

บมจ.เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ (BJC)

กำไรกำลังฟื้นตัว

เราเชื่อว่าโทนของการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้เป็นไปในเชิงบวกด้วยผลประกอบการกำไรใน 4Q21 ที่ดีกว่าคาด และภาพรวมการเติบโตของกำไรที่สดใสในปี 2022 เราคาดว่า BJC จะรายงานการเติบโตของกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งที่ 46% ในปี 2022 โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการปรับตัวดีขึ้นในทุกห่วงโซ่อุปทาน คงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 44.25 บาท

WHAT'S NEW

- **การประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศงบ 4Q21** เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ บมจ.เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ (BJC) เพื่อทบทวนผลประกอบการใน 4Q21 และรับข้อมูลอัปเดตเกี่ยวกับภาพรวมของธุรกิจในปี 2022 เราเชื่อว่าสิ่งที่เลวร้ายที่สุดไปจบลงแล้ว และคาดว่า BJC จะรายงานการเติบโตของกำไรที่ฟื้นตัวในปี 2022

STOCK IMPACT

- **แผนสำหรับปี 2022** ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ที่ระดับ low to mid teens ในปี 2022 โดยได้แรงหนุนมาจากการปรับตัวดีขึ้นของห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (MSC) การเติบโตในปี 2022 จะมีปัจจัยขับเคลื่อนมาจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ที่เป็นตัวเลขหลักเดียวในระดับที่สูง และการเริ่มกลับมาขยายสาขา โดยผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มไฮเปอร์มาร์เก็ต 2-3 แห่ง, ซูเปอร์มาร์เก็ต 5 แห่ง, มินิ-บิ๊กซี 200-350 แห่ง และร้านขายยา 9 แห่ง รวมทั้งหมดมากกว่า 2,000 แห่ง ในปี 2022 โดยมีข้อมูลของค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capex) สำหรับปี 2022 อยู่ที่ประมาณ 14-15 พันลบ. นอกจากนี้ผู้บริหารเชื่อว่าการฟื้นตัวของธุรกิจให้เข้าจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญในปี 2022 ซึ่งผู้บริหารตั้งเป้าที่จะบรรลุการเติบโต high teens โดยมีแรงหนุนจาก discount rate ที่ลดลง
- **Margin น่าจะอยู่ในเทรนด์ขาขึ้น** แม้จะมีความกังวลเกี่ยวกับราคาน้ำมัน, ก๊าซ และสินค้าโภคภัณฑ์ที่พุ่งสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มสินค้าและบริการบรรจุภัณฑ์ (PSC), กลุ่มสินค้าอุปโภค และบริโภค (CSC) และกลุ่มสินค้า MSC แต่ผู้บริหารเชื่อว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุนสามารถชดเชยได้ด้วยรายได้ที่สูงขึ้น, hedging cost ที่ต่ำลง และผลประโยชน์จากขนาด ในขณะที่เดียวกันการฟื้นตัวของรายได้ค่าเช่าและผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในกลุ่มสินค้าสุขภาพและเทคนิค (H&TSC) ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นน่าจะช่วยผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นให้ดีขึ้นในปี 2022
- **คาดการณ์เติบโตกำไรพลิกกลับมาเป็นบวกในปี 2022** หลังผลการดำเนินงานต่ำกว่าหุ้่นอื่นๆ ในกลุ่มและรายการการเติบโตของกำไรติดลบเป็นเวลา 2 ปี ติดต่อกัน เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BJC จะเติบโต 46% yoy ในปี 2022 เนื่องจากรายได้จากการดำเนินงานที่สูงขึ้น และความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่ากำไรของ BJC ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เนื่องจากผลกระทบจากการล็อกดาวน์ในปี 2021 เราเชื่อว่าความเป็นไปได้ที่จะมีการล็อกดาวน์ครั้งใหญ่อีกอยู่ในระดับต่ำ (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Net turnover	157,578.8	149,958.5	167,121.9	181,687.4	193,809.5
EBITDA	20,010.2	18,936.5	20,069.5	21,807.8	23,275.6
Operating profit	11,106.6	9,894.5	11,947.5	13,586.9	14,929.5
Net profit (rep./act.)	4,499.2	3,584.8	5,219.4	6,434.7	7,402.4
Net profit (adj.)	4,499.2	3,584.8	5,219.4	6,434.7	7,402.4
EPS (Bt)	1.1	0.9	1.3	1.6	1.8
PE (x)	31.6	39.7	27.3	22.1	19.2
P/B (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	15.1	16.0	15.1	13.9	13.0
Dividend yield (%)	2.2	1.9	2.2	2.7	3.1
Net margin (%)	2.9	2.4	3.1	3.5	3.8
Net debt/(cash) to equity (%)	140.8	137.2	131.2	124.6	119.6
Interest cover (x)	3.8	3.7	4.1	4.6	5.0
Consensus net profit	-	-	5,145	6,336	6,869
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.01	1.02	1.08

Source: Berli Jucker, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่มีปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือแต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคียฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหรือการชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการแสวงหาผลประโยชน์ใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt35.50
Target Price	Bt44.25
Upside	+24.6%
(Previous TP)	Bt39.00

COMPANY DESCRIPTION

Berli Jucker Pcl (BJC) is a conglomerate that operates in: a) packaging supply chain, b) consumer supply chain, c) healthcare and technical supply chains, and d) modern retail supply chain.

STOCK DATA

GICS sector	Consumer Staples
Bloomberg ticker:	BJC TB
Shares issued (m):	4,007.8
Market cap (Btm):	142,276.8
Market cap (US\$m):	4,350.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	8.0

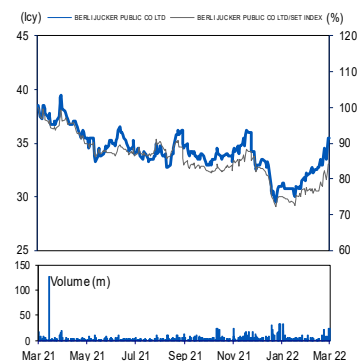
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt39.50/Bt29.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
12.7	9.2	2.9	(4.1)	14.5

Major Shareholders

	%
-	-
-	-
-	-
FY22 NAV/Share (Bt)	29.39
FY22 Net Debt/Share (Bt)	38.57

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Peerawat Dentananan, CFA, FRM
+66 2659 8302
Peerawat@uobkh.co.th

4Q21 RESULTS RECAP

Btm	4Q20	3Q21	4Q21	yoy (%)	qoq (%)	2020	2021	yoy (%)
Sales and services	35,103	34,466	37,317	6.3	8.3	144,732	138,465	(4.3)
Gross profit	6,931	6,273	7,259	4.7	15.7	27,479	26,017	(5.3)
Operating EBIT	3,044	2,005	3,037	(0.2)	51.5	11,107	9,895	(10.9)
Net profit	1,353	367	1,387	2.5	277.7	4,031	3,585	(11.1)
Percent	4Q20	3Q21	4Q21	yoy (ppts)	qoq (ppts)	2020	2021	yoy (ppts)
Gross margin	19.7	18.2	19.5	(0.3)	1.2	19.0	18.8	(0.2)
SG&A to sales	21.2	19.3	19.8	(1.4)	0.5	20.2	19.9	(0.2)
Net profit margin	3.9	1.1	3.7	(0.1)	2.7	2.8	2.6	(0.2)

Source: BJC, UOB Kay Hian

- กำไรดีกว่าคาด BJC ประกาศกำไรสุทธิที่ 1.4 พันลบ. ซึ่งเพิ่มขึ้น 2% yoy และ 278% qoq โดยผลประกอบการออกมาสูงกว่าที่เราและตลาดประมาณการไว้ที่ 35% และ 40% ตามลำดับ กำไรที่ดีกว่าคาดส่วนใหญ่มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด
- รายได้รวมเพิ่มขึ้น 6% yoy และ 8% qoq โดยได้แรงหนุนจากการปรับตัวดีขึ้นของทุกห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะกลุ่มสินค้า PSC (+11% yoy) และ CSC (+22% yoy) ขณะที่ยอดขายของ MSC เติบโตขึ้น 2% yoy และ 6% qoq เนื่องจากการขยายสาขา และ SSSG และระดับ -0.1% หลังจากรายงานการติดลบติดต่อกัน 10 ไตรมาส รายได้ค่าเช่าลดลง 14% yoy เนื่องจากส่วนลดค่าเช่าเฉลี่ยที่สูงขึ้น รายได้ MSC ทั้งหมดจึงเติบโตทรงตัว yoy แต่เพิ่มขึ้น 8% qoq อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมลดลง 0.3pt yoy แต่เพิ่มขึ้น 1.2pt qoq เป็น 19.5% การปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่ง qoq เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในกลุ่มสินค้า MSC ซึ่งเป็นเพียงห่วงโซ่อุปทานเดียวที่รายงานการเปลี่ยนแปลงที่เป็นบวก

KEY RENTAL OPERATING STATISTICS

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PSC Sales (Btm)	5,038	4,433	4,943	5,372	4,571	4,886	4,505	5,373
Glass sales (Btm)	2,922	2,441	2,966	3,008	2,788	2,883	2,793	3,186
Can sales (Btm)	2,116	1,992	1,977	2,364	1,783	2,003	1,712	2,790
MSC sales (Btm)	26,970	25,698	23,899	23,506	22,022	22,403	22,805	23,505
Number of stores	1,408	1,448	1,511	1,572	1,588	1,616	1,658	1,714
Retail area (sqm)	1,221,791	1,229,649	1,246,837	1,255,304	1,266,295	1,259,325	1,264,918	1,286,168
Sales per m2	22,074	20,899	19,168	18,725	17,391	17,789	18,029	18,275
SSSG (%)	-5.3%	-17.0%	-17.8%	-20.8%	-21.6%	-14.3%	-6.6%	-0.1%
Rental area (sqm)	956,932	956,704	964,757	965,236	960,932	962,865	963,447	974,558
Rental/sqm/month (Bt)	920	545	775	836	735	704	500	738

Source: BJC, UOB Kay Hian

EARNINGS REVISION/RISK

- ปรับเพิ่มประมาณการกำไร เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรในปี 2022 ขึ้น 7% เพื่อสะท้อนถึงรายได้ค่าเช่าที่สูงขึ้น ภายใต้สมมติฐานรายได้อื่น และอัตรารัฐ SG&A-to-sales ที่ลดลง สำหรับในปี 2023 เราปรับกำไรไว้ 1%

KEY EARNINGS REVISION

(Bt m)	2022F			2023F		
	New	Previous	% Chg	New	Previous	% Chg
Total revenue	153,714	153,920	-0.1%	166,766	169,050	-1.4%
Gross profit	28,821	28,937	-0.4%	31,519	32,119	-1.9%
Net profit	5,219	4,878	7.0%	6,435	6,342	1.5%
Overall gross margin	18.8%	18.8%	-0.05	18.9%	19.0%	-0.10
SG&A to sales	19.7%	19.8%	-0.10	19.7%	19.7%	0.00
Net profit margin	3.9%	3.5%	0.34	4.4%	4.2%	0.22

Source: BJC, UOB Kay Hian

VALUATION/RECOMMENDATION

- คงคำแนะนำซื้อ การปรับกำไรของเรานำไปสู่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 44.25 บาท อิงค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ที่ PE 2022 ที่ 34 เท่า เรามีมุมมองว่า Valuation ของหุ้นในปัจจุบันไม่แพง โดยปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ PE 2022F ที่ 27 เท่า ซึ่งต่ำกว่า -1SD เป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี เราคาดว่า BJC จะ outperform กว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มในด้านการเติบโตของกำไรสุทธิ เนื่องจากฐานที่ต่ำในปี 2021 ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่ามีความสมเหตุสมผลที่จะซื้อขายด้วย Valuation ในปัจจุบัน โดยเฉพาะกับการคาดการณ์ของเราว่าจะมีการเติบโตของกำไรที่ 46% ในปี 2022

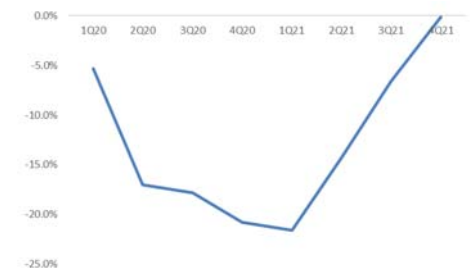
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้นำมาพิจารณาหรือใช้ประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

4Q21 REVENUE CONTRIBUTION



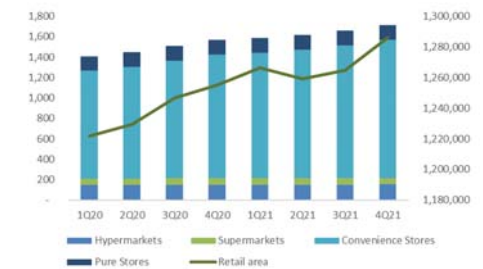
Source: BJC, UOB Kay Hian

QUARTERLY SSSG



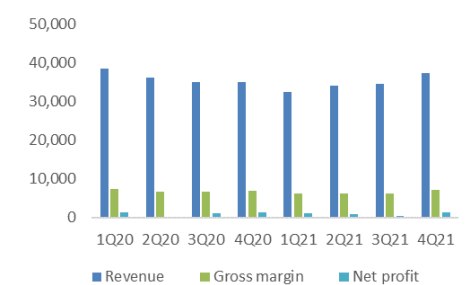
Source: BJC, UOB Kay Hian

NUMBER OF STORES AND RETAIL AREA



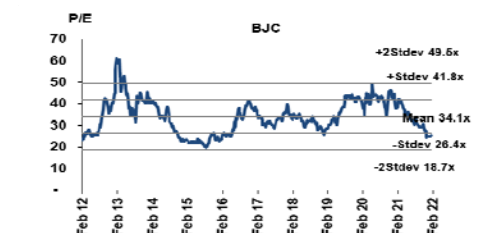
Source: BJC, UOB Kay Hian

QUARTERLY EARNINGS



Source: BJC, UOB Kay Hian

10-YEAR FORWARD PE BAND - BJC



Source: BJC, UOB Kay Hian

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2021	2022F	2023F	2024F
Net turnover	149,959	167,122	181,687	193,810
EBITDA	18,936	20,069	21,808	23,276
Deprec. & amort.	9,042	8,122	8,221	8,346
EBIT	9,895	11,948	13,587	14,929
Total other non-operating income	157	0	0	0
Associate contributions	(187)	(50)	(20)	(10)
Net interest income/(expense)	(5,070)	(4,911)	(4,753)	(4,659)
Pre-tax profit	4,794	6,987	8,814	10,261
Tax	(508)	(1,055)	(1,502)	(1,849)
Minorities	(701)	(712)	(877)	(1,009)
Net profit	3,585	5,219	6,435	7,402
Net profit (adj.)	3,585	5,219	6,435	7,402

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2021	2022F	2023F	2024F
Operating	11,199	14,109	14,558	14,548
Pre-tax profit	4,794	6,987	8,814	10,261
Tax	(508)	(1,055)	(1,502)	(1,849)
Deprec. & amort.	9,042	8,122	8,221	8,346
Working capital changes	(1,171)	(357)	(1,006)	(2,082)
Non-cash items	(1,022)	413	30	(128)
Other operating cashflows	64	0	0	0
Investing	(6,040)	(6,411)	(7,113)	(8,273)
Capex (growth)	(5,786)	(7,329)	(8,399)	(8,682)
Investments	(75)	20	8	4
Others	(179)	898	1,278	406
Financing	(3,805)	(7,297)	(8,423)	(7,093)
Dividend payments	(3,333)	(3,297)	(3,423)	(4,093)
Issue of shares	(2)	0	0	0
Proceeds from borrowings	(1,126)	(4,000)	(5,000)	(3,000)
Others/interest paid	655	0	0	0
Net cash inflow (outflow)	1,354	401	(979)	(818)
Beginning cash & cash equivalent	3,045	4,398	4,799	3,820
Ending cash & cash equivalent	4,398	4,799	3,820	3,002

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2021	2022F	2023F	2024F
Fixed assets	279,619	278,826	279,004	279,340
Other LT assets	5,599	5,761	5,834	6,029
Cash/ST investment	4,398	4,799	3,820	3,002
Other current assets	39,567	41,285	44,316	47,963
Total assets	329,183	330,671	332,974	336,334
ST debt	24,648	20,648	15,648	12,648
Other current liabilities	31,274	33,049	35,104	36,541
LT debt	138,738	138,738	138,738	138,738
Other LT liabilities	13,316	14,395	15,754	16,359
Shareholders' equity	115,875	117,798	120,809	124,118
Minority interest	5,331	6,043	6,921	7,930
Total liabilities & equity	329,183	330,671	332,974	336,334

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2021	2022F	2023F	2024F
Profitability				
EBITDA margin	12.6	12.0	12.0	12.0
Pre-tax margin	3.2	4.2	4.9	5.3
Net margin	2.4	3.1	3.5	3.8
Net profit (adj.)	(20.3)	45.6	23.3	15.0
Leverage				
Debt to total capital	57.4	56.3	54.7	53.4
Debt to equity	141.0	135.3	127.8	122.0
Net debt/(cash) to equity	137.2	131.2	124.6	119.6
Interest cover (x)	3.7	4.1	4.6	5.0

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ทำปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน