

การเติบโตนับจากนี้ไม่โดดเด่น ปรับคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ”

วันจันทร์ที่ 20 กุมภาพันธ์ 2554

▶ **งวด 4Q54 กำไรเติบโต 2 เท่า** เนื่องจากความคาดหมาย จากรายได้พิเศษเข้ามา มาก กำไรสุทธิงวด 4Q54 เห็นความคาดหมายของฝ่ายวิจัย เติบโตถึง 200% ทั้ง YoY และ QoQ อยู่ที่ 2,400 ล้านบาท โดยมาจากรายการพิเศษซึ่งเป็นรายได้สุทธิถึง 800 ล้านบาท คือ 1) การปรับปรุง Deferred tax liability เป็นรายได้ทางภาษี 426 ล้านบาท และ 2) รายได้พิเศษอื่นอีก 381 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่มาจากเงินเคลมประกันความเสียหายเพิ่มเติมจากเหตุการณ์ไฟไหม้ปี 2553) หากไม่รวม 2 รายการดังกล่าวพบว่ากำไรปกติยังเพิ่มขึ้นถึง 131% QoQ มาอยู่ที่ 1,874 ล้านบาท จากยอดขายที่ยังทรงตัวระดับสูงใกล้เคียง 3Q54 แต่เพิ่มขึ้น 41% YoY และผลจากอัตราค่าไถ่ขั้นต่ำที่ปรับเพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่นถึง 2.6% QoQ จากประโยชน์จากการควบรวม (Synergy) ทำให้ได้รับเงินโบนัส (Retro Bonus Income) จาก Supplier ตามเปอร์เซ็นต์ของยอดขายทั้งปี 2554 ในงวด 4Q54 ที่ดีเกินคาด ทั้งนี้ผลบวกจาก Synergy จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์คิดเป็น 1700 ล้านบาทในปี 2554 นี้ เร็วกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 1200 ล้านบาทในปี 2556 และทำให้กำไรสุทธิทั้งปี 2554 เท่ากับ 5,242 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 86% YoY ขณะที่กำไรปกติทั้งปี 2554 อยู่ที่ 4,716 เพิ่มขึ้นสูงถึง 47% YoY เช่นกัน

▶ **ปี 55 เติบโตเหลือ 8% เพราะรับผลประโยชน์จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์หมดแล้ว** ฝ่ายวิจัยเชื่อประโยชน์จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์ได้รับรู้ไปหมดแล้วในปี 2554 ส่งผลให้การเติบโตของ BIGC นับจากปี 2554 จะมาจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมและการขยายสาขาตามปกติเป็นหลัก ขณะที่กลุ่ม Hypermarket มีการแข่งขันที่สูงมาก ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยคงสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม 2% YoY เช่นเดิม และคงเป้าการขยายสาขาใหม่ ปี 2555 ที่ 4 สาขาสำหรับไฮเปอร์มาร์เก็ต , บิกซี มาร์เก็ต ชั้นต่ำ 2, มินิ บิกซี 75-100 แห่ง ซึ่งเป็นไปตามข้อมูลที่ได้รับจากการประชุมนักวิเคราะห์ล่าสุด ขณะที่คาดว่าประโยชน์ที่ได้รับจากการปรับลดฐานภาษีเงินได้จาก 30% เป็น 23% ในปี 2555 จะถูกหักล้างจากการปรับขึ้นเงินเดือนและค่าแรงขั้นต่ำ มีผลตั้งแต่นั้น 2Q54 ทำให้เชื่อว่ากำไรปกติทั้งปี 2555 จะเติบโต อยู่ที่ 5,098 ล้านบาท เติบโต 8% YoY อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยจะทบทวนปรับประมาณการเพิ่ม หากแผนเรื่องเพิ่มทุน (ซึ่งจะทำให้มีเงินมาใช้ในการขยายสาขาใหม่เพิ่มขึ้น) มีความชัดเจนขึ้น

▶ **ปรับลดคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” เหตุราคา Upside จำกัดจาก FV หลังเพิ่มทุน** แม้ขณะนี้แผนการเพิ่มทุน จะยังหยุดชะงัก เพื่อรอผลการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นในการประชุมผู้ถือหุ้นครั้งถัดไป อย่างไรก็ตามผู้บริหารของบริษัทก็ยังยืนยันว่าต้องการให้การเพิ่มทุนเกิดขึ้นภายในปีนี้ ส่งผลให้ ฝ่ายวิจัยยังคงมูลค่าพื้นฐานเดิมคือ หลังเพิ่มทุน 115 บาท ภายใต้สมมติฐานราคาหุ้นเพิ่มทุนที่ 77 บาท สัดส่วนการเพิ่มทุนที่ 5 หุ้นเดิม ต่อ 2 หุ้นใหม่ โดยมีมูลค่าพื้นฐานหุ้นก่อน XR ที่ 135 บาท Upside เพียง 3% ฝ่ายวิจัยจึงปรับลดคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ”

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน 130.50 บาท

Fair Value : 135.00 บาท

มูลค่าตลาด : 104,580 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

| EPS (บาท) | ASP | Cons | % diff |
|-----------|------|------|--------|
| 2554F | 5.45 | 4.48 | 22% |
| 2555F | 6.27 | 5.22 | 20% |

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

| สัญลักษณ์ | ระดับคะแนน | ความหมาย |
|-----------|------------|----------------|
| ▲▲▲▲▲ | 90-100 | ดีเลิศ |
| ▲▲▲▲ | 80-89 | ดีมาก |
| ▲▲▲ | 70-79 | ดี |
| na. | <70 | ไม่มีสัญลักษณ์ |

| Key Data (ล้านบาท) | | | | | |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| FY: ปีที่ 31 ธ.ค. | FY52A | FY53A | FY54A | FY55F | FY56F |
| ยอดขาย | 68,058 | 69,859 | 102,563 | 109,781 | 116,368 |
| กำไรสุทธิ | 2,868 | 2,816 | 5,242 | 5,098 | 6,038 |
| EPS (บาท) | 3.58 | 3.51 | 6.54 | 4.43 | 5.25 |
| PER (เท่า) | 36.5 | 37.1 | 19.9 | 29.5 | 24.9 |
| DPS (บาท) | 1.96 | 1.96 | 3.65 | 2.47 | 2.92 |
| Dividend Yield (%) | 1.50 | 1.50 | 2.79 | 1.89 | 2.24 |
| BVS (บาท) | 23.62 | 25.08 | 29.35 | 44.03 | 46.81 |
| PBV (เท่า) | 5.5 | 5.2 | 4.4 | 3.0 | 2.8 |
| ROE (%) | 15.8 | 14.4 | 24.0 | 13.7 | 11.5 |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

กวี มานิตสุวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 03974

✉ kaweew@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

✉ anuwat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงเหตุการณ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักภาวะวิเคราะห์ และมีได้เป็นการแนะนำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงาน 4Q54

| Key Data (ล้านบาท) | 2Q53 | 3Q53 | 4Q53 | 1Q54 | 2Q54 | 3Q54 | 4Q54 | %QoQ | %YoY | 2554 | 2553 | %YoY |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|
| ยอดขาย | 18,299 | 16,532 | 18,324 | 24,831 | 26,436 | 25,348 | 25,947 | 2.4% | 41.6% | 102,563 | 69,859 | 46.8% |
| รายได้ค่าเช่าและบริการ | 1,043 | 1,043 | 1,075 | 1,638 | 1,726 | 1,854 | 1,767 | -4.7% | 64.4% | 6,985 | 4,200 | 66.3% |
| ต้นทุนขาย | 16,182 | 14,520 | 15,834 | 21,268 | 22,603 | 21,805 | 21,649 | -0.7% | 36.7% | 87,325 | 60,602 | 44.1% |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | 2,828 | 2,800 | 2,413 | 4,413 | 4,647 | 4,541 | 4,382 | -3.5% | 81.6% | 17,982 | 11,227 | 60.2% |
| กำไรปกติ | 709 | 565 | 1,141 | 941 | 1,090 | 811 | 1,874 | 131.1% | 64.3% | 4,716 | 3,208 | 47.0% |
| กำไรสุทธิ | 709 | 565 | 1,002 | 941 | 1,090 | 811 | 2,400 | 196.0% | 139.5% | 5,242 | 2,816 | 86.1% |
| กำไรต่อหุ้น (บาท) | 0.89 | 0.71 | 1.25 | 1.17 | 1.36 | 1.01 | 3.00 | 196.0% | 139.5% | 6.55 | 3.52 | 86.2% |
| SG&A/Sales | 15.5% | 16.9% | 13.2% | 17.8% | 17.6% | 17.9% | 16.9% | | | 17.5% | 16.1% | |
| อัตรากำไรขั้นต้น | 11.6% | 12.2% | 13.6% | 14.3% | 14.5% | 14.0% | 16.6% | | | 14.9% | 13.3% | |
| อัตรากำไรสุทธิ | 3.9% | 3.4% | 5.5% | 3.8% | 4.1% | 3.2% | 9.3% | | | 5.1% | 4.0% | |

ที่มา: งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท) | | | | | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท) | | | | | |
|--|----------|----------|----------|----------|--------------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | |
| | 2552 | 2553 | 2554 | 2555F | | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555F |
| ยอดขาย | 68,058 | 69,859 | 102,563 | 109,781 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน | | | | | |
| ต้นทุนขาย | (63,796) | (60,602) | (87,325) | (93,471) | กำไรสุทธิ | 2,862 | 2,868 | 2,816 | 5,242 | 5,098 |
| กำไรขั้นต้น | 4,262 | 9,257 | 15,238 | 16,311 | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | | | | | |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | (12,131) | (11,227) | (17,982) | (19,687) | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย | 2,467 | 2,700 | 2,540 | 3,307 | 5,075 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (110) | (6) | (1,271) | (913) | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้ | | | | | |
| ค่าใช้จ่ายอื่น | (493) | - | - | - | อื่นๆ | (249) | 105 | 1,262 | 3,377 | - |
| รายได้อื่น | 12,530 | 6,350 | 10,930 | 10,934 | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | 160 | 378 | 1,434 | (770) | (2,105) |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 4,056 | 4,373 | 6,914 | 6,645 | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ | 5,229 | 6,051 | 8,052 | 11,156 | 8,068 |
| ภาษีเงินได้ | (1,172) | (1,149) | (2,180) | (1,528) | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน | | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | 2,884 | 3,224 | 4,735 | 5,116 | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น | | | | | |
| กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | (16) | (17) | (19) | (19) | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง | (3,766) | (188) | (3) | (23,498) | - |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | (391) | 526 | 0 | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร | (1,531) | (973) | (2,013) | (17,571) | (10,000) |
| กำไรสุทธิ | 2,868 | 2,816 | 5,242 | 5,098 | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ | (5,297) | (1,160) | (2,016) | (41,069) | (10,000) |
| EPS fully diluted | 3.58 | 3.51 | 6.54 | 4.43 | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน | | | | | |
| | | | | | เพิ่ม/ลด เงินกู้ | 965 | (3,000) | - | 36,500 | (24,500) |
| | | | | | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น | - | - | - | - | 25,000 |
| | | | | | อื่นๆ | (16) | (16) | (15) | (16) | - |
| การเติบโตของยอดขาย | 1.1% | 2.6% | 46.8% | 7.0% | ลด ว่างปีผล | (1,250) | (1,306) | (1,571) | (1,571) | (2,921) |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ | 0.6% | -1.8% | 86.1% | -2.8% | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ | (300) | (4,322) | (1,586) | 34,913 | (2,421) |
| อัตรากำไรขั้นต้น | 6.3% | 13.3% | 14.9% | 14.9% | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ | (368) | 569 | 4,450 | 5,000 | (4,353) |
| อัตรากำไรสุทธิ | 4.2% | 4.0% | 5.1% | 4.6% | | | | | | |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) | | | | | งบดุล (ล้านบาท) | | | | | |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | |
| | 1Q54 | 2Q54 | 3Q54 | 4Q54 | | 2551 | 2552 | 2553 | 2,554 | 2555F |
| ยอดขาย | 24,831 | 26,436 | 25,348 | 25,947 | เงินสดและเทียบเท่าเงินสด | 1,382 | 1,951 | 5,132 | 7,422 | 3,068 |
| ต้นทุนขาย | (21,268) | (22,603) | (21,805) | (21,649) | ลูกหนี้การค้า | 155 | 138 | 180 | 274 | 243 |
| กำไรขั้นต้น | 3,563 | 3,833 | 3,543 | 4,299 | สินค้าคงเหลือ | 5,171 | 5,785 | 5,129 | 8,941 | 7,530 |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย | (4,413) | (4,647) | (4,541) | (4,382) | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น | 1,733 | 1,722 | 2,061 | 4,264 | 4,290 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | (201) | (330) | (405) | (335) | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ | 24,873 | 23,145 | 22,618 | 36,863 | 41,807 |
| ค่าใช้จ่ายอื่น | - | - | - | - | สินทรัพย์รวม | 37,331 | 36,698 | 39,533 | 90,726 | 90,822 |
| รายได้อื่น | 2,399 | 2,755 | 2,445 | 3,331 | | | | | | |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี | 1,348 | 1,611 | 1,042 | 2,913 | เจ้าหนี้การค้า | 12,468 | 13,472 | 16,442 | 24,980 | 22,168 |
| ภาษีเงินได้ | (402) | (516) | (227) | (1,035) | หนี้สินหมุนเวียนอื่น | 3,229 | 3,212 | 1,608 | 2,463 | 2,838 |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ | 946 | 1,095 | 815 | 1,878 | หนี้สินรวม | 19,961 | 17,766 | 19,438 | 67,206 | 40,126 |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | (5) | (5) | (5) | (4) | | | | | | |
| รายการพิเศษอื่น ๆ | - | - | - | 526 | ทุนที่ชำระแล้ว | 8,014 | 8,014 | 8,014 | 8,014 | 11,514 |
| กำไรสุทธิ | 941 | 1,090 | 811 | 2,400 | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 2,246 | 2,246 | 2,246 | 2,246 | 23,746 |
| | | | | | กำไรสะสม | 7,169 | 8,721 | 9,680 | 13,304 | 15,481 |
| | | | | | ส่วนของผู้ถือหุ้น | 17,370 | 18,933 | 20,095 | 23,520 | 50,697 |
| ยอดขาย (YoY) | 35.7% | 44.5% | 53.3% | 41.6% | | | | | | |
| กำไรขั้นต้น (YoY) | 68.3% | 81.0% | 76.1% | 72.6% | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 37,331 | 36,698 | 39,533 | 90,726 | 90,823 |
| กำไรสุทธิ (YoY) | 18.5% | 53.8% | 43.5% | 220.3% | | | | | | |
| อัตรากำไรส่วนทางการเงิน | | | | | สมมติฐานในการทำประมาณการ | | | | | |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | | | | | |
| | 2552 | 2553 | 2554 | 2555F | | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555F |
| อัตรากำไรส่วนสภาพคล่อง (เท่า) | 0.58 | 0.69 | 0.33 | 0.61 | ยอดขายเติบโต | 9.2% | 1.1% | 2.6% | 46.8% | 7.0% |
| อัตรากำไรส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า) | 463.86 | 439.43 | 451.76 | 451.76 | อัตรากำไรส่วนกำไรขั้นต้น | 7.5% | 6.3% | 13.3% | 14.9% | 14.9% |
| อัตรากำไรส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า) | 11.65 | 11.11 | 12.41 | 12.41 | ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย | 17.3% | 18.6% | 16.1% | 17.5% | 17.9% |
| อัตรากำไรส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 4.92 | 4.05 | 4.22 | 4.22 | รายได้อื่นเติบโต | | 13.8% | -49.3% | 72.1% | 0.0% |
| หนี้สินที่มีการระดมดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น | - | - | 1.55 | 0.24 | จำนวนสาขาในกทม. | 24 | 24 | 27 | 57 | 57 |
| ผลต่อแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย | 7.7% | 7.4% | 8.0% | 5.6% | จำนวนสาขาในต่างจังหวัด | 42 | 43 | 46 | 63 | 69 |
| ผลต่อแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย | 15.8% | 14.4% | 24.0% | 13.7% | จำนวนสาขาทั้งหมด | 66 | 67 | 73 | 120 | 126 |

ที่มา: งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP