

SYNOPSIS

CPAXT

Outperform

กำไร 3Q68 ต่ำคาด แต่น่าจะเป็นจุดต่ำสุดแล้ว

Flash Points

- CPAXT กำไรสุทธิสำหรับงวด 3Q68 ที่ 1.9 พันล้านบาท (-19% QoQ, -5% YoY) ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดราว 20% และ 14% ตามลำดับ สาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรขั้นต้น (มาร์จิ้น) ที่น้อยกว่าคาด
- กำไรที่ลดลงแรงถึง 19% QoQ เพราะรายได้ขายและบริการลดลงเหลือ 1.2 แสนล้านบาท (-2% QoQ) จากผลเชิงลบของฤดูกาล ขณะที่มาร์จิ้นทรงตัว แต่มีค่าใช้จ่ายขายและบริการ/ยอดขาย ที่สูงขึ้นจาก 13.3% ในไตรมาสก่อน เป็น 13.8% ตามค่าใช้จ่ายในการขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายสาขาใหม่
- ส่วนกำไรที่ต่ำลง YoY แม้รายได้ขายและบริการจะเพิ่มขึ้น 2% YoY แต่ถูกหักล้างโดยมาร์จิ้นรวม ซึ่งลดจาก 16.5% ใน 3Q67 เหลือ 16.1% ตามสัดส่วนที่ลดลงการขายสินค้าอุปโภคบริโภคซึ่งสร้างมาร์จิ้นสูง เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้าที่สินค้าประเภทนี้ได้อานิสงส์จากการจากเงิน 10,000 บาท บวกกับการตั้งสำรองค่าเพื่อสินค้าล้าสมัย

Impact Insight

- กำไรสุทธิโดยรวมสำหรับ 9M68 อยู่ที่ 6.8 พันล้านบาท (+3% YoY)
- แนวโน้มกำไรใน 4Q68 ดูสดใสขึ้น โดยน่าจะโตได้แรง QoQ จากผลเชิงบวกของฤดูกาล ที่เป็นช่วง High season ของการจับจ่าย และฤดูกาลท่องเที่ยว บวกกับกำลังซื้อของผู้บริโภคที่สูงขึ้น หลังภาครัฐมีมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอย่าง “คนละครึ่งพลัส” และ “เที่ยวดีมีคืน” แต่การเติบโต YoY เป็นสิ่งที่ท้าทาย เมื่อเทียบกับฐานสูงในปีก่อน

Execution

- เพื่อสะท้อนกำไร 9M68 ที่คิดเป็นสัดส่วนเพียง 60% ของคาดการณ์กำไรทั้งปี เราจึงต้องปรับลดประมาณการกำไรสุทธิสำหรับปี 2568 – 69 ลงเฉลี่ยราว 4% เหลือ 1.08 หมื่นล้านบาท (+2% YoY) และ 1.2 หมื่นล้านบาท (+12% YoY) ตามลำดับ
- ภายใต้ประมาณการใหม่ ทำให้ราคาเป้าหมายปี 2569 ปรับลดจาก 23.90 บาท เหลือ 23.00 บาท (อิง PER ที่ 19.9 เท่า, -1.0 S.D.) แต่ปรับคำแนะนำขึ้นจาก “Neutral” เป็น “Outperform” เนื่องจาก 1) คาดหวังกำไรที่สดใส ไตระดับขึ้นสู่จุดสูงสุดของปีใน 4Q68, และ 2) ราคาหุ้นยัง laggard โดยปรับลดลงมาแล้วถึง 25% YTD ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ปรับลงราว 24% และตลาดที่ปรับลง 5%

Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS UP

แนวรับ : 18.60 บาท

แนวต้าน : 21.50 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

จัดทำโดย : ปิยะธิดา สนธิสมบัติ
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพ์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018160



ราคาปัจจุบัน (บาท)	20.00
ราคาเป้าหมาย (บาท)	23.00
Upside (%)	15.0
Dividend yield (%)	4.0

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.03	1.09	-6%
2569F	1.15	1.21	-5%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

Global Peers

หุ้น	PE		P/BV	
	2568F	2569F	2568F	2569F
COSTCO WHOLESALE	50.49	45.52	14.03	12.06
PRICESMART INC	23.78	20.86	N/A	N/A
WALMART INC	41.56	39.56	9.11	8.46
PAN PACIFIC INTE	31.37	26.93	4.88	4.30
ARCS CO LTD	16.55	14.18	N/A	N/A
E-MART INC	12.38	7.93	0.20	0.20

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย (ล้านบาท)	486,472	508,745	519,804	540,390	564,480
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	8,640	10,569	10,790	12,036	13,765
กำไรปกติ (ล้านบาท)	8,758	10,837	10,790	12,036	13,765
EPS (บาท)	0.83	1.01	1.03	1.15	1.32
DPS (บาท)	0.57	0.71	0.72	0.81	0.92
PER (เท่า)	24.1	19.7	19.3	17.3	15.2
Dividend Yield (%)	2.9%	3.5%	3.6%	4.0%	4.6%
PBV (เท่า)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings	AA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	yes

ที่มา : SET

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

VALUE BEYOND WEALTH

คุณค่าที่เหนือกว่าความมั่งคั่ง

ESG

Environment (E)

- MAKRO พัฒนานวัตกรรมด้านบรรจุภัณฑ์เพื่อลดปริมาณการใช้พลาสติก อาทิ ลดความหนาของถุงบรรจุผักผลไม้ เปลี่ยนรูปแบบการเจาะรูระบายความชื้นเล็กน้อย แต่กระจายตัวมากขึ้น การยกเลิกพลาสติกหุ้มฝาขวดน้ำดื่ม และลดความสูงของขวดน้ำดื่ม ขณะที่ในส่วนสินค้ากว่า 90% ที่อยู่ในกลุ่มอาหาร ทาง MAKRO พัฒนาระบบการบริหารจัดการเพื่อลดของเสียออกสู่ระบบให้มากที่สุด นอกจากนี้ สาขาต่างๆ ของ MAKRO ยังใช้พลังงานสะอาด Solar Rooftop รวม 52 สาขา มีขีดความสามารถผลิตไฟฟ้า 28 MW รองรับการใช้ไฟฟ้าราว 20% ของการใช้ไฟฟ้าในอาคาร โดยลดคาร์บอนไดออกไซด์ราวปีละ 1.2 หมื่นตัน

Social (S)

- ดำเนินการโครงการเพื่อสังคมหลากหลาย อาทิ โครงการ “โรงเรียนเลี้ยงไก่ไข่ เพื่ออาหารกลางวันที่ยั่งยืน” สำหรับโรงเรียนในถิ่นทุรกันดารทั่วประเทศ, โครงการ “U-Project” ร่วมกับ 85 มหาวิทยาลัย เปิดโอกาสให้นักศึกษานำความรู้ด้านการจัดการธุรกิจมาปฏิบัติจริงในร้านโชห่วยภายในชุมชน, โครงการช่วยเหลือเกษตรกร เช่น รับซื้อผลิตผลทางการเกษตรที่ล้นตลาดและช่วยเป็นช่องทางกระจายสินค้า

Governance (G)

- แม้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจะมีสัดส่วนถือหุ้นสูงกว่า 90% แต่บริษัทยึดหลักธรรมาภิบาลเปิดโอกาสเท่าเทียมให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยในการนำเสนอเรื่องเพื่อบรรจุเข้าสู่วาระการประชุม และเสนอชื่อบุคคลเพื่อพิจารณาคัดเลือกเป็นกรรมการล่วงหน้าก่อนประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี นอกจากนี้ คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วย กรรมการอิสระ จำนวน 5 ท่าน คิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งคณะ เพื่อปกป้องสิทธิ์ประโยชน์ผู้ถือหุ้นรายย่อย

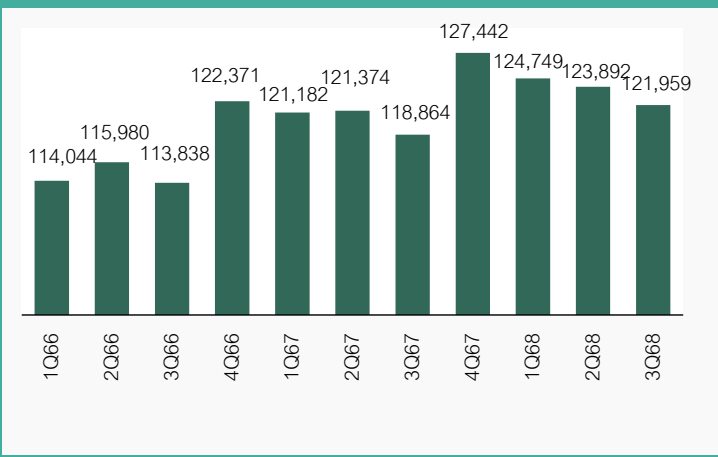
ESG Comment: จากเป้าหมายของบริษัทมุ่งเป็นที่ยิ่งใหญ่ในการเป็นคู่คิดธุรกิจสำหรับผู้ประกอบการ ส่งมอบผลิตภัณฑ์คุณภาพชั้นเลิศและปลอดภัยในราคายุติธรรม เพื่อสนับสนุนให้ลูกค้าสามารถรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันและสร้างผลกำไร จากการดำเนินธุรกิจ ตลอดจนส่งเสริม คุณภาพชีวิตของผู้มีส่วนได้เสียโดยไม่บั่นทอนโอกาสในการเข้าถึงทรัพยากร ของคนรุ่นต่อไปในอนาคต ซึ่งการดำเนินการด้าน ESG ที่ผ่านมา ซึ่งทำได้ตามเป้าหมาย นอกจากจะส่งผลให้ CPAXT ได้ SET ESG rating ที่ AAA แล้ว ยังส่งผลดีต่อภาพลักษณ์องค์กร เสริมสร้างการยอมรับ และหนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทได้อีกด้วย

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	QoQ (%)	YoY (%)	9M67	9M68	YoY (%)
รายได้จากการขายและบริการ	126,156	126,223	123,727	132,639	129,300	128,448	126,475	-1.5%	2.2%	376,106	384,223	2.2%
ต้นทุนขายและบริการ	(105,703)	(105,907)	(103,355)	(110,105)	(108,232)	(107,798)	(106,133)	-1.5%	2.7%	(314,965)	(322,163)	2.3%
กำไรขั้นต้น	20,454	20,316	20,371	22,534	21,068	20,650	20,342	-1.5%	-0.1%	61,141	62,060	1.5%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	(16,838)	(16,919)	(17,397)	(17,185)	(17,073)	(17,023)	(17,470)	2.6%	0.4%	(51,154)	(51,566)	0.8%
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,414)	(1,449)	(1,434)	(1,438)	(1,404)	(1,422)	(1,211)	-14.8%	-15.6%	(4,297)	(4,036)	-6.1%
กำไรสุทธิ	2,481	2,176	1,952	3,960	2,643	2,286	1,864	-18.5%	-4.5%	6,609	6,793	2.8%
กำไรปกติ	2,378	2,210	2,410	4,015	2,622	2,337	1,864	-20.2%	-22.7%	6,998	6,823	-2.5%
EPS	0.23	0.21	0.18	0.37	0.25	0.22	0.18	-18.5%	-4.5%	0.62	0.64	2.8%
Gross Profit Margin (%)	16.2%	16.1%	16.5%	17.0%	16.3%	16.1%	16.1%			16.3%	16.2%	-0.1%
SG&A/Sales (%)	13.3%	13.4%	14.1%	13.0%	13.2%	13.3%	13.8%			13.6%	13.4%	
Net Profit Margin (%)	2.0%	1.7%	1.6%	3.0%	2.0%	1.8%	1.5%			1.8%	1.8%	
Norm Profit Margin (%)	1.9%	1.8%	1.9%	3.0%	2.0%	1.8%	1.5%			1.9%	1.8%	

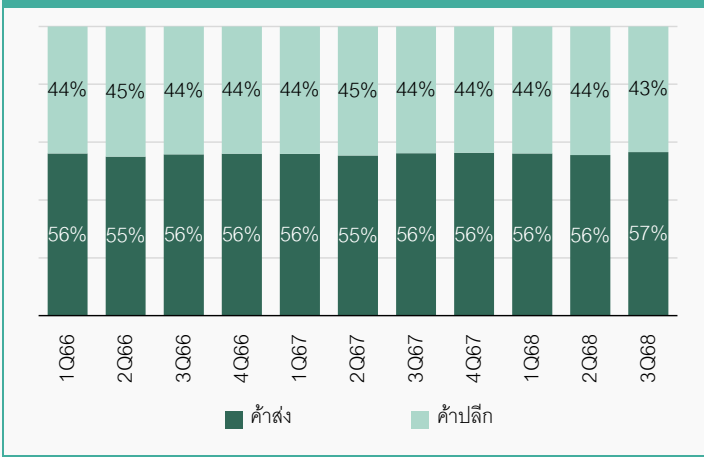
ที่มา : CPAXT,สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

รายได้จากการขาย (ล้านบาท)



ที่มา : CPAXT, สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

รายได้จากการขายแบ่งตามประเภทธุรกิจ



ที่มา : CPAXT, สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

สมมติฐานที่ปรับปรุง

(ล้านบาท)	2568F		เปลี่ยนแปลง (%)	2569F		เปลี่ยนแปลง (%)
	เดิม	ใหม่		เดิม	ใหม่	
รายได้ขายและบริการ	523,260	519,804	-0.7%	541,811	540,390	-0.3%
ต้นทุนขาย	(437,179)	(434,695)	-0.6%	(451,643)	(451,868)	0.0%
อัตรากำไรขั้นต้น	16.5%	16.4%	-0.1%	16.6%	16.4%	-0.3%
SG&A/Sales	13.4%	13.6%	1.1%	13.4%	13.4%	0.0%
กำไรสุทธิ	11,362	10,790	-5.0%	12,508	12,036	-3.8%
สมมติฐานหลัก						
รายได้จากการขาย	504,108	500,652	-0.7%	522,399	520,978	-0.3%
-ธุรกิจค้าส่ง	284,431	280,328	-1.4%	297,230	292,943	-1.4%
-ธุรกิจค้าปลีก	219,677	220,324	0.3%	225,169	228,035	1.3%
รายได้ค่าบริการและค่าเช่า	19,152	19,152	0.0%	19,412	19,412	0.0%

ที่มา : CPAXT, สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ปัจจัยเสี่ยง

- 1) เศรษฐกิจที่ชะลอตัว เนื่องจากภาวะเงินเฟ้อ ส่งผลให้กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง
- 2) การแข่งขันที่สูงในอุตสาหกรรม
- 3) การแย่งลูกค้ากันเองของสาขาที่เปิดบริเวณใกล้เคียงกัน

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ CPAXT

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	508,745	519,804	540,390	564,480
ต้นทุนขาย	(425,070)	(434,695)	(451,868)	(470,807)
กำไรขั้นต้น	83,675	85,110	88,521	93,673
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(68,339)	(70,433)	(72,412)	(75,640)
กำไรจากการดำเนินงาน	15,336	14,676	16,109	18,033
ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม	673	600	612	636
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	3,297	2,440	2,635	2,687
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,735)	(3,890)	(3,861)	(3,641)
กำไรก่อนหักภาษี	13,571	13,826	15,495	17,716
ภาษีเงินได้	(3,026)	(3,055)	(3,476)	(3,964)
กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	10,545	10,770	12,019	13,751
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	24	19	17	14
กำไรสุทธิ	10,569	10,790	12,036	13,765
กำไรปกติ	10,837	10,790	12,036	13,765
EPS	0.51	0.52	0.58	0.66
Norm EPS	0.52	0.52	0.58	0.66
การเติบโตของยอดขาย (YoY%)	4.6%	2.2%	4.0%	4.5%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (YoY%)	15.9%	-4.3%	9.8%	11.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	16.4%	16.4%	16.4%	16.6%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	3.0%	2.8%	3.0%	3.2%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68
ยอดขาย	132,639	129,300	128,448	126,475
ต้นทุนขาย	(110,105)	(108,232)	(107,798)	(106,133)
กำไรขั้นต้น	22,534	21,068	20,650	20,342
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(17,185)	(17,073)	(17,023)	(17,470)
รายได้อื่นๆ	987	649	633	545
ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม	177	106	144	170
กำไรก่อนหักภาษี	5,075	3,346	2,982	2,377
ภาษีเงินได้	(1,119)	(708)	(698)	(523)
กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3,957	2,639	2,284	1,853
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	3	5	3	11
กำไรสุทธิ	3,960	2,643	2,286	1,864
รายการพิเศษ	(55)	(21)	(51)	0
กำไรปกติ	4,015	2,665	2,337	1,864
ยอดขาย (QoQ%)	7.2%	-2.5%	-0.7%	-1.5%
กำไรขั้นต้น (QoQ%)	10.6%	-6.5%	-2.0%	-1.5%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ%)	79.9%	-25.3%	-9.2%	-20.8%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.5	0.4	0.4	0.5
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเร็ว (เท่า)	0.2	0.1	0.2	0.2
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	206.4	199.0	203.9	204.4
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	11.7	12.8	14.2	14.2
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.1	6.2	5.6	5.9
หนี้สินต่อทุน (เท่า)	0.8	0.7	0.7	0.7
หนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.4	0.3	0.3	0.3
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.9%	2.0%	2.3%	2.6%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	3.6%	3.6%	4.0%	4.5%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	10,569	10,790	12,036	13,765
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	13,590	10,881	11,346	11,691
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	11,722	12,323	12,923	13,523
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	19	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(11,695)	22,292	(7,783)	(10,812)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	24,163	56,266	28,506	28,153
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	1	1	1
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(13,510)	(12,500)	(12,500)	(12,500)
อื่นๆ	(3,306)	(190)	(193)	(197)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(16,816)	(12,688)	(12,692)	(12,696)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(6,748)	(30,934)	(3,000)	(1,000)
เพิ่ม/ลด หนี้สินอื่นๆ	(6,866)	(17,034)	(3,563)	(3,207)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด การปรับส่วนผู้ถือหุ้น	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(6,031)	(7,398)	(7,553)	(8,425)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(19,645)	(55,366)	(14,116)	(12,632)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(12,299)	(11,789)	1,698	2,825
กระแสเงินสดสุทธิ	19,461	7,672	9,370	12,195

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
เงินสดและรายการเทียบเท่า	19,474	7,684	9,381	12,205
ลูกหนี้การค้า	2,625	2,599	2,702	2,822
สินค้าคงเหลือ	36,484	31,188	32,423	33,869
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	8,339	6,517	6,599	6,748
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	117,695	116,310	114,425	112,040
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	361,913	359,814	357,547	355,114
สินทรัพย์รวม	546,531	524,112	523,078	522,798
เจ้าหนี้การค้า	58,905	80,570	81,058	79,027
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	28,228	28,941	29,709	30,533
หนี้ที่มีดอกเบี้ยครบกำหนดชำระ 1 ปี	35,704	8,733	5,288	3,887
หนี้สินที่มีดอกเบี้ยระยะยาว	66,732	62,940	62,940	62,940
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	58,344	40,940	37,627	34,629
หนี้สินรวม	247,914	222,123	216,622	211,016
ทุนเรียกชำระแล้ว	10,428	10,428	10,428	10,428
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	263,882	263,882	263,882	263,882
กำไรสะสม	36,340	39,732	44,215	49,555
ส่วนของผู้ถือหุ้น	298,617	301,989	306,456	311,782
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	546,531	524,112	523,078	522,798
สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย (ล้านบาท)				
- ธุรกิจค้าส่ง	273,491	280,328	292,943	307,590
- ธุรกิจค้าปลีก	215,370	220,324	228,035	237,156
อัตรากำไรขั้นต้น				
- ธุรกิจค้าส่ง	11.4%	11.9%	12.0%	12.2%
- ธุรกิจค้าปลีก	18.1%	17.6%	17.7%	18.1%

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส