

30 January 2023

Sector: Property Development

Central Pattana

แผนการเติบโต 5 ปีข้างหน้าและเป้าหมายการเติบโตปี 2023E ดีตามคาด

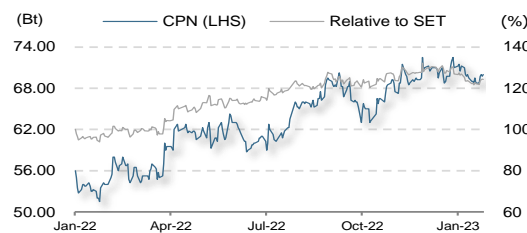
Bloomberg ticker	CPN TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt70.50
Target price	Bt80.00 (maintained)
Upside/Downside	+13%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt76.86
Bloomberg consensus	Buy 20 / Hold 4 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt73.00 / Bt50.50
Market cap. (Bt mn)	315,195
Shares outstanding (mn)	4,488
Avg. daily turnover (Bt mn)	552
Free float	63%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	27,862	24,840	34,960	44,212
EBITDA	16,326	10,746	19,532	23,082
Net profit	9,558	7,148	10,282	12,199
EPS (Bt)	2.13	1.59	2.29	2.72
Growth	-18.6%	-25.2%	43.8%	18.6%
Core EPS (Bt)	1.20	0.85	2.11	2.58
Growth	-53.9%	-29.5%	148.2%	22.6%
DPS (Bt)	0.70	0.60	0.92	1.09
Div. yield	1.0%	0.9%	1.3%	1.5%
PER (x)	33.1	44.3	30.8	25.9
Core PER (x)	58.5	83.0	33.5	27.3
EV/EBITDA (x)	27.8	46.0	25.4	21.7
PBV (x)	4.1	3.9	3.6	3.3

Bloomberg consensus				
Net profit	9,557	7,148	10,260	12,426
EPS (Bt)	2.13	1.59	2.30	2.68



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-1.1%	3.3%	11.0%	36.9%
Relative to SET	-3.4%	-1.6%	4.4%	34.0%

Major shareholders	
1. Central Holding Co., Ltd.	26.21%
2. Thai NVDR Co., Ltd.	6.96%
3. South East Asia UK (Type C) Nominees Ltd.	2.29%

Analyst: Saranrat Panthachotirat (Reg. No. 028916)

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPN และราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 80.00 บาท ซึ่ง SOTP โดยแบ่งเป็น ธุรกิจหลัก = 79.00 บาท ซึ่ง DCF (WACC 7.5%, Terminal Growth 2.5%) และธุรกิจ Residential = 1.00 บาท ซึ่ง Forward PER กลุ่มอสังหาฯที่ 8.0x) โดยเรามองเป็นกลางต่อการประชุมนักวิเคราะห์ (CEO Forum) เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา เพราะเป้าหมายยังเป็นไปตามที่เราคาด โดยเป้าหมายการเติบโตของรายได้ในปี 2023E อยู่ที่ 20-30% YoY (เราคาด 26% YoY) โดยจะทำให้ส่วนลดค่าเช่ากลับมาเท่าช่วง pre-covid ภายใน 1H23E ซึ่งถือว่าเร็วกว่าคาดเดิมที่ 2H23E (แต่เป็นไปตามที่เราคาด) ส่วนเป้าหมายการเติบโตใน 5 ปีข้างหน้า (ปี 2023-2027) รายได้รวมจะโต CAGR ที่ 14-16% ตั้งเป้าสัดส่วนของ Non-Retail จะอยู่ที่ 20-25% (ปัจจุบันที่ 13%) จากธุรกิจ Residential และโรงแรม ส่วนธุรกิจ Retail จะเน้นการขายที่เวียดนามและ SEA มากขึ้น

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2022E/2023E อยู่ที่ 1.0 หมื่นล้านบาท (+44% YoY) / 1.2 หมื่นล้านบาท (+19% YoY) จากการให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงในปี 2022E เหลือ 13% จากปี 2021 ที่ 39% ส่วนปี 2023E จะให้ส่วนลดค่าเช่าที่ 5% ขณะที่เราคาดว่าแนวโน้มกำไรใน 4Q22E-1Q23E จะเพิ่มขึ้นได้ทั้ง YoY และ QoQ เพราะให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงได้ต่อเนื่องและเป็นช่วง High season

ราคาหุ้นปรับตัวลดลง -3% เมื่อเทียบกับ SET ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่ราคาหุ้นในปัจจุบันยังไม่แพงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนโควิด (ปี 2019 ทำจุดสูงสุดราว 80.00 บาท) และเราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับไปเท่าปี 2019 ในปี 2023E ทำให้เรามองว่าราคาหุ้นจะยังคง Outperform ต่อได้

Event: CEO Forum

□ มีมุมมองเป็นกลางต่อการประชุมนักวิเคราะห์ เรามองเป็นกลางต่อการประชุมนักวิเคราะห์ (CEO Forum) เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา (27 ม.ค.) เพราะเป้าหมายยังเป็นไปตามที่เราคาด โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้

- 1) ผู้บริหารให้เป้าหมายการเติบโตใน 5 ปีข้างหน้า (ปี 2023-2027) โดยรายได้รวมจะโต CAGR ที่ 14-16% และตั้งเป้าสัดส่วนของ Non-Retail จะอยู่ที่ 20-25% (ปัจจุบันที่ 13%) จากธุรกิจ Residential ที่จะมีมากกว่า 70 โครงการ จากปี 22 ที่ 28 โครงการ และธุรกิจโรงแรมเป็น 5.9 พันห้อง จากปี 22 ที่ 781 ห้อง ส่วนธุรกิจ Retail จะยังเติบโตได้ดีจากพื้นที่เช่าเป็นมากกว่า 2.7 ล้านตรม. จาก 2.3 ล้านตรม. โดยจะเน้นการขายที่เวียดนามและ SEA มากขึ้น
- 2) ตั้งเป้าหมายการเติบโตของรายได้ในปี 2023E อยู่ที่ 20-30% YoY (เราคาด 26% YoY) โดยจะทำให้ส่วนลดค่าเช่ากลับมาเท่าช่วง pre-covid ภายใน 1H23E ซึ่งถือว่าเร็วกว่าคาดเดิมที่ 2H23E (แต่เป็นไปตามที่เราคาด) ซึ่งจะทำให้ margin ปรับตัวดีขึ้น YoY และจะเติบโตได้จากการเปิดศูนย์ใหม่ที่เราคาดว่าจะเปิดในช่วง 4Q23E นอกจากนี้จะมีเปิดที่เวียดนามเพิ่มเติมภายในปี 1-2 ปีนี้อีกด้วย
- 3) ต้นทุนทางการเงินมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2023E มาอยู่ที่ 3.0% (เราคาด 2.8%) จากปี 2022E ที่ 2.0% ตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นขาขึ้น
- 4) ยังมีแผนการขายสินทรัพย์เข้ากอง CPNREIT อีก 2 ศูนย์ที่สุราษฎร์ธานี และอุบลราชธานี และจะเพิ่มสินทรัพย์จาก SF อีก 2-3 ศูนย์ โดยคาดว่าจะทำได้ในช่วง 2H23E
- 5) จะมีประชุมเพื่อพิจารณา 4Q22E ในวันที่ 8 ก.พ. 23

□ คงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2022E/2023E, คาดกำไร 4Q22E-1Q23E เพิ่มขึ้นได้ทั้ง YoY และ QoQ เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2022E/2023E อยู่ที่ 1.0 หมื่นล้านบาท (+44% YoY) / 1.2 หมื่นล้านบาท (+19% YoY) จากการให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงในปี 2022E เหลือ 13% จากปี 2021 ที่ 39% ส่วนปี 2023E จะให้ส่วนลดค่าเช่าที่ 5% ขณะที่เราคาดว่าแนวโน้มกำไรใน 4Q22E-1Q23E จะเพิ่มขึ้นได้ทั้ง YoY และ QoQ เพราะให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงได้ต่อเนื่องและเป็นช่วง High season

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 80.00 บาท อิง SOTP โดยแบ่งเป็น ธุรกิจหลัก = 79.00 บาท อิง DCF (WACC 7.5%, Terminal Growth 2.5%) และธุรกิจ Residential = 1.00 บาท อิง Forward PER กลุ่มอสังหาฯที่ 8.0x) ด้าน Valuation ยังไม่แพง โดยซื้อขาย 2022E EV/EBITDA ที่ 24x (-0.50SD below 6-yr average EBITDA) แต่มีความเสี่ยงจากส่วนลดค่าเช่ามากกว่าคาดจากสถานการณ์ COVID-19 รอบใหม่ และยอดโอนคอนโดที่ต่ำกว่าคาด

Fig 1: CPN share prices vs profits

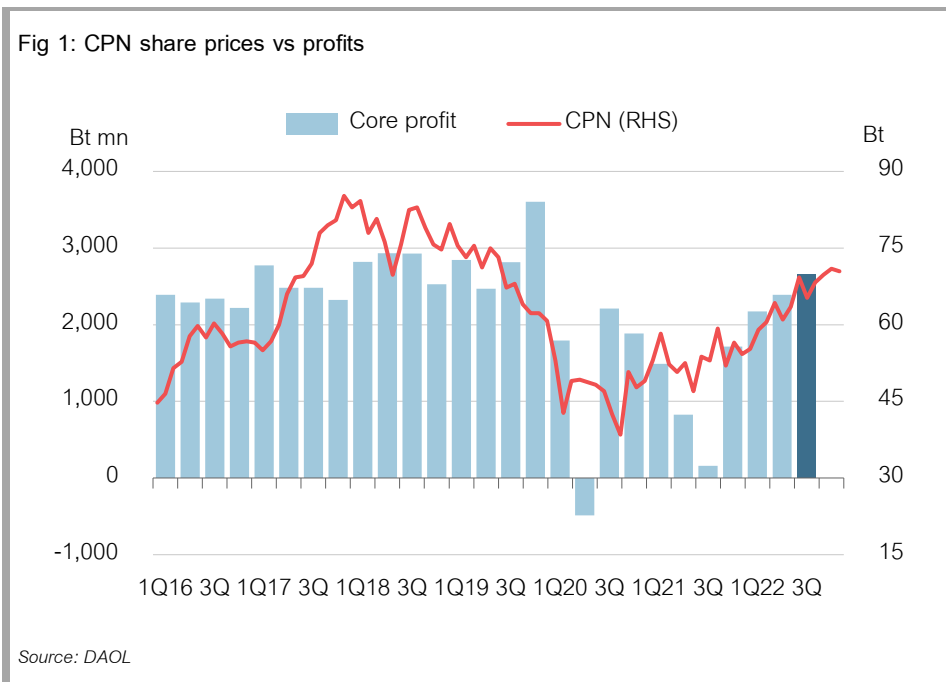
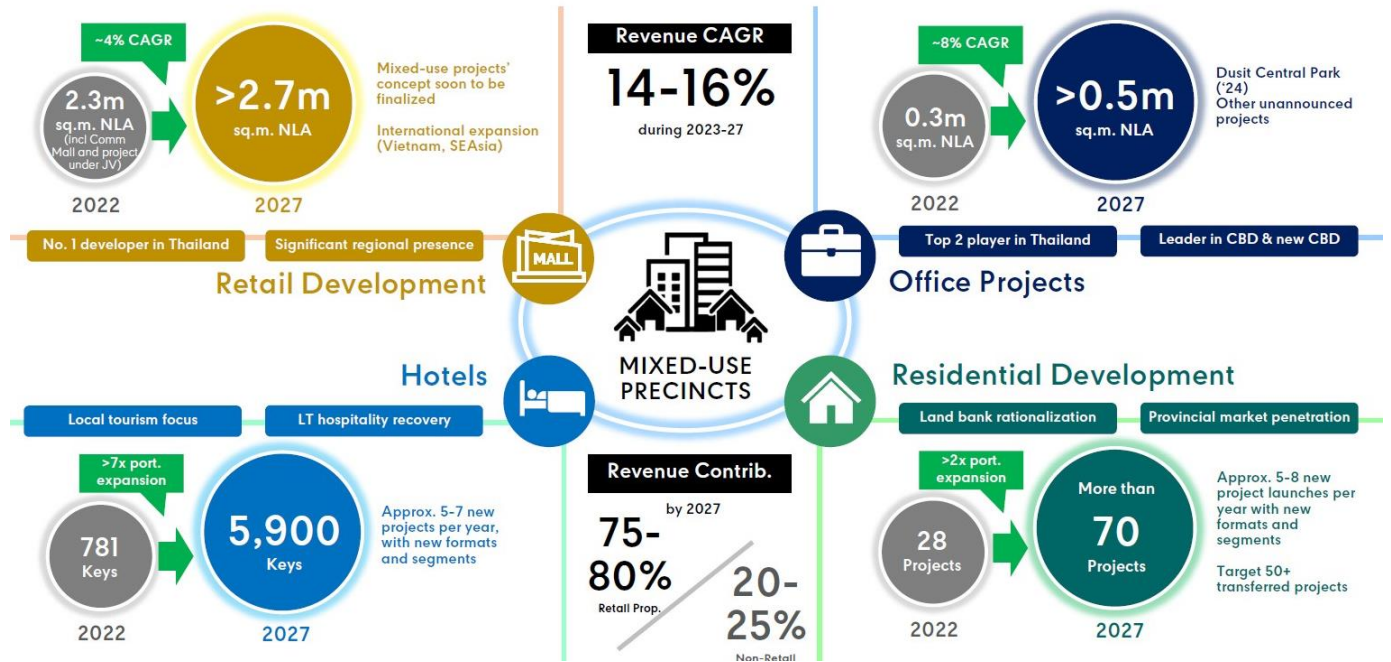


Fig 2: Growth in next 5+ years driven by diversification and expansion



Source: CPN

Fig 3: 5-year investment plan (2022-2027)



Note: The investment plan is a rolling 5-year plan, excludes M&A and subject to change throughout the course of the year upon changing circumstances that may occur in the future.

Source: CPN

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 6