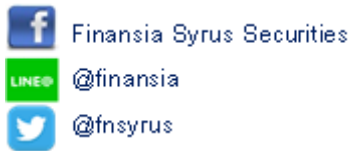


Current	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
HOLD	HOLD	87	90	+ 3.44%	Certified	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	19,908	21,050	24,146	26,826
Net profit	19,908	20,929	23,337	26,826
Normalized EPS (Bt)	2.22	2.34	2.69	2.99
EPS (Bt)	2.22	2.33	2.60	2.99
% growth	19.4	5.1	11.5	14.9
Dividend (Bt)	1.10	1.20	1.30	1.49
BV/share (Bt)	8.39	9.44	10.74	12.23
EV/EBITDA (x)	23.5	22.4	21.5	19.7
Normalized PER (x)	35.7	33.7	32.4	29.1
PER (x)	35.7	33.9	33.5	29.1
PBV (x)	10.4	9.2	8.1	7.1
Dividend yield (%)	1.3	1.4	1.5	1.7
ROE (%)	26.4	24.8	25.0	24.4
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 2Q19 ดีตามคาด คงคำแนะนำ ถือ

กำไร 2Q19 ทำได้ดีตามคาด แต่ไม่ตื่นเต้น

กำไรสุทธิ 2Q19 เท่ากับ 4,795 ล้านบาท (-16.9% Q-Q, +0.3% Y-Y) โกลด์เคียงที่เราและตลาดคาด หากไม่รวมค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 809 ล้านบาท (สุทธิภาษีจะอยู่ที่ 647 ล้านบาท) และกำไรอัตราแลกเปลี่ยน 59 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 5,383 ล้านบาท (-6.7% Q-Q, +12.5% Y-Y) สำหรับ MAKRO ไตรมาสนี้มีกำไรสุทธิ 2Q19 เท่ากับ 1,184 ล้านบาท (-22% Q-Q, +6.4% Y-Y) หากไม่รวมค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน 91 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 1,275 ล้านบาท (-16% Q-Q, +14.6% Y-Y) ถือเป็นกำไรที่ดี โดยธุรกิจในประเทศได้รับผลบวกจากราคาเนื้อสัตว์ สามารถหักล้างค่าใช้จ่ายและผลขาดทุนจากธุรกิจ在不同ประเทศได้ทั้งหมด ในขณะที่ธุรกิจ 7-11 เองทำได้ค่อนข้างดี มี SSSG เป็นบวกต่อเนื่องที่ +3.7% Y-Y และมีการเปิดสาขาใหม่ที่ 229 แห่ง (1H19 เปิดไปแล้ว 540 แห่ง) ส่งผลให้รายได้รวมไตรมาส +3% Q-Q, +10.9% Y-Y ทั้งนี้แม้อัตรากำไรขั้นต้นจาก MAKRO ไตรมาสนี้จะทำได้เพียงทรงตัว Y-Y และลดลง Q-Q แต่ด้วย Product Mix ที่ดีของ 7-11 เพราะอากาศร้อนและวันหยุดยาวช่วยหนุนรายได้เครื่องดื่ม และ Ready To eat โดยอัตรากำไรขั้นต้นของ 7-11 ดีขึ้นทั้ง Food และ Non Food ทั้งในแง่ Q-Q และ Y-Y ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นรวมขยับขึ้นมาจาก 22.6% เพิ่มขึ้นจาก 22.4% ใน 1Q19 และ 21.9% ใน 2Q18 ในขณะที่ค่าใช้จ่าย (ไม่รวมค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน) ปรับขึ้นตามคาดทั้งค่าใช้จ่ายพนักงาน ค่าไฟ และค่าใช้จ่ายทางการตลาด ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายขยับขึ้นมาจาก 19.2% ใน 1Q19 และ 19.7% ใน 2Q18 และดอกเบี้ยจ่ายลดลง -3.7% Q-Q, -8.1% Y-Y

คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

บริษัทมีกำไรปกติ 1H19 เท่ากับ 11,963 ล้านบาท (+17.2% Y-Y) คิดเป็นสัดส่วน 50% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไรน่าจะดีขึ้นใน 3Q19 แม้เป็นช่วง Low Season ของธุรกิจค้าปลีกโดยทั่วไป แต่ปกติ MAKRO จะมีกำไร 3Q ดีกว่า 2Q และ 7-11 เองก็มี Stamp Promotion เข้ามาช่วยหนุน ซึ่งปีนี้เป็นซัมเมอร์คือน่าจะได้รับการตอบรับที่ดี และคาดกำไรจะทำจุดสูงสุดของปีใน 4Q19 เพราะเป็น High Season ของธุรกิจและน่าจะได้เห็นการเปิดสาขาใหม่ในไทยต่อเนื่อง แต่จำนวนสาขาใหม่ในช่วง 2H19 น่าจะต่ำกว่า 1H19 ที่เร่งเปิดไปมาก และเชื่อว่าบรรลุเป้าทั้งปีที่ไม่น้อยกว่า 700 แห่ง และคาดจะเห็นความชัดเจนของสาขาในต่างประเทศ (ลาวและกัมพูชา) ส่วนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดในเดือน ส.ค.นี้ 1.2 หมื่นล้านบาท จะชำระด้วยกระแสเงินสดในกิจการ (หรืออาจอาศัยเงินกู้ธนาคารบางส่วน) คาดจะมีภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลง สำหรับความเสี่ยงในช่วง 2H19 จะมีเรื่องของราคาเนื้อสัตว์ โดยเฉพาะหมู ที่เริ่มปรับลดลง อาจกระทบต่อ SSSG ของ MAKRO ทำให้เป็นบวกในอัตราที่น้อยกว่า 1H19 แต่ที่ยังมองเป็นบวกเพราะราคาหมูปัจจุบันยังสูงกว่าในช่วง 2H18 ในขณะที่ผลขาดทุนของสาขาในต่างประเทศน่าจะไม่มากกว่าปีก่อน เพราะใน 2H19 จะเปิดเพียง 1 แห่งในจีน และ 1 แห่งในพม่า (ถ้าพม่าไม่ทันปีนี้ อาจเปิดเป็นต้นปีหน้า) ดังนั้นเรายังคงคาดการณ์กำไรปี 2019 เดิมโต 14.7% Y-Y และคงราคาเป้าหมายปีนี้ที่ 90 บาท (DCF) ด้วย Upside จำกัด เพียง 3.4% จึงคงคำแนะนำ ถือ

2Q19 Earnings Results

(Bt mn)	2Q19	1Q19	%Q-Q	2Q18	%Y-Y	Comment
Revenues	138,396	134,318	3.0	124,839	10.9	<ul style="list-style-type: none"> ■ SSSG 2Q19 ของ 7-11 ยังบวกต่อเนื่องที่ +3.7% Y-Y และมีเปิดสาขาใหม่ 229 แห่ง ส่วน MAKRO มี SSSG สูงถึง 9.2% Y-Y ■ อัตรากำไรขั้นต้นรวมดีมาก แม้ MAKRO จะมีอัตรากำไรลดลง Q-Q และทรงตัว Y-Y แต่ 7-11 มี Product Mix ที่ดีมาก ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นทั้ง Q-Q และ Y-Y ■ ค่าใช้จ่าย (ไม่รวมค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน) สูงขึ้นตามคาด ทำให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายปรับขึ้นทั้ง Q-Q, Y-Y
Cost of services	107,181	104,244	2.8	97,351	10.1	
Gross profit	31,215	30,074	3.8	27,488	13.6	
SG&A	28,849	25,820	11.7	24,604	17.3	
Interest expense	1,684	1,749	-3.7	1,833	-8.1	
Normalized earnings	5,383	5,771	-6.7	4,783	12.5	
Net profit	4,795	5,769	-16.9	4,779	0.3	
EPS	0.534	0.642	-16.9	0.532	0.3	
Gross margin (%)	22.6	22.4	0.2	22.0	0.6	
SG&A to sales (%)	20.8	19.2	1.6	19.7	1.1	
Net profit margin (%)	3.5	4.3	-0.8	3.8	-0.3	

Source: Company and FSS Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ล.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ 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 อาคารเอ็มมาร์ค 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) แขวงบางนา ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา รัชสีด 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อิมุดราฮิม 990 อาคารอิมุดราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี	สาขา แจ้จ๊วนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้จ๊วนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้จ๊วนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี	
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง 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.อุดรชัย ต. หมากแข้ง 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.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา อนุภูมิเขต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย 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.รุสมิแล 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)