

ราคาลับมาซื้อขาย ณ ระดับที่เหมาะสมอีกครั้ง ปรับเพิ่มเป็น “ถือ”

วันพฤหัสบดีที่ 12 กันยายน พ.ศ. 2556

▶ **ธุรกิจในประเทศมั่นคงแล้ว จึงพร้อมรุกต่างประเทศจริงจังเพื่อโอกาสในอนาคต**
ด้วยข้อจำกัดของธุรกิจหลักในประเทศไทยปัจจุบัน (83% ของรายได้) คือ ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์แก้วและกระป๋อง (ใหญ่สุดในอาเซียน), สินค้าอุปโภคบริโภค และจัดจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และเวชภัณฑ์ ที่มีแนวโน้มเติบโตแบบชะลอตัว ทำให้บริษัทมุ่งเน้นกลยุทธ์สร้างการเติบโตจากตลาดต่างประเทศ (17% ของรายได้) ที่ยังเห็นโอกาสการเติบโตต่อเนื่อง จากการเข้าซื้อกิจการหลายๆ แห่งช่วงที่ผ่านมา (เป้าหมายรายได้จากต่างประเทศสัดส่วน 50% ของรายได้ทั้งหมดใน 5 ปี) โดยเฉพาะเวียดนามที่มีการลงทุนอย่างจริงจัง (โรงงานผลิตแก้ว, กระป๋อง, ธุรกิจจัดจำหน่ายและกระจายสินค้า) และล่าสุดได้เริ่มทำธุรกิจค้าปลีก โดยเปิดร้านสะดวกซื้อเป็นของตนเองตั้งแต่ช่วงต้น มิ.ย.ที่ผ่านมา ชื่อ “B’smart” โดยปัจจุบันมี 47 สาขา และวางแผนเปิดให้ครบ 60 แห่ง ในปีนี้ และครบ 300 แห่งในปี 2558 รวมถึงโอกาสที่จะเปิดร้านสะดวกซื้อในลาวเป็นประเทศที่ 2 โดยบริษัทคาดว่าจะประกาศความคืบหน้าช่วง 4Q56 อย่างไรก็ดี เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มต้นของการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งต้องใช้เวลาคืนทุนไม่ต่ำกว่า 2-3 ปี ทำให้ยังมีผลขาดทุนในช่วงแรกๆ บวกกับธุรกิจไทยเติบโตค่อนข้างจำกัด ทำให้ผลประกอบการในช่วง 2-3 ปีนี้ ยังไม่โดดเด่น และคาดเติบโตในระดับเฉลี่ยราว 13% ต่อปี น้อยสุดในกลุ่มค้าปลีก

▶ **แนวโน้ม 2H56 เพียงแค่ทรงตัวจาก 1H56 จากปัจจัยกดดันกำลังซื้อที่ชะลอตัว**
ขณะที่ในระยะสั้น แนวโน้มกำไรงวด 2H56 คาดยังไม่โดดเด่น และเพียงแค่ทรงตัวจาก 1H56 โดยองค์ประกอบของกำไรหลักๆ ยังเกิดจากธุรกิจในประเทศ ซึ่งงวด 3Q56 ได้รับผลกระทบของฤดูฝน บวกกับ ภาคการบริโภคที่อ่อนตัวช่วงที่ผ่านมา และเป็นปัจจัยกดดันใน 2 ธุรกิจหลัก คือ 1) ผลิตบรรจุภัณฑ์ ซึ่งเดือน ก.ค.ล่าสุดมียอดจำหน่ายลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนพอสมควร รวมทั้งผลกระทบของการปรับขึ้นราคาเครื่องต้มแอลกอฮอล์ที่ผ่านมา ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อในช่วงต่อจากนี้ แม้บริษัทจะมีสัญญาซื้อขายกับลูกค้าแบบกำหนดปริมาณขายขั้นต่ำตาม (Minimum guarantee) และ 2) ธุรกิจจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งมาจากการแข่งขันที่สูงด้วย อย่างไรก็ดี เชื่อว่า สามารถชดเชยได้บางส่วนจากธุรกิจจำหน่ายเครื่องมือแพทย์และเวชภัณฑ์ที่คาดว่าจะสร้างรายได้สูงสุดงวด 3Q56 ตามงบประมาณภาครัฐที่มักเบิกจ่ายมากเป็นพิเศษ ทั้งนี้ คาดกำไรจะต่ำสุดของปีในงวด 3Q56 ก่อนที่จะเห็นการฟื้นตัวตามช่วงฤดูกาลในงวด 4Q56

▶ ราคาลับมาซื้อขาย ณ ระดับเหมาะสมอีกครั้ง ปรับเพิ่มเป็น “ถือ”

ราคาที่ปรับฐานลงมาจากจุดสูงสุดกว่า 50% ในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ทำให้ราคาหุ้นปัจจุบันกลับมาซื้อขาย ณ ระดับ Expected PER ปี 2556 ที่เหมาะสมอีกครั้ง โดยอยู่ที่ 25.4 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 28 เท่า อย่างไรก็ดี มูลค่าพื้นฐานอิง DCF (WACC 8.8%, TV Growth 3%) ที่ 47 บาท เหลือ upside เพียง 6% จึงปรับเพิ่มคำแนะนำจาก “ขาย” เป็น “ถือ”

Key Data (ล้านบาท)	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
Sales	25,625	31,235	37,429	45,192	51,723
Net profit	1,901	2,140	2,415	2,813	3,150
Norm Profit	1,858	1,974	2,328	2,783	3,150
Norm EPS (บาท)	1.17	1.24	1.47	1.75	1.98
PER (x)	38.03	35.81	30.36	25.43	22.46
Dividend Yield (%)	1.35	1.64	1.89	2.20	2.46
PBV (x)	5.46	4.86	4.34	4.03	3.70
ROE (%)	15.64	15.58	15.67	16.61	17.17
EV/EBITDA	17.38	15.65	15.54	13.69	12.35

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่นำเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักการทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับและผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 44.50 บาท

Fair Value : 47 บาท

มูลค่าตลาด : 70,773 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2556F	1.75	1.76	-1%
2557F	1.98	2.06	-4%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

กวี มานิตสุวรรณษ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974

✉ kawe.re@asiaplus.co.th

อนุวัฒน์ ศรีขจรรัตน์กุล

✉ anuwat.re@asiaplus.co.th

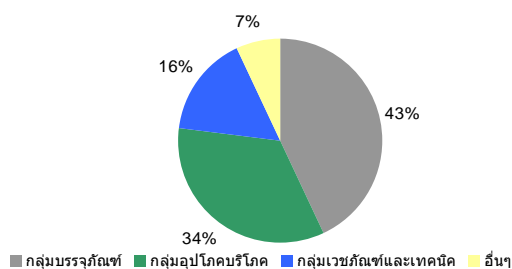
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 045698

ผลการดำเนินงานย้อนหลัง

Key Data (ล้านบาท)	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	%QoQ	%YoY	1H55	1H56	%YoY
ยอดขาย	8,233	8,841	9,214	9,758	9,616	10,359	10,477	1.1%	13.7%	18,055	20,835	15.4%
ต้นทุนขาย	6,275	6,589	7,054	7,415	7,344	7,759	7,936	2.3%	12.5%	13,643	15,695	15.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1,356	1,393	1,458	1,604	1,661	1,708	1,709	0.1%	17.2%	2,851	3,417	19.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	602	860	702	739	611	892	831	-6.8%	18.4%	1,561	1,723	10.3%
กำไรสุทธิ	504	645	555	614	601	665	633	-4.9%	14.2%	1,200	1,298	8.2%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.32	0.41	0.35	0.39	0.38	0.42	0.40	-4.9%	14.2%	0.76	0.82	8.2%
SG&A/Sales	16.5%	15.8%	15.8%	16.4%	17.3%	16.5%	16.3%			15.8%	16.4%	
อัตรากำไรขั้นต้น	23.8%	25.5%	23.4%	24.0%	23.6%	25.1%	24.2%			24.4%	24.7%	
อัตรากำไรสุทธิ	6.1%	7.3%	6.0%	6.3%	6.3%	6.4%	6.0%			6.6%	6.2%	

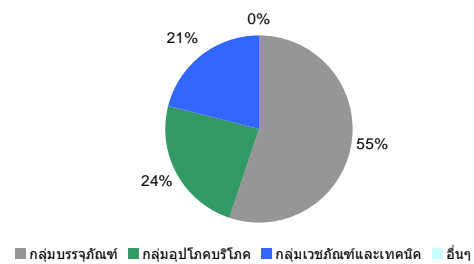
ที่มา :งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มธุรกิจ (1H56)



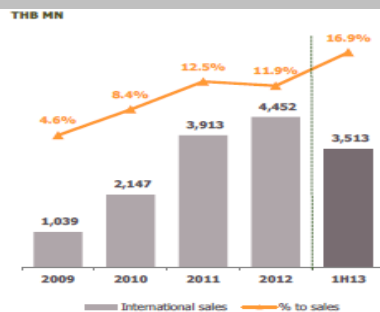
ที่มา : BJC และฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างกำไรแบ่งตามกลุ่มธุรกิจ (1H56)



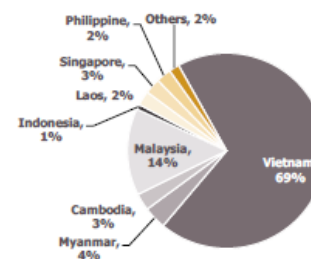
ที่มา : BJC และฝ่ายวิจัย ASP

สัดส่วนรายได้จากต่างประเทศ



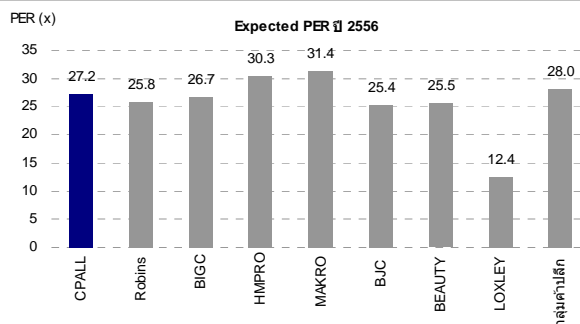
ที่มา : BJC

รายได้จากต่างประเทศ รายประเทศ



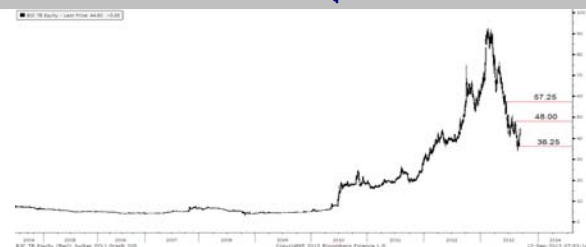
ที่มา : BJC

Expected PER ปี 2556 ใน Coverage ของ ASP



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

กราฟเทคนิคหุ้น BJC



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิของ BJC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
ยอดขาย	31,235	37,429	45,192	51,723	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	(23,519)	(28,402)	(34,293)	(39,258)	กำไรสุทธิ	2,140	2,415	2,813	3,150
กำไรขั้นต้น	7,715	9,027	10,899	12,465	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(4,820)	(6,116)	(7,475)	(8,586)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	1,783	1,751	2,003	2,163
ดอกเบี้ยจ่าย	(366)	(503)	(566)	(643)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	1,152	955	-	-
รายได้อื่น	430	605	682	801	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,141)	(802)	(1,135)	(1,430)
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,960	3,013	3,541	4,037	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	3,933	4,319	3,681	3,883
ภาษีเงินได้	(749)	(605)	(658)	(767)	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไร/ขาดทุนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-238	-80	-100	-120	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	1,974	2,328	2,783	3,150	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	173	307	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	30	87	30	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(3,445)	(4,199)	(4,000)	(3,000)
รายการพิเศษอื่น ๆ	137	-	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(3,272)	(3,892)	(4,000)	(3,000)
กำไรสุทธิ	2,140	2,415	2,813	3,150	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
EPS	1.35	1.52	1.77	1.98	เพิ่ม/ลด เงินกู้	2,321	2,080	2,090	539
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	85	-
การเติบโตของยอดขาย	21.9%	19.8%	20.7%	14.5%	อื่นๆ	(536)	(352)	-	-
การเติบโตของกำไรสุทธิ	12.5%	12.8%	16.5%	12.0%	ลด จ่ายปันผล	(1,000)	(1,223)	(1,525)	(1,618)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	24.7%	24.1%	24.1%	24.1%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	784	505	650	(1,079)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	6.9%	6.5%	6.2%	6.1%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	1,445	932	331	(196)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
ยอดขาย	9,758	9,616	10,359	10,477	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,828	2,015	2,345	2,149
ต้นทุนขาย	(7,415)	(7,344)	(7,759)	(7,936)	ลูกหนี้การค้า	6,322	6,871	7,965	9,116
กำไรขั้นต้น	2,343	2,272	2,600	2,540	สินค้าคงเหลือ	5,124	6,864	7,237	8,285
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,604)	(1,661)	(1,708)	(1,709)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,036	1,221	1,506	1,718
ดอกเบี้ยจ่าย	(132)	(116)	(139)	(133)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	14,238	16,683	18,681	19,518
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	สินทรัพย์รวม	32,999	38,260	43,213	46,673
รายได้อื่น	100	260	89	124	เจ้าหนี้การค้า	3,489	4,460	4,799	5,494
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	706	754	843	822	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,464	2,939	3,605	4,123
ภาษีเงินได้	(161)	(103)	(153)	(151)	หนี้สินรวม	18,469	21,976	25,557	27,484
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	545	652	690	671	ทุนที่ชำระแล้ว	1,588	1,588	1,590	1,590
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	56	36	8	86	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,751	3,751	3,834	3,834
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	12	(87)	(33)	(125)	กำไรสะสม	7,673	8,865	10,153	11,685
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-	ส่วนของผู้ถือหุ้น	14,530	16,284	17,656	19,188
กำไรสุทธิ	614	601	665	633	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,999	38,260	43,213	46,672
ยอดขาย (YoY)	24.3%	16.8%	17.2%	13.7%					
กำไรขั้นต้น (YoY)	16.9%	16.0%	15.4%	17.6%					
กำไรสุทธิ (YoY)	10.3%	19.4%	3.1%	14.2%					
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.56	1.39	1.31	1.23	ยอดขายเติบโต	21.9%	19.8%	20.7%	14.5%
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.33	5.67	5.67	5.67	อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	24.7%	24.1%	24.1%	24.1%
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.90	4.74	4.74	4.74	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	15.4%	16.3%	16.5%	16.4%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	7.10	7.15	7.15	7.15					
หนี้สินรวมต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.27	1.35	1.45	1.43					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.1%	6.8%	6.9%	7.0%					
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	15.6%	15.7%	16.6%	17.1%					

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP