

# สยามแม็คโคร

บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)

# MAKRO

Bloomberg MAKRO TB  
Reuters MAKRO.BK



## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Aug 23) (Bt)	34.25
Target price (Bt)	43.00
Mkt cap (Btbn)	362.38
Mkt cap (US\$m)	10,046
Beta	L
Mkt cap (%) SET	1.84
Sector % SET	9.86
Shares issued (mn)	10,580
Par value (Bt)	0.50
12-m high / low (Bt)	57.3 / 33.8
Avg. daily 6m (US\$m)	11.10
Foreign limit / actual (%)	49 / 3
Free float (%)	13.5
Dividend policy (%)	≥ 40

### 2021 Sustainability / ESG Score

Sustainability Index (THSI)	Not Included
ESG Bloomberg Score	n.a.
Environmental Score	n.a.
Social Score	n.a.
Governance Score	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0	(4.9)	(14.4)
Relative to SET	(4.9)	(5.3)	(16.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสรสา, CFA  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1004  
sirima.dissara@scb.co.th

## คาดปรับตัวดีขึ้นอีกใน 2H65

เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q65 ของ MAKRO จะเติบโต YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C ที่ดีขึ้น (SSS เดิมโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลางถึงสูง YoY ใน 3Q65TD) และประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจ (ตั้งเป้าไว้ที่ 2.7 พันลบ. ใน 2H65-ปี 2566) และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล หากการรีไฟแนนซ์หนี้เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐเป็นหุ้นกู้สกุลบาทแล้วเสร็จใน 2H65 MAKRO จะบันทึกค่าใช้จ่ายในการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่เกิดขึ้นครั้งเดียว แต่จะช่วยลดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยสหรัฐที่สูงขึ้นในระยะถัดไป เรายังคงเรตติ้ง OUTPERFORM สำหรับ MAKRO ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 43 บาท

SSS เดิมโตใน 3Q65TD โดย +7% YoY สำหรับธุรกิจ B2B ในประเทศไทย (เทียบกับ +7% YoY ใน 2Q65) และ +4.8% YoY สำหรับธุรกิจ B2C ในประเทศไทย (เทียบกับ -2% YoY ใน 2Q65) จากฐานค่าของปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากการปิดพื้นที่ขายสินค้าที่ไม่ใช่อาหารในบางสาขาในช่วงล็อกดาวน์ ในขณะที่ SSS เดิมโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลาง YoY ในมาเลเซีย (เทียบกับ +8% YoY ใน 2Q65) MAKRO คาดว่าการรีแบรนด์ร้าน Lotus's จะแล้วเสร็จในเดือนก.ย. ทั้งนี้ หลังจากปรับปรุงร้านค้า ยอดขายเพิ่มขึ้นเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลางสำหรับสาขาขนาดเล็กและตัวเลขหลักเดียวระดับต่ำสำหรับสาขาขนาดใหญ่

ปรับเป้าหมายสาขาใน 2H65 ลดลง สำหรับธุรกิจ B2B MAKRO วางแผนเปิดสาขาใหม่ 5 สาขา (Eco Plus 1 สาขา, Fresh@Makro 1 สาขา, food service 2 สาขา และ Classic 1 สาขา) ในประเทศไทย และ 2 สาขาในต่างประเทศ (Eco Plus ในกรุงเดลี ประเทศอินเดีย 1 สาขา และ Eco Plus ในกรุงพนมเปญ ประเทศกัมพูชา 1 สาขา) สำหรับธุรกิจ B2C บริษัทวางแผนเปิดซูเปอร์มาร์เก็ต 1 สาขา ไฮเปอร์มาร์เก็ต 2 สาขา Mini Go Fresh 45-50 สาขา ในประเทศไทย และ ซูเปอร์มาร์เก็ต 3 สาขา ในมาเลเซีย บริษัทวางงบลงทุนปี 2565 ไว้ที่ 2.3-2.5 หมื่นลบ. (1.0-1.1 หมื่นลบ. สำหรับธุรกิจ B2B และ 1.3-1.4 หมื่นลบ. สำหรับธุรกิจ B2C)

อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้น ท่ามกลางค่าใช้จ่าย SG&A ระดับสูง ใน 2H65 อัตรากำไรขั้นต้นในธุรกิจ B2B มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นตามการฟื้นตัวของยอดขายกลุ่ม HoReCa ที่ให้มาร์จิ้นสูง และอัตรากำไรขั้นต้นในธุรกิจ B2C มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น (ใกล้เคียงกับ 1Q65) จากการมียอดขายสินค้ากลุ่มที่ไม่ใช่อาหารซึ่งให้มาร์จิ้นสูงเพิ่มมากขึ้นเนื่องจากไม่มีการล็อกดาวน์ และการมียอดขายสินค้ากลุ่มอาหารสดที่ให้มาร์จิ้นสูงเพิ่มมากขึ้นหลังจากรีแบรนด์ร้านค้า ทั้งนี้ใน 2H65 MAKRO คาดว่าค่าใช้จ่าย SG&A จะยังอยู่ในระดับสูงทั้งจากธุรกิจ B2B (ค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจาก B2B marketplace และการปรับปรุงร้านเพื่อรองรับการขายแบบ O2O มากขึ้น) และธุรกิจ B2C (ค่าใช้จ่ายในการรีแบรนด์และ IT) โดยค่าสาธารณูปโภค ค่าใช้จ่ายด้านโลจิสติกส์ และค่าใช้จ่ายพนักงานจะอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ท่ามกลางยอดขายที่ดีขึ้น MAKRO ยังคงเฝ้าระวังประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจผ่านการเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นและลดค่าใช้จ่าย SG&A ลงเป็นจำนวน 2.7 พันลบ. ใน 3Q65-4Q66 โดยเริ่มจากการบริหารจัดการพื้นที่เช่าและอาหารสดได้ดีขึ้น และใช้บริการด้านการเงิน IT และช่องทางออนไลน์ ร่วมกัน

รีไฟแนนซ์หนี้ ณ สิ้น 2Q65 MAKRO มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (เงินกู้ยืม) สุทธิต่อทุนอยู่ที่ระดับ 0.27 เท่า ทั้งนี้จากเงินกู้ยืมทั้งหมด 1.21 แสนลบ. นั้น 54% อยู่ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเงินต้นมีการป้องกันความเสี่ยงไว้ทั้งหมดแล้วภายใต้สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า, 31% อยู่ในสกุลบาท และ 15% อยู่ในสกุลริงกิตมาเลเซีย สำหรับเงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐ เงินกู้จำนวน 9.8 พันลบ. ภายใต้ CPRD ได้มีการชำระคืนด้วยเงินกู้ยืมระหว่างกัน (ใช้แหล่งเงินทุนจากเงินสดของ MAKRO) ในเดือนก.ค. และส่วนที่เหลืออีก US\$1.7 พันล้าน ภายใต้บริษัทเอก-ชัย จะมีการรีไฟแนนซ์เป็นส่วนใหญ่หรือทั้งหมดผ่านการออกหุ้นกู้สกุลเงินบาทใน 2H65 แม้ว่าบริษัทจะต้องบันทึกค่าใช้จ่ายในการชำระหนี้คืนก่อนกำหนดที่เกิดขึ้นครั้งเดียว (ยังไม่เปิดเผยยอด) แต่การชำระหนี้เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐคืนก่อนกำหนดจะช่วยลดความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยสหรัฐที่สูงขึ้นในระยะถัดไป

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	(Btmn)	218,259	265,545	461,860	499,288	534,261
EBITDA	(Btmn)	12,534	16,819	34,236	38,699	43,558
Core profit	(Btmn)	6,563	7,169	9,077	12,566	15,968
Reported profit	(Btmn)	6,563	13,687	9,077	12,566	15,968
Core EPS	(Bt)	1.37	1.25	0.86	1.19	1.51
DPS	(Bt)	1.00	0.72	0.43	0.59	0.75
P/E, core	(x)	25.1	27.5	39.9	28.8	22.7
EPS growth, core	(%)	4.8	(8.8)	(31.2)	38.4	27.1
P/BV, core	(x)	1.5	0.7	1.2	1.2	1.2
ROE	(%)	10.2	3.6	3.1	4.2	5.2
Dividend yield	(%)	2.9	2.1	1.3	1.7	2.2
FCF yield	(x)	6.7	14.1	1.3	1.6	3.4
EV/EBIT	(x)	18.9	29.0	28.7	23.6	19.5
EBIT growth, core	(%)	8.9	19.4	56.1	21.5	19.4
EV/CE	(x)	(3.4)	0.7	1.1	1.0	1.0
ROCE	(%)	(13.2)	1.8	2.2	2.8	3.3
EV/EBITDA	(x)	13.5	18.4	14.0	12.4	10.8
EBITDA growth	(%)	14.5	34.2	103.6	13.0	12.6

Source: SCBS Investment Research

**จุดเด่น**

บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) (MAKRO) ประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าระบบสมาชิกแบบชำระเงินสดและบริการตนเอง (cash & carry) ภายใต้แบรนด์ "Makro" ในประเทศไทย ประเทศกัมพูชา ประเทศจีน และประเทศเมียนมา และแบรนด์ "LOTS Wholesale Solutions" ในประเทศอินเดีย เพื่อจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคทั่วไป และประกอบธุรกิจนำเข้า ส่งออก และจำหน่ายอาหารแช่แข็งและแช่เย็น รวมถึงให้บริการด้านจัดเก็บและจัดส่งในธุรกิจ food service

บริษัท ซี.พี. รีเทล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (CPRD) ถือหุ้น: 1) 99.9% ในบริษัท โลดส์ สโตร์ส (ประเทศไทย) จำกัด (Lotus's Thailand) ซึ่งถือหุ้น 99.9% ในบริษัท เอก-ชัย ดีสทริบิวชั่น ซิสเทม จำกัด (Ek-Chai) (ผู้ประกอบธุรกิจค้าปลีกภายใต้ชื่อ Lotus's ในประเทศไทย); และ 2) 100% ใน Lotus's Stores (Malaysia) Sdn. Bhd. (Lotus's Malaysia) ซึ่งประกอบธุรกิจค้าปลีกภายใต้ชื่อ Lotus's ในประเทศมาเลเซีย (เรียกรวมกันว่า "Lotus's") หลังจากเสร็จสิ้นธุรกรรม EBT (เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ MAKRO ให้แก่ผู้ถือหุ้นของ Lotus's เพื่อแลกกับธุรกิจของ Lotus's แทนการชำระด้วยเงินสด) เมื่อวันที่ 25 ต.ค. 2564 MAKRO มีสัดส่วนการถือหุ้น 99.99% ใน CPRD ทั้งนี้จากข้อมูลของ ยูโรโมนิเตอร์ MAKRO (ธุรกิจ B2B, business-to-business) กับ Lotus's (ธุรกิจ B2C, business-to-consumer) รวมกันกลายเป็นผู้ค้าปลีกค้าส่งสินค้าอุปโภคบริโภคสมัยใหม่รายใหญ่ที่สุดในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เมื่อพิจารณาจากยอดขายจากการค้าปลีกในปี 2563

**แนวโน้มธุรกิจ**

เราคาดว่ากำไรปกติของ MAKRO จะเติบโต 27% ในปี 2565 โดยการเติบโต 15% จะเกิดจากการผนึกกำลังทางธุรกิจ (รับรู้ 50% ใน 2H65 จากเป้า 2.7 พันลบ. ใน 2H65-ปี 2566) และที่เหลือจะเกิดจากการดำเนินงานตามปกติที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจาก SSS และรายได้จากธุรกิจบริหารพื้นที่เช่าในศูนย์การค้า (mall) ที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวหลัง COVID คลี่คลาย การขยายธุรกิจ และมาร์จินที่ปรับตัวดีขึ้นจากการมีสัดส่วนการขายที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของตลาดและการปรับปรุงธุรกิจ ทั้งนี้การเติบโตของกำไรในปี 2565 นั้น 11% คาดว่าจะเกิดจากธุรกิจ B2B และ 16% จะเกิดจากธุรกิจ B2C (โดยเฉพาะใน 2H65 หลังจากรีแบรนด์ร้านค้าเสร็จสิ้น)

ในระยะกลางถึงระยะยาว MAKRO ตั้งเป้าที่จะสร้างแพลตฟอร์มค้าปลีกแบบหลากหลายช่องทาง (omnichannel) ที่มุ่งเน้นการจำหน่ายสินค้าอาหารสดในภูมิภาคเอเชียใต้และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นหลัก ปรับปรุงธุรกิจในประเทศไทยและประเทศมาเลเซีย ปรับปรุงศักยภาพของระบบห่วงโซ่อุปทาน และรับประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจ บริษัทจะยังคงมุ่งเน้นสร้างการเติบโตให้กับธุรกิจบน new S curve ด้วย Maknet (แพลตฟอร์ม B2B Marketplace ซึ่งเปิดตัวในเดือนเม.ย.) และธุรกิจ O2O พร้อมบริการจัดส่งทั้งจาก MAKRO (Makroclick) และ Lotus's (เปิดตัวแอปพลิเคชันของ Lotus's ในเดือนมี.ค. โดยตั้งเป้าหมายจำนวนร้านค้าที่ให้บริการขายออนไลน์ให้ครอบคลุมทุกสาขาในประเทศไทยภายในเดือนก.ค.) บริษัทตั้งเป้าหมายความเป็นผู้นำในการขายสินค้าผ่านช่องทางออนไลน์ โดยตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนยอดขายออนไลน์เป็น 15-20% ของยอดขายรวมภายใน 3-5 ปีข้างหน้า (เทียบกับ 13% ของยอดขายสำหรับธุรกิจ B2B และ 4.5% สำหรับธุรกิจ B2C ใน 2Q65 และ 11% ของยอดขายสำหรับธุรกิจ B2B และ 3% สำหรับธุรกิจ B2C ในปี 2564)

ตามนโยบายการพัฒนาที่ยั่งยืนเพื่อคุ้มครองสิ่งแวดล้อม MAKRO ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยเพิ่มขีดความสามารถของระบบห่วงโซ่อุปทาน ส่งเสริมการใช้พลังงานหมุนเวียน (แผงโซลาร์เซลล์ สถานีชาร์จ EV) ส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน และมุ่งสู่การเป็นองค์กรลดปริมาณขยะฝังกลบให้เป็นศูนย์ สำหรับสังคม บริษัทให้ความสำคัญกับคุณภาพอาหาร ความปลอดภัยและราคาที่เป็นธรรม และดำเนินการจัดหาอย่างมีจริยธรรมด้วยแนวทางปฏิบัติที่เป็นธรรมตลอดห่วงโซ่อุปทาน สำหรับธรรมาภิบาล บริษัทให้ความสำคัญกับการจ้างงานและการสร้างโอกาส ควบคู่ไปกับหลักธรรมาภิบาลที่เคร่งครัด

Bullish views	Bearish views
1. การกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศหลังจากรัฐบาลคลายมาตรการล็อกดาวน์	1. รัฐบาลใช้มาตรการควบคุมโควิด-19 เป็นเวลานาน
2. รายได้ค่าเช่าจะฟื้นตัวดีขึ้น เนื่องจากบริษัทปรับลดส่วนลด/ผ่อนผันค่าเช่าแก่ผู้เช่าหลังจากรัฐบาลคลายมาตรการล็อกดาวน์	2. รายได้ค่าเช่าจะฟื้นตัวช้า โดยมีสาเหตุมาจากการให้ส่วนลดค่าเช่าอย่างต่อเนื่องเพื่อสะท้อนมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม
3. การเดินทางภายในประเทศและระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุน SSS	3. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลงเป็นเวลานานจะส่งผลกระทบต่อ SSS

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
ผลประกอบการ 3Q65	ธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C ดีขึ้น	เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q65 จะเติบโต YoY จากธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C ที่ดีขึ้น (SSS มีอัตราเติบโตเป็นบวก) และประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจ (ตั้งเป้าไว้ที่ 2.7 พันลบ. ใน 2H65-ปี 2566) และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ผลประกอบการ 4Q65	ธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C ดีขึ้น	เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q65 จะเติบโต YoY จากธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C ที่ดีขึ้น (SSS มีอัตราเติบโตเป็นบวก) การรีแบรนด์ร้านค้าของธุรกิจ B2C เสร็จ และประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจ และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การลดลง 1% ใน SSS growth ในธุรกิจ B2B และธุรกิจ B2C	1% และ 3%	0.5-1.5 บาท/หุ้น

**ESG Disclosure Score**

	2020	2021
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>59.34</b>	<b>n.a.</b>
<b>Environment</b>	<b>43.16</b>	<b>n.a.</b>
Total GHG Emissions (thousands of metric tonnes)	233.48	n.a.
Total Water Use (thousands of cubic meters)	2,417.17	n.a.
Hazardous Waste (thousands of metric tonnes)	n.a.	n.a.
Total Waste (thousands of metric tonnes)	61.63	n.a.
<b>Social</b>	<b>38.60</b>	<b>n.a.</b>
Number of Employees	16,108.00	n.a.
Workforce Accidents	n.a.	n.a.
Lost Time from Accidents	n.a.	n.a.
Fatalities - Contractors	n.a.	n.a.
Fatalities - Employees	n.a.	n.a.
Fatalities - Total	n.a.	n.a.
Community Spending	n.a.	n.a.
<b>Governance</b>	<b>96.12</b>	<b>n.a.</b>
Size of the Board	15.00	15.00
Independent Directors	5.00	5.00
% Independent Directors	33.33	33.33
Board Duration (Years)	3.00	3.00
# Board Meetings	9.00	13.00
Board Mtg Attendance (%)	99.25	98.46

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการทำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจจะเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total revenue	(Btmn)	182,753	188,583	206,180	218,259	265,545	461,860	499,288	534,261
Cost of goods sold	(Btmn)	(164,352)	(169,639)	(185,012)	(192,072)	(229,451)	(385,866)	(414,855)	(442,848)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,401</b>	<b>18,944</b>	<b>21,168</b>	<b>26,186</b>	<b>36,094</b>	<b>75,995</b>	<b>84,432</b>	<b>91,413</b>
SG&A	(Btmn)	(14,395)	(15,481)	(17,390)	(17,731)	(26,293)	(62,839)	(67,935)	(71,605)
Other income	(Btmn)	4,001	4,347	4,447	502	890	3,534	3,778	4,405
Interest expense	(Btmn)	(348)	(336)	(310)	(619)	(1,557)	(5,558)	(5,228)	(5,113)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>7,658</b>	<b>7,474</b>	<b>7,915</b>	<b>8,337</b>	<b>9,134</b>	<b>11,131</b>	<b>15,047</b>	<b>19,100</b>
Corporate tax	(Btmn)	(1,511)	(1,601)	(1,710)	(1,813)	(2,128)	(2,954)	(3,445)	(4,159)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	149	871	935	1,005
Minority interests	(Btmn)	31	69	60	39	14	29	29	23
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,178</b>	<b>5,942</b>	<b>6,265</b>	<b>6,563</b>	<b>7,169</b>	<b>9,077</b>	<b>12,566</b>	<b>15,968</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	(20)	0	6,517	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,178</b>	<b>5,942</b>	<b>6,245</b>	<b>6,563</b>	<b>13,687</b>	<b>9,077</b>	<b>12,566</b>	<b>15,968</b>
EBITDA	(Btmn)	10,407	10,361	10,948	12,534	16,819	34,236	38,699	43,558
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1.29</b>	<b>1.24</b>	<b>1.31</b>	<b>1.37</b>	<b>1.25</b>	<b>0.86</b>	<b>1.19</b>	<b>1.51</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.29	1.24	1.30	1.37	2.38	0.86	1.19	1.51
DPS (Bt)	(Bt)	0.96	0.96	0.96	1.00	0.72	0.43	0.59	0.75

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total current assets	(Btmn)	20,413	22,999	23,333	28,251	110,000	99,936	100,148	104,904
Total fixed assets	(Btmn)	38,563	39,067	39,308	131,336	459,490	476,837	488,404	496,650
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>58,976</b>	<b>62,065</b>	<b>62,641</b>	<b>159,587</b>	<b>569,490</b>	<b>576,772</b>	<b>588,552</b>	<b>601,553</b>
Total loans	(Btmn)	9,038	11,177	8,395	15,675	181,224	169,102	164,102	159,102
Total current liabilities	(Btmn)	37,118	34,094	32,749	40,475	118,211	109,608	116,863	123,781
Total long-term liabilities	(Btmn)	3,848	8,714	9,158	10,848	162,781	174,879	171,376	167,775
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>40,965</b>	<b>42,809</b>	<b>41,907</b>	<b>51,324</b>	<b>280,992</b>	<b>284,487</b>	<b>288,239</b>	<b>291,556</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,400	2,400	2,400	2,400	5,290	5,290	5,290	5,290
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,011</b>	<b>19,257</b>	<b>20,734</b>	<b>108,263</b>	<b>288,498</b>	<b>292,285</b>	<b>300,312</b>	<b>309,997</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.75</b>	<b>4.01</b>	<b>4.32</b>	<b>22.55</b>	<b>27.27</b>	<b>27.63</b>	<b>28.38</b>	<b>29.30</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Core Profit	(Btmn)	6,178	5,942	6,265	6,563	7,169	9,077	12,566	15,968
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,401	2,551	2,723	3,577	6,128	17,546	18,424	19,345
Operating cash flow	(Btmn)	11,928	6,012	10,270	13,353	16,774	35,522	35,774	39,797
Investing cash flow	(Btmn)	(6,468)	(2,866)	(3,130)	(2,288)	10,991	(30,918)	(29,991)	(27,590)
Financing cash flow	(Btmn)	(3,649)	(2,411)	(7,402)	(5,413)	26,455	(17,412)	(9,539)	(11,283)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,811</b>	<b>735</b>	<b>(262)</b>	<b>5,653</b>	<b>54,220</b>	<b>(12,807)</b>	<b>(3,755)</b>	<b>923</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gross margin	(%)	10.1	10.0	10.3	12.0	13.6	16.5	16.9	17.1
Operating margin	(%)	2.2	1.8	1.8	3.9	3.7	2.8	3.3	3.7
EBITDA margin	(%)	5.7	5.5	5.3	5.7	6.3	7.4	7.8	8.2
EBIT margin	(%)	4.4	4.1	4.0	4.1	4.0	3.6	4.1	4.5
Net profit margin	(%)	3.4	3.2	3.0	3.0	5.2	2.0	2.5	3.0
ROE	(%)	36.6	31.9	31.3	10.2	3.6	3.1	4.2	5.2
ROA	(%)	11.0	9.8	10.0	5.9	2.0	1.6	2.2	2.7
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.2	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Interest coverage	(x)	29.9	30.9	35.3	20.2	10.8	6.2	7.4	8.5
Debt service coverage	(x)	1.6	2.6	9.5	1.9	0.5	1.9	2.2	2.4
Payout Ratio	(%)	74.6	77.5	73.8	73.1	38.8	50.0	50.0	50.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
SSS growth (%) - B2B	(%)	1.3	(0.1)	6.3	1.9	2.5	5.0	3.0	3.0
No. of stores, ending - B2B	(Stores)	124	132	140	144	149	181	218	260
SSS growth (%) -B2C TH	(%)	n.a.	n.a.	(2.5)	(6.4)	(6.3)	3.1	5.0	3.0
No. of stores, ending - B2C TH	(Stores)	n.a.	n.a.	1,988	2,094	2,618	2,780	3,044	3,308
SSS growth (%) -B2C MY	(%)	n.a.	n.a.	2.2	0.7	(2.2)	3.0	3.0	3.0
No. of stores, ending - B2C MY	(Stores)	n.a.	n.a.	69	62	62	70	80	90

**Financial statement**  
**Profit and Loss Statement**

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Total revenue	(Btmn)	53,871	57,161	55,969	54,723	54,739	100,115	110,777	117,933
Cost of goods sold	(Btmn)	(47,282)	(49,728)	(49,349)	(48,644)	(48,182)	(83,275)	(92,514)	(99,170)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,589</b>	<b>7,432</b>	<b>6,619</b>	<b>6,078</b>	<b>6,557</b>	<b>16,839</b>	<b>18,263</b>	<b>18,763</b>
SG&A	(Btmn)	(4,617)	(4,551)	(4,427)	(4,560)	(4,616)	(12,689)	(14,616)	(15,776)
Other income	(Btmn)	204	(13)	129	233	232	296	439	530
Interest expense	(Btmn)	(154)	(146)	(129)	(142)	(137)	(1,148)	(1,494)	(1,598)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,023</b>	<b>2,722</b>	<b>2,192</b>	<b>1,608</b>	<b>2,036</b>	<b>3,299</b>	<b>2,593</b>	<b>1,920</b>
Corporate tax	(Btmn)	(462)	(591)	(461)	(331)	(473)	(862)	(767)	(549)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	149	224	202
Minority interests	(Btmn)	11	(2)	3	10	10	(9)	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,572</b>	<b>2,130</b>	<b>1,734</b>	<b>1,287</b>	<b>1,572</b>	<b>2,577</b>	<b>2,050</b>	<b>1,573</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	6,517	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,572</b>	<b>2,130</b>	<b>1,734</b>	<b>1,287</b>	<b>1,572</b>	<b>9,094</b>	<b>2,050</b>	<b>1,573</b>
EBITDA	(Btmn)	2,978	3,686	3,101	2,545	2,971	7,664	8,139	7,556
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.44</b>	<b>0.36</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>	<b>0.40</b>	<b>0.19</b>	<b>0.15</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.33	0.44	0.36	0.27	0.33	1.42	0.19	0.15

**Balance Sheet**

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Total current assets	(Btmn)	21,817	28,251	29,241	24,200	22,384	110,000	105,709	87,983
Total fixed assets	(Btmn)	46,131	131,336	45,900	45,931	46,285	459,490	458,777	459,791
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>67,949</b>	<b>159,587</b>	<b>75,141</b>	<b>70,131</b>	<b>68,669</b>	<b>569,490</b>	<b>564,486</b>	<b>547,773</b>
Total loans	(Btmn)	16,359	15,675	16,186	15,747	14,956	181,224	184,611	170,885
Total current liabilities	(Btmn)	36,447	40,475	36,485	32,939	31,504	118,211	111,553	92,236
Total long-term liabilities	(Btmn)	10,723	10,848	14,141	14,335	14,586	162,781	162,715	166,751
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>47,169</b>	<b>51,324</b>	<b>50,627</b>	<b>47,274</b>	<b>46,091</b>	<b>280,992</b>	<b>274,268</b>	<b>258,987</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	5,290	5,290	5,290
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20,779</b>	<b>108,263</b>	<b>24,515</b>	<b>22,857</b>	<b>22,578</b>	<b>288,498</b>	<b>290,218</b>	<b>288,786</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.33</b>	<b>22.55</b>	<b>5.11</b>	<b>4.76</b>	<b>4.70</b>	<b>45.15</b>	<b>27.43</b>	<b>27.30</b>

**Cash Flow Statement**

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Core Profit	(Btmn)	1,572	2,130	1,734	1,287	1,572	9,094	2,050	1,573
Depreciation and amortization	(Btmn)	894	913	886	897	905	3,440	4,325	4,380
Operating cash flow	(Btmn)	4,111	5,454	2,769	(1,020)	2,366	12,659	1,574	6,482
Investing cash flow	(Btmn)	(453)	(528)	(432)	(593)	(772)	12,787	(7,629)	(2,483)
Financing cash flow	(Btmn)	(7,400)	(404)	(597)	(3,774)	(3,236)	34,062	(1,017)	(22,734)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(3,742)</b>	<b>4,523</b>	<b>1,741</b>	<b>(5,387)</b>	<b>(1,642)</b>	<b>59,509</b>	<b>(7,072)</b>	<b>(18,734)</b>

**Key Financial Ratios**

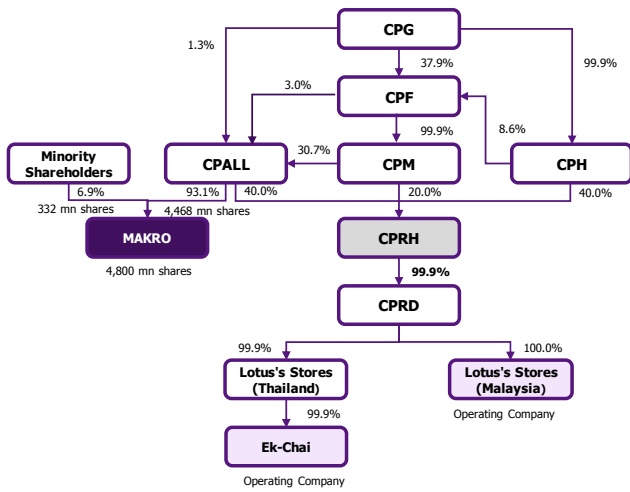
FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Gross margin	(%)	12.2	13.0	11.8	11.1	12.0	16.8	16.5	15.9
Operating margin	(%)	3.7	5.0	3.9	2.8	3.5	4.1	3.3	2.5
EBITDA margin	(%)	5.5	6.4	5.5	4.7	5.4	7.7	7.3	6.4
EBIT margin	(%)	4.0	5.0	4.1	3.2	4.0	4.4	3.7	3.0
Net profit margin	(%)	2.9	3.7	3.1	2.4	2.9	9.1	1.9	1.3
ROE	(%)	30.1	13.2	10.4	21.7	27.7	6.6	2.8	2.2
ROA	(%)	9.1	7.5	5.9	7.1	9.1	3.2	1.4	1.1
Net D/E	(x)	0.5	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Interest coverage	(x)	19.4	25.2	24.0	17.9	21.6	6.7	5.4	4.7
Debt service coverage	(x)	1.1	2.0	1.9	2.7	3.8	5.0	0.9	0.7

**Main Assumptions**

FY December 31	Unit	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
SSS growth (%) - B2B	(%)	3.9	0.6	(1.2)	6.1	1.3	4.1	1.0	7.4
No. of stores, ending - B2B	(Stores)	144	144	145	145	145	149	151	154
SSS growth (%) -B2C TH	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(6.1)	0.4	(2.1)
No. of stores, ending - B2C TH	(Stores)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,618	2,600	2,597
SSS growth (%) -B2C MY	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(2.2)	(7.9)	8.3
No. of stores, ending - B2C MY	(Stores)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	62	64	64

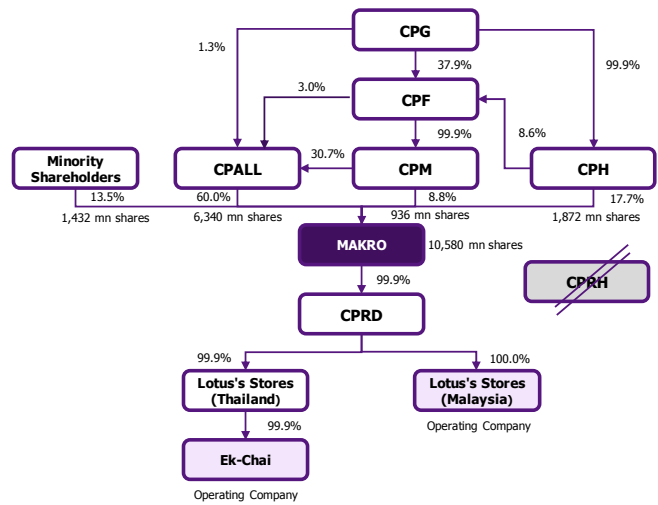
Appendix

**Figure 1: Shareholding structure of MAKRO before the EBT and PO transactions in 4Q21**



Source: Company data and SCBS Investment Research (

**Figure 2: Shareholding structure of MAKRO after the EBT and PO transactions in 4Q21**



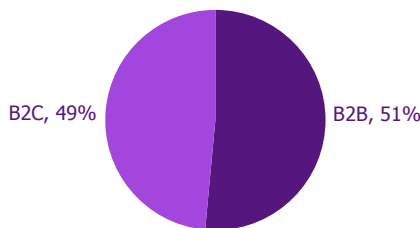
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 3: Stores broken down by store format at end-2021**

	B2B					B2C			
	Classic	Eco Plus	Foodservice	Food Shop	Small Formats	Hypermarkets	Supermarkets	Mini-supermarkets	
	79	15	35	5	1	7	222	199	2,197
	142					2,618			
	1	4	2				46	16	
<b>Total</b>	<b>149</b>					<b>2,680</b>			
<b>Space</b>	<b>818,377 sq.m</b>					<b>1,813,696 sq.m</b>			

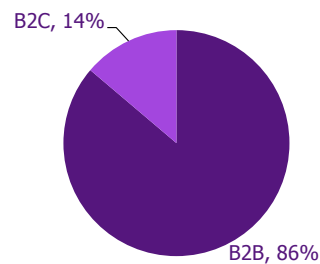
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 4: Sales contribution by business in 2Q22**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 5: Net profit contribution by business in 2Q22**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 6: Valuation summary** (price as of Aug 23, 2022)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F
BJC	Outperform	33.50	44.0	33.6	38.5	26.4	21.0	(22)	46	25	1.1	1.1	1.1	3	4	5	2.0	2.3	2.6	15.5	14.1	12.8
CPALL	Outperform	61.50	72.0	18.3	71.6	42.3	33.3	(49)	69	27	1.9	1.8	1.8	4	5	6	0.7	1.3	1.6	18.7	14.2	12.7
CRC	Outperform	39.75	46.0	16.8	n.m.	38.0	28.9	n.m.	3,224	31	4.1	3.8	3.5	0	10	12	0.8	1.1	1.4	18.0	12.2	10.7
GLOBAL	Neutral	19.60	24.0	23.8	28.1	25.6	23.2	73	10	10	4.7	4.2	3.7	18	17	17	1.2	1.4	1.5	19.8	18.1	16.4
HMPRO	Outperform	14.00	18.0	31.0	33.8	29.3	25.6	6	16	15	8.0	7.4	6.6	24	26	27	2.3	2.4	2.7	19.3	17.3	15.4
MAKRO	Outperform	34.25	43.0	26.8	27.5	39.9	28.8	(9)	(31)	38	1.3	1.2	1.2	4	3	4	2.1	1.3	1.7	18.4	14.0	12.4
<b>Average</b>					<b>39.9</b>	<b>33.6</b>	<b>26.8</b>	<b>(0)</b>	<b>556</b>	<b>25</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>18.3</b>	<b>15.0</b>	<b>13.4</b>

Source: SCBS Investment Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ขาว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินของท่าน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2021 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCTION, AWC, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ETC, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GFPT, GGC\*, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, INTUCH, IP, IRPC, ITEL, IVL, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOAT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NOK, NOBLE, NSI, NVD, NWR, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL\*, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PROUD, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFSCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SHR, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMP, SNC, SONIC, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, STEC\*, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI\*, SYMC, SYNTec, TACC, TASCOC, TCAP, TEAMG, TFMAMA, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP<sup>1</sup>, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, AEONTS, AGE, AHC, AIT, ALL, ALLA, ALUCON, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASEFA, ASIAN, ASK, ATP30, BA, BC, BEC, BFIT, BJCHI, BR, CBG, CGH, CHAYO, CHOTI, CI, CMC, CPL, CRD, CSP, DCC, ASAP, ASIA, ASIMAR, ASN, B, BAM, BCH, BEYOND, BJC, BLA, BROOK, CEN, CHARAN, CHG, CHOW, CIG, COLOR, CPW, CSC, CWT, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, FE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FSS, FTE, FVC, GEL, GENCO, GJS, GVD, HEMP, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, IMH, IND, INET, INSET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KEX, KGI, KISS, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC\*, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NETBAY, NEX, NINE, NRF, NTV, OCC, OGC, PATO, PB, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RBF, RCL, RICHY, RML, ROJNA, RPC, RT, RWI, S11, SA, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SE, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SMT, SNP, SO, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STGT, STOWER\*, STPI, SUC, SWC, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TFG, TFI, TIGER, TITL, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMILL, TNL, TNP, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPS, TRITN, TRT, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UTP, VCOM, VL, VNT, VPO, VRANDA, WGE, WIJK, WP, XO, XPG, YUASA

**Companies with Good CG Scoring**

A, AI, AIE, AJ, AMC, APP, AQ, ARIN, AS, AU, B52, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BSM, BYD\*, CCP, CITY, CMO, CPT, CSR, EKH, EP, FMT, GLOCON\*, GSC, HTECH, IHL, INGRS, JAK, JTS, KASET, KK, KWG, LEE, BTNC, CAZ, CGD, CMAN, CMR, CRANE, D, EMC, F&D, GIFT, GREEN, GTB, HUMAN, IIG, INOX, JR, JUBILE, KCM, KKC, KYE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MORE, MUD, NC, NDR, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PTL, RCI<sup>2</sup>, RJH, RP, RPH, RSP, SABUY, SF, SGP, SICT, SIMAT, SISB, SK, SMART, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TNH, TNR, TOPP, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQR, TTI, TYCN, UKEM, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, VIBHA, W, WIN, WORK, WPH, YGG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2020 to 26 October 2021) is publicized.

<sup>1</sup> TIP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 24, 2021

<sup>2</sup> RCI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 16, 2021

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวการกล่าวหาว่าผิดกฎหมาย เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, 7UP, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AQUA, ARROW, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBT, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, JR, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MATCH, MBX, MBK, MC, MCOAT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NBC, NEP, NINE, NOK, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SFP, SSSC, SST, STA, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCOC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

AH, AJ, ALT, APCO, B52, BEC, CHG, CI, CPL, CPR, CPW, CRC, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, FLOYD, GLOBAL, III, ILM, INOX, JTS, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MEGA, NCAP, NOVA, NRF, NUSA, NYT, OR, PIMO, PLE, RS, SAK, SIS, STECH, STGT, SUPER, SVT, TKN, TMI, TQM, TSI, VARO, VCOM, VIBHA, WIN

**N/A**

3K-BAT, A, A5, AAV, ABICO, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ASW, ATP30, AU, AUCTION, BA, BBI, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLAND, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DTICI, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, J, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JDF, JMART, JMT, JP, JUBILE, JWD, KAMART, KC, KCC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUN, KWC, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NNCL, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, OHTL, OISHI, ONEE, OSP, OTO, PACE, PACO, PAF, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLUS, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTECH, PTL, RAM, RBF, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFSCO, SECURE, SENAJ, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGE, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPIH, TITL, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMD, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG, YONG

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 9, 2022) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.