

# กรีตเพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์ใกล้เคียงลอนดอน

กรีตเพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่า  
อสังหาริมทรัพย์ใกล้เคียงลอนดอน

## GVREIT

Bloomberg GVREIT TB  
Reuters GVREIT.BK



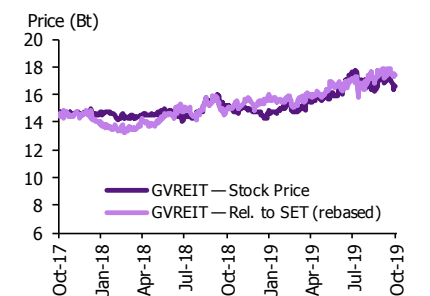
## NEUTRAL

### Stock data

Last close (Oct 11) (Bt)	16.90
12-m target price (Bt)	16.00
Upside (Downside) to TP (%)	(5.33)
Mkt cap (Btbn)	13.77
Mkt cap (US\$m)	453

Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	2.94
Shares issued (mn)	815
Par value (Bt)	9.875
12-m high / low (Bt)	17.7 / 14.2
Avg. daily 6m (US\$m)	0.14
Dividend policy (%)	≥ 90

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.2)	(4.5)	12.7
Relative to SET	0.9	1.7	17.5

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	16.00
12-month dividend	(Bt)	0.83
Capital gain	(%)	(5.33)
Dividend yield	(%)	4.92
Total return	(%)	(0.41)

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดทิภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitpat@scb.co.th

## สิ่งดีๆ มีราคาที่ต้องจ่าย

เราชอบ GVREIT เพราะทรัพย์สินมีคุณภาพดี ตั้งอยู่ในทำเลชั้นเยี่ยม นอกจากนี้กองทรัสต์ยังจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกด้วย และเราเชื่อว่าการเพิ่มขึ้นของอุปทานสำนักงานเกรด A ในช่วงปี 2564-2565 น่าจะมีผลกระทบเชิงจำกัดเนื่องด้วยโครงการที่กองทรัสต์เข้าไปลงทุนอยู่ในทำเลที่ดี อย่างไรก็ตาม IRR ของกองทรัสต์ที่ 4.3% ใกล้เคียงกับ cost of equity ทำให้ upside ค่อนข้างที่จะจำกัด บวกกับแผนการอัดฉีดทรัพย์สินใหม่ยังต้องรอความชัดเจน เราเริ่มต้นการวิเคราะห์ GVREIT ด้วยคำแนะนำ "Neutral" โดยมีราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DDM ที่ 16.0 บาท

ทรัพย์สินคุณภาพดี GVREIT ได้เข้าลงทุนในสิทธิการเช่าอาคารสำนักงานเกรด A ในกรุงเทพฯ ได้แก่ โครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ อายุเฉลี่ยของกองทรัสต์อยู่ที่ 21 ปี จุดแข็งที่สำคัญของกองทรัสต์ คือ ทั้งโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ ตั้งอยู่ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) ของกรุงเทพฯ นอกจากนี้อาคารแต่ละแห่งยังเชื่อมต่อกับสถานีรถไฟฟ้า BTS ด้วย ส่งผลทำให้อัตราการเช่าพื้นที่ในสองอาคารนี้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม อัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยของโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ ในปี 2561 อยู่ที่ 99% และ 97% ตามลำดับ เทียบกับอัตราการเช่าพื้นที่ 92-94% สำหรับอาคารสำนักงานเกรด A ในย่าน CBD ในระหว่างปี 2560-2561

มองผลกระทบจำกัดสำหรับประเด็นเรื่องอุปทานที่กำลังจะเข้าสู่ตลาด ข้อมูลจาก CBRE ระบุว่าอาคารสำนักงาน 36 แห่งในกรุงเทพฯ มีกำหนดก่อสร้างเสร็จในระหว่างปี 2562-2565 ซึ่งจะทำให้พื้นที่อาคารสำนักงานเข้าสู่ตลาดเพิ่มอีก 1.13 ล้านตร.ม. (13% ของสต็อกทั้งหมด) โดยพื้นที่ 653,600 ตร.ม. จะเป็นพื้นที่อาคารสำนักงานเกรด A ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) เรามีความกังวลเกี่ยวกับภาพรวมอุปทานและอุปสงค์ในระหว่างปี 2564-2565 เนื่องจากเป็นช่วงที่จะมีอุปทานอาคารสำนักงานใหม่จำนวนมากเข้าสู่ตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการ One Bangkok แต่เราเชื่อว่าอุปทานที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกองทรัสต์ในระยะสั้นและจำกัด เพราะโครงการของกองทรัสต์ตั้งอยู่ในทำเลที่ดี

ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี เราคาดว่า GVREIT จะจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นที่ 0.85 บาท/หน่วย (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.0%) ในปี FY2563, 0.87 บาท/หน่วย (5.1%) ในปี FY2564 และ 0.89 บาท/หน่วย (5.3%) ในปี FY2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นและอัตราการเช่าพื้นที่ระดับสูงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม IRR ของกองทรัสต์ดูดีที่ 4.3% ใกล้เคียงกับ cost of equity ที่ 4.7% ดังนั้นเราเชื่อว่าราคาหน่วยทรัสต์น่าจะมี upside จำกัด

รอดความชัดเจนเรื่อง Upside จากการอัดฉีดทรัพย์สินเพิ่มเติมในอนาคต เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ GVREIT คือ GOLD ซึ่งอยู่ภายใต้บริษัท เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ โฮลดิ้งส์ ดังนั้นเราจึงมองว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่จะมีการอัดฉีดทรัพย์สินใหม่เข้ากองทรัสต์ โดยเฉพาะโครงการ FYI Center และโครงการ The PARQ (อยู่ระหว่างการก่อสร้าง) อย่างไรก็ตามมูลค่าทรัพย์สินและกำหนดเวลาที่ยังไม่มีความชัดเจน ดังนั้นเรายังไม่ได้รวมเอาทรัพย์สินใหม่เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา

แนะนำ "Neutral" ราคาเป้าหมาย 16.0 บาท เราใช้วิธีคิดลดเงินปันผล (dividend discount model) ในการประเมินมูลค่า GVREIT สมมติฐาน discount rate ที่ 4.7% และไม่มี terminal value เราแนะนำให้นักลงทุนถือ GVREIT เพื่อรอรับผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ คือ อุปทานอาคารสำนักงานที่กำลังจะเข้าสู่ตลาด และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

### Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Revenue	(Btmn)	1,082	1,135	1,210	1,252	1,257
EBITDA	(Btmn)	761	790	813	831	848
Core profit	(Btmn)	699	740	753	769	788
Reported profit	(Btmn)	647	1,059	625	681	659
Core EPS	(Bt)	0.86	0.91	0.92	0.94	0.97
DPS	(Bt)	0.74	0.82	0.83	0.85	0.87
P/E, core	(x)	19.7	18.6	18.3	17.9	17.5
EPS growth, core	(%)	107.9	5.8	1.7	2.2	2.4
P/BV, core	(x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
ROE	(%)	8.5	8.8	8.7	9.0	9.2
Dividend yield	(%)	4.4	4.9	4.9	5.0	5.1
FCF yield	(%)	5.2	5.8	5.4	5.7	5.7
EV/EBIT	(x)	20.5	19.9	19.2	18.8	18.4
EBIT growth, core	(%)	106.5	3.7	3.0	2.1	2.1
EV/CE	(x)	109.5	150.0	189.3	305.5	426.7
ROCE	(%)	533.2	755.3	983.2	1,624.2	2,320.0
EV/EBITDA	(x)	20.5	19.9	19.2	18.8	18.4
EBITDA growth	(%)	106.5	3.7	3.0	2.1	2.1

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Total revenue	(Btmn)	na.	na.	534	1,082	1,135	1,210	1,252	1,257
Cost of goods sold	(Btmn)	na.	na.	(102)	(195)	(198)	(199)	(204)	(207)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>432</b>	<b>887</b>	<b>936</b>	<b>1,011</b>	<b>1,048</b>	<b>1,050</b>
SG&A	(Btmn)	na.	na.	(63)	(126)	(147)	(197)	(218)	(202)
Other income	(Btmn)	na.	na.	6	11	9	12	11	12
Interest expense	(Btmn)	na.	na.	(38)	(74)	(59)	(73)	(73)	(73)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>336</b>	<b>699</b>	<b>740</b>	<b>753</b>	<b>769</b>	<b>788</b>
Corporate tax	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	0	0
Equity a/c profits	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>336</b>	<b>699</b>	<b>740</b>	<b>753</b>	<b>769</b>	<b>788</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	na.	na.	(92)	(52)	319	(128)	(88)	(129)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>244</b>	<b>647</b>	<b>1,059</b>	<b>625</b>	<b>681</b>	<b>659</b>
EBITDA	(Btmn)	na.	na.	369	761	790	813	831	848
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>0.41</b>	<b>0.86</b>	<b>0.91</b>	<b>0.92</b>	<b>0.94</b>	<b>0.97</b>
Net EPS	(Bt)	na.	na.	0.30	0.79	1.30	0.77	0.84	0.81
DPS	(Bt)	na.	na.	0.22	0.74	0.82	0.83	0.85	0.87

### Balance Sheet

FY September 30	Unit	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Total current assets	(Btmn)	na.	na.	127	155	106	134	162	181
Total fixed assets	(Btmn)	na.	na.	10,064	10,277	10,840	10,794	10,800	10,745
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>10,538</b>	<b>10,562</b>	<b>11,041</b>	<b>10,994</b>	<b>10,998</b>	<b>10,949</b>
Total loans	(Btmn)	na.	na.	2,000	2,000	1,998	1,998	1,998	1,998
Total current liabilities	(Btmn)	na.	na.	127	155	106	134	162	181
Total long-term liabilities	(Btmn)	na.	na.	2,000	2,000	1,998	1,998	1,998	1,998
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>2,314</b>	<b>2,346</b>	<b>2,393</b>	<b>2,398</b>	<b>2,414</b>	<b>2,414</b>
Paid-up capital	(Btmn)	na.	na.	8,148	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>8,224</b>	<b>8,216</b>	<b>8,648</b>	<b>8,596</b>	<b>8,584</b>	<b>8,534</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>10.09</b>	<b>10.08</b>	<b>10.61</b>	<b>10.55</b>	<b>10.54</b>	<b>10.47</b>

### Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Core Profit	(Btmn)	na.	na.	336	699	740	753	769	788
Depreciation and amortization	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	0	0
Operating cash flow	(Btmn)	na.	na.	637	717	795	750	786	789
Investing cash flow	(Btmn)	na.	na.	(10,503)	(43)	(209)	(52)	(64)	(60)
Financing cash flow	(Btmn)	na.	na.	9,980	(653)	(629)	(677)	(692)	(709)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>114</b>	<b>21</b>	<b>(44)</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>20</b>

### Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Gross margin	(%)	na.	na.	81.0	82.0	82.5	83.5	83.7	83.5
Operating margin	(%)	na.	na.	69.1	70.4	69.6	67.2	66.3	67.5
EBITDA margin	(%)	na.	na.	69.1	70.4	69.6	67.2	66.3	67.5
EBIT margin	(%)	na.	na.	69.1	70.4	69.6	67.2	66.3	67.5
Net profit margin	(%)	na.	na.	45.8	59.9	93.3	51.6	54.4	52.4
ROE	(%)	na.	na.	8.2	8.5	8.8	8.7	9.0	9.2
ROA	(%)	na.	na.	6.4	6.6	6.8	6.8	7.0	7.2
Net D/E	(%)	na.	na.	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(%)	na.	na.	9.6	10.3	13.4	11.2	11.5	11.7
Debt service coverage	(%)	na.	na.	9.6	10.3	13.4	11.2	11.5	11.7
Payout Ratio	(%)	na.	na.	72.8	93.3	63.1	90.0	90.0	90.0

### Main Assumptions

FY September 30	Unit	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
Rental and service income	(Btmn)	na.	na.	534	1,082	1,135	1,210	1,252	1,257
Occupancy rate for Park Ventures	(%)	na.	na.	99.0	99.0	99.0	100.0	100.0	97.0
Average rental rate for Park Ventures	(Bt/sqm/mth)	na.	na.	957.0	966.0	1,018.0	1,069.0	1,106.4	1,145.1
Occupancy rate for Sathorn Square	(%)	na.	na.	95.0	96.0	97.0	99.0	99.0	96.0
Average rental rate for Sathorn Square	(Bt/sqm/mth)	na.	na.	764.0	778.0	819.0	850.0	879.8	910.5

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19
Total revenue	(Btmn)	273	276	279	289	291	297	300	302
Cost of goods sold	(Btmn)	(49)	(49)	(49)	(50)	(51)	(51)	(49)	(51)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>223</b>	<b>227</b>	<b>230</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>246</b>	<b>251</b>	<b>251</b>
SG&A	(Btmn)	(32)	(33)	(32)	(41)	(41)	(41)	(42)	(49)
Other income	(Btmn)	3	1	4	2	3	1	1	1
Interest expense	(Btmn)	(19)	(19)	(18)	(4)	(19)	(18)	(18)	(18)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>176</b>	<b>176</b>	<b>184</b>	<b>197</b>	<b>183</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>186</b>
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
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>176</b>	<b>176</b>	<b>184</b>	<b>197</b>	<b>183</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>186</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(56)	2	2	2	313	3	5	3
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>121</b>	<b>179</b>	<b>186</b>	<b>199</b>	<b>496</b>	<b>191</b>	<b>197</b>	<b>189</b>
EBITDA	(Btmn)	192	194	198	199	199	205	209	202
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.22</b>	<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.22</b>	<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.23</b>
Net EPS	(Bt)	0.15	0.22	0.23	0.24	0.61	0.23	0.24	0.23

### Balance Sheet

FY September 30	Unit	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19
Total current assets	(Btmn)	155	114	168	142	106	147	153	111
Total fixed assets	(Btmn)	10,277	10,400	10,402	10,477	10,840	10,826	10,891	10,968
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>10,562</b>	<b>10,621</b>	<b>10,665</b>	<b>10,704</b>	<b>11,041</b>	<b>11,049</b>	<b>11,108</b>	<b>11,135</b>
Total loans	(Btmn)	2,000	2,000	2,000	1,999	1,998	1,998	1,998	1,997
Total current liabilities	(Btmn)	337	343	365	375	384	371	406	415
Total long-term liabilities	(Btmn)	2,000	2,000	2,000	1,999	1,998	1,998	1,998	1,997
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,346</b>	<b>2,352</b>	<b>2,374</b>	<b>2,385</b>	<b>2,393</b>	<b>2,378</b>	<b>2,410</b>	<b>2,426</b>
Paid-up capital	(Btmn)	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046	8,046
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,216</b>	<b>8,268</b>	<b>8,290</b>	<b>8,319</b>	<b>8,648</b>	<b>8,671</b>	<b>8,698</b>	<b>8,709</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>10.08</b>	<b>10.15</b>	<b>10.17</b>	<b>10.21</b>	<b>10.61</b>	<b>10.64</b>	<b>10.67</b>	<b>10.69</b>

### Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19
Core Profit	(Btmn)	176	176	184	197	183	188	192	186
Depreciation and amortization	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating cash flow	(Btmn)	118	130	159	161	146	117	177	151
Investing cash flow	(Btmn)	(14)	(98)	13	(64)	(60)	33	(51)	(68)
Financing cash flow	(Btmn)	(112)	(77)	(115)	(121)	(117)	(114)	(117)	(126)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(8)</b>	<b>(45)</b>	<b>57</b>	<b>(25)</b>	<b>(31)</b>	<b>35</b>	<b>9</b>	<b>(43)</b>

### Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19
Gross margin	(%)	81.9	82.2	82.6	82.8	82.4	82.9	83.5	83.1
Operating margin	(%)	70.3	70.2	71.0	68.8	68.3	69.1	69.7	66.9
EBITDA margin	(%)	70.3	70.2	71.0	68.8	68.3	69.1	69.7	66.9
EBIT margin	(%)	70.3	70.2	71.0	68.8	68.3	69.1	69.7	66.9
Net profit margin	(%)	44.3	64.9	66.6	68.7	170.5	64.4	65.7	62.4
ROE	(%)	8.6	8.6	8.9	9.5	8.7	8.9	9.1	8.7
ROA	(%)	6.7	6.7	6.9	7.4	6.8	7.0	7.1	6.8
Net D/E	(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(%)	10.4	10.5	10.9	50.8	10.7	11.2	11.5	11.5
Debt service coverage	(%)	10.4	10.5	10.9	50.8	10.7	11.2	11.5	11.5

### Main Assumptions

FY September 30	Unit	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19
Rental and service income	(Btmn)	273	276	279	289	291	297	300	302
Occupancy rate for Park Ventures	(%)	99.0	98.0	99.0	100.0	99.0	100.0	100.0	100.0
Average rental rate for Park Ventures	(Bt/sqm/mth)	981.0	1,000.0	1,014.0	1,024.0	1,033.0	1,045.0	1,074.0	1,077.0
Occupancy rate for Sathorn Square	(%)	96.0	97.0	97.0	97.0	96.0	97.0	99.0	99.0
Average rental rate for Sathorn Square	(Bt/sqm/mth)	786.0	803.0	816.0	822.0	833.0	839.0	851.0	853.0

### ทรัพย์สินคุณภาพดี แต่ valuation ดึงตัว

**1) ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี แต่ upside ค่อนข้างจำกัด** เราคาดว่า GVREIT จะจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นที่ 0.85 บาท/หน่วย (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.0%) ในปี FY2563, 0.87 บาท/หน่วย (5.1%) ในปี FY2564 และ 0.89 บาท/หน่วย (5.3%) ในปี FY2565 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นและอัตราการใช้พื้นที่ระดับสูงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม IRR ของกองทรัสต์ดูดีที่ 4.3% ใกล้เคียงกับ cost of equity ที่ 4.7% ดังนั้นเราเชื่อว่าราคาหน่วยทรัสต์น่าจะมี upside จำกัด

**2) รอดความชัดเจนเรื่อง Upside จากการอัดฉีดทรัพย์สินเพิ่มเติมในอนาคต** เนื่องจากผู้ถือหุ้นทรัสต์รายใหญ่ของ GVREIT คือ GOLD ซึ่งอยู่ภายใต้บริษัท เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ โฮลดิ้งส์ ดังนั้นเราจึงมองว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่จะมีการอัดฉีดทรัพย์สินใหม่เข้ากองทรัสต์ โดยเฉพาะ FYI Center โครงการ FYI Center เป็นอาคารสำนักงานซึ่งตั้งอยู่บริเวณแยกพระราม 4 ติดกับถนนรัชดาภิเษก อาคารแห่งนี้ถูกพัฒนาโดยบริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GOLD) มีพื้นที่ให้เช่า 48,000 ตร.ม. อัตราการใช้พื้นที่ที่ประมาณ 98% GOLD วางแผนขายอาคารแห่งนี้ให้กับ GVREIT มูลค่าทรัพย์สินและกำหนดเวลายังไม่มีความชัดเจน ดังนั้นเราจึงยังไม่ได้รวมเอาทรัพย์สินใหม่เข้ามาไว้ในสมมติฐานของเรา

นอกจากนี้แล้วยังมีอาคารอีกแห่งหนึ่งซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้าง คือ โครงการ The PARQ โครงการนี้เป็นการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รูปแบบมิกซ์ยูสพร้อมกับสำนักงานแบบครบวงจร อาคารแห่งนี้ถูกออกแบบตามมาตรฐานทั้ง LEED และ WELL มีพื้นที่สำนักงานให้เช่าประมาณ 60,000 ตร.ม. โดยคาดว่าจะก่อสร้างเสร็จในปี 2563 เรายังไม่ได้รวมเอาโครงการนี้เข้ามาไว้ในสมมติฐานของเราด้วยเช่นกัน เนื่องจากต้องการรอดูรายละเอียดเพิ่มเติมของแผนอัดฉีดทรัพย์สินก่อน

Figure 1: โครงการ FYI Center



Source: SCBS Investment Research, www.fyi-center.com

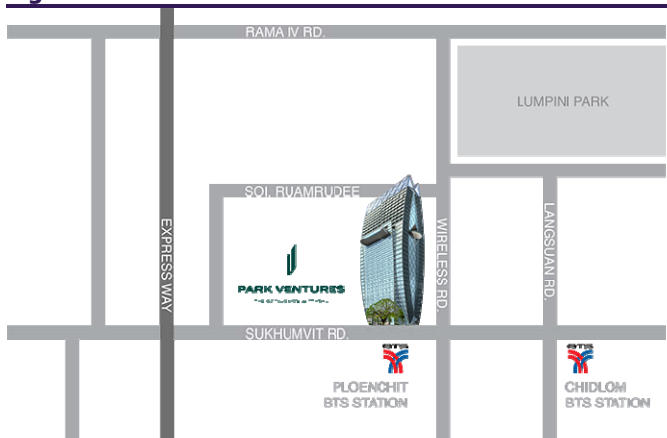
Figure 2: โครงการ The PARQ



Source: SCBS Investment Research, www.theparq.com

**3) จุดแข็งที่สำคัญ คือ ทรัพย์สินคุณภาพดี ตั้งอยู่ในทำเลชั้นเยี่ยม** เราเชื่อว่าประเด็นนี้เป็นจุดแข็งที่สำคัญสำหรับ GVREIT เนื่องจากทั้งโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ ตั้งอยู่ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) ของกรุงเทพฯ นอกจากนี้อาคารแต่ละแห่งยังเชื่อมต่อกับสถานีรถไฟฟ้า BTS ด้วยส่งผลทำให้อัตราการใช้พื้นที่ในสองอาคารนี้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม อัตราการใช้พื้นที่เฉลี่ยของโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ ในปี 2561 อยู่ที่ 99% และ 97% ตามลำดับ เทียบกับอัตราการใช้พื้นที่ 92-94% สำหรับอาคารสำนักงานเกรด A ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) ในระหว่างปี 2560-2561

Figure 3: สถานที่ตั้งโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮิลล์เพล็กซ์



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

Figure 4: ...และโครงการสาทร สแควร์



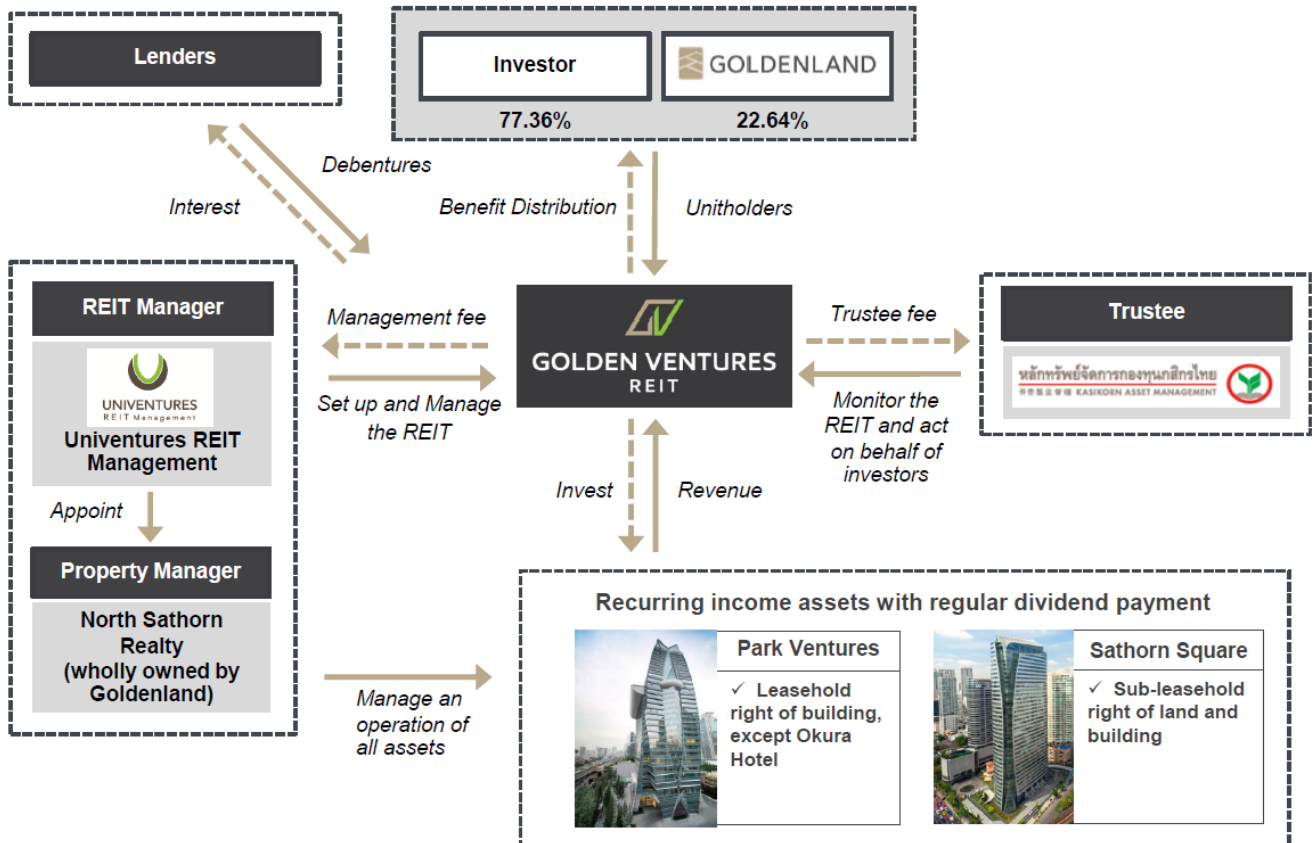
Source: SCBS Investment Research, GVREIT

## ประวัติความเป็นมา

### ภาพรวมของ GVREIT

GVREIT เป็นทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) ที่ลงทุนในสิทธิการเช่าอาคารสำนักงานเกรด A ใน กรุงเทพฯ ได้แก่ โครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์ และโครงการสาทร สแควร์ โดยมีบริษัท ยูนิเวนเจอร์ รีท แมเนจเม้นท์ จำกัด เป็นผู้จัดการกองทรัสต์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กสิกรไทย จำกัด เป็นผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ และบริษัท นอร์ท สาทร เรียลตี้ จำกัด เป็นผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ GOLD เป็นผู้ถือหุ้นทรัสต์ รายใหญ่ในสัดส่วน 22.64% วันทำการซื้อขายวันแรกคือวันที่ 4 เมษายน 2559 มูลค่าทรัพย์สินที่กองทรัสต์เช่าลงทุนครั้งแรกอยู่ที่ 1.0 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นทุน 80% และหนี้สิน 20%

Figure 5: โครงสร้างกองทรัสต์



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

### รายละเอียดของทรัพย์สินที่เข้าลงทุน

**1) โครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์:** GVREIT ได้เข้าลงทุนในสิทธิการเช่าอาคารแห่งนี้ โครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์ เป็นอาคารสำนักงานเกรด A ระดับบนตั้งอยู่ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) บริเวณห้วมุมถนนวิฑูยตัดกับถนนเพลินจิต ผู้พัฒนาคือ บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน) (UV) อาคารแห่งนี้ตั้งอยู่บนที่ดินขนาด 5 ไร่ 36.2 ตร.ว. อาคารนี้มีสำนักงาน 22 ชั้น พื้นที่ให้เช่าสุทธิ 27,478 ตร.ม. กองทรัสต์ไม่ได้เข้าลงทุนในโรงแรม ดิโอรุเพรสทีจ กรุงเทพฯ (ชั้น 23-34) สัญญาเช่าจะสิ้นสุดในวันที่ 5 กันยายน 2584 หรือมีอายุสัญญาคงเหลือ 22 ปี นอกจากนี้อาคารแห่งนี้ยังได้รับการรับรองมาตรฐาน LEED ระดับ Platinum ซึ่งเราเชื่อว่าจะกลายเป็นเทรนด์ใหม่ที่ภาคธุรกิจจะมองหาสำนักงานที่ได้รับมาตรฐานอาคารเขียวเพื่อลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และอาศัยความได้เปรียบในการประชาสัมพันธ์/สร้างแบรนด์ ทั้งนี้มาตรฐาน LEED เป็นหนึ่งในมาตรฐานการประเมินอาคารเขียวที่ได้รับการยอมรับแพร่หลายมากที่สุดในโลก

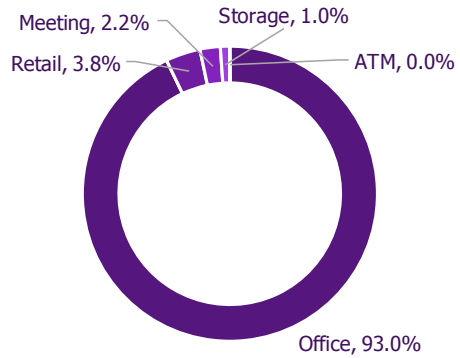


**Figure 6: โครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 7: สัดส่วนพื้นที่ให้เช่า**

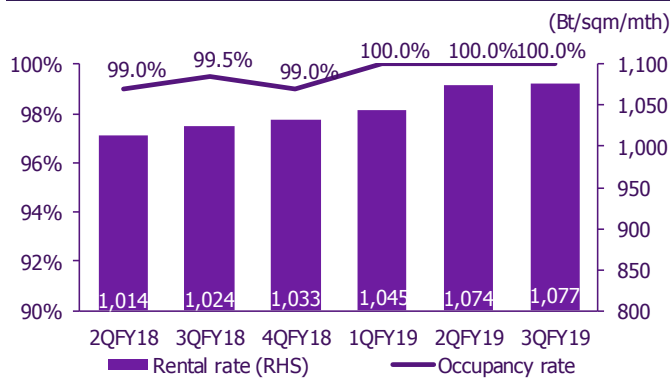


Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของโครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์**

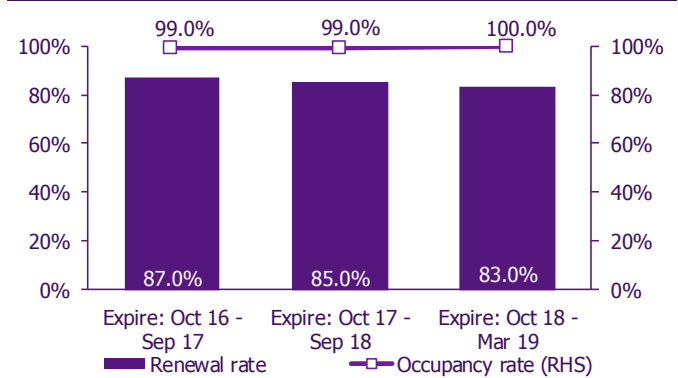
ปัจจุบัน อัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารแห่งนี้อยู่ที่ 100% และอยู่ในช่วง 99-100% ใน 6 ไตรมาสที่ผ่านมา สำหรับอัตราค่าเช่าเฉลี่ย อัตราปัจจุบันอยู่ที่ 1,077 บาท/ตร.ม./เดือน อัตราค่าเช่าปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดช่วง 6 ไตรมาสที่ผ่านมา อัตราการต่อสัญญาเช่าก็อยู่ในระดับสูงที่ระดับมากกว่า 80% ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง แสดงให้เห็นว่ามีความต้องการพื้นที่สำนักงานขององค์กรจำนวนมาก ซึ่งเราเชื่อว่าน่าจะมีสาเหตุมาจากทำเลที่ตั้งที่ดี อาคารแห่งนี้ได้รับรองมาตรฐาน LEED ระดับ Platinum ซึ่งจะช่วยลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานให้กับผู้เช่า และเพิ่มผลผลิตภาพของพนักงาน

**Figure 8: อัตราการเช่าพื้นที่ที่แข็งแกร่ง และอัตราค่าเช่าสูงขึ้น**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 9: อัตราการต่อสัญญาเช่าก็อยู่ในระดับสูง**



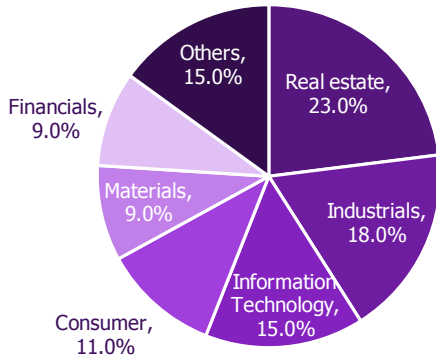
Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**โครงการปาร์คเวนเชอร์ อีโคเพล็กซ์: ลักษณะผู้เช่า**

รายได้ค่าเช่า 52% ของโครงการนี้ได้มาจากผู้เช่า 10 อันดับแรก หลักๆ คือ Google (10% ของรายได้ค่าเช่า) ยูนิเวนเจอร์ (8%) และศรีตรัง (7%) ในแง่ของลักษณะผู้เช่าแยกตามประเภทธุรกิจ พบว่าสัดส่วนผู้เช่าพื้นที่ในอาคารแห่งนี้กระจายตัวค่อนข้างดี โดยสัดส่วนสูงที่สุดอยู่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (23% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด) ตามมาด้วยอุตสาหกรรมการผลิต (18%) และเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (15%)

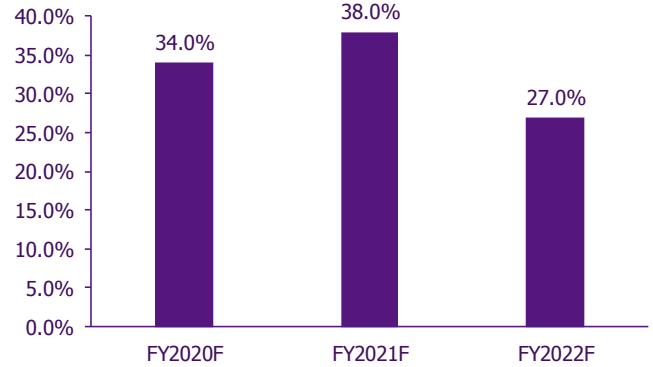
สำหรับปีที่ครบกำหนดอายุสัญญาเช่า สัญญาเช่าพื้นที่ 34% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดจะหมดอายุในปี FY2563, 38% จะหมดอายุในปี FY2564 และ 27% จะหมดอายุในปี FY2565

**Figure 10: ลักษณะผู้เช่าแยกตามประเภทธุรกิจ (สัดส่วนพื้นที่)**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 11: ปีที่ครบกำหนดอายุสัญญาเช่า (สัดส่วนพื้นที่)**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

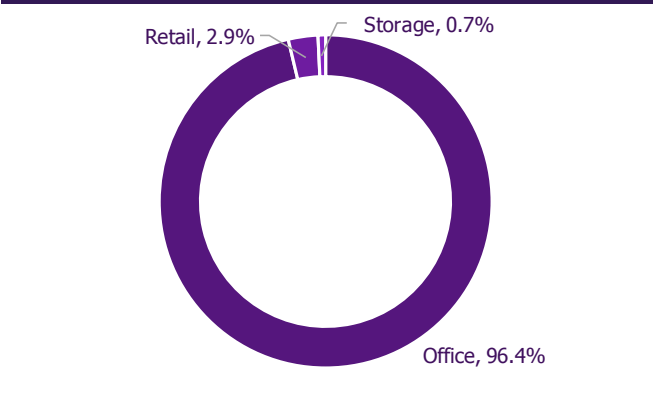
**2) โครงการสาทร สแควร์ :** GVREIT ได้เข้าลงทุนในสิทธิการเช่าช่วงที่ดินและอาคารแห่งนี้จนถึงวันที่ 6 ตุลาคม 2583 (อายุสัญญาคงเหลือ 21 ปี) โครงการสาทร สแควร์ เป็นอาคารสำนักงานเกรด A โดยจัดเป็นอาคารที่มีการออกแบบทางสถาปัตยกรรมที่โดดเด่นไม่เหมือนใครของกรุงเทพฯ อาคารแห่งนี้ถูกพัฒนาโดยบริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GOLD) และได้รับการรับรองมาตรฐาน LEED ระดับ Gold มีพื้นที่ให้เช่ารวมทั้งหมด 73,033 ตร.ม.

**Figure 12: โครงการสาทร สแควร์**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 13: สัดส่วนพื้นที่ให้เช่า**

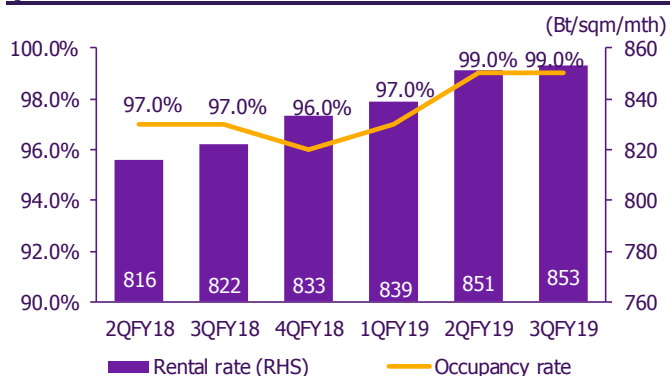


Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของโครงการสาทร สแควร์**

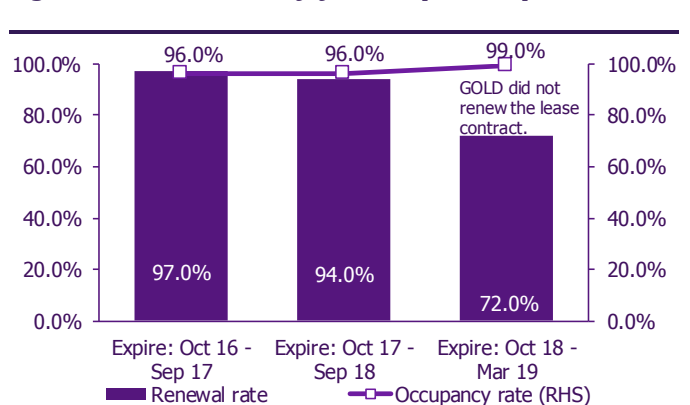
ณ วันที่ 31 มีนาคม 2562 อัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารแห่งนี้อยู่ที่ 99% และอยู่ในช่วง 96-97% ใน 5 ไตรมาสที่ผ่านมา อัตราการต่อสัญญาเช่าพื้นที่ในอาคารแห่งนี้ก็อยู่ในระดับสูงเช่นเดียวกับโครงการปาร์คเวเนเซอร์ อีโคเพล็กซ์ ที่ 94-97% ยกเว้นในเดือนตุลาคม 2561-มีนาคม 2562 โดยในช่วงดังกล่าวอัตราการต่อสัญญาเช่าอยู่ที่ 72% เนื่องจาก GOLD ไม่ได้ต่อสัญญา อย่างไรก็ตาม อัตราการเช่าพื้นที่ในช่วงเวลาดังกล่าวไม่ได้รับผลกระทบด้านลบแต่อย่างใด เนื่องจากกองทรัสต์สามารถหาผู้เช่ารายใหม่เข้ามาแทนได้อย่างง่ายดาย ดังนั้นอัตราการเช่าพื้นที่จึงยังทรงตัวอยู่ที่ 99% ซึ่งเราเชื่อว่าน่าจะมีสาเหตุมาจากทำเลที่ตั้งที่ดี อาคารแห่งนี้ได้รับรองมาตรฐาน LEED ระดับ Gold ซึ่งจะช่วยลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานให้กับผู้เช่า และเพิ่มผลผลิตภาพของพนักงาน

**Figure 14: อัตราการเช่าพื้นที่สูงต่อเนื่อง และรายได้ค่าเช่าสูงขึ้น**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 15: อัตราการต่อสัญญาเช่าก็อยู่ในระดับสูง**

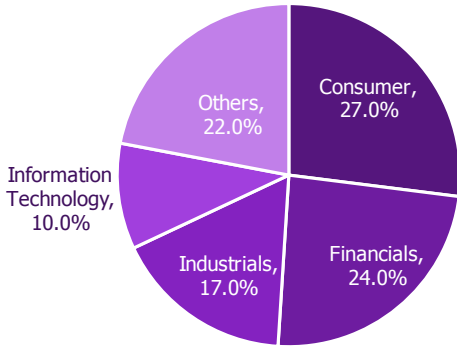


Source: SCBS Investment Research

**โครงการสาทร สแควร์: ลักษณะผู้เช่า**

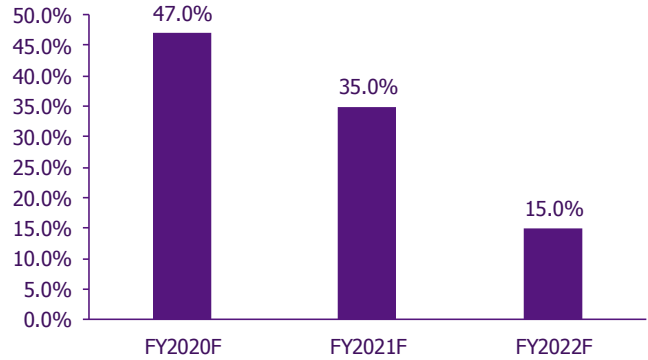
รายได้ค่าเช่า 42% ของโครงการนี้ได้มาจากผู้เช่า 10 อันดับแรก หลักๆ คือ ธนาคารมิซูโฮ (10% ของรายได้ค่าเช่า) แคนนอน (7%) และฟิตเนส เฟิร์สท์ (5%) ในแง่ของลักษณะผู้เช่าแยกตามประเภทธุรกิจ พบว่าผู้เช่าพื้นที่ในอาคารแห่งนี้ส่วนใหญ่ประกอบธุรกิจผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค (27% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด) และบริการทางการเงิน (24%) สำหรับปีที่ครบกำหนดอายุสัญญาเช่า สัญญาเช่าพื้นที่ 47% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดจะหมดอายุในปี FY2563, 35% จะหมดอายุในปี FY2564 และ 15% จะหมดอายุในปี FY2565

**Figure 16: ลักษณะผู้เช่าแยกตามประเภทธุรกิจ (สัดส่วนพื้นที่)**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 17: ปีที่ครบกำหนดอายุสัญญาเช่า (สัดส่วนพื้นที่)**



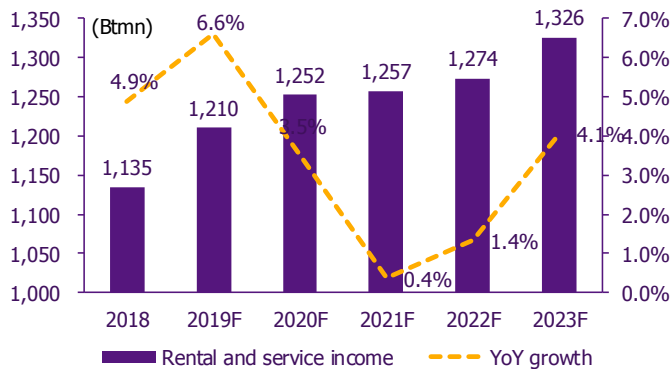
Source: SCBS Investment Research

**การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน**

**คาดการณ์กำไรปกติเติบโตที่ CAGR 2.5% ในระหว่างปี FY2561-66**

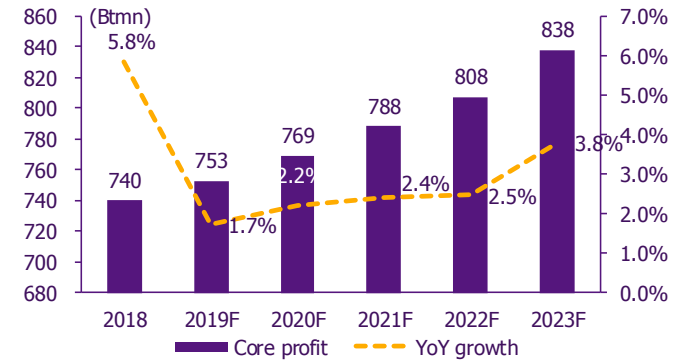
ในปี FY2561 GVREIT มีรายได้ค่าเช่าและค่าบริการ 1.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.9% YoY เราใช้สมมติฐานว่ารายได้ค่าเช่าและค่าบริการเติบโตที่ CAGR 3.2% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า (ปี FY2561-66) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอัตราค่าเช่าที่เพิ่มขึ้น 3-4% นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 94-100% ในช่วงเวลาดังกล่าวด้วย แม้เราคาดว่าจะเห็นการลดลงเล็กน้อยในช่วงที่มีอุปทานใหม่สร้างเสร็จจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการ One Bangkok ในปี 2564-2565 ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 2.5% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า

**Figure 18: คาดรายได้ค่าเช่าเติบโตที่ CAGR 3.2% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 19: ...และกำไรปกติจะเติบโตที่ CAGR 2.5%**



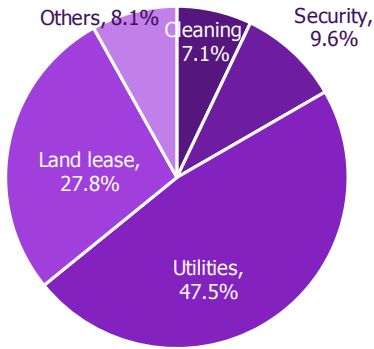
Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**โครงสร้างต้นทุน**

ในปี FY2561 ต้นทุนการให้เช่าและบริการมีจำนวน 198 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นค่าสาธารณูปโภค ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 48% ของต้นทุนทั้งหมด ตามมาด้วยค่าเช่าที่ดิน เราใช้สมมติฐานว่าค่าสาธารณูปโภคจะคิดเป็นสัดส่วน 8% ของรายได้ค่าเช่า และค่าเช่าที่ดินจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยทุกปีตามสัญญาเช่าที่ดิน สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ส่วนใหญ่เป็นค่าธรรมเนียมการบริหารอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 54% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทั้งหมดในปี FY2561 ค่าธรรมเนียมการบริหารอสังหาริมทรัพย์มีทั้งส่วนที่เป็นค่าธรรมเนียมแบบคงที่และค่าธรรมเนียมผันแปร ค่าธรรมเนียมคงที่ระบุไว้ในสัญญาเรียบร้อยแล้ว ในขณะที่ค่าธรรมเนียมผันแปรจะอยู่ที่ 6.2% ของรายได้ค่าเช่าสำหรับโครงการปาร์คเวเนเจอร์ ฮีโคเพล็กซ์ และ 4.7% ของรายได้ค่าเช่าสำหรับโครงการสาทร สแควร์ ในปี FY2563

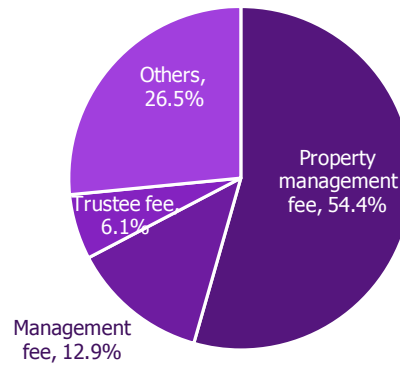


**Figure 20: โครงสร้างต้นทุนการให้เช่าและบริการในปี FY2561**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

**Figure 21: โครงสร้างค่าใช้จ่ายในการขายและบริการในปี FY2561**



Source: SCBS Investment Research, GVREIT

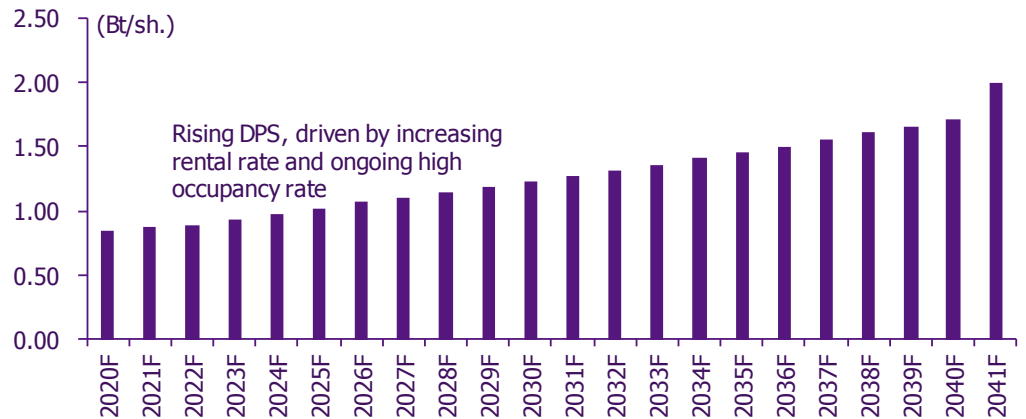
**การวิเคราะห์หนี้สิน**

GVREIT มีหนี้สินคงค้าง (หุ้นกู้) จำนวน 2.0 พันล้านบาท คิดเป็นอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 0.23 เท่า หุ้นกู้ดังกล่าวได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ A- จาก TRIS อัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ 3.63% อายุ 9 ปี ครบกำหนดวันที่ 30 เมษายน 2570 ซึ่งหมายความว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะอยู่ที่ 72 ล้านบาทต่อปี เราใช้สมมติฐานว่า GVREIT จะรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ดังกล่าวด้วยหุ้นกู้ชุดใหม่ที่มีอัตราดอกเบี้ยเท่าเดิมตลอดอายุของกองทรัสต์

**เงินปันผล และ IRR**

GVREIT มีประวัติการจ่ายเงินปันผลที่ดี ในปี FY2560 กองทรัสต์จ่ายเงินปันผล 0.74 บาท/หน่วย และเพิ่มขึ้นเป็น 0.82 บาท/หน่วย ในปี FY2561 สำหรับปี FY2562 เราคาดว่ากองทรัสต์จะจ่ายเงินปันผล 0.83 บาท/หน่วยให้กับผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ (จ่ายไปแล้ว 0.64 บาท/หน่วย ใน 9MFY62) เมื่อมองต่อไปข้างหน้า เราคาดว่าเงินปันผลต่อหน่วยจะเติบโตที่ CAGR 2.9% ในปี FY2563-FY2566 ในแง่ของ IRR เราประเมิน IRR ของกองทรัสต์ได้ที่ 4.3% ซึ่งไม่น่าสนใจ เนื่องจากใกล้เคียงกับ WACC ของกองทรัสต์

**Figure 22: คาดการณ์เงินปันผลต่อหน่วย\* ตลอดอายุของ GVREIT**



Source: Source: SCBS Investment Research

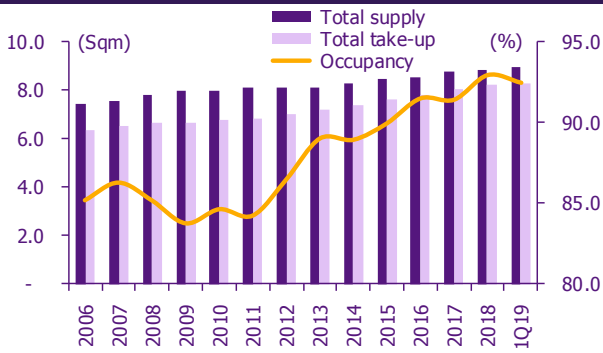
หมายเหตุ: \*เงินปันผลต่อหน่วย ประกอบด้วยเงินที่จ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์จากการลงทุน และเราใช้สมมติฐานว่าเงินที่เหลือจากการชำระหนี้จะนำมาจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นหน่วยทรัสต์ในปี FY2584

**แนวโน้มอุตสาหกรรม: ตลาดอาคารสำนักงานในกรุงเทพฯ**

**ภาวะอุปสงค์/อุปทานเป็นบวกในทศวรรษที่ผ่านมา**

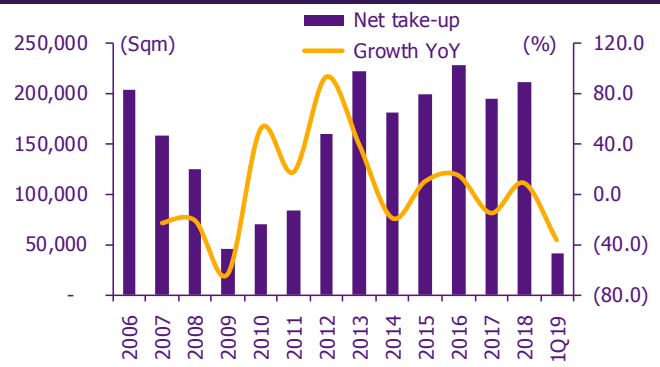
ข้อมูลจาก CBRE ระบุว่าอุปสงค์พื้นที่อาคารสำนักงานในปี 2551-2561 เพิ่มขึ้น 1.59 ล้านตร.ม. สูงกว่าอุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้น 1.23 ล้านตร.ม. (อัตราการดูดซับพื้นที่อาคารสำนักงานโดยเฉลี่ยต่อปีอยู่ที่ 156,000 ตร.ม. เทียบกับอุปทานใหม่ 119,000 ตร.ม.) ส่งผลทำให้อัตราการเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงมากที่สุดที่ 92.5% ในปี 2561 สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2549 และเปิดโอกาสให้ขึ้นอัตราค่าเช่าได้เฉลี่ย 3.1% ต่อปี สำหรับอาคารสำนักงานเกรด A ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) และ 4.5% ต่อปี สำหรับอาคารสำนักงานเกรด B นอกย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (non-CBD) อุปสงค์พื้นที่อาคารสำนักงานเกรด A ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการพื้นที่อาคารสำนักงานคุณภาพสูง พื้นที่สำนักงานสำหรับบริษัทไอทีและเทคโนโลยี และพื้นที่ทำงานร่วมกัน ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

**Figure 23: อุปสงค์ อุปทาน และอัตราเช่าพื้นที่**



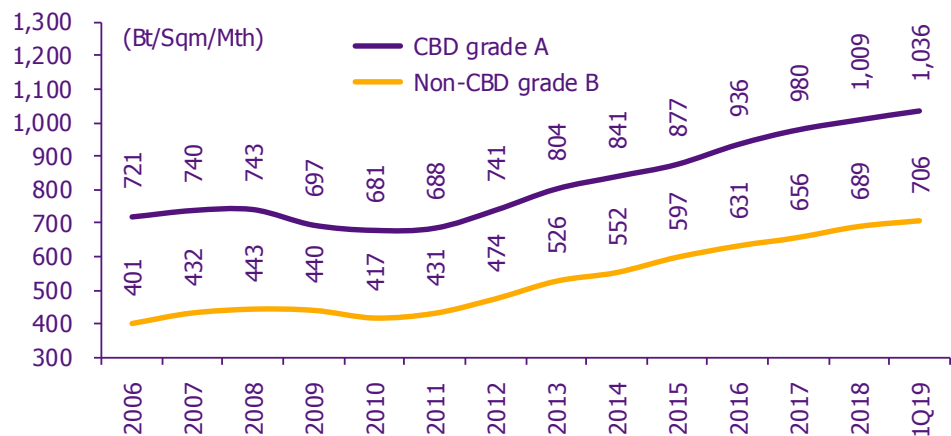
Source: CBRE

**Figure 24: อัตราการดูดซับสุทธิ**



Source: CBRE

**Figure 25: อัตราค่าเช่าเฉลี่ยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น**



Source: CBRE

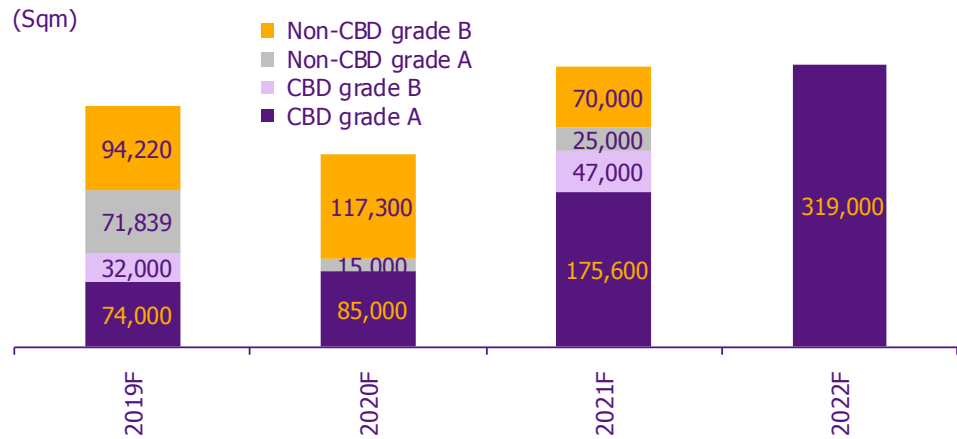
**อุปทานเพิ่มขึ้น**

ข้อมูลจาก CBRE ระบุว่าอาคารสำนักงาน 36 แห่งในกรุงเทพฯ มีกำหนดก่อสร้างเสร็จในระหว่างปี 2562-2565 ซึ่งจะทำให้มีพื้นที่อาคารสำนักงานเช่าในตลาดเพิ่มอีก 1.13 ล้านตร.ม. (13% ของสต็อกทั้งหมด) หรือเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 270,000 ตร.ม.ต่อปี อุปทานอาคารสำนักงานใหม่ประกอบด้วย: 03 One Bangkok, 02 One Bangkok, The PARQ เฟส 1, One City Centre, มิตรทาวน์ ออฟฟิศ ทาวเวอร์, ธนาครยูเอบี สำนักงานใหญ่, ไทยซง ทาวเวอร์ และ Rasa Two อุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอาจจะทยอยก่อสร้างเสร็จ ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ อัตราการเช่าพื้นที่ปรับตัวลดลง และความสามารถในการขึ้นอัตราค่าเช่าลดลง

ทั้งนี้ในจำนวนอุปทานใหม่ 653,600 ตร.ม. ซึ่งเป็นพื้นที่อาคารสำนักงานเกรด A ในย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (CBD) นั้น มีพื้นที่เพียง 74,000 ตร.ม. จะก่อสร้างเสร็จในปีนี้ และ 85,000 ตร.ม. จะก่อสร้างเสร็จในปีหน้า เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการดูดซับเฉลี่ย 66,000 ตร.ม.ต่อปี (ค่าเฉลี่ยในปี 2559-2561) เราเชื่อว่าอัตราการเช่าพื้นที่ จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 93-94% ในปี 2562-2563 แต่หลังจากนั้นจะลดลงสู่ 87% ในปี 2564 และ 77% ในปี 2565 เมื่อมีพื้นที่อาคารสำนักงานก่อสร้างเสร็จ 175,600 ตร.ม. ในปี 2564 และ 319,000 ตร.ม. ในปี 2565

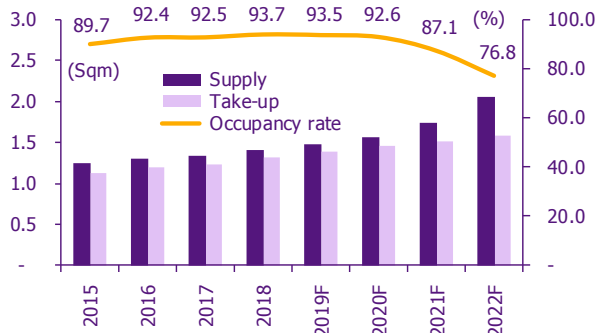
เรามองว่าอุปทานใหม่ 281,520 ตร.ม. ในส่วนของอาคารสำนักงานเกรด B นอกย่านศูนย์กลางทางธุรกิจ (non-CBD) จะถูกดูดซับหมดไปภายในระยะ 4 ปีข้างหน้า โดยใช้สมมติฐานอัตราการดูดซับเฉลี่ย 72,000 ตร.ม.ต่อปี (ค่าเฉลี่ยในปี 2559-2561) เราเชื่อว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 93-94% ไปจนถึงปี 2565

**Figure 26: อุปทานอาคารสำนักงานใหม่ในกรุงเทพฯ ในระหว่างปี 2562-2565**



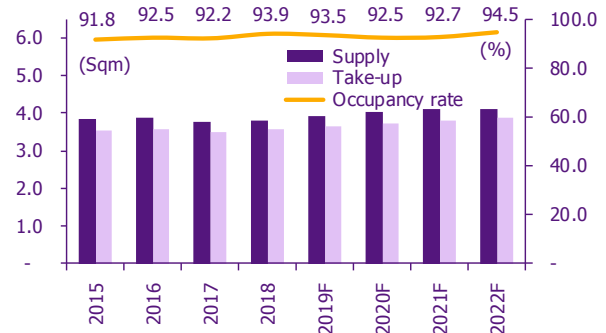
Source: CBRE

**Figure 27: CBD grade A: ภาวะอุปสงค์/อุปทาน**



Source: CBRE (2015-18) and SCBS Investment Research (2019F-22F)

**Figure 28: Non-CBD grade B: ภาวะอุปสงค์/อุปทาน**



Source: CBRE (2015-18) and SCBS Investment Research (2019F-22F)

**Figure 29: โครงการอาคารสำนักงานที่จะก่อสร้างเสร็จในปี 2562-2565**

โครงการ	สถานที่ตั้ง	พื้นที่เช่าสุทธิ CBD		พื้นที่เช่าสุทธิ Non-CBD		รวม	สร้างเสร็จ
		Grade A	Grade B	Grade A	Grade B		
The Digital Park	สุขุมวิท 101/1			27,000			1Q62
MS Silom Tower	พระราม 3			44,839			1Q62
Ladprao Hills	แยกลาดพร้าว				6,720		1Q62
ThaiBev Quarter	พระราม 4		22,000				2Q62
Thai Zhong Tower	บางนา ตราด กม. 2				46,000		2Q62
Mitrtown Office Tower	แยกสามย่าน	48,000					3Q62
Toyota Mahanakorn	วิภาวดีรังสิต				16,000		4Q62
Silom Center	สีลม		10,000				4Q62
Spring Tower	พญาไท	26,000					4Q62
CP Tower North Park	นอร์ธปาร์ค				25,500		4Q62
<b>พื้นที่ทั้งหมดที่สร้างเสร็จในปี 2562</b>		<b>74,000</b>	<b>32,000</b>	<b>71,839</b>	<b>94,220</b>	<b>272,059</b>	
The Parq Phase 1	พระราม 4	60,000					1Q63
Sansiri Head Office	สุขุมวิท 77				20,000		1Q63
TRR Office Building	นราธิวาส 28				20,000		1Q63
Tipco Tower 2	พระราม 6			15,000			1Q63
Thonburi Panich	เจริญสุขุมวิท 66/1				22,000		1Q63
Sittipol Head Office	พระราม 3				5,300		1Q63
Major Tower Ramkhamhaeng	รามคำแหง				25,000		2Q63
Vanissa Building	ชิดลม	25,000					3Q63
Lumpini Tower Vibhavadi-Chatuchak	วิภาวดี 3				25,000		4Q63
<b>พื้นที่ทั้งหมดที่สร้างเสร็จในปี 2563</b>		<b>85,000</b>	<b>-</b>	<b>15,000</b>	<b>117,300</b>	<b>217,300</b>	
WHA Tower	บางนา ตราด กม. 7			25,000			1Q64
Asavaintra Office Building	สุขุมวิท 23		9,000				1Q64
Sixty Six Tower	สุขุมวิท 66				30,000		2Q64
Rasa Two	เพชรบุรี	45,000					3Q64
140 Wire less	วิฑู	24,500					3Q64
Siam Scape (Block H)	สยาม	13,000					3Q64
M Tower II Rattanaibet	รัตนธิเบศร์				30,000		3Q64
Platinum Tower	ราชประสงค์		38,000				4Q64
UOB Headquarter (Redevelopment)	สุขุมวิท 26	47,600					4Q64
Summer LaSalle Phase I	สุขุมวิท 105				10,000		4Q64
The Unicorn	พญาไท	22,500					4Q64
Kronos Office Tower	สาทรเหนือ	23,000					4Q64
<b>พื้นที่ทั้งหมดที่สร้างเสร็จในปี 2564</b>		<b>175,600</b>	<b>47,000</b>	<b>25,000</b>	<b>70,000</b>	<b>317,600</b>	
O-NES Tower	สุขุมวิท 6	43,000					1Q65
Emsphere	สุขุมวิท 22	20,000					2Q65
One City Centre	เพลินจิต	55,000					4Q65
02 One Bangkok	พระราม 4	99,750					4Q65
03 One Bangkok	พระราม 4	101,250					4Q65
<b>พื้นที่ทั้งหมดที่สร้างเสร็จในปี 2565</b>		<b>319,000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>319,000</b>	
<b>รวมทั้งหมด</b>		<b>653,600</b>	<b>79,000</b>	<b>111,839</b>	<b>281,520</b>	<b>1,125,959</b>	

Source: CBRE

### แนะนำ "Neutral" ราคาเป้าหมาย 16.0 บาท อ้างอิงวิธี DDM

เราใช้วิธีคิดลดเงินปันผล (dividend discount model) ในการประเมินมูลค่า GVREIT เนื่องจากเราเชื่อว่าวิธีนี้น่าจะเป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่า GVREIT เพื่อสะท้อนการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น สมมติฐาน discount rate ของเราอ้างอิงที่ 4.7% และไม่มี terminal value สมมติฐานอิงกับ risk-free rate ที่ 2.5%, market risk premium ที่ 5.5%, และ beta 0.4 เท่า เราได้ราคาเป้าหมายของ GVREIT ที่ 16.0 บาท/หน่วย ราคาหน่วยทรัสต์ GVREIT ในปัจจุบันให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.0% ในปี FY2563 และ 5.1% ในปี FY2564 แนวโน้ม upside จากการอัดฉีดทรัพย์สินใหม่ยังไม่มี ความชัดเจน ด้วยเหตุนี้ เราจึงมองว่าราคาหน่วยทรัสต์ GVREIT มี upside จำกัด เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ GVREIT เราแนะนำให้ นักลงทุนถือ GVREIT เพื่อรับผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

### ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ

**1) อาคารสำนักงานเกรด A ที่กำลังจะเข้าสู่ตลาด** แม้เราคาดว่าจะเห็นอุปทานอาคารสำนักงานเกรด A จำนวนมากเข้าสู่ตลาดในปี 2564-2565 แต่เราเชื่อว่าทั้งโครงการปาร์คเวเนเซอร์ ฮีโคเพิล็กซ์ และโครงการสาทรสแควร์ น่าจะมีอัตราการเช่าพื้นที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เนื่องจากทั้งสองโครงการนี้มีทำเลที่ตั้งที่ดีและได้การรับรองมาตรฐาน LEED เราใช้สมมติฐานว่าอัตราการเช่าพื้นที่จะลดลงจาก 100% ในปี 2563 สู่ 97% ในปี 2564 และจะลดลงต่อสู่ 95% ในปี 2565 ก่อนที่จะฟื้นตัวตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป

**2) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว** อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจะสร้าง sentiment เชิงลบต่อการลงทุนใน REIT ปัจจุบันส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากเงินปันผลของ GVREIT (อิงกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดการณ์ในปี FY2563) กับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี อยู่ที่ 3.5bps ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 2.7bps ดังนั้น GVREIT จึงไม่น่าจะอ่อนไหวมากนักต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าความเสี่ยงที่เราจะเห็นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจะอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากนักเศรษฐศาสตร์ของ SCBS คาดว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำในระยะกลาง นอกจากนี้ นักเศรษฐศาสตร์ของ SCBS ยังคาดการณ์ด้วยว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายในประเทศไทยจะลดลงสู่ 1% ในปี 2563

**Figure 30: ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากเงินปันผลกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล**

	ราคารายหน่วยทรัสต์เฉลี่ย (บาท)	เงินปันผลต่อหน่วย (บาท)	ผลตอบแทนเงินปันผล (%)	risk-free rate เฉลี่ย (%)	ส่วน ต่าง
FY2560	14.3	0.74	5.2	2.6	2.6
FY2561	14.7	0.82	5.6	2.7	2.9
<b>Simple average</b>					<b>2.7</b>
FY2563F	16.9	0.85	5.0	1.5	3.5
FY2564F	16.9	0.87	5.1	1.5	3.6

Source: SCBS Investment Research, Bloomberg, ThaiBMA

**Figure 31: Valuation summary**

	Price (Bt) 11-Oct-19	MKt Cap (Btmn)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			19F	20F	21F	19F	20F	21F	19F	20F	21F	19F	20F	21F	19F	20F	21F	19F	20F	21F
DIF *	17.8	189,243	16.9	16.6	16.5	19.7	1.9	0.7	1.1	1.1	1.1	5.8	5.9	5.9	6.7	6.8	6.9	17.7	16.3	16.2
JASIF *	10.3	56,650	10.5	9.1	8.9	(1.0)	15.2	1.8	0.9	0.9	0.9	8.1	9.0	9.2	9.1	12.0	10.4	11.3	10.5	10.3
BTSGIF *	11.0	63,668	13.6	10.8	10.6	3.7	25.4	1.8	1.1	1.1	1.1	7.3	9.1	9.3	7.8	9.9	10.4	13.7	10.9	10.7
GVREIT *	16.9	13,770	18.3	17.9	17.5	1.7	2.2	2.4	1.6	1.6	1.6	4.9	5.0	5.1	8.7	9.0	9.2	19.2	18.8	18.4
CPNREIT	37.0	81,862	21.8	20.5	19.8	(1.8)	6.5	3.4	2.7	2.7	2.7	4.5	4.7	5.0	12.6	13.1	13.8	24.2	22.9	21.9
EGATIF	13.1	27,320	29.1	29.8	32.0	(53.9)	(2.2)	(6.8)	1.3	1.4	1.4	6.2	3.4	3.2	4.4	4.5	4.4	29.0	29.6	31.8
IMPACT	28.0	41,510	29.8	28.9	27.5	15.8	3.0	5.2	2.5	2.6	2.5	3.2	3.3	3.5	8.7	8.8	9.3	28.6	29.4	27.4
SPF	25.5	24,225	17.3	17.1	15.9	5.1	1.4	7.0	2.0	2.0	n.a	5.6	5.7	5.1	11.6	12.0	12.6	17.3	16.8	15.7
WHART	18.9	42,496	27.1	25.8	26.4	6.4	5.2	(2.5)	1.9	2.0	2.0	4.0	4.0	3.9	7.0	7.6	7.3	28.7	25.7	23.6
			<b>20.5</b>	<b>19.6</b>	<b>19.5</b>	<b>(0.5)</b>	<b>6.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>8.5</b>	<b>9.3</b>	<b>9.4</b>	<b>21.1</b>	<b>20.1</b>	<b>19.6</b>

Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

\* SCBS estimates



**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณียุค ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BEM, BJC, KCE, MINT, MTC, ORI, PTT, SAWAD, STA, TKN, TOP, VGI

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ลดพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จ้างนาย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคำยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จ้างนาย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2018 Companies with CG Rating**

▲▲▲▲▲

ADVANC, AKP, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BRR, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPN, CSL, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, EGCO, GC, GEL, GFPT, GGC\*, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MBK, MCOT, MINT, MONO, MTC, NCL, NKI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PPS, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOC, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER

▲▲▲▲

2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMANAH, APCO, AQUA, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AU, AUCT, AYUD, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HTC, HYDRO, ICN, ILINK, INET, IRC, ITD\*, JAS, JCKH, JKN, JWD, K, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KTIS, L&E, LANNA, LDC, LH, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MALEE, MBKET, MC, MEGA, METCO, MFC, MFEC, MK, MOONG, MSC, MTI, NCH, NEP, NINE, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PDI, PJW, PLAT, PM, PORT, PPP, PREB, PRECHA, PRINC, PRM, PT, QLT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S11, SALEE, SANKO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SE, SEAFSCO, SEAOL, SELIC, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SMK, SMP, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, NEX, SPVI, SR, SSF, SST, STA, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TEAM, TFG, TFMAMA, THRE, TICON, TIPCO, TK, TKN, TKS, TM, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TOA, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TRITN, TRT, TSE, TSR, TSTE, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WHAUP, WICE, WIIC, XO, YUASA, ZMICO

▲▲▲

7UP, ABICO, ABM, AEC, AEONTS, AF, AJ, ALUCON, AMARIN, AMC, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMO, CMR, COLOR, CPL, CPT, CRD, CSR, CTW, CWT, D, DCON, B52, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, PROUD, FSS, FTE, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, IFS, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITEL, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWC, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATI, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MILL, MJD, MM, MODERN, MPG, NC, NDR, NETBAY, NNCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPPM, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SGP, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, SEG, TITLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPPI, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

**Corporate Governance Report**

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. 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 date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2017 to 19 October 2018) is publicized.

CSL was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 26, 2018

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวัง ขาดดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

ADVANC, AIE, AKP, AMANAH, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CIG, CIMBT, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMK, SMP, SNC, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TASCOC, TCAP, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIIC

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

2S, ABICO, AF, AI, AIRA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, ANAN, B, BM, BPP, BUI, CHG, CHO, CHOTI, CHOW, CI, CMC, COL, DDD, DELTA, EFORL, EPCO, ESTAR, ETE, FPI, FTE, ICHI, INOX, IRC, ITEL, JAS, JSP, JTS, KWG, LDC, LIT, META, MFEC, MPG, NEP, NOK, NWR, ORI, PRM, PSL, ROJNA, RWI, SAAM, SAPPE, SCI, SEAOL, SHANG, SKR, SPALI, STANLY, SYNEX, TAE, TAKUNI, TMC, TOPP, TPP, TRITN, TVO, UV, UWC, WHAUP, XO, YUASA, ZEN

**N/A**

7UP, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMATAV, AMC, AOT, APCO, APEX, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AWC, B52, BA, BAT-3K, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BKD, BLAND, BLISS, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DOD, DOHOME, DTIC, EA, EASON, ECF, EE, EIC, EKH, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FPT, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GPI, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, III, ILINK, ILM, INGRS, INSET, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KUMWEL, KWM, KYE, LALIN, LEE, LH, LHFG, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MAJOR, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MTC, MVP, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NOBLE, NPK, GLOCON, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PK, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PPPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFSCO, SEG, SF, SFP, SGF, SIAM, SIMAT, SINGER, SISB, SKE, SKN, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STARK, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQM, TR, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSW, TSTE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, ZIGA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.