

27 ตุลาคม 2560

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

CPN

บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา

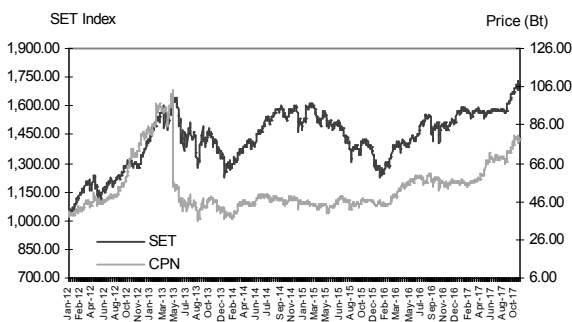
<b>Current</b>	Previous	Close	2018 TP	Exp Return	THAI CAC	CGR 2016
<b>BUY</b>	--	78.75	93.00	+ 18.1%	Certified	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2016	2017E	2018E	2019E
Normalized earnings	9,244	10,011	12,314	13,593
Net profit	9,244	13,511	12,314	13,593
Normalized EPS (Bt)	2.06	2.23	2.74	3.03
% growth Y-Y	17.3	8.3	23.0	10.4
EPS (Bt)	2.06	3.01	2.74	3.03
% growth Y-Y	17.3	46.2	-8.9	10.4
Dividend (Bt)	0.83	0.89	1.10	1.21
BV/share (Bt)	11.81	13.23	14.50	15.90
EV/EBITDA (x)	25.3	23.8	20.2	18.6
Normalized PER (x)	38.2	35.3	28.7	26.0
PER (x)	38.2	26.2	28.7	26.0
PBV (x)	6.7	6.0	5.4	5.0
Dividend yield (%)	1.1	1.1	1.4	1.5
ROE (%)	18.5	24.0	19.8	19.9
YE No. of shares (million)	4,488	4,488	4,488	4,488
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (25/10/2017)	78.75
SET Index	1,708.84
Foreign limit/actual (%)	30.00/28.14
Paid-up shares (million)	4,488.00
Free float (%)	52.34
Market cap (Bt mn)	353,430.00
Avg daily T/O (Bt mn) (2017 YTD)	355.16
Hi, lo, avg (Bt) (2017 YTD)	81.75, 53.75, 65.92

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

การเติบโตของกำไรในปี 2018 จะดีที่สุดในรอบ 5 ปี

จุดแข็งของ CPN คือการขยายและบริหารศูนย์การค้าไปในทำเลที่มีศักยภาพอย่างต่อเนื่อง และปรับปรุงพื้นที่ในศูนย์เดิมให้ทันสมัย เพื่อให้ Occupancy rate และค่าเช่าสูงขึ้น โดยเฉพาะปี 2018 ที่กำไรจะเติบโตเร็วตัวมากที่สุดในรอบ 5 ปีด้วยอัตรา 23% Y-Y จากเหตุผลข้างต้นทั้งหมด บวกกับการเริ่มรับรู้รายได้จากคอนโด 3 แห่งแรกเป็นปีแรก และมีแผนพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยปีละ 3 แห่งบนที่ดินของศูนย์เพื่อใช้ที่ดินให้มีศักยภาพและหนุนธุรกิจศูนย์การค้า ขณะที่ความสามารถในการทำกำไรและฐานะการเงินแข็งแกร่งมาก ส่วนกำไรปกติ 3Q17 จะชะลอจากการปิดปรับปรุงหลายศูนย์ แต่จะได้เงินประกัน 3.5 พันล้านบาท ทำให้กำไรสุทธิ +130% Q-Q, +144% Y-Y เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2018 ได้ 93 บาท (DCF) ยังไม่รวมโครงการร่วมทุนกับ DTC ที่จะช่วยต่อยอดธุรกิจในอนาคต แนะนำ "ซื้อ"

เพิ่มพื้นที่เช่าและค่าเช่าโดยเปิดศูนย์การค้าใหม่เฉลี่ย 3 แห่งต่อปี

ปัจจุบันกลุ่มของ CPN มีศูนย์การค้าทั้งหมด 30 แห่ง พื้นที่รวม 1.6 ล้านตรม. เป็นศูนย์ที่ CPN เป็นเจ้าของเอง 26 แห่ง อีก 4 โครงการอยู่ภายใต้ CPNRF มี Occupancy rate ตั้งแต่ 93-98% บริษัทตั้งเป้าเพิ่มพื้นที่เช่าปีละ 6% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า (ปี 2017-2021) เราใช้ 4.5% ในประมาณการ) คิดเป็นการเปิดศูนย์การค้าใหม่เฉลี่ยปีละ 3 แห่ง ในปี 2017 จะเปิด 2 แห่งคือเซ็นทรัลพลาซ่า นครราชสีมา (ต้น พ.ย.) และเซ็นทรัลพลาซ่า มหาชัย (ปลาย พ.ย.) ปี 2018 มีแผนเปิดเซ็นทรัลภูเก็ต ในช่วง 1Q18 และในต่างประเทศแห่งแรกที่มาเลเซีย คือ Central i-City (CPN ถือ 40%) ใน 4Q18 ขณะเดียวกันก็ปรับปรุงพื้นที่ในศูนย์การค้าทุกปีเพื่อเพิ่มความน่าสนใจของพื้นที่ และเพิ่มอัตราค่าเช่าโดยเฉพาะปีหน้าที่ค่าเช่าน่าจะปรับเพิ่มขึ้นได้ 8-10% หลังจากนั้นเรคาดเพิ่มเฉลี่ย 5% ต่อปี

เริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจใหม่คือคอนโดตั้งแต่ปี 2018

การทำธุรกิจคอนโดเพื่อใช้พื้นที่ในโครงการให้มีศักยภาพและหนุนธุรกิจศูนย์การค้า ซึ่งเป็นธุรกิจหลัก ปี 2018 CPN จะเริ่มรับรู้รายได้จากคอนโด 3 แห่งแรกแบรนด์ "Escant" คือที่เชียงใหม่และระยองใน 1Q18 และที่ขอนแก่นออนไลน์ 2Q18 คอนโดทั้ง 3 โครงการอยู่บนที่ดินบริเวณศูนย์การค้าในโครงการ มีมูลค่ารวม 3 พันล้านบาท ใน 4Q17 จะเปิดขายโครงการใหม่อีก 3 แห่งคือที่นครราชสีมา เชียงราย และเชียงใหม่ มูลค่ารวม 2 พันล้านบาท บริษัทมีแผนเปิดโครงการ 3 แห่งต่อปีบนที่ดินของศูนย์การค้าในทำเลที่มีศักยภาพ เราประเมินรายได้จากคอนโดในปี 2018 ที่ 1.9 พันล้านบาท และปี 2019 ที่ 1.1 พันล้านบาท ตั้งสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น 32-33%

ความสามารถในการทำกำไรและฐานะการเงินแข็งแกร่งมาก

อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยทุกธุรกิจอยู่ที่ 48-49% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เราคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นสู่ระดับ 50% ในปี 2018 เป็นต้นไป การคุมค่าใช้จ่ายขายและบริหาร คุมอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ EBITDA margin อยู่ในระดับ 55-57% ขณะที่ Net Interest-bearing D/E ต่ำเพียง 0.3-0.4 เท่า แม้จะตึง CAPEX 1.5-1.7 หมื่นล้านบาทต่อปีใน 3 ปีข้างหน้า แต่เชื่อ Net IBD/E จะไม่เกิน 0.5 เท่า เพราะแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่มาจากกระแสเงินสดที่คาดทำได้ปีละไม่ต่ำกว่า 1.5 หมื่นล้านบาท

ผลประกอบการจะเติบโตในอัตราเร่งในปี 2018

เรคาดกำไรปกติ 3Q17 -10.3% Q-Q, -4.9% Y-Y เหลือ 2.23 พันล้านบาทจากการปิดปรับปรุงศูนย์การค้าหลายแห่ง แต่จะได้รับค่าสินไหมประกันภัย 3.5 พันล้านบาท (ไม่เสียภาษี) ทำให้กำไรสุทธิ +130% Q-Q, +144% Y-Y ส่วนกำไรปกติทั้งปี 2017 คาด +8.3% Y-Y และจะเติบโตในอัตราเร่งในปี 2018 คาด +23.0% Y-Y จากการเพิ่มศูนย์การค้า ปรับขึ้นค่าเช่า และรับรู้รายได้จากคอนโด

ราคาเป้าหมายปี 2018 เท่ากับ 93 บาท แนะนำซื้อ

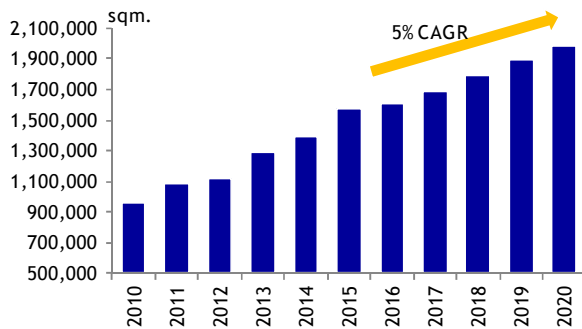
เราประเมินมูลค่า CPN ในปี 2018 ได้เท่ากับ 93 บาท (DCF, WACC 8.8%, Long-term growth 3%) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied PE ปี 2018 ที่ 33.9 เท่า, PEG 1.4 เท่า และ EV/EBITDA 23.5 เท่า อยู่ในเกณฑ์เฉลี่ยของกลุ่มค้าปลีกประเภท Modern Trade ไม่ถือว่าแพงเกินไป และยังไม่ได้รวมโครงการ JV กับ DTC ความเสี่ยง - ความผันผวนของเศรษฐกิจและกำลังซื้อ, อุปทานของอสังหาริมทรัพย์ที่ล้นตลาดในบางทำเล, การก่อความไม่สงบ, ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ

ประเด็นการลงทุน

เพิ่มพื้นที่เช่าโดยเปิดศูนย์การค้าใหม่เฉลี่ย 3 แห่งต่อปี

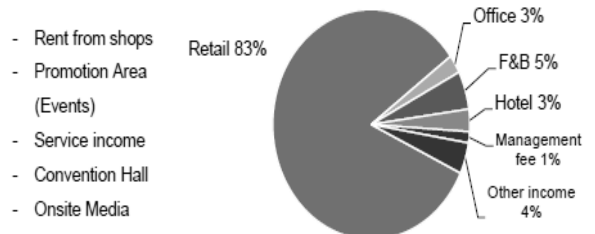
ปัจจุบันกลุ่มของ CPN มีศูนย์การค้าทั้งหมด 30 แห่ง คิดเป็นพื้นที่รวม 1.6 ล้านตรม. แบ่งเป็นศูนย์ในกรุงเทพฯและปริมณฑล 13 แห่ง และในต่างจังหวัด 17 แห่ง ในจำนวนนี้เป็นศูนย์ที่ CPN เป็นเจ้าของโครงการเอง 26 แห่ง (พื้นที่ขาย 1.4 ล้านตรม.) ส่วนอีก 4 โครงการอยู่ภายใต้ CPNRF (เซ็นทรัลพระราม 2, เซ็นทรัลพระราม 3, เซ็นทรัลปิ่นเกล้า, เซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต) บริษัทวางแผนระยะยาว 5 ปี (ปี 2017-2021) เพิ่มพื้นที่เช่าจาก 1.61 ล้านตรม.ในปี 2016 เป็น 2.22 ล้านตรม.ในปี 2021 หรือเพิ่มเฉลี่ย 6% ต่อปี (เราใช้ 4.5% ในประมาณการ) คิดเป็นการเปิดศูนย์การค้าใหม่เฉลี่ยปีละ 3 แห่ง แต่สำหรับปี 2017 จะเปิด 2 แห่งคือเซ็นทรัลพลาซ่า นครราชสีมา (ตัน พ.ย.) และเซ็นทรัลพลาซ่า มหาชัย (ปลาย พ.ย.) ส่วนปี 2018 มีแผนเปิดเซ็นทรัลภูเก็ตในช่วง 1Q18 และในต่างประเทศแห่งแรกที่มาเลเซียคือ Central i-City (CPN ถือ 40%) ใน 4Q18 และคาดมีอีก 1 แห่งในประเทศในช่วง 2H18

พื้นที่ให้เช่ารวม



Source: CPN, FSS Research

โครงสร้างรายได้ 2Q17



Source: CPN

CentralPlaza Nakhon Ratchasima	CentralPlaza Mahachai
Investment cost <sup>(1)</sup> : THB 5.00 bn	Investment cost <sup>(1)</sup> : THB 3.20 bn
NLA <sup>(2)</sup> : 56,000 sqm	NLA <sup>(2)</sup> : 28,850 sqm
Joint developer <sup>(3)</sup> : Central Department Store	Joint developer <sup>(3)</sup> : Robinson Department Store
Land Size: 26 acres (65 rais) (Freehold)	Land Size: 40 acres (100 rais) (Freehold)
Parking: 3,500 cars	Parking: 1,500 cars
Leasing Progress: 70%	Leasing Progress: 77%

CentralPhuket
Investment cost <sup>(1)</sup> : THB 6.65 bn
NLA <sup>(2)</sup> : 63,000 sqm
Joint developer <sup>(3)</sup> : -
Land Size: 22 acres (57 rais) (Leasehold)
Parking: 3,000 cars
Leasing Progress: TBA

Timeline: 2017 → Nov -17 → Nov-17 → 2018 → 1Q18 → 2021

Source: CPN

11 additional projects '18-'21  
(BKK:Provinces = 50:50)

เพิ่มอัตราค่าเช่าหลังปรับปรุงศูนย์การค้า

การทยอยปรับปรุงพื้นที่เช่าในศูนย์การค้าสม่ำเสมอเพิ่มความน่าสนใจของพื้นที่ เพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ดึงดูดผู้เช่า และผู้บริโภคให้เข้ามาในศูนย์การค้ามากขึ้น เพื่อผลในการปรับเพิ่มค่าเช่า สำหรับปี 2017 บริษัทปรับปรุงพื้นที่ใน 5 ศูนย์การค้า โดย 2 ศูนย์เป็นของ CPN เองคือ Central World และ Central Festival ภูเก็ต สำหรับ Central World จะทำทั้งหมด 70% ของแผน (ตั้งเป้าแล้วเสร็จเดือน พ.ค. 2018) ทำให้ Occupancy rate ในช่วงปิดปรับปรุงลดจากปกติที่ 91% เหลือ 80% ต่อเนื่องถึง พ.ค. 2018 ส่วนที่อีก 3 ศูนย์ (เซ็นทรัลพระราม 2, เซ็นทรัลพระราม 3, เซ็นทรัลเชียงใหม่แอร์พอร์ต) อยู่ภายใต้ CPNRF ซึ่งจะปรับปรุงให้แล้วเสร็จประมาณเดือน ธ.ค. นี้ ผลประกอบการปกติจะชะลอลงชั่วคราวใน 3Q17 แต่ผลดีคือค่าเช่าน่าจะเพิ่มขึ้นได้ 8-10% สำหรับ Central World เพราะเป็นการปรับปรุงครั้งใหญ่ แต่ศูนย์อื่นๆ เราตั้งสมมติฐานค่าเช่าเพิ่มเฉลี่ย 5% ต่อปี

**แผนรุกต่างประเทศ อีกช่องทางขยายการเติบโตในระยะยาว**

Central i-City Malaysia เป็นศูนย์การค้าแห่งแรกในต่างประเทศของ CPN ซึ่งถือหุ้น 60% อีก 40% ถือโดยบริษัท I-R&D Sdn. Bhd. (IRD) มีพื้นที่เช่าประมาณ 89,700 ตรม. ใช้เงินลงทุนทั้งหมด 8.3 พันล้านบาท ปัจจุบันทำสัญญากับผู้เช่ารายใหญ่แล้วและกำลังติดต่อผู้เช่ารายย่อยต่อไป คาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินการใน 4Q18 บริษัทอยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้อีกหลายประเทศในภูมิภาคเอเชียที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจและกำลังซื้อสูง เช่น เวียดนาม อินโดนีเซีย เป็นต้น ลักษณะการลงทุนในต่างประเทศจะเป็นการร่วมทุนกับพันธมิตรในประเทศนั้นๆ โดย CPN จะเป็นผู้บริหารอสังหาริมทรัพย์ของโครงการ ในแผน 5 ปีของบริษัท ตั้งเป้าเปิดปีละ 1 ศูนย์ซึ่งเราไม่ได้นำมารวมในประมาณการ

**เริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจใหม่คือคอนโดตั้งแต่ปี 2018**

การทำธุรกิจคอนโดเป็นการใช้พื้นที่ในโครงการให้มีศักยภาพมากที่สุดและหนุนธุรกิจศูนย์การค้าซึ่งเป็นธุรกิจหลักให้เกิดประโยชน์ โดยคอนโดแบรนด์ "Escent" 3 แห่งแรกที่เปิดขายใน 2Q16 ที่เชียงใหม่ ระยอง และขอนแก่น ขายได้ 100% แล้ว โดยที่เชียงใหม่และระยองจะเริ่มโอนได้ภายใน 1Q18 และที่ขอนแก่นจะเริ่มโอนใน 2Q18 คอนโดทั้ง 3 โครงการอยู่บนที่ดินบริเวณศูนย์การค้าในโครงการของ CPN เอง มีมูลค่ารวมประมาณ 3 พันล้านบาท

บริษัทวางแผนพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 3 แห่งต่อปีบนที่ดินของศูนย์การค้าในทำเลที่มีศักยภาพเพื่อต่อยอดธุรกิจต่อไป โดยมีพื้นที่บริเวณศูนย์การค้าปัจจุบันอยู่ประมาณ 17 แห่งที่เหลือพอจะพัฒนาได้ได้สำหรับปี 2017 ในช่วงเดือน ต.ค. ถึง ธ.ค. จะเปิดขายโครงการใหม่อีก 3 แห่งคือที่นครราชสีมา เชียงราย และเชียงใหม่ มูลค่ารวมประมาณ 2 พันล้านบาท

เราประเมินรายได้โอนจากคอนโดในปี 2018 ที่ 1.9 พันล้านบาท และปี 2019 ที่ 1.1 พันล้านบาท และคาดการณ์รายได้โอนในปีถัดๆ ไปเฉลี่ยปีละ 1.8 พันล้านบาท ตั้งสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น 32-33%

 <p><b>ESCENT Chiangmai</b> 400 Units, 26-storey condo 100% pre-sales Transfer: 1Q18</p>	 <p><b>ESCENT Khonkaen</b> 408 Units, 24-storey condo 100% pre-sales Transfer: 2Q18</p>	 <p><b>ESCENT Rayong</b> 419 Units, 25-storey condo 100% pre-sales Transfer: 1Q18</p>				
		<p><b>New projects launched in 2017, total value of THB 2 bn</b></p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="916 1937 1268 2040"> <p><b>ESCENT Nakhon Ratchasima</b> 380 Units 21-storey condo Pre-sale: Nov'17</p> </td> <td data-bbox="1268 1937 1508 2040"> <p><b>ESCENT Chiangmai</b> 450 Units 8-storey condo Pre-sale: Dec'17</p> </td> </tr> <tr> <td colspan="2" data-bbox="916 1798 1508 1937"> <p><b>ESCENT Chiangrai</b> 312 Units 8-storey condo Pre-sale: Oct'17</p> </td> </tr> </table>	<p><b>ESCENT Nakhon Ratchasima</b> 380 Units 21-storey condo Pre-sale: Nov'17</p>	<p><b>ESCENT Chiangmai</b> 450 Units 8-storey condo Pre-sale: Dec'17</p>	<p><b>ESCENT Chiangrai</b> 312 Units 8-storey condo Pre-sale: Oct'17</p>	
<p><b>ESCENT Nakhon Ratchasima</b> 380 Units 21-storey condo Pre-sale: Nov'17</p>	<p><b>ESCENT Chiangmai</b> 450 Units 8-storey condo Pre-sale: Dec'17</p>					
<p><b>ESCENT Chiangrai</b> 312 Units 8-storey condo Pre-sale: Oct'17</p>						

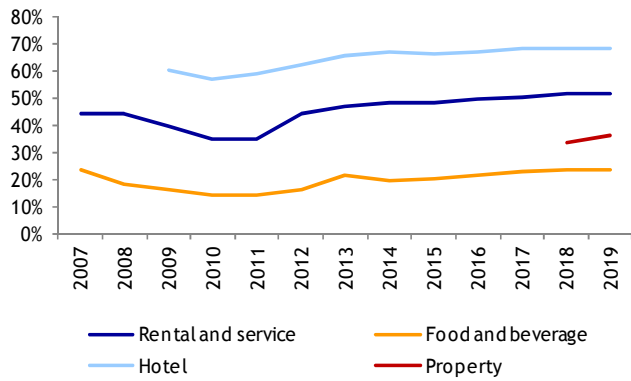
Source: CPN

**ประสิทธิภาพการทำกำไรสูงจากการคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ**

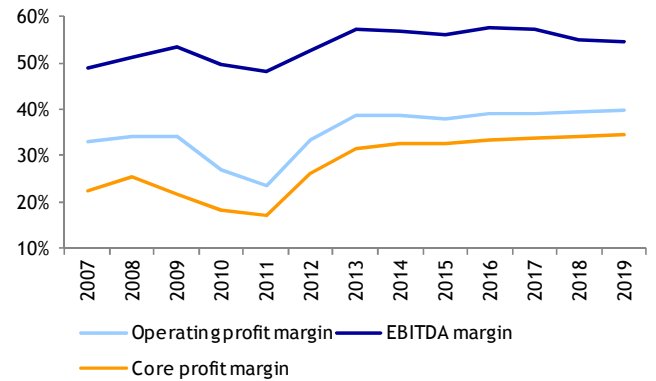
ตลอดหลายปีที่ผ่านมา อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจให้เช่าพื้นที่ในศูนย์การค้า (ซึ่งเป็นรายได้หลักมีสัดส่วนประมาณ 82-85% ของรายได้รวม) อยู่ในระดับกว่า 45% ยกเว้นปี 2009 – 2011 ซึ่งประสบปัญหาทั้งเหตุการณ์ไฟไหม้ตึกเวสต์เทรตและเหตุน้ำท่วมใหญ่ แต่หลังจากนั้นเป็นต้นมาถึงในช่วง 1H17 อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเช่าพื้นที่ในศูนย์การค้าอยู่ที่ 52% ส่วนธุรกิจศูนย์อาหาร (สัดส่วน 5% ของรายได้รวม) มีอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 16% ในช่วง 5 ปีก่อนเป็น 22% ในช่วง 1H17 และธุรกิจโรงแรมซึ่งมี 2 แห่งคือโรงแรมเซ็นทาราและคอนเวนชันเซ็นเตอร์อูตรธานี และโรงแรมฮิลตัน พัทยา ห้องพักรวม 561 ห้อง (สัดส่วน 3% ของรายได้รวม) มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ระดับ 65-67% และในช่วง 1H17 อยู่ที่ 69.3%

ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยทุกธุรกิจอยู่ที่ 48-49% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะขยับขึ้นสู่ระดับ 50% อีกครั้งในปี 2018 เป็นต้นไปหลังการปรับปรุง Central World และศูนย์อีกหลายแห่งตั้งแต่ 2H17 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสามารถควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยอยู่ในระดับ 16-17% ของรายได้รวม ทำให้ EBITDA margin เพิ่มต่อเนื่องมาอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 55% ขึ้นไป

Gross margin รายธุรกิจ



Operating, EBITDA, Core profit Margins

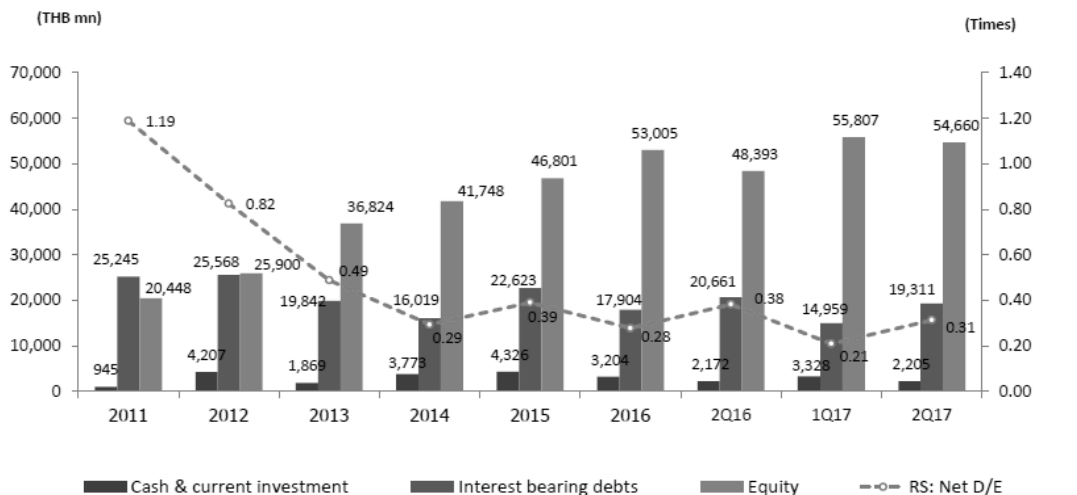


Source: CPN, FSS Research

ฐานะการเงินแข็งแกร่งมาก

โครงสร้างทางการเงินของ CPN แข็งแกร่งมาก สัดส่วน Net Interest-bearing D/E อยู่ที่ 0.3-0.4 เท่า ห่างไกลจากข้อกำหนดของธนาคารเจ้าหนี้ที่ 1.75 เท่าอย่างมาก บริษัทมีแผนลงทุน (CAPEX) ประมาณ 1.5-1.7 หมื่นล้านบาทต่อปีในช่วง 1-3 ปีนี้ แหล่งเงินทุนส่วนใหญ่กว่า 80% จะมาจากกระแสเงินสดของธุรกิจที่คาดว่าจะทำได้ปีละไม่ต่ำกว่า 1.5 หมื่นล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ซึ่งเราคาดว่า CPN จะยังรักษาสัดส่วน Net Interest-bearing D/E ให้อยู่ในระดับไม่เกิน 0.5 เท่าได้ และรักษาอัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout ratio) ในระดับ 40% ได้

CPN's net D/E stood at 0.31 times, against its debt covenant of 1.75 times.

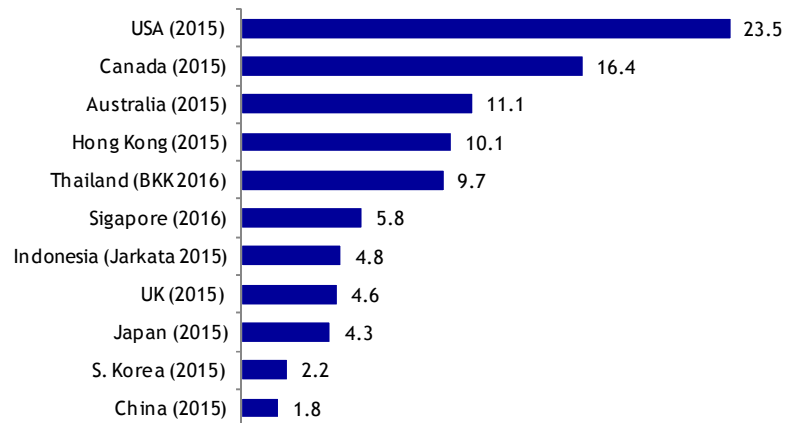


Source: CPN

### พฤติกรรมที่แตกต่างทำให้การค้าปลีก Online ยังไม่เป็นอุปสรรคต่อห้างสรรพสินค้าในไทย

การปิดสาขาของร้านค้าปลีกและห้างสรรพสินค้าหลายแห่งในสหรัฐ ไม่ว่าจะเป็น Macy's, J.C. Penny, Sears, Kmart, RadioShack เป็นต้น จากเทรนด์ Online ที่เติบโตอย่างก้าวกระโดด เชื่อว่าจะยังไม่เป็นอุปสรรคต่อร้านค้าปลีกหรือห้างสรรพสินค้าในไทยอย่างน้อยในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า เพราะสัดส่วนการค้าปลีก Online ปัจจุบันยังต่ำกว่า 5% ของรายได้รวมของผู้ประกอบการ Modern trade การเพิ่มขึ้นในแต่ละปียังไม่สูงนัก ประกอบกับพฤติกรรมของผู้บริโภคไทยที่ชอบสังสรรค์หรือทานข้าวนอกบ้าน นิยมใช้ห้างสรรพสินค้าเป็นที่นัดพบ หรือทำกิจกรรมกับครอบครัว และเพื่อนฝูง

#### Shopping centre floor space per capita (sq.ft NLA)



Source: CapitaLand

### ต่อยอดจากโครงการ Mixed-use ที่ร่วมลงทุนกับ DTC

โครงการที่ CPN ร่วมทุนกับ DTC จะพัฒนาเป็น Mixed-use development มีโรงแรม ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน และที่พักอาศัย บนที่ดิน 23 ไร่ โดยบริษัทได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน 4 แห่งคือ 1. บ.วิมานสุริยา ดำเนินธุรกิจโรงแรม เรสซิเดนซ์ และโครงสร้างอาคารศูนย์การค้า (CPN 40% : DTC 60%) 2. บ.สวนลุมพรีอเพอร์ตี ดำเนินธุรกิจโครงการศูนย์การค้า (CPN 85% : DTC 15%) 3. บ.พระราม 4 เดเวลอปเม้นท์ ดำเนินธุรกิจโครงการอาคารสำนักงาน (CPN 90% : DTC 10%) 4. บ.ศาลาแดง พร็อพเพอร์ตี แมนเนจเม้นท์ ดำเนินธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงาน (CPN 100%)

มูลค่าโครงการทั้งสิ้น 3.67 หมื่นล้านบาท เป็นส่วนของ CPN 1.74 หมื่นล้านบาทซึ่งจะใช้เวลาในปี 2017-2018 ประมาณ 2.41 พันล้านบาท ส่วนที่เหลือทยอยใช้จนถึงปี 2024 โครงการนี้จะสร้างประโยชน์ให้ทั้ง CPN และ DTC ในระยะยาว (สิทธิในการเช่าที่ดิน 60 ปี) อ้างอิงจากแผนพัฒนาของทั้ง 2 บริษัทโรงแรมและศูนย์การค้าจะเริ่มให้บริการได้ในปี 2021 ส่วนโครงการที่พักอาศัยจะเริ่มขายในปี 2018 และเริ่มโอนปี 2023 ศูนย์การค้า ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รวมโครงการนี้ในประมาณการ

### คาดการณ์กำไรปกติปี 2017 +8% และจะเร่งตั้งเป็น +23% ในปี 2018

เรคาดกำไรปกติ 3Q17 หดตัว 10.3% Q-Q และ 4.9% Y-Y เหลือ 2.23 พันล้านบาทจากผลกระทบของการปิดปรับปรุงศูนย์การค้าหลายแห่ง แต่จะได้รับค่าสินไหมจากการประกันภัยการก่อการร้าย 3.5 พันล้านบาทเต็มจำนวนโดยไม่เสียภาษี เพราะเป็นการรับผ่านกองทุนรวมธุรกิจไทย 4 ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPN และเป็นเจ้าของสิทธิการเช่าโครงการเซ็นทรัลเวิลด์ ทำให้กำไรสุทธิ 3Q17 จะเป็น 5.73 พันล้านบาท (+130% Q-Q, +144% Y-Y)

สำหรับกำไรปกติทั้งปี 2017 เราคาดเติบโตจากปีก่อนเพียง 8.3% เป็น 10,011.0 ล้านบาท (แต่คาดการณ์กำไรสุทธิ +46.2%) จากรายได้รวมที่เพิ่มขึ้นเพียง 7.1% เป็นอัตราการเติบโตที่ต่ำสุดในรอบ 7 ปีเพราะรับรู้รายได้เต็มปีเพียง 1 ศูนย์ที่เปิดใหม่ในปีก่อน และในปีนี้มี 2 ศูนย์ที่เปิดใหม่ในเดือน พ.ย. บวกกับการปิดปรับปรุง 5 ศูนย์การค้าทำให้ Occupancy rate ลดลงเหลือ 85% จาก 93-96% ในช่วงหลายปีก่อน แต่

กำไรจะเติบโตในอัตราเร่งในปี 2018 เราคาด +23.0% เป็น 12,313.7 ล้านบาท บนสมมติฐานรายได้รวมเติบโต 22% จากการรับรู้รายได้เต็มปีของศูนย์การค้าที่เปิดในปีนั้นและที่ทยอยเปิดปีหน้า รายได้ของธุรกิจ F&B ที่สูงขึ้นตามการบริโภคที่คาดว่าจะกลับมาเป็นปกติ และรับรู้รายได้จากคอนโด 3 แห่ง ทั้งนี้ คาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรปี 2018-20 ที่ 14% CAGR

ราคาเป้าหมายปี 2018 เท่ากับ 93 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินมูลค่า CPN ในปี 2018 ได้เท่ากับ 93 บาท (DCF, WACC 8.7%, Long-term growth 3%) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied PE ปี 2018 ที่ 33.9 เท่า, PEG 1.4 เท่า และ EV/EBITDA 23.5 เท่า อยู่ในเกณฑ์เฉลี่ยของกลุ่มค่าปลีกประเภท Modern Trade ไม่ถือว่าแพงเกินไป

#### Sensitivity analysis

		Total equity value (Btm)		
		Terminal EBITDA multiple		
		2.5x	3.0x	3.5X
Discount Rate (WACC)	8%	430,848	471,240	525,096
	9%	363,528	394,944	430,848
	10%	314,160	336,600	363,528

		Price per share (Bt)		
		Terminal EBITDA multiple		
		2.5x	3.0x	3.5X
Discount Rate (WACC)	8%	96	105	117
	9%	81	88	96
	10%	70	75	81

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Revenue	24,283	27,634	29,594	36,115	39,537
Cost of sales	12,634	14,041	14,994	18,237	19,845
Gross profit	11,649	13,593	14,600	17,878	19,691
SG&A	4,030	4,406	4,987	5,887	6,437
Operating profit	7,618	9,187	9,614	11,991	13,255
Other income	1,589	1,627	1,952	2,275	2,451
EBIT	9,208	10,814	11,566	14,266	15,706
EBITDA	13,658	15,937	16,919	19,869	21,559
Interest expense	509	633	388	426	444
Tax on income	1,431	1,686	1,857	2,300	2,537
Earnings after tax	8,018	9,347	10,125	12,444	13,726
Minority Interests	-137	-103	-114	-130	-133
Norm profit	7,880	9,244	10,011	12,314	13,593
Extraordinary items	0	0	3,500	0	0
Net profit	7,880	9,244	13,511	12,314	13,593

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Cash	2,578	2,489	2,063	2,464	2,039
Accounts receivable	2,798	3,027	3,405	3,958	4,224
Inventory	0	0	0	0	0
Other current assets	13	428	858	903	712
Total current assets	7,137	6,659	6,487	7,485	7,135
Investments	5,586	6,226	6,277	6,415	6,644
Plant, property & equipment	1,939	1,797	1,736	1,675	1,614
Other assets	13,587	13,146	12,872	12,748	12,631
Total assets	103,045	104,527	110,272	116,223	121,924
Short-term loans	0	0	2,200	1,000	0
Accounts payable	6,101	6,374	6,819	7,595	7,938
Current maturities	5,866	5,390	2,700	2,700	2,700
Other current liabilities	3,563	3,115	3,078	3,178	3,044
Total current liabilities	15,530	14,878	14,797	14,473	13,682
Long-term debt	17,454	13,197	12,200	12,600	12,560
Other non-current liab.	23,259	23,647	23,885	24,074	24,305
Total non-current liab.	40,714	36,844	36,085	36,674	36,865
Total liabilities	56,243	51,723	50,882	51,147	50,547
Registered capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Paid up capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Share premium	8,559	8,559	8,559	8,559	8,559
Legal reserve	224	224	224	224	224
Retained earnings	34,950	41,052	47,313	52,999	59,299
Minority Interests	865	968	1,092	1,092	1,092
Shareholders' equity	46,801	53,005	59,390	65,076	71,376

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Net profit	8,018	9,347	13,511	12,314	13,593
Depreciation etc.	4,450	5,123	5,353	5,603	5,853
Change in working capital	954	-785	-4,786	-3,633	-3,692
Other adjustments	364	688	1,968	570	613
Cash flow from operation	13,785	14,373	16,046	14,854	16,367
Capital expenditures	-15,163	-5,340	-11,253	-12,850	-11,700
Others	-1,599	-602	651	1,684	1,385
Cash flow from investing	-16,761	-5,942	-10,602	-11,166	-10,315
Free cash flow	-2,976	8,431	5,444	3,688	6,052
Net borrowings	6,605	-4,719	-2,580	510	-800
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividend paid	-2,917	-3,141	-4,004	-4,925	-5,437
Others	-621	-660	715	1,128	-240
Cash flow from financing	3,067	-8,520	-5,869	-3,287	-6,477
Net Change in cash	91	-89	-426	401	-425

Important Ratios (Consolidated)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	8.9	13.8	7.1	22.0	9.5
EBITDA	7.6	16.7	6.2	17.4	8.5
Net profit	7.8	17.3	46.2	-8.9	10.4
Norm profit	7.8	17.3	8.3	23.0	10.4
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	48.0	49.2	49.3	49.5	49.8
EBITDA margin	56.2	57.7	57.2	55.0	54.5
EBIT margin	37.9	39.1	39.1	39.5	39.7
Norm profit margin	32.5	33.5	33.8	34.1	34.4
Net profit margin	32.5	33.5	45.7	34.1	34.4
Normalized ROA	8.2	8.9	12.6	10.9	11.4
Normalized ROE	17.8	18.5	24.0	19.8	19.9
Normalized ROCE	10.5	12.1	12.1	14.0	14.5
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
Net D/E	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
Net debt/EBITDA	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.76	2.06	3.01	2.74	3.03
Norm EPS	1.76	2.06	2.23	2.74	3.03
EBITDA	3.04	3.55	3.77	4.43	4.80
Book value	10.43	11.81	13.23	14.50	15.90
Dividend	0.70	0.83	0.89	1.10	1.21
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	44.8	38.2	26.2	28.7	26.0
Norm P/E	44.8	38.2	35.3	28.7	26.0
P/BV	7.6	6.7	6.0	5.4	5.0
EV/EBITDA	29.8	25.3	23.8	20.2	18.6
Dividend Yield	0.9	1.1	1.1	1.4	1.5

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา ไทยซัมมิท</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 2</b> เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรศรี ๓ ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.อิมเปี๊ยะ ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ อ.เมืองภูเก็ต ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ห้วยยอด อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>
<p><b>สาขา บัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.บัตตานี</p>				

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือคิดว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทของสวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน



Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC