

เบอริลี ยุคเกอร์ BJC TB / BJC.BK

8 สิงหาคม 2014

เข้าซื้อกิจการเมโทร เวียดนาม

มีอะไรใหม่?

BJC ประกาศว่าบริษัทได้ลงนามในสัญญาการเจรจาซื้อขายธุรกิจกับบริษัท เมโทร เอจี ของเยอรมนีเพื่อเข้าซื้อบริษัท เมโทร แคช แอนด์ แครี เวียดนาม (เมโทรเวียดนาม) เป็นมูลค่า 655 ล้านยูโร (ราว 28,000 ล้านบาท) โดยบริษัทจะจัดประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่อขอมติการเข้าซื้อกิจการดังกล่าว หากผู้ถือหุ้นอนุมัติ ตีลดังกล่าวจะเสร็จสิ้นภายในช่วงครึ่งแรกของปี 2558

เมโทรเวียดนามเป็นผู้ให้บริการค้าส่งประเภทซื้อขายด้วยเงินสด (คล้าย MAKRO) เพียงรายเดียวในประเทศเวียดนาม โดยมีสาขาจำนวน 19 สาขา และมียอดขาย 21 พันล้านบาทในปี 2556 ส่งผลให้บริษัทอยู่ในอันดับที่สองของประเทศในตลาดธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ด้วยส่วนแบ่งตลาด 22%

เมโทรเอจีจะยังคงให้การสนับสนุนเมโทรเวียดนามในหลายๆด้านภายใต้ Transitional Services Agreement เป็นระยะเวลา 24 เดือนหลัง BJC เข้าซื้อกิจการ ทั้งนี้ BJC ตั้งเป้าไว้ว่าจะให้แบรนด์ของบริษัทเข้ามาแทนแบรนด์เมโทรเวียดนามในอนาคต

ระยะกลางไม่สดใส; ระยะยาวกำลังคงไม่ชัดเจน

แม้เมโทรเวียดนามจะสร้างโอกาสให้ BJC ได้สร้างเครือข่ายบริษัทค้าปลีกและขยายชีพพลายเช่นเข้าสู่ประเทศซึ่งมีการเติบโตสูงอย่างประเทศเวียดนาม แต่ในระยะกลางเรามองว่าการเข้าซื้อครั้งนี้จะเป็นภาระให้แก่ BJC อย่างหนัก

ประการแรก เมโทรเวียดนามมีผลการดำเนินงานขาดทุนมาตลอดตั้งแต่ก่อตั้งเมื่อปี 2545 และยังคงมีแนวโน้มที่จะขาดทุนต่อไป เราไม่คิดว่า BJC ซึ่งไม่มีความเชี่ยวชาญทางด้านนี้จะสามารถพลิกฟื้นธุรกิจให้กลับมาทำกำไรได้ในระยะเวลาอันสั้น ดังนั้น การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ แม้จะช่วยเพิ่มรายได้ แต่กำไรสุทธิอาจลดลง

ประการที่สอง ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่สูงจากสัญญาเงินกู้ระยะสั้นจำนวน 28 พันล้านบาทจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ BJC อย่างมาก นอกจากนี้ BJC ยังมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินยูโรซึ่งมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวน

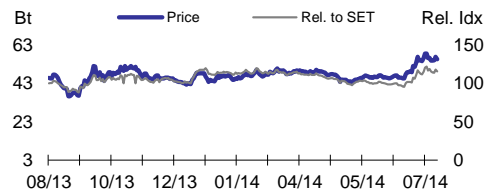
ประการที่สาม การกู้เงินดังกล่าวจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทสูงขึ้นเป็น 2.4 เท่า ซึ่งส่งผลให้อาจต้องมีการเพิ่มทุน

ในระยะยาว เราคาดว่าเมโทรเวียดนามจะต้องรับมือการแข่งขันที่สูงขึ้นจากคู่แข่งที่มีอยู่ในปัจจุบัน (เช่น BigC) และจากคู่แข่งใหม่ เช่น MAKRO ซึ่งมีเป้าหมายที่จะขยายตลาดเข้าสู่ประเทศเวียดนามในเร็ววันเช่นกัน

Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 42.00 บาท
ราคา (07/08/57): 55.50 บาท

Price chart

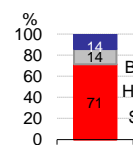


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	20.7	10.2	20.4
Absolute	22.0	18.7	26.9

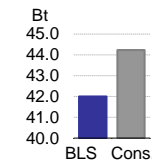
Key statistics

Market cap	Bt88.4bn	USD2.7bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt60.5	
12-mth avg daily volume	Bt129m	USD4.0m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	26.2	
Foreign limit (%)	49.0	

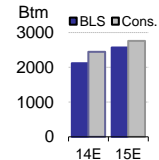
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



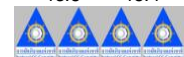
BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	42,226	44,063	48,213	52,708
Net profit (Btm)	2,426	2,117	2,570	3,033
EPS (Bt)	1.52	1.33	1.61	1.89
EPS growth (%)	+0.3%	-12.9%	+21.2%	+17.8%
Core profit (Btm)	2,324	2,153	2,570	3,033
Core EPS (Bt)	1.46	1.35	1.61	1.89
Core EPS growth (%)	-0.4%	-7.6%	+19.1%	+17.8%
PER (x)	36.4	41.8	34.5	29.3
PBV (x)	5.0	4.7	4.3	4.0
Dividend (Bt)	0.8	0.7	0.9	1.0
Dividend yield (%)	1.5	1.3	1.6	1.9
ROE (%)	17.0	13.8	15.4	16.6

CG rating



สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง
+662 618 1000

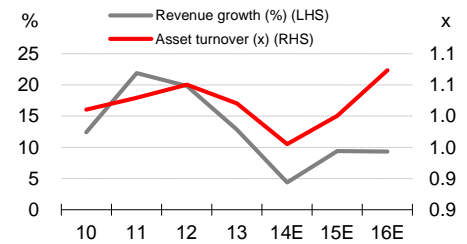
คำแนะนำ

การเข้าซื้อกิจการอาจส่งผลให้มีการปรับลดประมาณการ เราคาดว่าจะสามารถประเมินขนาดในการปรับลดได้หลังเสร็จสิ้นประชุมนักวิเคราะห์ในช่วงปลายนี้ ทั้งนี้ หากไม่รวมดีลเมโทร BJC ก็ยังถือว่ามีระดับราคาที่ย่อมเยา โดยซื้อขายด้วย PER ที่ 41.8 เท่า ปี 2557 และ 34.5 เท่า ปี 2558 เราแนะนำขาย ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ของเราอยู่ที่ 42 บาท

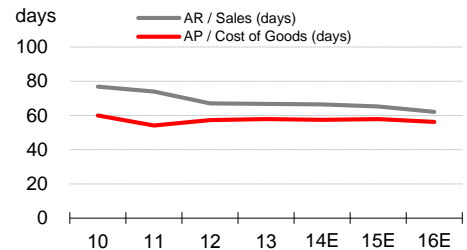
BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	37,429	42,226	44,063	48,213	52,708
Cost of sales and services	(28,402)	(32,131)	(33,857)	(36,788)	(40,256)
Gross profit	9,027	10,095	10,206	11,424	12,451
SG&A	(6,116)	(7,017)	(7,437)	(8,023)	(8,649)
EBIT	2,911	3,078	2,769	3,402	3,802
Finance costs	(503)	(575)	(618)	(663)	(622)
Other income/exp.	539	511	718	652	787
EBT	2,947	3,015	2,869	3,390	3,967
Corporate tax	(605)	(567)	(563)	(665)	(778)
After-tax net profit (loss)	2,342	2,448	2,306	2,725	3,189
Minority interest	(80)	(189)	(226)	(237)	(248)
Equity earnings from affiliates	66	65	73	82	92
Extra items	87	102	(36)	0	0
Net profit (loss)	2,415	2,426	2,117	2,570	3,033
Reported EPS	1.52	1.52	1.33	1.61	1.89
Fully diluted EPS	1.51	1.51	1.32	1.60	1.89
Core net profit	2,328	2,324	2,153	2,570	3,033
Core EPS	1.47	1.46	1.35	1.61	1.89
EBITDA	5,201	5,612	5,764	6,508	7,159
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	19.8	12.8	4.3	9.4	9.3
Gross margin (%)	24.1	23.9	23.2	23.7	23.6
EBITDA margin (%)	13.9	13.3	13.1	13.5	13.6
Operating margin (%)	9.2	8.5	7.9	8.4	8.7
Net margin (%)	6.5	5.7	4.8	5.3	5.8
Core profit margin (%)	6.2	5.5	4.9	5.3	5.8
ROA (%)	6.8	5.9	4.6	5.3	6.2
ROCE (%)	8.8	7.6	5.9	6.8	8.0
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	5.1	6.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,015	1,780	1,691	1,613	1,550
Accounts receivable	6,871	7,721	8,016	8,609	8,960
Inventory	6,864	8,443	9,376	9,986	10,926
PP&E-net	16,583	18,607	20,483	20,202	19,825
Other assets	5,927	7,951	8,181	8,234	8,284
Total assets	38,260	44,503	47,747	48,645	49,546
Accounts payable	4,460	5,094	5,324	5,824	6,193
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	28,785	28,024	27,128
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	10,610	12,016	13,557
Shareholders equity	13,728	14,760	15,910	17,450	19,123
Minority interests	2,556	2,939	3,052	3,171	3,295
Total Liab.&Shareholders' equity	38,260	44,503	47,747	48,645	49,546
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,415	2,426	2,117	2,570	3,033
Depreciation and amortization	1,751	2,022	2,277	2,455	2,570
Change in working capital	(997)	(958)	(997)	(703)	(922)
FX, non-cash adjustment & others	490	597	771	818	778
Cash flows from operating activities:	3,659	4,088	4,167	5,140	5,458
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)	(1,163)	(1,493)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from financing activities	505	651	(38)	(2,988)	(3,282)
Net change in cash	272	(307)	(89)	(77)	(63)
Free cash flow (Btm)	(160)	288	(51)	2,911	3,219
FCF per share (Bt)	(0.1)	0.2	(0.0)	1.8	2.0
Key Assumptions					
Packaging sales growth	15.3%	5.2%	1.6%	7.5%	7.0%
Consumer sales growth	19.3%	38.0%	7.6%	11.0%	15.0%
Healthcare/Technical sales growth	13.5%	-1.0%	2.1%	9.8%	5.0%

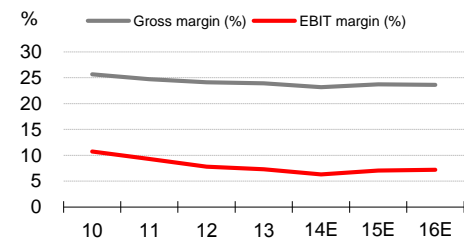
Revenue growth and asset turnover



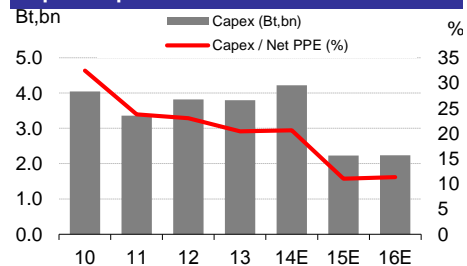
A/C receivable & A/C payable days



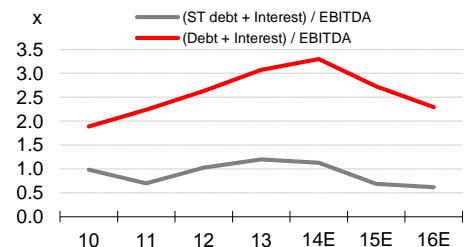
Profit margins



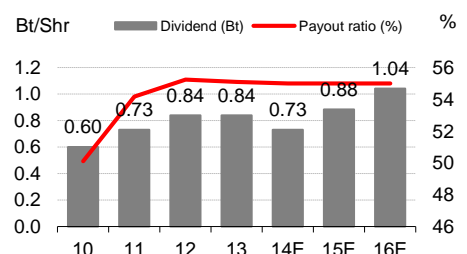
Capital expenditure



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

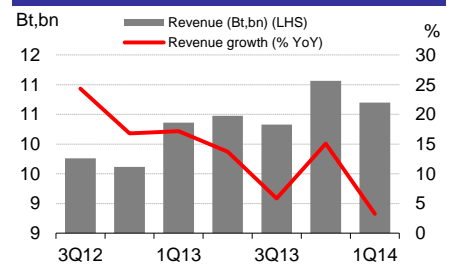
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

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

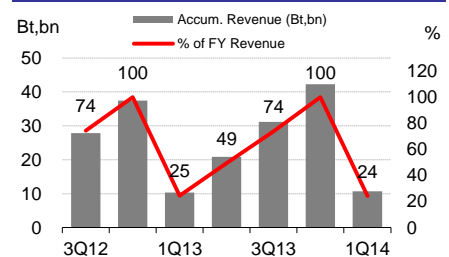
Key Assumptions

	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%

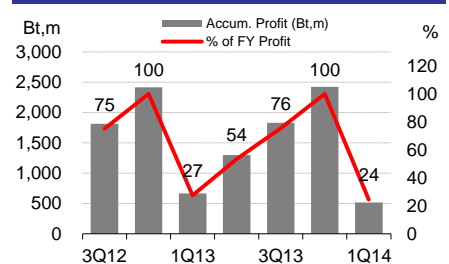
Revenue trend



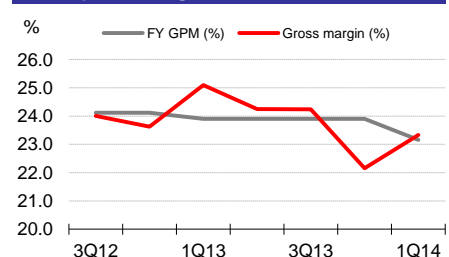
Revenue trend (accumulated)



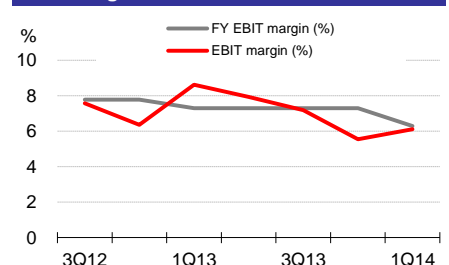
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



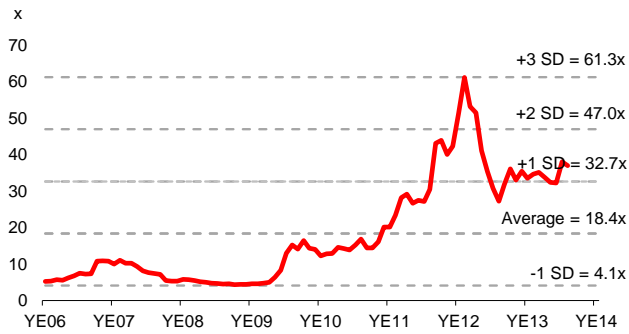
Company profile

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.

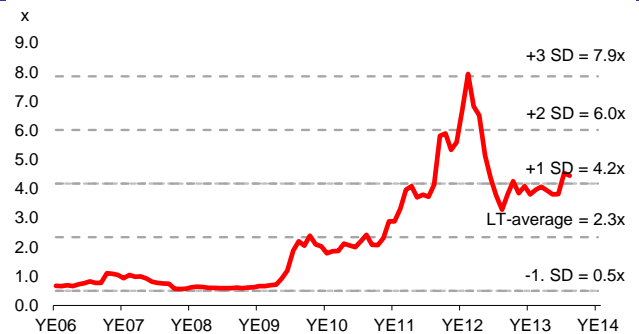
Regional Comparisons

	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	CNY7.1	8,447	n.a.	n.a.	-268.0	-33.3	18	17	-3.1	-3.1	0.6	0.7
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD7.0	1,157	13.3	11.9	19.4	11.9	17	16	14.0	13.2	3.6	4.0
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.4	850	14.7	14.6	16	0.8	0.9	0.9	6.1	6.2	3.1	3.1
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY5,770.0	6,471	16.0	14.9	3.2	6.8	2.0	1.9	14.3	15.0	0.9	1.0
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,900.0	7,765	19.7	18.3	5.7	7.5	2.8	2.6	16.0	15.6	3.0	3.3
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,240.5	36,834	19.8	18.0	7.3	9.8	1.6	1.5	9.0	8.7	1.7	1.9
Family Mart	8028 JP	JPY4,705.0	4,504	17.9	17.9	10.1	1.2	1.6	1.5	9.1	9.3	2.3	2.3
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD228.0	7,887	24.6	23.3	21.0	4.9	7.9	7.4	34.6	35.1	3.0	3.4
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.4	11,496	20.9	18.6	12.5	4.9	0.8	0.8	5.0	4.9	2.3	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP 16.1	10,149	23.9	20.7	12.6	13.8	2.3	2.1	11.4	10.9	1.4	1.6
Home Depot	HD US	USD80.5	110,052	18.2	15.8	16.9	15.3	10.3	10.4	76.6	55.0	2.3	2.7
Costco whole sale corp	COST US	USD117.8	51,631	25.7	22.9	-18	12.3	3.8	3.3	17.5	17.4	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR25.8	25,371	16.5	14.3	-114	13.1	1.9	1.7	13.8	13.0	2.7	3.1
Home Product Center	HMPRO TB	THB 10.20	3,466	33.5	29.2	9.0	14.7	7.3	6.3	23.9	23.3	1.3	1.6
Big C Supercenter	BIGC TB	THB227.00	5,807	25.8	22.7	4.0	13.7	4.4	3.9	18.3	18.2	1.2	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB24.20	225	28.6	22.2	20.3	28.4	6.8	6.3	24.6	29.4	3.2	4.0
Karmarts	KAMART TB	THB5.80	119	19.0	18.4	25.3	3.0	5.1	5.0	29.6	27.8	4.5	4.8
Berli Jucker	BJC TB	THB55.50	2,740	42.0	34.6	-12.7	21.4	4.7	4.3	13.8	15.4	1.3	1.6
C.P. All	CPALL TB	THB46.75	13,023	34.8	27.3	14.5	27.3	11.4	9.5	39.3	42.2	1.9	2.1
Central Pattana	CPN TB	THB46.25	6,437	28.7	24.1	14.8	19.0	5.0	4.4	18.7	19.6	1.4	1.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB 12.40	1,172	42.5	31.1	0.6	36.4	2.5	2.3	7.0	7.7	0.7	1.0
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB58.00	1,998	31.1	22.2	4.2	40.1	4.8	4.2	17.4	21.7	1.6	2.2
Siam Future Development	SF TB	THB6.40	294	12.8	11.3	28.9	12.9	1.4	1.3	12.1	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB49.75	494	31.2	24.5	25.0	27.1	3.3	3.0	10.8	12.7	1.3	1.6
Siam Makro	MAKRO TB	THB40.50	6,028	37.3	30.5	21.2	22.3	15.1	13.6	43.6	46.9	2.3	2.8
Simple average				24.9	21.2	-0.6	13.4	4.5	4.1	19.3	19.2	2.0	2.2

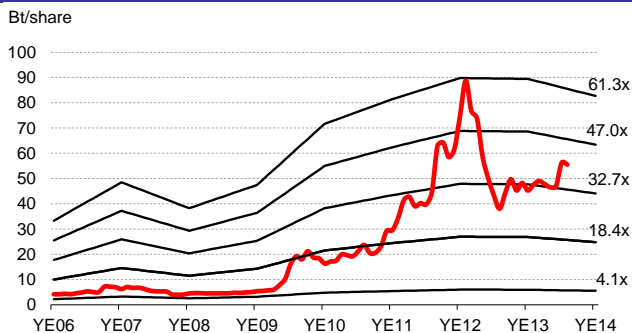
PER band versus SD (next 12 months)



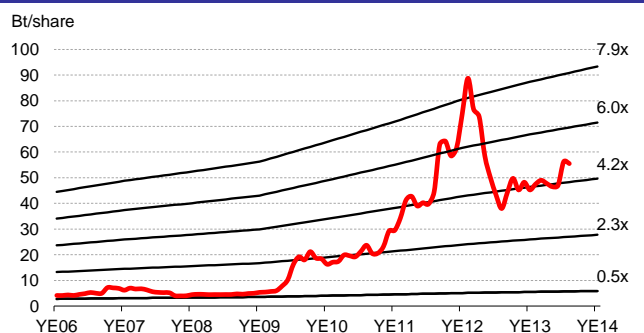
PBV band versus SD (next 12 months)



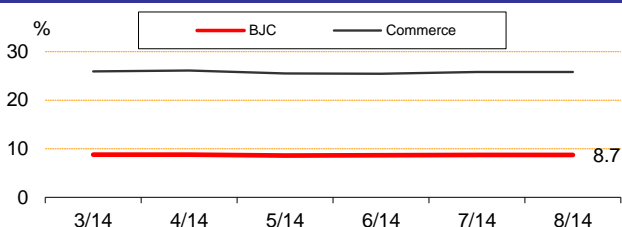
PER band and share price



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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

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

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
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.