	1.89	2.02	1.70	4.15
						<b>Growth</b>					
						Revenue (%)	-13.35	38.90	26.44	8.39	-27.84
						EBITDA (%)	-20.95	46.10	28.74	8.69	-28.92
						Reported net profit (%)	184.27	143.81	21.23	-26.32	91.49
						Reported EPS (%)	144.92	143.81	21.23	-26.32	91.49
						Core profit (%)	-25.87	58.83	34.68	9.96	-32.77
						Core EPS (%)	-36.13	58.83	34.68	9.96	-32.77

Source: Company, KS estimates



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited (“KS”). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants (“DWs”) on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.