

แนวโน้มการเติบโตปีนี้ยังสดใส ยังแนะนำ “ซื้อ”

วันศุกร์ที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2555

▶ เปิด 3 สาขาใน 1H55 และมีโอกาสเปิดเพิ่มอีก 2H55 หนุนการเติบโตปี 2555

จากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ พบว่าในช่วง 1H55 MAKRO ยังยืนยันแผนการขยายสาขาใหม่ตามเดิมคือ 3 แห่งที่ หัวหิน (เปิดปลาย ม.ค.55), คลองหลวง (มี.ค.55) และเลย (2Q55) รวมทั้งยังมีแนวโน้มที่จะเปิดเพิ่มอีกในงวด 2H55 ซึ่งคาดว่าจะสามารถสรุปผลและประกาศอย่างเป็นทางการ หลังประกาศงบการเงินงวด 2Q55 แล้ว ขณะที่ผู้บริหารเปิดเผยว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรในปี 2555 อาจเพียงทรงตัวหรือลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อย เพราะอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ในงวด 4Q54 สูงผิดปกติ เนื่องจากสินค้าประเภท Non-food ซึ่งมี Gross Margin สูงสุด ขายดีเกินความคาดหมาย จากอานิสงส์ของประชาชนกักตุนสินค้าช่วงน้ำท่วม ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นจากปี 2554 เพราะผลจากการปรับขึ้นค่าแรงและพนักงานป.ตรี โดยผู้บริหารคาดการณ์ตัวเลขเงินเดือนพนักงานที่จะเพิ่มขึ้นราว 200-250 ล้านบาทจากผลกระทบดังกล่าว

▶ จับลูกค้ากลุ่ม HoReCa เพิ่มขึ้น และผลบวกด้านภาษี ช่วยหักล้างต้นทุนที่สูงขึ้น

ฝ่ายวิจัยยังเชื่อว่ากำไรสุทธิของ MAKRO ในปี 2555 ยังสามารถเติบโตได้ 27% yoy ตามประมาณการของฝ่ายวิจัย เนื่องจาก MAKRO ยังเน้นกลยุทธ์ปรับเปลี่ยนโครงสร้างกลุ่มลูกค้า โดยเน้นทำตลาดกลุ่มลูกค้า HoReCa (20% ของยอดขาย) ที่เน้นซื้อสินค้าประเภท อาหารสด (สินค้าแช่แข็ง, สินค้านำเข้า) และสินค้า Non-food ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูง โดยยอดขายของสินค้าทั้ง 2 ประเภทรวมกันคิดเป็นสัดส่วนราว 33% ของยอดขายทั้งหมด และมีการเติบโตต่อเนื่อง (อีก 67% เป็นกลุ่มอาหารแห้ง, มี Margin ต่ำ) รวมทั้งยังเปิดสาขาใหม่ในรูปแบบ “Food Service” ตามแหล่งท่องเที่ยว โดยเริ่มต้นที่ หัวหิน ซึ่งมีสัดส่วนลูกค้ากลุ่ม HoReCa สูงถึง 80% ของยอดขาย และกำลังจะปรับเปลี่ยนสาขาเชียงใหม่และสุโขทัย ให้เป็นรูปแบบ “Food Service” เช่นกัน ทำให้คาด Gross margin ทั้งปี 2555 จะสามารถทรงตัวใกล้เคียงกับปี 2554 ได้ ขณะที่ค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้นจะต่ำกว่า ประโยชน์ที่ได้รับจากนโยบายลดฐานภาษีเงินได้จาก 30% เหลือ 23% ในปี 2555 (ประหยัดภาษีราว 310 ล้านบาท)

▶ ราคาถูกสุดในกลุ่มค้าปลีก...ยังคงแนะนำ “ซื้อ” ภายใต้อัตรา FV ที่ 330 บาท

ราคาปัจจุบันถือว่าถูกสุดในกลุ่มค้าปลีก โดย MAKRO มี PER อยู่ที่ 21.8 เท่า เทียบกับกลุ่มที่ 27.4 เท่า และมีเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่ม 4.4% และยังมีสิทธิเงินปันผลจากงวดปลายปี 2554 อีก 5.5 บาท XD 8 มี.ค. นี้ คิดเป็น Div yield ที่ 2% ฝ่ายวิจัยจึงยืนยัน “ซื้อ” โดยกำหนด Fair value ถึง PER 24 เท่า เท่ากับ 330 บาท มี Upside 10%

| Key Data (ล้านบาท) | FY52A | FY53A | FY54A | FY55F | FY56F |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| FY: ปีที่ 31 ธ.ค. | | | | | |
| 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) | 47.15 | 38.28 | 27.66 | 21.82 | 19.06 |
| DPS (บาท) | 5.75 | 7.00 | 10.50 | 13.30 | 15.20 |
| Dividend Yield (%) | 1.92 | 2.33 | 3.50 | 4.43 | 5.07 |
| BV (บาท) | 36.40 | 38.23 | 40.34 | 42.09 | 43.78 |
| PBV (x) | 8.24 | 7.85 | 7.44 | 7.13 | 6.85 |
| ROE (%) | 17.69 | 21.00 | 27.61 | 33.36 | 36.66 |

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับอะนิวาทน์แอสเซียพลัส บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 300 บาท

Fair Value : 330 บาท

มูลค่าตลาด : 72,000 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

| EPS (บาท) | ASP | Cons | % diff |
|-----------|-------|-------|--------|
| 2555F | 13.75 | 13.30 | 3% |
| 2556F | 15.74 | 15.89 | -1% |

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kaweew@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

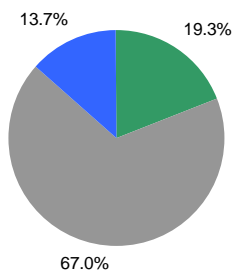
✉ anuwat@asiaplus.co.th

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% | |

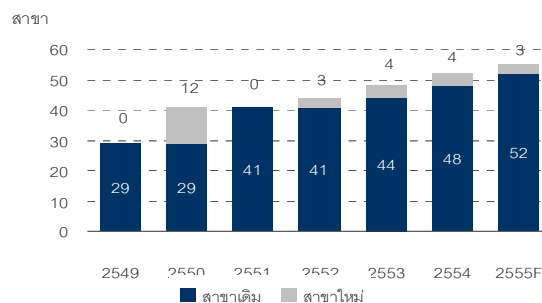
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

สัดส่วนรายได้ รายผลิตภัณฑ์



■ Fresh food ■ Dry food ■ Non food

จำนวนสาขา



■ สาขาเดิม ■ สาขาใหม่

ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

ผังรูปแบบ "Food service" ที่เน้นลูกค้ากลุ่ม HoReCa (เพิ่มสินค้าประเภทอาหาร)



ที่มา : MAKRO สาขาหัวหิน

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) | | | | | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท) | | | | |
|---|----------|----------|-----------|-----------|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F |
| ยอดขาย | 86,459 | 97,154 | 111,790 | 123,055 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน | | | | |
| ต้นทุนขาย | (80,148) | (89,402) | (103,095) | (113,484) | กำไรสุทธิ | 1,881 | 2,604 | 3,300 | 3,778 |
| กำไรขั้นต้น | 6,311 | 7,751 | 8,696 | 9,572 | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | | | | |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | (5,474) | (6,076) | (7,207) | (7,934) | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 1,037 | 1,024 | 1,127 | 1,288 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (35) | (63) | (37) | (37) | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | | | | |
| ค่าใช้จ่ายอื่น | (166) | - | - | - | อื่นๆ | 239 | 414 | - | - |
| รายได้อื่น | 2,204 | 2,516 | 2,948 | 3,122 | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | 1,694 | 1,553 | (69) | 955 |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 2,840 | 4,128 | 4,399 | 4,722 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ | 4,851 | 5,595 | 4,358 | 6,021 |
| ภาษีเงินได้ | (959) | (1,333) | (1,100) | (944) | กระแสเงินสดจากการลงทุน | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | 1,881 | 2,796 | 3,300 | 3,778 | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | | | | |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx | - | - | - | - | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง | (250) | 57 | - | - |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | (192) | - | - | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร | (1,231) | (3,376) | (3,500) | (3,500) |
| กำไรสุทธิ | 1,881 | 2,604 | 3,300 | 3,778 | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ | (1,481) | (3,319) | (3,500) | (3,500) |
| EPS | 7.84 | 10.85 | 13.75 | 15.74 | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน | | | | |
| | | | | | เพิ่ม/ลด เงินกู้ | 387 | 852 | (0) | - |
| | | | | | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | - | - | - | - |
| การเติบโตของยอดขาย | 13.1% | 12.4% | 15.1% | 10.1% | อื่นๆ | (31) | (34) | - | - |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ | 23.2% | 38.4% | 26.7% | 14.5% | ลด จ่ายปันผล | (1,440) | (2,100) | (2,876) | (3,373) |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 7.3% | 8.0% | 7.8% | 7.8% | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ | (1,084) | (1,282) | (2,876) | (3,373) |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ | 2.2% | 2.7% | 3.0% | 3.1% | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ | 2,286 | 993 | (2,018) | (852) |
| | | | | | | | | | |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) | | | | | งบดุล (ล้านบาท) | | | | |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 1Q54 | 2Q54 | 3Q54 | 4Q54 | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F |
| ยอดขาย | 23,153 | 23,179 | 23,667 | 27,155 | เงินสดและเทียบเท่าเงินสด | 5,294 | 6,288 | 4,268 | 3,416 |
| ต้นทุนขาย | (21,364) | (21,529) | (21,701) | (24,808) | ลูกหนี้การค้า | 144 | 175 | 168 | 185 |
| กำไรขั้นต้น | 1,789 | 1,650 | 1,966 | 2,347 | สินค้าคงเหลือ | 5,898 | 7,212 | 8,248 | 9,079 |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | (1,421) | (1,432) | (1,638) | (1,585) | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น | 891 | 910 | 1,147 | 1,262 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (11) | (16) | (16) | (20) | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ | 12,406 | 14,824 | 17,197 | 19,409 |
| ค่าใช้จ่ายอื่น | - | - | - | - | สินทรัพย์รวม | 25,492 | 30,319 | 32,205 | 34,628 |
| รายได้อื่น | 652 | 610 | 677 | 578 | | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 1,008 | 811 | 989 | 1,320 | เจ้าหนี้การค้า | 12,812 | 15,596 | 17,182 | 18,914 |
| ภาษีเงินได้ | (323) | (238) | (320) | (451) | หนี้สินหมุนเวียนอื่น | 1,937 | 2,601 | 2,410 | 2,650 |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | 685 | 573 | 669 | 869 | หนี้สินรวม | 16,316 | 20,639 | 22,103 | 24,121 |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx | - | - | - | - | | | | | |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | - | - | - | - | ทุนที่ชำระแล้ว | 2,400 | 2,400 | 2,400 | 2,400 |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | (192) | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 3,290 | 3,290 | 3,290 | 3,290 |
| กำไรสุทธิ | 685 | 573 | 669 | 677 | กำไรสะสม | 3,486 | 3,990 | 4,412 | 4,817 |
| | | | | | ส่วนของผู้ถือหุ้น | 9,176 | 9,681 | 10,102 | 10,507 |
| ยอดขาย (YoY) | 10.7% | 9.2% | 14.6% | 14.7% | | | | | |
| กำไรขั้นต้น (YoY) | 17.9% | 11.0% | 18.4% | 42.4% | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 25,492 | 30,320 | 32,205 | 34,628 |
| กำไรสุทธิ (YoY) | 45.1% | 32.5% | 33.0% | 83.3% | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| อัตราส่วนทางการเงิน | | | | | สมมติฐานในการทำประมาณการ | | | | |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2553 | 2554 | 2555F | 2556F |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า) | 0.77 | 0.72 | 0.64 | 0.59 | ยอดขายเติบโต | 13.1% | 12.4% | 15.1% | 10.1% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า) | 663.64 | 663.64 | 663.64 | 663.64 | อัตราส่วนกำไรขั้นต้น | 7.3% | 8.0% | 7.8% | 7.8% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า) | 12.50 | 12.50 | 12.50 | 12.50 | ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย | 6.3% | 6.3% | 6.4% | 6.4% |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | | | | | |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น | 1.78 | 2.13 | 2.19 | 2.30 | จำนวนสาขาในกทม. | 9 | 9 | 9 | 9 |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 7.8% | 9.3% | 10.6% | 11.3% | จำนวนสาขาในต่างจังหวัด | 39 | 43 | 46 | 48 |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 21.0% | 27.6% | 33.4% | 36.7% | จำนวนสาขาทั้งหมด | 48 | 52 | 55 | 55 |

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP