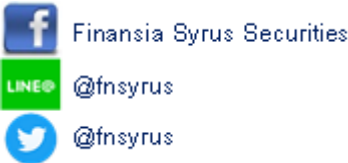


Current	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	BUY	76.75	90.00	+ 17.3%	Certified	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	19,908	21,050	24,146	26,905
Net profit	19,908	20,930	24,146	26,905
Normalized EPS (Bt)	2.22	2.34	2.69	2.99
EPS (Bt)	2.22	2.33	2.69	2.99
% growth	19.4	5.1	15.4	11.4
Dividend (Bt)	1.10	1.20	1.35	1.50
BV/share (Bt)	8.39	9.44	10.78	12.34
EV/EBITDA (x)	23.1	21.9	19.7	18.1
Normalized PER (x)	34.6	32.8	28.6	25.6
PER (x)	34.6	33.0	28.6	25.6
PBV (x)	9.2	8.1	7.1	6.2
Dividend yield (%)	1.4	1.6	1.8	2.0
ROE (%)	26.4	24.8	24.9	24.3
YE No. of shares (million)	8,986	8,986	8,986	8,986
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Analyst : Sureeporn Teewasuwet
 Register No.: 040694
 Tel.: +662 646 9972
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



กำไร 4Q18 ฟิ้นตามคาด และกำลังศึกษาเปิดสาขาในกัมพูชา, ลาว

กำไรปกติ 4Q18 ฟิ้นตัวใกล้เคียงคาด

กำไรสุทธิ 4Q18 เท่ากับ 5,552 ล้านบาท (+7.1% Q-Q, +0.5% Y-Y) ทั้งนี้บริษัทมีการประเมินการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน (ค่าชดเชย 300 วัน เป็น 400 วัน) ของทั้งกลุ่มที่ 909 ล้านบาท โดยทยอยรับรู้ใน 4Q18 ราว 100 ล้านบาท และมีรับรู้ตั้งสำรองค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการปรับปรุงการเกษียณอายุของพนักงานอีก 100 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าว (สุทธิจากภาษี) จะมีกำไรปกติเท่ากับ 5,719 ล้านบาท (+11.6% Q-Q, +3.7% Y-Y) ใกล้เคียงคาด (เรคาดไว้ 5,655 ล้านบาท)

สาเหตุที่กำไรเติบโต Q-Q มาจากปัจจัยฤดูกาลที่เป็นช่วง High Season ของธุรกิจ ทั้งนี้ MAKRO ประกาศกำไรสุทธิ 4Q18 ที่ 1,844 ล้านบาท (+35.9% Q-Q, -2% Y-Y) โดยมี SSSG +1.7% Y-Y และเปิดสาขาใหม่ 4 ไทย 1 อินเดีย ผลงานธุรกิจในประเทศทำได้ดีมาก สามารถชดเชยค่าใช้จ่ายและผลขาดทุนของสาขาในต่างประเทศได้บางส่วน สำหรับ 7-11 มี SSSG +4.5% Y-Y โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก Stamp Promotion ในช่วงครึ่งหลังที่ได้รับการตอบรับดี และด้วยอากาศที่ร้อนขึ้นทำให้เครื่องดื่มขายดี ในขณะที่ผลกระทบของความต่างจากการปรับขึ้นราคาพบหรีได้จบลงไปแล้ว และมีการเปิดสาขาใหม่ 86 แห่ง ทำให้รายได้รวมของกลุ่มไตรมาสนี้เติบโต 7.2% Q-Q และ 9% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นของ 7-11 ก่อนช่วงทรงตัวอยู่ที่ระดับ 26% ส่วนอัตรากำไรขั้นต้น MAKRO ลดลงเล็กน้อย ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมยังทำได้ดีอยู่ที่ 22.6% จาก 22.3% ใน 3Q18 และ 22.6% ใน 4Q17 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายปรับตัวสูงขึ้น (ไม่รวมการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน) จากการเปิดสาขาใหม่ และค่าใช้จ่ายพนักงาน ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้อยู่ที่ 20.1% จาก 19.9% ใน 3Q18 และ 19.7% ใน 4Q17 กอปรกับมีภาวะดอกเบี้ยจ่ายลดลงราว -5% Q-Q และ -10.3% Y-Y จากภาระหนี้ที่ลดลง จบปี 2018 มีสัดส่วน Net D/E เท่ากับ 1.04 เท่า ต่ำกว่าระดับ Covenant ที่ 2 เท่า

คาดกำไรจะกลับมาโตมากขึ้นในปี 2019 และกำลังศึกษาเปิดสาขากัมพูชา, ลาว

บริษัทมีกำไรสุทธิปี 2018 เท่ากับ 20,930 ล้านบาท (+5.1% Y-Y) ส่วนกำไรปกติเท่ากับ 21,050 ล้านบาท (+5.7% Y-Y) โดยมี SSSG ของร้าน 7-11 เติบโตที่ +3.2% Y-Y และมีการเปิดสาขาใหม่ทั้งปีที่ 720 แห่ง ทั้งนี้บริษัทได้ลงนามในบันทึกข้อตกลงเบื้องต้นได้รับสิทธิแฟรนไชส์หลักในการดำเนินธุรกิจ 7-11 ในกัมพูชาและลาวจาก 7-Eleven, Inc แล้วเมื่อ 29 ม.ค. 2019 ที่ผ่านมา ปัจจุบันดีลยังไม่แล้วเสร็จ ยังอยู่ระหว่างศึกษาและคาดจะลงนามในสัญญาแล้วเสร็จภายใน 2Q19 อย่างไรก็ตาม บริษัทสามารถขยายระยะเวลาในการพิจารณาได้โดยไม่มีภาระผูกพันว่าจะต้องลงนามแต่อย่างใด เราคาดกำไรสุทธิปี 2019 จะกลับมาเติบโตได้มากขึ้นราว 15.4% Y-Y ด้วยฐานที่ต่ำในปีก่อน ในขณะที่คาดกำไร MAKRO อาจทรงตัวถึงปรับขึ้นเล็กน้อย เพราะยังมีการเปิดสาขาในต่างประเทศมากขึ้น และจะรับรู้ค่าใช้จ่ายการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานในส่วนที่เหลืออีก 809 ล้านบาทภายในปี 2019 เรายังคงราคาเป้าหมายที่ 90 บาท มี Upside 17.3% และแจ้งจ่ายปันผลงวดปี 2018 หุ้นละ 1.2 บาท คิดเป็น Yield 1.6% ขึ้น XD 3 พ.ค. และจ่ายเงิน 22 พ.ค. แนะนำซื้อลงทุน

4Q18 Earnings Results						
(Bt mn)	4Q18	3Q18	%Q-Q	4Q17	%Y-Y	Comment
Revenues	134,503	125,482	7.2	123,365	9.0	<ul style="list-style-type: none"> ▪ SSSG 4Q18 ทำได้ดี +4.5% Y-Y จาก Stamp Promotion ที่ได้รับการตอบรับที่ดีและสินค้าเครื่องดื่มขายดีเพราะอากาศร้อน ▪ อัตรากำไรขั้นต้นรวมทรงตัว Y-Y และฟื้นตัวดี Q-Q มาจากธุรกิจ 7-11 เป็นหลัก โดยเฉพาะสินค้าอาหารที่ยังมีอัตรากำไรที่ดี ▪ สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้รวมอยู่ที่ 20.2% เพิ่มขึ้นทั้ง Q-Q, Y-Y มาจากค่าใช้จ่ายพนักงานเป็นหลัก และมีค่าใช้จ่าย One-time เกี่ยวกับการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานและปรับวิธีการคำนวณเกษียณอายุพนักงาน
Cost of services	104,120	97,474	6.8	95,493	9.0	
Gross profit	30,383	28,008	8.5	27,872	9.0	
SG&A	27,189	24,998	8.8	24,254	12.1	
Interest expense	1,740	1,835	-5.2	1,939	-10.3	
Normalized earnings	5,719	5,124	11.6	5,517	3.7	
Net profit	5,552	5,182	7.1	5,525	0.5	
EPS	0.618	0.577	7.1	0.615	0.5	
Gross margin (%)	22.6	22.3	0.3	22.6	0.0	
Norm earnings margin (%)	4.3	4.1	0.2	4.5	-0.2	
Net profit margin (%)	4.1	4.1	0.0	4.5	-0.4	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สาขางานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 1 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหვნง (ลินธอร์ 2) 140/1 อาคารเคียนหვნง 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธอร์ 3 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารราส ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมคูลราฮิม 990 อาคารอัมคูลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 2 เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรเจริญ ต. หนองแก้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย
สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ภูเก็ต 22/18 ต.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิละ อ.เมือง จ.ปัตตานี	

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น” เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)