

<b>Current BUY</b>	Previous BUY	Close 78.00	2019 TP 93.00	Exp Return + 19.2%	THAI CAC Certified	CG 2017 5
--------------------	--------------	-------------	---------------	--------------------	--------------------	-----------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	9,244	10,068	11,749	12,615
Net profit	9,244	13,568	12,057	12,615
Normalized EPS (Bt)	2.06	2.24	2.62	2.81
% growth Y-Y	17.3	8.9	16.7	7.4
EPS (Bt)	2.06	3.02	2.69	2.81
% growth Y-Y	17.3	46.8	-11.1	4.6
Dividend (Bt)	0.83	1.40	1.21	1.26
BV/share (Bt)	11.81	14.23	15.37	16.55
EV/EBITDA (x)	25.0	24.0	20.9	19.7
Normalized PER (x)	37.9	34.8	29.8	27.8
PER (x)	37.9	25.8	29.0	27.8
PBV (x)	6.6	5.5	5.1	4.7
Dividend yield (%)	1.1	1.8	1.5	1.6
ROE (%)	18.5	23.2	18.5	18.7
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates

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

 Finasia Syrus Securities

 @fnsyrus

**กำไรปกติ 3Q18 ชะลอ 10.7% Q-Q เพราะต้นทุนค่าใช้จ่ายเพิ่ม**

**กำไรปกติ 3Q18 -10.7% Q-Q, +5.5% Y-Y เพราะต้นทุนและค่าใช้จ่ายเพิ่ม**

CPN รายงานกำไรสุทธิ 3Q18 เท่ากับ 2,928 ล้านบาท โดยมีรายการทางบัญชีเป็นการปรับปรุงค่าเช่าที่ดินของเซ็นทรัลพระราม 2 จำนวน 308 ล้านบาท หากตัดรายการดังกล่าวออก จะเป็นกำไรปกติ 2,620.1 ล้านบาท -10.7% Q-Q, +5.5% Y-Y ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ 6% ซึ่งเกิดจากต้นทุนค่าเช่าที่ดินและการตัดจำหน่ายสิทธิของเซ็นทรัลพระราม 2 ที่เพิ่มขึ้นเพราะมีการต่อสัญญา และต้นทุนค่าเสื่อมเพิ่มจากการเปิดศูนย์ใหม่ รวมถึงค่าสาธารณูปโภค (30% ของต้นทุนค่าเช่าและบริการ) เพิ่มขึ้นจากอัตราค่า Ft ที่สูงขึ้น ค่าบุคลากรและค่าโฆษณาเพิ่ม ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมทุกธุรกิจลดลงเล็กน้อยเป็น 47.5% จาก 48.0% ใน 2Q18 และ 48.5% ใน 3Q17 รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มจากการกู้เงินเพื่อซื้อ GLAND นอกจากนี้ รายได้จากการโอนคอนโดในไตรมาสนี้ลดลงหลังจากโอนไปเป็นจำนวนมากในไตรมาสก่อน

**ธุรกิจหลักยังทำได้ดีและโตต่อเนื่อง**

รายได้ค่าเช่าศูนย์ต่างๆ ทั้ง 33 แห่ง (พื้นที่เช่า 1.7 ล้าน ตรม.) ซึ่งเป็นรายได้หลัก (กว่า 80% ของรายได้รวม) ยังคงเติบโตต่อเนื่อง +4.2% Q-Q, +10.6% Y-Y จากการเปิดห้างใหม่ที่นครราชสีมาและมหาชัยในช่วงปลายปีก่อน และภูเก็ตในปีนี้มี Occupancy rate เฉลี่ยสูง 92% อัตราค่าเช่าเฉลี่ยของศูนย์เดิม (Same store rental rate) +3.9% Y-Y จาก 1,600 บาท/ตรม./เดือน เป็น 1,663 บาท/ตรม./เดือน นอกจากนี้ ไตรมาสนี้ CPN รับรู้ผลการดำเนินงานของ GLAND เข้ามา 1 เดือนหลังจากซื้อหุ้นได้ 50.43% เมื่อเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ไม่มีผลกระทบต่อผลประกอบการของ CPN อย่างมีนัยสำคัญ แต่เป็นโอกาสต่อยอดทางธุรกิจในอนาคต จากปัจจุบันที่ GLAND มีสำนักงานให้เช่า 3 อาคาร และมีคอนโด 1 โครงการ (1,991 ยูนิต)

**ปรับประมาณการลงเล็กน้อย ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2019 ที่ 93 บาท**

กำไรปกติ 9M18 เท่ากับ 8,377.8 ล้านบาท +8.2% Y-Y คิดเป็น 68% ของประมาณการทั้งปีเดิม เราปรับประมาณการกำไรปีนี้ลงเล็กน้อยให้สอดคล้องกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มมากกว่าคาดใน 3Q18 กำไรปกติปี 2018 ยังโต 16.7% Y-Y และคาดปีหน้าโตต่อเนื่อง +7.4% Y-Y ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2019 ที่ 93 บาท (DCF) คงคำแนะนำซื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, การแข่งขันรุนแรง บริษัทไม่สามารถปรับตัวกับพฤติกรรมของลูกค้าที่เปลี่ยนไปได้

3Q18 Earnings Results						Comment
(Bt mn)	3Q18	2Q18	%Q-Q	3Q17	%Y-Y	
Revenues	8,646	8,878	-2.6	7,103	21.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้รวมชะลอจาก 2Q18 เพราะรายได้จากคอนโดลดลงมากหลังจากโอนไปเป็นจำนวนมากในไตรมาสก่อน แต่รายได้จากธุรกิจหลักคือค่าเช่าศูนย์ทั้ง 33 แห่งยังโตต่อเนื่อง +4.2% Q-Q, +10.6% Y-Y</li> <li>อัตรากำไรขั้นต้นชะลอเพราะต้นทุนค่าเช่า ค่าสาธารณูปโภค ค่าบุคลากร ค่าโฆษณา เพิ่มขึ้นจากการเปิดศูนย์ใหม่</li> <li>ฐานะการเงินแข็งแกร่ง แม้ว่าเงินกู้ระยะสั้นจะเพิ่มขึ้น 1 หมื่นล้านบาทเพื่อซื้อหุ้น GLAND 50.43% แต่อัตรานี้สินที่จ่ายดอกเบี้ยต่อหุ้นก็เพิ่มเป็นเพียง 0.5 เท่าจากไตรมาสก่อนที่อยู่ 0.16 เท่า</li> </ul>
Cost of services	4,539	4,618	-1.7	3,661	24.0	
Gross profit	4,765	4,260	-3.6	3,442	19.3	
SG&A	1,598	1,438	11.1	1,160	37.8	
Interest expense	110	28	287.9	97	13.2	
Normalized earnings	2,620	2,935	-10.7	2,483	5.5	
Net profit	2,928	2,935	-0.3	5,983	-51.1	
EPS (Bt)	0.65	0.65	-0.3	1.33	-51.1	
Gross margin (%)	47.5	48.0	-0.5	48.5	-1.0	
EBITDA margin (%)	53.8	53.6	0.2	59.4	-5.7	
Net profit margin (%)	30.0	33.1	-2.8	35.0	-4.6	

Source: Company and 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> (สำนักงานสนับสนุน) 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 พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 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> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สิ้นธร 1</b> 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหვნง (สิ้นธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหვნง 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สิ้นธร 3</b> 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารราส ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารมี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อัมศุลาธิม</b> 990 อาคารอัมศุลาธิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ 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 ชั้น 2 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> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓. หนองแข้ง 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> อาคารเมลิเพลส 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> 813/30 ถ.นเรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก 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 ชั้นลอย 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 ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง 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.สุระมิแลอ 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือหรือความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

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") เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)