FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

30 มกราคม 2563

Earnings Preview

BJC (BJC TB)

บมจ. เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
BUY	HOLD	40.75	54.00	+32.5%	N/A	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	5,122	6,444	6,646	6,966
Net profit	5,211	6,650	6,995	6,966
Normalized EPS (Bt)	1.28	1.61	1.66	1.74
EPS (Bt)	1.31	1.66	1.75	1.74
% growth	57.6	27.2	5.2	-0.4
Dividend (Bt)	0.57	0.73	0.75	0.75
BV/share (Bt)	26.70	27.61	28.61	29.60
EV/EBITDA (x)	17.95	17.17	16.26	15.67
Normalized PER (x)	31.7	25.3	24.5	23.4
PER (x)	31.2	24.5	23.3	23.4
PBV (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Dividend yield (%)	1.4	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	4.8	5.8	5.8	5.9
YE No. of shares (million)	3,990	4,003	4,003	4,003
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Commerce
Close (29/01/2020)	40.75
SET Index	1,524.59
Foreign limit/actual (%)	49.00/12.94
Paid up shares (million)	4,006.88
Free float (%)	25.71
Market cap (Bt m)	163,278.73
Avg daily T/O (Bt m) (2020 YTD)	303.59
hi, lo, avg (Bt) (2020 YTD)	44.25, 38.50, 41.94

Source: Setsmarts

Analyst: Sureeporn Teewasuwet
Register No.: 040694
Tel.: +662 646 9972
email: Sureeporn.t@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com
Finansia Syrus Securities
@finansia
@fnsyrus

คาดกำไรยังไม่สดใส แต่ราคาหุ้นลงมามากจนเริ่มน่าสนใจ

แนวโน้มกำไรปกติ 4Q19 คาดลดลง Y-Y เพราะ SSSG ติดลบมากขึ้น และธุรกิจ Packaging ยังไม่สดใส แต่คาดกำไรสุทธิจะโตและทำ New High จากอัตราภาษีจ่ายที่จะลดลงมาก เพราะการปรับโครงสร้างภาษียังไม่จบ ทั้งนี้เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อผลประกอบการในปีนี้ เพราะกำลังซื้อยังไม่ฟื้นตัว ภัยแล้ง และโรคโคโรนาไวรัส จึงคาดกำไรสุทธิปี 2019 โต 5.2% Y-Y และคาดกำไรปี 2020 เพียงทรงตัว Y-Y ยังไม่รวมผลกระทบ TFRS16 ซึ่งคาดจะเห็นผลชัดเจนใน 1Q20 แต่เป็นการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี และไม่กระทบกระแสเงินสดที่แท้จริงของกิจการ จึงไม่กระทบต่อราคาเป้าหมายที่อิงวิธี DCF ดังนั้นเรายังคงราคาเป้าหมายที่ 54 บาท ในขณะที่เริ่มน่าสนใจในเชิง Valuation เพราะราคาหุ้นได้ปรับลงมามาก ปัจจุบันเทรดอยู่บน PE เฉลี่ย -0.5 SD หรือเพียง 23.4 เท่า ต่ำกว่า PE เฉลี่ยที่ 31 เท่า จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ซื้อลงทุน จากเดิม ถือ ระยะสั้นยังมีประเด็นกดดัน คือ ดีลซื้อขาย Tesco ที่ยังไม่จบ

คาดกำไรปกติ 4Q19 ได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อชะลอตัว

คาดกำไรสุทธิ 4Q19 อยู่ที่ 2,189 ล้านบาท (+23.4% Q-Q, +3% Y-Y) ถือเป็นตัวเลขที่ดี แต่คาดมาจากอัตราภาษีจ่ายที่จะต่ำกว่าปกติมากอาจอยู่ที่ราว 6% จากปกติควรอยู่ที่ 16% - 17% เพราะยังมีการปรับโครงสร้างภาษีอยู่ และมีการคุมค่าใช้จ่ายอย่างเข้มงวดเบื้องต้นหากใช้อัตราภาษีปกติของบริษัท คาดกำไรจาก Operation อาจอยู่ที่ราว 1,914 ล้านบาท (+32.7% Q-Q, -9.8% Y-Y) โดยกำไรที่โต Q-Q มาจากปัจจัยฤดูกาล ส่วนกำไรที่คาดจะลดลง Y-Y มาจาก 1) SSSG ของ BIGC คาดติดลบมากขึ้นเป็น -5.2% Y-Y จาก -4.9% Y-Y ใน 3Q19 ผลของกำลังซื้อที่แผ่วลง 2) ธุรกิจ Packaging แผ่วลงทั้งแก้วและกระป๋อง และด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ลดลงของแก้ว ส่วนกระป๋องยังไม่ได้ Scale เพราะลูกค้ารายใหม่เริ่มทยอยเข้ามา และมีขนาดที่แตกต่างกัน จึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นของ Packaging ยังลดลงต่อ 3) ธุรกิจ Healthcare อ่อนตัวลงผิดไปจากฤดูกาลที่มักดีในไตรมาส 4 แต่ปีนี้งบประมาณของภาครัฐล่าช้า และถูกเลื่อนออกไปในปีหน้า มีเพียงธุรกิจ Consumer ที่คาดเติบโตต่อเนื่อง สอดคล้องกับปัจจัยฤดูกาล แต่ไม่สามารถชดเชยธุรกิจอื่นได้ จึงคาดรายได้รวมจะลดลง -2% Y-Y ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นอาจยังทรงตัวได้ดีที่ 20% ใกล้เคียงปีก่อน จากทั้งการปรับ Product Mix ของ BIGC และสัดส่วนรายได้ลูกค้า B2B (มาร์จิ้นต่ำ) ลดลงมาอยู่ที่ 5.8% จาก 7% ใน 4Q18 ในขณะที่คาดค่าใช้จ่ายอาจลดลงเล็กน้อยจากปีก่อน เพราะพยายามควบคุมค่าใช้จ่ายมากขึ้น แต่ด้วยรายได้ที่ลดลง คาดเห็นสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 21% จาก 20.7% ใน 4Q18

4Q19E Earnings Preview

(Bt mn)	4Q19E	3Q19	%Q-Q	4Q18	%Y-Y
Sales revenue	40,401	38,620	4.6	41,226	-2.0
Costs	32,321	31,222	3.5	32,998	-2.1
Gross profit	8,080	7,399	9.2	8,228	-1.8
SG&A costs	8,484	7,995	6.1	8,539	-0.6
Interest charge	1,250	1,256	-0.5	1,211	3.2
Norm profit	1,914	1,442	32.7	2,122	-9.8
Net profit	2,189	1,774	23.4	2,126	3.0
EPS (Bt/share)	0.547	0.443	23.4	0.531	3.0
SSSG %Y-Y	-5.2	-4.9	-0.3	1.8	-7.0
Gross margin %	20.0	19.2	0.8	20.0	0.0
SG&A as % of Sales	21.0	20.7	0.3	20.7	0.3
Net margin %	5.4	4.6	0.8	5.2	0.2

Source: FSS Estimates

(มีต่อหน้า 2)

คาดกำไรทั้งปี 2019 โตเล็กน้อย

หากกำไร 4Q19 เป็นไปตามคาด กำไรสุทธิทั้งปี 2019 อาจดีกว่าที่เคยคาดเล็กน้อย อยู่ที่ 6,995 ล้านบาท (+5.2% Y-Y) ส่วนกำไรปกติคาดไว้ 6,646 ล้านบาท (+3.1% Y-Y) โดยคาด SSSG ทั้งปี -2.4% Y-Y และเปิดสาขาใหม่ 4 Hypermarket (รวม 1 แห่งที่กัมพูชา) และเปิด 300 Mini BigC ได้ครบตามแผน สำหรับภาพรวมเราคาดรายได้รวมจะโตเพียง 1.1% Y-Y และมีอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น +40 bps ส่วนค่าใช้จ่ายยังปรับขึ้น +3% และคาดมีอัตราภาษีจ่ายต่ำมากทั้งปีอยู่ที่ 11.4%

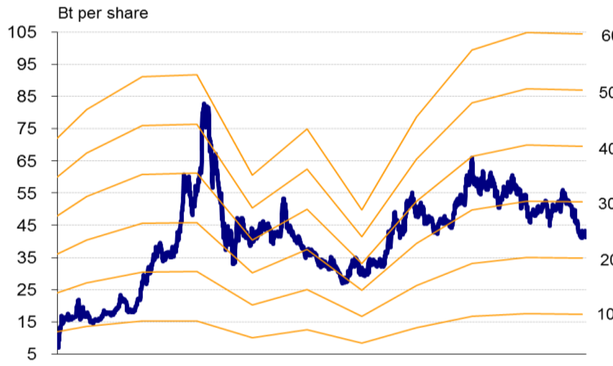
ยังคงมุมมองระมัดระวังต่อการฟื้นตัวในปีนี้

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2020 ตามเดิมที่ 6,966 ล้านบาท แต่ด้วยฐานกำไร 2019 ที่สูงขึ้นกว่าเดิม จึงคาดกำไรสุทธิปี 2020 จะทรงตัว Y-Y ส่วนกำไรปกติคาดโต 4.8% Y-Y (ไม่รวมผลกระทบ TFRS16) โดยเรายังคงมุมมองระวัดระวังต่อการฟื้นตัวของกำลังซื้อในปีนี้ ด้วยการใช้สมมติฐาน SSSG เพียง +1% Y-Y ล่าสุดคาด SSSG ในเดือน ม.ค. เริ่มติดลบน้อยลงมาอยู่ที่ราว -1% Y-Y แล้วและคาดหวังการฟื้นตัวของธุรกิจ Packaging สำหรับแก้ว คาดเห็นการกลับมาของโรงงานที่มาเลเซีย (หลังจากหยุดปรับปรุงสายการผลิตจากเหตุไฟไหม้) และกระป๋อง คาดจะรับรู้คำสั่งซื้อของลูกค้ารายใหม่มากขึ้น และสามารถกลับมาผลิตได้ในระดับที่มี Economies of Scale อีกครั้ง อย่างไรก็ตาม ด้วยฐานอัตรากำไรขั้นต้นของ BIGC ที่ค่อนข้างสูงในปี 2019 เราจึงคาดอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2020 จะลดลงเล็กน้อย -10 bps มาอยู่ที่ 19.5% ส่วนค่าใช้จ่ายยังคงปรับตัวสูงขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของรายได้ และน่าจะยังรักษาระดับสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ได้ใกล้เคียงปีก่อนที่ 21% และคาดอัตราภาษีจ่ายจะเพิ่มขึ้นกลับสู่ระดับปกติที่ 18%

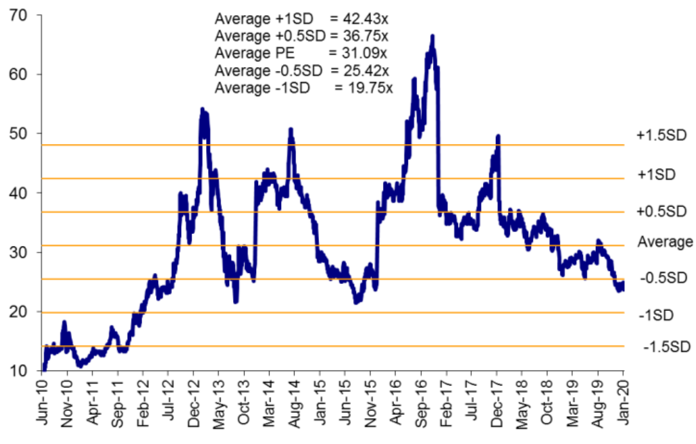
แต่ราคาหุ้นปรับลงมาก ปัจจุบันเทรดที่ PE เฉลี่ย -0.5 SD ปรับขึ้นเป็น ซื้อลงทุน

ทั้งนี้ประมาณการกำไรของเรา ยังไม่รวมผลกระทบของ TFRS16 (สัญญาเช่าดำเนินงาน) ซึ่งจะได้เห็นผลชัดเจนในงบการเงินงวด 1Q20 แต่ TFRS16 ถือเป็นการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี ไม่กระทบกระแสเงินสดที่แท้จริงของกิจการ จึงไม่กระทบต่อราคาเป้าหมายของเราที่อิงวิธี DCF ดังนั้นยังคงราคาเป้าหมายที่ 54 บาท และราคาหุ้นได้ปรับลงมามาก จนปัจจุบันเทรดบน PE เฉลี่ย -0.5SD เพียง 23.4 เท่า และมี Upside กว้างขึ้น จึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ซื้อลงทุน จากเดิม ถือ

ราคาหุ้นและ PE



PE Band



Source: FSS Research