

9 สิงหาคม 2565

ผ่านพ้นจุดต่ำสุดของปีนี้ไปแล้ว

กำไรปกติงวด 2Q65 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท (+22.2%YoY, -23.3%QoQ) ตามฝ่ายวิจัยคาด การเติบโต YoY ขับเคลื่อนจากการฟื้นตัวของทุกส่วนในธุรกิจ และการรับรู้ผลประกอบการของ Lotus's เข้ามาตั้งแต่งวด 4Q64 ขณะที่การอ่อนตัว QoQ หลักๆ มาจากอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ที่ลดลง และ SG&A/Sale ที่สูงขึ้น เนื่องจากภาวะวิกฤตเงินเฟ้อและรายจ่ายการขยายสาขาที่เพิ่มขึ้น

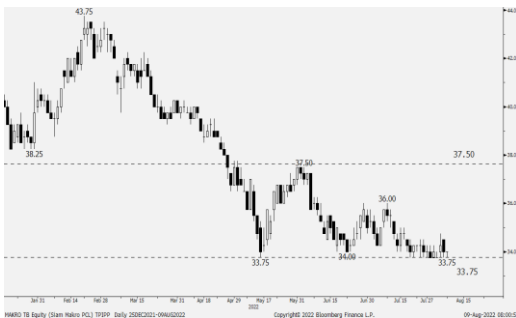
เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2565-66 ลง 9.4% และ 13.3% เพื่อสะท้อนผลประกอบการงวด 1H65 แต่ยังคงมุมมองบวกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งประเมินว่าแนวโน้มกำไรของ MAKRO ได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดในงวด 2Q65 ไปแล้ว และคาดว่าจะเห็นแนวโน้มกำไรในงวด 3Q-4Q65 จะเติบโตได้ทั้ง YoY และ QoQ รวมถึงภาพแนวโน้มกำไรใน 1-2 ปีนี้ยังคงดูดี คงคำแนะนำ “ซื้อ”

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563A	2564A	2565F	2566F	2567F
รายได้ (ล้านบาท)	214,501	261,368	456,293	494,540	536,571
กำไรขั้นต้น (ล้านบาท)	22,429	31,917	70,623	78,948	86,826
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	6,563	13,883	8,606	13,517	19,473
กำไรปกติ (ล้านบาท)	6,563	7,169	8,606	13,517	19,473
EPS (บาท)	1.37	1.31	0.81	1.28	1.84
PER (เท่า)	24.9	25.9	41.8	26.6	18.5
Dividend Yield (%)	2.9	1.5	1.8	2.8	4.0
PBV (เท่า)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (เท่า)	12.9	26.0	16.7	13.5	10.9
ROE (%)	10.2	7.0	3.0	4.6	6.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical chart



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

Technical comment

แนวโน้มของราคา : Sideway

แนวรับ : 33.75 บาท

แนวต้าน : 37.50 บาท

MAKRO

แนะนำ

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	34.0
ราคาเป้าหมาย (บาท)	43.0
Upside (%)	26.5
Dividend yield (%)	1.8

ESG RATING

Arabesque S-Ray	67.79
Moody's	-
MSCI	-
Refinitiv	69.32
S&P	52.84
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2565F	0.81	0.89	-9%
2566F	1.28	1.42	-10%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

Research Division

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ปิยะธิดา สนธิสมบัติ

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานระดับหลักทรัพ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018160

พีรวิชญ์ ประดิษฐ์ฐาน

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



กำไรปกติ 2Q65 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท (+22.2%YoY, -23.3%QoQ)

MAKRO รายงานกำไรปกติงวด 2Q65 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท (+22.2%YoY, -23.3%QoQ) ตามที่ฝ่ายวิจัยและตลาดคาดการณ์ ซึ่งการเติบโต YoY มาจาก

- 1) ยอดขายที่สูงขึ้น 116.5%YoY เป็น 1.2 แสนล้านบาท ประกอบด้วย
 - รายได้จากธุรกิจค้าส่ง MAKRO อยู่ที่ 5.9 หมื่นล้านบาท (+10.4%YoY) ขับเคลื่อนจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) อยู่ที่ 7.4%YoY และการเปิดสาขาใหม่เพิ่ม 9 แห่ง (+3%YoY)
 - รายได้จากธุรกิจค้าปลีกและพื้นที่เช่า Lotus's อยู่ที่ 5.7 หมื่นล้านบาท ซึ่งยังไม่มีรายได้ดังกล่าวในงวดเดียวกันของปีที่แล้ว
- 2) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ทำได้ดีขึ้นเป็น 14.9% จากเดิม 9.6% เนื่องจากในงวดนี้มีการรับรู้ผลประกอบการของธุรกิจค้าปลีกและพื้นที่เช่า (Lotus's) ที่มีมาร์จิ้นสูงเข้ามา เมื่อเทียบกับงวด 2Q64 ที่ยังมีแต่ธุรกิจค้าส่งดั้งเดิมของ MAKRO รวมถึงสัดส่วนการขายสินค้ากลุ่มอาหารสดที่ปรับตัวสูงขึ้น (มาร์จิ้นสูงกว่ากลุ่มอาหารแห้ง)

กำไรที่หดตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ผ่านมา หลักๆเป็นผลมาจาก Gross Margin ที่ลดลงเป็น 14.9% จากเดิม 15.4% เนื่องจากการปรับราคาสินค้าขึ้นจากต้นทุนที่สูงขึ้น (วิกฤตเงินเฟ้อ) ที่ไม่สามารถทำได้ทั้งหมด และต้นทุนค่าขนส่งที่สูงขึ้นจากวิกฤตสงครามรัสเซีย-ยูเครน บวกกับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ที่เพิ่มขึ้นเป็น 13.5% จากเดิม 13.4% มาจากค่าใช้จ่ายในการขยายสาขาที่เพิ่มขึ้น, ลงทุนโครงการ MAKNET (แพลตฟอร์มตลาดค้าส่งออนไลน์) และค่าไฟที่ปรับตัวสูงขึ้น จึงไปหักล้างรายได้ที่เติบโต 6.5%QoQ

เริ่มเห็นการฟื้นตัวของแนวโน้มกำไรตั้งแต่งวด 3Q65 เป็นต้นไป

ฝ่ายวิจัยมองว่าแนวโน้มกำไรของ MAKRO ได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดในงวด 2Q65 ไปแล้ว คาดจะเริ่มเห็นแนวโน้มกำไรเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ในงวด 3Q65 เป็นต้นไป หลักๆ มาจาก

- 1) ยอดขายที่ประเมินว่าจะสูงขึ้น สะท้อนได้จากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ในเดือน ก.ค. ที่ยังอยู่ในระดับสูงราว 5-8%YoY ซึ่งคาดว่าจะได้รับผลประโยชน์ทางอ้อมจากนโยบายเราเที่ยวด้วยกันเฟส 4 ที่เริ่ม 1 ก.ค. ที่ผ่านมา เพื่อกระตุ้นให้ประชาชนกลับมาจับจ่ายใช้สอยกับกลุ่มผู้ประกอบการร้านอาหารรายย่อยมากขึ้น และคาดว่า SSSG จะยังคงสูงต่อเนื่องไปถึงงวด 4Q65 ที่เป็นช่วง High Season ของกลุ่มค้าปลีกฯ (ช่วงที่มีการท่องเที่ยวและการจับจ่ายใช้สอยมากที่สุด)
- 2) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ที่คาดว่าจะทำได้ดีขึ้น เนื่องจากกลุ่มลูกค้า HORECA ที่มีมาร์จิ้นสูง (คิดเป็นสัดส่วนราว 25% ของ



รายได้รวม) เริ่มกลับมาสูงขึ้นตามภาพการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว 3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย (SG&A/Sale) ที่คาดว่าจะน้อยลง เนื่องจากการรีแบรนด์ของ Lotus's ที่คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในงวด 3Q65 ซึ่งคาดว่าจะทำให้ SG&A ลดลงได้ในช่วง 2H65

ปรับประมาณการกำไรปี 2565-66 ลดลงราว 9.4% และ 13.3%

เนื่องจากกำไรในช่วง 1H65 มีสัดส่วนเพียงราว 38.1% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2565 ฝ่ายวิจัยจึงต้องปรับประมาณการกำไรปี 2565-66 ลดลงจากเดิมราว 9.4% และ 13.3% เป็น 8.6 พันล้านบาท (+20%YoY) และ 1.3 หมื่นล้านบาท (+56.6%YoY) ตามลำดับ โดยสมมติฐานที่เปลี่ยนแปลงคือ

- 1) ปรับอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ในปี 2565-66 ให้ลดลงจากประมาณการเดิมที่ 15.8% และ 16.3% เป็น 15.5% และ 15.8% ตามลำดับ (ช่วง 1H65 มีสัดส่วนราว 15.1%) เนื่องจากการปรับราคาสินค้า (วิกฤตเงินเฟ้อ) ทำได้น้อยกว่าฝ่ายวิจัยคาด และต้นทุนค่าขนส่งที่ยังคงยืนสูงจากวิกฤตสงครามรัสเซีย-ยูเครน
- 2) ปรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ (SG&A/Sale) ในปี 2565-66 ให้สูงขึ้นจากประมาณการเดิม ราว 0.1% และ 0.3% เป็น 13.8% และ 13.4% ตามลำดับ (ช่วง 1H65 มีสัดส่วนราว 13.5%) เพราะค่าใช้จ่ายลงทุนโครงการ MAKNET (แพลตฟอร์มตลาดค้าส่งออนไลน์), การรีแบรนด์และค่า Renovation ของธุรกิจ Lotus's ที่มีแนวโน้มสูงกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์

ภายใต้ประมาณการใหม่ ราคาเป้าหมายปี 2565 ปรับลดจากเดิม 46 บาท เหลือ 43 บาท ยังมี Upside เหลืออีก 26.5% ประกอบกับฝ่ายวิจัยยังคงมุมมองบวกกับ MAKRO ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ที่มองว่าแนวโน้มกำไรผ่านจุดต่ำสุดในงวด 2Q65 ไปแล้ว และประเมินว่า จะเห็นแนวโน้มกำไรในงวด 3Q-4Q65 เติบโตได้ทั้ง YoY และ QoQ รวมถึงภาพแนวโน้มกำไรใน 1-2 ปีข้างหน้ายังคงดูดี คาดเติบโต 20% ในปี 2565 และเพิ่มขึ้นอีก 56.6% ในปี 2566 จึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”



ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	1Q64	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65	%QoQ	%YoY	1H64	1H65	%YoY
ยอดขาย	54,868	53,813	53,824	98,863	109,325	116,481	6.5%	116.5%	108,681	225,806	107.8%
ต้นทุนขาย	49,334	48,644	48,182	83,291	92,514	99,170	7.2%	103.9%	97,978	191,684	95.6%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	4,442	4,560	4,616	12,674	14,616	15,776	7.9%	245.9%	9,003	30,392	237.6%
กำไรจากงบดำเนินงาน	1,092	608	1,026	2,898	2,196	1,535	-30.1%	152.5%	1,700	3,731	119.5%
รายได้จากการให้บริการและรายได้อื่น	1,229	1,143	1,147	1,548	1,892	1,981	4.7%	73.4%	2,372	3,873	63.3%
กำไรปกติ	1,734	1,287	1,577	2,798	2,051	1,572	-23.3%	22.2%	3,021	3,623	19.9%
กำไรสุทธิ	1,734	1,287	1,577	9,512	2,051	1,572	-23.3%	22.2%	3,021	3,623	19.9%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.36	0.27	0.33	0.90	0.19	0.15	-23.3%	-44.6%	0.6	0.3	-45.6%
SG&A/Sales	8.1%	8.5%	8.6%	12.8%	13.4%	13.5%			8.3%	13.5%	
อัตรากำไรขั้นต้น	10.1%	9.6%	10.5%	15.8%	15.4%	14.9%			9.8%	15.1%	
อัตรากำไรสุทธิ	3.2%	2.4%	2.9%	9.6%	1.9%	1.3%			2.8%	1.6%	

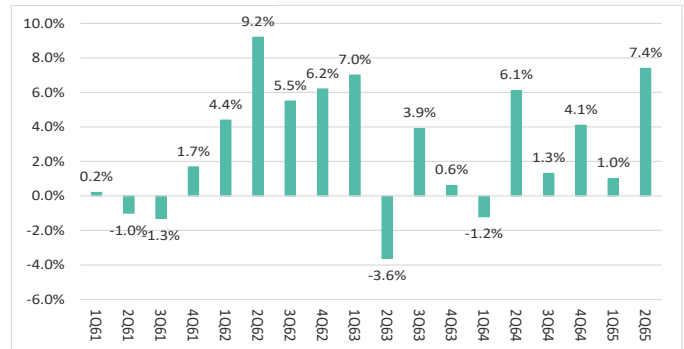
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการใหม่ VS ประมาณการเดิม

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	66F	66F	65F	66F	65F	66F
ประมาณการ						
Norm Profit (ล้านบาท)	8,606	13,478	9,502	15,539	-9.4%	-13.3%
Norm EPS (บาท)	0.81	1.27	0.90	1.47	-9.4%	-13.3%
Fair Value (บาท)	43.0		46.0			
สมมติฐาน						
รายได้รวม	464,933	503,880	464,934	503,880	0.0%	0.0%
รายได้จากการขายและให้บริการ	456,293	494,540	456,293	494,540	0.0%	0.0%
รายได้อื่น ๆ	8,641	9,340	8,641	9,340	0.0%	0.0%
SSSG MAKRO (%)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%	0.0%
SSSG Lotus's (%)	2.0%	5.0%	2.0%	5.0%	0.0%	0.0%
Gross Margin (%)	15.5%	16.0%	15.8%	16.3%	-0.3%	-0.3%
SG&A / Sales (%)	13.8%	13.4%	13.7%	13.1%	0.1%	0.3%

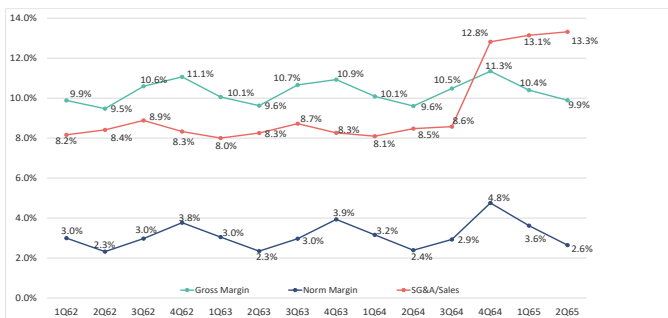
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของธุรกิจค้าส่ง



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพการดำเนินงานรายไตรมาส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงของธุรกิจ

- 1) เศรษฐกิจที่ชะลอตัว และกำลังซื้อที่ลดลง
- 2) การแข่งขันที่สูงในอุตสาหกรรม
- 3) การแย่งลูกค้ากันเองของสาขาที่เปิดบริเวณใกล้เคียงกัน

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ MAKRO

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
รายได้ขายและพื้นที่เช่า	261,368	456,293	494,540	536,571
ต้นทุนขายและพื้นที่เช่า	-229,451	-385,670	-415,592	-449,745
กำไรขั้นต้น	31,917	70,623	78,948	86,826
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-26,293	-62,972	-66,038	-66,705
ดอกเบี้ยจ่าย	-1,557	-6,031	-5,682	-5,794
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	4,840	9,491	10,216	10,938
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	8,908	11,110	17,444	25,265
ภาษีเงินได้	-2,128	-2,555	-3,973	-5,832
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	6,780	8,555	13,471	19,433
ขาดทุนส่วนที่เป็นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	-389	-51	-46	-40
รายการพิเศษอื่น ๆ	6,714	0	0	0
กำไรสุทธิ	13,883	8,606	13,517	19,473

การเติบโตของยอดขาย	20.9%	74.6%	8.4%	8.5%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	111.6%	-38.0%	57.1%	44.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.2%	15.5%	16.0%	16.2%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5.3%	1.9%	2.7%	3.6%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65
รายได้ขายและพื้นที่เช่า	53,824	98,863	109,325	116,481
ต้นทุนขายและพื้นที่เช่า	-48,182	-83,291	-92,514	-99,170
กำไรขั้นต้น	5,642	15,572	16,811	17,311
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	-4,616	-12,674	-14,616	-15,776
ดอกเบี้ยจ่าย	-132	-1,153	-1,494	-1,598
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	1,147	1,322	2,116	2,183
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,041	3,294	2,818	2,121
ภาษีเงินได้	-473	-862	-767	-549
ขาดทุนส่วนที่เป็นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	10	366	0	0
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,577	2,798	2,051	1,572
Fx gain (loss)	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	6,517	0	0
กำไรสุทธิ	1,577	9,315	2,051	1,572

ยอดขาย (YoY)	1.7%	5.5%	3.2%	10.4%
กำไรขั้นต้น (YoY)	0.0%	9.5%	6.4%	13.7%
กำไรสุทธิ (YoY)	0.3%	27.6%	18.3%	22.2%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.93	0.67	0.63	0.61
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.66	0.43	0.39	0.37
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	159.5	168.6	132.8	117.0
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	9.8	12.0	12.6	12.6
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.7	6.5	6.3	6.3
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.97	0.96	0.98	1.00
Gearing ratio	0.23	0.25	0.26	0.26
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.8%	1.5%	2.3%	3.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	7.0%	3.0%	4.6%	6.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ MAKRO (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	13,298	8,606	13,517	19,473
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	6,128	11,087	12,518	13,859
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	-5,657	1,924	2,456	2,390
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	3,004	14,458	2,634	4,065
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	16,773	36,075	31,125	39,788
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	13,368	-37,467	-6,028	-6,019
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-2,377	-29,430	-24,790	-26,000
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	10,991	-66,897	-30,818	-32,019
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้				
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	33,006	0	0	0
อื่นๆ	-1,658	-3,073	-3,073	-3,073
ลด จ่ายปันผล	-4,800	-6,039	-7,883	-11,840
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	26,454	-25,621	-10,962	-14,919
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	54,218	-56,444	-10,656	-7,150

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
ลูกหนี้การค้า	2,301	2,955	4,259	4,617
สินค้าคงเหลือ	31,967	31,195	33,625	36,401
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	659	408	642	924
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	118,444	139,625	154,735	169,714
สินทรัพย์รวม	569,490	571,661	588,414	608,188
เจ้าหนี้การค้า	54,845	62,390	67,251	72,802
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,178	1,340	1,444	1,564
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะสั้น	31,199	31,199	31,199	31,199
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะยาว	105,120	88,617	88,617	88,617
หนี้สินรวม	280,992	280,204	291,331	303,744
ทุนที่ชำระแล้ว	5,290	5,290	5,290	5,290
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	263,882	263,882	263,882	263,882
กำไรสะสม	25,700	28,266	33,900	41,534
ส่วนของผู้ถือหุ้น	288,498	291,065	296,699	304,332
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	569,490	571,661	588,414	608,188

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิม MAKRO ในประเทศ	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
จำนวนสาขา MAKRO สิ้นสุดงวด (ทุก Format)	149.0	172.0	212.0	279.0
อัตราเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิม Lotus's ในประเทศ	-6.3%	2.0%	5.0%	5.0%
อัตราเติบโตโดยยอดขายสาขาเดิม MAKRO ต่างประเทศ	-2.2%	5.0%	6.0%	5.0%
จำนวนสาขา Lotus's สิ้นสุดงวด (ทุก Format)	2680	2852	3137	3422
พื้นที่เช่า Lotus's สิ้นสุดงวด (ตารางเมตร)	1,017,786	1,079,236	1,141,347	1,208,020
อัตราเช่าพื้นที่ในประเทศ (%)	90.0%	96.0%	96.0%	96.0%
อัตราเช่าพื้นที่ในต่างประเทศ (%)	92.0%	96.0%	96.0%	96.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส