

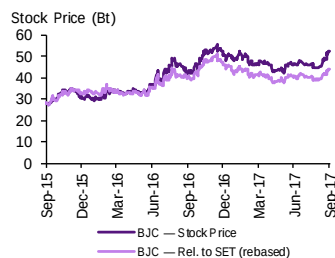
NEUTRAL

Stock data

Last close (Sep 15) (Bt)	50.75
12-m target price (Bt)	54.00
Upside (Downside) to TP (%)	6.40
Mkt cap (Btbn)	202.64
Mkt cap (US\$m)	6,124

Bloomberg code	BJC.TB
Reuters code	BJC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.23
Sector % SET	9.71
Shares issued (mn)	3,993
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	56.3 / 40
Avg. daily 6m (US\$m)	7.06
Foreign limit / actual (%)	49 / 15
Free float (%)	25.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	14.0	9.1	17.3
Relative to SET	7.7	3.6	4.5

Source: SET, SCBS Investment Research

เริ่มวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ Neutral เพราะการฟื้นตัวสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว

เราคาดว่า **core EPS** ของ **BJC** จะเติบโตดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรา
การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งจากฐานต่ำของปีก่อน และความเชื่อมั่น
ที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงอัตรากำไรที่ดีขึ้น ปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว ปัจจุบันหุ้น
BJC ซื้อขายที่ **PE** ปี 2560 ระดับ 39 เท่า (+1.5SD ของ **PE** เฉลี่ย 7 ปีที่ 36 เท่า) และ **PEG** ปี 2561
ของบริษัทที่ 1.9 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.6 เท่า เราเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้น **BJC** ด้วย
คำแนะนำ “**Neutral**” และราคาเป้าหมายกลางปี 61 อ้างอิงวิธี **DCF** ที่ 54 บาท

ซื้อหุ้น BIGC ในปี 2559-60 BJC เข้าซื้อหุ้น 58.55% ใน BIGC ในเดือนมีนาคม 2559 ต่อจากนั้นก็เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน BIGC ด้วยการทำ tender offer สู่ 97.94% ในเดือนพฤษภาคม 2559 คิดเป็นมูลค่ารวม 2.04 แสนล้านบาท ในเบื้องต้น BJC ใช้แหล่งเงินทุนสำหรับซื้อหุ้น BIGC จากเงินกู้ระยะสั้นจากสถาบันการเงิน ต่อจากนั้นก็ชำระคืนเงินกู้ดังกล่าวโดยใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน 8.4 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/59 และรีไฟแนนซ์เงินกู้ที่เหลือด้วยการออกหุ้นกู้ในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60 ต่อมาในเดือนกรกฎาคม 2560 BJC ก็ยื่นทำ tender offer หุ้น BIGC ที่เหลืออีก 2.06% (ระยะเวลา tender offer 7 กรกฎาคม -12 กันยายน) คิดเป็นมูลค่า 3.8 พันล้านบาท โดยใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมธนาคาร ทั้งนี้หลังจากที่ปิดดังกล่าวแล้วเสร็จ เราคาดว่า BIGC (กลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่, MSC) จะกลายเป็นธุรกิจที่สร้างยอดขายให้กับ BJC มากที่สุด (70% ของยอดขายในปี 2560 ของ BJC) และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ BJC จะอยู่ที่ 1.3 เท่า ณ สิ้นปี 2560

กำไรหมื่นหมื่นปรับตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 เราคาดว่า core EPS ของ BJC จะเติบโตดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยของยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่งจากฐานต่ำของปีก่อนที่ -22% YoY (การปรับตัวลดลง 15-20% YoY เกิดจากการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การตลาดยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำตั้งแต่กลางปี 2559) และความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงอัตรากำไรที่กว้างขึ้น

Core EPS จะเติบโตดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2560 เราคาดว่ากำไรปกติของ BJC จะเติบโต 66% YoY สู่ 5.2 พันล้านบาทในปี 2560 หลักๆ เกิดจากการรวมงบการเงินของ BIGC (MSC) เข้ามาตลอดทั้งปี ในขณะที่ผลการดำเนินงานของกลุ่มอื่นๆ ไม่เปลี่ยนแปลง, ประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจกับ BIGC, ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการรีไฟแนนซ์หนี้ต้นทุนต่ำที่เกี่ยวข้องกับการซื้อกิจการ BIGC เสร็จในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60 ปัจจัยบวกเหล่านี้จะมากเกินพอชดเชยค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นที่ระดับเกือบ 1 พันล้านบาท/ปี ซึ่งจะบันทึกตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป โดยเกิดจากการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ที่ซื้อใหม่อ้างอิงรายงานการประเมินฉบับสมบูรณ์ ทั้งนี้เมื่อรวมจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนเพื่อใช้สนับสนุนการซื้อหุ้น BIGC ตั้งแต่ไตรมาส 3/59 เข้ามา core EPS ปี 2560 ของ BJC จะเติบโต 8% YoY

ถ้าเราจะเติบโตดีขึ้นในปี 2561 เราคาดว่า core EPS ของ BJC จะเติบโต 17% ในปี 2561 หลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ผลการดำเนินงานที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นของกลุ่ม MSC ตามยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตเพิ่มขึ้นจากการลดยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำเสร็จในกลางปี 2560 และการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องด้วยการขยายสาขาในประเทศในระดับปานกลางและเริ่มเปิดสาขาใหม่ในต่างประเทศ; 2) ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (PSC) จากการสร้างเตาหลอมสำหรับบรรจภัณฑ์แก้วเพิ่มอีก 2 เตา (กำลังการผลิต +11% ในไตรมาส 4/60 และ +15% ในไตรมาส 2/61); 3) ประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจกับ BIGC โดย BJC ตั้งเป้าดีลนี้จะช่วยให้ EBITDA ของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 500-600 ล้านบาท/ปี ในปี 2560-62 (3% ของ EBITDA ของบริษัท)

Valuation สะท้อนปัจจัยบวกไปบางส่วนแล้ว แม้ปรับตัวขึ้นในระยะหลังนี้ แต่ราคาหุ้น BJC ยังปรับตัว underperform SET อยู่ 6% ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม หุ้น BJC ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 39 เท่า (-1.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 36 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.9 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.6 เท่า

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	42,893	125,330	147,777	154,602	161,208
EBITDA	(Btmn)	6,263	15,571	18,972	20,411	21,965
Core profit	(Btmn)	2,676	3,150	5,226	6,127	7,067
Reported profit	(Btmn)	2,792	4,001	5,174	6,127	7,067
Core EPS	(Bt)	1.68	1.21	1.31	1.53	1.77
DPS	(Bt)	0.84	0.50	0.52	0.61	0.71
P/E, core	(x)	30.20	41.77	38.76	33.06	28.67
EPS growth, core	(%)	60.45	-27.71	7.77	17.24	15.35
P/BV, core	(x)	3.89	1.18	1.82	1.81	1.80
ROE	(%)	13.80	4.75	4.68	5.49	6.30
Dividend yield	(%)	1.66	0.99	1.03	1.21	1.40
EV/EBITDA	(x)	15.11	18.03	18.50	17.21	15.97

Source: SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสສຣາ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	42,893	125,330	147,777	154,602	161,208
Cost of goods sold	(33,071)	(102,769)	(120,483)	(125,923)	(131,156)
Gross profit	9,822	22,561	27,294	28,679	30,052
SG&A	(7,179)	(23,531)	(30,244)	(31,141)	(31,867)
Other income	1,500	11,204	14,654	15,237	15,844
Interest expense	(493)	(5,203)	(4,532)	(4,595)	(4,659)
Pre-tax profit	3,650	5,031	7,172	8,180	9,369
Corporate tax	(400)	(1,033)	(1,434)	(1,636)	(1,874)
Equity a/c profits	87	181	74	77	81
Minority interests	(661)	(1,029)	(585)	(494)	(509)
Core profit	2,676	3,150	5,226	6,127	7,067
Extra-ordinary items	116	851	(52)	-	-
Net Profit	2,792	4,001	5,174	6,127	7,067
EBITDA	6,263	15,571	18,972	20,411	21,965
Core EPS (Bt)	1.68	1.21	1.31	1.53	1.77
Net EPS (Bt)	1.75	1.54	1.30	1.53	1.77
DPS (Bt)	0.84	0.50	0.52	0.61	0.71

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	18,380	35,993	35,027	36,118	36,823
Total fixed assets	26,320	265,850	269,450	270,431	271,107
Total assets	44,701	301,843	304,478	306,548	307,930
Total loans	14,975	152,691	151,898	151,898	150,698
Total current liabilities	15,313	51,851	49,794	89,520	82,709
Total long-term liabilities	8,637	138,134	143,141	105,275	112,679
Total liabilities	23,950	189,986	192,934	194,796	195,388
Paid-up capital	1,592	3,990	4,570	4,570	4,570
Total equity	20,750	111,857	111,543	111,753	112,542
BVPS (Bt)	13.03	28.04	27.94	28.00	28.19

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,676	3,150	5,226	6,127	7,067
Depreciation and amortization	2,121	5,337	7,268	7,636	7,937
Operating cash flow	2,198	22,447	17,187	14,192	15,415
Investing cash flow	(2,775)	(244,872)	(10,863)	(8,617)	(8,613)
Financing cash flow	736	224,780	(6,240)	(5,917)	(7,478)
Net cash flow	159	2,356	84	(342)	(676)

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	22.9	18.0	18.5	18.6	18.6
Operating margin(%)	6.2	-0.8	-2.0	-1.6	-1.1
EBITDA margin(%)	14.6	12.4	12.8	13.2	13.6
EBIT margin(%)	9.7	8.2	7.9	8.3	8.7
Net profit margin(%)	6.5	3.2	3.5	4.0	4.4
ROE (%)	13.5	3.6	4.6	5.5	6.3
ROA (%)	6.2	1.3	1.7	2.0	2.3
Net D/E (x)	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
Interest coverage (x)	12.7	3.0	4.2	4.4	4.7
Payout Ratio (%)	47.9	32.4	40.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total revenue	40,487	33,481	36,645	35,677	37,107
Cost of goods sold	(33,825)	(26,868)	(30,446)	(29,075)	(30,328)
Gross profit	6,662	6,613	6,199	6,602	6,779
SG&A	(7,084)	(6,974)	(6,976)	(7,358)	(7,497)
Other income	3,746	3,300	3,633	3,555	3,651
Interest expense	(2,003)	(1,750)	(1,176)	(1,125)	(1,113)
Pre-tax profit	1,321	1,189	1,681	1,674	1,820
Corporate tax	(479)	(355)	(1)	(531)	(595)
Equity a/c profits	58	36	27	24	(7)
Minority interests	(500)	(153)	(199)	(151)	(222)
Core profit	400	717	1,509	1,016	997
Extra-ordinary items	(240)	1,083	29	(51)	(1)
Net Profit	161	1,800	1,538	965	996
EBITDA	5,092	4,499	4,167	4,580	4,733
Core EPS (Bt)	0.25	0.23	0.38	0.25	0.25
Net EPS (Bt)	0.10	0.57	0.39	0.24	0.25

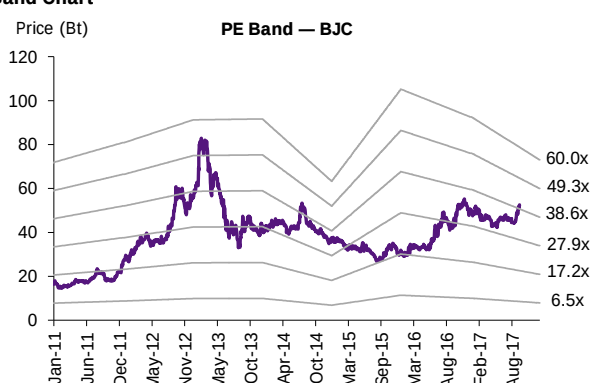
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Total current assets	36,679	34,918	35,993	35,614	33,949
Total fixed assets	265,136	264,998	265,850	273,095	273,817
Total assets	301,815	299,917	301,843	308,708	307,766
Total loans	237,788	155,203	152,691	153,293	152,197
Total current liabilities	255,041	50,898	51,851	50,397	47,881
Total long-term liabilities	19,407	138,810	138,134	146,343	148,169
Total liabilities	274,448	189,708	189,986	196,740	196,050
Paid-up capital	1,592	3,985	3,990	3,991	3,992
Total equity	27,366	110,209	111,857	111,968	111,716
BVPS (Bt)	17.19	34.68	28.04	28.06	27.99

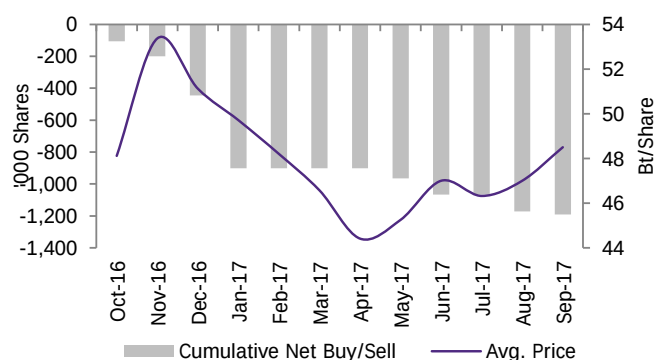
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SSS growth (%) (MSC)	(3.0)	(12.8)	(6.3)	2.1	1.5
No. new stores - all formats (MSC)	98	63	220	118	118
No. ending stores - all formats (MSC)	734	797	1,017	1,135	1,253
No. new stores -hypermarket (MSC)	2	6	9	6	6
No. ending stores -hypermarket (MSC)	125	131	140	146	152
Gross profit margin (%) (MSC)	13.7	14.7	16.0	16.1	16.2

PE Band Chart

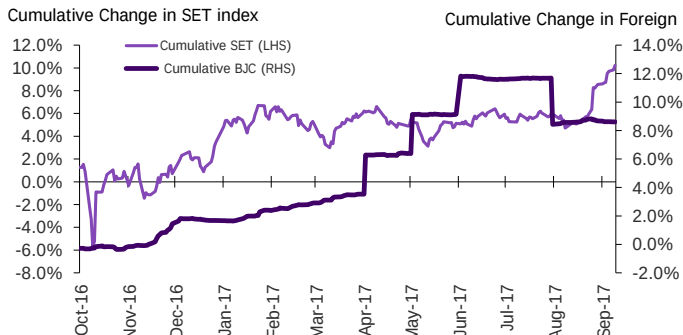


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



Source: SET, SCBS Investment Research

สรุป: การเข้าซื้อหุ้น BIGC

BJC เข้าซื้อหุ้น BIGC ในปี 2559 BJC เข้าซื้อหุ้น 58.55% ใน BIGC ในเดือนมีนาคม 2559 ต่อจากนั้นก็เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน BIGC ด้วยการทำคำเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเดิม (tender offer) สู่ 97.94% ในเดือนพฤษภาคม 2559 คิดเป็นมูลค่ารวม 2.04 แสนล้านบาท ในเบื้องต้น BJC ใช้แหล่งเงินทุนสำหรับซื้อหุ้น BIGC จากเงินกู้ระยะสั้นจากสถาบันการเงิน ในเดือนพฤษภาคม 2559 คณะกรรมการของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัทเพิ่มทุนจำนวน 2,400 ล้านบาท ซึ่งจะทำให้จำนวนหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นสู่ 4,053.96 ล้านบาท ต่อมาในเดือนสิงหาคม 2559 BJC ก็ได้รับเงินจากการเพิ่มทุนรวมทั้งหมด 8.4 หมื่นล้านบาท เพื่อนำไปชำระหนี้ที่กู้มาซื้อหุ้น BIGC และในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60 BJC ก็รีไฟแนนซ์เงินกู้ที่เหลือ ด้วยการออกหุ้นกู้มูลค่า 1.22 แสนล้านบาท ด้วยต้นทุนเงินทุนเฉลี่ย 3.04% ต่อปี และอายุเฉลี่ย 5 ปี

BJC ทำคำเสนอซื้อหุ้น BIGC ที่เหลือในไตรมาส 3/60 ในเดือนพฤษภาคม 2560 คณะกรรมการของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัททำคำเสนอซื้อ (tender offer) หุ้น BIGC ที่เหลือ 2.06% เพื่อเพิกถอน BIGC ออกจาก SET ต่อมาในเดือนกรกฎาคม 2560 BJC ก็เปิดรับซื้อหุ้น 2.06% ใน BIGC ตั้งแต่วันที่ 7 กรกฎาคม ถึงวันที่ 12 กันยายน โดยใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมธนาคาร มูลค่า 4 พันล้านบาท ทั้งนี้ภายหลังกระบวนการ tender offer และได้รับอนุมัติจาก SET บริษัทคาดว่าจะการเพิกถอน BIGC ออกจาก SET จะแล้วเสร็จในไตรมาส 4/60

Figure 1: Timeline for the acquisition of BIGC

วันที่	รายละเอียด
12 ก.พ. 59	คณะกรรมการของ BJC ประกาศซื้อหุ้น BIGC จำนวน 483.08 ล้านหุ้น (58.55%) ที่ราคา 252.88 บาท/หุ้น มูลค่า 1.22 แสนล้านบาท และ C-Distribution Asia จำนวน 2.7 ล้านหุ้น (60%) มูลค่า 856 ล้านบาท นอกจากนี้ยังมีมติอนุมัติให้ BJC เข้าทำสัญญากู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงิน จำนวนไม่เกิน 2.20 แสนล้านบาท เพื่อใช้สนับสนุนการซื้อหุ้นครั้งนี้
21 มี.ค. 59	ผู้ถือหุ้นของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าซื้อหุ้น BIGC และทำ tender offer หุ้นที่เหลือ รวมถึงเข้าทำสัญญากู้ยืมเงินระยะสั้นด้วย BJC แจ้งว่าบริษัทชำระเงินและโอนหุ้น 58.55% ของ BIGC แล้วเสร็จแล้ว
22 มี.ค. 59	BJC ประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการเพื่อทำ tender offer หุ้น BIGC จำนวน 341.92 ล้านหุ้น (41.45%)
16 พ.ค. 59	BJC ประกาศผลการทำ tender offer ในระหว่างวันที่ 29 มีนาคม – 11 พฤษภาคม 2559 โดยซื้อหุ้น BIGC ได้จำนวน 324.91 ล้านหุ้น (39.38%) ส่งผลทำให้บริษัทถือหุ้น BIGC รวมทั้งหมด 807.99 ล้านหุ้น (97.94%)
25 พ.ค. 59	คณะกรรมการของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัทเพิ่มทุน 2,400 ล้านบาท สู่ 4,053.96 ล้านบาท โดยจัดสรรผ่าน PP (800 ล้านบาท) และ RO (1,600 ล้านบาท รวมทั้งหุ้นเหลือหลังจาก PP (ถ้ามี) ที่ราคา 35 บาท/หุ้น) นอกจากนี้ยังมีมติเสนอผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติให้บริษัทเข้าทำสัญญากู้ยืมเงินระยะสั้น (ไม่เกิน 24 เดือน) และออกหุ้นกู้ มูลค่ารวมทั้งสิ้นไม่เกิน 1.3 แสนล้านบาท เพื่อนำเงินไปชำระคืนหนี้เงินกู้ซึ่งมีอยู่ในปัจจุบัน หรือใช้ในการขยายธุรกิจ หรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท
29 มิ.ย. 59	ผู้ถือหุ้นของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัทเพิ่มทุน (ระยะเวลาจองซื้อ 13-21 กรกฎาคม), เข้าทำสัญญากู้ยืมเงินระยะสั้น, และออกหุ้นกู้
7 ก.ค. 59	คณะกรรมการของ BJC มีมติอนุมัติเปลี่ยนแปลงการเพิ่มทุน ด้วยการจัดสรรหุ้นใหม่ 800 ล้านหุ้นจาก PP มาเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (RO) ครั้งที่สอง (35 บาท/หุ้น, ระยะเวลาจองซื้อ 29 กรกฎาคม – 4 สิงหาคม)
25 ก.ค. 59	BJC แจ้งว่าบริษัทได้รับเงินจากการเพิ่มทุน 5.57 หมื่นล้านบาทสำหรับ RO ครั้งแรก (1,592.22 ล้านบาท)
5 ส.ค. 59	BJC แจ้งว่าบริษัทได้รับเงินจากการเพิ่มทุน 2.79 หมื่นล้านบาทสำหรับ RO ครั้งที่สอง (796.64 ล้านบาท)
12 พ.ค. 60	คณะกรรมการของ BJC มีมติอนุมัติให้บริษัททำ tender offer หุ้น BIGC จำนวน 17.01 ล้านหุ้น (2.06%) ที่ราคา 225 บาท/หุ้น เพื่อเพิกถอน BIGC ออกจาก SET
16 มิ.ย. 60	ผู้ถือหุ้นของ BIGC มีมติอนุมัติให้บริษัทเพิกถอนหุ้นออกจาก SET
6 ก.ค. 60	BJC ยื่นทำ tender offer หุ้น BIGC จำนวน 17.01 ล้านหุ้น (2.06%) ตั้งแต่วันที่ 7 กรกฎาคม – 12 กันยายน ที่ราคา 225 บาท/หุ้น โดยจะใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมธนาคาร มูลค่า 4 พันล้านบาท

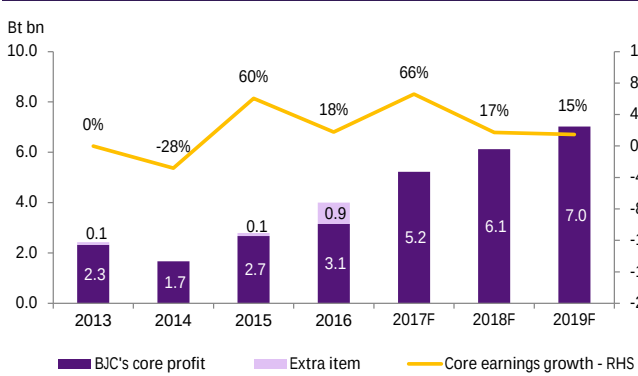
Source: Company data and SCBS Investment Research

แนวโน้มกำไร

EPS จะเติบโตเล็กน้อยในปี 2560 แต่จะเติบโตดีขึ้นในปี 2561 กำไรปกติของ BJC มีแนวโน้มที่จะเติบโต 66% YoY สู่ 5.2 พันล้านบาทในปี 2560 หลักๆ เกิดจากการรวมงบการเงินของ BIGC เข้ามาตลอดทั้งปี และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการรีไฟแนนซ์หนี้ต้นทุนต่ำที่เกี่ยวข้องกับการซื้อกิจการ BIGC เสร็จในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60 อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนตั้งแต่ไตรมาส 3/59 เข้ามา core EPS ปี 2560 ของ BJC จะเติบโตไม่มากนักที่ 8% YoY

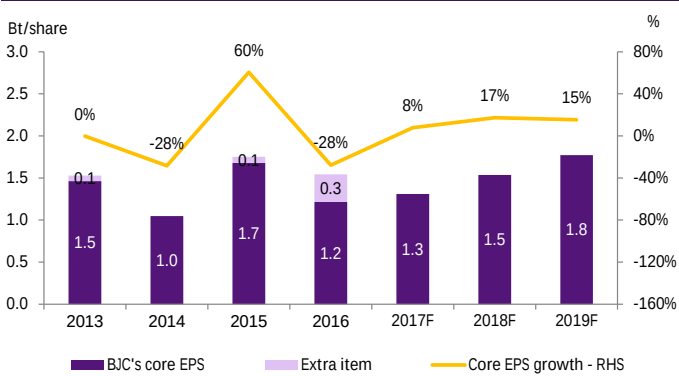
เราคาดว่ากำไรปกติของ BJC จะเติบโต 17% สู่ 6.1 พันล้านบาทในปี 2561 หลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นของกลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (ความเชื่อมั่นดีขึ้นและขยายสาขา) และกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (ขยายกำลังการผลิต) รวมถึงประโยชน์จากการผนึกกำลังทางธุรกิจระหว่างบริษัทกับ BIGC ทั้งนี้ด้วยจำนวนหุ้นเท่าเดิม เราคาดว่า core EPS ปี 2561 ของ BJC จะเติบโต 17% YoY เท่ากันกับอัตราการเติบโตของกำไรปกติ

Figure 2: BJC's consolidated earnings outlook



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BJC's consolidated EPS outlook



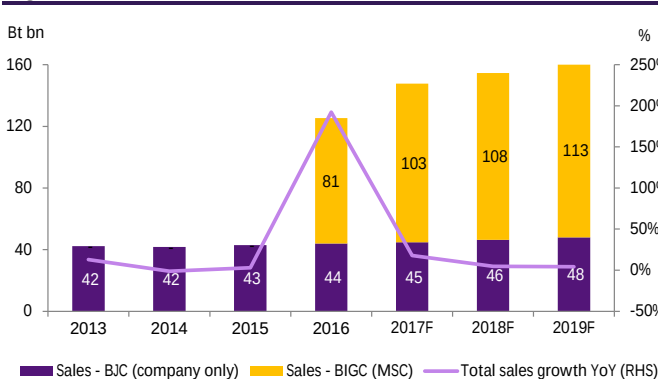
Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มยอดขาย

ยอดขายในงบการเงินรวมของ BJC เราคาดว่ายอดขายในงบการเงินรวมของ BJC จะเติบโต 18% ในปี 2560 หลักๆ เกิดจากการรวมยอดขายจาก BIGC เข้ามาตลอดทั้งปีหลังจากเข้าซื้อกิจการในเดือนมีนาคม 2559 เราคาดว่ายอดขายของ BJC จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 5% ในปี 2561 โดยเกิดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจาก BIGC และ BJC (เฉพาะบริษัท)

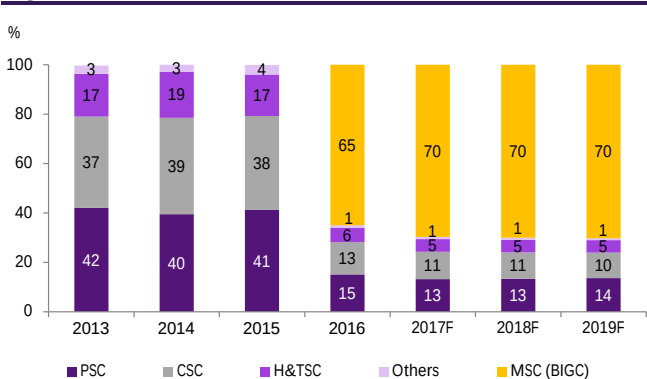
สำหรับยอดขายในงบการเงินรวมของ BJC ในปี 2560 70% จะเกิดจากยอดขายของ BIGC (กลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่, MSC), 15% จะเกิดจากกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (PSC), 13% จะเกิดจากกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (CSC), 6% จะเกิดจากกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (H&TSC) และ 1% จะเกิดจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ

Figure 4: BJC's consolidated sales



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: BJC's consolidated sales breakdown



Source: SCBS Investment Research

ยอดขายจากกลุ่ม MSC (BIGC): ยอดขายสาขาเดิมจะปรับตัวดีขึ้นและขยายสาขามากขึ้น เราคาดว่ายอดขายของ BIGC จะลดลง 4% ในปี 2560 (เทียบกับ -14% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) โดยเกิดจากยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวลดลงในอัตราที่สูงกว่าอัตราการเติบโตของสาขา ยอดขายของ BIGC น่าจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวดีขึ้นและการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม BIGC ได้ปรับกลยุทธ์เพื่อมุ่งการขายที่มีคุณภาพมากกว่าปริมาณการขายเพียงอย่างเดียวตั้งแต่กลางปี 2559 บริษัทลดการขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำอย่างบุหรี่ และเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 15-20% ของยอดขายลง ปัจจัยนี้ร่วมกับสภาพแวดล้อมในการขายสินค้าที่ทำนายสำหรับผู้ประกอบการค้าปลีกส่งผลทำให้ยอดขายสาขาเดิมของบริษัทหดตัวลงเฉลี่ย 20% YoY ในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 2/60 อย่างไรก็ตาม หลังจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการขายผ่านไป 1 ปี ยอดขายสาขาเดิมของบริษัทก็กลับมาเติบโตเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/60 ถึงปัจจุบัน

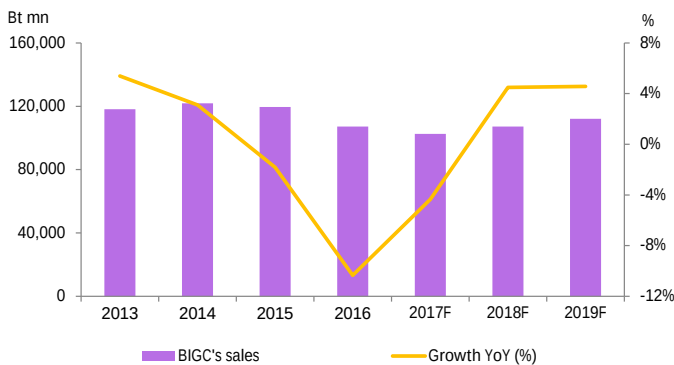
เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ BIGC จะหดตัวลง -6.3% YoY ในปี 2560 (เทียบกับ -17.6% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) โดยจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 และตัวเลขดังกล่าวจะกลับมาเติบโต 2% YoY ในปี 2561 จากฐานที่เป็นปกติ

การขยายสาขา ในปี 2560 BIGC ตั้งเป้าเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต 9 สาขา, Big C Market 1 สาขา, และ Mini Big C 200 สาขา ทั้งนี้หลังจากเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ตใหม่ 1 สาขา, Big C Market ใหม่ 1 สาขา, และ Mini Big C 46 สาขาในช่วงครึ่งแรกปี 60 บริษัทคาดว่าจะเปิดสาขาเพิ่มมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 ประเมินการกำไรของเราใช้จำนวนการขยายสาขาเท่ากับเป้าของ BIGC ในปี 2560

BIGC ยังไม่ได้เปิดเผยเป้าขยายสาขาในประเทศหลังจากปี 2560 ทั้งนี้เมื่ออิงกับรายงานข่าว บริษัทเผยวิสัยทัศน์ว่าจะเริ่มขยายสาขาในต่างประเทศ โดยตั้งเป้าเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ตใหม่ 1 สาขาในกัมพูชาในปีหน้า บริษัทวางแผนเปิดสาขาเพิ่มในกัมพูชาและลาวประเทศละ 5 สาขาในระยะ 3 ปีข้างหน้า

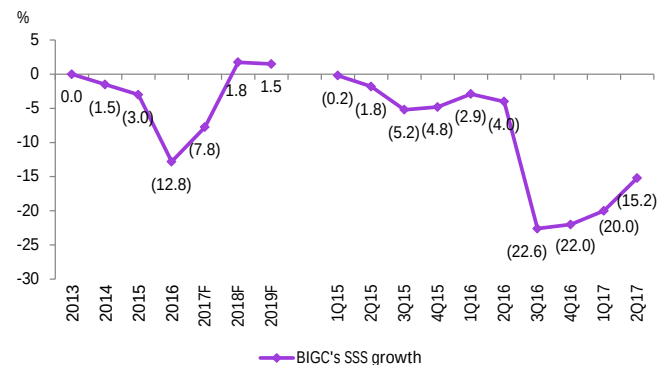
สำหรับปี 2561-62 เราใช้สมมติฐานว่าบริษัทจะเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต 6 สาขา (รวมถึงการเปิดสาขาใหม่ในต่างประเทศ 1 สาขาต่อปี), Big C Market 2 สาขา, และ Mini Big C 100 สาขาต่อปี สมมติฐานที่เราทำไว้สำหรับการขยายสาขาในต่างประเทศยึดหลักความระมัดระวังมากกว่าเป้าของ BIGC ในขณะที่เราเล็งเห็นโอกาสในระยะยาวจากการมีคู่แข่งน้อยและอุปสงค์ที่มีแนวโน้มเติบโตสูง แต่เราก็พบว่ากรขยายสาขาในต่างประเทศทำได้ช้าในระยะแรกเช่นเดียวกับผู้ประกอบการค้าปลีกรายอื่นๆ โดยมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดและการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือกฎหมายท้องถิ่น, การใช้เวลาหาทำเลที่ตั้ง, และการปรับปรุงการดำเนินงานของสาขา 2-3 สาขาแรก

Figure 6: MSC's sales outlook (Sales from BIGC)



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: BIGC's SSS growth



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: BIGC's store expansion

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	1H16A	1H17A
No. of stores, ending									
Hypermarket	119	123	125	131	140	146	152	126	132
Big C Market	30	37	55	59	63	67	71	57	60
Mini Big C	278	324	391	465	665	765	865	408	511
Pure drugstore	132	152	163	142	152	162	172	149	142
Total stores, ending	559	636	734	797	1,020	1,140	1,260	740	845
No. of new stores, net deletions									
Hypermarket		4	2	6	9	6	6	1	1
Big C Market		7	18	4	1	2	2	2	1
Mini Big C		46	67	74	200	100	100	17	46
Pure drugstore		20	11	(21)	10	10	10	(14)	0
Total new stores		77	98	63	220	118	118	6	48

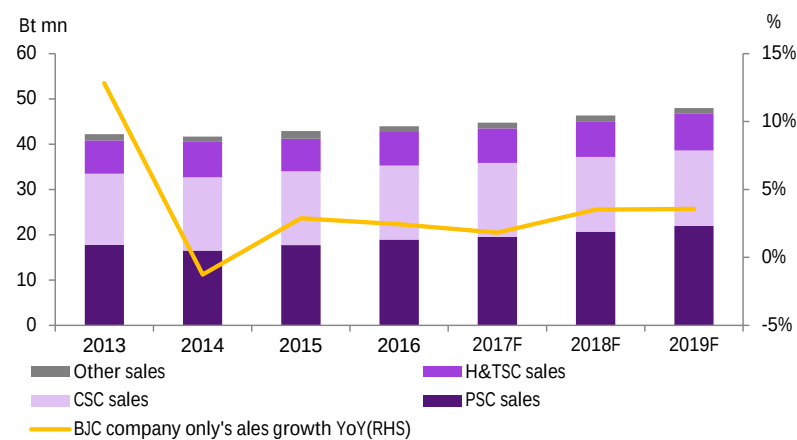
Source: SCBS Investment Research (Note* BIGC acquired 2 MM Mega Market stores from BJC in 4Q17)

ยอดขายจากธุรกิจอื่น ๆ: นำโดยการขยายกำลังการผลิตในกลุ่ม **PSC** ในปี 2561 เราคาดว่ายอดขายของ BJC จะเติบโตเพียง 2% ในปี 2561 โดยเกิดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากกลุ่ม PSC และกลุ่ม H&TSC ในขณะที่ยอดขายจากกลุ่ม CSC จะอยู่ในระดับทรงตัวสืบเนื่องมาจากสภาพแวดล้อมในการขายสินค้าอุปโภคบริโภคที่ท้าทาย

เราคาดว่ายอดขายของบริษัทจะเพิ่มขึ้น 4% ในปี 2561 หลักๆ เกิดจากยอดขายที่แข็งแกร่งมากขึ้นจากกลุ่ม PSC จากการขยายกำลังการผลิตบรรจุภัณฑ์แก้ว และยอดขายที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากกลุ่ม H&TSC และกลุ่ม CSC ตามเศรษฐกิจไทยที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น

สำหรับกลุ่ม PSC ยอดขาย 60% เกิดจากธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้วซึ่ง BJC จะขยายกำลังการผลิตเพิ่ม และที่เหลือเกิดจากธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระป๋อง เตาหลอมแห่งใหม่สำหรับธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้วที่จะช่วยให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีก 300 ตัน/วัน (+11% ของกำลังการผลิต) จะสร้างเสร็จในไตรมาส 4/60 และอีก 400 ตัน/วัน (+15% ของกำลังการผลิต) จะสร้างเสร็จในกลางปี 2561 กำลังการผลิตที่มีอยู่ในปัจจุบันถูกใช้งานเต็มที่แล้ว และกำลังการผลิตใหม่จะถูกจะนำมาใช้ทดแทนการนำเข้าบรรจุภัณฑ์แก้วบางส่วนจากต่างประเทศ (ประมาณ 10% ของยอดขายบรรจุภัณฑ์แก้ว)

Figure 9: Sales contribution from other segments



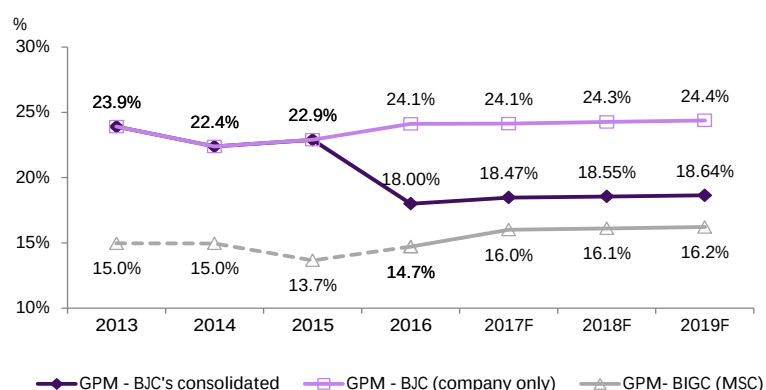
Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มอัตรากำไร

อัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นในปี 2560-61 ในปี 2560 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในงบการเงินรวมของ BJC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 18.5% (+0.5% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้นจากกลุ่ม MSC (16.0%, +1.3% YoY) จากการปรับกลยุทธ์เพื่อมุ่งการขายที่มีคุณภาพตั้งแต่กลางปี 2559 ในขณะที่อัตรากำไรจากกลุ่มอื่นๆ อยู่ในระดับทรงตัว (24.1%, ทรงตัว YoY)

สำหรับปี 2561 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในงบการเงินรวมของ BJC จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยสู่ 18.6% (+0.1% YoY) โดยเกิดจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นของกลุ่ม MSC และกลุ่มธุรกิจอื่นๆ ประการแรก เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่ม MSC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 16.1% (+0.1% YoY) อ้างอิงกลยุทธ์ในการเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัท โดยเฉพาะอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับสินค้ากลุ่มอาหารสดและสินค้าที่ไม่ใช่อาหาร ประการที่สอง เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มธุรกิจอื่นๆ จะปรับตัวดีขึ้นสู่ 24.3% (+0.2% YoY) หลักๆ เกิดจากประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นในกลุ่ม PSC

Figure 10: BJC's consolidated GPM, from BJC (company only) and BIGC (MSC)



Source: SCBS Investment Research

EBIT margin จะลดลงในปี 2560 แต่จะเพิ่มขึ้นในปี 2561 เราคาดว่า EBIT margin ของ BJC จะลดลงสู่ 7.9% ในปี 2560 (-0.25% YoY) แม้ EBIT margin จากกลุ่ม MSC มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 8.2% (+0.35% YoY) เพราะอัตราค่าโฆษณาต้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่สูงขึ้นจากการขยายสาขาและค่าใช้จ่ายฝึกอบรมพนักงานที่เพิ่มขึ้นเพื่อปรับปรุงการให้บริการ แต่จะถูกหักล้างโดยค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นสู่จำนวนเกือบ 1 พันล้านบาท/ปี อ้างอิงการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรของบริษัทจากการเข้าซื้อกิจการ BIGC ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป

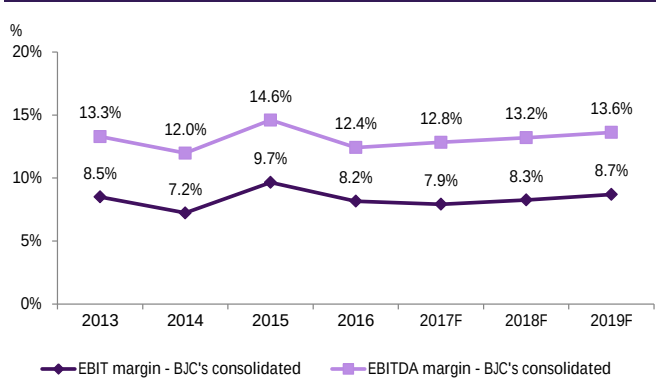
เราคาดว่า EBIT margin ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นสู่ 8.3% ในปี 2561 (+0.3% YoY) โดยเกิดจากอัตราค่าโฆษณาต้นที่เพิ่มขึ้นและการผนึกกำลังทางธุรกิจระหว่างบริษัทกับ BIGC

สรุป: ผลตอบแทนจากการผนึกกำลังทางธุรกิจในปี 2559 หลังจาก BJC เข้าซื้อกิจการของ BIGC บริษัทก็รายงานผลตอบแทนจากการผนึกกำลังทางธุรกิจในระดับ EBITDA ที่ 357 ล้านบาท (2% ของ EBITDA ของ BJC) ในปี 2559 โดย 220 ล้านบาทเกิดจากการประหยัดค่าใช้จ่ายจากการยกเลิกจ่ายค่าธรรมเนียมบริหารให้กับผู้ถือหุ้นรายเก่าของ BIGC, 121 ล้านบาทเกิดจากการประหยัดค่าใช้จ่ายจากการเปลี่ยนบริษัทประกัน, 10 ล้านบาทเกิดจากการรวบรวมสายงานโลจิสติกส์ระหว่าง BJC กับ BIGC, และ 6 ล้านบาทเกิดจากโครงการริเริ่มอื่นๆ

ผลตอบแทนจากการผนึกกำลังทางธุรกิจที่ตั้งเป้าไว้ในปี 2560-62 ในปี 2560-62 BJC ตั้งเป้าผลตอบแทนเพิ่มเติมจากการผนึกกำลังทางธุรกิจในระดับ EBITDA ที่ 1.7 พันล้านบาท (50% เกิดจากกลุ่ม MSC และที่เหลือเกิดจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ) โดยผลตอบแทน 600 ล้านบาทจะเกิดขึ้นในปี 2560 (EBITDA ของ BJC จะปรับขึ้นได้อีก +3%), 600 ล้านบาทจะเกิดขึ้นในปี 2561 (+3%) และ 500 ล้านบาทจะเกิดขึ้นในปี 2562 (+2%)

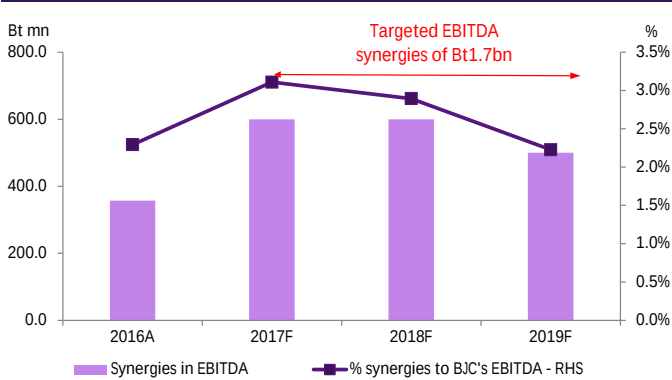
การผนึกกำลังทางธุรกิจร่วมกันมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงดังต่อไปนี้ ประการแรก บริษัทตั้งเป้าเพิ่มการประหยัดต่อขนาดผ่านการทำ cross-selling ผลิตภัณฑ์ของ BJC ผ่านเครือข่ายของ BIGC และเพิ่มอัตราการเข้าถึงของสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ของ BIGC กับผลิตภัณฑ์ของ BJC จาก 7% ในปี 2559 สู่ 15% ในปี 2563 ประการที่สอง บริษัทวางแผนรวบรวมสายงานโลจิสติกส์ครอบคลุมธุรกิจทุกๆ ด้าน ประการที่สาม บริษัทตั้งเป้าปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานธุรกิจค้าปลีกให้ดีที่สุดด้วยการรวบรวมธุรกิจค้าปลีกของ BJC กับศูนย์การค้าของ BIGC โดยปัจจุบันกำลังดำเนินการเปิดร้านขายหนังสือ Asia Books ในสาขาของ BIGC และใช้ความเชี่ยวชาญในธุรกิจค้าปลีกของ BIGC มาปรับปรุงผลการดำเนินงานของร้านค้าปลีกของ BJC ที่มีขนาดเล็กกว่า BIGC ยกตัวอย่างเช่น BIGC เข้ามาบริหารร้าน MM Mega Market 2 แห่งตั้งแต่ปลายปี 2559 ประการที่สี่ บริษัทวางแผนใช้ระบบไอทีและระบบ back office ร่วมกันเพื่อลดต้นทุนในไตรมาส 4/60

Figure 11: BJC's consolidated EBIT and EBITDA margin



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 12: BJC targets 3-year EBITDA synergy of Bt1.7bn (+2-3% of its EBITDA in 2017-19F)



Source: Company data and SCBS Investment Research

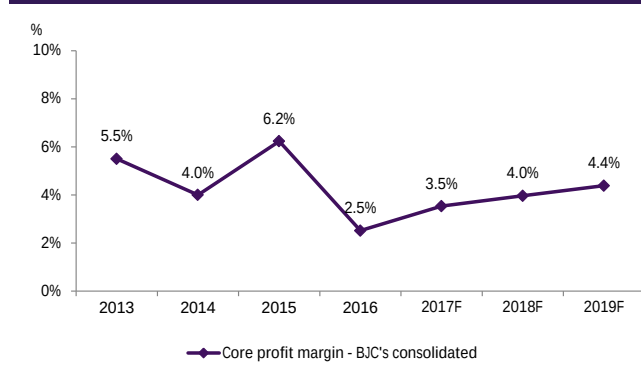
Figure 13: Breakdown of BJC's target EBITDA synergy of Bt1.7bn in 2017-19F

BJC's targeted synergy	Details
1 Economies of scale through leveraging manufacturing capability for private brands	Potential to increase penetration of private label with BJC products Cross-selling of BJC products through Big C network i.e. pharmaceutical products through Pure Pharmacy, snacks and dairy products through grocery retail outlets
2 Fully integrate logistics operations across the entire value chain	Leveraging BJC's leadership in consumer supply chain and logistics, improving Big C's current backend infrastructure, and jointly renegotiating pallet leasing terms Optimization of Big C's new distribution centers by integrating with BJC
3 Combine purchasing power and optimize retail operations	Integrating BJC's retail businesses with Big C's shopping mall footprint i.e. in process of opening Asia Books store-in-store at Big C Utilizing Big C's expertise in retail to improve performance of BJC's smaller retail banners i.e. Big C managing MM Mega Market in 2017
4 Cross-utilize IT and back office infrastructure	Leveraging resources across finance and accounting functions i.e. integration of Finance / Controlling team looking after MM Mega Market within Big C Sharing of IT systems between BJC and Big C to optimize costs i.e. migrating all emails to BJC email system

Source: Company data and SCBS Investment Research

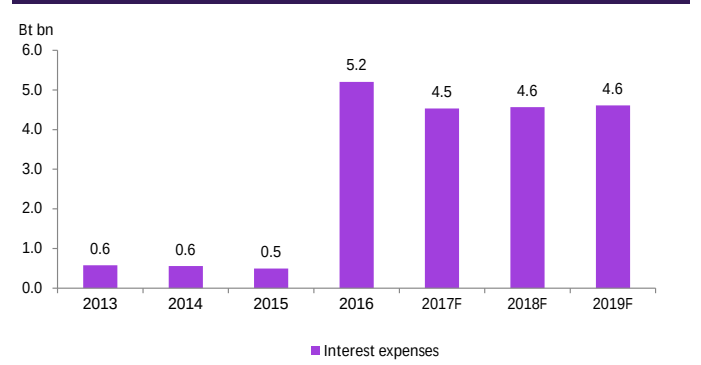
อัตรากำไรปกติ เราคาดว่าอัตรากำไรปกติของ BJC จะเพิ่มขึ้นสู่ 3.5% (+1.0% YoY) ในปี 2560 หลักๆ เกิดจากดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากบริษัทนำเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนในไตรมาส 3/59 มาชำระหนี้ และการรีไฟแนนซ์หนี้ต้นทุนต่ำที่เกี่ยวข้องกับการซื้อกิจการ BIGC เสร็จในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 1/60 เราคาดว่าอัตรากำไรปกติของบริษัทจะเพิ่มขึ้นสู่ 4.0% (+0.2% YoY) ในปี 2560 หลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจาก EBIT margin ที่กว้างขึ้น

Figure 14: BJC's consolidated core profit margin



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 15: Lower interest expenses in 2017F after debt repayment and lower cost of funds

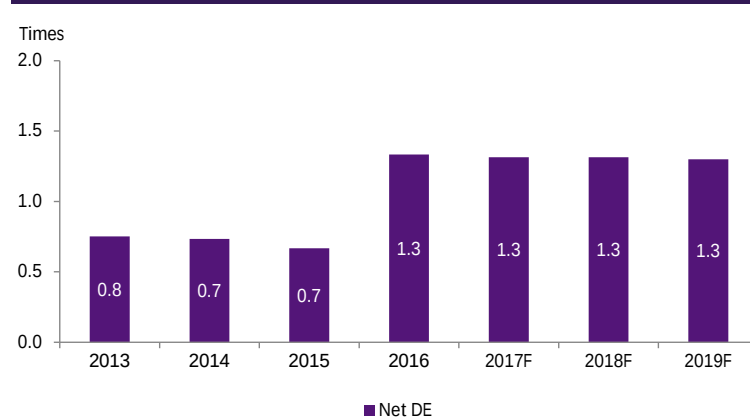


Source: Company data and SCBS Investment Research

โครงสร้างทางการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนยังต่ำกว่าเงื่อนไขสัญญาในการออกหุ้นกู้ หลังจากเพิ่มทุนเพื่อนำเงินที่ได้ส่วนหนึ่งมาใช้สนับสนุนการซื้อกิจการ BIGC เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ BJC จะอยู่ที่ 1.3 เท่าในปี 2560-62 ต่ำกว่าระดับเพดาน 2.0 เท่าภายใต้เงื่อนไขสัญญาในการออกหุ้นกู้ของบริษัท

Figure 16: BJC's net debt to equity ratio

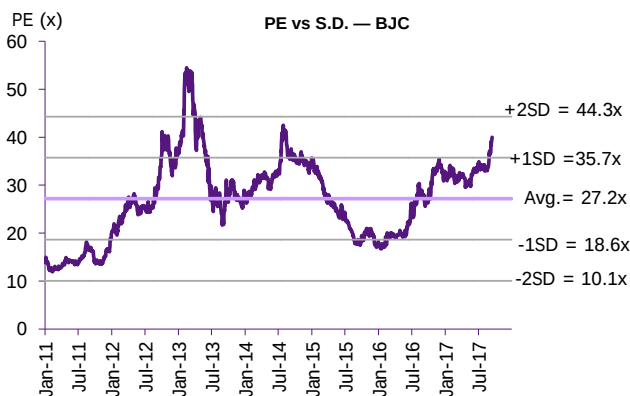


Source: SCBS Investment Research

ราคาเป้าหมายและการเปรียบเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มพาณิชย์

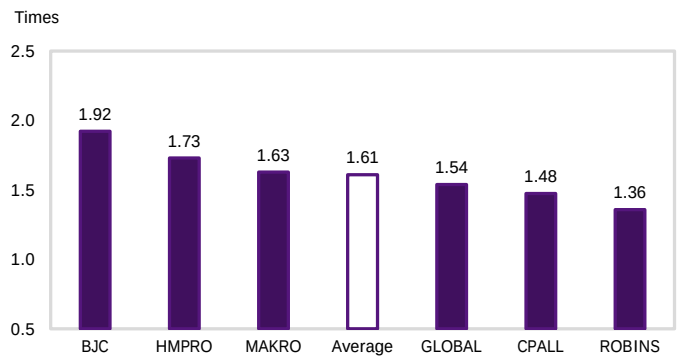
BJC: เริ่มต้นการวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “Neutral” และราคาเป้าหมายกลางปี 61 อ้างอิงวิธี **DCF** ที่ 54 บาท เราคาดว่า core EPS ของ BJC จะเติบโตขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งจากฐานต่ำของปีก่อน และความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงอัตรากำไรที่ดีขึ้น ทั้งนี้ยอดขายสาขาเดิมของบริษัทหดตัวลง -22% YoY โดยการปรับตัวลดลง 15-20% YoY เกิดจากการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การตลาดยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำตั้งแต่กลางปี 2559 net EPS อาจลดลง YoY ในไตรมาส 3/60 เพราะไม่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 1.1 พันล้านบาทเหมือนในไตรมาส 3/59 ในขณะที่ net EPS จะกลับมาเติบโต YoY แบบก้าวกระโดดในไตรมาส 4/60 จากการปรับปรุงภาษีเงินได้นิติบุคคล โดย BJC ตั้งเป้าอัตราภาษีที่แท้จริงในปี 2560 ที่ 20% (เทียบกับ 32% ในช่วงครึ่งแรกปี 60) ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น BJC ปรับตัว underperform SET อยู่ 6% เมื่อดูที่ valuation พบว่าปัจจุบันหุ้น BJC ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 39 เท่า (+1.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 36 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.9 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 1.6 เท่า ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปบางส่วนแล้ว

Figure 17: BJC's 7-year PE band



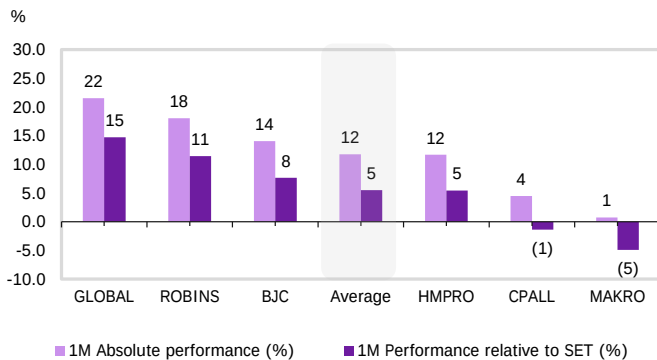
Source: SCBS Investment Research

Figure 18: 1-year 2018PEG



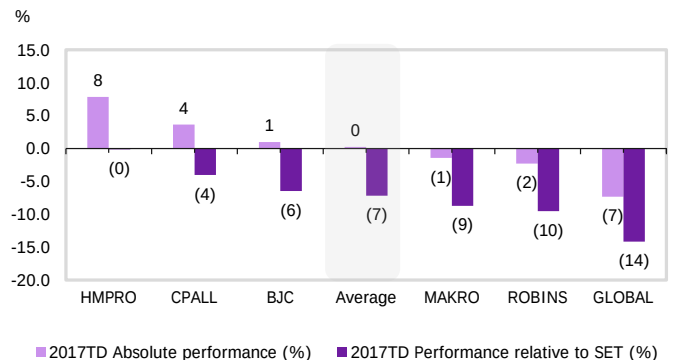
Source: SCBS Investment Research

Figure 19: Share price performance over past month



Source: SCBS Investment Research

Figure 20: Share price performance in 2017TD



Source: SCBS Investment Research

บมจ. เบอรัลล์ ยุคเกอร์

ประวัติความเป็นมา

บมจ. เบอรัลล์ ยุคเกอร์ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2425 โดยใช้ชื่อว่า “ห้างยุคเกอร์ แอนด์ ซิกก์ แอนด์ โก” ประกอบกิจการค้าในด้านเป็นตัวแทนบริษัทเรือฝรั่งเศส อังกฤษ และอิตาลี บริษัทเป็น 1 ใน 7 บริษัทแรกที่จดทะเบียนใน SET ในปี 2518 และเปลี่ยนชื่อเป็น บมจ. เบอรัลล์ ยุคเกอร์ ในปี 2536

ปัจจุบันบริษัทมีการประกอบธุรกิจใน 5 กลุ่มธุรกิจ: 1) กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (15% ของยอดขายปี 2559) ได้แก่ บรรจภัณฑ์แก้ว และบรรจภัณฑ์กระป๋องอะลูมิเนียม; 2) กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (13% ของยอดขาย) ได้แก่ อาหาร สินค้าเครื่องใช้ส่วนตัว, และการบริหารจัดการระบบโลจิสติกส์; 3) กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (6% ของยอดขาย); 4) กลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (65% ของยอดขาย) จากการถือหุ้นใน BIGC; 5) กลุ่มธุรกิจอื่นๆ (1% ของยอดขาย) ได้แก่ Asia Book (ร้านหนังสือ 71 สาขาในประเทศไทย ณ สิ้นปี 2559), M-Point Mart (ร้านสะดวกซื้อในรูปแบบแฟรนไชส์ 44 สาขาในลาว ณ สิ้นปี 2559), B's mart (ร้านสะดวกซื้อในรูปแบบแฟรนไชส์ 169 สาขาในเวียดนาม ณ สิ้นปี 2559), และ MM Mega Market (ค่าธรรมเนียมบริหารสำหรับร้านค้าประเภท cash and carry 19 สาขาในเวียดนาม ณ สิ้นปี 2559)

ในส่วนของการสร้างการถือหุ้น ในปี 2544 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น (TCC Holdings) ได้เข้าซื้อหุ้นของ BJC และกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ BJC โดย TCC group เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนมากที่สุดของภูมิภาคเอเชีย โดยประกอบธุรกิจครอบคลุมธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (บมจ. ไทยเบฟเวอเรจ จดทะเบียนในตลาด SGX), อสังหาริมทรัพย์และเรียลเอสเตท (TCC land Co, Ltd), ประกันและลิซซิ่ง, และอุตสาหกรรมเกษตร

ในปี 2559 BJC ได้เข้าซื้อกิจการค้าปลีกในประเทศไทย ด้วยการเข้าซื้อหุ้น 97.94% ใน BIGC คิดเป็นมูลค่าประมาณ 2.04 แสนล้านบาท ผ่านการเข้าซื้อหุ้น 58.55% ในเดือนมีนาคม และเข้าซื้อหุ้นอีก 39.39% ผ่านการทำ tender offer ในเดือนพฤษภาคม ต่อมาในเดือนกรกฎาคม 2560 BJC ก็เปิดรับซื้อหุ้น 2.06% ใน BIGC มูลค่าไม่เกิน 3.8 พันล้านบาท ด้วยการเข้า tender offer ตั้งแต่วันที่ 7 กรกฎาคม ถึงวันที่ 12 กันยายน เพื่อเพิกถอน BIGC ออกจาก SET

คำแนะนำการลงทุน

เราคาดว่า core EPS ของ BJC จะเติบโตดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมที่ปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 60 จากฐานต่ำของปีก่อนที่ -22% YoY (การปรับตัวลดลง 15-20% YoY เกิดจากการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์มาลดยอดขายสินค้าที่ให้อัตรากำไรต่ำตั้งแต่กลางปี 2559) และความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงอัตรากำไรที่กว้างขึ้น เมื่อมองในแง่ valuation ปัจจุบันหุ้น BJC ซื้อขายที่ PE ปี 2560 ระดับ 39 เท่า (+1.5SD ของ PE เฉลี่ย 7 ปีที่ 36 เท่า) และ PEG ปี 2561 ของบริษัทที่ 1.9 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.6 เท่า

Valuation

ราคาเป้าหมายกลางปี 2561 ของเราอยู่ที่ 54 บาท โดยอิงกับวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) (WACC 7.8% และอัตราเติบโต 3%)

ปัจจัยเสี่ยง

ปัจจัยเสี่ยง ได้แก่ 1) การเปลี่ยนแปลงของอัตราเติบโตยอดขายสาขาเดิมที่มีสาเหตุมาจากการอุปโภคบริโภคชะลอตัวหรือฟื้นตัว; 2) การขยายสาขา; 3) การเปลี่ยนแปลงในต้นทุนพนักงาน, ค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค, ต้นทุนเชื้อเพลิง, และต้นทุนวัตถุดิบ; 4) การเจรจาขอส่วนลดกับซัพพลายเออร์; และ 5) การแข่งขัน

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาดรอง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BIG, BJC, BIA, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, IH, IHBANK, IPN, MAJOR, MEGA, MINT, MTLS, PLANB, PSH, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, S, SAMART, SAWAD, SCC, SCCC, SGP, SIRI, SPALI, SPCG, SPRC, STEC, STPI, SUPER, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THANI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, TVO, UNIQ, VGI, WHA, WORK

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ว่า บริษัทฯ ภาครัฐฯ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น และไม่อาจเป็นข้อความใด ๆ เป็นการใช้คำแนะนำบุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือยืนยันให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันเกิดจากการไม่ใช้หรือการใช้ข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการลงทุน ผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความคิดเห็นอื่น ๆ รวมทั้งวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ขอแจ้งสิทธิในการใช้ข้อมูลเพื่อเผยแพร่ข้อมูลในการเปิดเผยข้อมูลเป็นครั้งแรกโดยไม่ต้องขอกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการให้ข้อมูลเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำ ดัดแปลง เปรียบเทียบ ยานำไปใช้ พินิจพิเคราะห์ หรือเผยแพร่โดยไม่ได้รับความยินยอมจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2016 Companies with CG Rating

AMATA, AOT, BAFS, BAY, BCP, BIGC, BTS, BWG, CK, CPF, CPN, CSL, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EGCO, GFPT, GPSC, GRAMMY, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LHBANK, LPN, MBK, MCOT, MINT, MONO, NKI, NYT, OTO, PHOL, PPS, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, QTC, RATCH, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SE-ED, SIM, SITHAI, SNC, SPALI, SSSC, STEC, TV, TCAP, THCOM, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TSC, TTCL, TU, UV, VGI, WACOL, WAVE

2S, AAV, ACAP, ADVANC, AGE, AH, AHC, AKP, ALUCON, AMANAH, ANAN, AP, APCO, APCS, ARIP, ASIA, ASIMAR, ASK, ASP, AUCT, AYUD, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BFIT, BLA, BOL, BROOK, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHG, CHO, CHOW, CI, CIMBT, CKP, CM, CNS, CNT, COL, CPI, DCC, EA, ECF, EE, ERW, FORTH, FPI, GBX, GC, GCAP, GL, GLOBAL, GLOW, GUNKUL, HOTPOT, HYDRO, ICC, ICHI, IFEC, INET, IRC, JSP, K, KSL, KTIS, L&E, LANNA, LH, LHK, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MALEE, MBKET, MC, MEGA, MFC, MOONG, MSC, MTI, MTLS, NCH, NOBLE, NSI, NTV, OCC, OGC, OISHI, ORI, PACE, PAP, PB, PCSGH, PDI, PE, PG, PJW, PLANB, PM, PPP, PR, PRANDA, PREB, PRG, PRINC, PT, PTG, PYLON, Q-CON, RICHY, ROBINS, RS, RWI, S, S & J, SABINA, SALEE, SAMCO, SCG, SEAFCO, SFP, SIAM, SINGER, SIS, SMK, SMPK, SMT, SNP, SPI, SPPT, SPRC, SR, SSF, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCC, TF, TFI, TGI, THAI, THANA, THANI, THIP, THRE, THREL, TICON, TIPCO, TK, TKS, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TRC, TRU, TRUE, TSE, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVD, TVO, TWPC, UAC, UP, UPF, VIH, VNT, WINNER, YUASA, ZMICO

AEC, AEONTS, AF, AIRA, AIT, AJ, AKR, AMARIN, AMATAV, AMC, APURE, AQUA, ARROW, AS, BA, BEAUTY, BEC, BH, BIG, BJC, BJCHI, BKD, BR, BROCK, BRR, BTNC, CBG, CGD, CHARAN, CITY, CMR, COLOR, COM7, CPL, CSC, CSP, CSR, CSS, CTW, DCON, DIMET, DNA, EARTH, EASON, ECL, EFORL, EPCO, EPG, ESSO, FE, FER, FOCUS, FSMART, FSS, FVC, GEL, GIFT, GLAND, GOLD, GSTEL, GYT, HPT, HTC, HTECH, IFS, IHL, ILINK, INSURE, IRCP, IT, ITD, J, JMART, JMT, JUBILE, JWD, KASET, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KWC, KYE, LALIN, LPH, MAJOR, MAKRO, MATCH, MATI, M-CHAI, MDX, MFE, MJD, MK, MODERN, MPG, NC, NCL, NDR, NEP, NOK, NUSA, PATO, PCA, PDG, PF, PICO, PIMO, PL, PLAT, PLE, PMTA, PPM, PRIN, PSTC, QLT, RCI, RCL, RICH, RML, RPC, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SEAOIL, SENA, SIRI, SKR, SLP, SMG, SMIT, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SPVI, SSC, STANLY, STPI, SUC, TACC, TCCC, TCMC, TEAM, TFD, TFG, TIC, TIW, TKN, TLUXE, TMD, TNP, TOPP, TPA, TPAC, TPCH, TPIPL, TPOLY, TRITN, TRT, TTI, TVI, TWP, U, UBIS, UMI, UPOIC, UT, UWC, VIBHA, VPO, VTE, WICE, WIJK, WIN, XO

Corporate Governance Report

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. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

SMG was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on June 2, 2016

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BKI, BLA, BROOK, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CM, CNS, CPI, CPN, CSL, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GCAP, GLOW, HANA, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, INTUCH, IRPC, IVL, K, KBANK, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LHBANK, LHK, LPN, MBK, MBKET, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NKI, NSI, OCC, OCEAN, PB, PDI, PE, PG, PHOL, PLAT, PM, PPP, PPS, PR, PRANDA, PREB, PRG, PSH, PSL, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SCB, SCC, SCG, SGP, SINGER, SIS, SITHAI, SMIT, SMPK, SNC, SNP, SORKON, SPC, SPI, SSF, SSI, SSSC, SVI, SYNTec, TAE, TCAP, TCMC, TF, TFG, TGI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPCORP, TRU, TSC, TSTH, TTCL, TVI, UOBKH, WACOL

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, AI, AIE, AIRA, AJ, ALUCON, AMATAV, AOT, APCO, AQUA, ARROW, ASIA, ASK, AU, BCH, BJC, BJCHI, BLAND, BR, BROCK, BRR, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHOTI, CHOW, CIG, COL, COM7, CPALL, CPF, CPR, CSC, EKH, EPCO, FC, FER, FPI, FSMART, GEL, GFPT, GGC, GIFT, GJS, GLOBAL, GOLD, GPSC, GREEN, GSTEL, GUNKUL, HARN, IFS, ILINK, INET, IRC, J, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, KASET, KBS, KCAR, KTECH, KWC, KYE, L&E, LEE, LIT, LVT, MAKRO, MATCH, MATI, MBAX, MC, MFE, MIDA, MILL, ML, MTLS, NBC, NCL, NEP, NINE, NMG, NNCL, NTV, NUSA, NWR, OGC, PACE, PAF, PAP, PATO, PCSGH, PIMO, PK, PL, PLANB, POST, PRINC, PRO, PSTC, PYLON, QTC, ROH, ROJNA, RWI, SANKO, SAUCE, SC, SCCC, SCN, SEAOIL, SE-ED, SENA, SIRI, SMART, SPACK, SPPT, SPRC, SR, SRICHA, SST, STA, SUPER, SUSCO, SWC, SYMC, TAKUNI, TBSP, TFI, THE, TICON, TIP, TKN, TLUXE, TMILL, TMT, TNP, TPA, TRUE, TSE, TTI, TU, TVD, TVO, TVT, TWPC, U, UPA, UREKA, UWC, VGI, VIBHA, VIH, VNT, WAVE, WHA, WICE, WIJK

N/A

2S, AAV, ABICO, ACAP, ACC, ADAM, AEC, AEONTS, AF, AEC, AGE, AH, AHC, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMC, ANAN, APCS, APURE, APX, AQ, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AT30, AUCT, BA, BAT-3K, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BGT, BH, BIG, BIGC, BIZ, BKD, BLISS, BM, BOL, BPP, BRC, BSBM, BSM, BTC, BTNC, BTW, BUI, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHO, CHUO, CI, CITY, CK, CKP, CMQ, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CRANE, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCON, DELTA, DIGI, DNA, DTCI, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EFORL, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, EVER, F&D, FANCY, FMT, FN, FOCUS, FORTH, FTE, FVC, GC, GENCO, GL, GLAND, GRAMMY, GRAND, GTB, GYT, HFT, HOTPOT, HPT, HTECH, HYDRO, ICHI, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITD, ITEL, JAS, JCT, JSP, JTS, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KWG, LALIN, LDC, LH, LOXLEY, LPH, LRH, LST, LTX, M, MACO, MAJOR, MALEE, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MJD, MK, MM, MODERN, MPG, MPIC, NC, NCH, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPP, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OTO, PAE, PLANET, PDG, PERM, PF, PICO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PRM, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, RP, RPC, RPH, RS, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAPPE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SE, SEAFCO, SELIC, SF, SFP, SGF, SHANG, SIAM, SIM, SIMAT, SKR, SKY, SLP, SMK, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SSC, STANLY, STAR, STEC, STHAI, STAI, SUC, SUTHA, SVH, SVOA, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TASCO, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TFD, TGPRO, TH, THAI, THANA, THIP, THL, TIC, TIW, TK, TKS, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TNR, TOPP, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPPIP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TUCC, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBIS, UEC, UKEM, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VI, VNG, VPO, VTE, WG, WHAUP, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WR, XO, YCI, YNP, YUASA, ZIGA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of July 31, 2017) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

