

Fundamental Story

Siam Makro Pcl (MAKRO TB) - Under review

News update

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

รายละเอียดการเสนอขายหุ้น PO ของ MAKRO

- หุ้น PO ใหม่ลดลง 33% เหลือ 910 ล้านหุ้น
 - ราคา PO อยู่ที่ 43.5 เช่นเดียวกับราคา EBT
 - ราคาเป้าหมายของ MAKRO จะถูกกระทบ 1% เป็น 45.50 บาท
 - CPALL แทบจะไม่ถูกกระทบ เพราะถือหุ้นใน MAKRO สูงขึ้น
- หลังจากเสร็จสิ้นการโอนกิจการทั้งหมด (EBT) ของบริษัท ซี.พี. รีเทล โฮลดิ้ง จำกัด (CPRH) ซึ่งเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจลงทุน (Investment Holding Company) ที่ถือหุ้น 99.99% ในบริษัท ซี.พี.รีเทล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (CPRD) ซึ่งเป็นเจ้าของโลตัสในประเทศไทยและมาเลเซียให้กับ MAKRO ผ่านการแลกเปลี่ยนหุ้น ปัจจุบัน MAKRO กำลังดำเนินการเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering หรือ PO)
 - บริษัทฯ ได้ประกาศรายละเอียดเกี่ยวกับ PO ในขั้นสุดท้าย (Ex 1 และ 2) โดย MAKRO ได้ออกหุ้นใหม่จำนวน 910 ล้านหุ้น ซึ่งต่ำกว่าแผนเดิมที่ 1,362 ล้านหุ้นราว 33% ราคา PO อยู่ที่ 43.5 บาท เช่นเดียวกับราคาแลกเปลี่ยนในธุรกรรม EBT
 - ดังนั้น share dilution ทั้งหมดของ MAKRO จากธุรกรรม EBT และ PO จะอยู่ที่ 123% (จาก 4,800 ล้านหุ้น เป็น 10,720 ล้านหุ้น ซึ่งลดลงจากแผนเดิมที่คาดว่าจะเกิด share dilution 133% เนื่องจากจำนวนหุ้น PO ที่จะขายโดย MAKRO และ CPALL ลดลง และราคา PO นั้นต่ำกว่าคาดการณ์ของเราที่ 48 บาท เงินสดรับจากการขายหุ้นนั้นจึงต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ และกำไรสุทธิของทั้ง MAKRO และ CPALL นั้นแยลงเล็กน้อยในระยะสั้นจากการชำระหนี้ที่ลดลง
 - **ผลกระทบต่อ MAKRO** เนื่องจากเงินที่ได้จาก PO ลดลงจาก 65 พันลพ. เป็น 39 พันลพ. และระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนว่า 50% ของเงินสดสุทธิจะนำไปใช้ชำระหนี้สินของโลตัส และส่วนที่เหลือจะสำรองไว้เป็นค่าใช้จ่ายลงทุน เราสมมติฐานให้การชำระหนี้สินลดลงเหลือ 19.5 พันลพ. กำไรของโลตัสในปี 2022-24F จึงลดลง 26%/12%/10% ในปี 2022-24F ซึ่งทำให้ประมาณการกำไรสุทธิของ MAKRO ลดลง 12%/7%/6% ในปี 2022-24F แต่ด้วยมีเบาะรองรับจากการเพิ่มทุนที่ลดลง กำไรต่อหุ้นจึงถูกกระทบ 8%/3%/2% ในปี 2022-24F ราคาเป้าหมาย DCF จึงลดลง 1% เหลือ 45.5 บาท จากก่อนหน้านี้ที่ 46 บาท ดู Ex 3
 - **ผลกระทบต่อ CPALL** แม้ว่า CPALL จะสามารถประหยัดดอกเบี้ยได้ 219 ลพ. ต่ำกว่าประมาณการเดิมที่ 1.1 พันลพ. อย่างมาก เนื่องจากเงินสดรับจากการขายหุ้น PO ที่ลดลง แต่ผลกระทบถูกชดเชยเกือบทั้งหมดด้วยสัดส่วนการถือหุ้นใน MAKRO ที่สูงขึ้นเป็น 58.9% (จาก 51.63%) กำไรสุทธิของ CPALL ถูกกระทบ 5%/1% ในปี 2022-23F และไม่มีผลกระทบจากปี 2024F เราจึงคาดว่าราคาเป้าหมาย DCF จะไม่เปลี่ยนแปลง ปัจจุบันที่ 75 บาท/หุ้น และคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPALL ราคาเป้าหมาย 75 บาท/หุ้น ดู Ex 4

Key Valuations

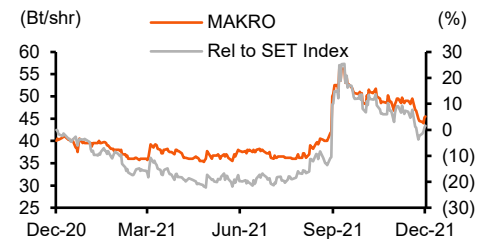
Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Revenue	217,897	225,078	238,422	257,886
Net profit	6,563	7,015	14,439	20,012
Norm net profit	6,563	7,015	14,439	20,012
Norm EPS (Bt)	1.2	1.1	1.3	1.8
Norm EPS gr (%)	5.1	(5.0)	16.4	38.6
Norm PE (x)	39.0	41.0	35.2	25.4
EV/EBITDA (x)	22.2	27.0	42.3	37.7
P/BV (x)	11.5	1.7	1.6	1.6
Div. yield (%)	1.9	1.0	2.3	3.1
ROE (%)	30.9	4.3	4.6	6.3
Net D/E (%)	(19.7)	9.5	7.2	5.0

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	45.50
Target price (Bt)	46.00
Market cap (US\$ m)	13,179
Avg daily turnover (US\$ m)	9.6
12M H/L price (Bt)	56.25/35.25

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

Ex 1: Transaction Summary

	Before	After
EBT (Oct 25th, 2021)	MAKRO issued 5,010m new shares to CPALL, CPG, CPF for CPRH shares via share swap at Bt43.5.	
MAKRO's shares post EBT	9,810m shares	
PO (subscription: Dec 4th-9th)	MAKRO's PO shares: 1,362m new shares (11,172m shares post PO)	MAKRO's PO shares: 910m new shares (10,720m shares post PO)
	CPALL: 363.2m shares for PO + 340.5m (green shoe)	CPALL: 156m shares for PO + 130m (green shoe)
	CPH: 363.2m shares	CPH: 156m shares
	CPM: 181.6m shares	CPM: 78m shares
	Total PO shares: 2,270m shares + 340.5m (green shoe)	Total PO shares: 1,300m shares + 130m (green shoe)

Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 2: PO Allotment

Investor	# shares (m)	%
Existing shareholders of CPALL and CPF	478.4	37
<u>Domestic investors</u>	693.5	53
Retail investors	100.0	8
investors designated by underwriter	156.5	12
Benefactors	14.0	1
Cornerstone investors (14 funds)	423.0	33
<u>Foreign investors</u>	128.1	10
Total	1,300	100

Source: Company data

Ex 3: Impact To MAKRO From Change In PO Details

	2022F	2023F	2024F
Lotus's interest cost (Bt m)			
New	4,519	3,612	3,462
Old	2,810	2,244	2,094
Change (%)	61	61	65
Lotus's profit (Bt m)			
New	4,982	9,945	11,912
Old	6,692	11,312	13,279
Change (%)	(26)	(12)	(10)
MAKRO's net profit (Bt m)			
New	12,729	18,645	21,977
Old	14,439	20,012	23,343
Change (%)	(12)	(7)	(6)
Paid-up shares (m) (YE)			
New	10,720	10,720	10,720
Old	11,172	11,172	11,172
EPS (Bt)			
New	1.19	1.74	2.05
Old	1.29	1.79	2.09
Change (%)	(8)	(3)	(2)
TP (Bt)			
New	45.50		
Old	46.00		

Source: Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 121 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2202A, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGR16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LHM16C2201A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202B, PTL16C2202C, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUL, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิต แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาศูนย์บริการลูกค้าตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมทท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมทท์ 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)