

ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน

เปิดตัวโรบินสันไลฟ์สไตล์เซ็นเตอร์ ที่สุพรรณบุรี

Consumer/
Retail
Overweight

ประเด็นการลงทุน: วันศุกร์ที่แล้วเราได้ร่วมงานเปิดตัวโรบินสันไลฟ์สไตล์เซ็นเตอร์สุพรรณบุรี ซึ่งเป็นสาขาที่ 26 โดยหลังจากที่เราชมห้างโดยทั่วแล้วเรารู้สึกเชื่อมั่นว่ารูปแบบของห้างเช่นนี้จะเป็รูปแบบที่สามารถใช้เจาะตลาดในเมืองขนาดกลางถึงเล็กได้อย่างดีและจะตัวหลักที่จะหนุนการเติบโตในระยะยาวได้

รูปแบบที่จะหนุนการเติบโต: โรบินสันไลฟ์สไตล์เซ็นเตอร์สุพรรณบุรีประกอบไปด้วยห้างโรบินสันขนาด 8,000 ตารางเมตร และส่วนของร้านค้าปลีกขนาด 15,000 ตารางเมตร 2 ชั้น ซึ่งเป็นรูปแบบเดียวกับที่สาขาตรัง ซึ่งเป็นห้างแห่งแรกของโรบินสันที่สามารถสร้างกำไรก่อนหักภาษีได้ในปีแรกของการดำเนินงาน อัตราเข้าในวันแรกอยู่ที่ 97% และน่าจะขึ้นถึง 100% ภายใน 3 เดือน แม้ว่าเรามองว่ายังเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่าสาขาสุพรรณบุรีจะสามารถรายงานกำไรตามแบบสาขาตรังได้หรือไม่ แต่ก็มีโอกาสค่อนข้างมากที่สาขาสุพรรณบุรีจะรายงานผลการดำเนินงานได้ดีกว่าสาขาตรัง หนุนโดยอัตราค่าเช่าของสาขาสุพรรณบุรีที่สูงกว่าสาขาตรังอยู่ 15%

ตอบสนองความต้องการได้อย่างน่าประทับใจ: เราชอบสัดส่วนสินค้าในแต่ละประเภทที่จัดได้อย่างลงตัว และเราเชื่อว่าจะสามารถตอบสนองความต้องการของคนในจังหวัดอย่างที่ไม่มียี่ห้อปลีกรายใดเคยทำได้อย่างสมบูรณ์แบบเท่านี้มาก่อน โดยโรบินสันจัดสรรสัดส่วนของพื้นที่ขายจำนวนมากให้กับสินค้าประเภทสินค้าเด็ก, ของเล่น, ของใช้ในครัวเรือน, เครื่องสำอางค์แบรนด์เนม และยี่ห้อหลายแบบ ซึ่งสินค้าดังกล่าวนับว่าเป็นสินค้าหายากในศูนย์การค้าท้องถิ่นและร้านค้าปลีกในสุพรรณบุรี จากที่เราไปสัมภาษณ์ลูกค้าที่เข้ามาเดินในวันแรก ลูกค้าบางคนกล่าวว่าก่อนที่มีโรบินสัน คนในจังหวัดต้องขับรถกว่า 100 กิโลเมตรเพื่อเข้ามาซื้อของในกรุงเทพ แต่ในตอนนี้ขับแค่ 2 กิโลเมตรจากกลางเมือง นอกจากนี้รูปแบบการจัดวางสินค้ายังเหนือกว่าศูนย์การค้าอื่นๆในเมือง

ต้นทุนการก่อสร้างต่ำ: เราตรวจสอบอย่างละเอียดในศูนย์และพบว่าโรบินสันใช้วัสดุก่อสร้างระดับธรรมดาและไม่แพงแต่ใช้การออกแบบที่ดีเพื่อให้ห้างดูดี ดังนั้นต้นทุนต่อตารางเมตรจึงต่ำกว่าศูนย์การค้าในต่างจังหวัดของ CPN ประมาณ 25% ในขณะที่อัตราค่าเช่าสูงกว่าศูนย์การค้าต่างจังหวัดของ CPN อยู่ 20% ดังนั้นความสามารถในการทำกำไรของสาขาสุพรรณบุรีน่าจะสูงกว่าของ CPN ทั้งนี้จากการประมาณการของเราส่วนของศูนย์การค้ารวมกับส่วนของพลาซ่าจะสามารถรายงานกำไรก่อนหักภาษีได้ในปีแรกของการดำเนินงาน

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 50.50 บาท
ราคา (02/03/12): 47.75 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt53.03bn		
12-mth price range	Bt21.80/Bt50.00		
3-mth avg daily volume	Bt58.37m		
# of shares (m)	1,110.7		
Est. free float (%)	31.1		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	6.2	8.1	107.6
Absolute	13.7	22.4	125.2

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	17,630	21,467	25,259	29,254
Net profit (Btm)	1,453	1,918	2,497	3,023
EPS (Bt)	132	174	226	274
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.97	1.01	n.a.
EPS growth (%)	-14.4%	+32.0%	+30.2%	+21.1%
Core profit (Btm)	1,563	1,918	2,497	3,023
Core EPS (Bt)	141	174	226	274
Core EPS growth (%)	+21.5%	+22.7%	+30.2%	+21.1%
PER (x)	23.5	27.5	21.1	17.4
Core PER (x)	21.8	27.5	21.1	17.4
EV/EBITDA (x)	11.2	16.0	12.7	10.5
PBV (x)	3.8	5.1	4.4	3.7
Dividend (Bt)	0.65	0.85	1.11	1.34
Dividend yield (%)	2.1	1.8	2.3	2.8
ROE (%)	17.5	20.5	23.3	24.4
Net gearing (x)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)

CG Rating - 2011



Company profile

Robinson Department Store (ROBINS) is Thailand's largest department store chain and a member of Central Group, Thailand's largest retail firm. The firm currently has 25 stores nationwide; nine in greater Bangkok and 16 upcountry.

Figure 1: Robinson Lifestyle Center Suphanburi

Lifestyle center



The entrance to Robinson



Robinson 2nd floor entrance



Children's apparel (house brands)



Kitchenware



Kitchenware (house brands)



Four-screen cinema



Shopping plaza



Source: Bualuang Research

Figure 2: Local department store

The entrance

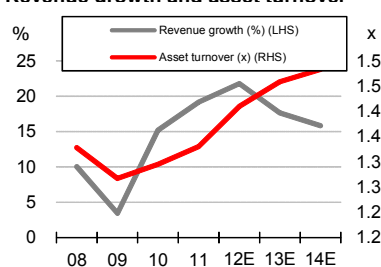


Product display

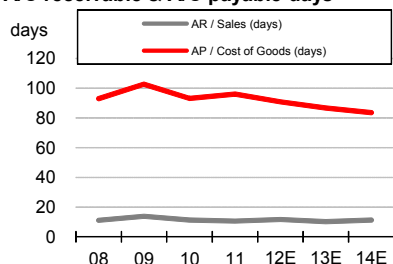


Source: Bualuang Research

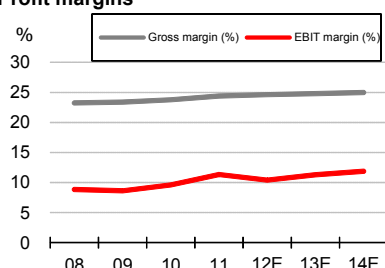
Revenue growth and asset turnover



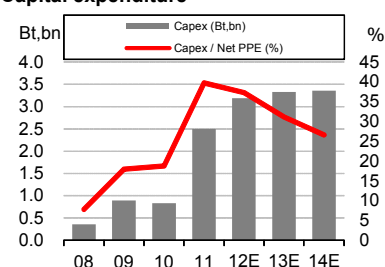
A/C receivable & A/C payable days



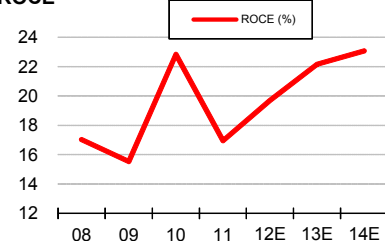
Profit margins



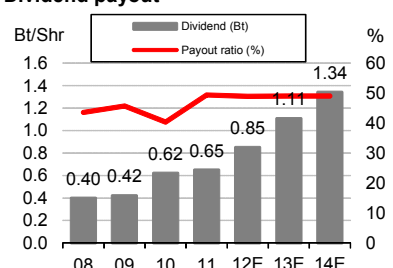
Capital expenditure



ROCE



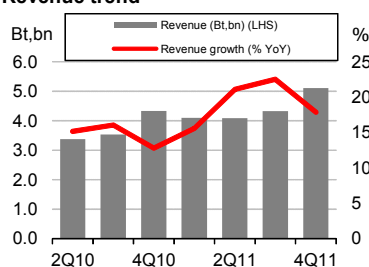
Dividend payout



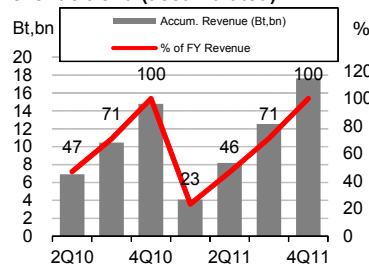
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	14,794	17,630	21,467	25,259	29,254
Cost of sales and services	(11,275)	(13,327)	(16,184)	(18,995)	(21,945)
Gross profit	3,520	4,304	5,283	6,264	7,309
SG&A	(3,298)	(3,752)	(4,739)	(5,414)	(6,223)
EBIT	221	552	544	850	1,086
Finance costs	0	(0)	0	0	0
Other income/exp.	1,198	1,445	1,691	2,007	2,391
EBT	1,419	1,997	2,235	2,857	3,477
Corporate tax	(306)	(568)	(514)	(571)	(695)
After-tax profit (loss)	1,113	1,429	1,721	2,286	2,782
Minority interest	(79)	(181)	(199)	(219)	(241)
Equity earnings from affiliates	252	315	396	431	482
Extra items	411	(110)	0	0	0
Net profit (loss)	1,697	1,453	1,918	2,497	3,023
Reported EPS	1.54	1.32	1.74	2.26	2.74
Fully diluted EPS	1.54	1.32	1.74	2.26	2.74
Core net profit	1,286	1,563	1,918	2,497	3,023
Core EPS	1.16	1.41	1.74	2.26	2.74
EBITDA	2,137	2,782	3,171	4,026	4,886
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	15.2	19.2	21.8	17.7	15.8
Gross margin (%)	23.8	24.4	24.6	24.8	25.0
EBITDA margin (%)	14.4	15.8	14.8	15.9	16.7
Operating margin (%)	9.6	11.3	10.4	11.3	11.9
Net margin (%)	11.5	8.2	8.9	9.9	10.3
Core profit margin (%)	8.7	8.9	8.9	9.9	10.3
ROA (%)	14.9	11.0	12.6	14.4	15.3
ROCE (%)	22.8	17.0	19.7	22.2	23.1
Asset turnover (x)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
Current ratio (x)	1.3	1.0	0.8	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m	333,068.7	n.m	n.m	n.m
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	3,513	3,006	1,995	1,659	1,594
Accounts receivable	460	505	688	706	897
Inventory	941	1,163	1,365	1,557	1,768
PP&E-net	4,445	6,283	8,552	10,686	12,616
Other assets	2,879	3,307	3,583	3,843	4,130
Total assets	12,238	14,265	16,183	18,450	21,005
Accounts payable	2,877	3,504	4,024	4,513	5,028
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	1,298	1,691	1,751	1,817	1,889
Total liabilities	4,175	5,195	5,775	6,330	6,917
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	3,902	4,668	5,868	7,427	9,226
Shareholders equity	7,876	8,739	9,939	11,497	13,296
Minority interests	188	331	470	623	792
Total Liab.&Shareholders' equity	12,238	14,265	16,183	18,450	21,005
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,697	1,453	1,918	2,497	3,023
Depreciation and amortization	718	785	936	1,169	1,408
Change in working capital	(16)	316	135	280	112
FX, non-cash adjustment & others	(35)	(94)	(14)	(26)	(38)
Cash flows from operating activities	2,365	2,460	2,975	3,921	4,506
Capex (Invest)/Divest	(833)	(2,495)	(3,188)	(3,330)	(3,359)
Others	840	(541)	0	372	250
Cash flows from investing activities	7	(3,036)	(3,188)	(2,958)	(3,109)
Debt financing (repayment)	0	(0)	0	0	0
Equity financing	53	112	0	0	0
Dividend payment	(487)	(725)	(718)	(939)	(1,224)
Cash flows from financing activities	(434)	(613)	(718)	(939)	(1,224)
Net change in cash	1,938	(1,189)	(931)	24	173
Free cash flow (Btm)	1,532	(35)	(213)	591	1,147
FCF per share (Bt)	1.39	(0.03)	(0.19)	0.53	1.04

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

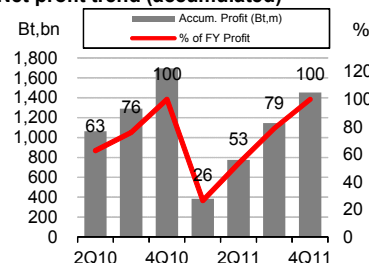
Revenue trend



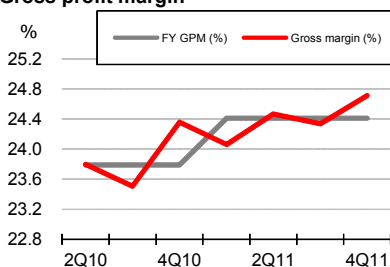
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	4,336	4,103	4,092	4,324	5,111
Cost of sales and services	(3,280)	(3,116)	(3,091)	(3,272)	(3,848)
Gross profit	1,056	987	1,001	1,052	1,263
SG&A	(912)	(834)	(905)	(943)	(1,069)
EBIT	144	153	96	109	194
Finance costs	0	0	0	0	(0)
Other income/exp.	322	366	369	348	363
EBT	466	519	465	457	557
Corporate tax	(129)	(152)	(124)	(133)	(160)
After-tax profit (loss)	337	367	341	324	397
Minority interest	(25)	(46)	(36)	(39)	(60)
Equity earnings from affiliates	96	64	85	87	79
Extra items	0	0	0	0	(110)
Net profit (loss)	408	385	389	373	306
Reported EPS	0.37	0.35	0.35	0.34	0.28
Fully diluted EPS	0.37	0.35	0.35	0.34	0.28
Core net profit	408	385	389	373	416
Core EPS	0.37	0.35	0.35	0.34	0.37
EBITDA	370	454	380	370	478
KEY RATIOS	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	24.4	24.1	24.5	24.3	24.7
EBITDA margin (%)	8.5	11.1	9.3	8.6	9.4
Operating margin (%)	3.3	3.7	2.3	2.5	3.8
Net margin (%)	9.4	9.4	9.5	8.6	6.0
Core profit margin (%)	9.4	9.4	9.5	8.6	8.1
BV (Bt)	7.30	7.66	7.46	7.83	8.17
ROE (%)	21.2	19.1	19.1	18.1	14.3
ROA (%)	14.2	12.5	12.8	12.1	9.1
Current ratio (x)	1.3	1.4	1.2	1.2	1.0
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	32,366.3
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash & Equivalent	3,513	3,432	2,788	2,733	3,006
Accounts receivable	460	331	313	328	505
Inventory	941	943	904	990	1,163
PP&E-net	4,445	4,578	4,916	5,236	6,283
Other assets	2,879	3,014	3,119	3,335	3,307
Total assets	12,238	12,298	12,041	12,622	14,265
Accounts payable	2,877	2,482	2,487	2,716	3,504
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	1,298	1,304	1,263	1,204	1,691
Total liabilities	4,175	3,786	3,750	3,920	5,195
Paid-up capital	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	3,902	4,286	3,990	4,362	4,668
Shareholders equity	7,876	8,277	8,058	8,430	8,739
Minority interests	188	234	232	271	331
Total Liab.&Shareholders' equity	12,238	12,297	12,041	12,622	14,265

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 based 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.