

สยามแม็คโคร

Consumer/
Retail
Overweight

ถูกสุด โตเร็วสุดและให้ปันผลสูงสุด ในกลุ่มค้าปลีก

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2555 ขึ้นเป็น 380 บาท จาก 330 บาท เพื่อสะท้อนประมาณการปี 2555-2557 ของเราที่ปรับเพิ่มขึ้น 6% รวมถึงแนวโน้มการเติบโตของ MAKRO ในระยะยาว แม้ว่าการปรับขึ้นราคาหุ้นจะปรับขึ้นแล้ว 10.7% หลังจากรายงานผลประกอบการที่น่าประทับใจในสัปดาห์ก่อน แต่เราเชื่อว่าราคาปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มการเติบโตของบริษัทที่มีคุณภาพสูงอย่าง MAKRO แล้ว เรายังคงยืนยันว่า MAKRO เป็นหุ้นที่น่าลงทุนที่สุดในกลุ่มค้าปลีกในขณะนี้ โดยคาดว่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไรต่อหุ้นในอีก 3 ปี ข้างหน้าประมาณ 27.9% ต่อปี (ค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 24.4%) แต่ยังคงซื้อขายอยู่ที่ระดับ PER ปี 2555 ถูกที่สุดในกลุ่มที่เพียง 19.9 เท่า ในขณะที่ให้อัตรากำไรตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดถึง 4.7%

อัตรากำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง: ผู้บริหารกล่าวว่าอัตรากำไรไตรมาส 4/54 ที่สูงถึง 8.6% เนื่องจากบริษัทไม่ได้ใช้โปรโมชั่นในช่วงที่เกิดน้ำท่วม อย่างไรก็ตามแม้ว่าจะมีโปรโมชั่นกลับมา เรายังคงคาดว่าอัตรากำไรจะยังคงอยู่ในระดับนี้ได้ต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องจากสัดส่วนยอดขาย HoReCa ที่มีอัตรากำไรสูงนั้นลดลงเป็น 18.5% ในไตรมาส 4/54 จากตามปกติจะอยู่ที่ประมาณ 20% เนื่องจากร้านอาหารและบริการจัดเลี้ยงส่วนใหญ่ต้องหยุดการให้บริการในช่วงน้ำท่วม ดังนั้นยอดขาย HoReCa ที่กลับสู่ระดับปกติจะช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตรากำไรที่ลดลงจากผลของการกลับมาใช้โปรโมชั่น เราคาดว่าอัตรากำไรจะขยายตัว 2 bps YoY มาอยู่ที่ 7.97% ในปี 2555

การคิดค้นใหม่ๆ จะหนุนการเติบโตในระยะยาว: เพื่อให้ให้บริการผู้ประกอบการร้านอาหารและโรงแรมได้ดียิ่งขึ้น MAKRO จึงได้เปิดตัวรูปแบบสาขาใหม่เรียกว่า Makro Food Service (MFS) ในเดือน ม.ค. โดยสาขาแรกอยู่ที่หัวหิน โดยผู้บริหารกล่าวว่ารูปแบบการจัดวางและการนำเสนอสินค้าเข้ามาให้เหมาะกับลูกค้ากลุ่ม HoReCa มากที่สุดซึ่งต่างกับรูปแบบการจัดวางและนำเสนอสินค้าในสาขาปกติของ MAKRO สินค้าประเภท HoReCa ในสาขานี้คิดเป็น 80% จากสัดส่วนสินค้าทั้งหมด เมื่อเทียบกับในรูปแบบ Eco ที่มีสัดส่วนสินค้า HoReCa 60% และ ที่ Eco Plus ที่มีสัดส่วนสินค้า HoReCa 30% และที่สาขาปกติโดยทั่วไปที่มีสัดส่วนสินค้า HoReCa เพียง 15-20% หากสาขารูปแบบใหม่นี้ประสบความสำเร็จ เราคาดว่าจะเห็นการขายรูปแบบนี้มากขึ้นในอนาคต ซึ่งจะหนุนการเติบโตของสินค้า HoReCa ได้ดียิ่งขึ้น

BUALUANG RESEARCH

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA
chaiyatom@bualuang.co.th
+662 618 1344

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 380.00 บาท
ราคา (01/03/12): 300.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt72.00bn		
12-mth price range	Bt137.50/Bt315.00		
3-mth avg daily volume	Bt47.64m		
# of shares (m)	240.0		
Est. free float (%)	35.7		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	12.1	15.1	97.9
Absolute	20.5	32.2	115.8

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	97,154	113,797	127,910	142,877
Net profit (Btm)	2,604	3,627	4,573	5,448
EPS (Bt)	10.85	15.11	19.06	22.70
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.14	1.22	1.18
EPS growth (%)	+38.5%	+39.3%	+26.1%	+19.1%
Core profit (Btm)	2,768	3,627	4,573	5,448
Core EPS (Bt)	11.54	15.11	19.06	22.70
Core EPS growth (%)	+35.6%	+31.0%	+26.1%	+19.1%
PER (x)	27.6	19.9	15.7	13.2
Core PER (x)	26.0	19.9	15.7	13.2
EV/EBITDA (x)	13.1	11.8	10.0	8.5
PBV (x)	7.4	6.9	6.4	6.0
Dividend (Bt)	10.50	14.00	17.50	21.00
Dividend yield (%)	3.5	4.7	5.8	7.0
ROE (%)	27.6	36.1	42.1	46.7
Net gearing (x)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)

CG Rating - 2011

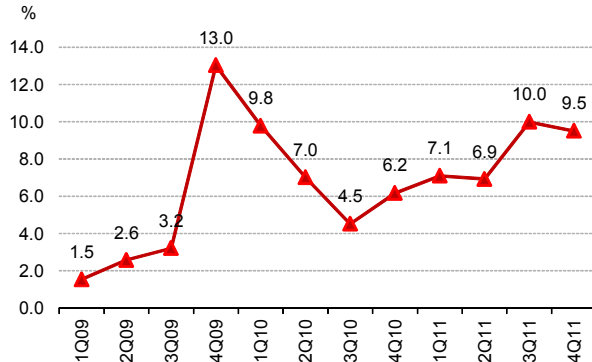


Company profile

Siam Makro (MAKRO) operates wholesale cash & carry stores under the brand Makro. The firm currently has 53 outlets nationwide—nine in greater Bangkok and 44 in the provinces. In addition, MAKRO has two mini shops, called Siam Frozen, selling frozen food for professionals, and also has a 100% stake in Siam Food Services, a leading provider of premium imported food products, value-added services and logistics services to hospitality and food service operators nationwide.

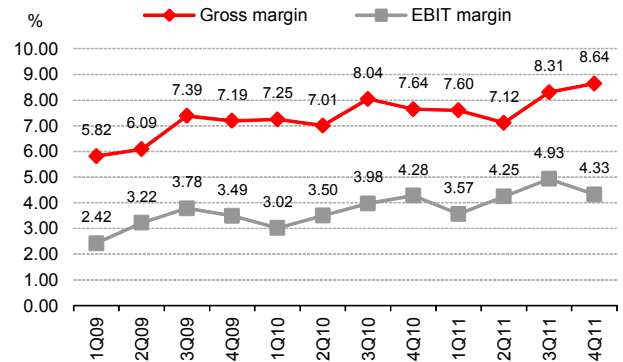
มีแนวโน้มจะเปิดสาขามากกว่า 3 สาขาในปีนี้: ผู้บริหารยืนยันว่าจะเปิดอย่างน้อย 3 สาขาในปีนี้ได้แก่ หัวหินในเดือน ม.ค. คลองหลวงในเดือน มี.ค. และเลยในไตรมาส 2/55 โดยบริษัทอาจเปิดเพิ่มอีกในครึ่งปีหลังหากบริษัทได้ใบอนุญาตก่อสร้างได้ทันเวลา ดังนั้นหากมีการเปิดสาขาเพิ่มขึ้นอีกในครึ่งปีหลัง ตลาดรวมถึงเราจะต้องปรับเพิ่มสมมติฐานจำนวนสาขา ซึ่งอาจส่งผลให้มีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายต่อไป

Figure 1: Same-store-sales growth



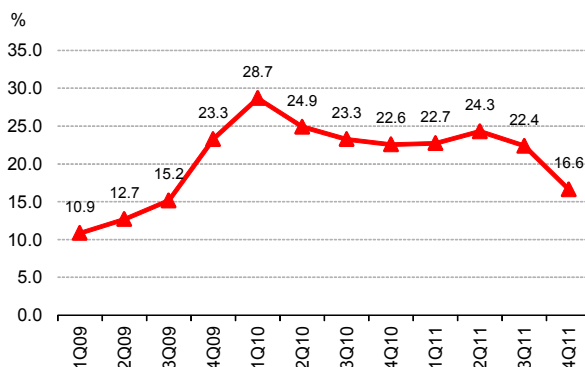
Source: Company data, Bualuang Research

Figure 2: Margins



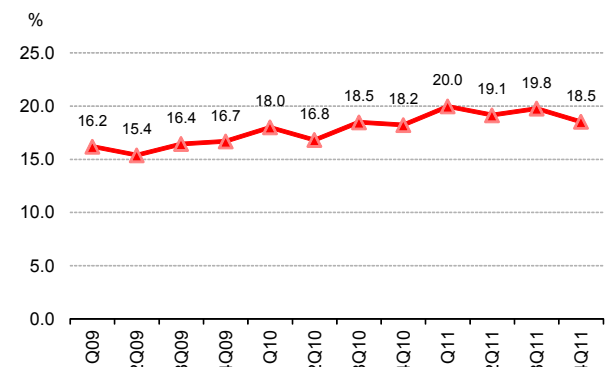
Source: Company data, Bualuang Research

Figure 3: HoReCa sales growth



Source: Company data, Bualuang Research

Figure 4: HoReCa sales participation



Source: Company data, Bualuang Research

Figure 5: Consumer comparison

	Current	Target	PER			3-yr EPS		PBV		ROE		Div yield		EV/EBITDA (x)	
	Price (Bt)	Price (Bt)	FY 11	FY 12E	FY 13E	CAGR (%)		FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E
BIGC	153.50	156.00	23.5	21.1	17.8	14.3		4.5	3.9	23.0	23.4	1.9	2.2	11.8	10.6
BJC	35.00	39.50	25.5	22.1	17.5	18.5		3.4	3.0	18.9	21.3	2.3	2.9	11.0	8.9
CPALL	65.50	64.00	36.8	28.9	23.8	21.7		11.0	9.5	42.5	43.3	2.7	3.2	16.2	13.8
CPN	42.75	51.00	45.3	25.7	21.6	34.7		4.0	3.6	17.0	17.8	1.6	1.9	14.2	13.2
HMPRO	12.30	12.60	35.6	25.2	20.4	25.8		7.4	6.3	31.9	33.2	3.1	3.8	15.0	12.8
MAKRO	300.00	380.00	27.6	19.9	15.7	27.9		6.9	6.4	36.1	42.1	4.7	5.8	11.8	10.0
ROBINS	48.00	50.50	36.5	27.6	21.2	27.7		5.1	4.4	20.5	23.3	1.8	2.3	16.1	12.8
Average			33.0	24.3	19.7	24.4		6.1	5.3	27.1	29.2	2.6	3.2	13.7	11.7

Source: Bualuang Research estimates

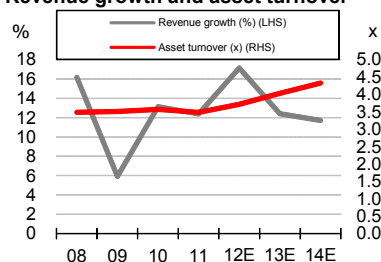
Figure 6: Layout of MAKRO Food Service



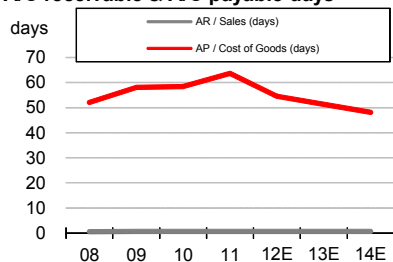
Sources: Company data, Bualuang Research

Financial tables

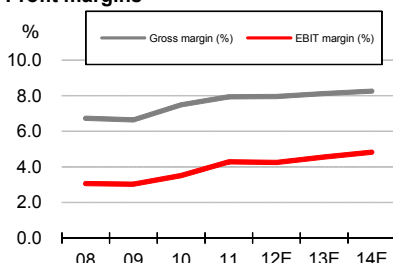
Revenue growth and asset turnover



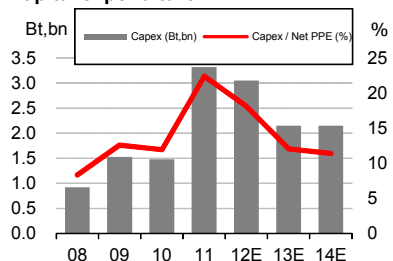
A/C receivable & A/C payable days



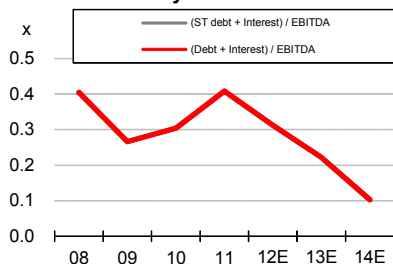
Profit margins



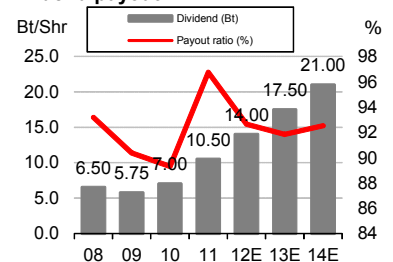
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	86,459	97,154	113,797	127,910	142,877
Cost of sales and services	(79,987)	(89,430)	(104,731)	(117,511)	(131,069)
Gross profit	6,472	7,723	9,066	10,399	11,808
SG&A	(5,641)	(6,076)	(7,179)	(7,976)	(8,806)
EBIT	831	1,647	1,887	2,423	3,002
Interest expense	(35)	(63)	(54)	(50)	(35)
Other income/exp.	2,204	2,516	2,957	3,393	3,895
EBT	3,001	4,100	4,789	5,766	6,861
Corporate tax	(959)	(1,332)	(1,162)	(1,192)	(1,414)
After-tax profit (loss)	2,042	2,768	3,627	4,573	5,448
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(161)	(164)	0	0	0
Net profit (loss)	1,881	2,604	3,627	4,573	5,448
Reported EPS	7.84	10.85	15.11	19.06	22.70
Fully diluted EPS	7.84	10.85	15.11	19.06	22.70
Core net profit	2,042	2,768	3,627	4,573	5,448
Core EPS	8.51	11.54	15.11	19.06	22.70
EBITDA	4,066	5,175	5,932	6,981	8,116

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	13.1	12.4	17.1	12.4	11.7
Gross margin (%)	7.5	7.9	8.0	8.1	8.3
EBITDA margin (%)	4.7	5.3	5.2	5.5	5.7
Operating margin (%)	3.5	4.3	4.3	4.5	4.8
Net margin (%)	2.2	2.7	3.2	3.6	3.8
Core profit margin (%)	2.4	2.8	3.2	3.6	3.8
ROA (%)	7.8	9.3	11.8	14.4	16.5
ROCE (%)	18.9	23.6	30.3	36.6	42.5
Asset turnover (x)	3.6	3.5	3.7	4.0	4.3
Current ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Interest coverage (x)	116.2	81.8	109.9	140.0	229.4

BALANCE SHEET (Btm)

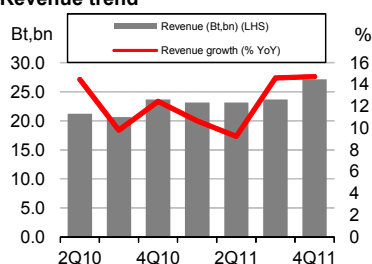
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	5,294	6,288	5,170	5,340	4,895
Accounts receivable	144	175	204	222	254
Inventory	5,898	7,212	6,941	7,303	7,762
PP&E-net	12,406	14,824	16,834	17,867	18,848
Other assets	1,749	1,820	1,787	1,760	1,737
Total assets	25,492	30,319	30,936	32,492	33,496
Accounts payable	12,812	15,596	15,667	16,528	17,297
ST debts & current portion	1,200	2,052	1,800	1,500	800
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	2,304	2,991	3,039	3,179	3,347
Total liabilities	16,316	20,639	20,506	21,207	21,444
Paid-up capital	2,400	2,400	2,401	2,402	2,402
Share premium	3,290	3,290	3,291	3,292	3,292
Retained earnings	3,486	3,990	4,737	5,591	6,358
Shareholders' equity	9,176	9,681	10,430	11,285	12,053
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	25,492	30,319	30,936	32,492	33,496

CASH FLOW (Btm)

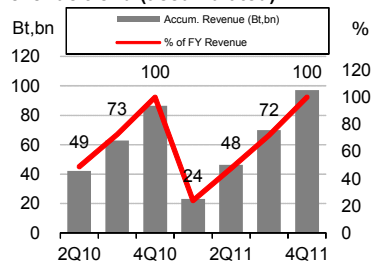
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	1,881	2,604	3,627	4,573	5,448
Depreciation and amortization	1,030	1,012	1,088	1,166	1,220
Change in working capital	1,694	1,553	232	483	277
FX, non-cash adjustment & others	246	474	116	119	141
Cash flows from operating activities	4,851	5,643	5,064	6,341	7,086
Capex (Invest)/Divest	(1,481)	(3,319)	(3,050)	(2,151)	(2,151)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,481)	(3,319)	(3,050)	(2,151)	(2,151)
Debt financing (repayment)	387	852	(252)	(300)	(700)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,440)	(2,100)	(2,880)	(3,720)	(4,680)
Cash flows from financing activities	(1,053)	(1,248)	(3,132)	(4,020)	(5,380)
Net change in cash	2,317	1,075	(1,118)	170	(445)
Free cash flow (Btm)	3,370	2,323	2,014	4,190	4,935
FCF per share (Bt)	14.04	9.68	8.39	17.46	20.56

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

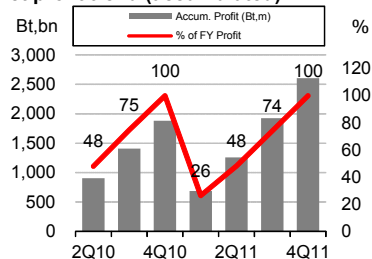
Revenue trend



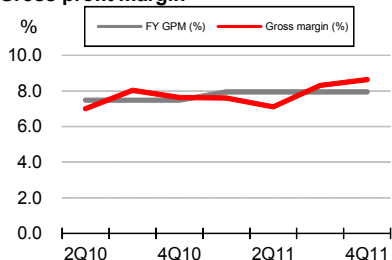
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	23,667	23,153	23,179	23,667	27,155
Cost of sales and services	(21,859)	(21,392)	(21,529)	(21,701)	(24,808)
Gross profit	1,809	1,761	1,650	1,966	2,347
SG&A	(1,458)	(1,421)	(1,432)	(1,638)	(1,585)
EBIT	351	339	217	328	762
Interest expense	(11)	(11)	(16)	(16)	(20)
Other income/exp.	590	652	610	677	578
EBT	931	980	811	989	1,320
Corporate tax	(296)	(323)	(238)	(320)	(451)
After-tax profit (loss)	635	657	573	669	870
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(161)	28	0	0	(192)
Net profit (loss)	474	685	573	669	678
Reported EPS	1.97	2.85	2.39	2.79	2.82
Fully diluted EPS	1.97	2.85	2.39	2.79	2.82
Core net profit	635	657	573	669	870
Core EPS	2.65	2.74	2.39	2.79	3.62
EBITDA	1,209	1,228	1,066	1,266	1,615
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	7.6	7.6	7.1	8.3	8.6
EBITDA margin (%)	5.1	5.3	4.6	5.3	5.9
Operating margin (%)	4.0	4.3	3.6	4.2	4.9
Net margin (%)	2.0	3.0	2.5	2.8	2.5
Core profit margin (%)	2.7	2.8	2.5	2.8	3.2
BV (Bt)	38.23	41.09	39.72	39.26	40.34
ROE (%)	20.9	28.8	23.6	28.2	28.4
ROA (%)	7.9	10.5	8.7	10.2	9.6
Current ratio (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7
Gearing ratio (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	114.2	111.6	66.2	76.9	82.0
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	5,294	5,873	4,510	3,182	6,288
Accounts receivable	144	138	130	157	175
Inventory	5,898	6,061	6,123	6,257	7,212
PP&E-net	12,406	12,972	13,811	14,666	14,824
Other assets	1,749	1,640	1,656	1,735	1,820
Total assets	25,492	26,685	26,231	25,997	30,319
Accounts payable	12,812	12,119	11,690	11,744	15,596
ST debts & current portion	1,200	2,058	2,116	2,122	2,052
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	2,304	2,646	2,891	2,708	2,991
Total liabilities	16,316	16,824	16,697	16,574	20,639
Paid-up capital	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
Share premium	3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
Retained earnings	3,486	4,171	3,844	3,733	3,990
Shareholders equity	9,176	9,861	9,534	9,423	9,681
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	25,492	26,685	26,231	25,997	30,319

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.