



## บมจ.สยามแม็คโคร\*

แรงกดดันที่จะกระทบต่อผลประกอบการในอนาคตเริ่มปรับตัวลดลง

ถือ				
ณัฐ พนัสสุทธากร	ราคาปัจจุบัน (บ.)	363.0		
66.2658 8888 Ext.8849	ราคาเป้าหมาย (บ.)	400.0		
natp@kgi.co.th	Upside (%)	10.2		
	Sales	Net income	EPS	P/E
	Bt mn	Bt mn	Bt/share	(x)
2011	97,154	2,604	10.85	31.4
2012F	109,902	3,552	14.80	23.0
2013F	121,651	4,380	18.25	18.7
Dividend yield - 12/12F (%)				3.9
Price to book value - 12/12F (x)				7.9
Absolute performance (3,6,12M) (%)			4.9; 21.4; 45.8	
Relative performance (3,6,12M) (%)			-4; 12.4; 23.2	

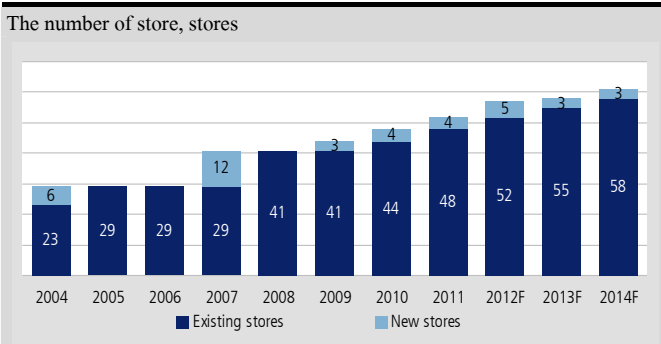
### สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- แนวโน้มธุรกิจค้าปลีกยังคงดีต่อเนื่องในครึ่งหลังของปีนี้
- ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ขึ้น 3%
- ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ถือ” จาก “ขาย” โดยขยับเป้าราคาเป้าหมายใหม่ปี 2556 เท่ากับ 400 บาท

### ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ถือ” จากแนวโน้มที่ดีขึ้นในครึ่งหลัง

เราออกมาจากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ด้วยมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้น แรงกดดันจากภาครัฐในการควบคุมราคาสินค้าเริ่มผ่อนคลายลง ในครึ่งหลังของปีนี้ นอกจากนี้ อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากฐานลูกค้าทุกกลุ่ม โดยเฉพาะในส่วนของลูกค้าร้านโชห่วย และลูกค้ากลุ่มโรงแรม ร้านอาหารและผู้จัดเลี้ยง (HORECA) น่าจะช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิในปี 2555 เติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 36.4% เป็น 3.5 พันล้านบาท ดังนั้น เราปรับคำแนะนำขึ้นจาก “ขาย” เป็น “ถือ” เนื่องจากความเสี่ยงข้างที่จำกัด และมีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับขึ้นไปหาราคาเป้าหมายปี 2556 ของเราที่ 400 บาทมากกว่า

### ภาพที่ 1: ยืนยันแผนการขยายสาขา 5 แห่งในปี 2555



Source: Reuters; KGI Securities (Thailand) estimates

### แนวโน้มธุรกิจค้าปลีกยังคงดีต่อเนื่องในครึ่งหลังของปีนี้

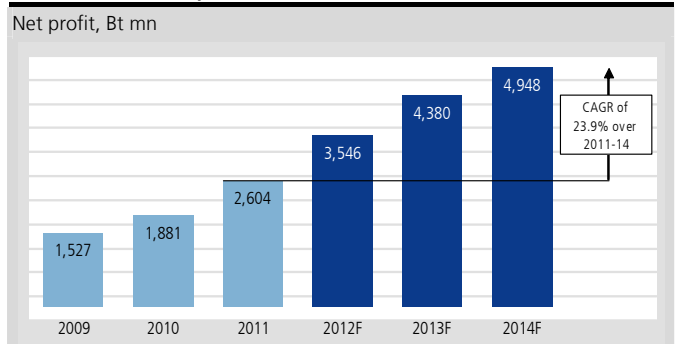
จากการที่ MAKRO เป็นผู้นำแบบไร้คู่แข่งในธุรกิจ cash and carry ในขณะที่

แรงกดดันจากนโยบายการควบคุมราคาสินค้าของภาครัฐเริ่มผ่อนคลายลง และกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นของลูกค้า MAKRO น่าจะส่งผลให้ผลประกอบการครึ่งหลังออกมาน่าประทับใจ โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิในครึ่งหลังของปีนี้จะอยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 17.2% HoH ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้น 36.1% YoY เป็น 3.5 พันล้านบาท จากอุปสงค์ที่โตอย่างโดดเด่นของลูกค้าร้านอาหาร (+13.8% YoY ในครึ่งแรกของปีนี้) และลูกค้า HORECA (7.5% YoY ในครึ่งแรก) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 47.6% ของยอดขายรวมในครึ่งแรก พร้อมคาดการณ์การเติบโตต่อสาขาเดิม same-store-sale growth (SSSG) ยังคงแข็งแกร่งที่ระดับ 9.0% เทียบกับ 10.3% ในครึ่งแรก

### ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ขึ้น 3%

MAKRO ยืนยันแผนการเปิดสาขาใหม่ 5 แห่ง ในปีนี้ โดยเปิดสาขาหัวหิน ปทุมธานี และ เลย ในครึ่งแรกของปีนี้ และอีก 2 สาขาที่ เพชรบูรณ์ และ สมุทรปราการ ในครึ่งหลัง ซึ่งการที่บริษัทสามารถเปิดสาขาในปีนี้ได้มากกว่าที่เราเคยคาดไว้ที่ 3 สาขา จึงทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ขึ้น 3% เป็น 4.3 พันล้านบาท ซึ่งสรุปจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในระบบปฏิบัติงานใหม่ ในขณะที่เดียวกัน เรายังคงสมมติฐานว่า i) มีการเปิดสาขาใหม่ 3 แห่งในปี 2556 ii) SSSG อยู่ที่ 7.0% และ iii) อัตรากำไรขยับเพิ่มขึ้นจาก 8.0 ในปี 2555 เป็น 8.1% จากส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น

### ภาพที่ 2: คาดว่ากำไรสุทธิจะโต 23.9% CAGR ในช่วงปี 2554-2557



Source: Reuters; KGI Securities (Thailand) estimates

### ความเสี่ยงที่เปลี่ยนแปลงไม่ได้ในอนาคต

ผลประกอบการของ MAKRO น่าจะมีความอ่อนไหวต่อราคามากกว่าร้านค้าปลีกแห่งอื่น เนื่องจากบริษัทอยู่ในธุรกิจค้าส่งซึ่งมีอัตรากำไรสุทธิต่ำเพียง 3.0-4.0% เท่านั้น ดังนั้น หากรัฐบาลกลับมาเข้มงวดกับนโยบายการควบคุมราคาสินค้าอีกครั้ง ก็อาจทำให้กำไรของ MAKRO ต่ำกว่าประมาณการของเราได้ โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงทุก ๆ 10bps จะทำให้ EPS ปี 2555 ลดลง 2.3%

### แนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมาย 400 บาท

เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก “ขาย” เป็น “ถือ” เนื่องจากความเสี่ยงข้างที่จำกัด และมีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับขึ้นไปหาราคาเป้าหมายปี 2556 ของเราที่ 400 บาทมากกว่า

### Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ (“ข้อมูล”) ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มีไว้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักจูงหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องออกคำกล่าวล่วงหน้า