

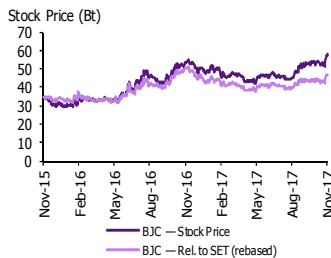
ข้อ

Stock data

Last close (Nov 24) (Bt)	58.25
12-m target price (Bt)	68.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.74
Mkt cap (Btbn)	232.67
Mkt cap (US\$mn)	7,122

Bloomberg code	BJC TB
Reuters code	BJC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.38
Sector % SET	9.79
Shares issued (mn)	3,994
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	59.8 / 41.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	9.20
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	25.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.9	28.7	6.9
Relative to SET	8.7	19.6	(5.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนประจำฝ่ายพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

กลับมาจับมือมองเชิงบวกต่อโมเมนต์กำไรที่แข็งแกร่ง

หลังจากรายงานกำไรไตรมาส 3/60 เติบโตได้ดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ BJC มีแนวโน้มที่จะเป็นหนึ่งในบริษัทที่รายงานกำไรเติบโตโดดเด่นมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ (เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ) ในไตรมาส 4/60 โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งเพราะความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น; 2) อัตรากำไรที่ปรับตัวดีขึ้นจากรายได้ค่าเช่าที่แข็งแกร่งหลังปรับปรุงสโตร์และได้รับการสนับสนุนจากซัพพลายเออร์มากขึ้นควบคู่กับยอดขายที่ดีขึ้น; 3) การบันทึกรายได้ภาษีอ้างอิงการปรับโครงสร้างเกี่ยวกับรายการภาษีของกลุ่มบริษัทเสร็จเดือนสิ้นปี 2560 เราปรับคำแนะนำสำหรับ BJC ขึ้นสู่ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2561 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 68 บาท (จาก 54 บาท) จากการปรับประมาณการกำไรและเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปลายปี 2561

กลุ่มธุรกิจ MSC กลุ่มธุรกิจสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (MSC) จากการถือหุ้น 99.85% ใน BIGC คิดเป็น 70% ของยอดขายในช่วง 9 เดือนแรกปี 60

■ ยอดขายสาขาเดิมมีอัตราเติบโตเป็นบวก ยอดขายสาขาเดิมกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ +9.2% YoY ในไตรมาส 3/60 (เทียบกับ -22.6% YoY ในไตรมาส 3/59 และ -15.2% YoY ในไตรมาส 2/60) ทั้งนี้ นอกเหนือจากการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์เพื่อลดยอดขายที่ให้อัตรากำไรต่ำอย่างบุหรี่ยและเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 15-20% ของยอดขายในไตรมาส 3/59-ไตรมาส 2/60 แล้ว ยอดขายสาขาเดิมยังได้รับการสนับสนุนจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นและการมีส่วนร่วมการขายในกลุ่ม B2B มากขึ้น เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้ยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่อง เราจึงคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของบริษัทจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ +5% YoY ในไตรมาส 4/60 และ -5% ในปี 2560 (เทียบกับ -8.7% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60)

■ คงเป้ายขายและปรับปรุงสาขาไว้ไม่เปลี่ยนแปลง ในปี 2560 BJC จะเปิดสาขา hypermarket ใหม่ 9 สาขา, Big C Market ใหม่ 1 สาขา, และ Mini Big C 200 สาขา นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนปรับปรุงสโตร์ขนาดใหญ่ 8 สาขา และปรับปรุงสโตร์ขนาดเล็ก 42 สาขา BJC จะเลื่อนแผนเปิด hypermarket แห่งแรกของบริษัทในกัมพูชาออกไปจากปี 2561 เป็นปี 2562

■ อัตรากำไรกว้างขึ้น EBIT margin ของกลุ่ม MSC เพิ่มขึ้นสู่ 8.0% (+0.3% YoY) ทั้งนี้ แม้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยสู่ 17.7% (-0.1% YoY) จากการมีส่วนร่วมการขายในกลุ่ม B2B มากขึ้น แต่ EBITmargin ที่ปรับตัวดีขึ้นเกิดจากรายได้อื่นทั้งหมดที่เพิ่มขึ้น 11% YoY (เติบโตสูงที่สุดในรอบ 4 ปี) สู่ 3.5 พันล้านบาท โดยแบ่งเป็น 1) รายได้ค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นสู่ 2.5 พันล้านบาท (+7% YoY; 6% เกิดจากรายได้ค่าเช่าที่สูงขึ้นจากสาขาเดิม หลักๆ เกิดจากการปรับปรุงสาขา และที่เหลือเกิดจากสาขาใหม่); และ 2) รายได้อื่นที่เพิ่มขึ้นสู่ 840 ล้านบาท (+23% YoY) หลักๆ เกิดจากรายได้โบรชัวร์จากซัพพลายเออร์ที่เพิ่มขึ้นควบคู่ไปกับยอดขายที่เพิ่มขึ้น แผนปรับปรุงและขยายสาขาอย่างต่อเนื่องรวมถึงยอดขายที่ฟื้นตัวดีขึ้น ทำให้เราคาดว่ารายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนให้ EBIT margin ปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง

กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ในส่วนของกลุ่มธุรกิจสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ (PSC) (13% ของยอดขาย) BJC เริ่มเดินเครื่องเตาหลอมแก้วใหม่ในเดือนตุลาคม ทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 300 ตัน/วัน (+11%) และเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตสู่ 80-90% ในปัจจุบัน ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้กำไรจากกลุ่ม PSC ปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4/60 เป็นต้นไป สำหรับกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (CSC) (12% ของยอดขาย) การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในช่วงครึ่งแรกปี 60 และการจัดแคมเปญการตลาดอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายผลิตภัณฑ์อาหารและไม่ใช่อาหารเติบโตอย่างต่อเนื่อง

อัตรากำไร BJC ยังคงเป้าอัตรากำไรที่แท้จริงที่ 20% ในปี 2560 (เทียบกับ 30% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60) อ้างอิงการปรับโครงสร้างการภาษีของกลุ่มบริษัทหลังจากเข้าซื้อกิจการของ BIGC เสร็จเดือนปลายปี 2560 อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่การปรับโครงสร้างกลุ่มเกิดความล่าช้า ผลประโยชน์ทางภาษีของบริษัทจะถูกยกมารับรู้เมื่อกระบวนการดังกล่าวแล้วเสร็จ

ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรของ BJC เพิ่มขึ้น 4% ในปี 2560 และ 7% ในปี 2561 หลักๆ เพื่อสะท้อนอัตรากำไรเติบโตของยอดขายสาขาเดิม รายได้ค่าเช่า และรายได้อื่นที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มธุรกิจ MSC

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmm)	42,893	125,330	149,353	157,724	165,029
EBITDA	(Btmm)	6,263	15,571	19,114	20,837	22,446
Core profit	(Btmm)	2,676	3,150	5,384	6,516	7,522
Reported profit	(Btmm)	2,792	4,001	5,341	6,516	7,522
Core EPS	(Bt)	1.68	1.21	1.35	1.63	1.88
DPS	(Bt)	0.84	0.50	0.51	0.62	0.72
P/E, core	(x)	34.66	47.95	43.19	35.68	30.91
EPS growth, core	(%)	60.45	-27.71	11.02	21.04	15.44
P/BV, core	(x)	4.47	1.35	2.08	2.07	2.05
ROE	(%)	13.80	4.75	4.82	5.82	6.66
Dividend yield	(%)	1.44	0.86	0.88	1.06	1.23
EV/EBITDA	(x)	17.02	19.28	19.91	18.26	16.90

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	42,893	125,330	149,353	157,724	165,029
Cost of goods sold	(33,071)	(102,769)	(121,912)	(128,653)	(134,475)
Gross profit	9,822	22,561	27,441	29,071	30,554
SG&A	(7,179)	(23,531)	(30,445)	(31,666)	(32,524)
Other income	1,500	11,204	14,850	15,796	16,479
Interest expense	(493)	(5,203)	(4,478)	(4,536)	(4,573)
Pre-tax profit	3,650	5,031	7,369	8,665	9,936
Corporate tax	(400)	(1,033)	(1,474)	(1,733)	(1,987)
Equity a/c profits	87	181	75	79	83
Minority interests	(661)	(1,029)	(586)	(494)	(509)
Core profit	2,676	3,150	5,384	6,516	7,522
Extra-ordinary items	116	851	(43)	-	-
Net Profit	2,792	4,001	5,341	6,516	7,522
EBITDA	6,263	15,571	19,114	20,837	22,446
Core EPS (Bt)	1.68	1.21	1.35	1.63	1.88
Net EPS (Bt)	1.75	1.54	1.34	1.63	1.88
DPS (Bt)	0.84	0.50	0.51	0.62	0.72

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	18,380	35,993	35,144	37,082	38,405
Total fixed assets	26,320	265,850	269,477	270,484	271,173
Total assets	44,701	301,843	304,621	307,567	309,578
Total loans	14,975	152,691	151,398	151,398	150,198
Total current liabilities	15,313	51,851	49,693	89,785	83,139
Total long-term liabilities	8,637	138,134	143,218	105,428	112,866
Total liabilities	23,950	189,986	192,911	195,213	196,005
Paid-up capital	1,592	3,990	4,570	4,570	4,570
Total equity	20,750	111,857	111,710	112,354	113,573
BVPS (Bt)	13.03	28.04	27.99	28.15	28.45

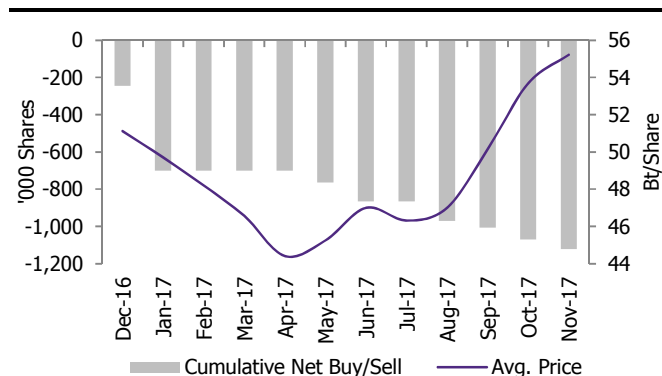
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,676	3,150	5,384	6,516	7,522
Depreciation and amortization	2,121	5,337	7,268	7,636	7,937
Operating cash flow	2,198	22,447	17,471	14,686	15,918
Investing cash flow	(2,775)	(244,872)	(10,890)	(8,643)	(8,625)
Financing cash flow	736	224,780	(6,740)	(5,873)	(7,503)
Net cash flow	159	2,356	(159)	170	(211)

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin(%)	22.9	18.0	18.4	18.4	18.5
Operating margin(%)	6.2	-0.8	-2.0	-1.6	-1.2
EBITDA margin(%)	14.6	12.4	12.8	13.2	13.6
EBIT margin(%)	9.7	8.2	7.9	8.4	8.8
Net profit margin(%)	6.5	3.2	3.6	4.1	4.6
ROE (%)	13.5	3.6	4.8	5.8	6.6
ROA (%)	6.2	1.3	1.8	2.1	2.4
Net D/E (x)	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
Interest coverage (x)	12.7	3.0	4.3	4.6	4.9
Payout Ratio (%)	47.9	32.4	38.0	38.0	38.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total revenue	33,481	36,645	35,677	37,107	37,067
Cost of goods sold	(26,857)	(30,457)	(29,075)	(30,328)	(29,799)
Gross profit	6,624	6,188	6,602	6,779	7,268
SG&A	(7,232)	(6,717)	(7,358)	(7,497)	(7,662)
Other income	3,300	3,633	3,555	3,651	3,661
Interest expense	(1,750)	(1,176)	(1,125)	(1,113)	(1,116)
Pre-tax profit	942	1,928	1,674	1,820	2,151
Corporate tax	(306)	(50)	(531)	(595)	(576)
Equity a/c profits	36	27	24	(7)	7
Minority interests	(149)	(203)	(151)	(222)	(203)
Core profit	523	1,702	1,016	997	1,378
Extra-ordinary items	1,083	29	(51)	(1)	9
Net Profit	1,606	1,732	965	996	1,387
EBITDA	4,251	4,414	4,580	4,733	5,156
Core EPS (Bt)	0.16	0.43	0.25	0.25	0.35
Net EPS (Bt)	0.51	0.43	0.24	0.25	0.35

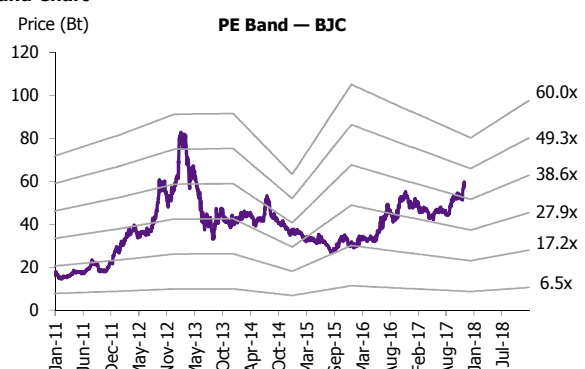
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total current assets	34,918	35,993	35,614	33,949	35,789
Total fixed assets	264,998	265,850	273,095	273,817	276,767
Total assets	299,917	301,843	308,708	307,766	312,556
Total loans	155,203	152,691	153,293	152,197	158,278
Total current liabilities	50,898	51,851	50,397	47,881	53,030
Total long-term liabilities	138,810	138,134	146,343	148,169	150,483
Total liabilities	189,708	189,986	196,740	196,050	203,513
Paid-up capital	3,985	3,990	3,991	3,992	3,993
Total equity	110,209	111,857	111,968	111,716	109,043
BVPS (Bt)	34.68	28.04	28.06	27.99	27.31

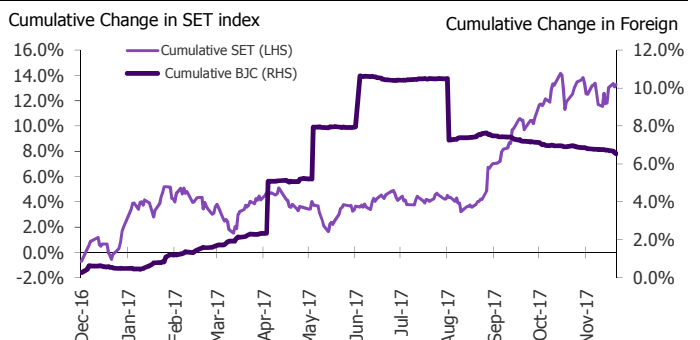
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SSS growth (%) (MSC)	(3.0)	(12.8)	(5.0)	3.5	2.0
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	15.9	16.0	16.1

PE Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

