

## เซ็นทรัลพัฒนา

### 2H58 ได้แรงหนุนจากเปิดศูนย์ฯ ใหม่

แผนเปิดศูนย์การค้าใหม่ต่อเนื่อง ล่าสุดเพิ่งเปิด Westgate ปลาย ส.ค. และจะเปิด East Ville เดือน ต.ค. คาดหนุนให้ 2H58 เติบโต นอกจากนี้เตรียมพัฒนาคอนโดฯ ตัดศูนย์การค้าในต่างจังหวัด ซึ่งจะสร้าง upside เพิ่มเติมในอนาคต

#### Westgate ได้รับการตอบรับดีมาก มีผู้เช่าจองพื้นที่ 95%

วานนี้ผู้วิจัยได้เข้าเยี่ยมชมโครงการ เซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต ซึ่งเป็นศูนย์การค้าใหม่แห่งที่ 28 ของ CPN ตั้งอยู่แยกบางใหญ่ จุดตัดถนนกาญจนาภิเษกและถนนรัตนาธิเบศร์ บนพื้นที่ 100 ไร่ มีพื้นที่ให้เช่า (ไม่รวมห้างเซ็นทรัล) 8.2 หมื่นตารางเมตร ซึ่งใหญ่เป็นอันดับ 2 รองจากศูนย์การค้าเซ็นทรัลเวิลด์ โดยโครงการดังกล่าวเพิ่งเปิดเมื่อวันที่ 28 ส.ค. ที่ผ่านมา พบว่าได้รับการตอบรับอย่างดีมาก โดยเปิดวันแรกมีอัตราการเช่า 85% และคาดว่าจะเพิ่มเป็นกว่า 90% ในสิ้นปีนี้ (ปัจจุบันมีผู้เช่าจองพื้นที่เช่าแล้วสูงถึง 95%) มีผู้เช่าหลักเป็นกลุ่มธุรกิจแพชั่นส์สัดส่วน 42% ของพื้นที่ให้เช่า ตามด้วยธุรกิจอาหาร 21% ที่เหลือ 37% เป็นห้าง Top, ศูนย์รวมความบันเทิง, สถาบันการเงิน และสถานศึกษา เป็นต้น ด้านอัตราค่าเช่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,300 บาท/ตร.ม./เดือน และช่วงเปิด 3 วันแรกมีผู้เช่าเยี่ยมชมโครงการ (Traffic) สูงเกือบ 2 แสนคน/วัน เชื่อว่าด้วยจุดเด่นของโครงการขนาดใหญ่ที่สุดของฝั่งกรุงเทพฯ ตะวันตกที่มีระบบคมนาคมสมบูรณ์ และครบครันด้วยร้านค้าและบริการตอบสนองทุกไลฟ์สไตล์ของกลุ่มลูกค้าที่พักอาศัยแถบนั้น อีกทั้งในอีก 2 ปีข้างหน้าจะมี IKEA พันธมิตรรายใหญ่มาเปิด IKEA Store บนพื้นที่กว่า 20 ไร่ และเชื่อมต่อกับโครงการ ยังจะดึงปริมาณคนมาเดินศูนย์การค้ามากขึ้นในอนาคต

#### ศูนย์การค้าใหม่จะหนุน 2H58 เติบโต

แนวโน้ม 2H58 คาดเติบโตได้ดีภายใต้เศรษฐกิจที่ซบเซา เนื่องจากโครงสร้างรายได้หลักมาจากค่าเช่ายังเพิ่มขึ้นตามการเปิดโครงการใหม่ทั้งหมด 4 แห่งในปีนี้ เริ่มตั้งแต่เซ็นทรัลระยอง และ ภูเก็ตเฟส 1 ที่เพิ่งเปิดงวด 2Q58 จะเข้ามาสร้างรายได้เต็มที่มีมากขึ้นใน 2H58 รวมถึงอีก 2 โครงการ คือ เซ็นทรัลเวสต์เกต บางใหญ่ และเซ็นทรัล เฟสติวัล อีสทวิลล์ ที่จะเปิดเดือน ต.ค. 2558 ขณะที่ศูนย์การค้าเดิมคาดว่าจะได้เติบโตเฉลี่ย 4% จากการปรับขึ้นค่าเช่าเฉลี่ย 2-3% และรายได้เพิ่มจากการใช้พื้นที่ส่วนกลางได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สำหรับศูนย์การค้าเซ็นทรัลเวิลด์ แม้หลังเกิดเหตุระเบิด ทำให้ผู้มาใช้บริการลดลงจากเดิม 30-40% แต่ปัจจุบันเริ่มดีขึ้น และยังไม่มีการเช่าส่วนลดค่าเช่า ทั้งนี้บริษัทจะรอดูผลกระทบบ้าง 2 สัปดาห์เพื่อประเมินสถานการณ์อีกครั้ง โดยภาพรวมคงประมาณการเดิม คาดกำไรปี 2558 ไร่ที่ 8.34 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% yoy

#### แผนพัฒนาคอนโดฯ จะสร้าง upside ส่วนเพิ่ม

อิง DCF-WACC 8.2% มูลค่าพื้นฐานปี 2558 ที่ 66.00 บาท มี upside 47% จึงยังแนะนำซื้อ โดยมีประเด็นเพิ่มเติมในที่ประชุม คือ แผนขยายธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย โดยจะนำที่ดินที่เหลือ (Freehold) ในศูนย์การค้าต่างจังหวัด (ยกเว้นพัทยา) มาพัฒนาเป็นโครงการคอนโดฯ มูลค่า 800-1,000 ล้านบาท เจาะกลุ่มตลาดกลาง-บน ปัจจุบันอยู่ระหว่างการศึกษาค่าเช่า ก่อนตัดสินใจทดลองพัฒนา 3-4 โครงการในอนาคต นอกจากนี้ยังมีที่ดินอีก 5 แปลงที่ซื้อไว้แล้ว (กทม. 2 แปลง และต่างจังหวัด 3 แปลง) รอรับการเปิดศูนย์การค้าใหม่ในปี 2560 เป็นต้นไป

| Key Data              | FY56A  | FY57A  | FY58F  | FY59F  | FY60F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ยอดขาย (ล้านบาท)      | 19,913 | 22,308 | 26,289 | 29,526 | 32,363 |
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท)   | 6,293  | 7,307  | 8,342  | 9,285  | 10,235 |
| Norm Profit (ล้านบาท) | 5,915  | 7,241  | 8,342  | 9,285  | 10,235 |
| Norm Eps (บาท)        | 1.32   | 1.61   | 1.86   | 2.07   | 2.28   |
| BVS (บาท)             | 8.06   | 9.14   | 10.35  | 11.67  | 13.13  |
| DPS (บาท)             | 0.55   | 0.65   | 0.74   | 0.83   | 0.91   |
| Norm PER (x)          | 34.1   | 27.9   | 24.2   | 21.8   | 19.7   |
| Dividend yield (%)    | 1.2    | 1.4    | 1.7    | 1.8    | 2.0    |
| PBV (x)               | 5.6    | 4.9    | 4.3    | 3.9    | 3.4    |
| EV/EBITDA (X)         | 22.9   | 19.4   | 17.5   | 16.1   | 14.8   |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## CPN

### แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท): 45.00

ราคาเป้าหมาย (บาท): 66.00

Upside : 46.7%

Dividend Yield : 1.7%

Total Return : 48.3%

มูลค่าตลาด (ล้านบาท): 201,960

CG Score: ▲▲▲▲▲

### Technical Chart



เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

| EPS (บาท) | ASPS | Cons | % diff |
|-----------|------|------|--------|
| 2558F     | 1.86 | 1.89 | -2%    |
| 2559F     | 2.07 | 2.20 | -6%    |

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

นवलพรรณ น้อยรัชชุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

nuanpun.re@asiaplus.co.th

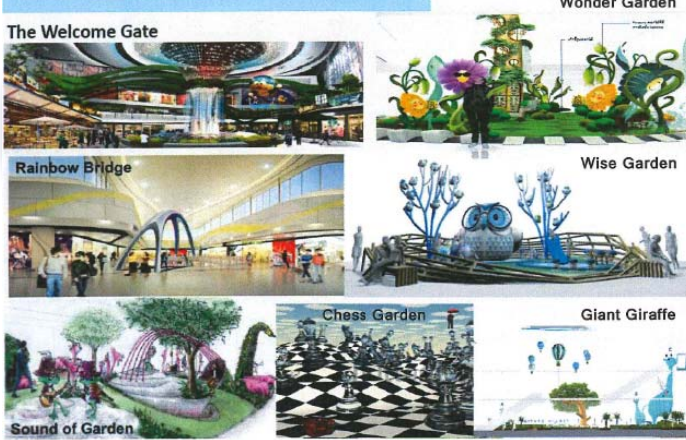
## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

| (ล้านบาท)              | 4Q56  | 1Q57  | 2Q57  | 3Q57  | 4Q57  | 1Q58  | 2Q58  | % YoY | % QoQ  | 1H58   | 1H57   | %YoY  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| รายได้จากการดำเนินงาน  | 5,319 | 5,273 | 5,520 | 5,760 | 5,755 | 5,761 | 5,848 | 5.9%  | 1.5%   | 11,609 | 10,793 | 7.6%  |
| -ค่าเช่าบริการ         | 4,829 | 4,793 | 5,052 | 5,290 | 5,239 | 5,271 | 5,363 | 6.2%  | 1.8%   | 10,634 | 9,846  | 8.0%  |
| -อาหารและเครื่องดื่ม   | 247   | 225   | 253   | 249   | 247   | 223   | 265   | 4.5%  | 18.6%  | 488    | 478    | 2.0%  |
| - โรงแรม               | 244   | 255   | 214   | 220   | 269   | 268   | 220   | 2.5%  | -17.9% | 487    | 469    | 3.9%  |
| ต้นทุนขาย              | 2,821 | 2,723 | 2,877 | 3,022 | 2,994 | 2,864 | 3,022 | 5.0%  | 5.5%   | 5,886  | 5,601  | 5.1%  |
| ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน    | 1,201 | 807   | 829   | 801   | 1,230 | 863   | 858   | 3.5%  | -0.6%  | 1,720  | 1,636  | 5.1%  |
| กำไรจากการดำเนินงาน    | 1,373 | 1,710 | 1,841 | 1,935 | 1,754 | 2,013 | 2,006 | 8.9%  | -0.3%  | 4,019  | 3,552  | 13.2% |
| กำไรสุทธิ              | 1,750 | 1,710 | 1,841 | 1,935 | 1,820 | 2,147 | 2,006 | 8.9%  | -6.6%  | 4,153  | 3,552  | 16.9% |
| EPS (บาท)              | 0.39  | 0.38  | 0.41  | 0.43  | 0.41  | 0.48  | 0.45  | 8.9%  | -6.6%  | 0.93   | 0.79   | 16.9% |
| Norm EPS (บาท)         | 0.31  | 0.38  | 0.41  | 0.43  | 0.39  | 0.45  | 0.45  | 8.9%  | -0.3%  | 0.90   | 0.79   | 13.2% |
| Gross margin           | 47.0% | 48.4% | 47.9% | 47.5% | 48.0% | 50.3% | 48.3% |       |        | 49.3%  | 48.1%  |       |
| SG&A/Sales             | 22.6% | 15.3% | 15.0% | 13.9% | 21.4% | 15.0% | 14.7% |       |        | 14.8%  | 15.2%  |       |
| Net Profit margin      | 32.9% | 32.4% | 33.4% | 33.6% | 31.6% | 37.3% | 34.3% |       |        | 35.8%  | 32.9%  |       |
| Norm Profit margin (%) | 25.8% | 32.4% | 33.4% | 33.6% | 30.5% | 34.9% | 34.3% |       |        | 34.6%  | 32.9%  |       |

ที่มา : บการเงิน

## Central Plaza WestGate

## Art Installations



ที่มา : CPN



ที่มา : CPN

## แผนการเปิดโครงการใหม่

| โครงการ  | พื้นที่ให้เช่า (ตร.ม.) | เปิด         |
|--|------------------------|--------------|
| ศาลายา   | 33,900                 | 12 ส.ค.57    |
| ระยอง  | 33,000                 | 27 พ.ค. 2558 |
| ภูเก็ต เฟส 1                                   | 44,347                 | 1 มิ.ย. 2558 |
| เวสต์เกต (บางใหญ่)                             | 82,000                 | 28 ส.ค. 2558 |
| เฟสดีวิลด์ ฮิลล์ วิลด์ (กรุงเทพฯ เลียบทางด่วน) | 34,500                 | ต.ค.58       |
| นครศรีธรรมราช                                  | 26,000                 | 2559         |
| นครราชสีมา (โคราช)                             | 56,000                 | 2559         |

ที่มา : CPN

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคที่ยังไม่ฟื้นตัวมากนัก อาจส่งผลให้รายได้ค่าเช่าจากผู้เช่าในรูปแบบส่วนแบ่งรายได้ (สัดส่วน 30% ของพื้นที่เช่ารวม) จะลดตัวลง รวมถึงการปรับขึ้นอัตราค่าเช่าที่น้อยกว่าที่คาดไว้ได้
2. เนื่องจากค่าเช่าของศูนย์การค้าโครงการใหม่ ๆ โดยปกติจะต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ดังนั้นเมื่อมีการเปิดศูนย์การค้าใหม่เพิ่ม อาจดึงให้อัตราค่าเช่าเฉลี่ยลดลงไปได้

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-60 ของ CPN

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                 |               |               |               |               | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)                |                 |                 |                 |                 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2557          | 2558F         | 2559F         | 2560F         | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2557            | 2558F           | 2559F           | 2560F           |
| รายได้จากการดำเนินงาน                  | 22,308        | 26,289        | 29,526        | 32,363        | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน             |                 |                 |                 |                 |
| ต้นทุนขาย                              | (11,616)      | (13,672)      | (15,371)      | (16,711)      | กำไรสุทธิ                              | 7,428           | 8,342           | 9,285           | 10,235          |
| <b>กำไรขั้นต้น</b>                     | <b>10,691</b> | <b>12,617</b> | <b>14,155</b> | <b>15,652</b> | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด     |                 |                 |                 |                 |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                     | (3,667)       | (4,338)       | (4,872)       | (5,340)       | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย             | 4,019           | 4,519           | 4,869           | 5,219           |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (677)         | (809)         | (755)         | (721)         | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้      |                 |                 |                 |                 |
| ค่าใช้จ่ายอื่น                         | -             | -             | -             | -             | อื่นๆ                                  | (1,658)         | -               | -               | -               |
| รายได้อื่น                             | 1,579         | 1,836         | 1,873         | 1,910         | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน        | 11,602          | 347             | (5)             | (3)             |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                   | 8,740         | 10,147        | 11,283        | 12,427        | <b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b> | <b>21,766</b>   | <b>13,206</b>   | <b>14,149</b>   | <b>15,451</b>   |
| ภาษีเงินได้                            | (1,378)       | (1,725)       | (1,918)       | (2,113)       | กระแสเงินสดจากการลงทุน                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>        | <b>7,241</b>  | <b>8,342</b>  | <b>9,285</b>  | <b>10,235</b> | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น           | -               | -               | -               | -               |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      | 66            | -             | -             | -             | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง      | (2,006)         | -               | -               | -               |
| <b>กำไรสุทธิ</b>                       | <b>7,307</b>  | <b>8,342</b>  | <b>9,285</b>  | <b>10,235</b> | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร              | (8,651)         | (20,000)        | (14,000)        | (14,000)        |
| Norm EPS                               | 1.61          | 1.86          | 2.07          | 2.28          | <b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>     | <b>(13,854)</b> | <b>(20,001)</b> | <b>(14,001)</b> | <b>(14,001)</b> |
| EPS                                    | 1.63          | 1.86          | 2.07          | 2.28          | <b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>      |                 |                 |                 |                 |
|  |               |               |               |               | เพิ่ม/ลด เงินกู้                       | (3,823)         | 8,698           | 3,411           | 2,461           |
| การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)   | 12%           | 18%           | 12%           | 10%           | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น      | -               | -               | -               | -               |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)    | 22%           | 15%           | 11%           | 10%           | ลด จ่ายปันผล                           | (2,508)         | (2,917)         | (3,337)         | (3,714)         |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 47.9%         | 48.0%         | 47.9%         | 48.4%         | <b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b> | <b>(7,177)</b>  | <b>5,781</b>    | <b>74</b>       | <b>(1,253)</b>  |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน           | 32.5%         | 31.7%         | 31.4%         | 31.6%         | <b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>            | <b>736</b>      | <b>(1,014)</b>  | <b>222</b>      | <b>197</b>      |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)        |               |               |               |               | งบดุล (ล้านบาท)                        |                 |                 |                 |                 |
|  | 3Q57          | 4Q57          | 1Q58          | 2Q58          | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2557            | 2558F           | 2559F           | 2560F           |
| รายได้จากการดำเนินงาน                  | 5,760         | 5,755         | 5,761         | 5,848         | เงินสด & เงินฝาก                       | 3,773           | 2,759           | 2,981           | 3,178           |
| ต้นทุนขาย                              | (3,022)       | (2,994)       | (2,864)       | (3,022)       | ลูกหนี้การค้า                          | 1,404           | 1,826           | 2,050           | 2,247           |
| <b>กำไรขั้นต้น</b>                     | <b>2,738</b>  | <b>2,761</b>  | <b>2,897</b>  | <b>2,826</b>  | สินค้าคงเหลือ                          | -               | -               | -               | -               |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                     | (801)         | (1,230)       | (863)         | (858)         | สินทรัพย์หมุนเวียน                     | 7,018           | 6,426           | 6,872           | 7,266           |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (120)         | (92)          | (96)          | (103)         | <b>สินทรัพย์รวม</b>                    | <b>89,035</b>   | <b>103,924</b>  | <b>113,503</b>  | <b>122,679</b>  |
| รายได้อื่น                             | 312           | 398           | 332           | 300           | เจ้าหนี้การค้า                         | 828             | 987             | 1,110           | 1,207           |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                   | 2,346         | 2,049         | 2,481         | 2,354         | หนี้สินหมุนเวียน                       | 14,126          | 10,643          | 10,862          | 11,006          |
| ภาษีเงินได้                            | (380)         | (262)         | (413)         | (325)         | <b>หนี้สินรวม</b>                      | <b>47,287</b>   | <b>56,753</b>   | <b>60,383</b>   | <b>63,038</b>   |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                     | (31)          | (33)          | (55)          | (23)          | ทุนที่ชำระแล้ว                         | 2,244           | 2,244           | 2,244           | 2,244           |
| <b>กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน</b>        | <b>1,935</b>  | <b>1,754</b>  | <b>2,013</b>  | <b>2,006</b>  | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                     | 8,559           | 8,559           | 8,559           | 8,559           |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      | -             | 66            | 134           | -             | กำไรสะสม                               | 30,258          | 35,682          | 41,630          | 48,151          |
| <b>กำไรสุทธิ</b>                       | <b>1,935</b>  | <b>1,820</b>  | <b>2,147</b>  | <b>2,006</b>  | จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย            | 224             | 224             | 224             | 224             |
| Norm EPS                               | 0.43          | 0.39          | 0.45          | 0.45          | ยังไม่ได้จัดสรร                        | 30,034          | 35,458          | 41,406          | 47,927          |
| EPS                                    | 0.43          | 0.41          | 0.48          | 0.45          | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย              | 727             | 727             | 727             | 727             |
| การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)   | 4.3%          | -0.1%         | 0.1%          | 1.5%          | <b>ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด</b>        | <b>41,021</b>   | <b>46,445</b>   | <b>52,393</b>   | <b>58,914</b>   |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)    | 5.1%          | -9.3%         | 14.8%         | -0.3%         | <b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>     | <b>89,035</b>   | <b>103,925</b>  | <b>113,503</b>  | <b>122,679</b>  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 47.5%         | 48.0%         | 50.3%         | 48.3%         | สมมติฐานในการทำประมาณการ               |                 |                 |                 |                 |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน           | 33.6%         | 30.5%         | 34.9%         | 34.3%         | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2557            | 2558F           | 2559F           | 2560F           |
| อัตราส่วนทางการเงิน                    |               |               |               |               | จำนวนศูนย์การค้า (แห่ง)                | 25              | 29              | 31              | 32              |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2557          | 2558F         | 2559F         | 2560F         | พื้นที่ให้เช่ารวม (ตารางเมตร)          | 1,496,781       | 1,690,628       | 1,771,628       | 1,837,628       |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)              | 0.50          | 0.60          | 0.63          | 0.66          | อัตราการใช้                            | 95%             | 95%             | 95%             | 95%             |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า) | 15.88         | 14.40         | 14.40         | 14.40         | สัดส่วนรายได้                          |                 |                 |                 |                 |
| ความสามารถในการชำระหนี้ (เท่า)         | 13.91         | 13.55         | 15.95         | 18.23         | - รายได้ค่าเช่าและบริการ               | 91%             | 92%             | 92%             | 92%             |
| หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)   | 0.31          | 0.48          | 0.49          | 0.47          | - รายได้ศูนย์อาหาร                     | 4%              | 4%              | 4%              | 4%              |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)        | 0.40          | 0.54          | 0.54          | 0.53          | - รายได้โรงแรม                         | 4%              | 4%              | 4%              | 3%              |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)         | 8.7%          | 8.6%          | 8.5%          | 8.7%          |  |                 |                 |                 |                 |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)        | 18.8%         | 19.1%         | 18.8%         | 18.4%         |  |                 |                 |                 |                 |

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS