สยามแม็คโคร (MAKRO)

Equity Talks

วันศุกร์ที่ 24 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555

ยามนี้ต้อง MAKRO... กำไรงวด 4Q54 ดีเกินคาด ปรับเพิ่ม FV เป็น 330

กำไร 4Q54 ดีเกินคาดใกล้เคียงงวด 3Q54 แต่เติบโต 43% YoY จากอัตรากำไรที่สูง

แม้ MAKRO จะได้รับผลกระทบท่วมจากน้ำท่วม แต่กำไรสุทธิงวด 4Q54 ออกมาดีเกินคาดคือทรงตัวจากงวด 3Q54 และเพิ่มขึ้นถึง 43% YoY มาอยู่ที่ 678 ล้านบาท โดยกำไรดังกล่าวได้รับผลของการบันทึกค่าความเสียหายจากน้ำท่วมในงวด 4Q54 ราว 192 ล้านบาท (หลังภาษี) ซึ่งหากไม่รวมรายการดังกล่าว กำไรปกติยังเติบโต 30% QoQ เป็นผลมาจากยอดขายที่โตต่อเนื่องถึง 15% QoQ จากจุดเด่นที่เป็นห้างค้าปลีกเพียงตัวเดียวในกลุ่มค้าปลีกที่ไม่มีการปิดสาขาเลยในช่วงน้ำท่วม และได้รับประโยชน์อย่างมากจากกักตุนสินค้าในต้นงวด 4Q54 ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นยังปรับขึ้นไปสู่จุดสูงสุดของปีที่ 8.6% จาก 8.3% ในงวด 3Q54 (ปกติจะสูงสุดในไตรมาส 3) นอกจากนี้ การควบคุมค่าใช้จ่ายยังมีประสิทธิภาพต่อเนื่อง สะท้อนจาก SG&A/Sales ที่ปรับลดลง 1.1% จาก 3Q54 เพราะมีค่าใช้จ่ายในการเปิดสาขาใหม่มากใน 3Q54 ทั้งนี้ ภาพรวมกำไรในปี 2554 อยู่ที่ 2,604 เติบโต 38% YoY ขณะที่กำไรปกติเติบโตถึง 49% YoY

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2555 ตามทิศทางประสิทธิภาพการทำกำไรที่ดี

ฝ่ายวิจัยยังมีมุมมองเชิงบวกต่อประสิทธิภาพการทำกำไรของ MAKRO ที่ดีอย่างต่อเนื่อง จากการเน้นจับกลุ่มลูกค้าผู้ประกอบธุรกิจด้านอาหาร โรงแรมและจัดเลี้ยง (Horeca) ซึ่งยังเป็นตลาดที่มีการแข่งขันไม่สูงมาก และเน้นจำหน่ายสินค้าประเภทอาหารสด สินค้าแช่แข็งน้ำเข้า และสินค้า Non-food ซึ่งจัดเป็นสินค้าที่มี Margin สูง และมีการเติบโตที่สูงถึง 20% ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่ม Gross margin จากเดิมราว 0.5% สะท้อนพัฒนาการที่ดีขึ้นในปี 2554 พร้อมกันนี้ ยังปรับเพิ่มอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจาก 3% เป็น 6% (ยังคงยึดหลักอนุรักษ์นิยมให้เติบโตต่ำกว่าปี 2554 ซึ่งสูงถึง 10.4%) เป็นผลให้ประมาณการกำไรใหม่ปี 2555 เพิ่มขึ้นจากเดิม 21.1% ภายใต้ประมาณการใหม่ กำไรปี 2555 อยู่ที่ 3,300 ล้านบาท เติบโต 27% YoY

เพิ่ม FV เป็น 330 บาท..PER ต่ำสุด แต่ Div yield สูงสุด เลือกเป็น Top Pick กลุ่ม

ภายใต้มูลค่าที่เหมาะสมใหม่ปี 2555 อิง PER 24 เท่า เช่นเดิม ได้ Fair Value ที่ 330 บาท Upside ถึง 22% ทั้งนี้ MAKRO มีจุดเด่นเหนือหุ้นค้าปลีกรายอื่น คือ PER ต่ำสุดในกลุ่ม คิดเป็น PER ปี 2555 เท่ากับ 19.7 เท่า ต่ำสุดในกลุ่มค้าปลีก และประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีมาก สะท้อนจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในปี 2554 ที่สูงมาก เป็นรองเพียง ROBINS เท่านั้น นอกจากนี้ ยังมี Div yield ที่สูงในกลุ่มฯ ราว 4.9% และยังรับสิทธิเงินปันผลจากงวดปลายปี 2554 อีก 5.5 บาท XD 8 มี.ค. นี้ คิดเป็น Div yield ที่ 2% ฝ่ายวิจัยจึงยืนยัน "ซื้อ" และเลือกเป็น Top Pick กลุ่ม

Key Data (ล้านบาท) *FY: ปิด 31 ธ.ค.*	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	76,423	86,459	97,154	111,790	123,055
กำไรสุทธิ	1,527	1,881	2,604	3,300	3,778
EPS (บาท)	6.36	7.84	10.85	13.75	15.74
PER (x)	42.59	34.58	24.98	19.71	17.22
DPS (บาท)	5.75	7.00	10.50	13.30	15.20
Dividend Yield (%)	2.12	2.58	3.87	4.91	5.61
BV (บาท)	36.40	38.23	40.34	42.09	43.78
PBV (x)	7.45	7.09	6.72	6.44	6.19
ROE (%)	17.69	21.00	27.61	33.36	36.66

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 271 บาท

Fair Value : 330 บาท

มูลค่าตลาด : 65,040 ล้านบาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2553

▲▲▲▲

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2554F	10.36	9.96	4%
2555F	11.35	12.33	-8%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
กล.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

กวี มานิตสุภวงษ์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974
kawee@asiaplus.co.th
อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล
anuwat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเซีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงาน 4Q54

Key Data (ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	%QoQ	%YoY	2554	2553	%YoY
ยอดขาย	21,218	20,651	23,667	23,153	23,179	23,667	27,155	14.7%	14.7%	97,154	86,459	12.4%
ต้นทุนขาย	19,731	18,991	22,020	21,364	21,529	21,701	24,808	14.3%	12.7%	89,402	80,148	11.5%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,360	1,481	1,458	1,421	1,432	1,638	1,585	-3.3%	8.7%	6,076	5,641	7.7%
กำไรจากการดำเนินงาน	126	179	190	367	217	328	762	132.3%	301.3%	1,675	670	149.9%
รายได้อื่นๆ	514	543	590	652	610	677	578	-14.7%	-2.2%	2,516	2,204	14.1%
กำไรสุทธิ	432	503	474	685	573	669	677	1.2%	42.8%	2,604	1,881	38.4%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	1.80	2.10	1.97	2.85	2.39	2.79	2.82	1.2%	42.8%	10.8	7.8	38.4%
SG&A/Sales	6.4%	7.2%	6.2%	6.1%	6.2%	6.9%	5.8%			6.3%	6.5%	
อัตรากำไรขั้นต้น	7.0%	8.0%	7.0%	7.7%	7.1%	8.3%	8.6%			8.0%	7.3%	
อัตรากำไรสุทธิ	2.0%	2.4%	2.0%	3.0%	2.5%	2.8%	2.5%			2.7%	2.2%	

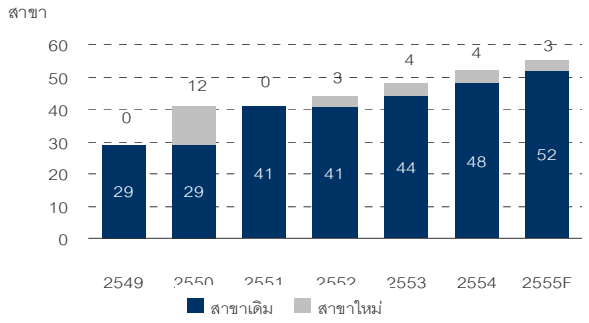
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

สรุปสมมติฐาน

	2555F			25556F		
	ใหม่	เดิม	%Chg	ใหม่	เดิม	%Chg
ยอดขาย	111,790	108,883	2.7%	123,055	107,088	14.9%
การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม	6%	3%	100.0%	6%	5%	20.0%
Gross Margin	7.98%	7.45%	7.1%	7.98%	7.45%	7.1%
SG&A/Sales	6.64%	6.79%	-2.2%	6.64%	6.79%	-2.2%
Tax	986	814	21.1%	945	752	25.6%
กำไรปกติ	3,300	2,725	21.1%	3,778	3,009	25.6%
กำไรสุทธิ	3,300	2,725	21.1%	3,778	3,009	25.6%
EPS	13.75	11.35	21.1%	15.74	12.54	25.5%

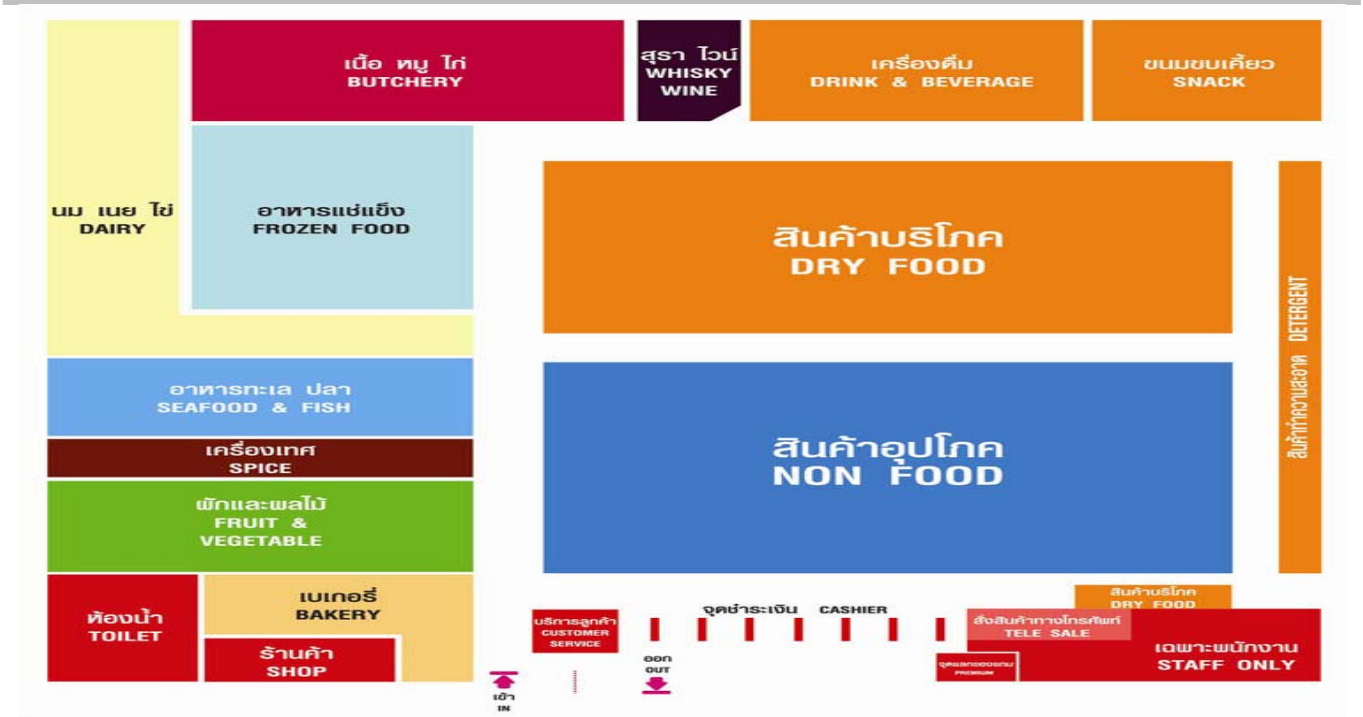
ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

จำนวนสาขา



ที่มา : : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ผังรูปแบบสาขาที่เน้นลูกค้ากลุ่ม HoReCa (เพิ่มสินค้าประเภทอาหาร)



ที่มา : MAKRO สาขาคลองหลวง

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	86,459	97,154	111,790	123,055
ต้นทุนขาย	(80,148)	(89,402)	(102,871)	(113,237)
กำไรขั้นต้น	6,311	7,751	8,919	9,818
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(5,474)	(6,076)	(7,422)	(8,170)
ดอกเบี้ยจ่าย	(35)	(63)	(37)	(37)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(166)	-	-	-
รายได้อื่น	2,204	2,516	2,825	3,112
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,840	4,128	4,285	4,723
ภาษีเงินได้	(959)	(1,333)	(986)	(945)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,881	2,796	3,300	3,778
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	(192)	-	-
กำไรสุทธิ	1,881	2,604	3,300	3,778
EPS	7.84	10.85	13.75	15.74
การเติบโตของยอดขาย	13.1%	12.4%	15.1%	10.1%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	23.2%	38.4%	26.7%	14.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.3%	8.0%	8.0%	8.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.2%	2.7%	3.0%	3.1%

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	1,881	2,604	3,300	3,778
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,037	1,024	1,049	1,059
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
อื่นๆ	239	414	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	1,694	1,553	(90)	955
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	4,851	5,595	4,259	5,792
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(250)	57	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,231)	(3,376)	(1,200)	(1,200)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(1,481)	(3,319)	(1,200)	(1,200)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	387	852	(0)	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	(31)	(34)	-	-
ลด จ่ายปันผล	(1,440)	(2,100)	(2,751)	(3,111)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,084)	(1,282)	(2,751)	(3,111)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	2,286	993	308	1,481

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54
ยอดขาย	23,153	23,179	23,667	27,155
ต้นทุนขาย	(21,364)	(21,529)	(21,701)	(24,808)
กำไรขั้นต้น	1,789	1,650	1,966	2,347
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,421)	(1,432)	(1,638)	(1,585)
ดอกเบี้ยจ่าย	(11)	(16)	(16)	(20)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	652	610	677	578
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,008	811	989	1,320
ภาษีเงินได้	(323)	(238)	(320)	(451)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	685	573	669	869
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	(192)
กำไรสุทธิ	685	573	669	677
ยอดขาย (YoY)	10.7%	9.2%	14.6%	14.7%
กำไรขั้นต้น (YoY)	17.9%	11.0%	18.4%	42.4%
กำไรสุทธิ (YoY)	45.1%	32.5%	33.0%	83.3%

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	5,294	6,288	6,594	8,075
ลูกหนี้การค้า	144	175	168	185
สินค้าคงเหลือ	5,898	7,212	8,230	9,059
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	891	910	1,146	1,262
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	12,406	14,824	14,975	15,116
สินทรัพย์รวม	25,492	30,319	32,289	34,974
เจ้าหนี้การค้า	12,812	15,596	17,145	18,873
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,937	2,601	2,407	2,650
หนี้สินรวม	16,316	20,639	22,062	24,080
ทุนที่ชำระแล้ว	2,400	2,400	2,400	2,400
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,290	3,290	3,290	3,290
กำไรสะสม	3,486	3,990	4,537	5,204
ส่วนของผู้ถือหุ้น	9,176	9,681	10,227	10,894
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	25,492	30,320	32,289	34,974

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.77	0.72	0.75	0.79
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	663.64	663.64	663.64	663.64
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	12.50	12.50	12.50	12.50
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.00	6.00	6.00	6.00
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.78	2.13	2.16	2.21
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.8%	9.3%	10.5%	11.2%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	21.0%	27.6%	33.1%	35.8%

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขายเติบโต	13.1%	12.4%	15.1%	10.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.3%	8.0%	8.0%	8.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	6.3%	6.3%	6.6%	6.6%
จำนวนสาขาในกทม.	9	9	9	9
จำนวนสาขาในต่างจังหวัด	39	43	46	48
จำนวนสาขาทั้งหมด	48	52	55	55

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP