Company Update | MAKRO

วันที่ 18 กรกฎาคม 2555

krungsri Securities

Siam Makro

เติบโตอย่างมีระดับ

MAKRO เป็นผู้เล่นในเซกเมนต์ค้าปลีกค้าส่งแบบ Cash and Carry ขนาดใหญ่ เฉพาะตัว และปราศจากคู่แข่งทางตรง เราคาดว่ากำไรสุทธิจะยังคงเติบโตเฉลี่ยถึง 28% ในอีก 2 ปีข้างหน้า จากปัจจัยสนับสนุนได้แก่ (1) แผนการเร่งขยายสาขาระหว่างปี 2555-2558 (2) การเน้นสร้างยอดขายจากกลุ่มลูกค้าโรงแรม ร้านอาหารมากขึ้น (3) ประโยชน์สุทธิจากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ปรับลดลงจาก 30% เป็น 23% ทั้งนี้ งบดุลที่แข็งแกร่งจะสนับสนุนการลงทุนของกิจการ ขณะที่ผู้ถือหุ้นยังมีโอกาสได้รับเงินปันผลน่าสนใจที่ระดับ 4-5% ราคาหุ้นซึ่งซื้อขาย ณ ระดับ 19.6x P/E ปี 2556 นั้นต่ำสุดในกลุ่มพาณิชย์ที่เราศึกษา หากพิจารณา P/E Band มีโอกาสที่หุ้นจะซื้อขายที่ระดับ 28x เช่นกัน แนะนำ ซื้อ

คาดยอดขายปี 2555-2556 เติบโตปีละ 15%

เรามองว่า MAKRO เป็นผู้นำในธุรกิจค้าปลีกค้าส่งแบบ Cash and Carry ที่ยังปราศจากคู่แข่งที่ชัดเจน เนื่องจาก BIGC ยังไม่มีแผนลงทุนเพิ่มเติมใน Cash and Carry Store หลังเปิดสาขานำร่องไปแห่งเดียว ขณะที่ผู้ค้าส่งแบบดั้งเดิมเป็นเพียงคู่แข่งในระดับท้องถิ่น บางรายก็มีการพัฒนาเพียงเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขัน อย่างไรก็ตาม แม้ MAKRO มีความเสี่ยงต่อการชะลอตัวของยอดขายจากลูกค้าหลักคือกลุ่มผู้ค้าปลีกรายย่อย (53%) จากการแข่งขันของร้านสะดวกซื้อ แต่ยอดขายจะถูกชดเชยด้วยกลยุทธ์การเพิ่มยอดขายจากลูกค้ากลุ่มโรงแรม ร้านอาหาร (HoReCa) (สัดส่วน 19%) ผ่านการปรับปรุงรูปแบบสาขาเดิม และเพิ่มสาขาใหม่ที่เน้นจำหน่ายอาหารสดและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องภายใต้ชื่อ "แมคโครฟูดเซอร์วิส" โดยคาดว่าธุรกิจท่องเที่ยวและร้านอาหารที่ยังคงเติบโตจะทำให้ยอดขาย MAKRO จากลูกค้ากลุ่มดังกล่าวเติบโตได้ปีละ 20% ด้วยปัจจัยดังกล่าว บวกกับทิศทางการบริโภคที่ฟื้นจากภาวะอุทกภัย เราคาดว่า Same Store Sales Growth จะขยายตัว 9% ในปี 2555 และ 7% ในปี 2556 นอกจากนี้เรามองว่าบริษัทฯ มีแนวโน้มเร่งขยายสาขา 5 แห่งในปีนี้ (1H55 เปิดไปแล้ว 3 สาขา) และอีก 4 แห่งในปีหน้าก่อนที่กฎหมายผังเมืองใหม่ซึ่งควบคุมการก่อสร้างอาคารเชิงพาณิชย์ขนาดใหญ่จะบังคับใช้ครบทั่วประเทศในปี 2558 จึงประเมินว่ายอดขาย MAKRO จะเติบโตต่อเนื่องปีละ 15% เป็น 1.12 แสนล้านบาท ในปี 2555 และ 1.29 แสนล้านบาทในปี 2556

คาดผลการดำเนินงานปี 2555-2556 จะขยายตัวสูงเฉลี่ย 28% ต่อปี

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ MAKRO จะขยายตัว 35%YoY เป็น 3.52 พันล้านบาท ในปี 2555 และเติบโตอีก 21%YoY เป็น 4.27 พันล้านบาท ในปี 2556 โดยกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นที่จะปรับตัวดีขึ้นจาก 7.9% ในปี 2554 เป็น 8% ตลอด 2 ปี จากสินค้าในกลุ่ม HoReCa และเฮ้าส์แบรนด์ที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นสูง รวมถึงการประหยัดจากขนาดการสั่งซื้อสินค้าเพื่อจำหน่ายตามการขยายสาขา ส่วนนโยบายปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคล จาก 30% เป็น 23% และ 20% ในปี 2555-2556 จะชดเชยผลกระทบของการขึ้นค่าแรง และให้ผลสุทธิเป็นบวกแก่บริษัทฯ ทั้งนี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 2Q55 ยังคงขยายตัว 36%YoY แต่ชะลอตัว 10%QoQ อย่างไรก็ตาม คาดว่าผลการดำเนินงานใน 2H55 ของ MAKRO จะเติบโตทั้ง YoY และ HoH ตามยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขาใหม่ 3 แห่งใน 1H55 และอัตราภาษีจ่ายที่ลดลง ซึ่งนับเป็นปัจจัยผลักดันราคาหุ้นในระยะสั้น

Cash Company - สถานะเงินสดสุทธิ

งบดุลของ MAKRO นั้นแข็งแกร่ง ด้วยสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่มีสถานะเงินสด (Net cash) บ่งชี้ถึงโอกาสในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มเติมได้อีก แม้เราคาดว่ากระแสเงินสดภายในกิจการจะเพียงพอต่อสมมติฐานงบลงทุนรวม 6.5 พันล้านบาทตลอด 2 ปีข้างหน้า ที่จะใช้ในการขยายสาขาใหม่ และปรับปรุงสาขาเดิม เรายังคาดว่ารายได้และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ขยายตัวจะสนับสนุนให้อัตราหมุนเวียนสินค้าคงคลัง และอัตราส่วนสภาพคล่องของกิจการ ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน

เหมาะลงทุนระยะยาว แนะนำ "ซื้อ" ประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 405 บาท

ผลการดำเนินงานของ MAKRO ที่มีแนวโน้มเติบโตทำสถิติใหม่อย่างต่อเนื่อง และ ROE ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นจาก 27.6% ในปี 2554 เป็น 38% ในปี 2556 ซึ่งเหมาะกับการลงทุนระยะยาว เราจึงแนะนำซื้อ โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF ที่ 390 บาท (WACC 9.25%, Terminal Growth 3%) ซึ่งมีส่วนต่างจากราคาปัจจุบัน 15% และคิดเป็น 27.6x P/E ปี 2555 และ 22.8x P/E ปี 2556 ปัจจุบัน MAKRO ซื้อขายที่ 19.8x P/E ปี 2556 ต่ำที่สุดในหุ้นกลุ่มพาณิชย์ที่เราศึกษา

Stock Rating	**BUY**
Previous Rating	HOLD
Fair Value	**Bt405.00**
Current Price	Bt352.00
Upside/(Downside)	+15%
Consensus (median)	Bt376.29
Sector	Commerce
Sector Rating	NEUTRAL

Financial Summary

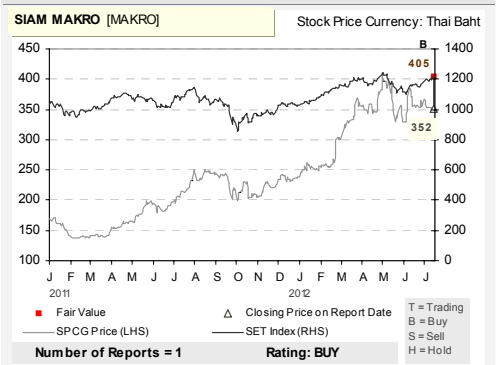
YE Dec (Bt mn)	2010	2011	2012E	2013E
Net profit	1,881	2,604	3,517	4,267
Net profit growth (%)	23.2	38.5	35.0	21.3
Adj. EPS (Bt)	7.8	10.9	14.7	17.8
EPS growth (%)	23.2	38.5	35.0	21.3
BV (Bt)	38.2	40.3	44.5	49.1
DPS (Bt)	7.0	10.5	13.2	16.0
P/E (x)	44.9	32.4	24.0	19.8
P/BV (x)	9.2	8.7	7.9	7.2
Yield (%)	2.0	3.0	3.7	4.5
ROE (%)	21.0	27.6	34.5	38.0

Key Data

Shares in Issue (mn)	240.00
Market Cap. (Bt mn)	84,480
12-mth High/Low (Bt)	412/191
Avg. Daily Turnover (Bt mn)	76.80
Foreign Limit/Actual (%)	49.00/27.82
Free Float (%)	35.65
NVDR (%)	1.53
Beta	0.99

P/E Band

KSS Stock Monitor



Vatcharut Vacharawongsith Registration No. 18301
vatcharut.vacharawongsith@krungsrisecurities.com

Disclaimer: เอกสาร/รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ.หลักทรัพย์กรุงศรี มิอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทฯขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในเอกสาร/รายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้นนักลงทุนโปรดใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาการลงทุน

ผู้เล่นรายใหญ่รายเดียวในเซกเมนต์โมเดิร์นเทรดประเภท Cash and carry

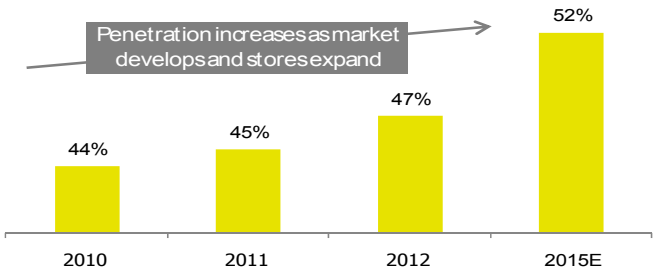
MAKRO ประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคแบบชำระเงินสดและบริการตนเอง "Makro Cash and Carry" จำนวน 52 สาขาทั่วประเทศ ณ สิ้นปี 2554 และจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็งผ่านร้าน "สยามโฟรเซ่น" บริหารงานโดยบริษัทลูก บจก. สยามฟูดเซอร์วิส ปัจจุบัน MAKRO เป็นผู้เล่นหลักเพียงรายเดียวในเซกเมนต์ค้าปลีกค้าส่งแบบ Cash and Carry กลุ่มลูกค้าเป้าหมายประกอบด้วย (1) ผู้ค้าปลีกรายย่อย เช่น ร้านของชำ มินิมาร์ท (2) ธุรกิจโรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยง หรือ HoReCa (3) ธุรกิจบริการต่างๆ ทั้งหน่วยงานภาครัฐ และเอกชน จากการพูดคุยกับผู้บริหาร แม้ว่า BIGC จะมีการเปิดสาขารูปแบบดังกล่าวเช่นกัน ได้แก่ Big C Jumbo ที่สำโรง และ Jumbo Station ใน Big C Supercenter สาขาพัทยาใต้ แต่เป็นเพียงโครงการนำร่อง และยังไม่เห็นแผนการลงทุนเพิ่มเติม

ส่วนผู้ค้าปลีกค้าส่งแบบดั้งเดิม หรือยี่ปั๊ว ซึ่งมีทั้งรูปแบบการจำหน่ายสินค้าที่มีความหลากหลาย บางรายมีการพัฒนาเป็นศูนย์ค้าปลีกค้าส่งแบบ Cash and Carry หรือมีชำนาญในการจำหน่ายสินค้าเฉพาะด้านอย่างใดอย่างหนึ่ง เช่น เครื่องดื่ม ขนมขบเคี้ยว อาหารสด ของใช้ในชีวิตประจำวัน จะเป็นคู่แข่งระดับท้องถิ่น การพัฒนาของผู้ค้าปลีกค้าส่งแบบดั้งเดิมเหล่านี้ก็เพื่อให้มีความทัดเทียมกับผู้เล่นรายใหญ่ในเซกเมนต์นี้ และรักษาความสามารถในการสร้างยอดขาย เรามองว่า MAKRO มีสินค้าและบริการที่ครอบคลุมสำหรับแต่ละกลุ่มเป้าหมายเป็นจุดดึงดูดผู้บริโภครายใหญ่และกลางด้วยการสั่งซื้อสินค้าในปริมาณที่มากกว่าก่อให้เกิดการประหยัดจากขนาด และมีความได้เปรียบในด้านการกำหนดราคาขาย ดังนั้นแรงกดดันจากการแข่งขันจึงไม่ใช่ประเด็นสำคัญสำหรับ MAKRO ในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า

การค้าปลีกแบบดั้งเดิมมีความเสี่ยงต่อการแทรกแซงจากค้าปลีกสมัยใหม่

จากข้อมูลของ The Nielsen Company พบว่าการค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทย มีแนวโน้มขยายตัวเมื่อเทียบกับการค้าปลีกแบบดั้งเดิม ด้วยอัตราการเข้าถึง (Penetration rate) ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 45% ในปี 2554 เป็น 52% ในอีก 4 ปีข้างหน้า ด้วยรูปแบบการดำเนินชีวิตที่เปลี่ยนแปลงไป และทิศทางรายได้ครัวเรือนที่เติบโต ทำให้ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ร้านสะดวกซื้อมีแนวโน้มขยายตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะในทำเลต่างจังหวัด ขณะที่รูปแบบค้าปลีกแบบดั้งเดิมอย่างโชวห่วย หรือมินิมาร์ท ยังคงมีการขยายตัวในทำเลที่กำลังซื้อต่ำตามชุมชน หมู่บ้าน หรือซอยย่อยต่างๆ แต่คาดว่าจะเป็นการเติบโตในอัตราชะลอตัว จึงนับเป็นความเสี่ยงต่อ MAKRO เนื่องจากยอดขายราว 53% มาจากลูกค้ากลุ่มผู้ค้าปลีกรายย่อย

ระดับการเข้าถึงของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทย

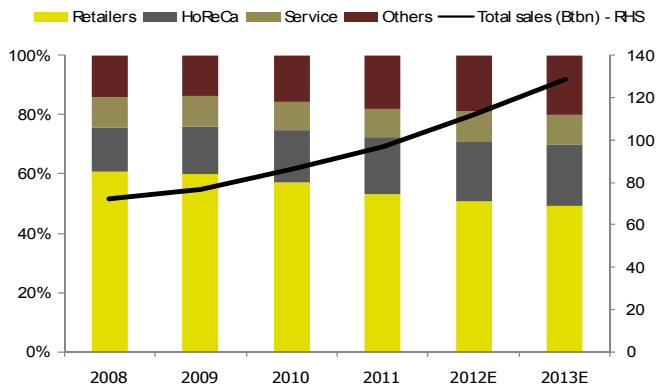


ที่มา: The Nielsen Company, Euromonitor

HoReCa เป็น Star ของธุรกิจ

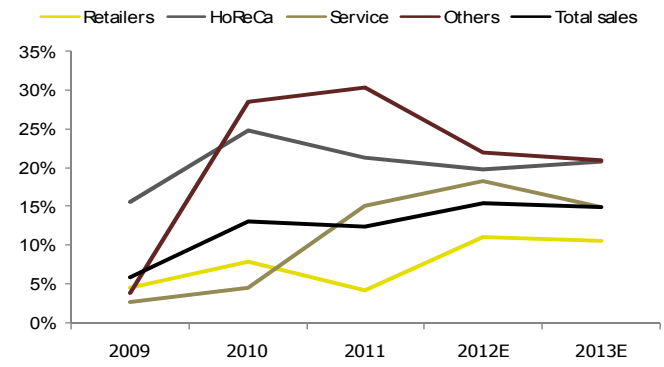
การปรับกลยุทธ์ธุรกิจของ MAKRO โดยหันมาเน้นกลุ่มลูกค้าที่เป็นโรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยง (Hotel, Restaurant and Catering - HoReCa) มากขึ้นจะช่วยรักษาระดับการเติบโตของยอดขายและชดเชยลูกค้ากลุ่มค้าปลีกดั้งเดิมที่มีแนวโน้มชะลอตัว MAKRO ได้ทำการปรับปรุงรูปแบบสาขาที่มีอยู่โดยเพิ่มไลน์สินค้าที่เกี่ยวข้องกับ HoReCa เพิ่มขึ้น ได้แก่ วัสดุอุปกรณ์สำหรับโรงแรม ร้านอาหาร อาหารสด และอาหารแช่แข็ง ทำให้สัดส่วนยอดขายสินค้ากลุ่มนี้

รายได้และสัดส่วนรายได้แบ่งตามกลุ่มประเภทลูกค้า



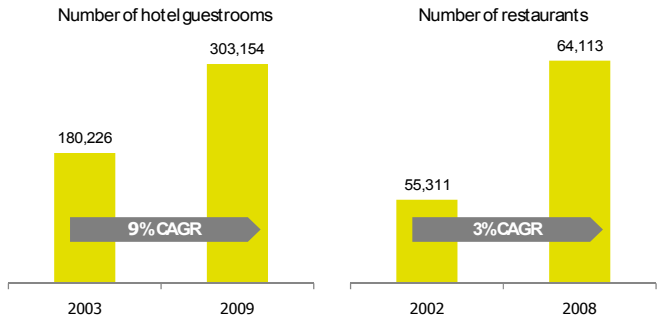
ที่มา: MAKRO, KSS Research

อัตราการเติบโตของรายได้แบ่งตามกลุ่มประเภทลูกค้า



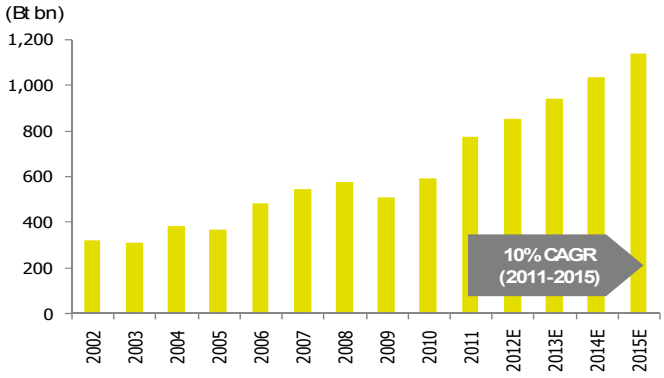
ที่มา: MAKRO, KSS Research

ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหารมีอัตราการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง



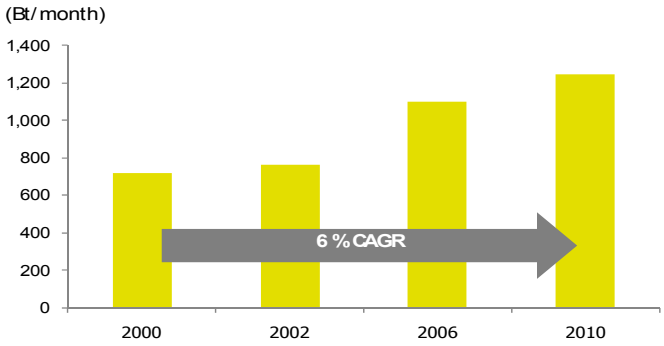
ที่มา: Department of Business Development, National Statistical Office, KSS Research

ประมาณการรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติของประเทศไทย



ที่มา: Tourism Authority of Thailand

ค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อเดือนต่อครัวเรือนไทยในการรับประทานอาหารนอกบ้าน



ที่มา: National Statistical Office, KSS Research

ขยายตัวจาก 10-15% ในสาขารูปแบบเดิม เป็น 30-50% ในสาขาที่มีการปรับปรุง และยังได้เปิดสาขารูปแบบใหม่ "แมคโคร ฟูด เซอร์วิส" ที่หัวหิน เพื่อเจาะลูกค้ากลุ่มนี้โดยเฉพาะ นอกจากนี้สินค้า HoReCa และอาหารสด ยังมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าสินค้าอาหารแห้ง ซึ่งจะช่วยผลักดันอัตราการทำกำไรโดยรวมให้ขยายตัวเช่นกัน

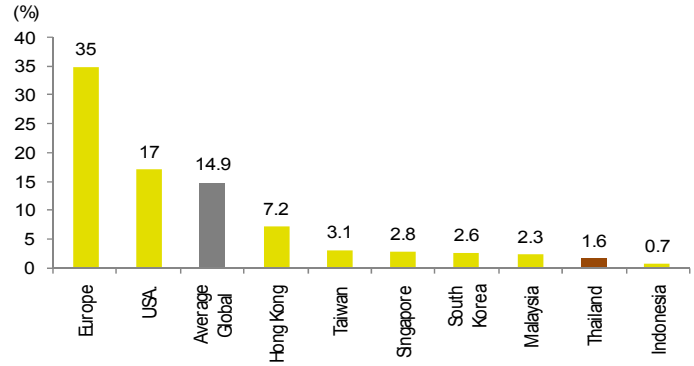
กลุ่มลูกค้า HoReCa คิดเป็นสัดส่วน 19% ของรายได้รวมของ MAKRO และมีอัตราการเติบโต 21% ในปี 2554 เราคาดว่ายอดขายจากกลุ่ม HoReCa จะยังโตต่อเนื่องปีละ 20% ทำให้สัดส่วนยอดขายเพิ่มเป็น 21% ในปี 2556 จาก

1. แนวโน้มธุรกิจโรงแรมและเกสต์เฮ้าส์ที่จำนวนห้องพักขยายตัวต่อเนื่องเฉลี่ย 9% ต่อปีและรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติซึ่งการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปีในอีก 4 ปีข้างหน้า
2. พฤติกรรมการบริโภคของครัวเรือนไทยที่นิยมรับประทานอาหารนอกบ้านมากขึ้น โดยมีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยเพิ่มขึ้นปีละ 6% ระหว่างปี 2543-2553 เช่นเดียวกับความนิยมในการเปิดร้านอาหาร ตั้งแต่รูปแบบแผงขายอาหารจนภัตตาคาร ที่เติบโตเฉลี่ยปีละ 3% ทำให้ผู้ประกอบการจำเป็นต้องจัดหาวัตถุดิบในปริมาณมากอย่างมีระบบเพื่อตอบสนองความต้องการ

สินค้าเฮ้าส์แบรนด์ผลักดันยอดขายและมาร์จิ้น

ถึงแม้ว่า "เฮ้าส์แบรนด์" เป็นกลยุทธ์ที่ผู้ค้าปลีกสมัยใหม่สร้างขึ้นมาได้ โดยว่าจ้างผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคเพื่อนำมาจำหน่ายภายใต้ตรายี่ห้อของตนเอง แต่เฮ้าส์แบรนด์ของ MAKRO จะถูกจัดจำหน่ายในรูปแบบค้าส่งหรือบรรจุภัณฑ์ขนาดใหญ่ ซึ่งเหมาะสมกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่นำไปใช้ในการดำเนินธุรกิจและต้องการประหยัดต้นทุนไปพร้อมกัน โดยมีคุณภาพทัดเทียมกับสินค้าตรายี่ห้อทั่วไปที่วางจำหน่ายในตลาด สินค้าประเภทดังกล่าวจึงถูกซื้อในปริมาณที่มากกว่าเปรียบเทียบกับผู้ค้าปลีกช่องทางอื่นทั้ง ไฮเปอร์มาร์เก็ต ซูเปอร์มาร์เก็ต และร้านสะดวกซื้อ ที่กลุ่มเป้าหมายเป็นผู้บริโภคปลายทาง

ส่วนแบ่งการตลาดของสินค้าเฮ้าส์แบรนด์ในแต่ละประเทศ



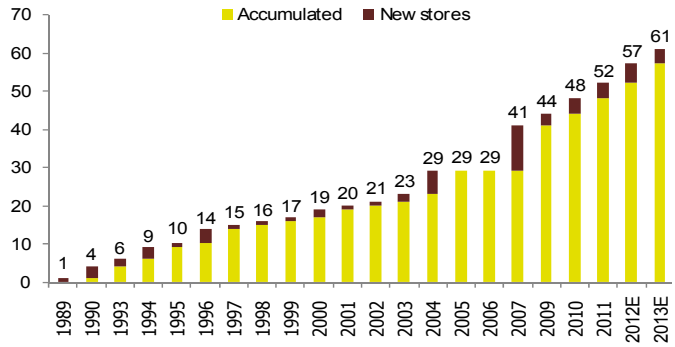
ที่มา: The Nielsen Company (2009)

เราคาดว่าสินค้าเฮ้าส์แบรนด์ในประเทศไทยยังมีโอกาสในการเติบโตในระยะยาว พิจารณาจากส่วนแบ่งการตลาดเพียง 2% เปรียบเทียบกับ 3-7% สำหรับประเทศอื่นในภูมิภาค 17% ในสหรัฐอเมริกา และ 35% ในยุโรป ขณะที่ภาวะราคาสินค้าปรับตัวสูงขึ้นก็จะมีบทบาทต่อการผลักดันยอดขายสินค้าเฮ้าส์แบรนด์เช่นกัน ทั้งนี้ เราประเมินว่าสินค้าเฮ้าส์แบรนด์มีสัดส่วน 8% ของยอดขาย MAKRO และมีราคาขายต่ำกว่าผู้ผลิตทั่วไปราว 15-20% แต่ให้อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่า

คาด MAKRO จะเร่งขยายสาขาก่อนถูกกฎหมายควบคุม

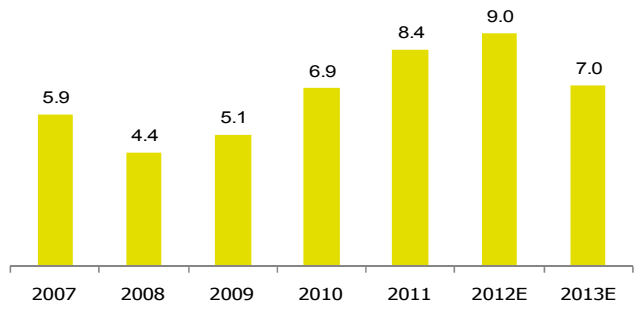
MAKRO เปิดสาขาไปแล้ว 3 แห่ง ใน 1H55 ได้แก่ หัวหิน คลองหลวง และจังหวัดเลย เราคาดว่าจะเปิดสาขาเพิ่มอีกไตรมาสละ 1 แห่ง ในครึ่งปีหลัง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าการทยอยบังคับใช้ พรบ.ผังเมือง ให้ครบทั่วประเทศภายในปี พ.ศ. 2558 โดยมีสาระสำคัญส่วนหนึ่งซึ่งควบคุมสิ่งปลูกสร้างที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีกค้าส่ง จะทำให้ MAKRO เร่งการขยายสาขาเพื่อไม่ให้เกิดอุปสรรคจากข้อจำกัดดังกล่าว เช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในปี 2550 ที่ MAKRO ขยายสาขาถึง 12 แห่งในปีเดียว ซึ่งเรามองว่าเป็นประเด็นเชิงบวกต่อการเติบโตของยอดขาย จึงกำหนดสมมติฐานการขยายสาขา 5 แห่งในปี 2555 และ 4 แห่งในปี 2556 บนงบประมาณลงทุนเฉลี่ยสาขาละ 550 ล้านบาท

ประมาณการจำนวนสาขา MAKRO



ที่มา: MAKRO, KSS Research

Same Store Sales Growth ของ MAKRO



ที่มา: MAKRO, KSS Research

ประเมินยอดขายเติบโต 15%YoY ในปี 2555-2556

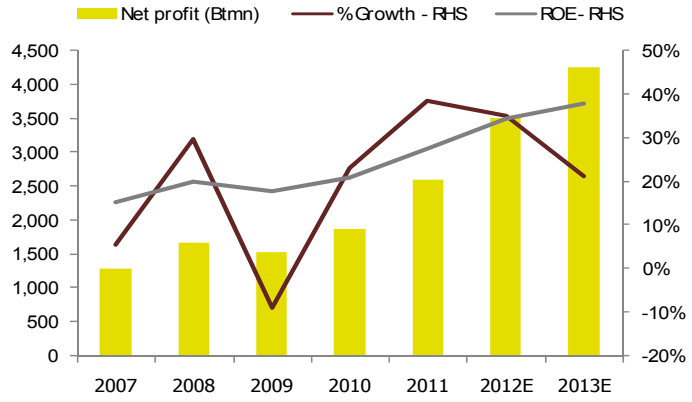
ด้วยแนวโน้มการบริโภคที่ขยายตัว การเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าตามภาวะเงินเฟ้อ บวกกับปัจจัยสนับสนุนเฉพาะตัวทั้งการปรับกลยุทธ์มาเน้นขายสินค้ากลุ่ม HoReCa ซึ่งคาดว่าจะช่วยรักษาการเติบโตของผลการดำเนินงานในระยะยาว เราคาดว่า Same Store Sales Growth (SSSG) ของ MAKRO จะเพิ่มขึ้นจาก 8.4% เป็น 9% ในปี 2555 และกำหนดสมมติฐาน SSSG ปี 2556 อย่างระมัดระวังที่ 7% โดย 1Q55 บริษัทฯ มี SSSG สูงถึง 11.5% ตามยอดขายที่ฟื้นตัวภายหลังภาวะอุทกภัย ส่วนช่วงที่

เหลือของปีคาด SSSG รายไตรมาสจะปรับตัวลดลงมาสู่ระดับปกติที่ 9% โดยเฉลี่ย เมื่อผนวกเข้ากับความเป็นไปได้ในการเร่งขยายสาขาปีละ 4-5 แห่ง เราจึงประเมินว่ายอดขายของ MAKRO จะขยายตัว 15% ในปี 2555 เป็น 1.12 แสนล้านบาท และอีก 15% เป็น 1.29 แสนล้านบาทในปี 2556

คาดกำไรสุทธิจะเติบโต 28% ในอีก 2 ปีข้างหน้า

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ MAKRO จะปรับตัวดีขึ้นจาก 7.9% ในปี 2554 เป็น 8% ในปี 2555-2556 จากสินค้าในกลุ่ม HoReCa และเฮ้าส์ แบรนด์ที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นสูง รวมถึงการประหยัดจากขนาดการสั่งซื้อสินค้าเพื่อจำหน่ายตามการขยายสาขา ขณะเดียวกัน เราประเมินว่านโยบายปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคล จาก 30% เป็น 23% และ 20% ในปี 2555-2556 จะชดเชยผลกระทบของค่าแรงที่เพิ่มขึ้น และให้ผลสุทธิเป็นบวกแก่บริษัทฯ จึงประมาณการกำไรสุทธิของ MAKRO ไว้ที่ 3.52 พันล้านบาท เติบโต 35%YoY ในปี 2555 และ 4.27 พันล้านบาท เติบโต 21%YoY ในปี 2556 ส่งผลให้ ROE เพิ่มขึ้นจาก 27.6% ในปี 2554 เป็น 38% ในปี 2556

กำไรสุทธิ, อัตราการเติบโตกำไรสุทธิ และ ROE ของ MAKRO



ที่มา: MAKRO, KSS Research

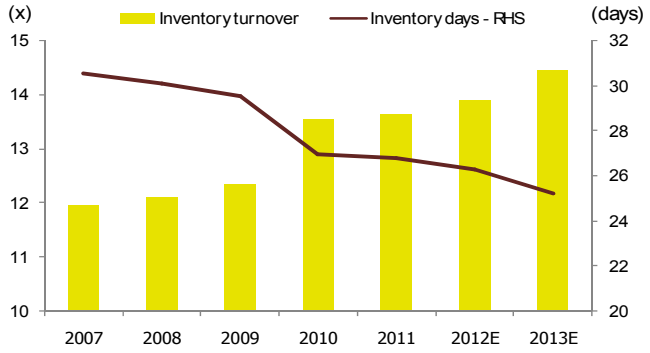
คาดกำไร 2Q55 เติบโต YoY แต่ลดลง QoQ

เราประเมินว่าผลการดำเนินงานของ MAKRO ใน 2Q55 จะขยายตัว 36%YoY ตามสภาพอากาศที่ร้อนจัดบวกกับการถ่ายทอดสดฟุตบอลยูโร 2012 ช่วยกระตุ้นยอดขายเครื่องดื่ม แต่ฐานกำไรที่สูงใน 1Q55 ตามการฟื้นตัวของยอดขายหลังผ่านพ้นภาวะอุทกภัย จะทำให้กำไรลดลง 10%QoQ อย่างไรก็ตาม คาดว่ากำไรสุทธิในครึ่งปีแรกยังคงเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 31%YoY ขณะที่ผลประกอบการ 2H55 มีทิศทางขยายตัวอย่างต่อเนื่อง จากการเปิดสาขาใหม่ 3 แห่งใน 1H55 และความเป็นไปได้ที่จะมีการเปิดสาขาใน 2H55 อีก 2 แห่ง ช่วยกระตุ้นยอดขายและกำไร

งบดุลแข็งแกร่ง ไม่เป็นอุปสรรคต่อการขยายสาขาและการจ่ายเงินปันผล

เราชอบงบดุลที่แข็งแกร่งของ MAKRO ด้วยสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่มีสถานะเงินสด (Net cash) บ่งชี้ถึงโอกาสในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มเติมได้อีก ถึงแม้ว่าหนี้สินต่อทุน (D/E ratio) อยู่ที่ระดับ 2.0-2.1x แต่ 2 ใน 3 ของหนี้สินรวมเป็นรายการเจ้าหนี้การค้าซึ่งเป็นปกติของธุรกิจที่มีการจัดซื้อสินค้าคงคลังเป็นเงินเชื่อ ขณะที่ MAKRO เน้นขายสินค้าเป็นเงินสด ความเสี่ยงจากลูกหนี้การค้าจึงถูกจำกัด โดยรายการดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนที่ต่ำกว่า 1% ของสินทรัพย์รวม ส่วนยอดขายที่เติบโตคาดว่าจะช่วยให้อายุของสินค้าคงคลังลดลงต่อเนื่องจาก 26.8 วันในปี 2554 เป็น 25.2 วันในปี 2556 บ่งชี้ถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเติบโตเฉลี่ย 15% ในปี 2555-2556 ทำให้สภาพคล่องของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งพิจารณาได้จาก Current ratio ที่ลดลงจาก 0.72x ในปี 2554 เป็น 0.67x ในปี 2556 และ Quick ratio จาก 0.36x เป็น 0.31x ในปี 2556

อัตราหมุนเวียนสินค้าคงคลังของ MAKRO



ที่มา: MAKRO, KSS Research

แนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 405 บาท

เราแนะนำ "ซื้อ" จากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 28% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า จากการเร่งขยายสาขา และการเน้นเจาะกลุ่มลูกค้าเฉพาะทางอย่าง HoReCa ซึ่งช่วยปรับปรุงส่วนผสมยอดขายกับอัตรากำไรขั้นต้น เป็นปัจจัยสนับสนุน ขณะที่การเข้ามาในเซกเมนต์ cash and carry ของผู้เล่นรายอื่นยังไม่มีนัยต่อการแข่งขัน ส่วนความเสี่ยงจากโอกาสที่ร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิมซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ MAKRO จะถูกร้านค้าปลีกสมัยใหม่อย่างร้านสะดวกซื้อชิงส่วนแบ่งการตลาดนั้น จะไม่กระทบต่อยอดขายใน 2-3 ปีข้างหน้า เรามองว่าจำนวนร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิมมีโอกาสเติบโตในทำเลที่เพิ่งมีการพัฒนาและมีกำลังซื้อไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุนเปิดร้านสะดวกซื้อ ซึ่งจะเป็นการทดแทนร้านค้าที่ปิดตัวลงไปในทำเลอื่น ทำให้ MAKRO สามารถรักษาจำนวนลูกค้ากลุ่มนี้ไว้ได้

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานที่ 390 บาท (วิธี DCF สมมติฐาน WACC 9.2% และ Terminal growth 3%) ซึ่งมีส่วนต่างจากราคาปัจจุบัน 12% คิดเป็น 27.6x P/E ปี 2555 และ 22.8x P/E ปี 2556 ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ 24.0x P/E ปี 2555 และ 19.8x P/E ปี 2556 หากพิจารณา P/E Band เรามองว่าราคาหุ้นมีโอกาสซื้อขายที่ระดับ 28x ขณะเดียวกัน MAKRO จะซื้อขายที่ P/E ปี 2556 ต่ำสุดในกลุ่มพาณิชย์ที่เราทำการศึกษา (BIGC CPALL HMPRO MAKRO) ส่วนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลนั้นคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 3.7% ในปี 2555 สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 90%

MAKRO ซื้อขายที่ P/E ปี 2556 ต่ำสุดในหุ้นกลุ่มพาณิชย์ที่ KSS ศึกษา

	Rating	Fair Value (Bt)	PER (x)		PBV (x)		EV/EBITDA (x)	
			2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
BIGC	Trading	222.00	27.8	23.0	6.1	5.9	15.8	13.6
CPALL	Buy	40.00	24.3	25.1	9.9	10.2	15.2	16.2
HMPRO	Trading	14.50	26.1	21.2	7.4	6.4	14.6	12.4
MAKRO	Buy	405.00	24.0	19.8	7.9	7.2	16.5	14.4

	Net profit Growth		EPS Growth		Dividend yield		ROE	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
BIGC	22.1%	21.5%	19.5%	20.5%	1.1%	1.3%	22.1%	25.6%
CPALL	38.1%	17.4%	-16.4%	-3.0%	3.1%	3.0%	45.2%	43.9%
HMPRO	40.5%	23.2%	40.5%	23.2%	2.7%	3.3%	31.2%	32.5%
MAKRO	35.0%	21.3%	35.0%	21.3%	3.7%	4.5%	34.5%	38.0%

ที่มา: Companies, KSS Research

วิเคราะห์ความอ่อนไหวต่อผลการดำเนินงาน

เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไร (Sensitivity analysis) สำหรับประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555 พบว่า อัตรา SSSG ที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ 1% จากสมมติฐานที่ 9% จะทำให้กำไรสุทธิเปลี่ยนแปลง 1% ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ 0.1% จากสมมติฐานที่ 8% จะทำให้กำไรสุทธิเปลี่ยนแปลง 2.4% และจำนวนสาขาของ Makro Cash and Carry ที่เพิ่มขึ้น/ลดลง ทุกๆ 1 สาขา จากสมมติฐานที่ 5 สาขานั้น จะทำให้กำไรสุทธิเปลี่ยนแปลง 1%

krungsri Securities

Consolidated Profit and Loss Statement (Bt mn)

Year to Dec	2010	2011	2012E	2013E
Sales	86,459	97,154	112,155	128,975
Cost of goods sold	(80,148)	(89,402)	(103,182)	(118,657)
Gross profit	6,311	7,751	8,972	10,318
Depreciation and amortization	984	958	1,094	1,214
EBITDA	**3,382**	**4,581**	**5,243**	**6,050**
SG&A expense	(5,641)	(6,076)	(7,066)	(8,061)
EBIT	**2,399**	**3,623**	**4,150**	**4,837**
Interest expense	(35)	(63)	(80)	(100)
Net other income	476	330	650	769
EBT	**2,840**	**3,890**	**4,720**	**5,505**
Tax	(959)	(1,286)	(1,204)	(1,239)
Net equity earnings	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0
Core profit	**1,881**	**2,604**	**3,517**	**4,267**
Forex gain (loss)	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0
Reported net profit	**1,881**	**2,604**	**3,517**	**4,267**
EPS (Bt)	7.84	10.85	14.65	17.78

Consolidated Balance Sheet (Bt mn)

Year to Dec	2010	2011	2012E	2013E
Cash & cash equivalents	5,294	6,288	4,839	6,145
Accounts receivable	144	175	215	247
Inventories	5,898	7,212	7,633	8,777
Total current assets	**12,227**	**14,585**	**13,900**	**16,457**
Investments	136	119	119	119
Fixed assets	12,406	14,824	17,365	19,272
Total assets	**25,492**	**30,319**	**32,175**	**36,639**
Short-term debt	1,200	2,052	2,000	2,500
Accounts payable	12,812	15,596	16,961	19,505
Total current liabilities	**15,949**	**20,249**	**21,387**	**24,579**
Long-term debt	0	0	0	0
Total liabilities	**16,316**	**20,639**	**21,498**	**24,860**
Paid-up capital	2,400	2,400	2,400	2,400
Share premium	3,290	3,290	3,290	3,290
Retained earnings	3,486	3,990	4,987	6,089
Minority interest	0	0	0	0
Total shareholders' equity	**9,176**	**9,681**	**10,677**	**11,779**
Shares (mn)	240	240	240	240

Consolidated Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to Dec	2010	2011	2012E	2013E
Net profit	1,881	2,604	3,517	4,267
Depreciation and amortization	984	958	1,094	1,214
Change in working capital	2,051	2,873	375	1,941
Operating cash flow	**4,851**	**5,597**	**4,985**	**7,421**
Net capital expenditure	(1,102)	(3,376)	(3,635)	(3,120)
Free cash flow	3,748	2,221	1,350	4,301
Investing cash flow	**3,370**	**2,277**	**1,357**	**4,308**
Dividend paid	(1,534)	(2,018)	(2,754)	(3,502)
Equity issued	0	0	0	0
Financing cash flow	(1,084)	(1,282)	(2,806)	(3,002)
Net cash	5,294	6,288	4,839	6,145

Key Assumptions

Year to Dec	2010	2011	2012E	2013E
Same Store Sales Growth (%)	6.9	8.4	9.0	7.0
Number of branches	48	52	57	61

Ratio Analysis

Year to Dec	2010	2011	2012E	2013E
Growth (%)				
Sales growth	13.13	12.37	15.44	15.00
EBITDA growth	22.96	35.44	14.46	15.39
Core profit growth	23.18	38.46	35.02	21.33
Profitability ratios (%)				
Gross margin	7.30	7.98	8.00	8.00
EBITDA margin	3.91	4.72	4.68	4.69
Core profit margin	2.18	2.68	3.14	3.31
Effective tax rate	33.76	33.05	25.50	22.50
SG&A/net sales	6.52	6.25	6.30	6.25
Leverage ratios (x)				
Total debt/equity	1.78	2.13	2.01	2.11
Net debt/equity	Cash	Cash	Cash	Cash
Net debt/EBITDA	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest coverage	68.57	57.28	51.87	48.37
Per share data (x)				
Price/sales	0.98	0.87	0.75	0.66
Price/OCF	17.42	15.09	16.95	11.38
Price/FCF	22.54	38.04	62.57	19.64

2Q12 Performance Preview

Year to Dec	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	% YoY	% QoQ
Sales	23,179	23,667	27,155	27,266	25,960	12%	(5%)
Gross profit	1,650	1,966	2,347	2,166	2,051	24%	(5%)
EBITDA	942	1,082	1,234	1,266	1,168	24%	(8%)
SG&A expenses	1,432	1,638	1,585	1,698	1,661	16%	(2%)
Interest expenses	16	16	20	20	13	-19%	(36%)
Corporate taxes	238	320	404	270	273	15%	1%
Core profit	573	669	678	864	778	36%	(10%)
Forex gain (loss)	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Non-recurring items	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Reported net profit	573	669	678	864	778	36%	(10%)
EPS (Bt)	2.39	2.79	2.82	3.60	3.24	36%	(10%)
Key Financial Ratio							
Gross margin	7.1%	8.3%	8.6%	7.9%	7.9%		
EBITDA margin	4.1%	4.6%	4.5%	4.6%	4.5%		
Interest coverage ratio	61.1	65.5	56.0	56.8	82.0		
Interest-bearing debt/Equity	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		
Net debt (cash)/Equity	cash	cash	cash	cash	cash		
BV (Bt)	39.72	39.26	40.34	43.94	43.94		

Source: SET, KSS Research

P/BV Band

Source: KSS Research

ADVANC	AOT	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCP	BKI	BMCL	CPN
CSL	EASTW	EGCO	ERW	GRAMMY	HEMRAJ	ICC	IRPC	KBANK	KK
KTB	LPN	MCOT	NMG	PS	PSL	PTT	PTTAR***	PTTCH***	PTTEP
QH	RATCH	ROBINS	RS	SAT	SC	SCB	SCC	SE-ED	SIS
THRE	TIP	TIPCO	TISCO	TKT	TMB	TOP			

***วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR กับ PTTCH ควบรวมกิจการเป็น PTTGC

ACAP	AF	AMANAH	AMATA	AP	ASIMAR	ASP	AYUD	BEC	BECL
BFIT	BH	BIGC	BJC	BLA	BROOK	BTS	BWG	CENTEL	CGS
CIMBT	CK	CM	BPALL	CPF	CSC	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC
DTC	ECL	FORTH	GBX	GC	GFPT	GLOW	HANA	HMPRO	HTC
IFEC	INET	INTUCH	IVL	JAS	KCE	KEST	KGI	KSL	KWC
L&E	LANNA	LH	LOXLEY	LRH	LST	MACO	MAJOR	MAKRO	MBK
MFC	MFEC	MILL	MINT	MK	MTI	NBC	NCH	NINE	NKI
NOBLE	OCC	OGC	OISHI	PB	PG	PHATRA	PM	PR	PRANDA
PRG	PT	PYLON	S & J	S&P	SABINA	SAMCO	SCCC	SCG	SCSMG
SEAFCO	SFP	SICCO***	SINGER	SIRI	SITHAI	SMT	SNC	SPALI	SPI
SPPT	SSF	SSSC	STA	STANLY	STEC	SUSCO	SVI	SYMC	SYNTEC
TASCO	TCAP	TFD	TFI	THAI	THCOM	THIP	TIC	TK	TMT
TNITY	TNL	TOG	TPC	TRC	TRT	TRUE	TSC	TSTE	TSTH
TTA	TTW	TUF	TVO	TYM	UAC	UMI	UP	UPOIC	UV
VNT	WACOAL	WAVE	ZMICO						

***SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

2S	A	AEONTS	AFC	AGE	AH	AHC	AI	AIT	AJ
AKR	APRINT	APURE	AS	ASK	BAT-3K	BGT	BLAND	BNC	BOL
BROCK	BSBM	BTNC	CCET	CFRESH	CHARAN	CI	CITY	CMO	CMR
CNS	CNT	CPI	CPL	CRANE	CSP	CSR	CTW	DCC	DRACO
EASON	EIC	ESSO	FE	FOCUS	FSS	GENCO	GFM	GL	GLAND
GOLD	GUNKUL	GYT	HFT	HTECH	IFS	ILINK	IRC	IRCP	IT
ITD	JTS	JUTHA	KASET	KDH	KH	KKC	KMC	KTC	KWH
KYE	LALIN	LEE	LHK	MATCH	MATI	MBAX	M-CHAI	MCS	MDX
MJD	MOONG	MPIC	MSC	NC	NEP	NNCL	NSI	NTV	NWR
OFM	PAF	PAP	PATO	PDI	PHOL	PICO	PL	POST	PPM
PREB	PRECHA	PRIN	PTL	Q-CON	QLT	RASA	RCI	RCL	ROJNA
RPC	SAUCE	SCBLIF	SCP	SENA	SHANG	SIAM	SIMAT	SKR	SMIT
SMK	SMM	SPC	SPG	SST	STAR	SUC	SVOA	SWC	SYNEX
TBSP	TCB	TCC	TCP	TEAM	TF	TGCI	THANA	THANI	TICON
TIW	TKS	TLUXE	TMD	TNH	TNPC	TOPP	TPA	TPAC	TPCORP
TPIPL	TPP	TR	TTCL	TTI	TWFP	TWZ	TYCN	UBIS	UEC
UOBKH	UPF	US	UT	UVAN	VARO	VIBHA	VNG	WG	WORK
YUASA									

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ **บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน)** มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

550 อาคาร ธนาคารกรุงศรีอยุธยาจำกัด (มหาชน) สำนักเพลินจิต ชั้น 5
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร. 0-2659-7000 โทรสาร 0-2646-1111
Internet Trading: 0-2659-7777

สาขา

สาขาเอ็มโพเรียม
622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24
แขวงคลองตัน เขตคลองตัน กรุงเทพฯ 10110
โทร. 0-2695-4500 โทรสาร 0-2695-4599

สาขาเซ็นทรัลบางนา
589/151 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 27
ถนนบางนา-ตราด แขวง-เขต บางนา กรุงเทพฯ 10260
โทร. 0-2763-2000 โทรสาร 0-2399-1448

สาขาพระราม 2
111/917-919 ถนนพระราม 2
แขวงแสมดำ เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ 10150
โทร. 0-2895-9575 โทรสาร 0-2895-9557

สาขาถนนวิภาวดีรังสิต
ที่ทำการ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
สาขาถนนวิภาวดีรังสิต (ซันทาวเวอร์ส)
123 ถนนวิภาวดีรังสิต แขวงจอมพล เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทร. 0-2273-8388 โทรสาร 0-2273-8399

สาขาชลบุรี
64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมือง
จ.ชลบุรี 20000
โทร. 0-3879-0430 โทรสาร 0-3879-0425

สาขาหาดใหญ่
90-92-94 ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ถนนนิพัทธ์อุทิศ 1 ตำบล
หาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร. 074- 221-229 โทรสาร 074-221-411

สาขานครปฐม
67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง
จ.นครปฐม 73000
โทร. 0-3427-5500-7 โทรสาร 0-3421-8989

สาขาสุพรรณบุรี
249/171-172 หมู่ 5 ตำบลท่าระหัด
อำเภอเมืองสุพรรณบุรี จ.สุพรรณบุรี 72000
โทร. 0-3550-1234 โทรสาร 0-3552-2449

สาขานครราชสีมา
168 ถนนจอมพล ตำบลในเมือง อำเภอเมืองนครราชสีมา
จ.นครราชสีมา 30000
โทร. 0-4425-1211-4 โทรสาร 0-4425-1215

สาขาขอนแก่น
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาขอนแก่น
114 ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.ขอนแก่น 40000
โทร. 0-4322-6120 โทรสาร 0-4322-6180

สาขาเชียงใหม่
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาประตูช้างเผือก
70 ถนนช้างเผือก ตำบลศรีภูมิ อำเภอเมือง จ.เชียงใหม่ 50200
โทร. 0-5321-9234 โทรสาร 0-5321-9247

สาขาเชียงราย
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาเชียงราย
231-232 ถนนธนาลัย ตำบลเวียง อำเภอเมือง จ.เชียงราย 57000
โทร. 0-5371-6489 โทรสาร 0-5371-6490

สาขาพิษณุโลก
ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาพิษณุโลก
275/1 ถนนพิชัยสงคราม ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.พิษณุโลก 65000
โทร. 0-5530-3360 โทรสาร 0-5530-2580

Analyst Team	Name	Sector Coverage	E-mail
Central line:	กษมพนธ์ เหมนิลรัตน์	Small Cap	kasamapon.hamnilrat@krungsrisecurities.com
66.2659.7000	สิทธิเดช ประเสริฐรุ่งเรือง	Transportation, Agribusiness	sittidath.prasertrungruang@krungsrisecurities.com
ext.5017, 5018	ชาตรี ศรีสมัยเจริญ	Contractor, Construction Materials, Property	chatree.srismaicharoen@krungsrisecurities.com
Fax:66.2646.1103	ชาญวุทธ เตชอมรธนกิจ	Energy, Petrochemical	charnvut.taechaamorntanakij@krungsrisecurities.com
	ธนเดช รังษีธนานนท์	Banking, Finance & Securities	tanadech.rungsrithananon@krungsrisecurities.com
	ถกล บรรจงรักษ์	Automotive, Healthcare, ICT	thakol.banjongruck@krungsrisecurities.com
	วัชรุตม์ วัชรวงศ์สิทธิ์	Electronics, Commerce, Hotel, Property	vacharut.vacharawongsith@krungsrisecurities.com
	อมเรศ สิงห์ณรงค์	Institutional Research	amarej.singnarong@krungsrisecurities.com
	อภิศักดิ์ ลิมป์ธำรงกุล	Technical	apisak.limthumrongkul@krungsrisecurities.com

คำแนะนำในการลงทุน

ซื้อ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

ถือ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง 5-10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า

ขาย - หุ้นที่มีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าพื้นฐาน หรือมีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ

เก็งกำไร - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ แต่มีประเด็นที่สามารถเก็งกำไรได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง