

# Fundamental Story

Siam Makro Pcl (MAKRO TB) - U.R. , Price Bt42.75, TP Bt46.00

Results Comment

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

## กำไรปกติ 4Q21 เป็นไปตามคาด

- MAKRO รายงานกำไรสุทธิ 4Q21 แข็งแกร่งที่ 9,094 ลบ. จากการบันทึกกำไรทางบัญชีจากการรวมธุรกิจแบบขั้นจำนวน 6,714 ลบ. ที่เกี่ยวกับการโอนธุรกิจทั้งหมดของโลตัส ประเทศไทย และ มาเลเซีย เพื่อเป็นบริษัทย่อยของ MAKRO เมื่อวันที่ 25 ต.ค.2021
- หากไม่รวมกำไร 6,714 ลบ. และค่าใช้จ่าย 197 ลบ. ที่เกี่ยวข้องกับข้อตกลงนี้ กำไรปกติ 4Q21 อยู่ที่ 2,577 ลบ. แบ่งเป็นกำไร 2,180 ลบ. จากธุรกิจค้าส่งของ MAKRO และกำไร 397 ลบ. จากโลตัส
- กำไร 4Q21 ของ MAKRO อ่อนแอกว่าที่คาด: ธุรกิจค้าส่งมีกำไร 2,180 ลบ. เพิ่มขึ้น 2% y-y และ 39% q-q ต่ำกว่าประมาณการของเรา 10% ปัจจัยผลักดันมาจากการเติบโต 6% y-y ของยอดขายสินค้าเป็น 58.8 พันลบ. (ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 4.1% และยอดขายสาขาใหม่) และอัตรากำไรขั้นต้นจากยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 11.17% (+24bp y-y จากการมีสัดส่วนยอดขายอาหารสดเพิ่มขึ้น) SG&A ที่เพิ่มขึ้นเป็นตัวเลข ค่าใช้จ่ายในการบริหารความต่อเนื่องทางธุรกิจ (Business Continuity Management) และค่าใช้จ่ายในการดำเนินการมาตรการป้องกันควบคุมโรค
- กำไรจากโลตัสแข็งแกร่งกว่าคาด: หลังเข้าซื้อกิจการตั้งแต่วันที่ 25 ต.ค. โลตัสสร้างยอดขายให้ 37.5 พันลบ. และกำไร 397 ลบ. ซึ่งมากกว่าที่เราคาด จากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของรายได้ ห้างสรรพสินค้าหลังคลายล็อกดาวน์ จากพื้นที่ให้เช่า 1 ล้านตร.ม. อัตราการเช่าในไทยเพิ่มขึ้นเป็น 90% และในมาเลเซียเป็น 92% และให้ส่วนลดค่าเช่าน้อยกว่า 10% ณ สิ้นปี ยอดขายไฮเปอร์มาร์เก็ตมียอดขายสาขาเดิม -6.1% ในไทย และ -2.2% ในมาเลเซีย
- กำไรปกติปี 2021 อยู่ที่ 7,169 ลบ., 397 ลบ. จากโลตัส และ 6,772 ลบ. (พลาดไป 3%) จากแม็คโครค้าส่ง ธุรกิจค้าส่งมีกำไรเติบโต 3% จากการเติบโตของยอดขาย 3% (ยอดขายสาขาเดิม 2.5%) อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2bp เป็น 10.35% และขาดทุนจากธุรกิจต่างประเทศลดลงมาอยู่ที่ 659 ลบ. เทียบกับขาดทุน 701 ลบ. ในปี 2020
- เนื่องจากผลการดำเนินงานค่อนข้างสอดคล้องกับที่เราคาด และราคาหุ้นลงมาต่ำกว่าราคาเป้าหมายที่ 46 บาท เราจึงอยู่ในช่วงทบทวนคำแนะนำของเรา (ปัจจุบันให้คำแนะนำ "ขาย")

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Revenue	57,161	55,878	54,723	54,739	100,205	
<b>Gross profit</b>	<b>7,432</b>	<b>6,545</b>	<b>6,078</b>	<b>6,557</b>	<b>16,914</b>	
SG&A	4,551	4,442	4,560	4,616	12,674	
Operating profit	2,882	2,102	1,518	1,941	4,240	
<b>EBITDA</b>	<b>4,398</b>	<b>2,882</b>	<b>2,312</b>	<b>2,739</b>	<b>6,710</b>	
Other income	(13)	219	233	232	206	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	146	129	142	137	1,148	
<b>Profit before tax</b>	<b>2,722</b>	<b>2,192</b>	<b>1,608</b>	<b>2,036</b>	<b>3,299</b>	
Income tax	591	461	331	473	862	
Equity & invest. income	0	0	0	0	149	
Minority interests	(2)	3	10	10	(9)	
Extraordinary items	0	0	0	0	6,517	
<b>Net profit</b>	<b>2,130</b>	<b>1,734</b>	<b>1,287</b>	<b>1,572</b>	<b>9,094</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>2,130</b>	<b>1,734</b>	<b>1,287</b>	<b>1,572</b>	<b>2,577</b>	
EPS (Bt)	0.44	0.36	0.27	0.33	0.86	
Normalized EPS (Bt)	0.44	0.36	0.27	0.33	0.24	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Cash & ST investment	10,518	12,245	7,442	5,260	68,530	
A/C receivable	945	849	822	957	2,301	
Inventory	14,478	14,054	13,884	14,030	31,967	
Other current assets	2,310	2,093	2,053	2,136	7,203	
Investment	0	0	0	0	0	
Fixed assets	30,564	30,400	30,205	30,161	118,444	
Other assets	100,771	15,501	15,726	16,125	341,046	
<b>Total assets</b>	<b>159,587</b>	<b>75,141</b>	<b>70,131</b>	<b>68,669</b>	<b>569,490</b>	
S-T debt	6,051	2,690	2,634	983	31,199	
A/C payable	25,804	24,807	22,550	22,677	54,845	
Other current liabilities	8,619	8,988	7,755	7,844	32,167	
L-T debt	2,002	5,002	5,002	5,001	105,120	
Other liabilities	8,847	9,140	9,333	9,585	57,661	
Minority interest	86,024	484	483	497	501	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>22,239</b>	<b>24,031</b>	<b>22,374</b>	<b>22,081</b>	<b>287,997</b>	
Working capital	(10,382)	(9,904)	(7,845)	(7,690)	(20,577)	
Total debt	8,053	7,692	7,636	5,984	136,319	
<b>Net debt</b>	<b>(2,465)</b>	<b>(4,553)</b>	<b>194</b>	<b>724</b>	<b>67,790</b>	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F	
Revenue	83	75	118	265,545	238,422	
<b>Gross profit</b>	<b>158</b>	<b>128</b>	<b>135</b>	<b>36,094</b>	<b>28,466</b>	
SG&A	175	179	143	26,293	19,296	
Operating profit	118	47	117	9,801	9,170	
<b>EBITDA</b>	<b>145</b>	<b>53</b>	<b>125</b>	<b>14,643</b>	<b>12,558</b>	
Other income	(11)	na	94	890	997	
Other expense			na	0	0	
Interest expense	736	684	283	1,557	554	
<b>Profit before tax</b>	<b>62</b>	<b>21</b>	<b>104</b>	<b>9,134</b>	<b>9,613</b>	
Income tax	82	46	116	2,128	2,019	
Equity & invest. income			na	149	6,692	
Minority interests	na	na	16	14	153	
Extraordinary items			na	6,517	0	
<b>Net profit</b>	<b>479</b>	<b>327</b>	<b>195</b>	<b>13,687</b>	<b>14,439</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>64</b>	<b>21</b>	<b>102</b>	<b>7,169</b>	<b>14,439</b>	
EPS (Bt)	162	94	164	2.13	1.29	
Normalized EPS (Bt)	(26)	(45)	108	1.11	1.29	

Financial Ratios		(%)				
(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Sales growth	2.9	(0.5)	7.1	1.6	75.3	
Operating profit growth	18.1	(1.0)	2.8	(1.6)	47.1	
EBITDA growth	45.2	(1.2)	11.2	(7.9)	52.6	
Norm profit growth	3.4	3.1	9.1	(0.0)	21.0	
Norm EPS growth	3.4	3.1	9.1	(0.0)	(45.1)	
Gross margin	13.0	11.7	11.1	12.0	16.9	
Operating margin	5.0	3.8	2.8	3.5	4.2	
EBITDA margin	7.7	5.2	4.2	5.0	6.7	
Norm net margin	3.7	3.1	2.4	2.9	2.6	
D/E (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	
Net D/E (x)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.2	
Interest coverage (x)	30.1	22.3	16.2	20.0	5.8	
Interest rate	6.8	6.6	7.4	8.1	6.5	
Effective tax rate	21.7	21.0	20.6	23.3	26.1	
ROA	8.0	6.3	7.8	9.8	4.7	
ROE	40.1	30.0	22.2	28.3	6.6	

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTT16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOM, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหาร กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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