

# Fundamental Story

## Central Pattana Pcl (CPN TB) - BUY

## Earnings Preview

Phannarai Tiyapittayarat | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

### คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 3Q21F

- คาดมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานจากการล็อกดาว์นประเทศบางส่วน
  - จำนวนผู้มาใช้บริการลดลงเหลือ 40%, และส่วนลดค่าเช่าอยู่ที่ 50-60%
  - อัตราระดับต่ำสุดใน 3Q21, เดือนต.ค. ผู้มาใช้บริการฟื้นตัวเป็น 70-80%
  - 2 ศูนย์การค้าใหม่จะเปิดตัวใน 4Q21
- เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานปกติใน 3Q21F ที่ 512 ลบ. เป็นครั้งที่สองที่ขาดทุนหลังจากขาดทุนปกติ 681 ลบ. ใน 2Q20 เมื่อมีการล็อกดาว์นทั่วประเทศเป็นเวลา 1.5 เดือนในไตรมาสนี้
  - ด้วยการล็อกดาว์นบางส่วนในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม 2021 ศูนย์การค้า 34 แห่งของ CPN ถูกปิดให้บริการชั่วคราว ทำให้จำนวนผู้มาใช้บริการโดยเฉลี่ยลดลงเหลือ 40% ของระดับปกติ (ก่อนเกิดโควิด) ใน 3Q21 จาก 50-60% ใน 2Q21 และ 80-90% ใน 3Q20 ส่วนลดค่าเช่าเฉลี่ยที่เสนอให้กับผู้เช่านั้นคาดว่าจะอยู่ที่ 50-60% เทียบกับ 41% ใน 2Q21 และ 23-24% ใน 3Q20
  - อัตราการเช่า (ตามสัญญา) ของศูนย์การค้า 34 แห่ง อยู่ที่ 91% ทรงตัว y-y และ q-q
  - ด้วยกำไรพิเศษรวมประมาณ 685 ลบ. ใน 3Q21F; 412 ลบ. (สุทธิจากภาษี) จากค่าตัดจำหน่ายส่วนลดค่าเช่า (เนื่องจากส่วนลดค่าเช่าที่มากขึ้น เราคาดว่าค่าตัดจำหน่ายส่วนลดค่าเช่าใน 3Q21F จะสูงกว่า 253 ลบ. ใน 2Q21 และ 127 ลบ. ใน 3Q20) รายได้จากการลงทุน 340 ลบ. จากการต่ออายุสัญญาเช่าพระราม 2, การยกเว้นค่าเช่า 58 ลบ. ของอีลตัน พัทยา จาก CPNREIT และขาดทุนทางภาษี 125 ลบ. จากการโอนหุ้น CPNREIT ระหว่างบริษัทย่อย เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q21F อยู่ที่ 173 ลบ. ลดลง 93% y-y และ 86% q-q
  - ใน 3Q21 CPN รวม SF ในสัดส่วน 56% ในเดือนกันยายน และส่วนแบ่งกำไรจาก SF สุทธิจากสัดส่วนที่ได้มานั้นคาดว่าจะจะเป็นบวกเล็กน้อย ณ วันที่ 18 ต.ค. CPN มีสัดส่วนการถือหุ้นใน SF ทั้งสิ้น 96%
  - เราเชื่อว่า 3Q21F เป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุด และคาดว่า CPN จะกลับมาทำกำไรได้อย่างรวดเร็วใน 4Q21F ที่ 1.2 พันลบ. เนื่องจากส่วนลดค่าเช่าจะลดลงอย่างมาก q-q พร้อมกับจำนวนผู้มาใช้บริการศูนย์การค้าที่เพิ่มขึ้นเป็น 70-80% ตั้งแต่ในเดือนตุลาคมจนถึงปัจจุบัน นอกจากนี้บริษัทฯ ยังคงเห็นหน้าขยายศูนย์การค้า ด้วยมีศูนย์การค้าใหม่ 2 แห่ง ได้แก่ เซ็นทรัลศรีราชา (เปิด 27 ต.ค. นี้) และเซ็นทรัลอยุธยา (30 พ.ย.) เปิดตัวใน 4Q21 ศูนย์การค้าทั้งสองแห่งนี้พื้นที่กว่า 80% ถูก pre-leased แล้ว และอัตราการเช่า ณ วันเปิดตัwn่าจะเกินอัตราคุ่มทุนของการเช่าที่ 60%
  - เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPN ด้วยคาดว่าจะมีกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 68% โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของธุรกิจจากส่วนลดค่าเช่าที่ลดลง ซึ่งเราคาดว่าจะหายไปในช่วงกลางปี 2023F และการขยายศูนย์การค้า ด้วยพื้นที่ให้เช่าสำหรับร้านค้าปลีกที่เติบโตขึ้น 48% ภายในปี 2025F

### Key Valuations

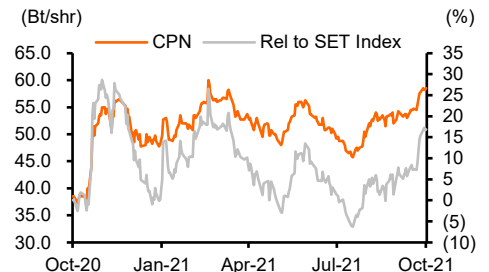
Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	26,730	24,814	32,303	38,927
Net profit	9,557	7,497	8,569	11,603
Norm net profit	5,258	2,637	6,938	9,971
Norm EPS (Bt)	1.2	0.6	1.5	2.2
Norm EPS gr (%)	(54.3)	(49.9)	163.1	43.7
Norm PE (x)	49.9	99.6	37.8	26.3
EV/EBITDA (x)	20.8	24.3	16.9	14.1
P/BV (x)	3.8	3.6	3.3	3.0
Div. yield (%)	1.2	0.9	1.3	1.8
ROE (%)	7.5	3.7	9.1	12.0
Net D/E (%)	47.1	42.8	45.6	54.9

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	58.50
Target price (Bt)	64.00
Market cap (US\$ m)	7,864
Avg daily turnover (US\$ m)	17.3
12M H/L price (Bt)	60.00/37.25

### Price Performance



Source: Bloomberg

# Fundamental Story

## Ex 1: 3Q21F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	7,159	7,931	6,382	5,665	4,027	(29)	(44)
<b>Gross profit</b>	<b>3,450</b>	<b>3,696</b>	<b>2,863</b>	<b>2,091</b>	<b>759</b>	<b>(64)</b>	<b>(78)</b>
SG&A	1,163	1,615	1,275	1,335	1,216	(9)	5
Operating profit	2,288	2,081	1,588	756	(458)	na	na
<b>EBITDA</b>	<b>4,340</b>	<b>3,979</b>	<b>3,555</b>	<b>2,707</b>	<b>1,512</b>	<b>(44)</b>	<b>(65)</b>
Other income	311	265	277	288	240	(17)	(23)
Other expense	0	0	0	0	0		
Interest expense	436	458	392	422	435	3	(0)
<b>Profit before tax</b>	<b>2,162</b>	<b>1,888</b>	<b>1,473</b>	<b>622</b>	<b>(652)</b>	<b>na</b>	<b>na</b>
Income tax	416	477	445	206	0		
Equity & invest. income	187	170	167	152	145	(4)	(22)
Minority interests	(20)	(44)	(2)	(16)	(5)	na	na
Extraordinary items	567	480	2,642	717	685	(4)	21
<b>Net profit</b>	<b>2,481</b>	<b>2,017</b>	<b>3,835</b>	<b>1,269</b>	<b>173</b>	<b>(86)</b>	<b>(93)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,913</b>	<b>1,537</b>	<b>1,193</b>	<b>552</b>	<b>(512)</b>	<b>na</b>	<b>na</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

# Fundamental Story

## Ex 1: 3Q21F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	7,159	7,931	6,382	5,665	4,027	(29)	(44)
<b>Gross profit</b>	<b>3,450</b>	<b>3,696</b>	<b>2,863</b>	<b>2,091</b>	<b>759</b>	<b>(64)</b>	<b>(78)</b>
SG&A	1,163	1,615	1,275	1,335	1,216	(9)	5
Operating profit	2,288	2,081	1,588	756	(458)	na	na
<b>EBITDA</b>	<b>4,340</b>	<b>3,979</b>	<b>3,555</b>	<b>2,707</b>	<b>1,512</b>	<b>(44)</b>	<b>(65)</b>
Other income	311	265	277	288	240	(17)	(23)
Other expense	0	0	0	0	0		
Interest expense	436	458	392	422	435	3	(0)
<b>Profit before tax</b>	<b>2,162</b>	<b>1,888</b>	<b>1,473</b>	<b>622</b>	<b>(652)</b>	<b>na</b>	<b>na</b>
Income tax	416	477	445	206	0		
Equity & invest. income	187	170	167	152	145	(4)	(22)
Minority interests	(20)	(44)	(2)	(16)	(5)	na	na
Extraordinary items	567	480	2,642	717	685	(4)	21
<b>Net profit</b>	<b>2,481</b>	<b>2,017</b>	<b>3,835</b>	<b>1,269</b>	<b>173</b>	<b>(86)</b>	<b>(93)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,913</b>	<b>1,537</b>	<b>1,193</b>	<b>552</b>	<b>(512)</b>	<b>na</b>	<b>na</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 124 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2110A, PTT16C2111A, PTT16C2112A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิต แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาศูนย์บริการลูกค้าตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมทท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมทท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)