

## THAILAND | COMM | COMPANY UPDATE

BLOOMBERG BJC.TB | REUTERS BJC.BK

TYPE: Defensive Stock

- BJC ประกาศเข้าซื้อเมโทร เวียดนาม จำนวนเงินลงทุนประมาณ 2.84 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นธุรกิจ Cash&Carry แห่งเดียวในเวียดนาม โดยปัจจุบันมีสาขาจำนวน 19 แห่ง กระจายไปทั่วประเทศ
- ทางฝ่ายประเมินการเข้าลงทุนเมโทรเวียดนามในครั้งนี้ จะส่งผลบวกต่อการดำเนินธุรกิจของ BJC ที่จะบริษัทผู้นำในการค้าขายสินค้าในเวียดนาม จากการมี Business Synergy ของธุรกิจในเวียดนามทั้งหมด
- ทางฝ่ายแนะนำ “ทยอยซื้อ” โดยประเมินราคาพื้นฐานปี 58 ของ BJC หลังการเข้าลงทุนใน เมโทร เวียดนามและการเพิ่มทุนอยู่ที่ 50.75 บาทต่อหุ้น

BJC ประเมินการเข้าซื้อกิจการเมโทร เวียดนามจะเสร็จสิ้นในช่วงกลางปี 58 โดยใช้เงินลงทุนประมาณ 2.84 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นการเพิ่มทุนประมาณ 1.6 หมื่นล้านบาทและการกู้เงินอีกประมาณ 1.2 หมื่นล้านบาท

ส่วนแผนการลงทุนปี 57 ในธุรกิจเดิมของ BJC ยังคงเป็นไปตามกำหนดการเดิมอยู่ที่ 5.5 พันล้านบาท แบ่งเป็น 3.2 พันล้านบาทในการปรับปรุงและขยายกำลังการผลิตในธุรกิจกลุ่มบรรจุภัณฑ์, 700 ล้านบาทในกลุ่มธุรกิจสินค้าอุปโภคและบริโภค, 600 ล้านบาทในกลุ่มธุรกิจค้าปลีก ส่วนที่เหลืออีกจำนวน 1 พันล้านบาทใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

## ความเห็น

ทางฝ่ายประเมินการเข้าลงทุนในเมโทรเวียดนามจะเป็นการต่อเติมห่วงโซ่ธุรกิจเวียดนามให้สมบูรณ์ตั้งแต่ต้นน้ำยันปลายน้ำ ซึ่ง BJC มีทั้งธุรกิจการผลิตสินค้า, ธุรกิจการกระจายสินค้า, ธุรกิจค้าปลีกและธุรกิจค้าส่งที่มาจากเมโทร เวียดนามโดยแม้ว่าปัจจุบันยังประสบกับภาวะขาดทุนอยู่ แต่ทางฝ่ายประเมินว่าเมโทร เวียดนามจะกลับมามีกำไรได้อีกครั้งภายใน 3-4 ปีหลังการเข้าลงทุนของ BJC ในช่วงกลางปี 58

## คำแนะนำการลงทุน

ทางฝ่ายแนะนำ “ทยอยซื้อ” โดยประเมินราคาพื้นฐานปี 58 ของ BJC หลังการเข้าลงทุนในเมโทร เวียดนามและการเพิ่มทุนอยู่ที่ 50.75 บาทต่อหุ้น

## สรุปข้อมูลทางการเงินสำคัญ

งบรวม สิ้นสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
รายได้ (ล้านบาท)	31,235	37,429	42,226	44,297	59,904
กำไร (ล้านบาท)	2,140	2,415	2,426	1,922	1,997
กำไร, ปรับปรุง (ล้านบาท)	2,140	2,415	2,426	1,922	1,997
กำไรต่อหุ้น (บาท)	1.35	1.52	1.53	1.30	1.08
กำไรต่อหุ้น, ปรับปรุง (บาท)	1.35	1.52	1.53	1.30	1.08
P/E (X) (ปรับปรุง)	33.9	30.1	29.9	35.1	42.3
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาท)	9.15	10.25	11.13	11.71	18.65
P/B (X)	5.0	4.5	4.1	3.9	2.5
เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)	0.73	0.84	0.84	0.78	0.65
ผลตอบแทนเงินปันผล (%)	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.4%

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, PSR คาดการณ์

\*\*อ้างอิงราคาปิดล่าสุด

**คำแนะนำ ทยอยซื้อ**  
**ปรับลงจากซื้อ**

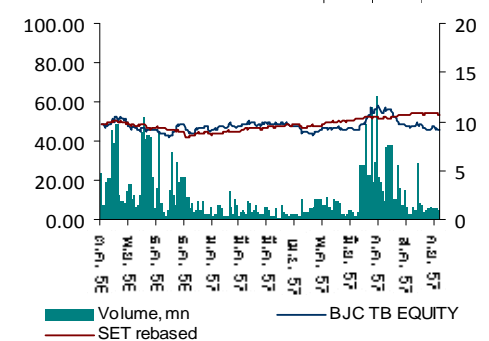
ราคาพื้นฐาน (บาท)	50.75
คาดการณ์เงินปันผล (บาท)	0.65
ราคาปิด (บาท)	45.75
ผลตอบแทนรวม (%)	12.3%

## ลักษณะธุรกิจ

ดำเนินธุรกิจการจัดจำหน่าย การทำการตลาด การกระจายสินค้าให้บริการด้านการจัดเก็บและจัดส่งสินค้า (โลจิสติกส์) และบริการทางอุตสาหกรรม อุปโภคบริโภค เทคนิค และเวชภัณฑ์การผลิตสินค้าด้านบรรจุภัณฑ์ และด้านอุปโภคบริโภค

## ข้อมูลบริษัท

เบต้า (ข้อมูลรายสัปดาห์ 2 ปีย้อนหลัง)	1.57
มูลค่าตลาด (ล้านUSD/ล้านบาท)	2245 / 72844
มูลค่ากิจการ (ล้านUSD/ล้านบาท)	2830 / 91835
การซื้อขายเฉลี่ย 3 เดือนย้อนหลัง (ล้านหุ้น/วัน)	2.7
Free Float (%)	26.3
ช่วงราคา 52 สัปดาห์	42.25 - 60.50



ผู้ถือหุ้นใหญ่ วันที่ 3/9/57	(%)
1. บริษัท ทีซีซี โฮลดิ้ง จำกัด	73.7
2. DBS BANK A/C DBS NOMINEES-PB Cier	5.4
3. กองทุนเปิดบัวหลวงหุ้นระยะยาว	2.5

## CG: การจัดอันดับบริษัทภิบาล - 2556



(ดีมาก)

วิธีประเมินมูลค่า  
SOTP

## นักวิเคราะห์

วิชุดา ศิริพลอยประกาย

นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ # 55956

โทร: 66 2 635 1700 # 525

**BJC ประกาศเข้าซื้อเมโทร เวียดนาม ด้วยมูลค่าเงินลงทุนอยู่ที่ 28,370 ล้านบาท**

BJC ประกาศเข้าลงทุนจำนวน 100% ในเมโทร แคช แอนด์ แครี่ เวียดนาม ลิมิเต็ด โดยคิดเป็นจำนวนเงินลงทุนประมาณ 28,370 ล้านบาท ซึ่งเป็นมูลค่าที่คำนวณจากกรณีที่กิจการไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและไม่มีเงินสด หรือกล่าวอีกนัยว่าการเข้าซื้อครั้งนี้ BJC ไม่มีส่วนต้องรับผิดชอบในภาระหนี้สินเดิมของเมโทร เวียดนาม ในส่วนของเงินลงทุนครั้งนี้ BJC จะนำมาจาก การเพิ่มทุนในหุ้นของ BJC แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ในอัตราส่วน 2 หุ้นใหม่ต่อ 9 หุ้นเดิม ราคาเสนอขาย 45 บาทต่อหุ้น โดยคิดเป็นมูลค่าทั้งหมดที่ BJC จะได้รับอย่างน้อย 1.6 หมื่นล้านบาท และส่วนที่เหลืออีก 1.2 หมื่นล้านบาทจะมาจากการกู้ยืมเงินแทน ส่งผลให้ Interest-bearing Debt ของปี 58 ทางฝ่ายประเมินไว้อยู่ที่ 0.85 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าอัตราที่ BJC ต้องดำรงไว้ไม่เกินที่ 1.75 เท่า

**รูปที่ 1 : บรรยากาศภายในร้านเมโทร เวียดนาม, เมืองโฮจิมินห์**



**เมโทร เวียดนาม ธุรกิจ Cash&Carry แห่งเดียวในเวียดนาม**

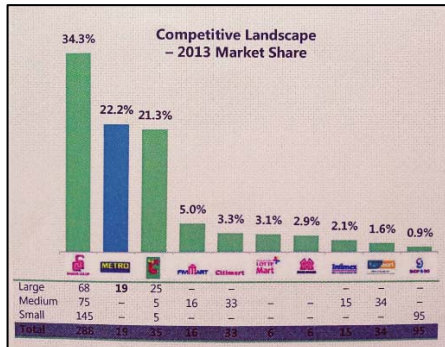
เมโทร เวียดนาม ธุรกิจผู้ให้บริการศูนย์จำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภคแบบ Cash&Carry จัดตั้งขึ้นในประเทศเวียดนามในปี 2545 โดยมี เมโทร อินเตอร์ เนชั่นแนล โฮลดิ้ง เป็นเจ้าของเงินลงทุน 100% ปัจจุบันบริษัทมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 19 สาขา กระจายอยู่ทั่วประเทศ แบ่งเป็นภาคเหนือ 6 สาขา, ภาคกลาง 7 สาขาและภาคใต้ 6 สาขา นอกจากนี้ บริษัทยังคงมีคลังสินค้าจำนวน 2 แห่งและศูนย์กระจายสินค้าแบบ Cross Docking อีก 2 แห่ง ตั้งอยู่ที่เมือง Hanoi ทางภาคเหนือและเมือง Binh Duong ทางภาคใต้ของเวียดนาม

**รูปที่ 2 : รายละเอียดแสดงที่ตั้งของแต่ละสาขา**



ในปี 2556 เมโทร เวียดนาม มีส่วนแบ่งการตลาดประมาณ 22.2% ของตลาดร้านจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคสมัยใหม่ในเวียดนาม คิดเป็นอันดับ 2 รองมาจาก Saigon Union of Trading Cooperatives ซึ่งเป็นธุรกิจที่รัฐบาลเวียดนามเป็นผู้ลงทุนโดยตรง โดยมีส่วนแบ่งการตลาดประมาณ 34.3% เปิดร้านค้าให้บริการครอบคลุมทุกรูปแบบรวมถึงแบบ Co-op Xtra Plus ศูนย์ค้าส่งขนาดใหญ่ที่เป็นคู่แข่งใกล้เคียงกับเมโทร เวียดนามมากที่สุด อย่างไรก็ตามธุรกิจค้าส่งและ Cash&Carry ในเวียดนาม ยังคงมีเมโทร เวียดนามเป็นผู้เล่นรายเดียวในตลาดอยู่ ณ ปัจจุบันนี้

รูปที่ 3 : ส่วนแบ่งการตลาดและจำนวนสาขาของธุรกิจกลุ่มค้าปลีกและค้าส่ง



ที่มา : BJC

**ผลการดำเนินงานของเมโทร เวียดนามในช่วงที่ผ่านมา**

ผลการดำเนินงานของเมโทร เวียดนาม ในช่วงที่ผ่านมาขาดทุนอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับผลกระทบหลักจาก 3 ปัจจัยได้แก่ 1). การเติบโตของยอดขายในอัตราที่ชะลอตัวลง ซึ่งเป็นผลมาจากการขายสินค้าผ่านทางหลังร้าน (ขายส่งรายใหญ่) ในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงมาก ในช่วงที่ผ่านมาอย่างไรก็ตามปัจจุบันเมโทร เวียดนามมีการปรับปรุงวิธีการขายสินค้าในสัดส่วนมากขึ้นโดยการลดสัดส่วนการขายผ่านทางหลังร้านและเพิ่มสัดส่วนการขายสินค้าผ่านทางลูกค้ารายย่อยที่มีอัตรากำไรสุทธิดีกว่ามากยิ่งขึ้น 2) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เพิ่มขึ้นค่อนข้างมากจากการเร่งขยายสาขามากเกินไป ในช่วงปี 53-55 ที่เร่งการขยายสาขาประมาณปีละ 3-4 แห่ง และ 3) ดอกเบี้ยจ่ายที่มีมูลค่าค่อนข้างสูงจากการกู้ยืมเงินทั้งระยะสั้นและระยะยาวของเมโทร เวียดนาม ที่เพิ่มขึ้นมากเพื่อรองรับการขยายสาขาใหม่ของเมโทรในปี 53-55

อย่างไรก็ตามหลังจากที่ BJC เข้าซื้อกิจการเมโทร เวียดนาม เสร็จสิ้นแล้ว ทางฝ่ายประเมินปัญหาหลักทั้ง 3 ข้อข้างต้นจะลดลงอย่างมาก สาเหตุหลักจากทางฝ่ายประเมินช่วงแรกของการเข้าลงทุนเมโทร เวียดนาม BJC ยังคงไม่มีนโยบายขยายสาขาเพิ่มเติมเนื่องจากบริษัทฯ จะเข้าไปปรับปรุงและเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์ขายและระบบการขายของสาขาเดิมก่อน เพื่อให้ตรงใจผู้บริโภคและเกิดผลประโยชน์สูงสุดต่อธุรกิจต่างๆในเวียดนามของ BJC ซึ่งการแก้ไขปัญหาในส่วนนี้จะส่งผลต่อค่าใช้จ่ายในการขยายสาขาไม่เพิ่มขึ้นมากและยอดขายของบริษัทฯจะปรับเพิ่มขึ้นได้จากการปรับใช้กลยุทธ์และนโยบายการขายใหม่ ในส่วนของดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงไปหมดเนื่องจากการเข้าลงทุนซื้อเมโทร เวียดนามครั้งนี้ BJCไม่ต้องการชำระหนี้สินของเมโทร เวียดนามทั้งหมด ดังนั้นจากการแก้ปัญหาหลักทั้ง 3 ข้อได้ จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานในอนาคตให้ขาดทุนลดลงได้

**ทางฝ่ายประเมินผลการดำเนินงานของเมโทรจะกลับมามีกำไรได้อีก 4-5 ปี**

ทางฝ่ายประเมินผลประกอบการสุทธิของเมโทร เวียดนาม ยังคงขาดทุนอยู่ในช่วง 3-4 ปี หลังการรวบรวม ถึงแม้ว่า BJC จะมีการปรับปรุงและเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้แก่ เมโทร เวียดนาม ถึงแม้ว่าช่วง 1-2 ปีแรกหลังจากการรวบรวม ค่าใช้จ่ายในการขาย

และบริหารที่ใช้ไปในการลงทุนขยายสาขาจะยังไม่เพิ่มขึ้น แต่เมโทร เวียดนามจะมีค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงการดำเนินงานของสาขาเดิมในช่วงแรกแทน รวมถึงค่าใช้จ่ายในการโฆษณาจะเพิ่มมากขึ้นจากการเปลี่ยนชื่อการค้าใหม่ (BJC มีระยะเวลาใช้ชื่อการค้า METRO ได้ไม่เกินกว่า 18 เดือน หลังจากการควบรวมเกิดขึ้น) เพื่อให้ลูกค้าเกิดความเข้าใจและรับรู้ถึงการเปลี่ยนแปลงชื่อการค้าใหม่ในครั้งนี้ หลังจากนั้นทางฝ่ายประเมิน เมโทร เวียดนามจะเริ่มมีการขยายสาขาอีกครั้งปีละ 1-2 แห่ง ตามหัวเมืองใหญ่ ซึ่งเน้นที่โฮจิมินห์ และฮานอยก่อน ซึ่งปัจจุบัน BJC มีการศึกษาทำเลที่ตั้งค่อนข้างชัดเจนแล้วจำนวน 9 สาขา โดยปัจจุบันสัดส่วนของการเข้ามาทำธุรกิจร้านจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคสมัยใหม่ในเวียดนามมีอัตราที่ค่อนข้างต่ำมากอยู่ที่ 4% เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศในกลุ่มอาเซียนที่มีสัดส่วนเฉลี่ยอยู่ที่ 42% โดยไทยมีสัดส่วนสูงกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยอยู่ที่ 44%

## ทางฝ่ายประเมินกำไรปี 57 ลดลงจากต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายรวมเพิ่มขึ้นอย่างมาก

ทางฝ่ายคาดการณ์กำไรสุทธิปี 57 อยู่ที่ 1,922.44 ล้านบาท ลดลงถึง 20.76% y-y โดยได้รับแรงกดดันหลักมาจากกำไรที่ลดลงของทั้ง 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่

- 1) ธุรกิจกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (PSC) ที่มียอดขายลดลงในช่วงครึ่งปีแรก ทั้งจากในเวียดนามและไทยที่ได้รับผลกระทบจากภาวะการจับจ่ายใช้สอยที่เบาบางลง นอกจากนี้ต้นทุนการผลิตยังคงเพิ่มขึ้นจากราคาโซดา แอชท์ที่ปรับตัวสูงขึ้น
- 2) ธุรกิจกลุ่มสินค้าและบริการอุปโภคและบริโภค (CSC) ถึงแม้ว่ายอดขายในกลุ่มธุรกิจนี้จะเพิ่มขึ้น จากธุรกิจเวียดนามที่มีการเติบโตที่ดี แต่ต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นมาก ได้แก่ราคามันฝรั่ง, น้ำมันปาล์มและน้ำมันมะพร้าว ในช่วงครึ่งปีแรก รวมถึงการใช้งบลงทุนในการจัดกิจกรรมทางการตลาดเพื่อกระตุ้นยอดขายที่ซบเซาลง กดดันกำไรทั้งปีของกลุ่มธุรกิจนี้ให้ลดลงอย่างมาก
- 3) ธุรกิจกลุ่มสินค้าและบริการเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (HSC&TSC) ทางฝ่ายประเมินกำไรจะลดลงเช่นเดียวกับ 2 กลุ่มธุรกิจก่อนหน้า ถึงแม้ว่าในปี BJC จะมียอดขายจากงานส่งมอบเสาไฟฟ้าของ บ. ไทย-สแกนดิค แต่ถูกหักลบโดยยอดขายเครื่องมือแพทย์ที่ลดต่ำลงมากจากการขาดรัฐบาลในช่วงครึ่งปีแรกที่ส่งผลกระทบต่อคำสั่งซื้ออุปกรณ์การแพทย์ของโรงพยาบาลรัฐที่ขาดช่วงไป

## ทางฝ่ายประเมินกำไรปี 58 เพิ่มเพียงเล็กน้อยจากผลการควบรวมเมโทร เวียดนาม

ทางฝ่ายประเมินกำไรสุทธิปี 58 ของธุรกิจ BJC ทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจหลักจะเพิ่มขึ้นอย่างมากถึง 33.6% y-y เนื่องจากฐานกำไรในปี 57 ลดลงอย่างมากจากสถานการณ์การเมืองที่ไม่แน่นอน แต่เมื่อรวมงบของเมโทร เวียดนามครึ่งปีที่ทางฝ่ายคาดการณ์ขาดทุนสุทธิอยู่รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นมากจากการกู้เงินมาลงทุนเข้าซื้อเมโทร เวียดนาม กดดันให้กำไรสุทธิปี 58 เติบโตได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่ 3.88% y-y อยู่ที่ 1,996.96 ล้านบาท

## แนะนำ “ทยอยซื้อ” ราคาพื้นฐานปี 58 อยู่ที่ 50.75 บาทต่อหุ้น

ทางฝ่ายมีมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อผลการดำเนินงานของเมโทร เวียดนาม หลังจากการลงทุนของ BJC และการดำเนินธุรกิจเวียดนามของ BJC เนื่องจากการเข้ามาลงทุนในธุรกิจค้าส่งนี้เป็นการต่อเติมห่วงโซ่ธุรกิจให้สมบูรณ์ ในส่วนธุรกิจเดิมของ BJC ทางฝ่ายประเมินจะเติบโตได้เล็กน้อยในอัตราที่คงที่ในปีต่อไป เนื่องจากกลุ่มธุรกิจส่วนใหญ่กำลังเข้าสู่ภาวะการเติบโตเต็มที่แล้ว โดยยอดขายจะเพิ่มขึ้นไม่มาก แต่กำไรยังสามารถเติบโตต่อไปได้ จากการแสวงหาวิธีประหยัดต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ทางฝ่ายแนะนำ “ทยอยซื้อ” ประเมินราคาพื้นฐานปี 58 โดยวิธี Sum of the Parts โดยใช้วิธี DCF ประเมินธุรกิจเดิมของ BJC และใช้วิธี Price to Sales Ratio ประเมินธุรกิจเมโทร เวียดนาม ได้ราคาพื้นฐานหลังการควบรวมและหลังการเพิ่มทุนอยู่ที่ 50.75 บาทต่อหุ้น

งบรวม ลีนสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
<b>งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)</b>					
รายได้	31,235	37,429	42,226	44,297	59,904
EBITDA	5,152	5,288	5,714	5,427	6,716
ค่าเสื่อม/การตัดจำหน่าย	1,783	1,751	2,022	2,304	2,891
EBIT	3,370	3,537	3,691	3,123	3,825
ดอกเบี้ย (จ่าย) รับ	366	503	575	605	1,107
รายการอื่นๆ	0	0	0	0	0
ส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม/กิจการร่วมค้า	46	66	65	81	85
รายการพิเศษ	0	0	0	0	0
<b>กำไรก่อนภาษี</b>	<b>3,049</b>	<b>3,100</b>	<b>3,181</b>	<b>2,600</b>	<b>2,804</b>
ภาษีจ่าย	672	605	567	527	657
<b>กำไรหลังภาษี</b>	<b>2,377</b>	<b>2,495</b>	<b>2,615</b>	<b>2,072</b>	<b>2,147</b>
ส่วนที่ไม่มีอำนาจควบคุมของบริษัทย่อย	238	80	189	150	150
<b>กำไรสุทธิ, ตามรายงาน</b>	<b>2,140</b>	<b>2,415</b>	<b>2,426</b>	<b>1,922</b>	<b>1,997</b>
<b>กำไรสุทธิ, ปรับปรุง</b>	<b>2,140</b>	<b>2,415</b>	<b>2,426</b>	<b>1,922</b>	<b>1,997</b>

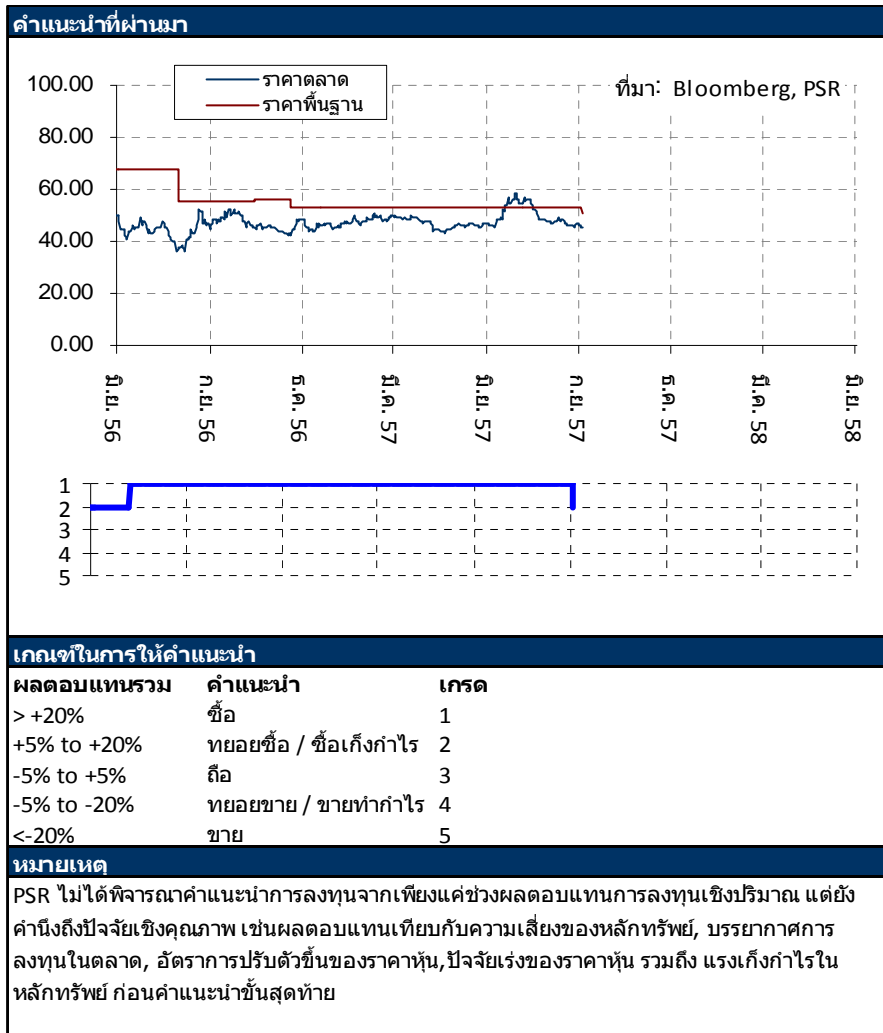
งบรวม ลีนสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
<b>ข้อมูลต่อหุ้น (บาท)</b>					
กำไรต่อหุ้น, ตามรายงาน	1.35	1.52	1.53	1.30	1.08
กำไรต่อหุ้น, ปรับปรุง	1.35	1.52	1.53	1.30	1.08
เงินปันผลต่อหุ้น	0.73	0.84	0.84	0.78	0.65
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	9.15	10.25	11.13	11.71	18.65

งบรวม ลีนสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
<b>งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)</b>					
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน					
กำไรก่อนภาษี	3,049	3,100	3,181	2,600	2,804
รายการปรับปรุง	2,078	2,278	2,686	3,006	4,091
การเปลี่ยนแปลงทุนหมุนเวียน	5,127	5,377	5,867	5,605	6,895
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	(1,141)	(1,059)	(1,087)	(400)	(662)
อื่นๆ	(775)	(660)	(692)	(527)	(657)
<b>เงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน</b>	<b>3,211</b>	<b>3,659</b>	<b>4,088</b>	<b>4,678</b>	<b>5,577</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน					
เงินสดรับจากการขาย(จ่ายซื้อ)เงินลงทุน	(3,971)	(3,966)	(5,232)	(5,548)	(4,159)
อื่นๆ	698	74	186	42	(28,342)
<b>เงินสดสุทธิจากการลงทุน</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(3,892)</b>	<b>(5,047)</b>	<b>(5,506)</b>	<b>(32,501)</b>
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหา					
ออกหุ้นสามัญ	0	0	0	0	17,660
เงินกู้สุทธิ หักการจ่ายคืนหนี้	2,321	2,080	2,573	1,152	13,618
เงินปันผล	(1,000)	(1,223)	(1,526)	(1,193)	(1,372)
อื่นๆ	(536)	(352)	(396)	(787)	(1,728)
<b>เงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน</b>	<b>784</b>	<b>505</b>	<b>651</b>	<b>(828)</b>	<b>28,177</b>
<b>เงินสดเปลี่ยนแปลงสุทธิ</b>	<b>723</b>	<b>272</b>	<b>(307)</b>	<b>(1,657)</b>	<b>1,253</b>
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน	(66)	(85)	72	76	83
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดปลายงวด</b>	<b>1,828</b>	<b>2,015</b>	<b>1,780</b>	<b>199</b>	<b>1,535</b>

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, PSR คาดการณ์  
\*\*อ้างอิงราคาปิดล่าสุด

งบรวม ลีนสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
<b>งบแสดงฐานะการเงิน (ล้านบาท)</b>					
เงินสด	1,828	2,015	1,780	199	1,535
เงินลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0	0
ลูกหนี้การค้า	7,126	7,998	9,000	9,347	11,380
สินค้าคงคลัง	5,124	6,864	8,443	7,924	11,617
อื่นๆ	232	95	92	96	426
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนรวม</b>	<b>14,310</b>	<b>16,972</b>	<b>19,315</b>	<b>17,566</b>	<b>24,958</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	14,143	16,583	18,607	21,846	28,820
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	1,193	1,187	1,399	1,336	1,384
เงินลงทุนบริษัทร่วม และกิจการร่วมค้า	416	432	467	477	18,553
เงินลงทุนระยะยาว	1	1	28	1	1
อื่นๆ	2,937	3,085	4,687	4,755	6,016
<b>สินทรัพย์ไม่มีหมุนเวียนรวม</b>	<b>18,689</b>	<b>21,288</b>	<b>25,188</b>	<b>28,415</b>	<b>54,773</b>
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>32,999</b>	<b>38,260</b>	<b>44,503</b>	<b>45,981</b>	<b>79,731</b>
เงินกู้ระยะสั้น	3,198	4,828	6,155	7,529	9,429
เจ้าหนี้การค้า	5,615	7,052	8,406	7,838	9,586
อื่นๆ	338	347	274	251	232
<b>หนี้สินหมุนเวียนรวม</b>	<b>9,151</b>	<b>12,227</b>	<b>14,835</b>	<b>15,619</b>	<b>19,247</b>
เงินกู้ระยะยาว	7,912	8,344	10,521	10,298	22,016
อื่นๆ	1,406	1,406	1,448	1,437	1,478
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>9,318</b>	<b>9,750</b>	<b>11,969</b>	<b>11,735</b>	<b>23,494</b>
ส่วนของผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	1,987	2,556	2,939	2,939	2,939
<b>ส่วนผู้ถือหุ้นรวม</b>	<b>14,530</b>	<b>16,284</b>	<b>17,699</b>	<b>18,626</b>	<b>36,990</b>

งบรวม ลีนสุด ธ.ค.	2554	2555	2556	2557F	2558F
<b>Valuation Ratios</b>					
P/E (X), adj.	33.9	30.1	29.9	35.1	42.3
P/B (X), adj.	5.0	4.5	4.1	3.9	2.5
EV/EBITDA (X), adj.	10.8	20.7	16.0	16.7	18.0
ผลตอบแทนเงินปันผล (%)	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.4%
<b>อัตราการเติบโต และอัตราการทำกำไร (%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	21.9%	19.8%	12.8%	4.9%	35.2%
EBITDA	16.0%	2.6%	8.1%	-5.0%	23.8%
EBIT	11.3%	5.0%	4.4%	-15.4%	22.5%
Net Income, adj.	12.5%	12.8%	0.5%	-20.8%	3.9%
<b>Margins</b>					
EBITDA margin	16.5%	14.1%	13.5%	12.3%	11.2%
EBIT margin	10.8%	9.4%	8.7%	7.1%	6.4%
Net Profit Margin	7.6%	6.7%	6.2%	4.7%	3.6%
<b>อัตราส่วนการเงินสำคัญ</b>					
ROE (%)	15.6%	15.7%	14.3%	10.6%	7.2%
ROA (%)	7.1%	6.8%	5.9%	4.2%	3.2%
หนี้สินสุทธิ/(เงินสด)	9,282	11,156	14,896	17,628	29,910
อัตราหนี้สินต่อทุนสุทธิ (X)	0.50	0.52	0.56	0.59	0.52



โครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม และหมวดธุรกิจ ของตลาดหลักทรัพย์

ชื่อกลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	ชื่อย่อดัชนี
Agro & Food Industry [AGRO] เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	ธุรกิจการเกษตร	AGRI
	อาหารและเครื่องดื่ม	FOOD
Consumer Products [CONSUMP] แฟชั่น ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	แฟชั่น	FASHION
	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	HOME
	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	PERSON
Financials [FINCIAL] ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต	ธนาคาร	BANK
	เงินทุนและหลักทรัพย์	FIN
	ประกันภัยและประกันชีวิต	INSUR
Industrials [INDUS] ยานยนต์ วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร บรรจุภัณฑ์ กระดาษและวัสดุการพิมพ์ ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ เหล็ก	ยานยนต์	AUTO
	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	IMM
	บรรจุภัณฑ์	PKG
	กระดาษและวัสดุการพิมพ์	PAPER
	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	PETRO
	เหล็ก	STEEL
Property & Construction [PROPCON] วัสดุก่อสร้าง บริการรับเหมาก่อสร้าง พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	วัสดุก่อสร้าง	CONMAT
	บริการรับเหมาก่อสร้าง	CONS
	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	PROP
	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์ เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	FP&REIT
Resources [RESOURC] ทรัพยากร พลังงานและสาธารณูปโภค เหมืองแร่	พลังงานและสาธารณูปโภค	ENERG
	เหมืองแร่	MINE
Services [SERVICE] บริการ พาณิชย์ สื่อและสิ่งพิมพ์ การแพทย์ การท่องเที่ยวและสันทนาการ บริการเฉพาะกิจ ขนส่งและโลจิสติกส์	พาณิชย์	COMM
	สื่อและสิ่งพิมพ์	MEDIA
	การแพทย์	HEALTH
	การท่องเที่ยวและสันทนาการ	TOURISM
	บริการเฉพาะกิจ	PROF
	ขนส่งและโลจิสติกส์	TRANS
Technology [TECH] เทคโนโลยี ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	ETRON
	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	ICT
ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ	อุตสาหกรรมขนาดย่อม	MAI

คำนิยามชนิดของหุ้น

- Blue Chip Stock : หุ้นที่มีพื้นฐานที่ดีที่สุดในกลุ่ม
- Growth Stock : หุ้นที่มีอัตราการเติบโต 2 ปีต่อเนื่องเฉลี่ยไม่ต่ำกว่า 15%
- Dividend Stock : หุ้นที่ได้รับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลอย่างน้อย 5%
- Turnaround Stock : หุ้นที่มีผลประกอบการฟื้นตัวดีขึ้น
- Defensive Stock : หุ้นที่มีเสถียรภาพ
- Hidden Asset Stock : หุ้นที่มีสินทรัพย์แอบแฝง
- Cyclical Stock : หุ้นตามวัฏจักรธุรกิจ

**ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์**

**ปัจจัยพื้นฐาน:**

ชื่อ	เลขทะเบียน	โทรศัพท์	กลุ่มอุตสาหกรรม
ศศิกร เจริญสุวรรณ, CFA, CAIA	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #9744	66 2 635 1700#480	เงินทุนหลักทรัพย์ พาณิชย
รัตดา ทวีแสงสกุลไทย	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ #17972	66 2 635 1700#482	ICT พลังงาน การแพทย์
दनัย ตูดยาพิศิษฐ์ชัย, CFA	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #2375	66 2 635 1700#481	วัสดุก่อสร้าง อสังหาริมทรัพย์
นารี อภิเศกตกานต์	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ #17971	66 2 635 1700#484	เกษตรและอาหาร
สยาม ตียนานนท์	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ #17970	66 2 635 1700#483	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
อรรถมงคล ตันติธนาธร	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #34100	66 2 635 1700#491	ขนส่งและโลจิสติกส์
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์#18577	66 2 635 1700#497	สื่อและสิ่งพิมพ์ การท่องเที่ยว
จันทรมณี ทวีวรเกียรติ	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #046866	66 2 635 1700#488	ยานยนต์ พลังงาน ปิโตรเคมี
วิชุดา ศิริพลอยประกาย	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ #055956	66 2 635 1700#525	ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์
ศุทธนุช ชัยสำเริง	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์		ประกันภัย
จิตพันธ์ ขวัญจิตร	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์		ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน
			พาณิชย์ พลังงาน การท่องเที่ยว
			และสันตนาการ
			เงินทุนหลักทรัพย์ พาณิชย
			อาหารและเครื่องดื่ม

**กลยุทธ์การลงทุน:**

ธีรดา ชาญยิ่งยงค์	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านหลักทรัพย์ #9501	66 2 635 1700#487
ชุตติกาญจน์ สันติเมทวิรุฬ	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านสัญญาซื้อขายล่วงหน้า #37928	66 2 635 1700#494
วีรจักร จิ่งเกียรติขจร	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #28087	66 2 635 1700#495
ฤทธิพร ส่งเสริมสวัสดิ์	นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ #039756	66 2 635 1700#527
ภูเบศ วิริยะยุพมา	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์	

**วิเคราะห์ทางเทคนิค:**

ศศิมา หัตถกิจนิกร	นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยทางเทคนิค#18328	66 2 635 1700#490
กนกศักดิ์ วุทธิพันธุ์	นักวิเคราะห์การลงทุนด้านตลาดทุน #32423	66 2 635 1700#485

**ฐานข้อมูลและการผลิต:**

มนันพัทธ์ ยืนยงวัฒนาการ  
สุทธิพร อูบแก้ว  
ศรสุวรรณค์ ฉิมกลิ่น

**เรียบเรียงและแปลภาษา:**

ไชยยศ อิงศรรัตน์  
เนาวรัตน์ อังกุลสุชน

เกณฑ์การจัดอันดับบรรษัทภิบาล	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตาม นโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะชน และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึง เป็นการนำเสนอในมุมมอง ของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูล ภายในในการประเมิน
ระดับคะแนน	อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด
ต่ำกว่า 50%	
50-59%	
60-69%	
70-79%	
80-89%	
90-100%	



**สาขาในประเทศ**

**กรุงเทพ**

สำนักงานใหญ่	ชั้น 15 อาคารวรวัฒน์ ถ.สีลม โทร. 0 2635 1700 , 0 2268 0999
ศรีนครินทร์	ชั้น 17 อาคารโมเดิร์นฟอรัมทาวเวอร์ ถ.ศรีนครินทร์ โทร. 0 2722 8344-53
วิภาวดี	ชั้น 15 อาคารเล่าเป้งจัน 1 ถ.วิภาวดี-รังสิต โทร. 0 2618 8400
เยาวราช	ชั้น 19 อาคารกาญจนาทิต ถ.เยาวราช โทร. 0 2622 7833 , 0 2226 2777
บางกะปิ 1	ชั้น 8 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ บางกะปิ ถ.ลาดพร้าว โทร. 0 2363 3263
บางกะปิ 2	ชั้น 8 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ บางกะปิ ถ.ลาดพร้าว โทร. 0 2363 3469
หัวลำโพง	ชั้น 4 อาคารตั้งฮั่วเป็ก ถ.พระราม 4 โทร. 0 2639 1200
รังสิต	ชั้น G ศูนย์การค้าฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ปทุมธานี 12130 โทร. 0 2958 5040
สินธร	ชั้น 19 อาคารสินธรทาวเวอร์ 3 ถ.วิทย์ โทร. 0 2650 9717
สยามดิศพ์เวร์	ชั้น 11 อาคารสยามทาวเวอร์ ถ.พระราม โทร. 0 2658 0776

**ต่างจังหวัด**

ขอนแก่น	ชั้น 4 อาคารไค้ยู้อะ ถ.มิตรภาพ โทร 0 4332 5044-8
ขอนแก่น - ริมบึง	ชั้น 3 อาคารอโรคยา 52 ถ.รอบบึง โทร. 0 4322 6026
เชียงใหม่	313/15 ม.6 ถนนเชียงใหม่ลำพูน โทร. 0 5314 1969
พิษณุโลก	ชั้น 2 อาคารไทยศิวารัตน์ ถ.บรมไตรโลกนารถ โทร. 0 5524 3646
หาดใหญ่	ชั้น 4 อาคารเซาท์แลนด์ริบเบอร์ ถ.ราษฎร์ยินดี โทร. 0 7423 4095-99
หาดใหญ่-เพชรเกษม	ชั้น 3 อาคารเรดาร์ก๊อป 607ถ.เพชรเกษม โทร. 0 7422 3044
สุราษฎร์ธานี	62/9 ถ.ดอนนง โทร 077 206 131
แหลมฉบัง	53/112, 114 หมู่ที่ 9 ต.ทุ่งสุขลา โทร. 0 3849 0669
ชุมพร อินเวสเตอร์ เซ็นเตอร์	25/45 ถ.กรมหลวงชุมพร โทร. 0 7757 0652-3

**สาขาต่างประเทศ**

SINGAPORE	Phillip Securities Pte Ltd Raffles City Tower Tel : (65) 6533 6001 www.poems.com.sg
HONG KONG	Phillip Securities (HK) Ltd 11/F United Centre 95 Queensway, Tel (852) 22776600 www.phillip.com.hk
MALAYSIA	Phillip Capital Management Sdn Bhd, Block B Level 3 Megan Avenue Tel (603) 21628841 www.poems.com.my
JAPAN	Phillip Securities Japan, Ltd 4-2 Nihonbashi Kabuto-cho, Chuo-ku, Tokyo Tel (81-3) 36662101
INDONESIA	PT Phillip Securities Indonesia ANZ Tower Level 23B, Tel (62-21) 57900800 www.phillip.co.id
CHINA	Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd Ocean Tower Unit 2318 Tel (86-21) 51699200 www.phillip.com.cn
FRANCE	King & Shaxson Capital Limited 3rd Flr, 35 Rue de la Bienfaisance Tel (33-1) 45633100 www.kingandshaxson.com
UNITED KINGDOM	King & Shaxson Capital Limited 6th Flr, Candlewick House, Tel (44-20) 7426 5950 www.kingandshaxson.com
UNITED STATES	Phillip Futures Inc The Chicago Board of Trade Building Tel +1.312.356.9000
AUSTRALIA	PhillipCapital Australia Level 37, Collins Street, Melbourne, Tel (613) 96298380 Fwww.phillipcapital.com.au
SRI LANKA	Asha Phillip Securities Ltd Level 4, Millennium House, Tel: (+94) 11 2429 100 apsl@ashaphillip.net
TURKEY	Hak Menkul Kiyemetler A.Ş Dr.Cemil Bengü Cad. Tel: (+90) (212) 296 84 84 (pbx) akmenkul@hakmenkul.com.tr
INDIA	PhillipCapital (India) Private Limited No. 1, C - Block, 2nd Floor, Modern Center , Jacob Circle, K. K. Marg, Mahalaxmi Mumbai 400011 Tel: (9122) 2300 2999 Website: www.phillipcapital.in
DUBAI	PhillipCapital (India) Pvt Ltd.601, White Crown Building Dubai UAE. Mahalaxmi Mumbai 400011 Tel: (9122) 2300 2999 Website: www.phillipcapital.in
CAMBODIA	Building No71, St 163, Sangkat Toul Svay Prey I, Khan Chamkarmorn, Phnom Penh, Kingdom of Cambodia Tel: (855) 23 217 942 Website: www.kredit.com.kh

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลให้กับนักลงทุน โดยมีได้มีเจตนาเป็นการนำเสนอหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ซึ่งผู้จัดทำได้ แสดงความคิดเห็นตามข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่สามารถรับประกันความสมบูรณ์และถูกต้องของข้อมูลซึ่ง อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัทจะไม่รับผิดชอบต่อ ความเสียหายใดๆ อันเกิดจากการใช้บทวิเคราะห์นี้ ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม ดังนั้นการตัดสินใจในการลงทุนจึงขึ้นอยู่กับ วิจารณญาณของผู้ลงทุนเป็นสำคัญ