

Fundamental Story

Central Pattana Pcl (CPN TB) - BUY

Analyst Meeting

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

แผนธุรกิจ 5 ปี

- ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้เฉลี่ยที่ 10% ในปี 2025-29F
- 6 ศูนย์การค้าใหม่มีกำหนดเปิดในปี 2025-27 จากทั้งหมด 42 แห่งในปัจจุบัน
- การเติบโตของรายได้ชะลอตัวลงเป็น 5-7% ในปีนี้
- PE ปี 2025F ถูก de-rated ลง
- CPN จัดการประชุมนักวิเคราะห์เกี่ยวกับแผนธุรกิจห้าปี (ปี 2025-29) และแนวทางสำหรับปี 2025 เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา
- บริษัทฯ ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้เฉลี่ยห้าปีที่ 10% โดยมีงบใช้จ่ายลงทุนสำหรับห้าปีรวมราว 1.14 แสนลบ. โดยแบ่งเป็นการพัฒนาโครงการมิกซ์ยูสและค้าปลีก 6.5 หมื่นลบ. การเสริม/การปรับปรุงสินทรัพย์ 2.4 พันลบ. และโครงการที่อยู่อาศัย โรงแรม และธุรกิจทางเลือก 2.50 หมื่นลบ.
- เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว CPN มีแผนที่จะขยายพื้นที่เช่าศูนย์การค้าจาก 2.3 ล้านตร.ม. (ได้แก่ พื้นที่ภายใต้ CPNREIT, คอมมูนิตีมอลล์ และ Mega Bangna JV) ในปัจจุบัน เป็น 2.8 ล้านตร.ม. ภายในปี 2029, พื้นที่สำนักงานจาก 0.3 ล้านตร.ม. เป็น 0.5 ล้านตร.ม., จำนวนห้องโรงแรมจาก 1,681 ห้อง เป็น 2,681 ห้อง (โรงแรมใหม่ 1 แห่งต่อปีจากปัจจุบันมี 10 แห่ง), และการเติบโตของรายได้เฉลี่ยจากธุรกิจที่อยู่อาศัยที่ 10%
- CPN มีศูนย์การค้าใหม่ 6 แห่ง (ศูนย์การค้า#43-48) ที่จะเปิดในปี 2025-27 รวมถึงศูนย์การค้าหนึ่งแห่งที่กำลังปรับปรุงใหญ่เป็น Central Northville (เดิมคือ Central รัตนาธิเบศร์) และการขยายพื้นที่ที่ Central Phuket Floresta ดู Exhibit 1 ถึงแม้ว่าเราจะรวมศูนย์การค้าใหม่ 6 แห่งในประมาณการของเราแล้ว แต่ขนาดของโครงการใหม่ที่วางแผนไว้มีขนาดใหญ่กว่าความคาดหมายของเราที่ 30,000 ตร.ม. ต่อแห่ง เราคาดว่าพื้นที่เช่ารวมทั้งหมดอยู่ที่ 444,000 ตร.ม. (+26% จากพื้นที่ศูนย์การค้าที่มีอยู่ของ CPN ที่ 1.7 ล้านตร.ม. ณ ปี 2024) หนุนโดยศูนย์การค้าขนาดใหญ่ที่ The Central Phahon Yothin และโครงการที่สองที่ Central Rama 9
- สำหรับเป้าหมายปี 2025 CPN ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้รวมที่ชะลอตัวลงเป็น 5-7% ในปีนี้ จาก 9% ในปี 2024 และ 26% ในปี 2023 โดยคาดว่ารายได้ค่าเช่าศูนย์การค้าจะเติบโตในระดับเลขหลักเดียวกลางๆ (โดยมีผลกระทบจากการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ศูนย์การค้า 5 แห่งที่กำลังอยู่ในระหว่างการปรับปรุง), การเติบโตของรายได้โรงแรมในระดับเลขหลักเดียวปลายๆ, และรายได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัยที่ทรงตัวจาก 6.2 พันลบ. ในปีที่แล้ว เนื่องจากฐานที่สูงและความต้องการอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ
- เรายังคงประมาณการการเติบโตของกำไรสุทธิที่ 8% ในปีนี้ ในปีนี้จะไม่มีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมจาก GrabTaxi Holdings Thailand อีกต่อไป (สร้างกำไรให้ราว 150 ลบ. หรือ 7% ของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทั้งหมด และ 1% ของกำไรสุทธิของ CPN ในปี 2024) แต่เราเห็นโอกาสในการเติบโตของกำไรในปีหน้า จากขนาดของศูนย์การค้าใหม่ที่ใหญ่กว่าที่คาดไว้ เนื่องจากมูลค่าของ CPN ที่ถูก de-rated ลงเหลือ 13.2/11.2 เท่า PE ในปี 2025-26F (ใช้กำไรสุทธิ) เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

Key Valuations

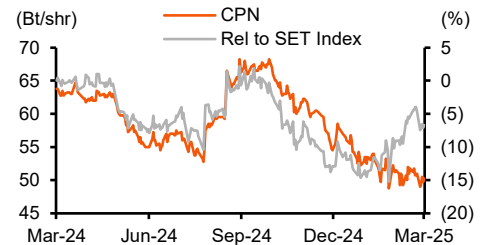
Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	49,615	51,901	56,256	59,135
Net profit	16,729	18,138	20,119	21,250
Norm net profit	16,444	17,125	20,119	21,250
Norm EPS (Bt)	3.7	3.8	4.5	4.7
Norm EPS gr (%)	18.2	4.1	17.5	5.6
Norm PE (x)	13.7	13.2	11.2	10.6
EV/EBITDA (x)	10.4	10.1	9.2	8.5
P/BV (x)	2.2	2.0	1.9	1.7
Div. yield (%)	4.2	4.0	4.5	4.7
ROE (%)	17.1	16.2	17.4	16.8
Net D/E (%)	58.5	67.5	65.3	59.9

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	50.25
Target price (Bt)	75.00
Market cap (US\$ m)	6,659
Avg daily turnover (US\$ m)	13.5
12M H/L price (Bt)	68.25/48.75

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

Ex 1: New Mall Assumption

Project	Targeted opening		Net leaseable area (sqm)	
	CPN's guidance	TNS's current assumption	CPN's guidance	TNS's current assumption
#43 Central Park	Aug2025	4Q25F	40,000-50,000	42,886
#44 Central Krabi	Oct2025	Oct2025F	22,000	22,000
#9 Central Northville (old Rattanathibet)	2Q26	-	GBA (gross building area): 210,000	9,272
#45 Central Khon Kaen Campus	2Q26	1H26F	- We estimate NLA of 60,000 GFA (gross floor area): 45,000	(remaining space at old building) 30,000
#33 Central Phuket Floresta - luxury zone extension	3Q26	2H26F	- We estimate NLA of 30,000 GBA (gross building area): 20,000	-
#46 The Central (Phahon Yothin)	4Q26	2H26F	- We estimate NLA of 13,000 152,000	30,000
#47 Siam Square	3Q27	1H27F	30,000	30,000
#48 Rama 9	4Q27	2H27F	92,000	30,000
Total new NLA (sqm)			444,000	184,886

Sources: Company data; Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ 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 และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"