

Siam Makro PCL

MAKRO TB Neutral

Target Price Bt 37.20

Price (18/08/2022) Bt 34.75

Upside % 7.05

Valuation DCF

Sector Commerce

Market Cap Btm 367,666

30-day avg turnover Btm 296.94

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)	265,545	458,072	516,569	558,242
Core profit (Btmn)	6,973	8,252	13,728	15,503
Net profit (Btmn)	13,687	8,252	13,728	15,503
Net EPS (Bt)	2.38	0.78	1.30	1.47
DPS (Bt)	0.72	0.43	0.69	0.90
BVPS (Bt)	27.22	27.48	28.31	28.93
Net EPS growth (%)	74.40	-67.29	66.37	12.93
ROA (%)	2.33	1.41	2.27	2.51
ROE (%)	4.75	2.84	4.58	5.06
Net D/E (x)	0.40	0.44	0.39	0.35
Valuation				
P/E (x)	17.61	44.56	26.78	23.72
P/BV (x)	1.54	1.26	1.23	1.20
EV/EBITDA (x)	33.73	14.43	12.10	11.01
Dividend yield (%)	1.71	1.24	1.98	2.60

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

19 August 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

มุมมองบวกต่อการฟื้นตัว ค่าใช้จ่ายยังคงสูง

- ▶ แนวโน้มธุรกิจในปีหลังปรับดีขึ้นจากประโยชน์ของการเปิดประเทศและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ขณะที่ค่าใช้จ่าย SG&A จะมีแนวโน้มขาขึ้นในปีหลัง
- ▶ MAKRO มีแผนที่จะรีไฟแนนซ์เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปีนี้ และดำเนินการกับเงินกู้สกุลบาทต่อไป คาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลงในครึ่งหลังของปี 2566
- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรปี 2565 ลง 11% เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยในไตรมาส 2/2565 ที่สูงกว่าคาดและจะยังคงอยู่ในระดับสูงในครึ่งปีหลัง

Investment Highlights

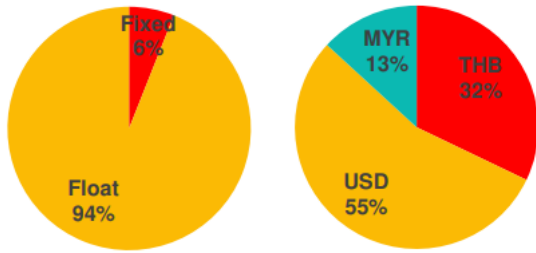
- ▶ แนวโน้มธุรกิจในปีหลังของปี 2565 ผู้บริหารคาดว่าจะเห็นทิศทางธุรกิจที่ดีขึ้นหลังการเปิดประเทศอีกครั้ง ธุรกิจค้าส่งได้รับประโยชน์จากการกลับมาเปิดร้านอาหารและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ซึ่งเป็นบวกต่ออัตราการเติบโตเฉลี่ยของยอดขายจากสาขาเดิม (SSSG) ในไตรมาส 3/2565 SSSG ในเชิง 3QTD ของธุรกิจขายส่งยังคงแข็งแกร่งที่ >10% ขณะที่ SSSG ของธุรกิจค้าปลีกกลับเป็นบวกที่ประมาณ 4.8% ในเดือน ก.ค. จากราคาสินค้าที่สูงขึ้นและจำนวนลูกค้าที่เข้าร้านเพิ่มขึ้น เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อ SSSG ของธุรกิจขายส่งในไตรมาส 3-4/2565 จากการฟื้นตัวที่ดีของกลุ่มธุรกิจ HORECA และยอดขายของบริการด้านอาหาร โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงในไตรมาส 4/2565 จากฐานที่สูงในปีที่แล้ว
- ▶ แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นและสัดส่วน SG&A ต่อรายได้ ผู้บริหารให้ความเห็นว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปีหลังของปีนี้จะยังคงสามารถบริหารจัดการได้ เนื่องจากต้นทุนสินค้าที่สูงขึ้นน่าจะถูกหักล้างด้วยส่วนผสมผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น จากสัดส่วนยอดขายที่สูงขึ้นจากลูกค้าของกลุ่มธุรกิจ HORECA อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีหลัง จากต้นทุนการจัดส่งและค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนผ่านธุรกิจของโลตัส (Lotus's) และช่องทางการขายใหม่ที่สูงขึ้น ดังนั้น แนวโน้ม SG&A ต่อรายได้ในปีหลังของปี 2565 และปี 2566 มีทิศทางที่จะยังคงสูงเช่นเดียวกับในครึ่งแรกของปี 2565
- ▶ รีไฟแนนซ์หนี้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปีนี้ ณ สิ้นไตรมาส 2/2565 อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) ของ MAKRO อยู่ที่ 0.42 เท่า ประกอบด้วยหนี้ระยะยาว 1.10 แสนลบ. โดย 54% เป็นหนี้สกุลเงินดอลลาร์ฯ ด้วยอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ขณะที่บริษัท ทรูสแตร์ตั้ง จัดอันดับเครดิตองค์กรของ MAKRO ที่ระดับ "A+" ด้วยแนวโน้มที่มั่นคงเมื่อเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา MAKRO มีแผนที่จะรีไฟแนนซ์หนี้สกุลดอลลาร์ฯ เป็นหุ้นกู้สกุลเงินบาทด้วยอัตราดอกเบี้ยคงที่ และคาดว่าจะเริ่มออกหุ้นกู้สกุลเงินบาทได้ในช่วงปลายไตรมาส 3/2565 ถึงไตรมาส 4/2565 ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ขณะที่กระบวนการรีไฟแนนซ์เงินกู้สกุลเงินบาทน่าจะดำเนินต่อไปในครึ่งแรกของปี 2566 และดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะลดลงแต่ครึ่งหลังของปี 2566 เป็นต้นไป
- ▶ แผนขยายสาขา ในช่วงครึ่งแรกของปี 2565 MAKRO เปิดร้านขายส่ง 6 แห่ง และร้านค้าปลีกขนาดเล็ก 38 แห่งในไทย รวมถึงซูเปอร์มาร์เก็ตอีก 2 แห่งในมาเลเซีย และ MAKRO จะเปิดสาขาใหม่เชิงรุกมากขึ้นทั้งในประเทศและต่างประเทศในครึ่งหลังของปีนี้ สำหรับธุรกิจขายส่ง MAKRO จะเปิดร้านค้าขนาดใหญ่ 2 แห่ง และร้านค้าขนาดเล็กอีก 3 แห่งในประเทศ รวมถึงร้านค้าขนาดใหญ่ 1 แห่งในกัมพูชา และร้านค้าขนาดใหญ่อีก 1 แห่งในอินเดีย สำหรับธุรกิจค้าปลีก บริษัทฯ จะเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต 3 แห่งใน กทม. ร้าน Mini-Go Fresh 45-50 แห่ง และซูเปอร์มาร์เก็ตอีก 3 แห่งในมาเลเซีย
- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรปี 2565 ลง 11% จากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงกว่าคาด เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายที่สูงเกินคาดในไตรมาส 2/2565 และยังมีแนวโน้มที่จะทรงตัวในครึ่งปีหลัง เรายังปรับลดประมาณการกำไรปี 2565 ของเราลง 11% เป็น 8.3 พันลบ. เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2566-67 ไว้ที่ 1.37 หมื่นลบ. และ 1.55 หมื่นลบ. เนื่องจากเรายังคงเชื่อว่า MAKRO จะสามารถลดต้นทุนทางการเงินได้ตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป หลังการปรับประมาณการ เราคาดว่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของกำไรสุทธิระหว่างปี 2565-67 จะอยู่ที่ 4.2%

Valuation and Recommendation

- ▶ คงคำแนะนำ "ถือ" เราคงคำแนะนำ "ถือ" MAKRO ด้วยราคาเป้าหมายที่ 37.2 บาท มูลค่าหุ้นของเราอิงตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) ด้วยอัตราคิดลด 8.3% ราคาเป้าหมายใหม่ของเราสะท้อน EPS ปี 2565/66 ที่ 38.8 เท่า/26.2 เท่า

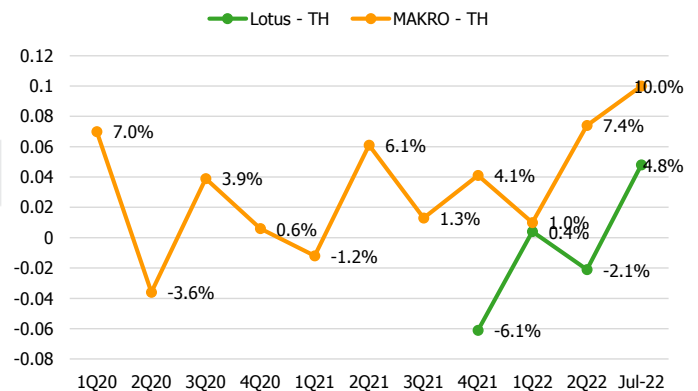


Fig 1 Debt breakdown by currency and financial cost



Source: MAKRO

Fig 2 Quarterly SSSG for Lotus-TH and MAKRO-TH



Source: MAKRO and KS Research

Fig 3 2022-24E earnings revisions

	2022E			2023E			2024E		
	New	Previous	% change	New	Previous	% change	New	Previous	% change
Financials									
Sales (Btmn)	458,072	458,072	0.00	516,569	516,569	0.00	558,242	558,242	0.00
Cost of sales (Btmn)	377,955	377,955	0.00	422,447	422,447	0.00	457,404	457,404	0.00
SG&A (Btmn)	61,984	62,084	-0.16	70,614	70,614	0.00	75,640	75,640	0.00
Net Profit (Btmn)	8,252	9,264	-10.93	13,728	13,728	0.00	15,503	15,503	0.00
EPS (Btmn)	0.78	0.88	-10.93	1.30	1.30	0.00	1.47	1.47	0.00
Performance Drivers									
			% change			% change			% change
SSSG for stores in Thailand (%)	4.1	4.1	0.00	2.5	2.5	0.00	1.8	1.8	0.00
No. of Stores in Thailand	155	155	0.00	188	188	0.00	221	221	0.00
No. of Stores in Overseas markets	9	9	0.00	28	28	0.00	36	36	0.00
Key assumptions & ratios (%)									
			ppt			ppt			ppt
Sales growth (%)	70.2	70.2	0.00	12.3	12.3	0.00	8.6	8.6	0.00
Gross profits margin (%)	16.6	16.6	0.00	17.2	17.2	0.00	17.2	17.2	0.00
SG&A-to-sales ratio (%)	14.1	14.1	0.00	14.1	14.1	0.00	14.0	14.0	0.00
Net profits growth (%)	-39.7	-32.3	-7.39	66.4	48.2	18.18	12.9	12.9	0.00
Net profits margin (%)	1.8	2.0	-0.22	2.7	2.7	0.00	2.8	2.8	0.00
ROE (%)	2.8	3.2	-0.34	4.6	4.6	0.01	5.1	5.1	0.01

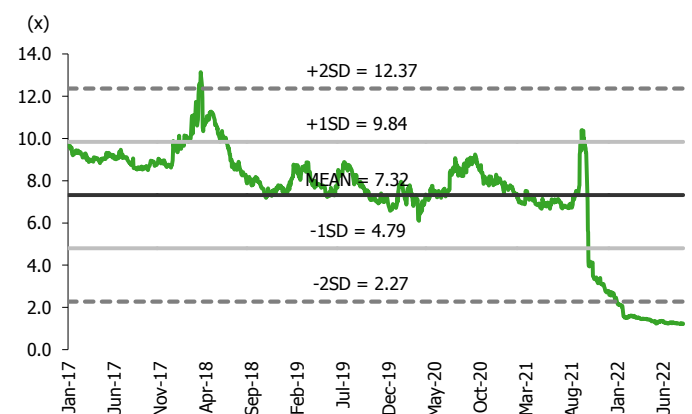
Source: MAKRO and KS Research

Fig 4 12M forward PER mean



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 5 12M forward PBV mean



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	218,259	265,545	458,072	516,569	558,242
Cost of sales and services	-192,072	-229,451	-382,188	-427,922	-462,469
Gross Profit	26,186	36,094	75,884	88,647	95,773
SG&A	-17,731	-26,490	-61,984	-70,614	-75,640
Other income	502	890	1,828	2,152	2,308
EBIT	8,893	16,982	16,628	21,086	23,341
EBITDA	12,171	16,622	34,338	40,094	43,152
Interest expense	-619	-1,557	-6,181	-5,502	-5,092
Equity earnings	-63	6,488	900	900	900
EBT	8,274	15,425	10,448	15,584	18,249
Income tax	-1,813	-2,128	-2,204	-1,869	-2,761
NPAT	6,461	13,298	8,243	13,714	15,487
Minority Interest	102	389	8	14	15
Core Profit	6,563	6,973	8,252	13,728	15,503
Extraordinary items	0	6,714	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	6,563	13,687	8,252	13,728	15,503
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	10,484	64,555	66,541	75,319	83,400
Accounts receivable	1,428	4,287	4,581	5,166	5,582
Inventories	14,478	31,967	34,397	38,513	41,622
Total current assets	28,251	110,000	118,493	133,121	145,547
Investment in subs & others	85,552	14,015	14,015	14,015	14,015
Fixed assets-net	40,881	208,603	215,851	219,947	220,544
Total assets	159,586	569,491	585,231	603,956	616,978
Short-term debt	6,547	34,269	50,801	52,310	53,618
Accounts payable	25,804	60,236	59,549	67,154	72,572
Total current liabilities	40,475	118,211	133,693	145,643	154,390
Long-term debt	9,623	150,025	146,955	143,886	140,816
Total liabilities	51,324	280,992	293,951	303,884	310,312
Paid-up capital	2,400	5,290	5,290	5,290	5,290
Share premium	0	-6,734	-6,734	-6,734	-6,734
Retained earnings	16,511	25,460	28,234	37,011	43,590
Minority interests	471	501	510	523	539
Total shareholders' equity	108,263	288,499	291,281	300,072	306,667
Total equity & liabilities	159,586	569,491	585,231	603,956	616,978
Key Assumptions					
Cash&Carry (stores)	130	135	145	148	151
Frozen shop (stores)	7	7	10	40	70
No. of oversea store (stores)	7	7	9	14	20
Same-store-sales growth (%)	1.9	2.5	4.1	2.5	1.8

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	6,461	13,298	8,243	13,714	15,487
Depreciation & amortization	3,215	6,128	18,610	19,908	20,712
Change in working capital	672	355	-6,398	6,328	4,597
Others	3,005	-3,005	8	14	15
CF from operation activities	13,353	16,774	20,464	39,964	40,811
Capital expenditure	-2,295	-4,292	-26,471	-24,688	-22,061
Investment in subs and affiliates	0	13,165	0	0	0
Others	7	2,118	0	0	0
CF from investing activities	-2,288	10,991	-26,471	-24,688	-22,061
Cash dividend	-4,608	-4,800	-5,478	-4,951	-8,923
Net proceeds from debt	7,683	-94	13,463	-1,561	-1,761
Capital raising	0	33,007	0	0	0
Others	-8,488	-1,658	8	14	15
CF from financing activities	-5,413	26,455	7,994	-6,498	-10,669
Net change in cash	5,653	54,220	1,986	8,778	8,081
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.37	2.38	0.78	1.30	1.47
Core EPS	1.37	1.21	0.78	1.30	1.47
DPS	1.00	0.72	0.43	0.69	0.90
BV	22.46	27.22	27.48	28.31	28.93
EV	40.78	52.99	46.82	45.85	44.92
Free Cash Flow	2.30	1.18	-0.57	1.44	1.77
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	28.89	17.61	44.56	26.78	23.72
Core P/E (x)	28.89	34.57	44.56	26.78	23.72
P/BV (x)	1.76	1.54	1.26	1.23	1.20
EV/EBITDA (x)	16.08	33.73	14.43	12.10	11.01
Price/Cash flow (x)	14.20	26.49	17.97	9.20	9.01
Dividend yield (%)	2.53	1.71	1.24	1.98	2.60
Profitability ratios					
Gross margin (%)	12.00	13.59	16.57	17.16	17.16
EBITDA margin (%)	5.58	6.26	7.50	7.76	7.73
EBIT margin (%)	4.07	6.40	3.63	4.08	4.18
Net profit margin (%)	2.96	5.01	1.80	2.65	2.77
ROA (%)	4.05	2.33	1.41	2.27	2.51
ROE (%)	6.09	4.75	2.84	4.58	5.06
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.70	0.93	0.89	0.91	0.94
Quick ratio (x)	0.30	0.62	0.56	0.58	0.60
Leverage Ratios					
D/E ratio (x)	0.47	0.97	1.01	1.01	1.01
Net debt/EBITDA (x)	0.46	6.96	3.71	2.92	2.48
Net debt/equity (x)	0.05	0.40	0.44	0.39	0.35
Int. coverage ratio (x)	14.36	10.91	2.69	3.83	4.58
Growth					
Revenue (%)	4.05	21.67	72.50	12.77	8.07
EBITDA (%)	11.38	36.56	106.59	16.76	7.63
Reported net profit (%)	5.09	108.55	-39.71	66.37	12.93
Reported EPS (%)	5.09	74.40	-67.29	66.37	12.93
Core profit (%)	3.88	6.25	18.34	66.37	12.93
Core EPS (%)	3.88	-11.15	-35.80	66.37	12.93

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.