

ปรับลดคำแนะนำ “เท่ากับตลาด” โดยมี MAKRO เป็น Top pick

วันจันทร์ที่ 5 มีนาคม พ.ศ. 2555

ผู้อำนวยการลงทุน

เท่ากับตลาด

ดัชนีหมวดพาณิชย์ : 20,210.81

ดัชนีตลาดฯ : 1,164.9

▶ **คาดการณ์ปี 2555 ยังเติบโต 18% YoY...ภาพระยะยาวอาจเห็นการเปิดสาขาในต่างประเทศ**
 คาดปี 2555 ผลประกอบการของกลุ่มฯ ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดีจากเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวจากน้ำท่วม สะท้อนจากการฟื้นตัวของภาคการบริโภคและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับเพิ่มขึ้น 3 เดือนติดต่อกัน โดยฝ่ายวิจัยตั้งสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มแบบอนุรักษ์นิยมราว 5% นำโดย ROBINS, HMPRO, MAKRO, CPALL และ BIGC ที่ 8%, 6%, 6%, 5% และ 2% ตามลำดับ ขณะที่ การขยายสาขาเชิงรุกเป็นอีกปัจจัยสำคัญช่วยหนุนการเติบโตในช่วง 2-3 ปีจากนี้ นำโดย HMPRO, BIGC, ROBINS และ MAKRO ที่มีแผนเปิด 8, 6, 5 และ 3 แห่งตามลำดับ ขณะที่ CPALL ยังคงแผนเปิด 500 แห่งตามปกติ ทำให้คาดว่าผลกำไรของกลุ่มฯ ปีนี้ยังเติบโตได้อย่างต่ำ 18% YoY นอกจากนี้ ในช่วง 3 ปีจากนี้ ยังมีโอกาสเห็นการเปิดสาขาในต่างประเทศ ซึ่งจะเป็นปัจจัยช่วยหนุนการเติบโตในระยะยาว โดย HMPRO มีแผนเปิดตัวเร็วสุดในกลุ่มฯ ตั้งแต่ปี 2556 ในประเทศมาเลเซีย 1 สาขา

▶ **ราคาปรับขึ้นมาสะท้อน FV แล้ว และยังมีราคาค่อนข้างสูงหากเทียบกับต่างประเทศ**
 แม้แนวโน้มการเติบโตของกลุ่มฯ อยู่ในเกณฑ์ดี อย่างไรก็ตามหากเปรียบ PER กลุ่มค้าปลีกไทยปัจจุบัน ซึ่งอยู่ที่ 27.4 เท่า ถือว่าค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับกลุ่มค้าปลีกทั่วโลกที่ 17.3 เท่าและเอเชียที่ 20.7 เท่า โดยเฉพาะประเทศที่กลุ่มค้าปลีกยังอยู่ในช่วงเติบโตต่อเนื่องคล้ายประเทศไทย คือ จีน (PER 18.6 เท่า) และอินโดนีเซีย (PER 23.8 เท่า) ขณะที่ประเทศดังกล่าวมียอดขายสาขาเดิมที่เติบโตเด่นกว่าไทย คือ จีน เติบโตสูงมากกว่า 15%, อินโดนีเซียเติบโตราว 10% ขึ้นไป และมีนโยบายขยายสาขาเชิงรุกใกล้เคียงกัน ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงเชื่อว่าราคาหุ้นในกลุ่มค้าปลีกไทยส่วนใหญ่ได้ปรับตัวขึ้นมาสะท้อนผลบวกการเติบโต ในเกณฑ์ที่ดีดังกล่าวข้างต้นแล้ว จนปัจจุบัน ราคาเต็ม Fair value เกือบทุกบริษัทแล้ว เหลือเพียง MAKRO เท่านั้นที่ยังเป็น Laggard ของกลุ่ม

▶ **ปรับลดคำแนะนำเหลือ “เท่ากับตลาด” โดยเลือก MAKRO เป็น Top Pick**

ดังนั้น ฝ่ายวิจัยจึงปรับลดน้ำหนักการลงทุนเหลือ “เท่ากับตลาด” และเลือก MAKRO (FV@ 330) เป็น Top pick ของกลุ่มฯ จากการดำเนินงานที่โดดเด่นทั้งยอดขายและการทำกำไรซึ่งคาดว่าจะเติบโตถึง 27% YoY และหนุนให้ ROE ปี 2555 แตะระดับ 30% เป็นรองเพียง CPALL อีกทั้งยังถูกสุดในกลุ่มฯ โดยมี PER เพียง 21.8 เท่า แต่มีเงินปันผลสูงสุดในกลุ่มฯ ราว 4.4% มี Upside 10% ทั้งนี้ สำหรับนักลงทุนที่สามารถลงทุนในต่างประเทศได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้น Intime Department Store (1833 HK Equity) ทำธุรกิจห้างสรรพสินค้าในประเทศจีน โดยมีจุดเด่นที่ 1) ยอดขายสาขาเดิมปี 55 คาดสูงราว 15% 2) กำไรปี นี้ เติบโตราว 30% YoY 3) ราคามีระดับ PER ปี 55 ที่เพียง 16 เท่า

Key Data (ล้านบาท)	2551	2552	2553	2554	2555F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
ยอดขาย	290,029	330,139	401,070	453,720	508,668
กำไรขั้นต้น	46,936	58,665	73,080	83,417	94,943
กำไรสุทธิ	11,531	14,706	19,311	22,445	26,926
EPS (บาท)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.2
BVS (บาท)	3.8	3.9	5.7	6.5	6.9
Gross margin	16.2%	17.8%	18.2%	18.4%	18.7%
PER (x)	16.9	24.2	25.8	27.4	22.8
PBV (x)	4.1	7.2	7.0	7.6	7.1
ROAE	25.1%	30.5%	32.0%	29.5%	32.2%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 03974

kawee@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

anuwat@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

ภาพรวมกำไรปกติกลุ่มค้าปลีกปี 54 โต 30% นำโดย MAKRO และ BIGC ตามลำดับ

สรุปภาพรวมปี 2554 กลุ่มค้าปลีกภายใต้การดูแลของฝ่ายวิจัย 5 บริษัทมีผลประกอบการที่เติบโตอย่างน่าประทับใจ แม้จะมีผลจากน้ำท่วมในช่วงต้นงวด 4Q54 ส่งผลให้ต้องปิดสาขาชั่วคราวและเกิดปัญหาการจัดการด้านโลจิสติกส์ อย่างไรก็ตาม จากผลกำไรที่โดดเด่นในงวด 9M54 ช่วยชดเชยงวด 4Q54 และทำให้ภาพรวม

- 1) กำไรปกติทั้งปีของกลุ่มฯ ยังเติบโตถึง 30% YoY นำโดย MAKRO ซึ่งเป็นบริษัทเดียวที่ได้รับผลบวกวงจรวิน้ำท่วม เพราะมีสินค้าจัดจำหน่ายตามปกติและได้ประโยชน์จากกักตุนสินค้าในช่วง 4Q54 โดยเติบโตถึง 49% และตามมาด้วย BIGC ที่เพิ่มขึ้น 47% YoY จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์เป็นหลัก
- 2) กำไรสุทธิทั้งปีเติบโต 31% YoY โดย BIGC เติบโตสูงสุดที่ 86% YoY (มีรายได้จากการปรับปรุงรายการพิเศษจาก Deferred tax liability ที่ลดลงและรายได้อื่นๆ รวบรวม 574 ล้านบาท) ตามมาด้วย MAKRO เพิ่มขึ้น 38% YoY และ HMPRO และ CPALL ตามลำดับ ขณะที่ ROBINS โตลดลง 15% เพราะมีผลจากการบันทึกรายได้พิเศษปี 2553 รวบรวม 430 ล้านบาท
- 3) พิจารณาด้านการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมพบว่า ROBINS ทำได้ดีที่สุดราว 12% ตามมาด้วย MAKRO, HMPRO, CPALL ตามลำดับ ขณะที่ BIGC ทรงตัวจากปี 2553 จากผลของการแข่งขันที่รุนแรง

สรุปผลการดำเนินงานปี 2554

	Norm profit			Net profit			SSSG
	2553	2554	g%	2553	2554	g%	
BIGC	3,208	4,716	47%	2,816	5,242	86%	0%
CPALL	6,663	8,008	20%	6,663	8,008	20%	4.8%
HMPRO	1,638	2,005	22%	1,638	2,005	22%	6.3%
MAKRO	1,881	2,796	49%	1,881	2,604	38%	8.4%
ROBINS	1,249	1,453	16%	1,707	1,453	-15%	12%
Total	14,640	18,977	30%	14,706	19,311	31%	

ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

สถานการณ์ฟื้นตัวเร็วจากน้ำท่วม ส่งผลให้ยอดขายสาขาเดิมยังเติบโตได้ดี

ฝ่ายวิจัยประเมินว่าการดำเนินงานของกลุ่มฯ ในปีนี้ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดี จากผลของนโยบายกระตุ้นการใช้จ่าย และการฟื้นตัวของภาคการบริโภคจากเรื่องน้ำท่วม สะท้อนจากดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับเพิ่มขึ้น 3 เดือนติดกัน ทำให้คาดว่ากำไรเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในปีนี้มีแนวโน้มใกล้เคียงกับปีที่แล้ว นำโดย ROBINS ค่ายยอดขายสาขาเดิมยังเติบโตสูงราว 8% จากแรงผลักดันของลูกค้าต่างจังหวัด และ HMPRO ที่ 6% แม้จะได้านิสงส์จากน้ำท่วม ทำให้เติบโตมากกว่า 10% ในช่วง 1Q54 แต่คาดว่ากำลังซื้อที่มีแนวโน้มที่จะลดลงในช่วง 2H55 จากผลของการเร่งซ่อมแซมบ้านในช่วงต้นปี เพราะยอดขายกว่า 50% มาจากลูกค้าในกรุงเทพฯ ขณะที่ค่าย MAKRO และ CPALL จะโตราว 6% และ 5% ตามลำดับ และสุดท้าย BIGC ยังเป็นตลาดที่มีการแข่งขันรุนแรงที่สุดในกลุ่มฯ ทำให้เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเพียง 2%

การขยายสาขาเชิงรุก ยังเป็นปัจจัยช่วยหนุนการเติบโต

ผลจากการที่ประเทศไทยมีข้อจำกัดในการเปิดห้างค้าปลีกน้อยมาก ทำให้ยังมีศักยภาพในการเปิดสาขาใหม่ และถือเป็นจุดเด่นของกลุ่มค้าปลีกไทย ทั้งนี้ จากการศึกษารายงานของฝ่ายวิจัยพบว่า ผู้ประกอบการไฮเปอร์มาร์เก็ต (โลตัส, บิ๊กซี) จะเป็นห้างแรกในการเปิดสาขาในแต่ละจังหวัดเสมอ และปัจจุบันเหลือราว 8-9 จังหวัด ที่ยังไม่มีการเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต เปิดให้บริการในจังหวัดเหล่านั้น ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ที่สำคัญว่า

เกือบทุกจังหวัดในประเทศไทยมีศักยภาพในการเปิดห้างค้าปลีกขนาดใหญ่ได้ ดังนั้น จึงเชื่อว่าการเร่งเปิดสาขาเชิงรุกในช่วง 3-4 ปีถัดจากนี้ ยังมีโอกาสเป็นไปได้สูงสำหรับผู้ประกอบอื่นๆ ทั้ง HMPRO, ROBINS และ MAKRO ขณะที่ BIGC มีแนวโน้มที่จะเน้นรูปแบบห้างขนาดเล็กมากขึ้น อาทิ BIGC Market (ซูเปอร์มาร์เก็ต)(พื้นที่ 2,000-6,000 ตร.ม.), มินิบิ๊กซี (160 ตร.ม.) ตามลักษณะของพฤติกรรมผู้บริโภคที่ซื้อของต่อครั้งน้อยลงและต้องการความสะดวกรวดเร็วเพิ่มขึ้น และยังเป็นกรไต่ตามผู้นำอย่างโลตัส ที่หันมาทำตลาดขนาดเล็กเพิ่มขึ้น อาทิ โลตัสเอ็กซ์เพรส (ร้านสะดวกซื้อ) และไฮเปอร์มาร์เก็ตขนาดเล็ก ภายใต้ชื่อ “เทสโก้ โลตัส คุ่มค่า” ซึ่งแบรนด์รูปแบบนี้ ปัจจุบันมีทั้งสิ้น 36 สาขา และส่วนใหญ่จะเป็นรูปแบบสำหรับการเปิดในจังหวัดขนาดเล็กและเป็นที่น่าสังเกตว่า ยังไม่มีผู้ประกอบการรายใดเปิดสาขาในจังหวัดเหล่านี้เลย โดยมีอยู่ทั้งสิ้นราว 9 จังหวัด (ดูตารางประกอบ) และเชื่อว่าในอนาคตอันใกล้จะเห็นการเปิดสาขาของ BIGC ในจังหวัดเหล่านี้เช่นกัน

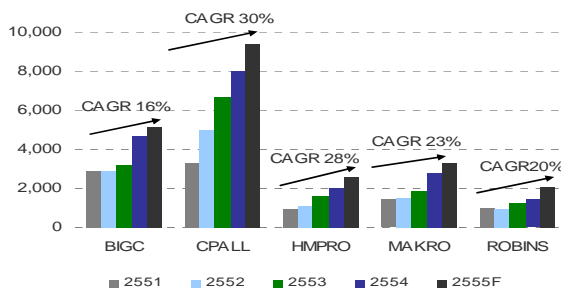
ห้างค้าปลีกขนาดใหญ่รายจังหวัด

As of 27Feb. 55	LOTUS		BIGC							Total	Lotus เป็นห้างเดียวในจังหวัด
	Hypermarket	ศูนย์ค้าปลีก	Hypermarket	BIGC Market	HMPRO	MAKRO	ROBINS	Central			
1. ภาคกลาง / 22 จังหวัด											
กรุงเทพมหานคร		21	1	48	9	19+1	12	9+2	9	131	
จังหวัดกำแพงเพชร			1	1						3	
จังหวัดชัยนาท			1							1	/
จังหวัดนครนายก										0	
จังหวัดนครปฐม		4	2	1		1	1			9	
จังหวัดนครสวรรค์				1			1			2	
จังหวัดนนทบุรี		2							1	3	
จังหวัดปทุมธานี		7		1						7	
จังหวัดพระนครศรีอยุธยา		3		1		1	1	1		7	
9 จังหวัดพิษณุโลก			1							1	/
10 จังหวัดพิจิตร			1							1	/
11 จังหวัดเพชรบูรณ์			1		1	1	1	1		5	
12 จังหวัดอุทัยธานี			1							1	
13 จังหวัดสมุทรปราการ		2		2		1	1			6	
14 จังหวัดสมุทรสงคราม		6								6	
15 จังหวัดสมุทรสาคร		1	1	1						3	
16 จังหวัดสิงห์บุรี										0	
17 จังหวัดสุโขทัย				1						1	
18 จังหวัดสุพรรณบุรี		1	1							2	
19 จังหวัดสระบุรี		1			1	1	1	1		5	
20 จังหวัดอ่างทอง		1								1	
21 จังหวัดอุทัยธานี										0	
2. ภาคเหนือ / 9 จังหวัด											
1 จังหวัดเชียงใหม่			2	1			1	1		5	
2 จังหวัดน่าน		3		4		2	3	1	1	14	
3 จังหวัดพะเยา			1							1	/
4 จังหวัดแพร่			2							2	/
5 จังหวัดพิจิตร			1	1						2	
6 จังหวัดแม่ฮ่องสอน										0	
7 จังหวัดลำปาง			1	1			1	1		4	
8 จังหวัดลำพูน			1	1						2	
9 จังหวัดอุตรดิตถ์			1							1	/
3. ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ / 20 จังหวัด											
1 จังหวัดกาฬสินธุ์		1								1	
2 จังหวัดขอนแก่น		3		1		1	1	1		7	
3 จังหวัดชัยภูมิ		1		1			1			3	
4 จังหวัดนครพนม			1	1						2	/
5 จังหวัดนครราชสีมา		2				3	1			6	
6 จังหวัดบุรีรัมย์			1							1	/
7 จังหวัดสุรินทร์				1			1			2	
8 จังหวัดมหาสารคาม				1						1	/
9 จังหวัดมุกดาหาร			1	1						2	
10 จังหวัดร้อยเอ็ด										0	
11 จังหวัดร้อยเอ็ด		1	1		1	1				3	
12 จังหวัดเลย		1								2	
13 จังหวัดสกลนคร			2	1						3	
14 จังหวัดศรีสะเกษ			1	1						2	
15 จังหวัดศรีสะเกษ		1	3							4	
16 จังหวัดหนองคาย		1	1							2	
17 จังหวัดหนองบัวลำภู										0	
18 จังหวัดอุดรธานี		2		2				1	1	7	
19 จังหวัดอุบลราชธานี		1	1	2				1	1	6	
20 จังหวัดอำนาจเจริญ				1						1	
4. ภาคตะวันออก / 7 จังหวัด											
1 จังหวัดจันทบุรี		1		1			1	1		4	
2 จังหวัดฉะเชิงเทรา			1	2						3	
3 จังหวัดชลบุรี		6	1	7		2	2	2	1	21	
4 จังหวัดตราด										0	
5 จังหวัดปราจีนบุรี		1	2	1						4	
6 จังหวัดระยอง		2		2		1	1			6	
7 จังหวัดสระแก้ว		1		1			1			3	
5. ภาคตะวันตก / 5 จังหวัด											
1 จังหวัดกาญจนบุรี		1					1			2	
2 จังหวัดตาก		1		1						2	
3 จังหวัดประจวบคีรีขันธ์		2	1				1	2		6	
4 จังหวัดพิจิตร				1						1	
5 จังหวัดราชบุรี		2		2			1	1		6	
6. ภาคใต้ / 14 จังหวัด											
1 จังหวัดกระบี่		1		1		1	1			4	
2 จังหวัดชุมพร		1	1	1			1			4	
3 จังหวัดตรัง		1					1	1		3	
4 จังหวัดนครศรีธรรมราช		2	1	1			1	1		7	
5 จังหวัดระนอง										0	
6 จังหวัดปัตตานี				1						1	
7 จังหวัดพังงา										0	
8 จังหวัดพิจิตร		1				1				2	
9 จังหวัดภูเก็ต		2		2		2	1	2	1	12	
10 จังหวัดระนอง										0	
11 จังหวัดสตูล		1								1	
12 จังหวัดสงขลา		2		2			1	1	1	7	
13 จังหวัดสุราษฎร์ธานี		3		2		1+1	2	2	1	10	
14 จังหวัดยะลา										0	
ตัวเลขสีแดง คือ สาขาในอนาคต		97	36	108	14	49	56	30	14	404	9

ที่มา : บริษัทและฝ่ายวิจัย ASP

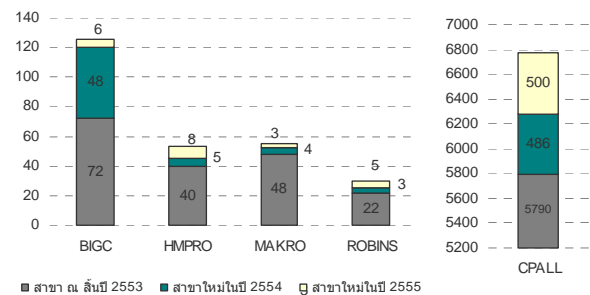
ทั้งนี้ แผนการขยายสาขาในปีนี้นำโดย HMPRO ที่มีแผนเปิด 8 แห่ง ตามมาด้วย BIGC (เฉพาะไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ต) และ ROBINS มีแผนเปิด 6 และ 5 แห่ง ตามลำดับ ขณะที่ MAKRO คงแผนเปิด 3 แห่ง ในช่วง 1H55 แต่ ASP คาดมีโอกาสเปิดเพิ่มอีกในงวด 2H55 และสุดท้าย CPALL ยังคงแผนเปิดที่ 500 แห่งตามปกติ ทั้งนี้ เมื่อรวมผลจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมแล้ว คาดจะทำให้กำไรของกลุ่มฯ ในปีนี้ ยังคงเติบโตอย่างต่ำ 18% YoY นำโดย ROBINS ที่เติบโตถึง 43% YoY จากจำนวนสาขาที่เปิดคิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดหากเทียบกับสาขาที่มีปัจจุบัน 25 แห่ง ตามมาด้วย HMPRO, MAKRO และ CPALL ที่ยังเติบโตสูงราว 28%, 27% และ 17% ตามลำดับ ขณะที่ BIGC ได้รับประโยชน์จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์ (Synergy) เกินความคาดหมายตั้งแต่ปีที่แล้ว ทำให้ปีนี้จะเติบโตไม่โดดเด่นเหมือนปีที่แล้ว โดยคาดว่าจะเติบโตราว 8% YoY อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมผลของการที่ BIGC กำลังจะเซ็นสัญญารับสิทธิการเปิดร้าน Mini BIGC ในปีนี้มาซึ่งคาดว่าจะตกลงกันได้เร็ว ๆ นี้

กำไรปกติและการเติบโตในรอบ 5 ปี



ที่มา :บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

จำนวนสาขาและแผนเปิดสาขาใหม่



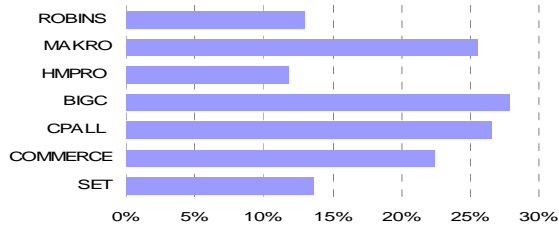
ที่มา :บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

นอกจากนี้ ในภาพระยะยาวช่วง 3 ปีจากนี้ยังมีโอกาสเห็นการเปิดสาขาในประเทศใกล้เคียง ซึ่งจะเป็นปัจจัยช่วยหนุนการเติบโตในระยะยาวแทนที่การเปิดสาขาในประเทศซึ่งอาจมีแนวโน้มชะลอตัวลง เพราะผลจากการแข่งขันขยายสาขาอย่างเต็มที่ในช่วงปัจจุบัน นำโดย HMPRO มีแผนเปิดตัวเร็วสุดในกลุ่มฯ ตั้งแต่ปี 2556 ในประเทศมาเลเซีย 1 สาขา (ขณะนี้ได้ใบอนุญาตประกอบธุรกิจค้าปลีกแล้ว เหลือแต่ใบอนุญาตก่อสร้างที่ยังไม่ได้) ขณะที่ BIGC มีแผนเปิดในลาว (จัดตั้งบริษัทแล้ว) และ CPALL อยู่ระหว่างการศึกษาก่อนเปิดร้าน 7-11 ในประเทศจีน แต่สำหรับ ROBINS และ MAKRO ยังเป็นเพียงการศึกษาในเมืองต้นเท่านั้น

ราคาปรับขึ้นماشะท่อน FV แล้ว และยังมีราคาค่อนข้างสูงหากเทียบกับต่างประเทศ

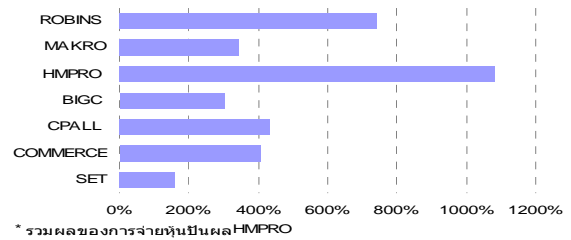
แม้ภาพรวมการดำเนินงานของกลุ่มฯในปีนี้จะเติบโตได้ดีถึง 18% YoY ลดลงจากปีที่แล้ว จากผลหลักๆ ของการที่ BIGC จะเติบโตช้าลง ขณะที่บริษัทอื่นๆยังเติบโตได้ดีดังที่กล่าวมาแล้ว อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาผลตอบแทนของราคาหุ้นกลุ่มฯ ตลอดช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา พบว่าขณะนี้ตลาดหลักทรัพย์มาโดยตลอด นำโดย HMPRO (รวมผลของการจ่ายหุ้นปันผลแล้ว) ที่มีอัตราผลตอบแทนสูงมากกว่า 10 เท่า ตามมาด้วย ROBINS, CPALL, MAKRO และ BIGC อยู่ที่ 7, 4, 3 และ 3 เท่าตามลำดับ เทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเพียง 1.6 เท่า

ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี – 2 มี.ค. 55



ที่มา : Bloomberg และฝ่ายวิจัย ASP

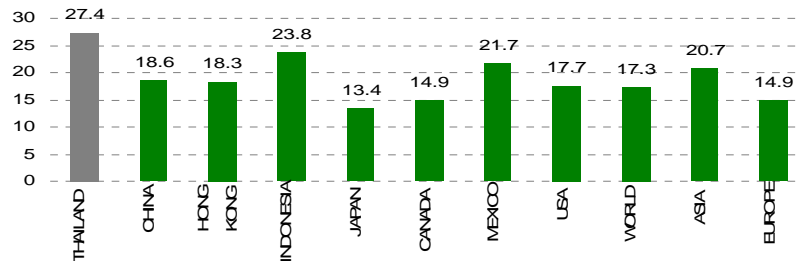
ผลตอบแทน 3 ปีย้อนหลัง (2552-ปัจจุบัน)



ที่มา : Bloomberg และฝ่ายวิจัย ASP

นอกจากนี้ ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบันยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (ตามกราฟด้านบน) และทำให้ราคาหุ้นในปัจจุบันสะท้อนมูลค่าพื้นฐานปี 2555 แล้ว ยกเว้น MAKRO เท่านั้น นอกจากนี้ หากเปรียบเทียบกับหุ้นกลุ่มค้าปลีกทั่วโลก พบว่า กลุ่มค้าปลีกไทยมีราคาที่สูงกว่าที่ค่อนข้างแพงแล้ว หากวัดที่ระดับ PER โดยกลุ่มฯ ไทย อยู่ที่ 27.4 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยทั่วโลกที่ 17.3 เท่า และเอเชียที่ 20.7 เท่า

เปรียบเทียบ P/E กับกลุ่มค้าปลีกทั่วโลก



ที่มา : Bloomberg และฝ่ายวิจัย ASP

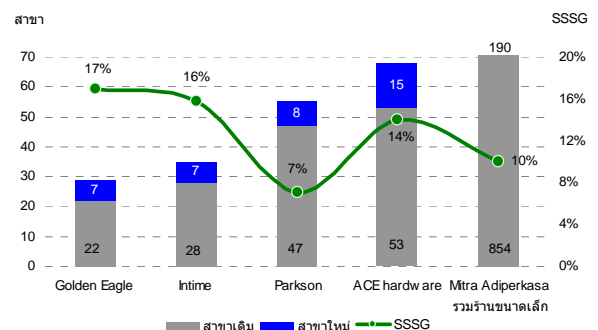
ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบกับประเทศที่กลุ่มค้าปลีกยังอยู่ในช่วงเติบโตต่อเนื่องคล้ายประเทศไทย คือ จีนและอินโดนีเซีย ซึ่งมีปัจจัยผลักดันการเติบโตคล้ายกัน คือ 1) การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) โดยจีนเติบโตสูงมากกว่า 15%, อินโดนีเซียเติบโตราว 10% ขึ้นไป ขณะที่ไทยเติบโตต่ำสุด 2) การเปิดสาขาใหม่ เป็นไปในลักษณะเชิงรุกเต็มที่ทั้ง 3 ประเทศ แม้จีนและอินโดนีเซียจะมีข้อจำกัดที่มากกว่าไทย และ 3) การแข่งขัน ซึ่งตลาดจีนจะมีการแข่งขันมากที่สุด ทั้งนี้ เปรียบเทียบกันทั้ง 3 ประเทศ ยังพบว่าไทยมี PER ที่สูงกว่าจีน และอินโดนีเซีย ซึ่งอยู่ที่ 18.6 และ 23.8 เท่า ตามลำดับ

เปรียบเทียบปัจจัยผลักดันการเติบโตของ 3 ประเทศ

SSSG	การขยายสาขา	การแข่งขัน	ตัวอย่าง
สูง	สูง	สูง	Golden Eagle, Intime department store, Parkson Retail Group
ปานกลาง	สูง	ปานกลาง	Ace Hardware, Mitra Adiperkasa, Ramayana Lestari
ต่ำ	สูง	ต่ำ	BIGC, CPALL, HMPRO, MAKRO, ROBINS

ที่มา : Bloomberg และ RBS

ตัวอย่างบริษัทในประเทศจีนและอินโดนีเซีย

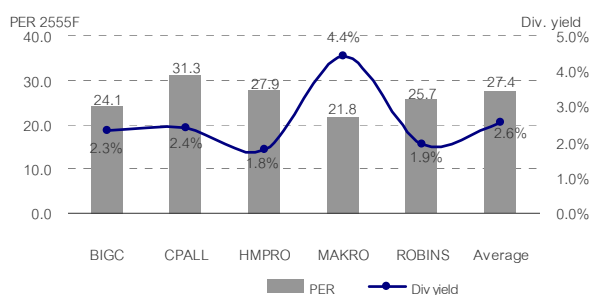


ที่มา : Bloomberg และ RBS

ปรับลดคำแนะนำเหลือ “เท่ากับตลาด” เลือก MAKRO เป็น Top pick

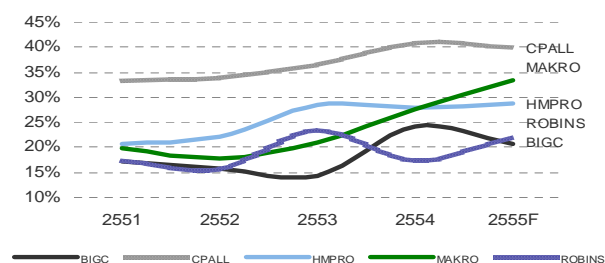
ด้วยเหตุดังกล่าว ทำให้ฝ่ายวิจัยปรับลดน้ำหนักการลงทุนกลุ่มค้าปลีกจาก “มากกว่าตลาด” เหลือ “เท่ากับตลาด” และเลือก MAKRO เป็น Top pick ของกลุ่ม จากผลการดำเนินงานที่โดดเด่น จากทั้ง ยอดขายและการประสิทธิภาพการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง และคาดว่ากำไรปีจะเติบโตถึง 27% YoY และ หนุนให้ ROE ปี 2555 อยู่ที่ระดับ 30% เป็นรองเพียง CPALL นอกจากนี้ ยังถือเป็น Laggard ของกลุ่ม โดยมียกระดับ PER เพียง 21.8 เท่า (PER กลุ่ม = 27.4 เท่า) รวมทั้ง มีเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่ม รวบรวม 4.4% โดยมี Fair value อิง PER 24 เท่า ที่ 330 บาท ทั้งนี้ สำหรับนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงจากการ ลงทุนในต่างประเทศได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้น Intime Department Store (1833 HK Equity) ซึ่งทำธุรกิจ ห้างสรรพสินค้าในประเทศจีน โดยมีจุดเด่นที่ 1) ยอดขายสาขาเดิมปี 55 คาดสูงรวม 15% 2) กำไรปีนี้ เติบโตรวม 30% YoY 3) ราคาซื้อขายระดับ PER ปี 55 ที่เพียง 15 เท่า

เปรียบเทียบ Dividend และ PER



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบ ROE กลุ่มค้าปลีก



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

สรุปคำแนะนำ

	Rec.	ราคาปิด (บาท)	Fair value (บาท)	Upside (%)	2555F			
					EPS (บาท)	PER (X)	PBV (X)	Div Yield (%)
BIGC	ถือ	153.50	135.00	-12.1%	4.43	34.7	3.5	1.6
1. กรณีเพิ่มทุน								
- ราคาก่อน XR	ถือ	153.50	135.00	-12.1%	4.43	34.7	3.5	1.6
- ราคาหลัง XR	ถือ	153.50	115.00	-25.1%	4.43	34.7	3.5	1.6
2. กรณีไม่เพิ่มทุน	ถือ	153.50	165.50	7.8%	6.36	24.1	4.8	2.3
CPALL	ถือ	65.50	62.80	-4.1%	2.09	31.3	11.6	1.2
HMPRO	ถือ	12.30	11.00	-10.6%	0.44	27.9	7.4	1.8
MAKRO	ซื้อ	300.00	330.00	10.0%	13.75	21.8	7.1	4.4
ROBINS	ถือ	48.00	46.60	-2.9%	1.87	25.7	5.1	1.9
Intime Department Store (1833 HK Equity)	ซื้อ	9.65	11.13	15.3%	0.622	15.51	2.28	2.6%

ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP