

Siam Makro PCL

MAKRO TB Outperform

Target Price	Bt	46.00
Price (20/02/2023)	Bt	40.25
Upside	%	14.29
Valuation	DCF	
Sector	Commerce	
Market Cap	Btm	425,858
30-day avg turnover	Btm	583.54
No. of shares on issue	m	10,580
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	265,398	466,081	522,525	576,353
Core profit (Btmn)	6,973	7,696	12,472	13,501
Net profit (Btmn)	13,687	7,696	12,472	13,501
Net EPS (Bt)	2.38	0.73	1.18	1.28
DPS (Bt)	0.72	0.42	0.63	0.80
BVPS (Bt)	27.22	27.44	28.16	28.67
Net EPS growth (%)	74.40	-69.49	62.05	8.25
ROA (%)	2.33	1.40	2.24	2.36
ROE (%)	4.75	2.65	4.19	4.45
Net D/E (x)	0.40	0.41	0.40	0.37
Valuation				
P/E (x)	17.61	55.33	34.14	31.54
P/BV (x)	1.54	1.47	1.43	1.40
EV/EBITDA (x)	33.73	16.62	13.58	12.79
Dividend yield (%)	1.71	1.03	1.57	1.99

MAKRO TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Tareetip Wongsangpaiboon
Tareetip.w@kasikornsecurities.com

21 February 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 4/2565 เป็นไปตามคาด

- กำไรปกติไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 2.5 พันลบ. (+3.8% YoY และ +54% QoQ) สอดคล้องกับประมาณการของเราและตลาด ที่ 2.4 พันลบ.
- กำไรจากธุรกิจค้าส่งที่ 2.4 พันลบ. (+10% YoY) คิดเป็น 97% ของกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 และธุรกิจค้าปลีกมีส่วนแบ่ง 68 ลบ. (-83% YoY) หรือ 3%
- SSSG เชิง YTD ยังมีโมเมนตัมเชิงบวกตั้งแต่ไตรมาส 4/2565 เนื่องจาก SSSG ของธุรกิจค้าส่งอยู่ในระดับหลักสิบล้านต้น ขณะที่ของธุรกิจค้าปลีกคือหลักหน่วยต้น

Investment Highlights

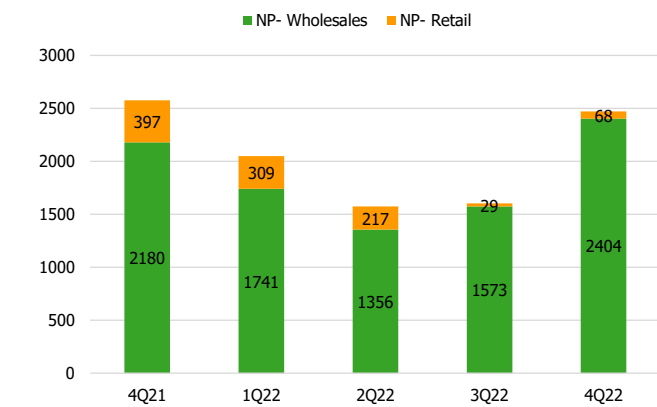
- กำไรไตรมาส 4/2565 เป็นไปตามคาด MAKRO รายงานกำไรไตรมาส 4/2565 ที่ 2.5 พันลบ. (-73% YoY และ +54% QoQ) สอดคล้องกับประมาณการของเราและตลาด ที่ 2.4 พันลบ. ในจำนวนนั้นมาจากธุรกิจค้าส่งที่ 2.4 พันลบ. (+10% YoY และ +53% QoQ) และ 68 ลบ. มาจากธุรกิจค้าปลีก (-83% YoY และ +134% QoQ) จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ที่เพิ่มขึ้น และดอกเบี้ยจ่ายยังคงกดดันกำไร ทั้งนี้ MAKRO รับรู้กำไรจำนวน 6.7 พันลบ. จากการเข้าซื้อกิจการแบบเป็นขั้นๆ (step acquisition) ในไตรมาส 4/2564 ทำให้กำไรปี 2565 อยู่ที่ 7.7 พันลบ. (-44% YoY) และกำไรต่อหุ้นที่ 0.73 บาท (-69.5% YoY)
- ยอดขายไตรมาส 4/2565 เติบโต YoY และ QoQ ยอดขายไตรมาส 4/2565 ของ MAKRO อยู่ที่ 1.174 หมื่นลบ. (+21.8% YoY และ +6.6% QoQ) ในจำนวนนั้น 6.61 หมื่นลบ. (+12.3% YoY และ +10% QoQ) มาจากธุรกิจค้าส่ง และ 5.19 หมื่นลบ. (+37% YoY และ +2.9% QoQ) มาจากธุรกิจค้าปลีก ขณะที่อัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายจากสาขาเดิม (SSSG) ของธุรกิจค้าส่งไตรมาส 4/2565 เป็นบวก 9.6% ขณะที่ของธุรกิจปลีกในประเทศอยู่ที่ 0.2% และ -1.8% ในมาเลเซีย ในปี 2565 MAKRO ได้เปิดร้านค้าส่งในประเทศจำนวน 11 แห่ง และในต่างประเทศอีก 3 แห่ง (อินเดีย จีน และกัมพูชา ประเทศละ 1 แห่ง) และยังเปิดสาขาใหม่อีก 89 แห่งภายใต้ธุรกิจค้าปลีก รายได้ค่าเช่าอยู่ที่ 5.0 พันลบ. เพิ่มขึ้น 30% YoY และ 4.5% QoQ จากการไม่มีส่วนลดค่าเช่าและพื้นที่เช่าเพิ่มเติม
- อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมไตรมาส 4/2565 ถูกกดดันจากยอดค้าปลีก อัตรากำไรขั้นต้นไตรมาส 4/2565 ลดลง 30bps YoY และ 20bps QoQ เป็น 16.5% จากอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจค้าส่งที่ทรงตัว YoY แต่เพิ่มขึ้น 60bps QoQ ที่ 11.2% แม้ว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจค้าปลีกจะลดลง 120 bps YoY และ 60bps QoQ เป็น 18.5% จากโปรโมชันด้านราคา ขณะที่ SG&A ต่อรายได้ไตรมาส 4/2565 ลดลงเหลือ 13.4% จาก 13.9% ในไตรมาส 3/2565 ตามฐานรายได้ที่สูงขึ้น แม้จะมีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจากการรีไฟแนนซ์จำนวน 225 ลบ. ในไตรมาส 4/2565
- สถานะทางการเงินปรับตัวดีขึ้น ณ สิ้นไตรมาส 4/2565 อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (IBD/E) อยู่ที่ 0.38 เท่า ปรับตัวดีขึ้นจาก 0.41 เท่า ณ สิ้นไตรมาส 3/2564 MAKRO ทำการรีไฟแนนซ์หนี้จำนวน 2.35 หมื่นลบ. ในไตรมาส 4/2565 และชำระคืนเงินกู้ สกอลล์เงินดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวน 760 ล้านดอลลาร์ฯ และ 1.6 พันลบ. ในวันที่ 16 ม.ค.2566 ดังนั้น เงินกู้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวปัจจุบันเหลืออยู่ที่ประมาณ 491 ล้านดอลลาร์ฯ และ 1.75 หมื่นลบ. อย่างไรก็ตาม ต้นทุนเฉลี่ยของหนี้ยังคงทรงตัวที่ประมาณ 5% แต่คาดว่าจะลดลงในครึ่งหลังของปี 2566 เนื่องจากกระบวนการรีไฟแนนซ์จะเสร็จสิ้นภายในครึ่งแรกของปี 2566
- โมเมนตัมเชิงบวกจะดำเนินต่อไปในไตรมาส 1/2566 SSSG ในเชิง QTD ของธุรกิจค้าส่งเติบโตต่อเนื่อง 11-14% จากโมเมนตัมยอดขายเชิงบวกของกลุ่ม HORECA ที่ถูกขับเคลื่อนโดยการท่องเที่ยว และของธุรกิจค้าปลีกประมาณ 1-2% ซึ่งใกล้เคียงกับแนวโน้มไตรมาส 4/2565

Valuation and Recommendation

- คงคำแนะนำ "ซื้อ" เราคงแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 46.0 บาท การประเมินมูลค่าหุ้นของเราอิงด้วยวิธี DCF ราคาเป้าหมายสะท้อน PER ปี 2566-67 ที่ 39 เท่า และ 36 เท่า
- เรามีมุมมองเชิงบวกจาก 1) ปริมาณการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่สูงขึ้น (>15%) 2) downside risk ต่อต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และ 3) การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2566
- MAKRO ประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสดที่ 0.33 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังของปี 2565 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลล่าสุดที่ 0.82% และจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 28 เม.ย. พร้อมกันนี้ยังอนุมัติให้เปลี่ยนชื่อบริษัทฯ และชื่อย่อเป็น "CP AXTRA" และ "CPAXT" ตามลำดับ

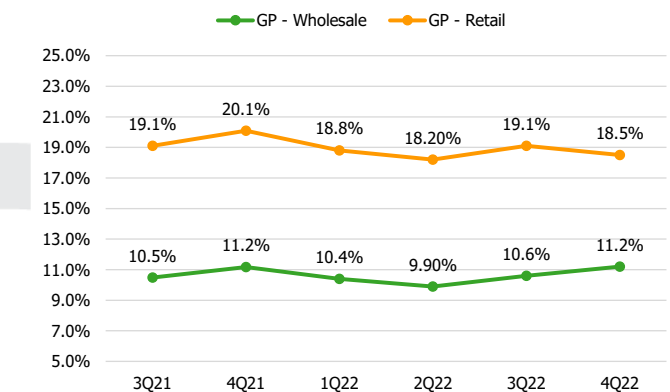


Fig 1 Net profit breakdown by segment



Source: MAKRO and KS Research

Fig 2 Gross margin breakdown by segment



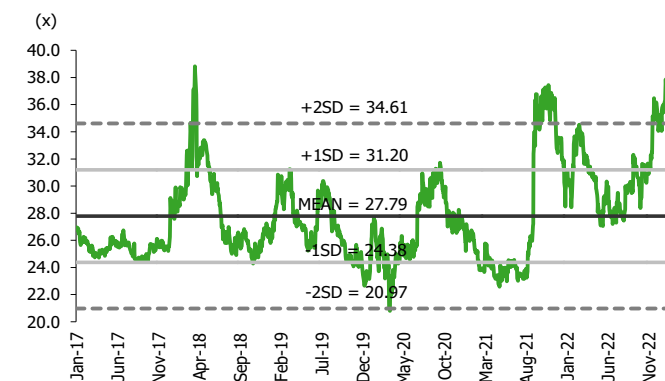
Source: MAKRO and KS Research

Fig 3 4Q22 and 2022 performance review

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	2021	2022	% change
Financials										
Sales (Btmn)	96,342	106,268	113,363	110,162	117,389	21.8	6.6	258,847	447,182	72.8
Rental&Services(Btmn)	3,863	4,509	4,569	4,801	5,019	29.9	4.5	6,697	18,899	182.2
EBITDA (Btmn)	8,004	8,139	7,555	7,847	9,360	16.9	19.3	16,622	32,902	97.9
Operating profit (Btmn)	4,249	4,087	3,517	3,798	5,299	24.7	39.5	10,494	16,701	59.1
Core profit (Btmn)	2,380	2,050	1,572	1,602	2,472	3.8	54.3	6,973	7,696	10.4
Net profit (Btmn)	9,094	2,050	1,572	1,602	2,472	-72.8	54.3	13,687	7,696	-43.8
Net EPS (Bt)	0.86	0.19	0.15	0.15	0.23	-72.8	54.3	2.38	0.73	-69.5
Performance Drivers										
SSS growth (%) - MAKRO	4.1	1.0	7.4	8.9	9.6			2.5	6.8	
SSS growth (%) - Lotus Thailand	-6.1	0.4	-2.1	0.0	2.4			-6.3	0.2	
SSS growth (%) - Lotus Malaysia	-2.2	-7.9	8.3	-3.7	-2.4			-2.2	-1.4	
SG&A-to-sales ratio (%)	13.4	13.2	13.4	13.9	13.4			10.2	14.1	
Ratios										
						Change		2021	2022	Change
Gross margin (%)	16.9	16.5	15.9	16.7	16.5	-0.3	-0.2	13.6	16.4	2.8
EBITDA margin (%)	8.0	7.3	6.4	6.8	7.6	-0.3	0.8	6.3	7.1	0.8
Optg. margin (%)	4.2	3.7	3.0	3.3	4.3	0.1	1.0	4.0	3.6	-0.4
ROE (%)	12.6	2.8	2.2	13.0	3.4	-9.2	-9.6	4.8	2.7	-2.1

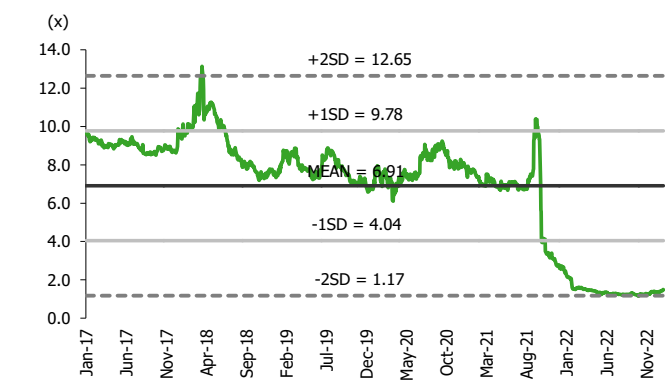
Source: MAKRO and KS Research

Fig 5 12M forward PER mean



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 6 12M forward PBV mean



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	218,259	265,398	466,081	522,525	576,353	Net profit	6,461	13,298	7,681	12,460	13,492
Cost of sales and services	-192,072	-229,384	-389,588	-434,377	-478,585	Depreciation & amortization	3,215	6,128	16,202	19,951	20,912
Gross Profit	26,186	36,014	76,493	88,148	97,769	Change in working capital	672	355	-7,763	2,710	5,232
SG&A	-17,731	-26,490	-62,842	-71,317	-80,062	Others	3,005	-3,005	5,894	12	9
Other income	502	970	3,050	3,377	3,513	CF from operation activities	13,353	16,774	22,014	35,133	39,644
EBIT	8,893	16,982	17,532	21,108	22,119	Capital expenditure	-2,295	-4,292	-14,514	-28,738	-25,211
EBITDA	12,171	16,622	32,902	40,159	42,131	Investment in subs and affiliates	0	13,165	-373	0	0
Interest expense	-619	-1,557	-7,122	-5,770	-5,465	Others	7	2,118	-2,277	0	0
Equity earnings	-63	-226	831	900	900	CF from investing activities	-2,288	10,991	-17,164	-28,738	-25,211
EBT	8,274	15,425	10,410	15,338	16,654	Cash dividend	-4,608	-4,800	-5,478	-4,618	-8,107
Income tax	-1,813	-2,128	-2,729	-2,879	-3,161	Net proceeds from debt	7,683	-94	-24,128	-10,272	-1,298
NPAT	6,461	13,298	7,681	12,460	13,492	Capital raising	0	33,007	0	0	0
Minority Interest	102	389	15	12	9	Others	-8,488	-1,658	-3,350	12	9
Core Profit	6,563	6,973	7,696	12,472	13,501	CF from financing activities	-5,413	26,455	-32,955	-14,878	-9,397
Extraordinary items	0	6,714	0	0	0	Net change in cash	5,653	54,220	-28,105	-8,483	5,037
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	6,563	13,687	7,696	12,472	13,501	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	1.37	2.38	0.73	1.18	1.28
Cash & equivalents	10,484	68,530	40,103	31,353	36,390	Core EPS	1.37	1.21	0.73	1.18	1.28
Accounts receivable	1,428	4,287	2,431	5,225	5,764	DPS	1.00	0.72	0.42	0.63	0.80
Inventories	14,478	31,967	37,820	43,438	47,858	BV	22.46	27.22	27.44	28.16	28.67
Total current assets	28,251	110,000	87,355	91,076	102,211	EV	40.78	52.99	51.69	51.55	50.95
Investment in subs & others	85,552	14,015	14,388	14,388	14,388	Free Cash Flow	2.30	1.18	0.71	0.60	1.36
Fixed assets-net	40,881	208,603	209,713	214,406	217,953	Valuation analysis					
Total assets	159,586	569,491	548,643	557,057	571,739	Reported P/E (x)	28.89	17.61	55.33	34.14	31.54
Short-term debt	6,547	34,269	4,796	24,944	26,715	Core P/E (x)	28.89	34.57	55.33	34.14	31.54
Accounts payable	25,804	60,236	61,818	67,928	74,926	P/BV (x)	1.76	1.54	1.47	1.43	1.40
Total current liabilities	40,475	118,211	90,763	119,169	130,548	EV/EBITDA (x)	16.08	33.73	16.62	13.58	12.79
Long-term debt	9,623	150,025	155,745	125,325	122,255	Price/Cash flow (x)	14.20	26.49	19.34	12.12	10.74
Total liabilities	51,324	280,992	257,713	258,527	267,806	Dividend yield (%)	2.53	1.71	1.03	1.57	1.99
Paid-up capital	2,400	5,290	5,290	5,290	5,290	Profitability ratios					
Share premium	0	-6,734	-6,734	-6,734	-6,734	Gross margin (%)	12.00	13.57	16.41	16.87	16.96
Retained earnings	16,511	25,460	27,627	35,214	40,608	EBITDA margin (%)	5.58	6.26	7.06	7.69	7.31
Minority interests	471	501	583	595	604	EBIT margin (%)	4.07	6.40	3.76	4.04	3.84
Total shareholders' equity	108,263	288,499	290,931	298,530	303,933	Net profit margin (%)	2.96	5.01	1.65	2.38	2.34
Total equity & liabilities	159,586	569,491	548,643	557,057	571,739	ROA (%)	4.05	2.33	1.40	2.24	2.36
Key Assumptions						ROE (%)	6.09	4.75	2.65	4.19	4.45
Cash&Carry (stores)	130	135	138	150	160	Liquidity ratios					
Frozen shop (stores)	7	7	9	9	29	Current ratio (x)	0.70	0.93	0.96	0.76	0.78
No. of oversea store (stores)	7	7	9	14	20	Quick ratio (x)	0.30	0.62	0.47	0.31	0.32
Same-store-sales growth (%)	1.9	2.5	6.8	6.5	3.2	Leverage Ratios					
						D/E ratio (x)	0.47	0.97	0.89	0.87	0.88
						Net debt/EBITDA (x)	0.46	6.96	3.66	2.96	2.67
						Net debt/equity (x)	0.05	0.40	0.41	0.40	0.37
						Int. coverage ratio (x)	14.36	10.91	2.46	3.66	4.05
						Growth					
						Revenue (%)	4.05	21.60	75.62	12.11	10.30
						EBITDA (%)	11.38	36.56	97.95	22.06	4.91
						Reported net profit (%)	5.09	108.55	-43.77	62.05	8.25
						Reported EPS (%)	5.09	74.40	-69.49	62.05	8.25
						Core profit (%)	3.88	6.25	10.38	62.05	8.25
						Core EPS (%)	3.88	-11.15	-40.12	62.05	8.25

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.