

## ราคาหุ้นตอบรับการฟื้นตัวที่เร็วกว่าคาดแล้ว ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

วันพฤหัสบดีที่ 9 กุมภาพันธ์ 2555

### ▶ คาดกำไรงวด 4Q54 ทรงตัวจาก 4Q53 แต่เพิ่มขึ้นเพียง 9% QoQ

ฝ่ายวิจัยคาดกำไรงวด 4Q54 เท่ากับ 406 ล้านบาท ทรงตัวจาก 4Q53 แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ โดยหลักๆ เป็นผลจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นจากการใหม่ทำตลาดผ่านโฆษณาทางโทรทัศน์เป็นครั้งแรกในรอบ 8 ปี จากการเปิดสาขาพระราม 9 รวมทั้งมีค่าใช้จ่ายป้องกันน้ำท่วมและช่วยเหลือพนักงาน นอกจากนี้ ยังรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมคือ ซูเปอร์ สपोर्ट และพาวเวอร์บายลดลงราว 30 ล้านบาท YoY เพราะผลจากน้ำท่วม ทำให้กำไรงวด 4Q53 แม้ยอดขายยังเติบโตราว 8% YoY (ยอดขายสาขาเดิมโต 5-6%) เพราะสาขาต่างจังหวัดยังเติบโตสูงช่วยชดเชยยอดขายที่ทรงตัวของสาขากรุงเทพฯ จากเหตุน้ำท่วม และการปิดสาขา (3 แห่ง) ทั้งนี้ ผลจากกำไรงวด 9M54 ที่น่าประทับใจ ทำให้คาดกำไรปกติจากการดำเนินงานรวมทั้งปี 2554 ยังเติบโตถึง 24% อยู่ที่ 1,552 ล้านบาท ใกล้เคียงกับประมาณการของฝ่ายวิจัย

### ▶ เพิ่มประมาณกำไรปี 2555 และ 2556 จาก Gross margin ที่สูง และเพิ่มสาขาใหม่

แม้จะยังมีผลกระทบจากกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ลดลง แต่จากการเร่งทำการตลาดและปรับภาพลักษณ์อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะสาขาต่างจังหวัด (60% ของยอดขายรวม) ที่ส่วนใหญ่ไม่ได้รับผลกระทบ ถือเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญในการผลักดันการเติบโตของยอดขายและกำไรอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากยอดขายจากต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันที่ยังน่าประทับใจ และผลจากการที่ไม่มีคู่แข่งทางตรงในต่างจังหวัด ทำให้ ROBINS ยังมีช่องทางในการต่อยอดการเติบโตอีกมาก อาทิ การเพิ่มแบรนด์สินค้าใหม่ๆ ที่มี Gross Margin สูงและช่วยเพิ่มการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม รวมทั้ง ล่าสุดเปิดเผยแผนเปิดสาขาใหม่ยังคงเปิด 5 สาขาในปี 2555 แต่เปิดเพิ่มถึง 6 แห่ง ในปี 2556 (มีทำเลที่ตั้งแน่นอนมากกว่า 50%) มากกว่าสมมติฐานเดิมของฝ่ายวิจัยคือ 3 แห่งในปี 2556 เป็นผลให้ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2555 และ 2556 ขึ้น 10% และ 26% ตามลำดับ ภายใต้ประมาณการใหม่ กำไรปี 2555 จะเติบโต 30% YoY และเติบโตต่อเนื่องอีก 36% ในปี 2556

### ▶ ปรับคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” Fair Value ใหม่ที่ 46.60 บาท เหลือ Upside 8%

แม้ผลประกอบมีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นในช่วง 2 ปีนี้ อย่างไรก็ตามราคาปัจจุบันได้ปรับตัวขึ้นมาตอบรับข่าว จนราคาปัจจุบัน เหลือ Upside เพียง 8% จากมูลค่าที่เหมาะสมใหม่อิง PER 25 เท่า ซึ่งอยู่ที่ 46.60 บาท ฝ่ายวิจัยจึงขอปรับลดคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” เพื่อรวมมูลค่าพื้นฐานหุ้นที่มีโอกาสขยับขึ้นในปีถัดไปตามการเติบโตในอนาคต

Key Data (ล้านบาท)	FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54F	FY55F	FY56F
ยอดขาย		12,842	14,794	17,001	21,310	28,660
กำไรสุทธิ		1,013	1,707	1,588	2,072	2,826
Norm Profit		967	1,254	1,588	2,072	2,826
Norm EPS (บาท)		0.87	1.13	1.43	1.87	2.54
PER (เท่า)		49.40	38.10	30.07	23.05	16.90
DPS (บาท)		0.42	0.62	0.58	0.75	1.03
Dividend Yield (%)		0.98	1.44	1.34	1.75	2.39
PBV (เท่า)		7.03	5.86	5.15	4.46	3.76
ROE (%)		15.54	22.83	18.23	20.76	24.16

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

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

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 43 บาท

Fair Value : 46.60 บาท

มูลค่าตลาด : 47,758 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	1.87	1.59	18%
2556F	2.54	2.00	27%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุภวงษ์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 03974

✉ kaweew@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

✉ anuwat@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงาน 4Q54F

Key Data (ล้านบาท)	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54F	%QoQ	%YoY	2554F	2553	%YoY
ยอดขาย	3,379	3,530	4,336	4,103	4,092	4,324	4,683	8.3%	8.0%	17,001	14,794	14.9%
ต้นทุนขาย	2,575	2,700	3,280	3,116	3,091	3,272	3,536	8.1%	7.8%	12,853	11,275	14.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	782	829	910	834	905	943	1,007	6.7%	10.6%	3,651	3,290	11.0%
กำไรจากการดำเนินงาน	22	1	146	153	96	109	140	28.9%	-3.9%	498	230	116.8%
รายได้อื่นๆ	347	319	418	430	453	435	459	5.5%	9.9%	1,796	1,446	24.2%
กำไรปกติ	301	226	410	385	389	372	406	8.9%	-1.0%	1,588	1,254	26.7%
กำไรสุทธิ	301	226	410	385	389	372	406	8.9%	-1.0%	1,588	1,707	-7.0%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.27	0.20	0.37	0.35	0.35	0.34	0.37	8.9%	-1.8%	1.43	1.54	-7.0%
SG&A/Sales	23.1%	23.5%	21.0%	20.3%	22.1%	21.8%	21.5%			21.5%	22.2%	
อัตรากำไรขั้นต้น	23.8%	23.5%	24.4%	24.1%	24.5%	24.3%	24.5%			24.4%	23.8%	
อัตรากำไรสุทธิ	8.9%	6.4%	9.4%	9.4%	9.5%	8.6%	8.7%			9.3%	11.5%	

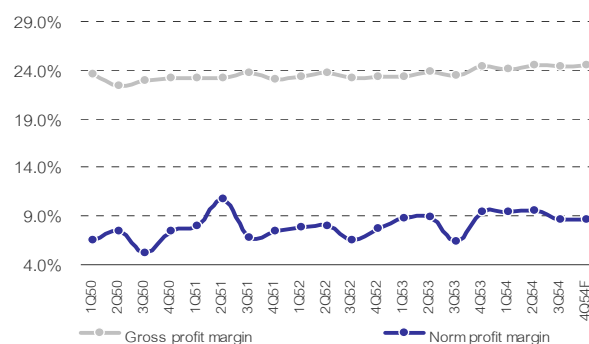
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

## สรุปสมมติฐานประมาณการ

ล้านบาท	2555F			2556F		
	ใหม่	เดิม	%Chg	ใหม่	เดิม	%Chg
การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม	8.0%	4.0%	100.0%	7.0%	7.0%	0.0%
การเปิดสาขาใหม่	5	5	0.0%	6	3	100.0%
ยอดขาย	21,310	20,908	1.9%	28,660	26,100	9.8%
Gross Margin	24.7%	24.0%	2.9%	24.9%	24.0%	3.7%
กำไรปกติ	2,072	1,886	9.9%	2,826	2,235	26.4%
กำไรสุทธิ	2,072	1,886	9.9%	2,826	2,235	26.4%
EPS (บาท)	1.87	1.70	9.7%	2.54	2.01	26.6%

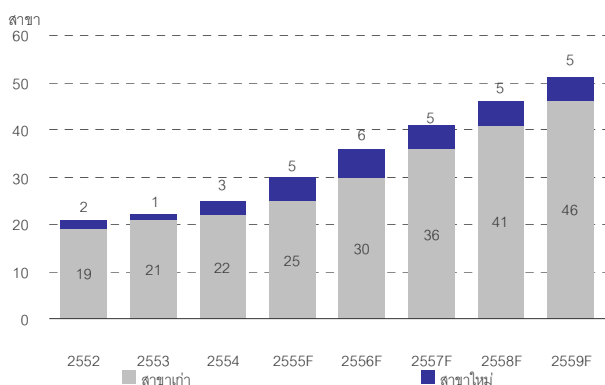
ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

## เปรียบเทียบ Gross margin และ Norm margin



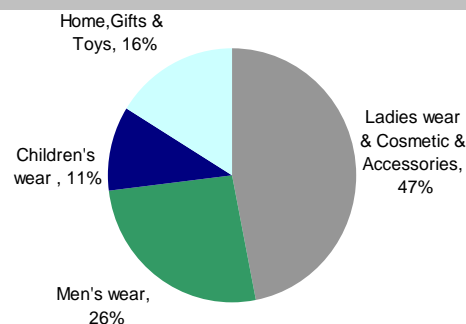
ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

## การเปิดสาขาใหม่



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

## สัดส่วนรายได้รายผลิตภัณฑ์



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

## สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F
ยอดขาย	12,842	14,794	17,001	21,310	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(9,841)	(11,275)	(12,853)	(16,047)	กำไรสุทธิ	1,013	1,707	1,588	2,072
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,001</b>	<b>3,520</b>	<b>4,149</b>	<b>5,264</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(2,967)	(3,242)	(3,651)	(4,608)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	642	718	898	1,344
ดอกเบี้ยจ่าย	-	-	-	-	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
ค่าใช้จ่ายอื่น	(49)	(48)	-	-	อื่นๆ	121	(543)	-	-
รายได้อื่น	1,317	1,446	1,796	2,129	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	280	(59)	(572)	(646)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,302	1,676	2,294	2,784	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>2,056</b>	<b>1,823</b>	<b>1,914</b>	<b>2,770</b>
ภาษีเงินได้	(300)	(343)	(549)	(554)	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,002	1,332	1,745	2,230	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(35)	(79)	(157)	(158)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	253	1,016	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	47	453	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,221)	(1,009)	(1,700)	(3,500)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,013</b>	<b>1,707</b>	<b>1,588</b>	<b>2,072</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(967)</b>	<b>7</b>	<b>(1,700)</b>	<b>(3,500)</b>
<b>EPS fully diluted</b>	<b>0.91</b>	<b>1.54</b>	<b>1.43</b>	<b>1.87</b>	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	-	-	-
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
การเติบโตของยอดขาย	3.4%	15.2%	14.9%	25.3%	อื่นๆ	(77)	29	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-0.7%	68.4%	-7.0%	30.5%	ลด จ่ายปันผล	(442)	(464)	(487)	(641)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	23.4%	23.8%	24.4%	24.7%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(518)</b>	<b>(434)</b>	<b>(487)</b>	<b>(641)</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	7.9%	11.5%	9.3%	9.7%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>570</b>	<b>1,396</b>	<b>(273)</b>	<b>(1,371)</b>
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F
ยอดขาย	4,103	4,092	4,324	4,683	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,118	3,513	3,240	1,869
ต้นทุนขาย	(3,116)	(3,091)	(3,272)	(3,536)	ลูกหนี้การค้า	483	460	599	747
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>987</b>	<b>1,001</b>	<b>1,052</b>	<b>1,147</b>	สินค้าคงเหลือ	809	941	1,037	1,295
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(834)	(905)	(943)	(1,007)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	256	350	351	438
ดอกเบี้ยจ่าย	-	-	-	-	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	2,296	2,586	3,400	5,556
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>10,608</b>	<b>12,251</b>	<b>14,024</b>	<b>16,638</b>
รายได้อื่น	430	453	435	459					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	583	549	544	600	เจ้าหนี้การค้า	2,768	2,877	3,392	4,235
ภาษีเงินได้	(152)	(124)	(133)	(155)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	984	1,169	1,292	1,615
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	431	425	411	445	หนี้สินรวม	3,811	4,098	4,758	5,942
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-					
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(46)	(36)	(39)	(39)	ทุนที่ชำระแล้ว	3,943	3,943	3,943	3,943
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	12	52	52	52
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>385</b>	<b>389</b>	<b>372</b>	<b>406</b>	กำไรสะสม	2,746	3,989	5,091	6,522
					<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>6,797</b>	<b>8,154</b>	<b>9,267</b>	<b>10,698</b>
ยอดขาย (YoY)	15.6%	21.1%	22.5%	8.0%					
กำไรขั้นต้น (YoY)	19.0%	24.5%	26.8%	8.6%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>10,608</b>	<b>12,251</b>	<b>14,025</b>	<b>16,640</b>
กำไรสุทธิ (YoY)	23.3%	29.3%	64.8%	-1.0%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.07	1.30	1.12	0.74	ยอดขายเติบโต	3.4%	15.2%	14.9%	25.3%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	29.83	21.47	21.47	21.47	อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	23.4%	23.8%	24.4%	24.7%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	12.39	12.39	12.39	12.39	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	23.1%	21.9%	21.4%	21.6%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.79	3.79	3.79	3.79					
หนี้สินที่มีการชดเชยดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น	-	-	-	-	จำนวนสาขาในกทม.	8	8	9	11
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	10.0%	14.9%	12.1%	13.5%	จำนวนสาขาในต่างจังหวัด	13	14	16	19
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	15.5%	22.8%	18.2%	20.8%	จำนวนสาขาทั้งหมด	21	22	25	30

ที่มา : งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP