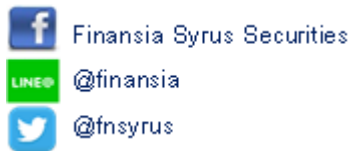


<b>Current BUY</b>	Previous BUY	Close 65.25	2019 TP 93.00	Exp Return + 42.5%	THAI CAC Certified	CG 2018 5
--------------------	--------------	-------------	---------------	--------------------	--------------------	-----------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	10,068	10,823	12,012	13,325
Net profit	13,568	11,216	12,012	13,325
Normalized EPS (Bt)	2.24	2.41	2.68	2.97
% growth Y-Y	8.9	7.5	11.0	10.9
EPS (Bt)	3.02	2.50	2.68	2.97
% growth Y-Y	46.8	-17.3	7.1	10.9
Dividend (Bt)	1.40	1.13	1.20	1.19
BV/share (Bt)	14.23	16.53	17.66	19.03
EV/EBITDA (x)	20.7	20.5	18.9	17.0
Normalized PER (x)	29.1	27.1	24.4	22.0
PER (x)	21.6	26.1	24.4	22.0
PBV (x)	4.6	3.9	3.7	3.5
Dividend yield (%)	2.1	1.7	1.8	2.0
ROE (%)	23.2	16.2	15.7	16.2
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



### กำไรปกติ 2Q19 ต่ำกว่าคาดเล็กน้อยเพราะต้นทุนค่าใช้จ่ายเพิ่ม

#### กำไรปกติ 2Q19 ต่ำกว่าคาด 7% จากรายจ่ายบุคลากรและค่าโฆษณาสูงกว่าคาด

CPN รายงานกำไรสุทธิ 2,469.7 ล้านบาทใน 2Q19 โดยมี Employee benefit ตามกม.แรงงานใหม่ 116 ล้านบาทและมีรายการปรับปรุงค่าใช้จ่ายย้อนหลังของ GLAND 15 ล้านบาท หากตัดรายการพิเศษออก จะเป็นกำไรปกติ 2,600.7 ล้านบาท -7.2% Q-Q, -11.4% Y-Y ต่ำกว่าเราและตลาดคาดราว 7% ทิศทางของกำไรที่ลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y เป็นที่คาดการณ์อยู่แล้ว แต่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มสูงกว่าคาดเป็น 19.5% ของรายได้รวม เพิ่มจาก 17.5% ใน 1Q19 และ 16.7% ใน 2Q18 บริษัทชี้แจงว่าเป็นค่าบุคลากรส่วนกลางและผู้บริหาร รวมถึงค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์

#### ธุรกิจศูนย์การค้าและศูนย์อาหารยังดีแต่ต้นทุนเพิ่มเล็กน้อย

นอกเหนือจากค่าใช้จ่ายขายและบริหารที่สูงกว่าคาดแล้ว ธุรกิจโดยรวมยังอยู่ในเกณฑ์ดีใน 2Q19 รายได้จาก Property -64.1% Y-Y เพราะใน 2Q18 มีการโอนคอนโด Escent หลายแห่ง แต่ใน 2Q19 เริ่มโอนคอนโด Escent Ville เชียงใหม่บางส่วน และมีโครงการบ้านเดี่ยวและคอนโดของ GLAND โอนเพียงเล็กน้อย ส่วนรายได้จากค่าเช่าศูนย์การค้ายังเติบโตดี +2.4% Q-Q, +12.4% Y-Y Same Store Rental +4.2% Y-Y เร่งตัวขึ้นจาก 1Q19 ที่ +2.4% Y-Y ส่วน Occupancy rate เฉลี่ยอยู่ที่ 91% ศูนย์การค้าหลายแห่งยังเติบโตได้ดีเช่น Central Plaza Westgate, Central Festival Eastville, Central Festival Chiangmai ในไตรมาสนี้ยังรับรู้ Central i-City มาเลเซียเต็มไตรมาส ขณะที่บางพื้นที่ยังมีการแข่งขันแรง (โคราช) ต้องให้ส่วนลดเพิ่ม สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยลดลงเป็น 47.7% จาก 50.2% ในไตรมาสก่อน เพราะอัตรากำไรของธุรกิจศูนย์การค้าที่ลดลงเนื่องจากมีค่าเสื่อมราคาและค่าบุคลากรของห้างใหม่ที่เปิดตัว และค่าไฟ (30% ของต้นทุนค่าเช่าและบริการ) ที่เพิ่มต่อเนื่องจากห้างใหม่ที่เปิด

#### คงประมาณการและราคาเป้าหมาย 93 บาท แนะนำซื้อ

กำไรปกติ 1H19 อยู่ที่ 5,402.9 ล้านบาท -6.2% Y-Y จากต้นทุนและค่าซ่อมแซมที่เพิ่มสูงขึ้น คิดเป็น 45% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มจะดีขึ้นใน 2H19 จากความนิยมของ Central i-City มาเลเซียที่ค่อยๆเพิ่มขึ้น การเปิด Central Village เดือน ก.ย. และการเริ่มโอนคอนโด Escent เชียงรายและโคราช และ Phyll Pahol 34 ใน 4Q19 เรายังคงประมาณการและราคาเป้าหมายที่ 93 บาท (DCF) คงคำแนะนำ ซื้อ

ความเสี่ยง - เศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, การแข่งขันรุนแรง บริษัทไม่สามารถปรับตัวกับพฤติกรรมของลูกค้าที่เปลี่ยนไปได้

2Q19 Earnings Results						
(Bt mn)	2Q19	1Q19	%Q-Q	2Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	8,634	8,142	6.0	8,610	0.3	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้ 2Q19 มีธุรกิจ Property เป็นตัวแปรเพราะการโอนคอนโดเพิ่มขึ้นจาก 1Q19 แต่ลดลงจาก 2Q18 มากเพราะคอนโดที่สร้างเสร็จและเริ่มโอนมีเพียง 1 โครงการ ส่วนรายได้ค่าเช่าของศูนย์การค้าและศูนย์อาหารยังเติบโตได้ดี</li> </ul>
Cost of services	4,516	4,055	11.4	4,350	3.8	
Gross profit	4,118	4,087	0.7	4,260	-3.3	
SG&A	1,815	1,421	27.7	1,438	26.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gross margin ของศูนย์การค้าลดลงจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยเพราะมีค่าเสื่อมจากการเปิดห้างใหม่และค่าไฟที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ค่าบุคลากรและค่าโฆษณาเพิ่มต่อเนื่อง ทำให้ EBITDA margin ลดลงเล็กน้อย</li> </ul>
Interest expense	236	186	26.9	28	731.6	
Normalized earnings	2,802	2,802	14.6	2,822	-0.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>แม้ว่าหนี้เงินกู้และหนี้กู้จะเพิ่มขึ้น แต่ Interest-bearing debt เพิ่มเป็น 0.6 เท่าจาก 0.32 เท่าใน 1Q19 ยังเป็นระดับต่ำอยู่ดี</li> </ul>
Net profit	2,470	2,847	-13.3	2,935	-15.9	
EPS (Bt)	0.55	0.63	-12.7	0.65	-15.4	
Gross margin (%)	47.7	50.2	-2.5	48.0	-0.3	
EBITDA margin (%)	53.8	59.6	-5.8	53.6	0.1	
Net profit margin (%)	28.6	35.0	-5.8	33.1	-4.5	

Source: Company and FSS Research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ก.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ก.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ก.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ก.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) ก.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ก.วิฑูรย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ก.วิฑูรย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ก.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ก.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 อัมตลราฮิม</b> 990 อาคารอัมตลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ก.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ก.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ก.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ก.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ก.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ก.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ก.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ก.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 ก.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ก.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ก.หลวยพุดฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ก.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ก.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ก.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิแอล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำทวีตราของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)