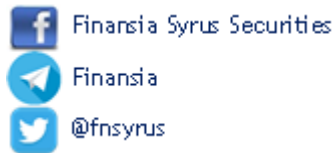


<b>Current</b>	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
<b>HOLD</b>	BUY	73.5	78.0	+6.1%	Certified	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2018	2019	2020E	2021E
Normalized earnings	21,050	22,887	22,628	24,782
Net profit	20,930	22,343	22,628	24,782
Normalized EPS (Bt)	2.23	2.44	2.41	2.65
EPS (Bt)	2.22	2.38	2.41	2.65
% growth	3.7	7.2	1.2	10.0
Dividend (Bt)	1.20	1.25	1.25	1.36
BV/share (Bt)	9.44	10.44	11.70	13.10
EV/EBITDA (x)	22.2	21.2	20.2	18.6
Normalized PER (x)	34.9	32.0	32.4	29.5
PER (x)	35.1	32.8	32.4	29.5
PBV (x)	8.3	7.5	6.7	6.0
Dividend yield (%)	1.5	1.6	1.6	1.7
ROE (%)	24.8	24.4	21.5	21.1
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 1Q20 ตามคาด ราคาหุ้นขึ้นมาแล้ว ปรับลดคำแนะนำ

#### กำไรสุทธิ 1Q20 ตามคาด MAKRO ดี แต่ชดเชย CPALL ไม่ได้

กำไรสุทธิ 1Q20 เท่ากับ 5,645 ล้านบาท (-8.5% Q-Q, -2.1% Y-Y) ใกล้เคียงที่เราและตลาดคาด (เรคาดไว้ 5,546 ล้านบาท) โดยมาจากธุรกิจ Cash & Carry ที่เติบโตได้ดี โดยเฉพาะในช่วง COVID-19 แต่ด้วยสัดส่วนรายได้และกำไร 36% และ 27% ของรายได้รวม และกำไรรวมของ CPALL ตามลำดับ ซึ่งไม่สามารถชดเชยการอ่อนตัวของธุรกิจ 7-11 ได้

MAKRO มีกำไรสุทธิ 1Q20 ที่ 1,681 ล้านบาท (-18% Q-Q, +10.7% Y-Y) โดยได้อานิสงส์จากการแก้กักตุนสินค้าทั้งอาหาร และของอุปโภค ในขณะที่มีการปิดโซนขายบางส่วนเพียง 10% ของแต่ละสาขาเท่านั้น ทำให้ SSSG ยังบวกต่อเนื่อง +7% Y-Y จาก +6.2% Y-Y ใน 4Q19 และมีอัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้น +20 bps มาอยู่ที่ 10.1% 10.1% และมีผลกระทบจาก TFRS16 เล็กน้อย คาดไม่เกิน 2% ของกำไร MAKRO

CPALL สำหรับร้าน 7-11 มี SSSG พลิกเป็นติดลบ -4% Y-Y จาก 0% Y-Y ใน 4Q19 เพราะได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ทำให้จำนวนลูกค้าเข้าร้านน้อยลงมาอยู่ที่ 1,122 คน/ร้าน/วัน ลดลงจาก 1,199 คนใน 1Q19 ส่วนการใช้จ่ายต่อบิลของลูกค้ายังคงค่อนข้างใกล้เคียงเดิมที่ 70 บาท แต่ยังมีเปิดสาขาใหม่อีก 271 แห่ง ทำให้รายได้ยังโตได้ 3% Y-Y และอัตรากำไรขั้นต้นยังปรับขึ้น +30 bps มาอยู่ที่ 26.8% มาจาก Product Mix แต่ค่าใช้จ่ายยังปรับขึ้น Y-Y มาจากการเปิดสาขาใหม่ และค่าใช้จ่ายพนักงาน ในขณะที่มีผลกระทบจาก TFRS16 ราว 4% ของกำไร 7-11

#### คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย แต่ปรับลดคำแนะนำ

กำไรสุทธิ 1Q20 คิดเป็น 25% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้มกำไร 2Q20 น่าจะปรับลดลง Q-Q เพราะผลกระทบ COVID-19 มากขึ้นในเดือน เม.ย. รวมถึงมาตรการของรัฐที่เข้มงวดขึ้น แม้จะกระทบจำกัด แต่ก็ถือเป็นลบต่อบริษัท เช่น การห้ามจำหน่ายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ เคอร์ฟิวช่วงกลางคืน และการปิดสถานศึกษา เป็นต้น เบื้องต้นคาด SSSG 2QTD น่าจะติดลบมากกว่า -5% Y-Y และคาดจะกลับมาฟื้นตัวในช่วง 2H20 เมื่อสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลาย และพฤติกรรมของผู้บริโภคกลับสู่ภาวะใกล้เคียงปกติ ทำให้จำนวนลูกค้าเข้าร้านเพิ่มขึ้นอีกครั้ง อย่างไรก็ตาม บริษัทอยู่ระหว่างทบทวนแผนการเปิดสาขาใหม่ และการปรับปรุงสาขาเดิมในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยขึ้นอยู่กับสถานการณ์ COVID-19 เป็นหลัก ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปีนี้ไว้ที่ 22,628 ล้านบาท (+1.3% Y-Y) และคงราคาเป้าหมายที่ 78 บาท (DCF) ราคาหุ้นปรับขึ้นมารับข่าวดีการได้สิทธิแฟรนไชส์เปิดร้าน 7-11 ในกัมพูชาไปพอสมควร ทำให้ Upside แคลงเหลือ 6.1% ปรับคำแนะนำ เป็น ชื้ออ่อนตัว

ความเสี่ยง - ภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อฟื้นตัวช้ากว่าคาด, ปริมาณฝนมากและนานกว่าปกติ, เปิดสาขาใหม่ต่ำกว่าเป้าหมาย และโปรโมชันไม่ประสบความสำเร็จ

1Q20 Earnings Results						
(Bt mn)	1Q20	4Q19	%Q-Q	1Q19	%Y-Y	Comment
Revenues	140,971	142,425	-1.0	134,089	5.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SSSG 1Q20 แผลวลงเป็น -4% Y-Y เพราะได้รับผลกระทบจาก COVID-19 กระทบจำนวนลูกค้าเข้าร้านลดลง</li> <li>▪ ภาพรวมอัตรากำไรขั้นต้นอ่อนตัวลง -20 bps มาจาก Mix ของ MAKRO ที่มากขึ้น ซึ่งมีอัตรากำไรต่ำกว่า 7-11 และน่าจะมาจากบริษัทลูกอื่นๆ เช่น DC ที่มีต้นทุนสูงขึ้น</li> <li>▪ ค่าใช้จ่ายยังคงปรับขึ้นต่อเนื่อง มาจากทั้งค่าใช้จ่ายพนักงาน และ ค่าใช้ในการเปิดสาขาใหม่</li> </ul>
Cost of services	109,789	110,053	-0.2	104,158	5.4	
Gross profit	31,182	32,372	-3.7	29,931	4.2	
SG&A	27,307	28,864	-5.4	25,677	6.3	
Interest expense	1,881	1,616	16.4	1,749	7.5	
Normalized earnings	5,589	6,099	-8.4	5,771	-3.2	
Net profit	5,645	6,168	-8.5	5,769	-2.1	
EPS	0.60	0.66	-8.5	0.61	-2.1	
SSSG (%Y-Y)	-4.0	0.0	-4.0	3.1	-7.1	
Gross margin (%)	22.1	22.7	-0.6	22.3	-0.2	
SG&A to Sales (%)	19.4	20.3	-0.9	19.1	0.3	
Net profit margin (%)	4.0	4.3	-0.3	4.3	-0.3	

Source: Company and FSS Research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานเอ็ม บี เค ทาวเวอร์</b> ชั้น 15 อาคารเอ็ม บี เค ทาวเวอร์ เลขที่ 444 ถนนพญาไท แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700, 02-680-0777</p>	<p><b>สำนักงานอัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหงวน (ลินธอร์ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิคัลเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>
<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>	<p><b>สาขา รัชสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนวิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนวิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-224-504</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-909</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารทะเลเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิระ อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่ 053-805-388</p>
<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดีปล่อง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>
<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>	<p><b>สาขา บัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</p>		

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, 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 2019

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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2562 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC