

แนวโน้มการเปิดสาขาใหม่ยังไม่ชัดเจน ถือเป็นโอกาสที่ราคาสูง และ “ขาย”

▶ **งวด 2Q55 หยอด Earning surprise กำไรกลับมาเติบโตตามปกติ 27% YoY**
ประโยชน์จากการควบรวมกับคาร์ฟูร์ (Synergy) ที่ชะลอตัวลง ทำให้กำไรงวด 2Q55 ไม่มี Earning surprise เหมือนช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา โดยกำไรอยู่ที่ 1,388 ล้านบาท ลดลง 23% QoQ จากผลของฤดูกาลแต่เพิ่มขึ้น 27% YoY โดยมาจากยอดขายที่เติบโตเพียง 5% YoY (ยอดขายสาขาเดมโต 1.6%) เพราะช่วงเดือน เม.ย.และพ.ค. มีปัจจัยกดดันจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำและปัญหาค่าครองชีพสูง ส่งผลต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภค ขณะที่ Gross margin ปรับลงจาก 14.4% งวด 2Q54 เหลือ 13.5% เพราะงวด 2Q54 มีการรับรู้ Synergy ย้อนหลังของ 1Q54 บวกกับเริ่มเห็นผลกระทบจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นโดยเฉพาะโปรโมชันคู่แข่งส่วนลดซึ่งกดดัน Gross margin อย่างไรก็ตาม ได้รับการชดเชยจากรายได้จากค่าเช่าเพิ่มขึ้นถึง 12% YoY และการรับรู้เงินประกันจากนำท่วมอีก 153 ล้านบาท บวกกับการควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ดี ทำให้ SG&A/Sales ปรับลดลงจาก 16.7% งวด 2Q54 เหลือ 16.2% และได้ประโยชน์จากการลดอัตราภาษีเหลือ 23%

▶ **งวด 2H55 ยังคงแข่งขันรุนแรง ขณะที่ยังไม่เห็นแผนการเปิดสาขาที่ชัดเจนปีหน้า**
แม้กำไรสุทธิงวด 1H55 คิดเป็น 54% ของประมาณการทั้งปี แต่คาดว่าผลจากการชะลอตัวลงของประโยชน์จากการควบรวม (Synergy) และเงินชดเชยจากประกันที่จะลดลง ทำให้ผลกำไรจากนี้จะมาจากการดำเนินงานตามปกติ ซึ่งยังมีปัจจัยกดดันจากการการแข่งขันที่รุนแรงต่อเนื่องใน 2H55 ทำให้ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการเดิม โดยคาดการณ์กำไรปี 2555 ไว้ที่ 5,913 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% YoY ทั้งนี้คาดว่ากำไรงวด 3Q55 มีแนวโน้มอ่อนตัวลงจากผลกระทบของ low season ก่อนที่จะกลับมาเติบโตอีกครั้งในงวด 4Q55 ตามลำดับ ขณะที่คาดการณ์กำไรปี 2556 จะเติบโตต่อเนื่องอีก 14% YoY ภายใต้สมมติฐานแบบอนุรักษ์นิยม โดยกำหนดให้การเปิดสาขาใหม่ใกล้เคียงกับปี 2555 คือเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต, บิกซี มาร์เก็ต และมินิ บิกซี ราว 5, 10 และ 150 แห่งตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทในระยะยาวปี 2559 ที่ 300 แห่ง (ไฮเปอร์มาร์เก็ตและบิกซี มาร์เก็ต) และ 950 แห่ง (มินิ บิกซี) จากปัจจุบันมีไฮเปอร์มาร์เก็ตและบิกซี มาร์เก็ต 124 แห่ง และมินิ บิกซี 76 แห่งหรือคิดเฉลี่ยแล้วต้องเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต, บิกซี มาร์เก็ต และมินิ บิกซี ปีละ 8, 34 และ 206 แห่ง ตั้งแต่ 2556-2559 และหากเปิดสาขาตามเป้าหมายของบริษัท คาดว่าต้องใช้เงินลงทุนราว 1-1.1 หมื่นล้านบาทต่อปี ขณะที่ยังมีภาระที่ต้องจ่ายคืนหนี้เงินกู้ซึ่งพึ่งจะ refinance ราว 3.2 หมื่นล้านบาท แต่กระแสเงินสดภายในมีเพียง 1-1.2 หมื่นล้านบาท ทำให้ปัจจัยกดดันเรื่องเงินทุน ยังคงอยู่ต่อไปในช่วง 2-3 ปีจากนี้

▶ **ราคาอยู่บนความคาดหวังที่สูงมาก ถือเป็นโอกาสที่ราคาสูง และ “ขาย”**
ราคาหุ้นที่ผ่านมาได้ปรับขึ้นมาสะท้อนทุกประเด็นบวก ขณะที่ผลประกอบการต่อจากนี้มีโอกาสที่จะเกิด Earning surprise น้อย ขณะที่บริษัทยังไม่สามารถเปิดเผยแผนการเปิดสาขาใหม่ในปีหน้าซึ่งถือเป็นประเด็นที่กดดันราคาหุ้นในระยะสั้น ขณะที่มูลค่าพื้นฐาน (FV@177 บาท) ยังต่ำกว่าราคาตลาดในปัจจุบัน จึงยังคงแนะนำ “ขาย”

Key Data (ล้านบาท)					
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	68,058	69,859	102,563	111,806	120,751
กำไรสุทธิ	2,868	2,816	5,242	5,913	6,738
กำไรปกติ	2,868	3,208	4,716	5,613	6,738
Norm EPS	3.6	4.0	5.9	6.8	8.2
EPS (บาท)	3.58	3.51	6.54	7.17	8.17
PER (เท่า)	55.7	56.8	30.5	27.8	24.4
Dividend Yield (%)	0.98	0.98	0.98	1.08	1.23
PBV (เท่า)	8.4	8.0	6.8	5.1	4.4
ROE (%)	15.8	14.4	24.0	21.3	19.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

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

วันอังคารที่ 24 กรกฎาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน 195.50 บาท

Fair Value : 177 บาท

มูลค่าตลาด : 164,588 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

▲▲▲▲

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	6.80	7.73	-12%
2556F	8.20	9.17	-11%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุภวงษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 03974

✉ kawee@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

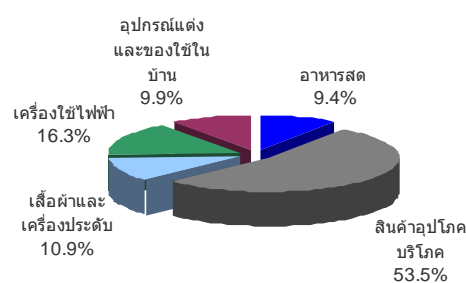
✉ anuwat@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงาน 2Q55

Key Data (ล้านบาท)	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H54	1H55	%YoY
ยอดขาย	18,324	24,831	26,436	25,348	25,947	26,484	27,753	4.8%	5.0%	51,268	54,237	5.8%
รายได้ค่าเช่าและบริการ	1,075	1,647	1,769	1,854	1,715	1,900	1,973	3.8%	11.5%	3,416	3,873	13.4%
ต้นทุนขาย	15,834	21,285	22,640	21,805	21,595	22,509	24,010	6.7%	6.0%	43,926	46,519	5.9%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,413	4,447	4,415	4,541	4,580	4,390	4,483	2.1%	1.6%	8,862	8,873	0.1%
กำไรปกติ	1,141	941	1,323	811	1,641	1,551	1,235	-20.4%	-6.6%	2,264	2,786	23.1%
กำไรสุทธิ	749	941	1,090	811	2,400	1,777	1,388	-21.9%	27.3%	2,031	3,165	55.8%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.94	1.18	1.36	1.01	3.00	2.22	1.70	-23.2%	25.1%	2.54	3.92	54.6%
SG&A/Sales	13.2%	17.9%	16.7%	17.9%	17.7%	16.6%	16.2%			17.3%	16.4%	
อัตรากำไรขั้นต้น	13.6%	14.3%	14.4%	14.0%	16.8%	15.0%	13.5%			14.3%	14.2%	
อัตรากำไรสุทธิ	4.1%	3.8%	4.1%	3.2%	9.2%	6.7%	5.0%			4.0%	5.8%	

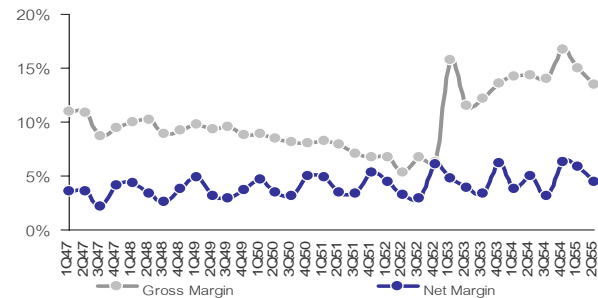
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างรายได้ตามประเภทสินค้าปี 2554



ที่มา : บริษัท และฝ่ายวิจัย ASP

สรุป Gross margin และ Net margin



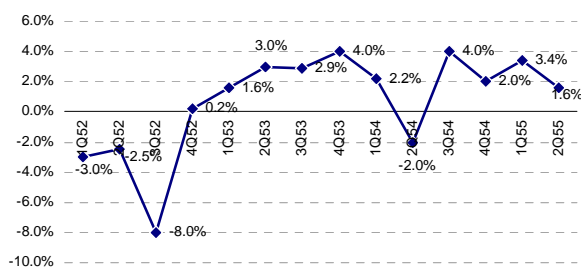
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

รูปแบบสาขาของ BIGC เทียบกับคู่แข่ง

Store Type	Format	Since	Lotus	makro	7	STPS	Customer target
Hypermarkets (>2,500 m2)	Premium	Since 2011	✓	✓	✗	✗	Mid to High Income
	Supercenter	1994	✓	✗	✗	✗	Mid to Low Income
Supermarkets (300-2,500 m2)	Big C Market	2010	✓	✗	✗	✓	Mid to Low Income
	Standalone/shophouse	2007	✓	✗	✓	✓	Mid to Low Income
Proximity / CVS stores (<300 m2)	Gas stations	✗	✓	✗	✓	✗	Mid to Low Income
	Jumbo	Since 2011	✗	✓	✗	✗	HoReCa / Wholesalers
Cash and Carry (c.10,000 m2)	Jumbo Station	Since 2011	✗	✗	✗	✗	HoReCa / Wholesalers
	Pharmacy	2007	✗	✗	✗	✗	N/A
Specialty	Optical store	Since 2011	✓	✗	✗	✗	Mid to Low Income
	@BigClick.com	Since 2010	✓	✗	✗	✗	

ที่มา :บริษัท และ ฝ่ายวิจัย ASP

การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG)



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Technical chart



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

สรุปตัวเลขสำคัญทางการเงิน

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	69,869	102,563	111,806	120,751	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(60,602)	(87,325)	(95,083)	(102,690)	กำไรสุทธิ	2,816	5,242	5,913	6,738
กำไรขั้นต้น	9,257	15,238	16,723	18,061	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(11,227)	(17,982)	(19,715)	(21,051)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,540	3,307	4,280	4,604
ดอกเบี้ยจ่าย	(6)	(1,271)	(1,255)	(1,050)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	1,262	3,377	-	-
รายได้อื่น	6,350	10,930	11,560	12,485	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	1,434	(770)	496	860
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,373	6,914	7,313	8,445	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	8,052	11,156	10,689	12,202
ภาษีเงินได้	(1,149)	(2,180)	(1,682)	(1,689)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	3,224	4,735	5,631	6,756	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
กำไร/ขาดทุนจากผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(17)	(19)	(19)	(19)	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(3)	(23,498)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(391)	526	300	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์การ	(2,013)	(17,571)	(5,500)	(7,000)
กำไรสุทธิ	2,816	5,242	5,913	6,738	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(2,016)	(41,069)	(5,500)	(7,000)
EPS fully diluted	3.51	6.54	7.17	8.17	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	36,500	(6,500)	(2,727)
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	4,156	-
การเติบโตของยอดขาย	2.6%	46.8%	9.0%	8.0%	อื่นๆ	(15)	(16)	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-1.8%	86.1%	12.8%	14.0%	ลด จ่ายปันผล	(1,571)	(1,571)	(1,570)	(1,770)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	13.3%	14.9%	15.0%	15.0%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,586)	34,913	(3,914)	(4,497)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.0%	5.1%	5.3%	5.6%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	4,450	5,000	1,275	705
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	25,348	25,947	26,484	27,753	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	5,132	7,422	8,696	9,401
ต้นทุนขาย	(21,805)	(21,595)	(22,509)	(24,010)	ลูกหนี้การค้า	180	274	247	267
กำไรขั้นต้น	3,543	4,353	3,975	3,743	สินค้าคงเหลือ	5,129	8,941	7,660	8,273
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(4,541)	(4,580)	(4,390)	(4,483)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,061	4,264	4,384	5,137
ดอกเบี้ยจ่าย	(405)	(335)	(353)	(302)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	22,618	36,883	38,102	40,498
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	สินทรัพย์รวม	39,533	90,726	93,130	98,291
รายได้อื่น	2,445	3,242	2,775	2,688					
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,042	2,680	2,008	1,644	เจ้าหนี้การค้า	16,442	24,980	25,022	27,024
ภาษีเงินได้	(227)	(1,035)	(453)	(404)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,608	2,463	2,901	3,166
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	815	1,645	1,555	1,240	หนี้สินรวม	19,438	67,206	61,112	61,305
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(5)	(4)	(4)	(5)					
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	759	226	153	ทุนที่ชำระแล้ว	8,014	8,014	8,250	8,250
กำไรสุทธิ	811	2,400	1,777	1,388	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,246	2,246	6,166	6,166
					กำไรสะสม	9,680	13,304	17,647	22,615
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	20,095	23,520	32,019	36,987
ยอดขาย (YoY)	53.3%	41.6%	6.7%	11.8%					
กำไรขั้นต้น (YoY)	76.1%	74.8%	5.7%	5.5%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	39,533	90,726	93,131	98,292
กำไรสุทธิ (YoY)	43.5%	220.3%	106.7%	47.5%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.69	0.33	0.75	0.76	ยอดขายเติบโต	2.6%	46.8%	9.0%	8.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	439.43	451.76	451.76	451.76	อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	13.3%	14.9%	15.0%	15.0%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	11.11	12.41	12.41	12.41	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	16.1%	17.5%	17.6%	17.4%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.05	4.22	3.80	3.80	รายได้อื่นเติบโต	-74.6%	72.1%	5.8%	8.0%
หนี้สินที่มีการชดเชยเบี่ยงต่อส่วนผู้ถือหุ้น	-	1.55	0.94	0.74	จำนวนสาขาในกทม.	27	57	58	58
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.4%	8.0%	6.4%	7.0%	จำนวนสาขาในต่างจังหวัด	46	63	72	87
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.4%	24.0%	21.3%	19.5%	จำนวนสาขาทั้งหมด	73	120	130	145

ที่มา :งบการเงิน ฝ่ายวิจัย ASP