

Fundamental Story

Siam Makro Pcl (MAKRO TB) - SELL, Price Bt49.75, TP Bt46.00

Results Comment

Phannarai Tiypittayarat | Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

ผลการดำเนินงาน 3Q21 เป็นไปตามคาด

- แม้จะมีการล็อกดาวน์บางส่วนในประเทศในเดือนก.ค.-ส.ค. แต่ MAKRO ก็สามารถรักษากำไรสุทธิ 3Q21 ไว้ที่ 1,572 ลบ. ทรงตัว y-y และเพิ่มขึ้น 22% q-q จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้นจากผลของปัจจัยฤดูกาล ผลการดำเนินงานสอดคล้องกับที่เราและตลาดคาด
- ผลการดำเนินงานทรงตัว y-y ส่วนใหญ่มาจากรายได้รวมที่เพิ่มขึ้น 2% จากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 1.3% ซึ่งถูกหักล้างด้วยอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายสินค้าที่ลดลง 18bp y-y เป็น 10.48% จากสัดส่วนยอดขายอาหารแห้งที่มีอัตรากำไรต่ำที่สูงขึ้น และมีสัดส่วนผู้บริโภคชั้นปลายมากขึ้น
- การเติบโตของกำไร q-q ได้แรงหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น 88bp เนื่องจากปัจจัยฤดูกาลที่อัตรากำไร 3Q ปกติจะสูงขึ้นกว่า 2Q
- MAKRO ไม่ได้เปิดสาขาใหม่ใน 3Q21 ณ 3Q21 มีสาขา 146 สาขา โดย 138 เป็นสาขาในประเทศไทย และ 8 ในต่างประเทศ
- กำไรสุทธิ 9M21 คิดเป็น 65% ของประมาณการทั้งปีของเรา เราคงประมาณการกำไรของเราเช่นเดิม
- เรายังคงแนะนำ "ขาย" MAKRO แม้ว่ากำไร 9M21 จะเพิ่มขึ้น 4% y-y แต่ MAKRO กำลังเพิ่มทุนเพื่อซื้อ Lotus และต่อมาจะเสนอขายหุ้นใหม่ PO ใน 4Q21 เราคาดว่าจะมี EPS dilution จาก 4Q21F ถึงปี 2022F

Income Statement (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Revenue	53,871	56,799	55,878	54,723	54,739
Gross profit	6,589	7,128	6,545	6,078	6,557
SG&A	4,617	4,607	4,442	4,560	4,616
Operating profit	1,973	2,520	2,102	1,518	1,941
EBITDA	2,974	4,037	2,882	2,312	2,739
Other income	204	348	219	233	232
Other expense	0	0	0	0	0
Interest expense	154	146	129	142	137
Profit before tax	2,023	2,722	2,192	1,608	2,036
Income tax	462	591	461	331	473
Equity & invest. income	0	0	0	0	0
Minority interests	11	(2)	3	10	10
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	1,572	2,130	1,734	1,287	1,572
Normalized profit	1,572	2,130	1,734	1,287	1,572
EPS (Bt)	0.33	0.44	0.36	0.27	0.33
Normalized EPS (Bt)	0.33	0.44	0.36	0.27	0.33

Balance Sheet (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Cash & ST investment	6,022	10,518	12,245	7,442	5,260
A/C receivable	721	945	849	822	957
Inventory	13,131	14,478	14,054	13,884	14,030
Other current assets	1,944	2,310	2,093	2,053	2,136
Investment	0	0	0	0	0
Fixed assets	30,876	30,564	30,400	30,205	30,161
Other assets	15,255	15,219	15,501	15,726	16,125
Total assets	67,949	74,034	75,141	70,131	68,669
S-T debt	7,189	6,051	2,690	2,634	983
A/C payable	22,630	25,804	24,807	22,550	22,677
Other current liabilities	6,628	8,699	8,988	7,755	7,844
L-T debt	2,002	2,002	5,002	5,002	5,001
Other liabilities	8,721	8,767	9,140	9,333	9,585
Minority interest	482	471	484	483	497
Shareholders' equity	20,297	22,239	24,031	22,374	22,081
Working capital	(8,778)	(10,382)	(9,904)	(7,845)	(7,690)
Total debt	9,190	8,053	7,692	7,636	5,984
Net debt	3,169	(2,465)	(4,553)	194	724

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement 9M as					
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021F	2022F
Revenue	0	2	73	225,078	238,422
Gross profit	8	(0)	72	26,729	28,466
SG&A	1	(0)	74	18,365	19,296
Operating profit	28	(2)	66	8,364	9,170
EBITDA	18	(8)	68	11,721	12,558
Other income	(0)	14	72	949	997
Other expense			na	0	0
Interest expense	(4)	(11)	74	549	554
Profit before tax	27	1	67	8,764	9,613
Income tax	43	3	69	1,840	2,019
Equity & invest. income			na	0	6,692
Minority interests	(3)	(12)	25	91	153
Extraordinary items			na	0	0
Net profit	22	(0)	65	7,015	14,439
Normalized profit	22	(0)	65	7,015	14,439
EPS (Bt)	22	(0)	86	1.11	1.29
Normalized EPS (Bt)	22	(0)	86	1.11	1.29

Financial Ratios (%)					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Sales growth	6.1	2.2	(0.5)	7.1	1.6
Operating profit growth	10.9	3.3	(1.0)	2.8	(1.6)
EBITDA growth	26.0	33.2	(1.2)	11.2	(7.9)
Norm profit growth	6.1	3.4	3.1	9.1	(0.0)
Norm EPS growth	6.1	3.4	3.1	9.1	(0.0)
Gross margin	12.2	12.5	11.7	11.1	12.0
Operating margin	3.7	4.4	3.8	2.8	3.5
EBITDA margin	5.5	7.1	5.2	4.2	5.0
Norm net margin	2.9	3.7	3.1	2.4	2.9
D/E (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Net D/E (x)	0.2	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
Interest coverage (x)	19.4	27.6	22.3	16.2	20.0
Interest rate	5.4	6.8	6.6	7.4	8.1
Effective tax rate	22.8	21.7	21.0	20.6	23.3
ROA	9.9	12.8	10.0	7.8	9.8
ROE	30.8	40.1	30.0	22.2	28.3

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI
บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"
หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)