

ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน

เต็มมูลค่าแล้ว

Consumer/
Retail
Overweight

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับลดคำแนะนำของ ROBINS ลงจาก "ซื้อ" เป็น "ถือ" เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมา 20% ตั้งแต่ต้นปี จนปัจจุบันถึงราคาเป้าหมายสิ้นปี 2555 ของเราแล้ว แม้ว่าเรายังคงชอบ ROBINS และเชื่อว่าบริษัทยังคงรักษาแนวโน้มการเติบโตที่ดีได้ต่อเนื่องในระยะยาว แต่ด้วย PER ปี 2555 ที่ 29.4 เท่า ถือว่าแพงเกินไปที่จะเข้าซื้อ ยิ่งไปกว่านั้นเราไม่คาดว่าจะมีปัจจัยหนุนระยะสั้นที่ส่งผลให้มีการปรับประมาณการกำไรจากการดำเนินงานภายในครึ่งแรกปีนี้ ดังนั้นกลยุทธ์ในระยะสั้นของเราคือ รอจนกว่าจะเข้าครึ่งหลังของปี 2555 เมื่อกำไรกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งอีกครั้ง ในขณะนี้เราชอบ MAKRO HMPRO และ CPN มากกว่า

การขยายตัวระยะสั้นต่ำกว่ากลุ่ม: การเติบโตของกำไรหลักของ ROBINS ในครึ่งแรกของปี 2555 จะไม่โดดเด่นเหมือนผลประกอบการปีที่แล้ว (และไม่สูงกว่าผลประกอบการของกลุ่มด้วย) จากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานรวมถึงค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจำนวนมากที่สาขาพระราม 9 ซึ่งจะไปบันทึกกำไรที่ขยายตัวจากสาขาอื่น เราคาดว่ากำไรหลักจะขยายตัวเพียง 10% YoY ในครึ่งแรกของปี 2555 เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 30% YoY อย่างไรก็ตามเราคาดว่า ROBINS จะกลับมามีผลประกอบการที่โดดเด่นอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2555 หนุนโดยผลประกอบการที่ดีขึ้นจาก 4 สาขาใหม่ที่เปิดให้บริการตั้งแต่ปี 2554

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมชะลอลง: อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมในช่วงสองเดือนที่ผ่านมาของปี 2555 นำผัดหวังเล็กน้อย โดยอยู่ที่เพียง 6-7% เนื่องจากเกิดการกินกันเองระหว่างสาขาพระราม 9 และสาขารัชดา โดยยอดขายที่สาขารัชดาปรับตัวลดลง 20% จากปีก่อน หากไม่รวมสาขารัชดาอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมจะอยู่ที่ 8-9% ซึ่งยังคงต่ำกว่าการขยายตัวของสาขาเดิมที่ 12.6% ในไตรมาส 1/55 หากตัวเลขในเดือน มี.ค. ไม่ดีขึ้น ก็มีความเป็นไปได้ที่ตลาดจะปรับลดประมาณการกำไรลงเนื่องจากปัจจุบันตลาดใช้สมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ 8-9% ในปี 2555

แนวโน้มระยะยาวยังดี: แม้ว่าแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิในระยะสั้นยังไม่น่าตื่นเต้นแต่ ROBINS น่าจะยังคงรักษาตำแหน่งผู้นำด้านการเติบโตที่สูงสุดในกลุ่มค้าปลีกไว้ได้ หนุนโดยแผนการเปิด 5 สาขาต่อปี และกำลังซื้อในต่างจังหวัดที่เติบโตอย่างรวดเร็ว เราคาดว่าบริษัทจะรายงานการเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ย 3 ปีที่ 28% ในช่วงปี 2555-57

ประเด็นที่เราอาจผิดพลาด : ประมาณการการขยายตัว

BUALUANG RESEARCH

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA
chaiyatorn@bualuang.co.th
+66 2 618 1344

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: **50.50 บาท**
ราคา (14/03/12): **51.00 บาท**

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt56.64bn		
12-mth price range	Bt21.80/Bt51.75		
3-mth avg daily volume	Bt59.41m		
# 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)	1.32	1.74	2.26	2.74
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.95	0.97	0.93
EPS growth (%)	-14.4%	+32.0%	+30.2%	+21.1%
Core profit (Btm)	1,563	1,918	2,497	3,023
Core EPS (Bt)	1.41	1.74	2.26	2.74
Core EPS growth (%)	+21.5%	+22.7%	+30.2%	+21.1%
PER (x)	23.5	29.4	22.6	18.6
Core PER (x)	21.8	29.4	22.6	18.6
EV/EBITDA (x)	11.2	17.1	13.6	11.2
PBV (x)	3.8	5.4	4.6	4.0
Dividend (Bt)	0.65	0.85	1.11	1.34
Dividend yield (%)	2.1	1.7	2.2	2.6
ROE (%)	17.5	20.5	23.3	24.4
Net gearing (x)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)

CG Rating - 2011

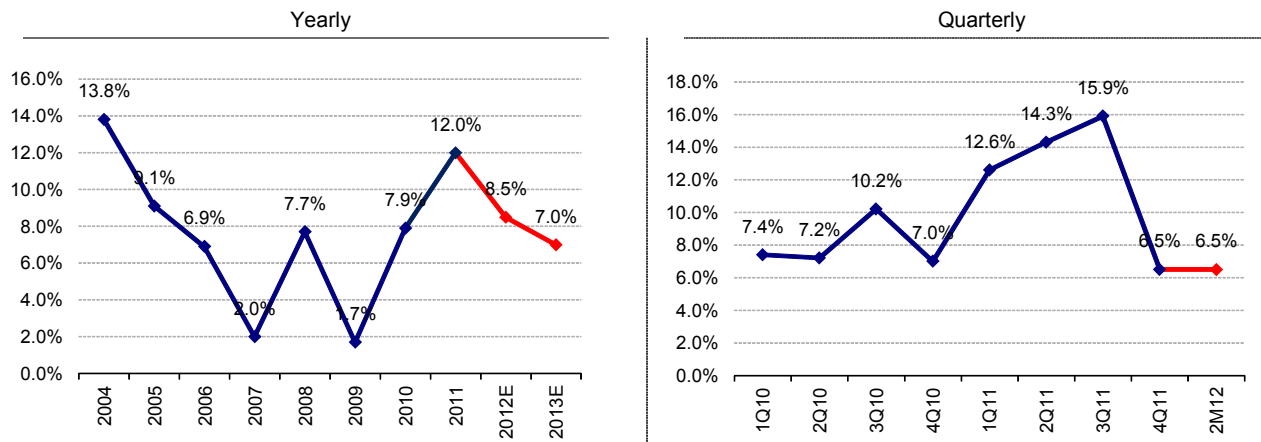


Company profile

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 26 stores nationwide; nine in greater Bangkok and 17 upcountry.

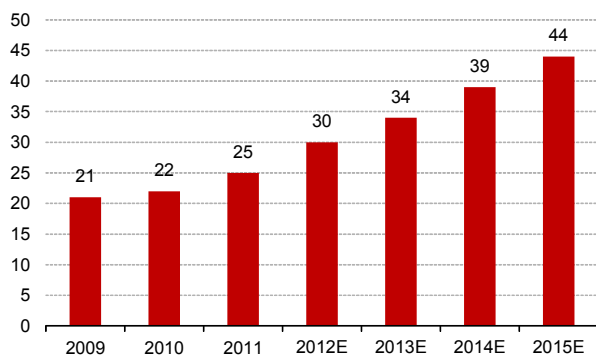
ของอัตราค่าไรเริ่มต้นที่ 0.2% ต่อปีซึ่งอ้างอิงจากเป้าหมายของบริษัทนั้นอาจจะดูต่ำไป โดยปีที่แล้วอัตราค่าไรเริ่มต้นเติบโต 0.64% เป็น 24.4% หนุนโดยการเปลี่ยนกลยุทธ์การส่งเสริมการขายและเงินคืนจากซีพพลายเออร์ที่มากขึ้นตามปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น หากแนวโน้มการขายตัวของอัตราค่าไรยังคงรักษาได้ในระดับเดิม ก็น่าจะมีโอกาสที่กำไรสุทธิจะสูงกว่าที่เราประมาณการ

Figure 1: Same-store-sales growth



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Number of stores



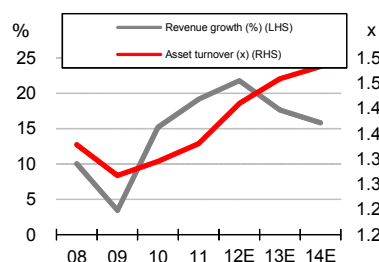
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 3: Six stores slated to open, 1Q12-1Q13

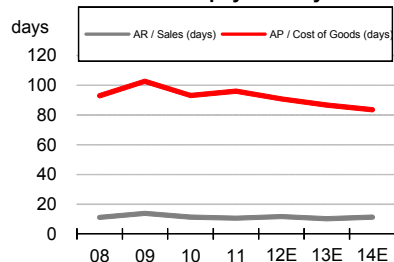
Branch	Developer	Opening date	Note
Mega Bangna	Siam Future	May 12	
Bangkae	Seacon Square	Aug 12	Relaunch
Suratthani	Central Pattana	4Q12	
Lampang	Central Pattana	4Q12	
Kanchanaburi	Robinson	1Q13	

Sources: Company data, Bualuang Research

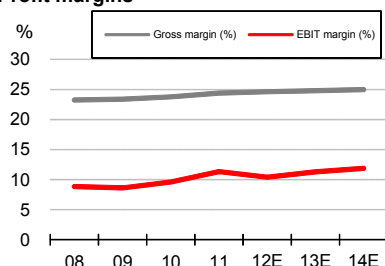
Revenue growth and asset turnover



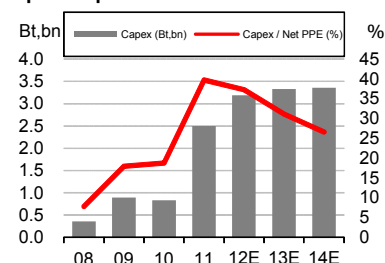
A/C receivable & A/C payable days



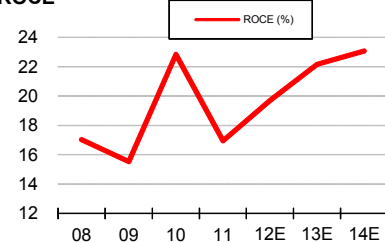
Profit margins



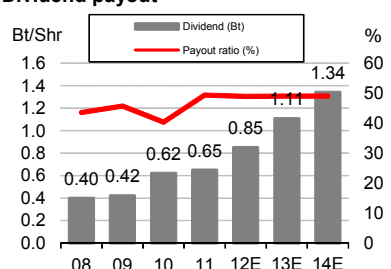
Capital expenditure



ROCE



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
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

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
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)

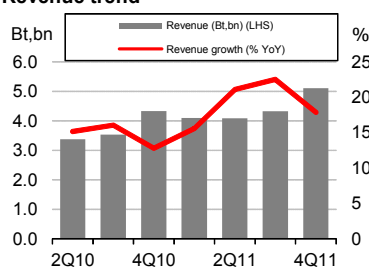
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	3,513	3,006	1,995	1,659	1,594
Accounts receivable	460	505	688	706	897
Inventory	941	1,163	1,365	1,557	1,768
PP&E-net	4,445	6,283	8,552	10,686	12,616
Other assets	2,879	3,307	3,583	3,843	4,130
Total assets	12,238	14,265	16,183	18,450	21,005
Accounts payable	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)

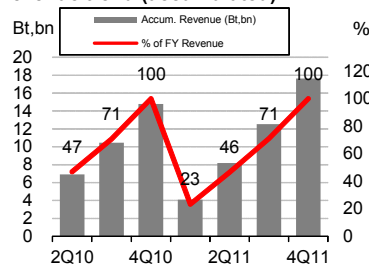
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	1,697	1,453	1,918	2,497	3,023
Depreciation and amortization	718	785	936	1,169	1,408
Change in working capital	(16)	316	135	280	112
FX, non-cash adjustment & others	(35)	(94)	(14)	(26)	(38)
Cash flows from operating activities	2,365	2,460	2,975	3,921	4,506
Capex (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

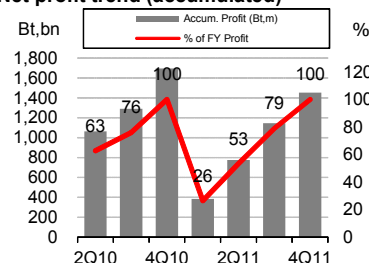
Revenue trend



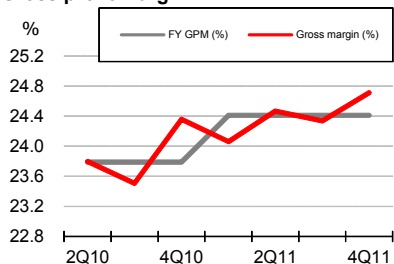
Revenue trend (accumulated)



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					
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 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.