

เบอร์ลี ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

21 พฤษภาคม 2557

ยังคงไม่ใช้ช่วงเวลาที่เหมาะสมในการเข้าซื้อ

ประเด็นการลงทุน

หลังจากเข้าประชุมนักวิเคราะห์ของ BJC เมื่อวานนี้ เราเชื่อว่ายังคงไม่ใช้ช่วงเวลาที่เหมาะสมที่จะเข้าซื้อ เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทจะยังคงอ่อนแอต่อไปอีกอย่างน้อย 2 ไตรมาส ในขณะที่ PER ที่ 31.4 เท่า ปี 2557 ยังคงดูแพงเกินไป เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 28 เท่า นอกจากนี้เราคาดตลาดจะปรับลดประมาณการหลังจากที่ผู้บริหารกล่าวถึงแนวโน้มของบริษัทเมื่อวานนี้ เราคงคำแนะนำ ขาย ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ที่ 34 บาท

ธุรกิจในประเทศของ BJC มีผลประกอบการที่แยกลง

ธุรกิจบรรจภัณฑ์จะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ในกลุ่มลูกค้าเดิมลดลงและสูญเสียยอดสั่งซื้อจากคาราบาวแดง เนื่องจากบริษัทคาราบาวแดงมีแผนที่จะเปิดโรงงานขวดแก้วเองในไตรมาส 3/57 นอกจากนี้อุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้นทั้งจากบริษัททางกอกก๊าสและคาราบาวแดง ในขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศชะลอตัวอาจส่งผลให้เกิดการตัดราคากัน ซึ่งอาจนำไปสู่การเสียส่วนแบ่งตลาดและ/หรืออัตรากำไรลดลง ส่วนสายธุรกิจอุปโภคบริโภค นั้นมีแนวโน้มอ่อนตัวลงต่อเนื่องตามการบริโภคที่ชะลอตัวและนักท่องเที่ยวที่ลดลงจากการประกาศกฎอัยการศึก พร้อมกันนี้การที่ขาดรัฐบาลในการปฏิบัติหน้าที่ยังส่งผลกระทบต่อธุรกิจกลุ่มการแพทย์ของ BJC เนื่องจากการประมูลจัดหาอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้กับโรงพยาบาลรัฐจะถูกเลื่อนออกไปอย่างไม่มีกำหนด

ธุรกิจต่างประเทศอาจไม่ช่วยมากนักในระยะสั้นถึงระยะกลาง

ยอดขายในต่างประเทศของ BJC ขณะนี้คิดเป็น 21% ของยอดขายรวม แต่กำไรอยู่ในสัดส่วนที่น้อยกว่านั้นมาก เนื่องจากครึ่งหนึ่งของยอดขายมาจากรายได้ของธุรกิจซื้อมาขายไป ซึ่งฟังจะผ่านจุดคุ้มทุน นอกจากนี้ร้านสะดวกซื้อ บีส มาร์ทในประเทศเวียดนามมีแนวโน้มที่จะขาดทุนเป็นเวลานานหลายปี โดยบริษัทหยุดการขยายสาขาอย่างไม่มีกำหนด เนื่องจากบริษัทต้องการปรับการดำเนินงานและโมเดลธุรกิจก่อน (รายละเอียดเพิ่มเติมได้จากรายงานของเราวันที่ 21 ส.ค. 2556 หัวข้อ เยี่ยมชมร้านสะดวกซื้อของ BJC ในเวียดนาม)

รุกขยายธุรกิจค้าปลีกในประเทศเวียดนามแต่ยังคงมีความเสี่ยงอยู่

กรรมการผู้จัดการใหญ่กล่าวในระหว่างการประชุมนักวิเคราะห์ว่า BJC น่าที่จะเข้าซื้อร้านค้าปลีกในประเทศเวียดนามได้ภายในปลายปีนี้ นอกจากนี้บริษัทมีแผนที่จะสร้างร้านค้าขายส่งในประเทศเวียดนาม ซึ่งจะใช้เป็นศูนย์กระจายสินค้าสำหรับ บีส มาร์ทด้วยเช่นกัน รูปแบบร้านค้าขายส่งนี้อาจเหมือน MAKRO เมื่อ 20 ปีที่แล้ว (ไม่มีแอร์และดูราคาถูก) แต่เราไม่คิดว่าจะเป็นเรื่องที่ดีที่ BJC ซึ่งไม่ใช่ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจค้าปลีกจะทำร้านค้าหลายรูปแบบในเวลาเดียวกันในประเทศที่ตนเองเข้าไปทำธุรกิจเพียงไม่กี่ปี บริษัทอาจควบคุมได้ไม่ถึงถึงจะถูกดีจากคู่แข่งได้ง่าย

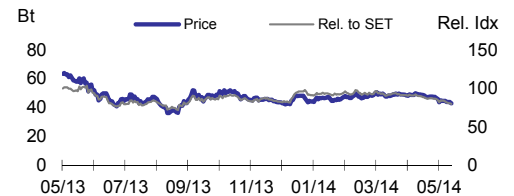
Sector: Consumer/Retail

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย

เป้าหมายพื้นฐาน: 34.00 บาท

ราคา (20/05/57): 43.00 บาท

Price chart

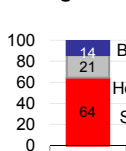


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(12.7)	(16.9)	(21.9)
Absolute	(14.0)	(9.9)	(37.0)

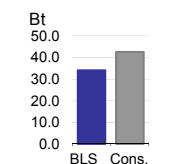
Key statistics

Market cap	Bt68.4bn	USD2.1bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt69.0	
12-mth avg daily volume	Bt145m	USD4.5m
# of shares (m)	1,590	
Est. free float (%)	29.9	
Foreign limit (%)	49.0	

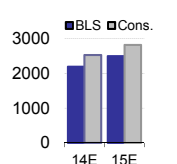
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	42,226	43,932	47,464	51,888
Net profit (Btm)	2,426	2,187	2,496	2,959
EPS (Bt)	1.52	1.37	1.56	1.85
EPS growth (%)	+0.3%	-10.0%	+13.9%	+18.3%
Core profit (Btm)	2,324	2,187	2,496	2,959
Core EPS (Bt)	1.46	1.37	1.56	1.85
Core EPS growth (%)	-0.4%	-6.1%	+13.9%	+18.3%
PER (x)	28.2	31.4	27.5	23.3
PBV (x)	3.9	3.6	3.3	3.1
Dividend (Bt)	0.8	0.8	0.9	1.0
Dividend yield (%)	2.0	1.8	2.0	2.4
ROE (%)	17.0	14.2	15.0	16.2

CG rating



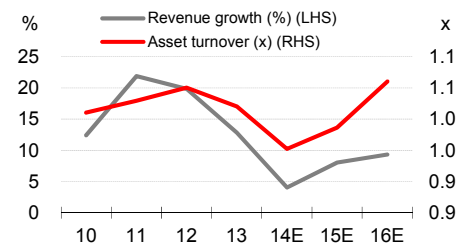
สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง

+662 618 1000

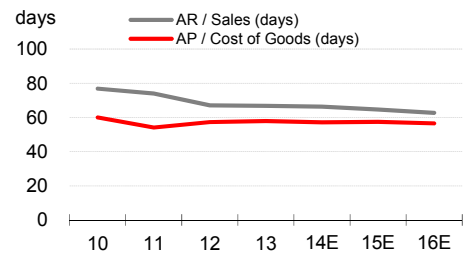
BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	37,429	42,226	43,932	47,464	51,888
Cost of sales and services	(28,402)	(32,131)	(33,707)	(36,218)	(39,621)
Gross profit	9,027	10,095	10,226	11,246	12,268
SG&A	(6,116)	(7,017)	(7,424)	(7,941)	(8,560)
EBIT	2,911	3,078	2,802	3,305	3,708
Finance costs	(503)	(575)	(618)	(663)	(622)
Other income/exp.	539	511	714	641	773
EBT	2,947	3,015	2,898	3,283	3,859
Corporate tax	(605)	(567)	(568)	(644)	(757)
After-tax net profit (loss)	2,342	2,448	2,330	2,639	3,102
Minority interest	(80)	(189)	(216)	(225)	(235)
Equity earnings from affiliates	66	65	73	82	92
Extra items	87	102	0	0	0
Net profit (loss)	2,415	2,426	2,187	2,496	2,959
Reported EPS	1.52	1.52	1.37	1.56	1.85
Fully diluted EPS	1.51	1.51	1.36	1.56	1.85
Core net profit	2,328	2,324	2,187	2,496	2,959
Core EPS	1.47	1.46	1.37	1.56	1.85
EBITDA	5,201	5,612	5,793	6,401	7,051
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	19.8	12.8	4.0	8.0	9.3
Gross margin (%)	24.1	23.9	23.3	23.7	23.6
EBITDA margin (%)	13.9	13.3	13.2	13.5	13.6
Operating margin (%)	9.2	8.5	8.0	8.3	8.6
Net margin (%)	6.5	5.7	5.0	5.3	5.7
Core profit margin (%)	6.2	5.5	5.0	5.3	5.7
ROA (%)	6.8	5.9	4.7	5.2	6.0
ROCE (%)	8.8	7.6	6.1	6.6	7.8
Asset turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	5.8	5.4	4.5	5.0	6.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,015	1,780	1,830	1,854	1,548
Accounts receivable	6,871	7,721	7,969	8,398	8,898
Inventory	6,864	8,443	9,297	9,765	10,817
PP&E-net	16,583	18,607	20,483	20,202	19,825
Other assets	5,927	7,951	8,186	8,245	8,302
Total assets	38,260	44,503	47,766	48,465	49,390
Accounts payable	4,460	5,094	5,277	5,698	6,129
ST debts & current portion	4,828	6,155	5,895	3,800	3,800
Long-term debt	8,344	10,521	12,500	13,300	12,000
Other liabilities	4,345	5,034	5,066	5,100	5,135
Total liabilities	21,976	26,804	28,738	27,898	27,065
Paid-up capital	1,588	1,590	1,594	1,597	1,600
Share premium	3,751	3,865	3,995	4,125	4,254
Retained earnings	8,865	9,765	10,680	11,974	13,481
Shareholders equity	13,728	14,760	15,980	17,407	19,048
Minority interests	2,556	2,939	3,047	3,159	3,277
Total Liab.&Shareholders' equity	38,260	44,503	47,766	48,465	49,390
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,415	2,426	2,187	2,496	2,959
Depreciation and amortization	1,751	2,022	2,277	2,455	2,570
Change in working capital	(997)	(958)	(918)	(477)	(1,120)
FX, non-cash adjustment & others	490	597	761	806	765
Cash flows from operating activities:	3,659	4,088	4,307	5,280	5,174
Capex (Invest)/Divest	(3,819)	(3,800)	(4,219)	(2,229)	(2,240)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(3,892)	(5,047)	(4,219)	(2,229)	(2,240)
Debt financing (repayment)	1,563	2,010	1,101	(1,958)	(1,922)
Equity financing	288	349	133	133	133
Dividend payment	(1,345)	(1,707)	(1,272)	(1,202)	(1,452)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from financing activities	505	651	(38)	(3,027)	(3,241)
Net change in cash	272	(307)	50	24	(306)
Free cash flow (Btm)	(160)	288	88	3,051	2,935
FCF per share (Bt)	(0.1)	0.2	0.1	1.9	1.8
Key Assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Packaging sales growth	15.3%	5.2%	2.3%	7.0%	7.0%
Consumer sales growth	19.3%	38.0%	6.5%	10.0%	15.0%
Healthcare/Technical sales growth	13.5%	-1.0%	0.8%	5.0%	5.0%

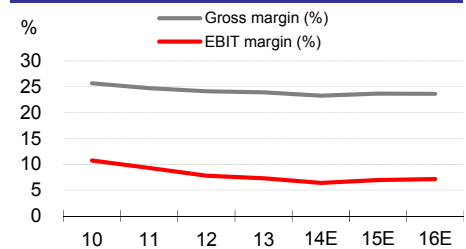
Revenue growth and asset turnover



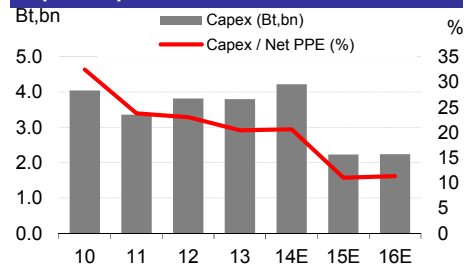
A/C receivable & A/C payable days



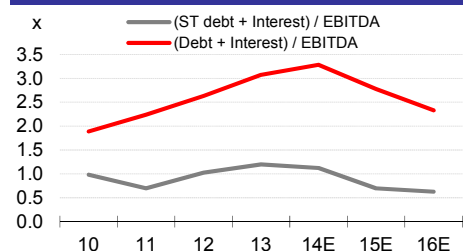
Profit margins



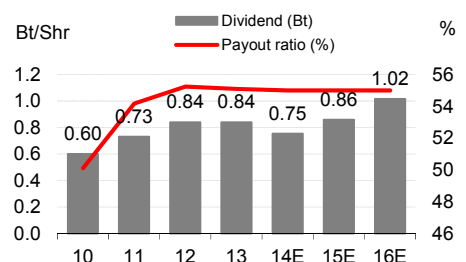
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Revenue	10,359	10,477	10,327	11,064	10,696
Cost of sales and services	(7,759)	(7,936)	(7,824)	(8,612)	(8,201)
Gross profit	2,600	2,540	2,503	2,452	2,496
SG&A	(1,708)	(1,709)	(1,761)	(1,838)	(1,842)
EBIT	892	831	742	614	654
Finance costs	(139)	(133)	(153)	(151)	(151)
Other income/exp.	85	101	76	250	231
EBT	838	799	665	713	734
Corporate tax	(153)	(151)	(122)	(141)	(144)
After-tax net profit (loss)	685	649	542	572	590
Minority interest	(33)	(125)	(33)	2	(57)
Equity earnings from affiliates	5	23	20	18	20
Extra items	8	86	5	2	(36)
Net profit (loss)	665	633	535	593	516
Reported EPS	0.42	0.40	0.34	0.37	0.32
Fully diluted EPS	0.42	0.40	0.34	0.37	0.32
Core net profit	657	547	529	592	553
Core EPS	0.41	0.34	0.33	0.37	0.35
EBITDA	1,428	1,425	1,342	1,417	1,436

KEY RATIOS

Gross margin (%)	25.1	24.2	24.2	22.2	23.3
EBITDA margin (%)	13.8	13.6	13.0	12.8	13.4
Operating margin (%)	8.6	7.9	7.2	5.5	6.1
Net margin (%)	6.4	6.0	5.2	5.4	4.8
Core profit margin (%)	6.3	5.2	5.1	5.3	5.2
BV (Bt)	11.0	11.1	11.1	11.1	11.4
ROE (%)	19.0	17.9	15.2	16.5	13.8
ROA (%)	6.8	6.1	5.0	5.4	4.6
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	6.4	6.2	4.9	4.1	4.3

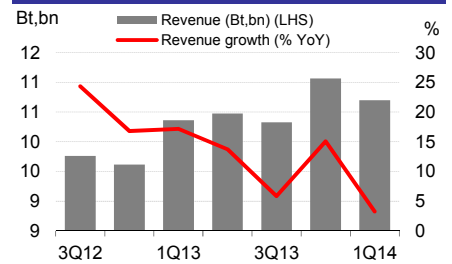
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,548	1,471	1,659	1,780	1,539
Accounts receivable	7,013	7,137	6,837	7,721	7,513
Inventory	7,084	7,391	8,251	8,443	8,187
PP&E-net	17,221	17,940	18,238	18,607	19,002
Other assets	7,657	8,140	8,010	7,951	8,118
Total assets	40,522	42,079	42,996	44,503	44,359
Accounts payable	4,476	4,616	4,718	5,094	4,248
ST debts & current portion	4,856	6,303	6,917	6,155	5,963
Long-term debt	9,009	8,835	9,233	10,521	10,786
Other liabilities	4,658	4,698	4,532	5,034	5,222
Total liabilities	22,999	24,452	25,400	26,804	26,220
Paid-up capital	1,588	1,590	1,590	1,590	1,590
Share premium	3,751	3,854	3,863	3,865	3,866
Retained earnings	9,530	9,337	9,172	9,765	10,251
Shareholders equity	14,215	14,124	14,028	14,760	15,204
Minority interests	3,308	3,504	3,568	2,939	2,936
Total Liab.&Shareholders' equity	40,522	42,079	42,996	44,503	44,359
Key Assumptions	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Packaging sales growth	8.9%	9.8%	-3.5%	5.9%	0.4%
Consumer sales growth	32.7%	38.9%	33.8%	46.4%	14.7%
Healthcare/Technical sales growth	32.6%	-12.7%	-21.8%	12.9%	-6.1%

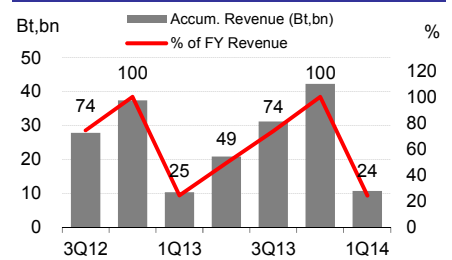
Company profile

Berli Jucker (BJC) is Thailand's leading consumer conglomerate and integrated supply chain operator, ranging from raw material development, manufacturing, R&D, marketing and distribution.

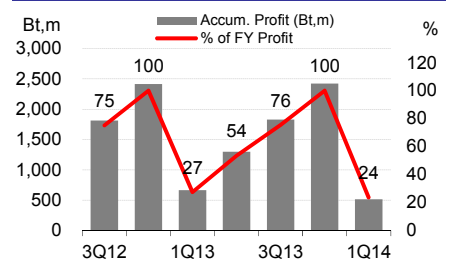
Revenue trend



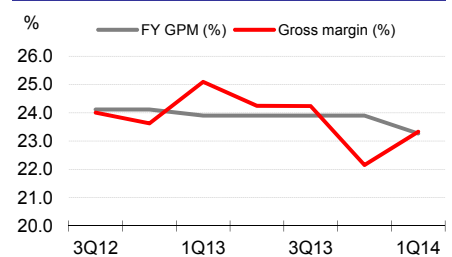
Revenue trend (accumulated)



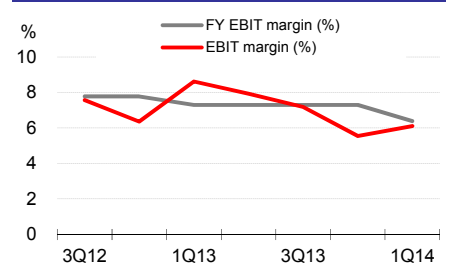
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY6.5	7,728	n.a.	n.a.	-14.0	-52.9	17	16	-2.5	-2.1	0.7	0.8
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD6.2	1,025	117	10.5	34.7	-0.4	15	14	14.7	14.2	4.3	4.8
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.3	825	14.0	13.7	4.8	2.3	0.9	0.8	6.6	6.4	3.3	3.3
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY4,915.0	5,554	14.0	13.1	0.2	6.8	17	15	14.2	14.7	11	12
Lawson Inc	2651JT	JPY7,260.0	7,190	18.5	17.0	3.1	8.5	2.6	2.4	15.8	15.4	3.3	3.5
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY3,963.0	34,686	18.5	16.8	7.5	10.4	15	14	9.1	8.7	18	2.0
Family Mart	8028 JP	JPY4,225.0	4,075	15.5	15.8	15.3	-2.4	14	13	9.2	9.9	2.5	2.6
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD226.0	7,782	24.4	23.2	21.3	4.5	7.7	7.3	34.3	35.0	3.0	3.4
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.1	1,602	20.0	18.1	14.0	9.2	0.8	0.7	5.0	4.7	2.5	2.6
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP 16.9	1,749	23.6	20.5	20.5	14.7	2.3	2.1	11.9	11.3	18	2.1
Home Depot	HD US	USD78.0	106,657	17.7	15.3	16.7	15.5	10.4	11.1	79.6	54.4	2.4	2.8
Costco whole sale corp	COST US	USD115.1	50,643	24.7	22.1	-10	12.4	3.8	3.2	17.7	17.6	11	12
Carrefour	CA FP	EUR26.8	26,557	17.1	14.8	-13.1	15.9	2.0	1.8	13.9	12.9	2.6	3.0
Home Product Center	HMPRO TB	THB8.70	2,932	28.0	24.9	11.3	12.2	6.2	5.4	24.4	23.2	15	2.0
Big C Supercenter	BIGC TB	THB 184.50	4,680	214	18.7	19	14.7	3.6	3.2	18.0	18.1	14	16
Beauty Community	BEAUTY TB	THB20.10	185	24.2	19.5	17.8	24.2	5.7	5.3	48.8	n.m.	3.7	4.6
Karmarts	KAMART TB	THB5.00	101	17.6	15.1	16.6	16.7	4.5	4.4	211.1	n.m.	5.2	6.2
Berli Jucker	BJC TB	THB43.00	2,103	31.5	27.6	-9.9	14.2	3.6	3.3	14.2	15.0	18	2.0
C.P. All	CPALL TB	THB43.50	12,014	30.9	22.4	20.1	38.0	10.4	8.3	40.7	45.9	2.1	2.3
Central Pattana	CPN TB	THB44.00	6,071	27.7	23.6	13.4	17.1	4.7	4.2	18.5	19.2	14	17
Siam Global House	GLOBAL TB	THB 12.30	1,153	40.5	30.7	4.5	31.9	2.5	2.3	7.2	7.7	0.7	1.0
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB52.00	1,776	27.3	22.8	6.6	19.5	4.3	3.8	17.8	19.2	18	2.2
Officemate	OFM TB	THB49.25	485	28.5	23.3	35.5	22.0	3.2	2.9	11.7	13.1	14	1.7
Siam Makro	MAKRO TB	THB33.50	4,944	31.6	26.1	18.5	21.1	12.6	11.5	42.8	46.1	2.8	3.4
Simple average				23.0	19.8	5.3	11.5	4.1	3.8	44.0	18.7	2.3	2.6

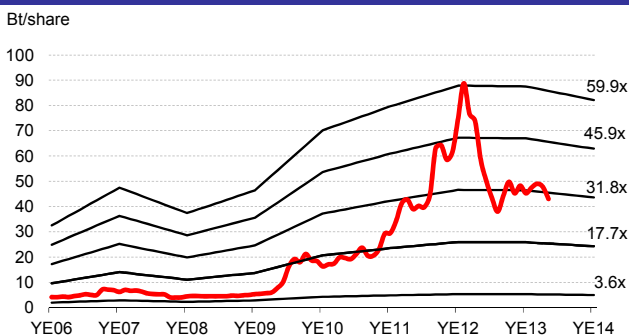
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



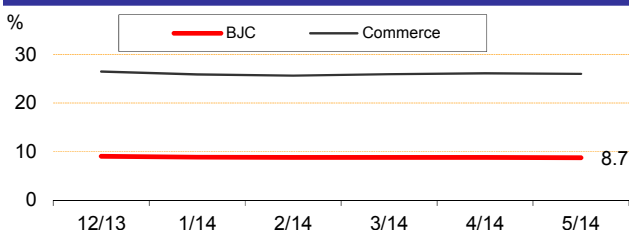
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding








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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions. (Please file information: www.blswarrant.com)

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
OTO	OTO

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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 based 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.

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.