

ทรีสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์โกลเด็นเวนเจอร์

GVREIT

ทรีสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์
โกลเด็นเวนเจอร์Bloomberg GVREIT TB
Reuters GVREIT.BK

เผชิญความเสี่ยงในอีกหนึ่งปีข้างหน้า ภาพปี FY2568 ยังดูดี

แม้เราคาดว่า การเปิดตัว ONE Bangkok จะมีผลกระทบต่อภาระดำเนินงานในปี FY2568 ของ GVREIT ก่อนข้างจำกัด แต่เราเล็งเห็นความเสี่ยงในปี FY2569 โดยเฉพาะที่โครงการปาร์คเวนเชอร์ อย่างไรก็ดีตาม อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 11.5% ในปี FY2568 และ IRR ที่ 7.6% น่าจะช่วยจำกัด downside ของราคาหน่วยทรีสต์ ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ GVREIT โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี FY2568 อ้างอิงวิธี DDM ที่ 6.8 บาท/หน่วย (discount rate 6.2% และไม่มี terminal value) ทั้งนี้ในกลุ่ม REITs & IFFs เราชอบ LHHOTEL (ราคาเป้าหมาย 16.5 บาท) และ FTREIT (ราคาเป้าหมาย 12.5 บาท) Upside ต่อประมาณการของเรา คือ อัตราการต่อสัญญาที่โครงการปาร์คเวนเชอร์สูงกว่าที่เราคาดการณ์

สรุปผลประกอบการปี FY2567 GVREIT รายงานกำไรสุทธิปี FY2567 (ต.ค 2566-ก.ย. 2567) ที่ 458 ลบ. ลดลง 19.1% YoY GVREIT บันทึกขาดทุนพิเศษ 252 ลบ. ในปี FY2567 โดยส่วนใหญ่เป็นขาดทุนที่ยังไม่ได้เกิดขึ้นจากเงินลงทุน หากตัดรายการนี้ออกไป พบว่ากำไรปกติอยู่ที่ 709 ลบ. ลดลง 1.4% YoY กำไรปกติที่ลดลง YoY หลักๆ เป็นผลมาจากรายได้ค่าเช่าที่ลดลง โดยเฉพาะที่โครงการสาทร สแควร์ รายได้ค่าเช่าอยู่ที่ 1.1 พันลบ. ลดลง 1.7% YoY เงินปันผลปี FY2567 อยู่ที่ 0.79 บาท/หน่วย

อัปเดตผลการดำเนินงานของทรีสต์สินแต่ละโครงการ:

1) โครงการปาร์คเวนเชอร์ (อายุสัญญาคงเหลือ ~17 ปี) อัตราการเช่าพื้นที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 95.5% ในปี FY2567 ทรงตัว YoY อัตราค่าเช่าโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 1,133 บาท/ตร.ม./เดือน เพิ่มขึ้น 0.2% YoY พื้นที่เช่า 38% จะหมดสัญญาในปี FY2568 โดยเราคาดว่า GVREIT จะสามารถต่อสัญญาพื้นที่ดังกล่าวได้เพียง 66% เนื่องจากพื้นที่เช่า 26% ที่หมดสัญญานั้นมีบริษัทภายในกลุ่มเพอร์เซอรัสเป็นผู้เช่า และจะย้ายไปที่ ONE Bangkok ในเดือนธ.ค. 2568 เมื่อรวมกับอุปทานใหม่ เราจึงใช้สมมติฐานอัตราการต่อสัญญาตามหลักความระมัดระวัง ในอดีตที่ผ่านมา กองทรีสต์สามารถต่อสัญญาเช่าพื้นที่ที่สัญญากำลังจะหมดอายุได้ 90-98% อย่างไรก็ดีตาม ประเด็นนี้จะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานปี FY2568 ก่อนข้างจำกัด โดยเราคาดว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะยังอยู่ที่ 95.5% และอัตราค่าเช่าเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้น 0.3% มาอยู่ที่ 1,136 บาท สำหรับปี FY2569 เราใช้สมมติฐานว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะลดลงมาอยู่ที่ 83% เพื่อสะท้อนความกังวลของเรา

2) โครงการสาทร สแควร์ (อายุสัญญาคงเหลือ ~16 ปี) อัตราการเช่าพื้นที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 87% ในปี FY2567 ลดลงจาก 90.8% ในปี FY2566 หลักๆ เป็นผลมาจากการแข่งขันในตลาดอาคารสำนักงาน อัตราค่าเช่าอยู่ที่ 900 บาท/ตร.ม./เดือน เพิ่มขึ้น 1.5% YoY พื้นที่เช่า 28% จะหมดสัญญาในปี FY2568 เราใช้สมมติฐานว่ากองทรีสต์สามารถต่อสัญญาเช่าพื้นที่ที่สัญญากำลังจะหมดอายุได้ 87% ตามค่าเฉลี่ยในอดีต ดังนั้นเราคาดว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะยังอยู่ที่ 87% ในปี FY2568 แต่จะลดลงสู่ 83% ในปี FY2569 เพื่อสะท้อนอัตราการต่อสัญญาที่ 87% ในปี FY2568 โครงการสาทร สแควร์ ต่างจากโครงการปาร์คเวนเชอร์ ตรงที่ไม่มีปัญหาเกี่ยวกับบริษัทในกลุ่มเพอร์เซอรัสจะย้ายไปที่ ONE Bangkok สำหรับอัตราค่าเช่า เราคาดว่าเพิ่มขึ้น 0.9% มาอยู่ที่ 908 บาท ในปี FY2568

ค่าจ่ายเงินปันผลอัตราคงที่ในปี FY2568 แต่จะลดลงในปี FY2569 เนื่องจากการที่ผู้เช่ารายใหญ่ ย้ายออกไปยัง ONE Bangkok จะส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญในปี FY2569 ดังนั้นเราจึงคาดว่า GVREIT จะยังคงจ่ายเงินปันผลที่ 0.79 บาท/หน่วย ในปี FY2568 ก่อนที่จะปรับลดลงมาอยู่ที่ 0.72 บาท/หน่วย ในปี FY2569

ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล Bond yield ที่สูงขึ้นจะทำให้ yield spread แคบลง ซึ่งเป็นปัจจัยลบต่อกลุ่ม REIT นอกจากนี้พื้นที่อาคารสำนักงานใหม่จาก ONE Bangkok จะสร้างแรงกดดันต่ออัตราการต่อสัญญาของทั้งสองโครงการ ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ ความปลอดภัยทางกายภาพของผู้เช่า

Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	FY2022	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Revenue	(Btmn)	1,153	1,134	1,155	1,084	1,104
EBITDA	(Btmn)	817	800	797	740	754
Core profit	(Btmn)	719	709	709	652	667
Reported profit	(Btmn)	566	458	709	652	667
Core EPS	(Bt)	0.88	0.87	0.87	0.80	0.82
DPS	(Bt)	0.79	0.79	0.79	0.72	0.74
P/E, core	(x)	7.8	7.9	7.9	8.6	8.4
EPS growth, core	(%)	(2.4)	(1.4)	(0.1)	(8.0)	2.3
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	8.0	8.0	8.1	7.4	7.5
Dividend yield	(%)	11.5	11.6	11.5	10.5	10.7
EV/EBITDA	(x)	12.3	12.0	15.3	12.5	12.7

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL

(3-month)

Stock data	
Last close (Dec 6) (Bt)	6.85
Target price (Bt)	6.80
Mkt cap (Btbn)	5.58
12-m high / low (Bt)	7.2 / 5
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.11
Foreign limit / actual (%)	100 / 0
Free float (%)	76.3
Outstanding Short Position (%)	

Share price performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	6.2	12.3	19.1
Relative to SET	7.5	10.4	13.1

INVX core earnings vs consensus		
Earnings vs consensus	FY24F	FY25F
Consensus (Bt mn)	n.a.	n.a.
INVX vs Consensus (%)	n.a.	n.a.

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 1QFY25 core earnings	Flat	Up

2023 Sustainability/2023 ESG Score	
SET ESG Ratings	n.a.

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score Rank	n.a.	n.a.
Environmental Score Rank	n.a.	n.a.
Social Score Rank	n.a.	n.a.
Governance Score Rank	n.a.	n.a.

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

กิตติส พงศ์ภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

GVREIT ได้เข้าลงทุนในสิทธิการเช่าอาคารสำนักงานเกรด A ในกรุงเทพฯ ได้แก่ โครงการปาร์คเวนเชอร์ ฮิลล์ และโครงการสาทร สแควร์ โดยมีอายุเฉลี่ย 17 ปี จุดเด่นที่สำคัญของกองทรัสต์ คือ ทั้งโครงการปาร์คเวนเชอร์ และโครงการสาทร สแควร์ ตั้งอยู่ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) ของกรุงเทพฯ นอกจากนี้อาคารแต่ละแห่งยังเชื่อมต่อกับสถานีรถไฟฟ้า BTS ด้วย ท่าอากาศยานที่ติดทำให้อัตราการเช่าพื้นที่โครงการปาร์คเวนเชอร์ อยู่ที่ 95.5% และโครงการสาทร สแควร์ อยู่ที่ 87% ในปี FY2567

แนวโน้มธุรกิจ

แนวโน้มธุรกิจอาคารสำนักงานในระยะสั้นเริ่มมีเสถียรภาพหลังจากช่วงเวลาแห่งการทำงานที่บ้านหรือลดขนาดพื้นที่เช่าสำหรับบางบริษัทผ่านพ้นไปแล้ว เนื่องจากเราพบว่าอัตราการเช่าพื้นที่ของทั้งสองโครงการอยู่ในระดับทรงตัวในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา และ GVREIT ยังสามารถขึ้นอัตราค่าเช่าทั้งสองโครงการได้ด้วย อย่างไรก็ตาม แนวโน้มระยะกลางยังมีความท้าทายจากการมีพื้นที่อาคารสำนักงานใหม่ของโครงการ ONE Bangkok เข้ามาใน 2H67 พื้นที่ให้เช่าของโครงการนี้คาดว่าจะคิดเป็นสัดส่วน -5% ของอุปทานสำนักงานเกรด A

Bullish views	Bearish views
1. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและ IRR น่าสนใจ	1. ความเสี่ยง downside จากอุปทานใหม่ที่กำลังจะเข้ามา
2. downside จำกัด เนื่องจากอัตราผลตอบแทนปันผลผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มค่าเช่าระยะสั้น	โมเมนตัมค่าเช่า 1QFY68	ดีขึ้น QoQ แต่ทรงตัว YoY	ดีขึ้น QoQ จากค่าซ่อมบำรุงที่ลดลง ในขณะที่ YoY น่าจะทรงตัว เนื่องจากเรายังไม่เห็นสัญญาณว่าผู้เช่ารายใหญ่จะย้ายออกใน 1QFY68
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี FY2568	ผลกระทบของ ONE Bangkok	ลบ	เราคาดว่าผลกระทบต่อการดำเนินงานปี FY2568 จะมีจำกัด แต่จะส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญในปี FY2569

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในอัตราการเช่าพื้นที่ในปี FY2568	1.2%	0.01 บาท/หน่วย

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เนื่องจากโครงการปาร์ควอเตอร์ ได้รับการรับรองมาตรฐาน LEED ระดับแพลตตินัม ซึ่งเป็นหนึ่งในโปรแกรมการรับรองอาคาร "สีเขียว" ชั้นนำของโลก และโครงการสาทรสแควร์ได้รับการรับรองมาตรฐาน LEED ระดับทอง เราเชื่อว่ากองทรัสต์ไม่มีประเด็นด้าน ESG ที่มีนัยสำคัญ

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	n.a.
Rank in Sector	n.a.

CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
GVREIT	-	No	No

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- เลือกใช้วัสดุที่คำนึงถึงการประหยัดพลังงานและจ่ายต่อการบำรุงรักษาในระยะยาว รวมถึงการเพิ่มสิ่งอำนวยความสะดวกที่เป็นพื้นฐาน การเลือกใช้วัสดุทดแทนเพื่อหลีกเลี่ยงการใช้วัสดุจากธรรมชาติ ซึ่งเป็นการทำลายสิ่งแวดล้อมโดยรวม
- รณรงค์กระบวนการรีไซเคิล การลดการใช้พลังงานไฟฟ้าภายในอาคารและการเพิ่มพื้นที่สีเขียว ตลอดจนส่งเสริมให้มีการอบรมให้ความรู้แก่พนักงานในเรื่องสิ่งแวดล้อม ความปลอดภัย และสาธารณสุข สนับสนุนการดำเนินงานด้านการดูแลรักษา และปรับปรุงสภาพแวดล้อมให้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ในด้านการคุ้มครองสิทธิมนุษยชน กำหนดให้การเคารพสิทธิมนุษยชนเป็นรากฐานของการพัฒนาทรัพยากรบุคคล จึงสนับสนุนและเคารพในเรื่องที่จะไม่ให้องค์กรลดลดจนพนักงานเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการล่วงละเมิดสิทธิมนุษยชน โดยตั้งมั่นอยู่บนหลักของเสรีภาพ เสมอภาค และสันติภาพ ให้เกียรติซึ่งกันและกัน ปฏิบัติต่อกันอย่างเท่าเทียม คัดเลือกพนักงานเข้าปฏิบัติงานโดยไม่จำกัดเชื้อชาติ ศาสนา การศึกษา สถานะทางสังคม เพศ หรือเรื่องอื่นใด
- กองทรัสต์มีความมุ่งมั่นที่จะยกระดับมาตรฐานแรงงานรวมทั้งคุณภาพชีวิตของพนักงานให้มีภาวะแวดล้อมในการทำงานที่ดีขึ้น มีความปลอดภัย ไม่เป็นอันตรายต่อสุขภาพ

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- บริษัท เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ คอมเมอร์เชียล แอสเสท แมเนจเม้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด ในฐานะผู้จัดการกองทรัสต์ จัดให้มีกระบวนการและกำหนดหน้าที่ในการปฏิบัติงานอย่างชัดเจนและโปร่งใส โดยอยู่ภายใต้กรอบของกฎหมาย หลักจริยธรรม และแนวทางการกำกับดูแลที่ดี
- ผู้ที่มีหน้าที่ดูแลเรื่องการเงินหรือตำแหน่งงานที่เกี่ยวเนื่องกับการได้ผลประโยชน์ต้องได้รับการพิจารณาคัดเลือกเป็นพิเศษ

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	—	—
Environment Financial Materiality Score	—	—
Social Financial Materiality Score	—	—
Governance Financial Materiality Score	—	—

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Total revenue	(Btmn)	1,179	1,113	1,131	1,153	1,134	1,155	1,084	1,104
Cost of goods sold	(Btmn)	(191)	(116)	(138)	(193)	(184)	(203)	(198)	(200)
Gross profit	(Btmn)	988	997	993	960	949	952	886	903
SG&A	(Btmn)	(198)	(180)	(155)	(143)	(149)	(156)	(146)	(149)
Other income	(Btmn)	5	9	4	8	12	12	12	12
Interest expense	(Btmn)	(73)	(108)	(105)	(105)	(103)	(100)	(100)	(100)
Pre-tax profit	(Btmn)	721	718	737	719	709	709	652	667
Corporate tax	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	721	718	737	719	709	709	652	667
Extra-ordinary items	(Btmn)	26	(13)	(94)	(154)	(252)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	747	705	643	566	458	709	652	667
EBITDA	(Btmn)	790	817	838	817	800	797	740	754
Core EPS	(Btmn)	0.89	0.88	0.90	0.88	0.87	0.87	0.80	0.82
Net EPS	(Bt)	0.92	0.87	0.79	0.69	0.56	0.87	0.80	0.82
DPS	(Bt)	0.80	0.77	0.78	0.79	0.79	0.79	0.72	0.74

Balance Sheet

FY September 30	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Total current assets	(Btmn)	71	77	52	227	96	205	212	219
Total fixed assets	(Btmn)	11,258	12,118	12,155	11,876	11,786	11,886	11,992	12,097
Total assets	(Btmn)	11,348	12,200	12,213	12,111	11,891	12,100	12,213	12,325
Total loans	(Btmn)	1,998	1,998	1,998	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999
Total current liabilities	(Btmn)	71	77	52	227	96	205	212	219
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,998	1,998	1,998	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999
Total liabilities	(Btmn)	2,419	3,210	3,203	3,176	3,136	3,281	3,329	3,374
Paid-up capital	(Btmn)	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046
Total equity	(Btmn)	8,930	8,990	9,010	8,936	8,755	8,819	8,884	8,951
BVPS	(Bt)	10.96	11.03	11.06	10.97	10.74	10.82	10.90	10.99

Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Core Profit	(Btmn)	721	718	737	719	709	709	652	667
Depreciation and amortization	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating cash flow	(Btmn)	714	1,521	739	686	670	855	700	711
Investing cash flow	(Btmn)	(72)	(873)	(132)	123	(175)	(100)	(106)	(105)
Financing cash flow	(Btmn)	(657)	(630)	(622)	(640)	(625)	(645)	(587)	(599)
Net cash flow	(Btmn)	(16)	18	(15)	169	(131)	110	7	7

Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Gross margin	(%)	83.8	89.6	87.8	83.3	83.7	82.5	81.8	81.8
Operating margin	(%)	67.0	73.4	74.1	70.8	70.6	69.0	68.3	68.3
EBITDA margin	(%)	67.0	73.4	74.1	70.8	70.6	69.0	68.3	68.3
EBIT margin	(%)	67.0	73.4	74.1	70.8	70.6	69.0	68.3	68.3
Net profit margin	(%)	63.4	63.4	56.8	49.1	40.4	61.3	60.2	60.4
ROE	(%)	8.1	8.0	8.2	8.0	8.0	8.1	7.4	7.5
ROA	(%)	6.4	6.1	6.0	5.9	5.9	5.9	5.4	5.4
Net D/E	(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(x)	10.8	7.6	8.0	7.8	7.7	8.0	7.4	7.5
Debt service coverage	(x)	10.8	7.6	8.0	7.8	7.7	8.0	7.4	7.5
Payout Ratio	(%)	87.1	88.7	98.8	113.1	141.0	91.0	90.0	90.0

Main Assumptions

FY September 30	Unit	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Rental and service income	(Btmn)	1,179	1,113	1,131	1,153	1,134	1,155	1,084	1,104
Occupancy rate for Park Ventures	(%)	98.0	96.0	96.0	95.5	95.5	95.5	83.0	84.0
Average rental rate for Park Ventures	(Bt/sqm/mth)	1,091.3	1,105.8	1,125.8	1,131.5	1,133.3	1,136.6	1,140.1	1,143.5
Occupancy rate for Sathorn Square	(%)	98.0	93.0	90.0	90.8	87.0	87.0	83.0	84.0
Average rental rate for Sathorn Square	(Bt/sqm/mth)	865.5	876.5	884.0	887.0	899.8	900.6	901.4	902.2

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Total revenue	(Btmn)	290	289	289	285	285	281	284	284
Cost of goods sold	(Btmn)	(44)	(47)	(49)	(53)	(43)	(44)	(44)	(53)
Gross profit	(Btmn)	246	242	240	233	242	237	240	230
SG&A	(Btmn)	(37)	(35)	(34)	(37)	(36)	(38)	(36)	(39)
Other income	(Btmn)	1	1	7	(1)	9	1	2	0
Interest expense	(Btmn)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)	(26)
Pre-tax profit	(Btmn)	184	181	187	168	188	175	181	166
Corporate tax	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	184	181	187	168	188	175	181	166
Extra-ordinary items	(Btmn)	13	12	11	(190)	10	4	(13)	(253)
Net Profit	(Btmn)	197	193	198	(22)	198	179	168	(87)
EBITDA	(Btmn)	209	207	206	195	206	199	204	191
Core EPS	(Btmn)	0.23	0.22	0.23	0.21	0.23	0.21	0.22	0.20
Net EPS	(Bt)	0.24	0.24	0.24	(0.03)	0.24	0.22	0.21	(0.11)

Balance Sheet

FY September 30	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Total current assets	(Btmn)	206	257	275	227	115	90	109	96
Total fixed assets	(Btmn)	12,032	12,045	12,057	11,876	12,002	12,051	12,051	11,786
Total assets	(Btmn)	12,246	12,311	12,340	12,111	12,126	12,152	12,168	11,891
Total loans	(Btmn)	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999
Total current liabilities	(Btmn)	386	415	393	405	377	388	386	409
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999	1,999
Total liabilities	(Btmn)	3,195	3,228	3,219	3,176	3,148	3,162	3,166	3,136
Paid-up capital	(Btmn)	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046
Total equity	(Btmn)	9,051	9,082	9,122	8,936	8,978	8,990	9,002	8,755
BVPS	(Bt)	11.11	11.15	11.19	10.97	11.02	11.03	11.05	10.74

Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Core Profit	(Btmn)	184	181	187	168	188	175	181	166
Depreciation and amortization	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating cash flow	(Btmn)	193	238	180	204	181	216	199	209
Investing cash flow	(Btmn)	134	(3)	1	(9)	(118)	(49)	(13)	5
Financing cash flow	(Btmn)	(178)	(180)	(168)	(243)	(178)	(185)	(169)	(228)
Net cash flow	(Btmn)	149	55	12	(47)	(115)	(18)	17	(15)

Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Gross margin	(%)	84.7	83.8	83.0	81.5	84.9	84.4	84.5	81.2
Operating margin	(%)	72.1	71.5	71.2	68.5	72.2	70.9	71.9	67.4
EBITDA margin	(%)	72.1	71.5	71.2	68.5	72.2	70.9	71.9	67.4
EBIT margin	(%)	72.1	71.5	71.2	68.5	72.2	70.9	71.9	67.4
Net profit margin	(%)	67.8	66.8	68.5	(7.6)	69.6	63.7	59.0	(30.7)
ROE	(%)	8.1	8.0	8.2	7.5	8.4	7.7	8.0	7.5
ROA	(%)	6.0	5.9	6.1	5.5	6.2	5.7	5.9	5.5
Net D/E	(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(x)	7.9	8.0	7.9	7.4	7.9	7.7	8.0	7.4
Debt service coverage	(x)	7.9	8.0	7.9	7.4	7.9	7.7	8.0	7.4

Key Statistics

FY September 30	Unit	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
Rental and service income	(Btmn)	290	289	289	285	285	281	284	284
Occupancy rate for Park Ventures	(%)	96.0	96.0	95.0	95.0	94.0	95.0	96.0	97.0
Average rental rate for Park Ventures	(Bt/sqm/mth)	1,134.0	1,134.0	1,129.0	1,129.0	1,130.0	1,132.0	1,134.0	1,137.0
Occupancy rate for Sathorn Square	(%)	91.0	91.0	91.0	90.0	88.0	86.0	87.0	87.0
Average rental rate for Sathorn Square	(Bt/sqm/mth)	886.0	886.0	887.0	889.0	897.0	899.0	901.0	902.0

Figure 1: 4QFY24 results review

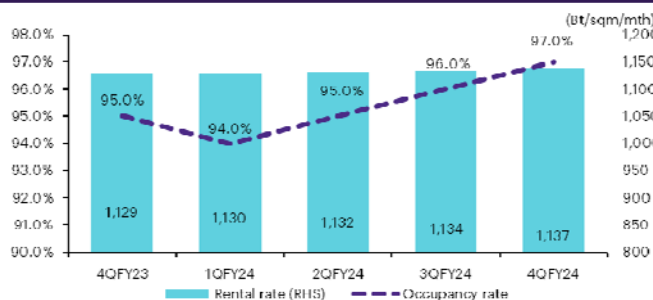
Unit: Btmn	4QFY23	3QFY24	4QFY24	QoQ	YoY
Rental and service income	285	289	285	-1%	0%
Cost of rental and services	(45)	(49)	(53)	8%	18%
Gross profit	240	240	233	-3%	-3%
SG&A	(35)	(34)	(37)	8%	6%
Operating profit	205	206	195	-5%	-5%
Other income	1	7	(1)	na.	na.
EBIT	206	213	194	-9%	-6%
Interest expense	(26)	(26)	(26)	1%	0%
EBT	179	187	168	-10%	-6%
Tax expense	0	0	0	na.	na.
Core profit	179	187	168	-10%	-6%
Extra items	(120)	11	(190)	na.	na.
Net profit	59	198	(22)	na.	na.
EPS (Bt/sh.)	0.07	0.24	(0.03)	na.	na.

Ratio analysis

Gross margin (%)	84	83	81
Operating margin (%)	72	71	68
Net margin (%)	21	69	(8)

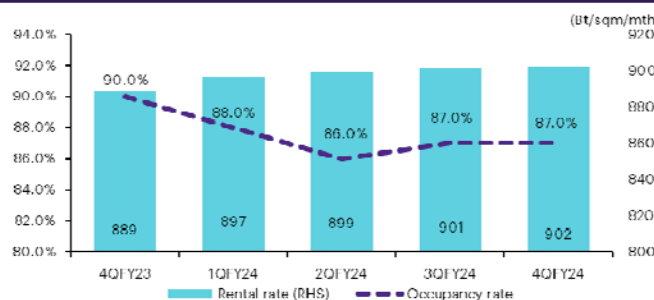
Source: InnovestX Research, GVREIT

Figure 2: Performance at Park Ventures



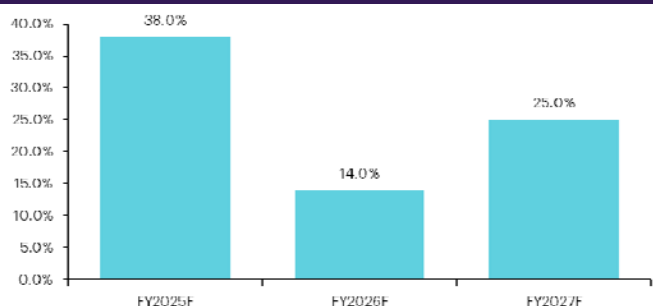
Source: InnovestX Research, GVREIT

Figure 3: ...and Sathorn Square



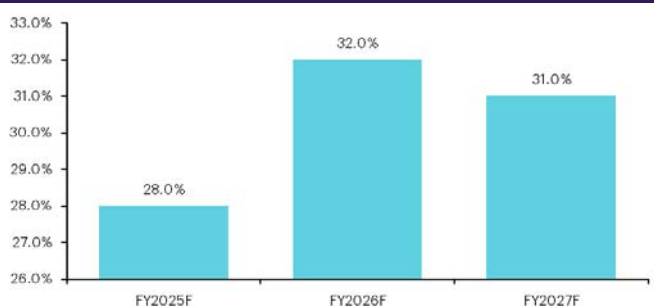
Source: InnovestX Research, GVREIT

Figure 4: Expiry profile at Park Ventures



Source: InnovestX Research, GVREIT

Figure 5: ...and at Sathorn Square



Source: InnovestX Research, GVREIT

Figure 6: Valuation summary (price as of Dec 6, 2024)

		Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
			(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
3BBIF	Neutral	5.70	7.00	35.0	5.5	7.4	7.3	(9)	(26)	2	0.6	0.6	0.6	10	9	9	13.7	12.2	11.3	6.4	8.3	8.0	
BTSGIF	Neutral	3.00	3.90	53.1	3.7	4.3	3.4	37	(13)	26	0.6	0.7	0.8	13	14	22	26.5	23.1	29.2	3.7	4.3	3.4	
DIF	Outperform	8.90	10.50	28.0	8.0	8.1	7.9	(4)	(2)	3	0.6	0.5	0.5	7	7	7	10.5	10.1	10.1	8.5	8.3	7.9	
FTREIT	Outperform	10.50	12.50	26.2	12.9	13.4	12.6	(1)	(4)	6	1.0	1.0	1.0	7	7	8	7.1	7.1	7.3	16.2	15.8	15.1	
GVREIT	Neutral	6.85	6.80	10.8	7.8	7.9	7.9	(2)	(1)	(0)	0.6	0.6	0.6	8	8	8	11.5	11.6	11.5	9.0	9.4	9.3	
LHHOTEL	Outperform	13.40	16.50	32.4	8.5	8.5	8.4	104	0	1	1.1	1.1	1.1	10	13	13	8.6	9.3	9.4	19.7	11.3	11.2	
Average					7.7	8.3	7.9	21	(8)	6	0.8	0.8	0.8	9	10	11	13.0	12.2	13.1	10.6	9.6	9.1	

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัทฯ”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ก็เกี่ยวข้องกันธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรรณเพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย กฎระเบียบ ราคาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาข้อมูลของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

