

# บิกซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์

ความน่าสนใจเริ่มลดน้อยลง

Consumer/  
Retail  
Overweight

**ประเด็นการลงทุน:** BIGC ดูเหมือนว่าจะขาดปัจจัยหนุนในระยะสั้นและระยะกลาง อัตราการเติบโตได้กลับไปอยู่ในระดับต่ำอีกครั้งและคาดว่าจะอยู่ในระดับนี้ไปอีก 12-18 เดือน จนกว่าแผนการขยายสาขาเชิงรุกจะเริ่มเห็นเป็นรูปธรรม ดังนั้นแม้ว่าราคาหุ้นเมื่อวานนี้ลดลง 7% แต่เรายังคงคำแนะนำ ถือ และราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 228 บาท

**ผลประกอบการไตรมาส 2/55-เรื่องเซอร์ไพรส์เชิงบวกจบลงแล้ว:** BIGC รายงานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมไตรมาส 2/55 ที่ 1.6% (2.5% ในครั้งแรกของปี 2555) ซึ่งต่ำกว่าที่คาดไว้ที่ 2% เล็กน้อย แต่เรื่องที่น่าผิดหวังคืออัตรากำไร ซึ่งลดลงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ BIGC ซื้อ Carrefour มา โดยอัตรากำไรขั้นต้นลดลง 87 bps YoY และ 152 bps QoQ เป็น 13.5% ทั้งนี้ดูเหมือนว่า Synergy ที่ได้จากการควบรวม Carrefour นั้นได้รับรู้ไปหมดแล้ว ในขณะที่การแข่งขันทางราคากับ Tesco ได้เพิ่มสูงขึ้น แม้ว่า BIGC ได้ออกโปรโมชั่นมากมายในไตรมาสนี้ แต่ผลที่ออกมาคือยอดขายโตเพียงเล็กน้อยและอัตรากำไรหดตัว ถือว่าไม่ค่อยน่าประทับใจ

**เติบโตช้าในระยะสั้นและระยะปานกลาง:** เราไม่คาดหวังว่าอัตรากำไรจะขยายตัวขึ้นในระยะกลางเนื่องจากยอดขายไม่สามารถเติบโตได้มากเพียงพอที่จะต่อรองกับซัพพลายเออร์ได้มากขึ้น อัตราเติบโตของรายได้ที่จะมาจากการขยายสาขาเชิงรุกก็ยังไม่เห็นจนถึงปี 2557 นอกจากนี้การแข่งขันด้านราคากับ Tesco ที่รุนแรงจะยังคงกดดันอัตรากำไรต่อเนื่อง ดังนั้นเรามองว่าไตรมาส 3/55 ที่จะถึงนี้จะเป็ไตรมาสสุดท้ายที่ **BIGC** รายงานการเติบโตแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน (เนื่องจากฐานที่ต่ำ) หลังจากนั้นเราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตประมาณ 10%

**เรื่องใหม่ยังไม่มา:** ในการประชมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ BIGC ยืนยันเกี่ยวกับแผนที่จะมีร้านขนาดใหญ่ (ทั้งไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ต) ให้ได้ 300 สาขา และร้าน Mini Big C 950 สาขาภายในปี 2559 (จากปัจจุบันที่มี 124 และ 76 สาขาตามลำดับ) แต่อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารปฏิเสธที่จะบอกถึงจำนวนสาขาที่จะเปิดในปีหน้า แต่กล่าวเพียงแค่ว่าจะค่อยๆเพิ่มขึ้นจากปีนี้ ในมุมมองของเรา แผนขยายสาขานั้นไม่ค่อยชัดเจน และเราเชื่อว่าตลาดจะยังไม่รวมแผนการขยายสาขาของบริษัททั้งหมดเข้าไปในประมาณการ จนกว่าบริษัทจะเร่งขยายสาขาให้เห็นว่าก่อน อย่างน้อยต้องไม่ต่ำกว่า 25 สาขาขนาดใหญ่ในปีหน้า ทั้งนี้เราประมาณการไว้เพียง 50% ของที่บริษัทตั้งเป้าหมายไว้

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 228.00 บาท  
ราคา (23/07/12): 199.50 บาท

## Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt164.59bn		
12-mth price range	Bt97.00/Bt238.00		
12-mth avg daily volume	Bt145.40m		
# of shares (m)	825.0		
Est. free float (%)	36.7		
Foreign limit (%)	49.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(9.6)	16.0	72.2
Absolute	(6.3)	15.7	77.3

## Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	102,563	109,646	118,170	129,294
Net profit (Btm)	5,242	6,633	7,481	8,190
EPS (Bt)	6.54	8.04	9.07	9.93
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.04	0.98	0.88
EPS growth (%)	+86.1%	+22.9%	+12.8%	+9.5%
Core profit (Btm)	5,101	6,633	7,481	8,190
Core EPS (Bt)	6.37	8.04	9.07	9.93
Core EPS growth (%)	+59.0%	+26.3%	+12.8%	+9.5%
PER (x)	30.5	24.8	22.0	20.1
Core PER (x)	31.3	24.8	22.0	20.1
EV/EBITDA (x)	16.5	13.8	12.7	11.6
PBV (x)	6.8	5.1	4.3	3.7
Dividend (Bt)	2.0	2.4	2.7	3.0
Dividend yield (%)	1.0	1.2	1.4	1.5
ROE (%)	24.1	23.7	21.2	20.0
Net gearing (x)	1.2	0.7	0.5	0.3

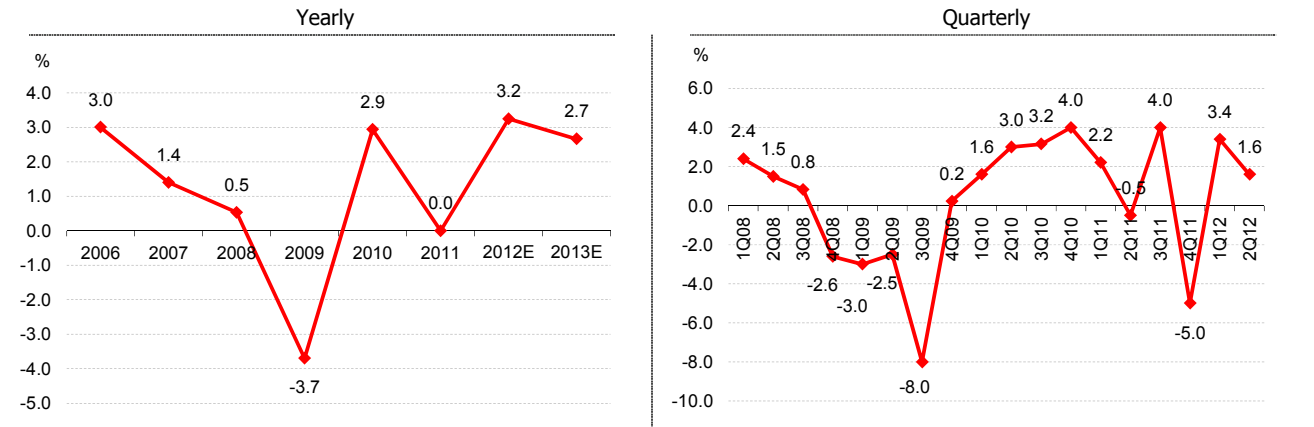
CG Rating - 2011



## Company profile

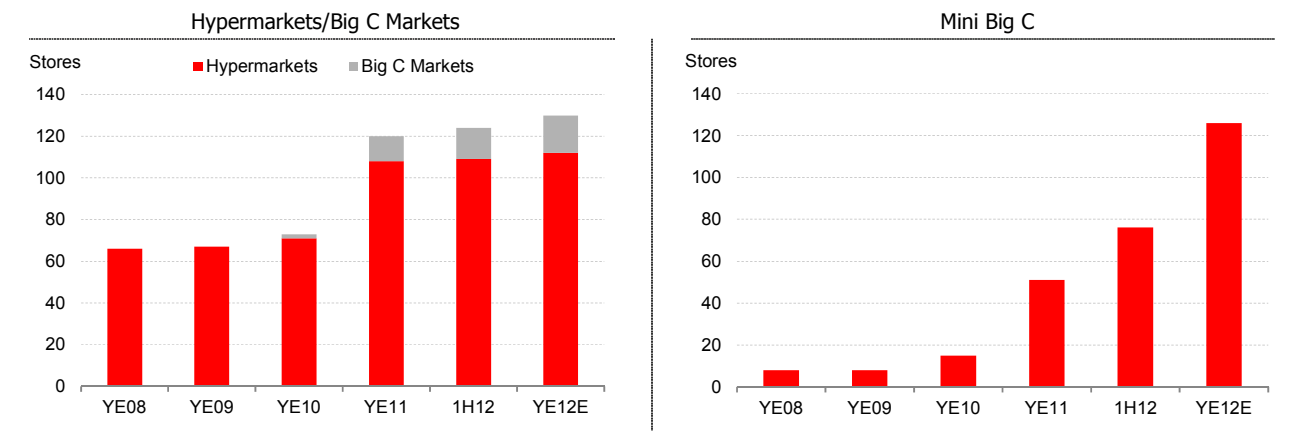
Big C Supercenter (BIGC), a member of the Casino Group of France, is the second largest hypermarket operator in Thailand.

**Figure 1: Same-store-sales growth**



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Figure 2: Number of stores**



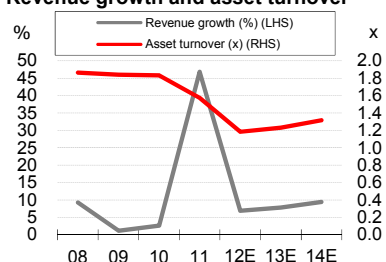
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Figure 3: Consumer comparison**

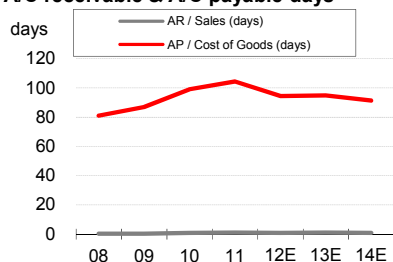
	Recom.	Target Price (Bt)	PER (x)			3-yr EPS CAGR (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)		EV/EBITDA (x)	
			FY 11	FY 12E	FY 13E	FY 12-14	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	FY 12E	FY 13E	
BIGC	HOLD	228.00	30.5	24.8	22.0	14.9	5.1	4.3	23.7	21.2	1.2	1.4	13.8	12.7	
BJC	HOLD	39.50	29.0	25.5	21.7	15.9	3.9	3.6	18.7	19.7	2.0	2.3	12.7	11.2	
CPALL	BUY	40.00	40.1	29.8	24.1	25.0	14.9	12.4	50.3	56.5	2.8	3.5	17.1	14.4	
CPN	BUY	58.00	50.0	25.8	22.8	37.7	4.4	3.9	18.5	18.3	1.6	1.8	14.6	13.5	
HMPRO	BUY	14.50	34.9	25.7	20.3	26.5	7.4	6.2	31.0	33.2	2.0	3.2	14.9	12.3	
MAKRO	BUY	424.00	31.2	22.7	18.1	28.3	7.9	7.3	35.8	41.9	4.1	5.2	13.3	11.2	
ROBINS	BUY	69.00	46.4	31.6	25.4	33.1	6.3	5.4	22.6	24.3	1.6	2.0	19.6	15.9	
<b>Average</b>			<b>37.5</b>	<b>26.6</b>	<b>22.1</b>	<b>25.9</b>	<b>7.1</b>	<b>6.2</b>	<b>28.7</b>	<b>30.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	<b>15.1</b>	<b>13.0</b>	

Source: Bualuang Research estimates

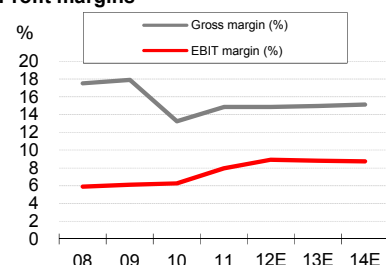
## Revenue growth and asset turnover



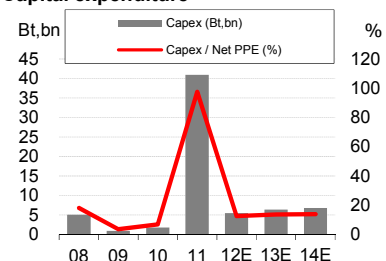
## A/C receivable &amp; A/C payable days



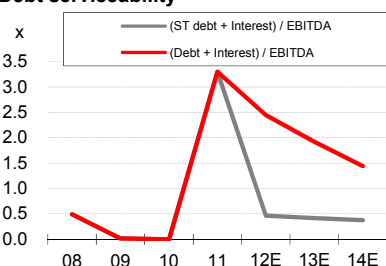
## Profit margins



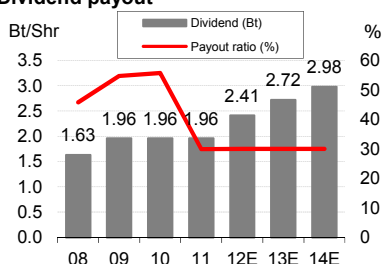
## Capital expenditure



## Debt serviceability



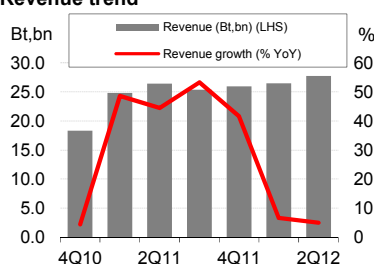
## Dividend payout



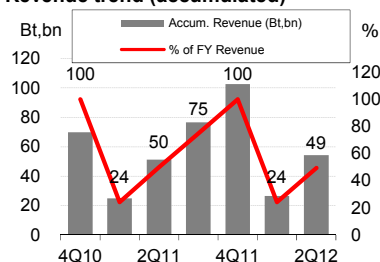
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	69,859	102,563	109,646	118,170	129,294
Cost of sales and services	(60,602)	(87,325)	(93,361)	(100,479)	(109,716)
<b>Gross profit</b>	<b>9,257</b>	<b>15,238</b>	<b>16,285</b>	<b>17,692</b>	<b>19,579</b>
SG&A	(11,227)	(17,982)	(18,144)	(19,549)	(21,507)
<b>EBIT</b>	<b>(1,971)</b>	<b>(2,744)</b>	<b>(1,859)</b>	<b>(1,857)</b>	<b>(1,928)</b>
Interest expense	(6)	(1,271)	(1,144)	(821)	(677)
Other income/exp.	6,350	10,890	11,637	12,245	13,223
<b>EBT</b>	<b>4,373</b>	<b>6,874</b>	<b>8,634</b>	<b>9,566</b>	<b>10,618</b>
Corporate tax	(1,149)	(1,754)	(1,979)	(2,061)	(2,400)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>3,224</b>	<b>5,120</b>	<b>6,655</b>	<b>7,505</b>	<b>8,218</b>
Minority interest	(17)	(19)	(22)	(24)	(28)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(391)	140	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,816</b>	<b>5,242</b>	<b>6,633</b>	<b>7,481</b>	<b>8,190</b>
Reported EPS	3.51	6.54	8.04	9.07	9.93
Fully diluted EPS	3.51	6.54	8.04	9.07	9.93
<b>Core net profit</b>	<b>3,208</b>	<b>5,101</b>	<b>6,633</b>	<b>7,481</b>	<b>8,190</b>
Core EPS	4.00	6.37	8.04	9.07	9.93
<b>EBITDA</b>	<b>6,905</b>	<b>11,454</b>	<b>13,552</b>	<b>14,382</b>	<b>15,543</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	2.6	46.8	6.9	7.8	9.4
Gross margin (%)	13.3	14.9	14.9	15.0	15.1
EBITDA margin (%)	9.9	11.2	12.4	12.2	12.0
Operating margin (%)	6.3	7.9	8.9	8.8	8.7
Net margin (%)	4.0	5.1	6.0	6.3	6.3
Core profit margin (%)	4.6	5.0	6.0	6.3	6.3
ROA (%)	7.4	8.0	7.2	7.8	8.3
ROCE (%)	14.4	13.1	10.7	11.6	12.5
Asset turnover (x)	1.8	1.6	1.2	1.2	1.3
Current ratio (x)	0.7	0.3	0.7	0.7	0.6
Gearing ratio (x)	(0.3)	1.2	0.7	0.5	0.3
Interest coverage (x)	1,070.1	9.0	11.9	17.5	23.0
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>5,132</b>	<b>7,422</b>	<b>9,223</b>	<b>8,159</b>	<b>6,631</b>
Accounts receivable	180	274	274	317	330
Inventory	5,129	8,941	9,187	9,952	10,947
PP&E-net	25,879	41,929	43,850	46,443	49,189
Other assets	3,213	32,160	32,210	32,260	32,310
<b>Total assets</b>	<b>39,533</b>	<b>90,726</b>	<b>94,744</b>	<b>97,130</b>	<b>99,406</b>
Accounts payable	16,442	24,980	24,157	26,082	27,438
ST debts & current portion	0	36,500	5,154	5,154	5,154
Long-term debt	0	0	26,846	21,692	16,538
Other liabilities	2,996	5,726	6,047	6,170	6,297
<b>Total liabilities</b>	<b>19,438</b>	<b>67,206</b>	<b>62,204</b>	<b>59,098</b>	<b>55,427</b>
Paid-up capital	8,014	8,014	8,250	8,250	8,250
Share premium	2,246	2,246	5,966	5,966	5,966
Retained earnings	9,680	13,304	18,366	23,858	29,803
<b>Shareholders equity</b>	<b>20,075</b>	<b>23,498</b>	<b>32,517</b>	<b>38,008</b>	<b>43,954</b>
Minority interests	20	22	23	24	25
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>39,533</b>	<b>90,726</b>	<b>94,744</b>	<b>97,130</b>	<b>99,406</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,816	5,242	6,633	7,481	8,190
Depreciation and amortization	2,525	3,309	3,774	3,995	4,247
Change in working capital	1,434	(770)	(1,118)	1,067	299
FX, non-cash adjustment & others	8	665	(8)	(6)	(2)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>6,783</b>	<b>8,446</b>	<b>9,282</b>	<b>12,537</b>	<b>12,734</b>
Capex (Invest)/Divest	(1,795)	(40,914)	(5,515)	(6,408)	(6,813)
Others	(221)	(155)	(50)	(50)	(50)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(2,016)</b>	<b>(41,069)</b>	<b>(5,565)</b>	<b>(6,458)</b>	<b>(6,863)</b>
Debt financing (repayment)	0	36,500	(4,500)	(5,154)	(5,154)
Equity financing	0	0	4,156	0	0
Dividend payment	(1,586)	(1,587)	(1,571)	(1,990)	(2,244)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(1,586)</b>	<b>34,913</b>	<b>(1,915)</b>	<b>(7,144)</b>	<b>(7,398)</b>
Net change in cash	3,181	2,290	1,802	(1,064)	(1,528)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>4,988</b>	<b>(32,469)</b>	<b>3,767</b>	<b>6,129</b>	<b>5,921</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>6.22</b>	<b>(40.52)</b>	<b>4.57</b>	<b>7.43</b>	<b>7.18</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

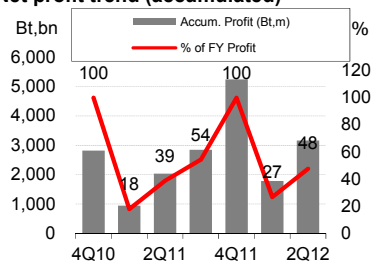
## Revenue trend



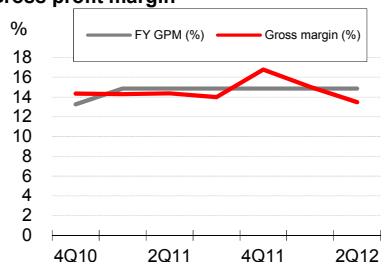
## Revenue trend (accumulated)



## Net profit trend (accumulated)



## Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	26,436	25,348	25,948	26,484	27,753
Cost of sales and services	(22,640)	(21,805)	(21,595)	(22,509)	(24,010)
<b>Gross profit</b>	<b>3,796</b>	<b>3,543</b>	<b>4,353</b>	<b>3,975</b>	<b>3,743</b>
SG&A	(4,648)	(4,541)	(4,347)	(4,390)	(4,483)
<b>EBIT</b>	<b>(852)</b>	<b>(997)</b>	<b>7</b>	<b>(414)</b>	<b>(741)</b>
Interest expense	(330)	(405)	(335)	(353)	(302)
Other income/exp.	2,793	2,445	3,202	3,001	2,841
<b>EBT</b>	<b>1,611</b>	<b>1,042</b>	<b>2,873</b>	<b>2,234</b>	<b>1,797</b>
Corporate tax	(516)	(227)	(610)	(453)	(404)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>1,095</b>	<b>815</b>	<b>2,264</b>	<b>1,781</b>	<b>1,393</b>
Minority interest	(5)	(5)	(5)	(4)	(5)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	140	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,090</b>	<b>811</b>	<b>2,399</b>	<b>1,777</b>	<b>1,388</b>
Reported EPS	1.36	1.01	2.99	2.22	1.68
Fully diluted EPS	1.36	1.01	2.99	2.22	1.68
<b>Core net profit</b>	<b>1,090</b>	<b>811</b>	<b>2,259</b>	<b>1,777</b>	<b>1,388</b>
Core EPS	1.36	1.01	2.82	2.22	1.68
<b>EBITDA</b>	<b>2,717</b>	<b>2,280</b>	<b>4,025</b>	<b>3,400</b>	<b>2,963</b>
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	14.4	14.0	16.8	15.0	13.5
EBITDA margin (%)	10.3	9.0	15.5	12.8	10.7
Operating margin (%)	7.3	5.7	12.4	9.8	7.6
Net margin (%)	4.1	3.2	9.2	6.7	5.0
Core profit margin (%)	4.1	3.2	8.7	6.7	5.0
BV (Bt)	25.39	26.41	29.35	31.56	35.22
ROE (%)	21.2	15.6	43.0	29.2	20.4
ROA (%)	5.1	3.8	11.0	7.8	6.2
Current ratio (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Gearing ratio (x)	1.7	1.6	1.2	1.2	0.9
Interest coverage (x)	8.2	5.6	12.0	9.6	9.8
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>5,025</b>	<b>2,262</b>	<b>7,422</b>	<b>6,303</b>	<b>6,355</b>
Accounts receivable	48	73	274	210	148
Inventory	7,680	8,341	8,941	9,182	8,624
PP&E-net	28,541	25,930	26,347	26,692	27,197
Other assets	44,235	47,601	47,742	48,015	47,220
<b>Total assets</b>	<b>85,530</b>	<b>84,207</b>	<b>90,726</b>	<b>90,401</b>	<b>89,545</b>
Accounts payable	17,531	17,247	24,980	22,214	22,786
ST debts & current portion	38,500	36,500	36,500	36,500	31,980
Long-term debt	173	171	169	186	184
Other liabilities	8,978	9,126	5,558	6,209	5,542
<b>Total liabilities</b>	<b>65,182</b>	<b>63,044</b>	<b>67,206</b>	<b>65,109</b>	<b>60,491</b>
Paid-up capital	8,014	8,014	8,014	8,014	8,250
Share premium	2,246	2,246	2,246	2,246	5,966
Retained earnings	10,123	10,952	13,304	15,073	14,890
<b>Shareholders equity</b>	<b>20,335</b>	<b>21,145</b>	<b>23,498</b>	<b>25,266</b>	<b>29,044</b>
Minority interests	13	18	22	26	14
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>85,530</b>	<b>84,207</b>	<b>90,726</b>	<b>90,401</b>	<b>89,545</b>

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 IS OR MAY BE A CO-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED. "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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, 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.