

สยามแม็คโคร

ที่สุดของกลุ่มค้าปลีก

Consumer/
Retail
Overweight

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับราคาเป้าหมายปี 2555 ขึ้นเป็น 330 บาท จากเดิม 306 บาท เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตในระยะกลางที่ดีขึ้น ปัจจุบัน MAKRO จะเป็นหุ้นที่นำลงทุนที่สุดในกลุ่ม โดยซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 2555 ถูกที่สุดในกลุ่มเพียง 17.8 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 23.6 เท่า) และให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงสุดที่ 5% (เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 2.7%) อีกทั้งคาดว่าจะเป็หุ้นที่มีกำไรต่อหุ้นเติบโตสูงที่สุดเป็นอันดับ 2 ของกลุ่ม

เติบโตต่อเนื่องในระยะยาว: ปัจจัยสำคัญที่สุดที่ทำให้ MAKRO เป็นหนึ่งในหุ้นค้าปลีกที่เราชอบมากที่สุด คือกลยุทธ์ที่เน้นการขยายฐานลูกค้ากลุ่ม HoReCa โดยยอดขายของลูกค้ากลุ่ม HoReCa มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 7 ปีย้อนหลังที่ 24% (ตั้งแต่ปี 2548-2554) และคาดว่าจะรักษาระดับการเติบโตที่ระดับนี้หรืออาจจะเพิ่มสูงขึ้นอีกได้ในอีกหลายปีข้างหน้า เนื่องจากบริษัทไม่มีคู่แข่งทางตรงอย่างแท้จริง มีการขยายประเภทสินค้าและบริการให้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง พร้อมกับปรับเปลี่ยนรูปแบบสาขาใหม่เพื่อตอบสนองลูกค้ากลุ่มนี้โดยเฉพาะ

หนุนแนวโน้มอัตรากำไร: เนื่องจากสินค้ากลุ่ม HoReCa โดยเฉพาะกลุ่มที่ไม่ใช่อาหารนั้น มีอัตรากำไรสูงกว่าสินค้าอุปโภคบริโภคทั่วไปมาก ยิ่งสัดส่วนยอดขายจากลูกค้ากลุ่ม HoReCa เพิ่มขึ้นมากเท่าไร อัตรากำไรเฉลี่ยก็จะเพิ่มมากขึ้นเท่านั้น ซึ่งในประเด็นนี้ดูเหมือนจะไม่แตกต่างกับคู่ค้าปลีกรายใหญ่อื่น ๆ ที่เราให้คำแนะนำอย่างเช่น CPALL, HMPRO หรือ ROBINS แต่ผลกระทบจากอัตรากำไรที่ขยายตัวต่อ MAKRO นั้นสูงกว่ามากเนื่องจากฐานเปรียบเทียบที่ต่ำ

ยอดขายต่อตารางเมตรสูงสุดเป็นอันดับ 2 ในกลุ่ม: ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทนั้นสูงกว่าที่ตลาดรับรู้มาก เราได้เห็นพัฒนาการของยอดขายต่อพื้นที่ในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่ปี 2552 ที่มีการเปิดตัวรูปแบบสาขาใหม่ที่เจาะกลุ่มลูกค้า HoReCa เป็นหลัก ปัจจุบันยอดขายต่อตารางเมตรของ MAKRO สูงเป็นอันดับ 2 ของกลุ่มค้าปลีก เป็นรองเพียง CPALL รายเดียวเท่านั้น

ยังคงเติบโตต่อเนื่อง: แผนการขยายกิจการของ MAKRO มีความชัดเจนน้อยที่สุดในกลุ่ม เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้บริหารของ MAKRO จะไม่ค่อยให้แนวทางแผนการขยายกิจการในระยะยาวมากนัก ปัจจุบันเรารู้ว่ามีเพียง 3 สาขาจะเปิดในช่วงครึ่งแรกของปี 2555 เท่านั้น ซึ่งส่งผลให้นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ (เราทั้งเราด้วย) ให้สมมติฐานต่อการเปิดสาขาใหม่ของบริษัท

BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 330.00 บาท
ราคา (23/11/11): 255.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt61.20bn		
12-mth price range	Bt137.00/Bt263.00		
3-mth avg daily volume	Bt36.29m		
# of shares (m)	240.0		
Est. free float (%)	35.7		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.6)	(2.7)	69.2
Absolute	(2.7)	10.9	84.8

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011E	2012E	2013E
Revenues (Btm)	86,459	97,626	113,240	127,297
Net profit (Btm)	1,881	2,430	3,436	4,307
EPS (Bt)	7.84	10.12	14.32	17.95
BLS/Consensus (x)	n.a.	0.99	1.10	1.16
EPS growth (%)	+23.2%	+29.2%	+41.4%	+25.4%
Core profit (Btm)	2,042	2,402	3,436	4,307
Core EPS (Bt)	8.51	10.01	14.32	17.95
Core EPS growth (%)	+31.6%	+17.6%	+43.0%	+25.4%
PER (x)	15.2	25.2	17.8	14.2
Core PER (x)	14.0	25.5	17.8	14.2
EV/EBITDA (x)	6.0	12.9	10.6	9.1
PBV (x)	3.1	6.5	5.9	5.4
Dividend (Bt)	7.00	9.00	12.75	16.00
Dividend yield (%)	5.9	3.5	5.0	6.3
ROE (%)	21.0	26.1	34.5	39.6
Net gearing (x)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.0)

CG Rating - 2011

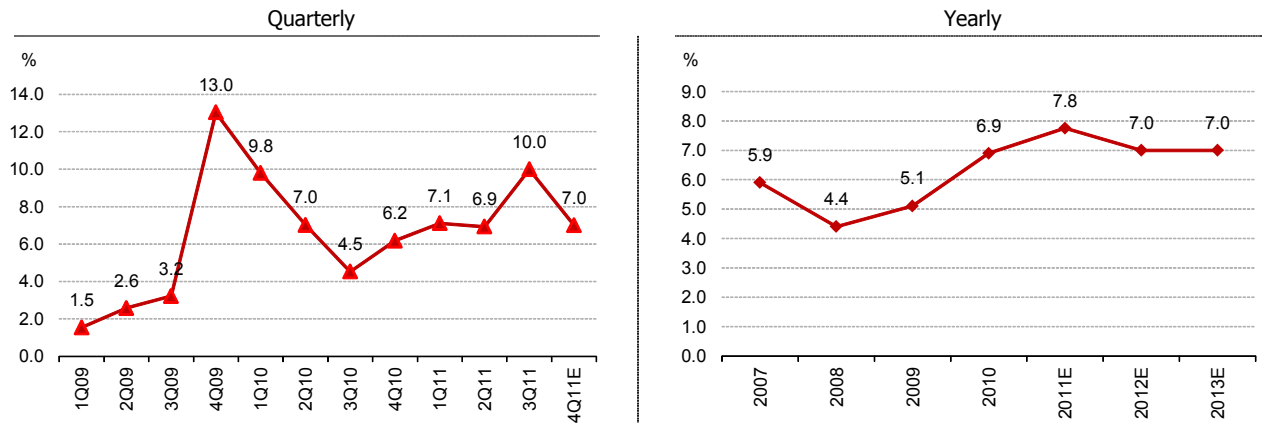


Company profile

Siam Makro (MAKRO) operates wholesales cash & carry stores under the brand Makro. The firm currently has 54 outlets nationwide—nine in greater Bangkok and 45 in the provinces.

อย่างระมัดระวัง อย่างไรก็ตามจากการศึกษาตัวเลขย้อนหลัง เราเชื่อว่า MAKRO ในปีปัจจุบันจะสามารถเปิดสาขาใหม่ได้ไม่ต่ำกว่า 15-20 สาขา ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานจำนวนสาขาใหม่ที่จะเปิดต่อปีสำหรับปี 2556-2558 ขึ้นเป็น 3 สาขา จากเดิมเพียง 1 สาขา

Figure 1: Same-store-sales growth



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Product example

One-stop shopping place for professional catering



One-stop shopping place for coffee shop owners



Chef smocks available here



Beverage cups and food packaging



A full line of frozen food

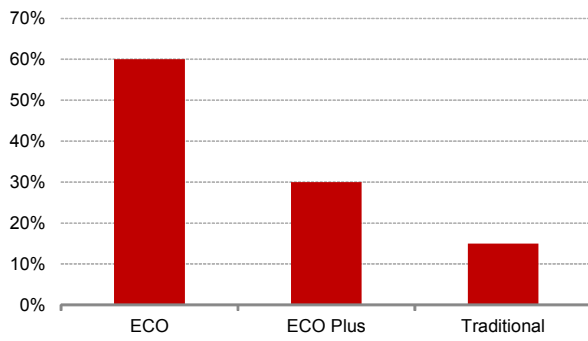


Hotel amenities for small hotels and resorts



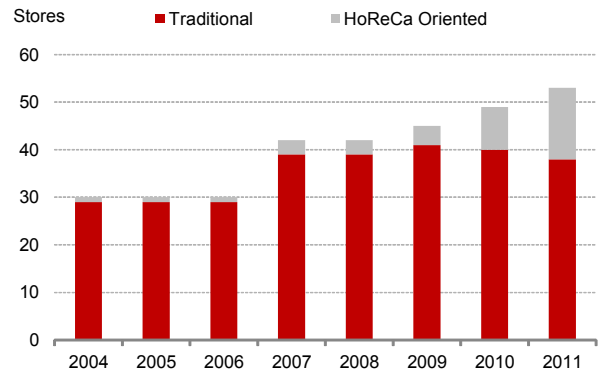
Source: Bualuang Research

Figure 3: Percentage of HoReCa sales at each format



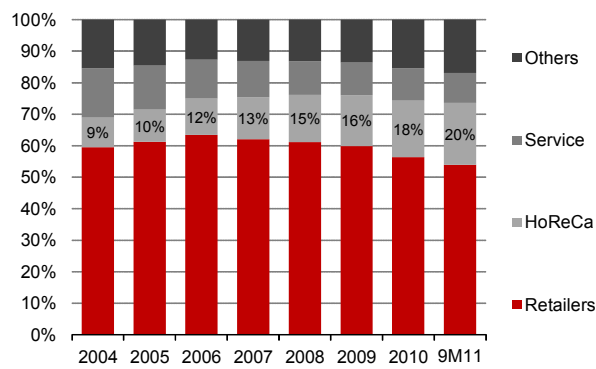
Source: Company data, Bualuang Research

Figure 4: Number of HoReCa-oriented stores



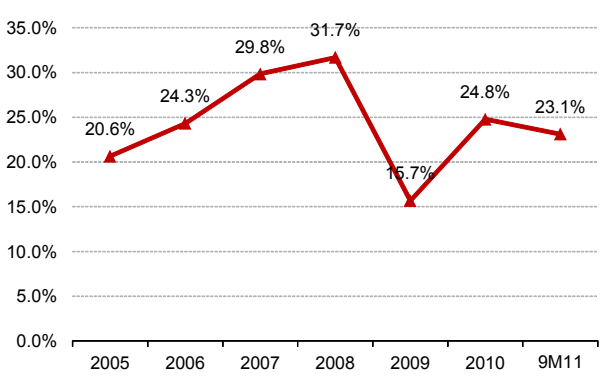
Source: Company data, Bualuang Research

Figure 5: Sales breakdown by customer type



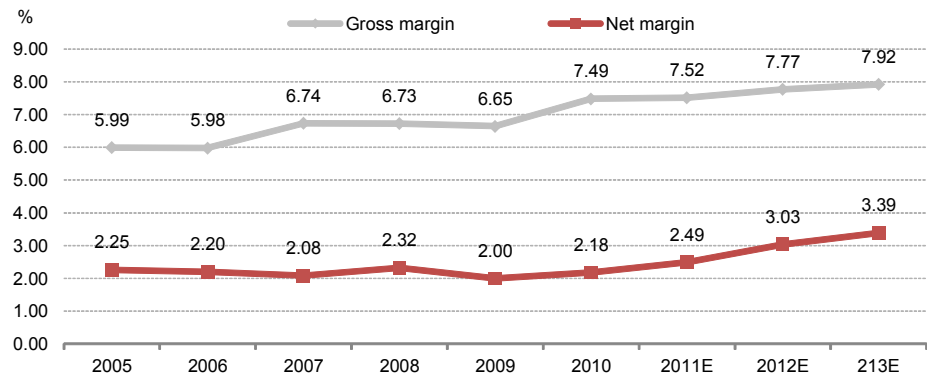
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6: HoReCa sales growth



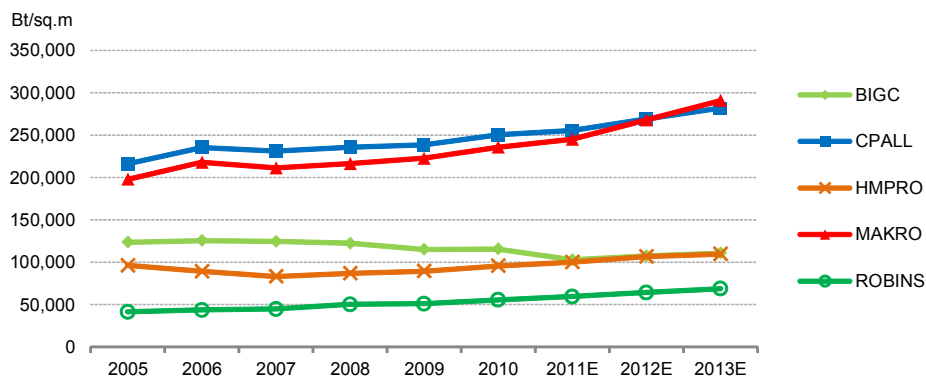
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 7: Margins



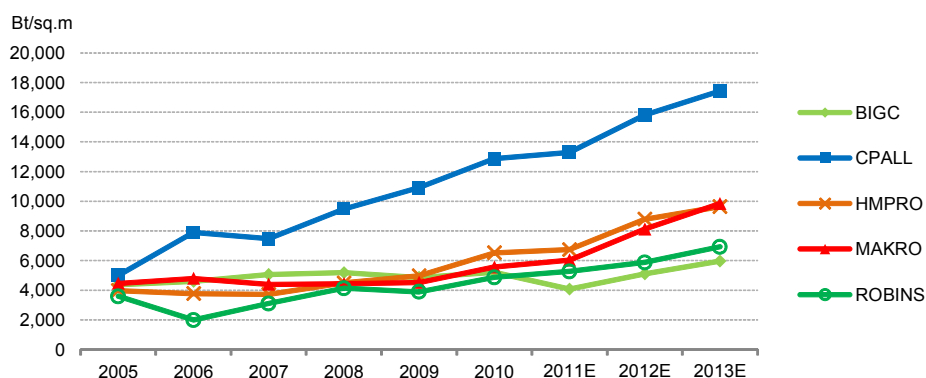
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 8: Sales per sq.m



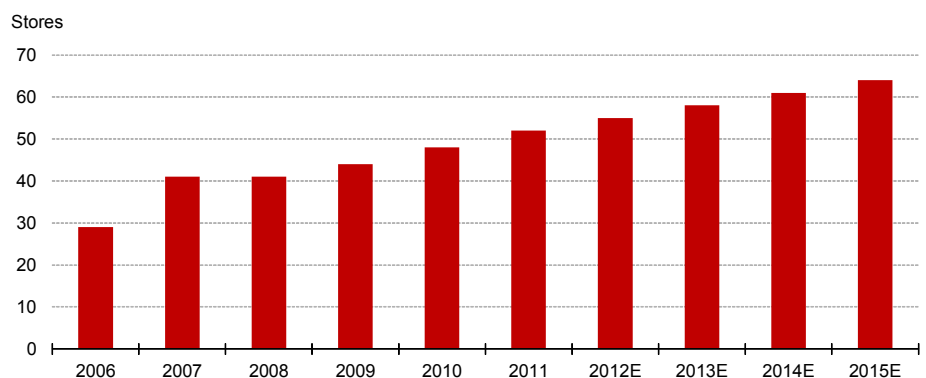
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 9: Profit per sq.m



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 10: Store number



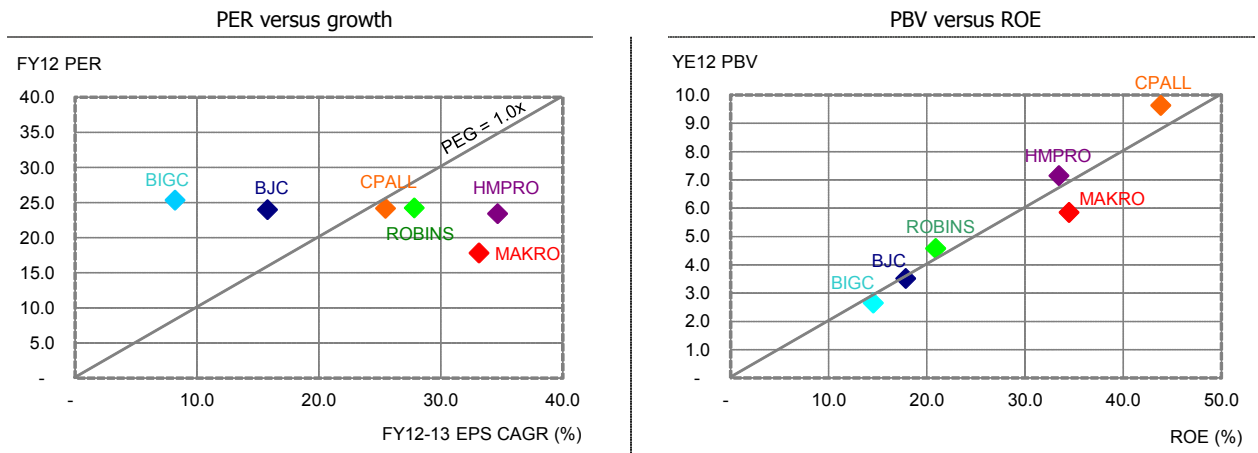
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 11: Consumer comparison

	Recom.	Target Price (Bt)	PER (x)		2-yr EPS CAGR (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)		EV/EBITDA (x)	
			FY 11E	FY 12E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E
BIGC	BUY	132.00	23.4	25.3	20.0	8.2	2.7	2.4	14.5	12.7	1.6	2.0	12.5	11.0
BJC	HOLD	23.70	28.1	23.9	21.0	15.8	3.5	3.2	17.9	18.4	2.1	2.4	11.9	10.9
CPALL	BUY	64.00	31.4	24.2	20.0	25.5	9.6	8.2	43.8	44.7	3.2	3.7	13.4	11.4
HMPRO	BUY	12.60	34.6	23.4	19.1	34.7	7.2	6.0	33.4	34.3	3.4	4.1	14.2	12.2
MAKRO	BUY	330.00	25.2	17.8	14.2	33.1	5.9	5.4	34.5	39.4	5.0	6.1	10.6	9.1
ROBINS	BUY	50.50	30.5	24.2	18.6	27.8	4.6	4.0	20.9	23.9	2.3	3.0	14.2	11.4
Average			31.5	23.6	19.3	27.3	5.3	4.7	25.9	27.2	2.7	3.3	13.1	11.3

Source: Bualuang Research estimates

Figure 12: Valuation matrix



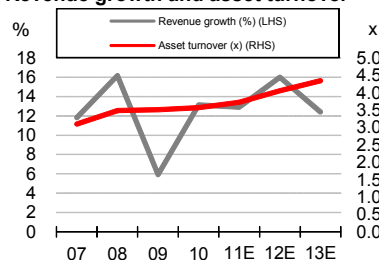
Source: Bualuang Research estimates

Figure 13: PER discount to peer average

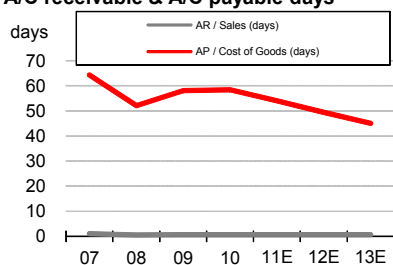
	Discount to peer average						
	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
MAKRO share price							
- based on peers' current prices	338	321	304	287	270	253	237
- based on peers' YE12 target prices	361	343	325	307	289	271	253

Source: Bualuang Research estimates

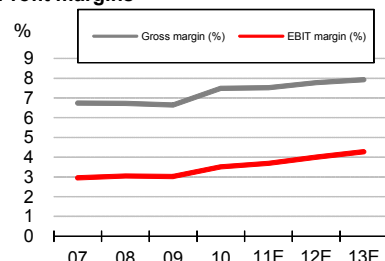
Revenue growth and asset turnover



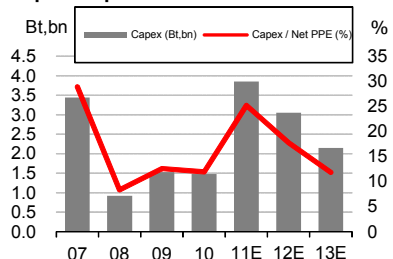
A/C receivable & A/C payable days



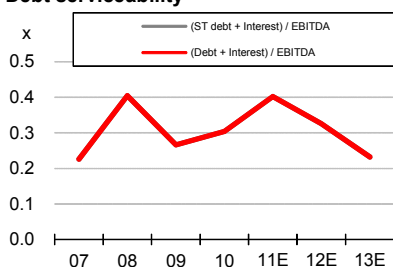
Profit margins



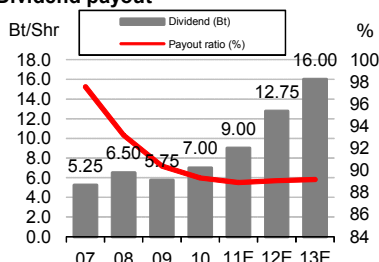
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Revenue	76,423	86,459	97,626	113,240	127,297
Cost of sales and services	(71,342)	(79,987)	(90,288)	(104,438)	(117,209)
Gross profit	5,081	6,472	7,338	8,802	10,088
SG&A	(4,782)	(5,641)	(6,228)	(7,189)	(7,993)
EBIT	299	831	1,110	1,613	2,095
Interest expense	(49)	(35)	(58)	(54)	(50)
Other income/exp.	2,010	2,204	2,489	2,919	3,351
EBT	2,260	3,001	3,542	4,478	5,396
Corporate tax	(708)	(959)	(1,140)	(1,042)	(1,089)
After-tax profit (loss)	1,552	2,042	2,402	3,436	4,307
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(25)	(161)	28	0	0
Net profit (loss)	1,527	1,881	2,430	3,436	4,307
Reported EPS	6.36	7.84	10.12	14.32	17.95
Fully diluted EPS	6.36	7.84	10.12	14.32	17.95
Core net profit	1,552	2,042	2,402	3,436	4,307
Core EPS	6.47	8.51	10.01	14.32	17.95
EBITDA	3,232	4,066	4,615	5,683	6,685

KEY RATIOS

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Revenue growth (%)	5.9	13.1	12.9	16.0	12.4
Gross margin (%)	6.6	7.5	7.5	7.8	7.9
EBITDA margin (%)	4.2	4.7	4.7	5.0	5.3
Operating margin (%)	3.0	3.5	3.7	4.0	4.3
Net margin (%)	2.0	2.2	2.5	3.0	3.4
Core profit margin (%)	2.0	2.4	2.5	3.0	3.4
ROA (%)	7.0	7.8	9.3	12.3	14.7
ROCE (%)	15.8	18.9	22.4	29.2	34.4
Asset turnover (x)	3.5	3.6	3.7	4.1	4.3
Current ratio (x)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Interest coverage (x)	65.8	116.2	79.9	105.2	134.0

BALANCE SHEET (Btm)

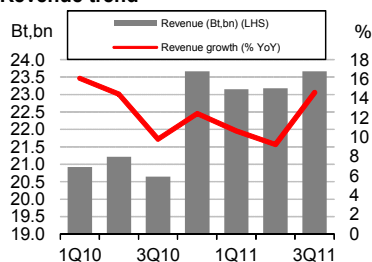
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Cash & Equivalent	3,008	5,294	3,367	2,651	1,862
Accounts receivable	125	144	156	193	199
Inventory	5,932	5,898	6,470	7,094	7,933
PP&E-net	12,152	12,406	15,269	17,216	18,176
Other assets	1,705	1,749	1,719	1,689	1,661
Total assets	22,922	25,492	26,980	28,842	29,832
Accounts payable	11,349	12,812	13,358	14,125	14,462
ST debts & current portion	813	1,200	1,800	1,800	1,500
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	2,025	2,304	2,344	2,461	2,585
Total liabilities	14,187	16,316	17,502	18,386	18,547
Paid-up capital	2,400	2,400	2,400	2,401	2,402
Share premium	3,290	3,290	3,290	3,291	3,292
Retained earnings	3,045	3,486	3,788	4,764	5,591
Shareholders equity	8,735	9,176	9,478	10,456	11,285
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	22,922	25,492	26,980	28,842	29,832

CASH FLOW (Btm)

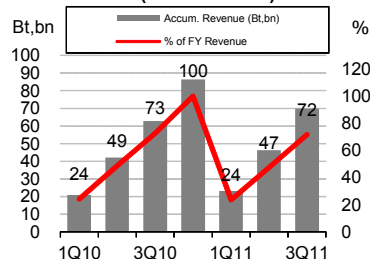
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Net income	1,527	1,881	2,430	3,436	4,307
Depreciation and amortization	923	1,030	1,015	1,151	1,239
Change in working capital	1,818	1,694	(129)	110	(506)
FX, non-cash adjustment & others	84	246	107	98	102
Cash flows from operating activities	4,352	4,851	3,424	4,794	5,142
Capex (Invest)/Divest	(1,529)	(1,481)	(3,850)	(3,050)	(2,151)
Others	(3)	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,532)	(1,481)	(3,850)	(3,050)	(2,151)
Debt financing (repayment)	(402)	387	600	0	(300)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,320)	(1,440)	(2,100)	(2,460)	(3,480)
Cash flows from financing activities	(1,722)	(1,053)	(1,500)	(2,460)	(3,780)
Net change in cash	1,098	2,317	(1,926)	(716)	(789)
Free cash flow (Btm)	2,823	3,370	(426)	1,744	2,991
FCF per share (Bt)	11.76	14.04	(1.78)	7.27	12.46

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

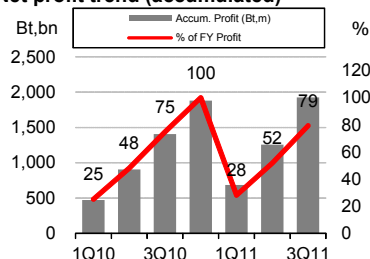
Revenue trend



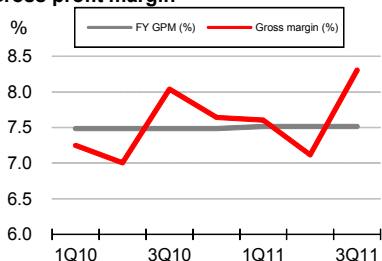
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
Revenue	20,651	23,667	23,153	23,179	23,667
Cost of sales and services	(18,991)	(21,859)	(21,392)	(21,529)	(21,701)
Gross profit	1,660	1,809	1,761	1,650	1,966
SG&A	(1,481)	(1,458)	(1,421)	(1,432)	(1,638)
EBIT	179	351	339	217	328
Interest expense	(8)	(11)	(11)	(16)	(16)
Other income/exp.	543	590	652	610	677
EBT	715	931	980	811	989
Corporate tax	(212)	(296)	(323)	(238)	(320)
After-tax profit (loss)	503	635	657	573	669
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	(161)	28	0	0
Net profit (loss)	503	474	685	573	669
Reported EPS	2.10	1.97	2.85	2.39	2.79
Fully diluted EPS	2.10	1.97	2.85	2.39	2.79
Core net profit	503	635	657	573	669
Core EPS	2.10	2.65	2.74	2.39	2.79
EBITDA	985	1,209	1,228	1,066	1,266

KEY RATIOS

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
Gross margin (%)	8.0	7.6	7.6	7.1	8.3
EBITDA margin (%)	4.8	5.1	5.3	4.6	5.3
Operating margin (%)	3.5	4.0	4.3	3.6	4.2
Net margin (%)	2.4	2.0	3.0	2.5	2.8
Core profit margin (%)	2.4	2.7	2.8	2.5	2.8
BV (Bt)	37.51	38.23	41.09	39.72	39.26
ROE (%)	22.4	20.9	28.8	23.6	28.2
ROA (%)	9.1	7.9	10.5	8.7	10.2
Current ratio (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
Gearing ratio (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	126.8	114.2	111.6	66.2	76.9

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
Cash & Equivalent	2,657	5,294	5,873	4,510	3,182
Accounts receivable	104	144	138	130	157
Inventory	5,371	5,898	6,061	6,123	6,257
PP&E-net	12,515	12,406	12,972	13,811	14,666
Other assets	1,553	1,749	1,640	1,656	1,735
Total assets	22,201	25,492	26,685	26,231	25,997
Accounts payable	10,383	12,812	12,119	11,690	11,744
ST debts & current portion	817	1,200	2,058	2,116	2,122
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	1,999	2,304	2,646	2,891	2,708
Total liabilities	13,199	16,316	16,824	16,697	16,574
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	3,312	3,486	4,171	3,844	3,733
Shareholders equity	9,002	9,176	9,861	9,534	9,423
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	22,201	25,492	26,685	26,231	25,997

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, KBANK, KK, KTB, IRPC, IVL, LH, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TRUE, TOP, 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.