

**BJC**

**บมจ. เบอร์ลี ยุคเกอร์**

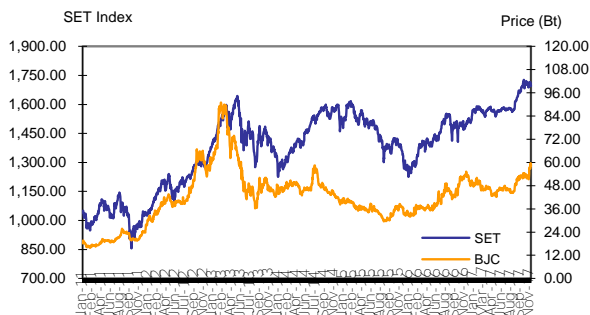
<b>Current</b>	<b>Previous</b>	<b>Close</b>	<b>2018 TP</b>	<b>Exp Return</b>	<b>THAI CAC</b>	<b>CG 2016</b>
<b>HOLD</b>	<b>BUY</b>	<b>58.25</b>	<b>64.00</b>	<b>+ 9.9%</b>	<b>N/A</b>	<b>3</b>

Consolidated earnings				
BT (mn)	2015	2016	2017E	2018E
Normalized profit	1,989	2,937	4,997	7,679
Net profit	2,792	4,001	4,997	7,679
EPS (Bt)-Normalized	1.25	0.74	1.25	1.92
EPS (Bt)	1.75	1.00	1.25	1.92
% growth y-y	66.0	-42.8	24.9	53.7
Dividend (Bt)	0.84	0.50	0.81	1.25
BV/share (Bt)	10.72	25.93	26.38	27.06
EV/EBITDA (x)	18.45	27.14	23.77	21.54
PER (x) - Normalized	46.6	79.1	46.5	30.3
PER (x)	33.2	58.1	46.5	30.3
PBV (x)	5.4	2.2	2.2	2.2
Dividend yield (%)	1.4	0.9	1.4	2.1
Norm ROE (%)	11.7	2.8	4.7	7.1
YE no. of shares (mn)	1,592	3,990	3,990	3,990
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimate

Share data	
Close (24/11/2017)	58.25
SET index	1,695.84
Foreign limit/actual (%)	49.00/14.05
Paid up shares (mn)	3,994.39
Free float (%)	25.10
Market cap (Bt mn)	232,673.29
Avg daily T/O (Bt mn) (2017 YTD)	294.30
hi, lo, avg (Bt) (2017 YTD)	59.75, 41.75, 49.00

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Sureporn Teewasuwet**  
 Register No.: 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureporn.t@fnysyrus.com  
 www.fnysyrus.com

**4 ธุรกิจหลักจะฟื้นตัวสดใสมากขึ้นในปีหน้า**

จากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา โททวอเล็กน้อย จากการฟื้นตัวของกำลังซื้อ และมาตรการช่วยเหลือชาติ รวมถึงการปรับปรุงคุณภาพรายได้แล้วเสร็จของ BIGC จะช่วยให้แนวโน้มกำไร 4Q17 ฟื้นตัวต่อเนื่อง และจะเป็นกำไรสูงสุดของปี ได้ตามฤดูกาล แต่สิ่งที่ผิดคาดคือ การปรับโครงสร้างภาษีอาจเสร็จไม่ทันปีนี้ และทำให้อัตรากำไรสุทธิอยู่ในระดับสูง แต่คาดการณ์กำไรจะลดลงในปีหน้าแทน เมื่อปรับโครงสร้างแล้วเสร็จ ในขณะที่คาดการณ์การเติบโตของ 4 ธุรกิจหลักต่อเนื่องไปในปีหน้า โดยเฉพาะการกลับมาฟื้นตัวของ BIGC และการปรับรูเตาแก๊วโรง 4 ได้เต็มปี และจะเริ่มปรับรูเตาแก๊วโรง 5 ใน 3Q18 เป็นต้นไป รวมถึงยังรับผลบวกจาก Synergies ได้ตามเป้าหมาย ซึ่งจะครบ 1,700 ล้านบาทในปี 2019 ทั้งนี้เราปรับลดกำไรสุทธิปี 2017 ลงเป็นเติบโต 24.9% Y-Y (เดิมคาดโต 48.8% Y-Y) และปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2018 เป็นเติบโต 53.7% Y-Y จากเดิมคาดโต 21% Y-Y และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2018 ขึ้นเป็น 64 บาท จากเดิม 60 บาท (DCF) ราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมาค่อนข้างเร็วในช่วงนี้ ทำให้มี Upside เหลือ 9.9% จึงปรับลดคำแนะนำเป็น **ซื้อเมื่ออ่อนตัว จากเดิม ซื้อ**

**แนวโน้มกำไร 4Q17 ยังดีต่อเนื่อง และการปรับโครงสร้างภาษีเสร็จไม่ทันปีนี้**  
 แนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q17 ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง มาจากทั้งช่วง High Season ของธุรกิจ, การฟื้นตัวของกำลังซื้อ และได้รับผลบวกจากมาตรการช่วยเหลือชาติ โดยเฉพาะ BIGC ที่มี SSSG เดือน ต.ค. เป็นบวกที่ราว 3% Y-Y และคาดเดือน พ.ย. จะโตมากขึ้น M-M รวมถึงอีก 3 ธุรกิจที่เหลือมีแนวโน้มดีขึ้นทั้งหมด ทั้ง Packaging ที่เริ่ม run เต่าแก๊วโรงที่ 4 (300 ตันต่อวัน) ตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นมา, Consumer ที่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ 3Q17 และล่าสุดได้มีการเข้าซื้อธุรกิจที่ซุนดับ 3 ในเวียดนาม Vina Paper เมื่อเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา และจะปรับรูเตาแก๊วโรงใน 4Q17 และธุรกิจ Healthcare ที่จะได้รับผลบวกจากช่วงเบิกจ่ายของภาครัฐ อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ไม่ดีคือ มีแนวโน้มว่าการปรับโครงสร้างภาษีจะเสร็จไม่ทันปีนี้ นั่นหมายถึง การกลับรายการภาษีก้อนใหญ่อาจเลื่อนไปอยู่ในปีหน้า และทำให้อัตรากำไรสุทธิใน 4Q17 ยังคงอยู่ในระดับสูง เราจึงปรับเพิ่มอัตรากำไรสุทธิปีนี้เป็น 28% จากเดิม 20% และปรับลดกำไรสุทธิปี 2017 ลง 16% เป็น 4,997 ล้านบาท (+24.9% Y-Y)

**ภาพรวม 4 ธุรกิจหลักสดใสมากขึ้นในปีหน้า**

ปัจจัยหนุนการเติบโตในปีหน้าจะมาจากทั้ง 4 ธุรกิจหลัก 1) BIGC ยังมีแผนเปิดสาขาใหม่ต่อเนื่อง และคาดเห็น SSSG พลิกฟื้นเป็นบวกได้ดีจากการปรับกลยุทธ์เน้นลูกค้า B2B (Corporate, Horeca) รวมถึงคาดเห็นผลของการควบคุมต้นทุนในการก่อสร้างสาขาใหม่ และปรับขนาดพื้นที่สาขาเล็กลง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการใช้พื้นที่ให้เกิดประโยชน์มากที่สุด 2) Packaging จะปรับรูเตาแก๊วโรงที่ 4 เต็มปี และอยู่ระหว่างขยายเต่าแก๊วโรงที่ 5 (400 ตันต่อวัน) ซึ่งน่าจะเริ่มปรับรูเตาแก๊วโรงได้ใน 3Q18 3) คาดเห็น Consumer ฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังจากที่จะลดตัวมาหลายปี จากการฟื้นตัวของกำลังซื้อในประเทศ และการขยายธุรกิจในด้านต่างประเทศ และ 4) Healthcare น่าจะเติบโตได้จากการเบิกจ่ายของภาครัฐที่จะกลับมาสดใสมากขึ้น รวมถึงการขยายตัวของธุรกิจโรงพยาบาล ในขณะที่ Synergies ยังเกิดขึ้นตามแผน โดยปรับรูเตาแก๊วโรง 600 ล้านบาทในปี 2017 และเพิ่มขึ้นเป็น 1,100 ล้านบาทในปี 2018 และจะครบเป้าหมายที่ 1,700 ล้านบาทในปี 2019

**ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายปีหน้า**

จากปัจจัยการเติบโตดังกล่าว โดยเรามุ่งมองที่ดัชนีต่อ BIGC จากการกลับมาฟื้นตัวได้ดีของ SSSG และการเน้นลูกค้า B2B ครั้งนี้เป็นรายได้ที่สร้างกำไรให้กับบริษัท รวมถึงคาดการณ์การปรับโครงสร้างภาษีจะแล้วเสร็จในปี 2018 ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2018 ขึ้น 6% เป็น 7,679 ล้านบาท (+53.7% Y-Y) และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2018 ขึ้นเป็น 64 บาท จากเดิม 60 บาท (DCF)

i, A I 3UACAOEa-2, ๗N' ¼ Ö ä ¶ ² I Ä S, i > Ä € I U Ä I Ü ¹ § Ñª > İ · > İ Ä Ü, Ä Ö ä ç ¶ Ü, Ä α c

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	41,695	42,893	125,330	149,143	167,040
Cost of sales	32,363	33,071	102,769	120,806	134,969
Gross profit	9,333	9,822	22,561	28,337	32,072
SG&A costs	7,011	7,179	23,531	30,574	34,076
Operating profit	2,321	2,642	-970	-2,237	-2,004
Other income	677	1,479	11,166	14,467	15,869
EBIT	2,998	4,121	10,196	12,230	13,864
EBITDA	5,001	6,262	15,433	17,867	19,851
Interest charge	556	493	5,203	4,464	4,358
Tax on income	398	400	1,246	2,179	1,143
Earnings after tax	2,045	3,228	3,748	5,587	8,363
Minority interests	-366	-661	-1,029	-635	-736
Normalized earnings	1,770	1,989	2,937	4,997	7,679
Extraordinary items	-91	803	1,064	0	0
Net profit	1,680	2,792	4,001	4,997	7,679

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net Profit	1,680	2,792	4,001	4,997	7,679
Depreciation etc.	2,003	2,141	5,237	5,637	5,987
Change in working capital	2,596	-1,640	8,987	-1,003	-1,287
Other adjustments	15	-203	-1,245	-30	-33
Cash flow from operations	6,293	3,090	16,980	9,601	12,346
Capital expenditure	-1,560	-2,679	-48,894	-8,000	-7,000
Others	-920	-117	-195,873	-92	-268
Cash flow from investing	-2,480	-2,796	-244,767	-8,092	-7,268
Free cash flow	3,813	294	-227,787	1,509	5,077
Net borrowings	-3,108	-229	143,041	1,221	113
Equity capital raised	89	0	83,490	0	0
Dividends paid	-1,216	-955	-1,387	-3,248	-4,991
Others	-235	897	5,003	83	0
Cash flow from financing	-4,469	-287	230,147	-1,944	-4,878
Net change in cash	-657	7	2,360	-435	199

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash	1,123	1,130	3,491	3,056	3,255
Accounts receivable	9,201	9,771	12,548	14,301	16,018
Inventory	7,410	7,244	19,882	23,168	25,884
Other current assets	29	236	72	149	167
Total current assets	17,763	18,380	35,993	40,675	45,324
Investments	3,534	3,420	3,639	3,639	3,639
Plant, property & equipment	18,164	18,702	62,359	64,722	65,735
Other assets	3,967	4,198	199,852	199,944	200,213
Total assets	43,428	44,701	301,843	308,980	314,911
Short-term loans	5,529	3,668	15,966	15,325	15,172
Accounts payable	7,474	7,554	30,487	34,752	38,827
Current maturities	4,652	3,853	4,728	4,500	3,500
Other current liabilities	549	238	670	746	835
Total current liabilities	18,204	15,313	51,851	55,323	58,334
Long-term debt	6,051	7,918	131,992	133,256	132,015
Other non-current liab.	1,157	719	6,143	6,711	8,185
Total non-current liab.	7,208	8,637	138,134	139,967	140,200
Total liabilities	25,411	23,950	189,986	195,291	198,534
Registered capital	2,014	2,014	4,054	4,054	4,054
Paid up capital	1,592	1,592	3,990	3,990	3,990
Share premium	3,952	3,952	85,045	85,045	85,045
Legal reserve	254	289	493	493	493
Retained earnings	9,199	11,229	13,904	15,736	18,423
Minority Interests	3,020	3,688	8,426	8,426	8,426
Shareholders' equity	18,017	20,750	111,857	113,689	116,377

Important Ratios (Consolidated)					
	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	-1.3	2.9	192.2	19.0	12.0
EBITDA	-10.7	25.2	146.4	15.8	11.1
Net profit	-30.8	66.2	43.3	24.9	53.7
Normalized earnings	-23.8	12.3	47.7	70.1	53.7
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	22.4	22.9	18.0	19.0	19.2
EBITDA margin	12.0	14.6	12.3	12.0	11.9
EBIT margin	7.2	9.6	8.1	8.2	8.3
Normalized profit margin	4.2	4.6	2.3	3.4	4.6
Net profit margin	4.0	6.5	3.2	3.4	4.6
Normalized ROA	4.1	4.4	1.0	1.6	2.4
Normalize ROE	11.8	11.7	2.8	4.7	7.1
Normalized ROCE	11.9	14.0	4.1	4.8	5.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.7	1.4	1.7	1.9	1.8
Net D/E	1.6	1.3	1.8	1.8	1.8
Net debt/EBITDA	4.9	3.6	12.1	10.8	9.8
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	1.06	1.75	1.00	1.25	1.92
EPS - Normalized	1.11	1.25	0.74	1.25	1.92
EBITDA	3.15	3.93	3.87	4.48	4.98
FCF	2.40	0.18	-57.10	0.38	1.27
Book value	9.43	10.72	25.93	26.38	27.06
Dividend	0.60	0.84	0.50	0.81	1.25
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	55.1	33.2	58.1	46.5	30.3
P/E - Normalized	52.3	46.6	79.1	46.5	30.3
P/BV	6.2	5.4	2.2	2.2	2.2
EV/EBTDA	23.4	18.5	27.1	23.8	21.5
Dividend yield (%)	1.0	1.4	0.9	1.4	2.1

Source: Company data, FSS research

fl ๕

25 fl ๕ % + \* ) ( - \* # ) \$ & 7/129-221 14 1404 & \$

%

% \$ ) A3R02 % \$ - % % - % & % ( \$ # % ๕ fl& % - % & % -

) ) % \$ ) # % % # , ' & \* % + , & \* , # % & +

% ' ) # - - fl G) % # % \* % & \* # - % % # % fl % \$ ( # \* &

308 1 310 & B1-1, B1-2 & # ' ) ' # % ) ( % % - % \$

% & ( & # & A3 + % \$ ( ) - % \* & , # - % \* & & # % , & \$ \$ # , 200/223 %

% \$ \* & & \$ \$ # & & & z & \$ \$ # & & ( z & & ' # & \$ ) - # & , % + ' # , ( - %

\$ \$ # + \$ - (

- BUY [ ] 0%
- HOLD [ ] 0% - 10%
- SELL [ ]
- TRADING BUY [ ]
- OVERWEIGHT [ ]
- NEUTRAL [ ]
- UNDERWEIGHT [ ]

DISCLAIMER: # fl ๕

Market fMaker) fl ๕ Derivative Warrants)

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016**

**ช่วงคะแนน**

- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

**สัญลักษณ์**



**ความหมาย**

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a

**N/R**

“

**CGR**”

IOD (IOD Disclaimer)

**(THAI CAC)**

% CG Score

&

Thai CAC)

fl

CAC

CAC

CAC