

## Berli Jucker

### ผลประกอบการ 2Q57 ต่ำกว่าคาด

กำไรสุทธิ 2Q57 ลดลง 37% QoQ, 48% YoY ต่ำสุดในรอบ 19 ไตรมาส

BJC รายงานกำไรสุทธิ 2Q57 ที่ 328 ล้านบาท (-37% QoQ, -48% YoY) ต่ำสุดในรอบ 19 ไตรมาสย้อนหลัง และต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 440 ล้านบาทอย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุจากค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูงกว่าคาด หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 45 ล้านบาท จะมีกำไรจากการดำเนินงานเท่ากับ 282 ล้านบาท (-49% QoQ, -48% YoY) ผลประกอบการที่อ่อนแอทั้ง QoQ, YoY เกิดจากยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นชะลอตัว แต่มีค่าใช้จ่ายการขายและบริหารสูงขึ้น

- ยอดขายรวม 1.07 หมื่นล้านบาท (0% QoQ, +2% YoY) ค่อนข้างทรงตัว QoQ และ YoY จากการชะลอตัวของยอดขายธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้ว อาหาร และสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์ เป็นผลของการบริโภคเซปและความสะดวกสบายทางอารมณ์
- อัตรากำไรขั้นต้น 22.2% ลดลง 110bps QoQ และ 200bps YoY เป็นผลจากการที่ลดลงในทุกกลุ่มธุรกิจ โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคที่มียอดขายชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจ การไม่ประหยัดต่อขนาดผลิต และต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น
- อัตรากำไร SG&A/sales เท่ากับ 18.0% เพิ่มขึ้นจาก 17.2% ใน 1Q57 และ 16.3% ใน 2Q56 เนื่องจากค่าใช้จ่ายการขายและบริหารสูงขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคที่ต้องจัดทำรายการส่งเสริมการตลาดเพื่อกระตุ้นยอดขาย

### คาดการณ์ดำเนินงานพื้นฐานใน 2H57

กำไรสุทธิ 1H57 หดตัว 25% HoH และ 35% YoY คิดเป็น 38% ของประมาณการทั้งปี ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังที่ 51% เรามีโอกาสปรับลดประมาณการกำไรราว 10% จากปัจจุบันที่ 2.24 พันล้านบาท (-8% YoY) อย่างไรก็ตาม คาดว่าผลประกอบการผ่านพ้นจุดต่ำสุดใน 2Q57 แล้ว โดยพื้นฐานแล้วตั้งแต่ 3Q57 และกำไร 2H57 จะเติบโต HoH, YoY จาก 1) ความคาดหวังต่อการฟื้นตัวของธุรกิจในประเทศ หนุนคำสั่งซื้อกลุ่มบรรจุภัณฑ์และยอดขายกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 2) งบประมาณภาครัฐที่สามารถกลับมาเบิกจ่ายได้อีกครั้งเป็นบวกต่อการฟื้นตัวของธุรกิจสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์ 3) รายได้จากธุรกิจต่างประเทศเริ่มมีกำไรภายหลังเข้าซื้อกิจการในระยะ 2 ปีที่ผ่านมา เช่น ศูนย์กระจายสินค้าไทอัน และโรงงานบรรจุภัณฑ์กระป๋อง TBC-Ball ในเวียดนาม

### คงคำแนะนำเป็น “ขาย” ราคาหุ้นแพง และมีโอกาสเพิ่มทุนเพื่อเข้าซื้อ METRO

เราให้ความสำคัญต่อกรณี BJC เข้าลงทุน 100% ใน METRO cash-and-carry ที่ประเทศเวียดนาม แม้ธุรกรรมดังกล่าวสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กลุ่มธุรกิจค้าปลีกผ่านผลประโยชน์ร่วม (Synergy) เป็นบวกต่อผลประกอบการในระยะยาว แต่ก่อให้เกิดปัจจัยกดดันกำไรต่อหุ้น (EPS) ในระยะสั้น-กลาง จาก 1) ผลประกอบการ METRO อ่อนแอ มีผลขาดทุนสุทธิ 394 ล้านบาทในงวดปี 56 ซึ่งบริษัทฯ จำเป็นต้องควบคุมค่าใช้จ่ายดำเนินงานช่วง 2-3 ปีข้างหน้า 2) ดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจากการกีดกันเพื่อซื้อกิจการ 3) โอกาสการเพิ่มทุน พิจารณาจาก IBD/E 1.0x ใน 2Q57 เทียบกับระดับ Comfortable level 1.25x และเงื่อนไขสัญญาการกู้เงิน (Covenant) ที่กำหนดไม่เกิน 1.75x จำกัดความสามารถในการกู้ยืม ขณะที่ราคาหุ้นซื้อขาย 40x P/E'57 และ 31x P/E'58 สูงกว่ามูลค่าพื้นฐานปี 57 ที่ 48.75 บาท (DCF; WACC 7.7%, Terminal growth 3%) และค่าเฉลี่ยกลุ่มพาณิชย์ที่ 32x P/E'57, 25x P/E'58 แต่ผลประกอบการไม่โดดเด่น ทั้งนี้ BJC ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 0.35 บาท/หุ้น สำหรับงวด 1H57 (XD 29 ส.ค.57 จ่าย 12 ก.ย.57)

#### Quarterly performance

Year to Dec (Bt mn)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	% QoQ	% YoY
Sales	10,477	10,327	11,064	10,696	10,665	(0%)	2%
Gross profit	2,540	2,503	2,452	2,496	2,367	(5%)	(7%)
EBITDA	1,448	1,362	1,435	1,456	1,129	(22%)	(22%)
SG&A expenses	1,709	1,761	1,838	1,842	1,915	4%	12%
Interest expenses	133	153	151	151	150	(1%)	13%
Corporate taxes	151	122	141	144	99	(31%)	(34%)
Core profit	547	529	592	553	282	(49%)	(48%)
Forex gain (loss)	86	5	2	(36)	45	n.m.	(47%)
Non-recurring items	0	0	0	0	0	n.m.	n.m.
Reported net profit	633	535	593	516	328	(37%)	(48%)
EPS (Bt)	0.40	0.34	0.37	0.32	0.21	(37%)	(48%)

#### Key Financial Ratios

Gross margin	24.2%	24.2%	22.2%	23.3%	22.2%
EBITDA margin	13.8%	13.2%	13.0%	13.6%	10.6%
Interest coverage ratio	7.2	5.5	5.8	6.0	3.8
Interest-bearing debt/Equity	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Net debt (cash)/Equity	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
BV (Bt)	11.1	11.1	11.1	11.4	11.3

**Disclaimer:** เอกสารรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลที่เป็นที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ.หลักทรัพย์กรุงศรี มีอาชญากรรมความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในเอกสารรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้นนักลงทุนโปรดใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาการลงทุน

### Stock Rating

**SELL**

Previous Rating	SELL
Fair Value	Bt48.75
Current Price	Bt55.00
Upside/(Downside)	-11.36%
Consensus (median)	Bt43.02
Sector	Commerce
Sector Rating	NEUTRAL

### Financial Summary

YE Dec (Bt mn)	2012	2013	2014E	2015E
Net profit	2,415	2,426	2,235	2,846
Net profit growth (%)	12.8	0.5	(7.9)	27.3
EPS (Bt)	1.5	1.5	1.4	1.8
EPS growth (%)	12.8	0.3	(8.8)	26.1
BV (Bt)	10.3	11.1	11.7	13.1
DPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.9
P/E (x)	36.2	36.1	39.5	31.3
P/BV (x)	5.4	4.9	4.7	4.2
Yield (%)	1.5	1.5	1.3	1.6
ROE (%)	15.7	14.3	12.2	14.2

### Technical Impact | BJC

Resistance: Bt60.00 Support: Bt55.00



Apisak Limthumrongkul Registration No. 13130

Technical Analyst

Vatcharut Vacharawongsith Registration No. 18301

vacharut.vacharawongsith@krungsrisecurities.com



ADVANC	AOT	ASIMAR	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCP	BECL	BKI
BROOK	BTS	CIMBT	CK	CPF	CPN	CSL	DRT	DTAC	EASTW
EGCO	ERW	GRAMMY	HANA	HEMRAJ	ICC	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK
KKP	KTB	LPN	MCOT	MINT	NKI	NOBLE	PAP	PG	PHOL
PR	PRANDA	PS	PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	QH	RATCH	ROBINS
RS	S&J	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC	SCSMG	SE-ED
SIM	SIS	SITHAI	SNC	SPALI	SPI	SSI	SSSC	SVI	SYMC
TCAP	THAI	THCOM	THRE	TIP	TISCO	TKT	TMB	TNITY	TOP
TRC	TRUE	TTW	TVO	UV	VGI	WACOAL			



จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่ม คือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ"  
โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่ม เรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ (ช่วงวันที่ 1 มกราคม 2555 ถึง 17 ตุลาคม 2556)



2S	ACAP	AF	AHC	AIT	AKP	AMANAH	AMARIN	AMATA	AP
APCO	APCS	ASIA	ASK	ASP	AYUD	BEC	BFIT	BH	BIGC
BJC	BLA	BMCL	BWG	CEET	CENDEL	CFRESH	CGS	CHOW	CM
CNT	CPALL	CSC	DCC	DELTA	DTC	ECL	EE	EIC	ESSO
FE	FORTH	GBX	GC	GFPT	GL	GLOW	GOLD	GSTEL	GUNKUL
HMPRO	HTC	IFEC	INET	ITD	JAS	JUBILE	KBS	KCE	KGI
KKC	KSL	KWC	L&E	LANNA	LH	LHBANK	LHK	LIVE	LOXLEY
LRH	LST	MACO	MAJOR	MAKRO	MBK	MBKET	MFC	MFEC	MODERN
MTI	NBC	NCH	NINE	NMG	NSI	NWR	OCC	OFM	OGC
OISHI	PB	PDI	PE	PF	PJW	PM	PPM	PPP	PREB
PRG	PT	PYLON	QTC	RASA	SABINA	SAMCO	SCCC	SCG	SEAFCO
SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKR	SMT	SNP	SPCG	SPPT	SSF
STANLY	STEC	SUC	SUSCO	SYNTEC	TASCO	TCP	TF	TFD	TFI
THANA	THANI	THIP	TICON	TIPCO	TK	TLUXE	TMILL	TMT	TNL
TOG	TPC	TPCORP	TPIPL	TRT	TRU	TSC	TSTE	TSTH	TTA
TTCL	TUF	TWFP	TYM	UAC	UMI	UMS	UP	UPOIC	UT
VIBHA	VIH	VNG	VNT	YUASA	ZMICO				



A	AAV	AEC	AEONTS	AFC	AGE	AH	AI	AJ	AKR
ALUCON	ANAN	ARIP	AS	BAT-3K	BCH	BEAUTY	BGT	BLAND	BOL
BROCK	BSBM	CHARAN	CHUO	CI	CIG	CITY	CMR	CNS	CPL
CRANE	CSP	CSR	CTW	DEMCO	DNA	DRACO	EA	EARTH	EASON
EMC	EPCO	F&D	FNS	FOCUS	FPI	FSS	GENCO	GFM	GJS
GLOBAL	HFT	HTECH	HYDRO	IFS	IHL	ILING	INOX	IRC	IRCP
IT	JMART	JMT	JTS	JUTHA	KASET	KC	KCAR	KDH	KTC
KWH	LALIN	LEE	MATCH	MATI	MBAX	MDX	PRINC	MJD	MK
MOONG	MPIC	MSC	NC	NIPPON	NNCL	NTV	OSK	PAE	PATO
PICO	PL	POST	PRECHA	PRINC	Q-CON	QLT	RCI	RCL	ROJNA
RPC	SCBLIF	SCP	SENA	SF	SGP	SIMAT	SLC	SMIT	SMK
SOLAR	SPC	SPG	SRICHA	SSC	STA	SUPER	SVOA	SWC	SYNEX
TBSP	TCCC	TEAM	TGCI	TIC	TIES	TIW	TKS	TMC	TMD
TMI	TNDT	TNPC	TOPP	TPA	TPP	TR	TTI	TVD	TVI
TWZ	UBIS	UEC	UOBKH	UPF	UWC	VARO	VTE	WAVE	WG
WIN	WORK								

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer**

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## สำนักงานใหญ่

เลขที่ 898 อาคารเพลินจิตทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร. 0-2659-7000 โทรสาร 0-2658-5699  
Internet Trading: 0-2659-7777

## สาขา

### สาขาเอ็มโพเรียม

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24  
แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110  
โทร. 0-2695-4500 โทรสาร 0-2695-4599

### สาขาเซ็นทรัลบางนา

589/151 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 27  
ถนนบางนา-ตราด แขวง-เขต บางนา กรุงเทพฯ 10260  
โทร. 0-2763-2000 โทรสาร 0-2399-1448

### สาขาพระราม 2

111/917-919 ถนนพระราม 2  
แขวงแสมดำ เขตบางขุนเทียน กรุงเทพฯ 10150  
โทร. 0-2895-9575 โทรสาร 0-2895-9557

### สาขานนวิภาวดีรังสิต

ที่ทำการ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)  
สาขานนวิภาวดีรังสิต (ชั้นทาวเวอร์ส)  
123 ถนนวิภาวดีรังสิต แขวงจอมพล เขตจตุจักร  
กรุงเทพฯ 10900  
โทร. 0-2273-8388 โทรสาร 0-2273-8399

### สาขาชลบุรี

64/17 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมือง  
จ.ชลบุรี 20000  
โทร. 0-3879-0430 โทรสาร 0-3879-0425

### สาขาหาดใหญ่

90-92-94 ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ถนนนิพัทธ์อุทิศ 1 ตำบล  
หาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร. 074- 221-229 โทรสาร 074-221-411

### สาขานครปฐม

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง  
จ.นครปฐม 73000  
โทร. 0-3427-5500-7 โทรสาร 0-3421-8989

### สาขาสุพรรณบุรี

249/171-172 หมู่ 5 ตำบลท่าระหัด  
อำเภอเมืองสุพรรณบุรี จ.สุพรรณบุรี 72000  
โทร. 0-3550-1234 โทรสาร 0-3552-2449

### สาขานครราชสีมา

168 ถนนจอมพล ตำบลในเมือง อำเภอเมืองนครราชสีมา  
จ.นครราชสีมา 30000  
โทร. 0-4425-1211-4 โทรสาร 0-4425-1215

### สาขาขอนแก่น

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาขอนแก่น  
114 ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.ขอนแก่น 40000  
โทร. 0-4322-6120 โทรสาร 0-4322-6180

### สาขาเชียงใหม่

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาประตูช้างเผือก  
70 ถนนช้างเผือก ตำบลศรีภูมิ อำเภอเมือง จ.เชียงใหม่ 50200  
โทร. 0-5321-9234 โทรสาร 0-5321-9247

### สาขาเชียงราย

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาเชียงราย  
231-232 ถนนธนาลัย ตำบลเวียง อำเภอเมือง จ.เชียงราย 57000  
โทร. 0-5371-6489 โทรสาร 0-5371-6490

### สาขาพิษณุโลก

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) สาขาพิษณุโลก  
275/1 ถนนพิชัยสงคราม ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จ.พิษณุโลก 65000  
โทร. 0-5530-3360 โทรสาร 0-5530-2580

Analyst Team	Name	Sector Coverage	E-mail
<b>Central line:</b> 66.2659.7000 ext.5017, 5018 Fax:66.2646.1103	กษมพันธ์ เหมนิลรัตน์	Strategy	kasamapon.hamnilrat@krungsrisecurities.com
	ชาตรี ศรีสมัยเจริญ	Contractor, Construction Materials, Property	chatree.srismaicharoen@krungsrisecurities.com
	ชาญวุฒ เตชอมรธนกิจ	Energy, Petrochemical	charnvut.taechaamornthanakij@krungsrisecurities.com
	ธนเดช รังษิธนานนท์	Banking, Finance & Securities	tanadech.rungsriathananon@krungsrisecurities.com
	ชาญยุทธ ศรีสวัสดิ์สกุล	Banking, Finance & Securities	chanyut.srisawatsakun@krungsrisecurities.com
	ถกถ บรรจงรักษ์	Automotive, Healthcare, ICT, Media	thakol.banjongruck@krungsrisecurities.com
	วัชรุตม์ วัชรวงศ์สิทธิ์	Electronics, Commerce, Hotel, Property	vacharut.vacharawongsith@krungsrisecurities.com
	ปิยะภัทร์ ภัทรภูวดล	Strategy / Small cap	piyapat.patarapuvadol@krungsrisecurities.com
	อภิศักดิ์ ลิ้มป้อารังกุล	Technical	apisak.limthumrongkul@krungsrisecurities.com

### คำแนะนำในการลงทุน

- ซื้อ** - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ถือ** - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง 5-10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ขาย** - หุ้นที่มีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าพื้นฐาน หรือมีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ
- เก็งกำไร** - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ แต่มีประเด็นที่สามารถเก็งกำไรได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง