


24 กุมภาพันธ์ 2555

ค่าปลีก

**BJC**

**บมจ. เบอริลี ยุคเกอร์**

| Current    | Previous | Close        | Target       | Exp Return     | Support      | Resistance   | CGR 2011  |
|------------|----------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|---|
| <b>BUY</b> | --       | <b>33.00</b> | <b>40.00</b> | <b>+ 21.2%</b> | <b>32-30</b> | <b>35-36</b> |  |

**Consolidated earnings**

| BT (m)                     | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized profit          | 1,863 | 2,030 | 2,498 | 3,099 |
| Net profit                 | 1,905 | 2,032 | 2,498 | 3,099 |
| EPS (Bt)-Normalized        | 1.17  | 1.28  | 1.57  | 1.95  |
| EPS (Bt)                   | 1.20  | 1.28  | 1.57  | 1.95  |
| % growth y-y               | 51.0  | 6.6   | 23.0  | 24.0  |
| Dividend (Bt)              | 0.60  | 0.73  | 0.79  | 0.98  |
| BV/share (Bt)              | 7.19  | 8.10  | 8.89  | 9.87  |
| EV/EBITDA (x)              | 14.93 | 13.70 | 12.73 | 11.29 |
| PER (x) - Normalized       | 28.1  | 25.8  | 21.0  | 16.9  |
| PER (x)                    | 27.5  | 25.8  | 21.0  | 16.9  |
| PBV (x)                    | 4.6   | 4.1   | 3.7   | 3.3   |
| Dividend yield (%)         | 1.8%  | 2.2%  | 2.4%  | 3.0%  |
| YE no. of shares (mn)      | 1,588 | 1,588 | 1,588 | 1,588 |
| No. of share-fully diluted | 1,588 | 1,588 | 1,588 | 1,588 |
| Par (Bt)                   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |

Source: Company data, FSS estimates

**เริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ BJC ซึ่งพร้อมรับมือการเปิดเสรีอาเซียน**

BJC ถือเป็นหุ้นที่น่าสนใจตัวหนึ่งในกลุ่มค่าปลีก จากการเป็นผู้นำตลาดบรรจุภัณฑ์ และสินค้าอุปโภคบริโภคทั้งในและต่างประเทศ โดยมีแนวทางการเติบโตที่ชัดเจน ทั้งการเติบโตตามภาวะเศรษฐกิจ พร้อมกับการแข่งขันส่วนแบ่งการตลาด รวมถึงการเติบโตของธุรกิจต่างประเทศที่อยู่ในช่วงเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ นอกจากนี้ยังมีแผนขยายกิจการด้วยวิธี M&A ทั้งในและต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยคาดมีอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ยปี 2012 - 2015 อยู่ที่ 19% และมีราคาเป้าหมายเท่ากับ 40 บาท (DCF) คิดเป็น PE ที่ 25 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ยในอดีต แต่จากจุดแข็งของบริษัททั้งโครงสร้างธุรกิจที่กระจายตัวมากขึ้น, ความต้องการสินค้ายังอยู่ในระดับสูง, เป็นบริษัทเดียวในกลุ่มค่าปลีกที่ขยายธุรกิจไปต่างประเทศรองรับ AEC แล้ว รวมถึงอัตรากำไรที่มีเสถียรภาพมากขึ้น จากการใช้นโยบาย Cost Plus Pricing จึงเห็นด้วยกับการ Re-rating PE เหมือนหุ้นค่าปลีกตัวอื่น มาเทรดที่ PE ระดับ 25 เท่า เท่ากับ PE เฉลี่ยปัจจุบันของกลุ่มค่าปลีก แต่มี PEG อยู่ที่ 1.09 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.12 เท่า โดยมี Upside 21% และจ่ายปันผลงวด 2H11 หุ้นละ 0.45 บาท (1H11 จ่ายไปแล้ว 0.28 บาท/หุ้น) คิดเป็น Yield 1.4% แนะนำ ชื่อ

**เราชอบโครงสร้างธุรกิจที่กระจายตัวและเป็นผู้นำในตลาดของ BJC**

BJC จัดเป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าบรรจุภัณฑ์ (สัดส่วน 50% ของรายได้รวม), สินค้าอุปโภคบริโภค (29%) และสินค้าเวชภัณฑ์และเทคนิค (19%) รายใหญ่ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีโครงสร้างธุรกิจที่หลากหลาย สามารถกระจายความเสี่ยงได้ดี นอกจากนี้ยังอยู่ในธุรกิจที่มีการแข่งขันน้อย รายใหม่เข้าสู่ตลาดได้ยาก โดยบริษัทจัดเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในอาเซียน, เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระป๋องอลูมิเนียมรายใหญ่ที่สุดในไทย และเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคจากไทยไปยังเวียดนามเพียงรายเดียว

**แนวทางการเติบโตชัดเจน เห็นการเติบโตแบบ Inorganic**

BJC เป็นบริษัทเดียวในกลุ่มค่าปลีกที่ขยายธุรกิจไปต่างประเทศแล้ว โดยบริษัทอยู่ระหว่างการขยายธุรกิจโดยเน้นวิธี M&A ธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำทั้งในประเทศและภูมิภาคอินโดจีน และสร้าง Synergies จากการประหยัดต่อขนาดรวมถึงอำนาจการต่อรองที่สูงขึ้น พร้อมรับมือกับการเปิดเสรีอาเซียนปี 2015 โดยตั้งเป้าหมายระยะสั้นเพิ่มสัดส่วนรายได้ต่างประเทศเป็น 17% ในปีนี้ จาก 13% ในปี 2011 (รายได้ส่วนใหญ่ยังมาจากการขายในประเทศที่สัดส่วน 87%) นอกจากนี้ยังอยู่ระหว่างเจรจา M&A ธุรกิจค่าปลีก จึงคาดเห็นการขยายสู่ธุรกิจค่าปลีกในอนาคตอันใกล้ เพื่อปิดจุดอ่อนจากการไม่มีช่องทางค่าปลีกของตนเอง

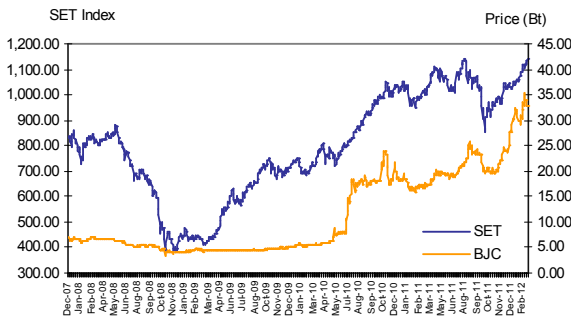
**แนวโน้มกำไรปี 2012 จะทำ New High**

ถึงช่วงเวลาที่เกี่ยวผลประโยชน์จากการลงทุนต่างประเทศโดยจะรับรู้รายได้โรงงานกระป๋องที่เวียดนามตั้งแต่เดือน พ.ค. 2012 เป็นต้นไป และรับรู้รายได้จากโรงงานทิชชูในเวียดนามเต็มปี ในขณะที่ธุรกิจในประเทศยังคงเติบโตต่อเนื่องในทุกกลุ่มธุรกิจ จากความต้องการที่ยังอยู่ในระดับสูง และบริษัทยังพัฒนาออกสินค้าใหม่ต่อเนื่อง จึงคาดมีรายได้ปี 2012 เติบโต 15% Y-Y นอกจากนี้ยังได้รับประโยชน์สุทธิจากนโยบายปรับลดภาษีนิติบุคคลและการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ จึงคาดกำไรปี 2012 ทำ New High อยู่ที่ 2,498 ล้านบาท (+23% Y-Y)

**Share data**

|                                 |                     |
|---------------------------------|---------------------|
| Close (23/02/2012)              | 33.00               |
| SET Index                       | 1,140.07            |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/11.91         |
| Paid up shares (million)        | 1,588.13            |
| Free float (%)                  | 26.31               |
| Market cap (Bt m)               | 52,408.13           |
| Avg daily T/O (Bt m) (2012 YTD) | 109.26              |
| hi, lo, avg (Bt) (2012 YTD)     | 36.00, 28.75, 32.01 |

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Sureeporn Teewasuwet

Register No : 040694

Tel.: +662 646 9972

email: sureeporn.t@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

## ประเด็นการลงทุน

### ดำเนินธุรกิจหลายหลายทั้งสินค้าอุตสาหกรรมและสินค้าอุปโภคบริโภค

บมจ. เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จัดเป็นผู้ผลิต, จัดจำหน่าย และให้บริการด้านการตลาดและจัดจำหน่ายสินค้าบรรจุภัณฑ์, สินค้าอุปโภคและบริโภค, สินค้าเวชภัณฑ์และเทคนิค รายใหญ่อันดับต้นๆทั้งในและต่างประเทศ โดยมีรายละเอียดธุรกิจดังนี้

1. ธุรกิจสินค้าและบริการทางอุตสาหกรรม (Industrial Supply Chain) – BJC ถือเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระป๋องอลูมิเนียมรายใหญ่สุดในประเทศไทย โดยธุรกิจ ISC จัดเป็นธุรกิจหลักด้วยสัดส่วนรายได้ 50% ของรายได้รวม ส่วนใหญ่เป็นการขายให้กับอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ โดยสัดส่วนรายได้ 50% เป็นการขายให้กับบริษัทในเครืออย่าง กลุ่มบริษัทไทยเบฟเวอเรจ ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์ และไม่มีแอลกอฮอล์รายใหญ่ของประเทศและอาเซียน โดยมีคำสั่งซื้อที่แน่นอนและต่อเนื่อง และมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

#### Glass and Aluminum Can Packaging



Source : BJC

#### Plastic Packaging and Engineering



Source : BJC

2. กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (Consumer Supply Chain) – บริษัทดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่าย และเป็นตัวแทนจัดจำหน่ายให้กับบริษัทในกลุ่มและผู้ผลิตภายนอก ประกอบด้วย กระจกชาทิกซ์, ขนมหบเคี้ยว, สินค้าอุปโภคบริโภค และรวมถึงให้บริการจัดเก็บและจัดส่งสินค้า (Logistics) โดยเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคจากไทยในเวียดนามเพียงรายเดียว

#### Tissue and Snack Food



Source : BJC

#### Personal Care and Logistics



Source : BJC

3. กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (Healthcare and Technical Supply Chain) - บริษัท เป็นผู้นำเข้าและจำหน่ายสินค้าเวชภัณฑ์ ได้แก่ ยา, เครื่องมือและอุปกรณ์ทางการแพทย์ และเป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้าทางเทคนิค ได้แก่ อุปกรณ์การพิมพ์, เครื่องเขียน, เครื่องใช้สำนักงาน และเคมีภัณฑ์อุตสาหกรรมสำหรับอาหาร และเครื่องสำอางค์ เป็นต้น ซึ่งเป็นธุรกิจที่สร้างอัตรากำไรขั้นต้นสูงสุดราว 30% ขึ้นไปและมีเสถียรภาพมากที่สุดในกลุ่มธุรกิจทั้งหมดของบริษัท

**Healthcare Product**



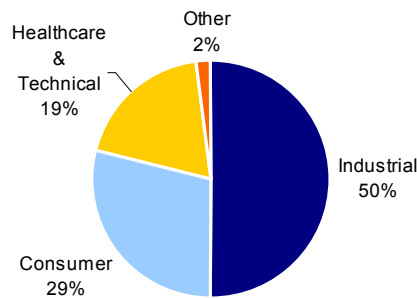
Source : BJC

**Technical Product**



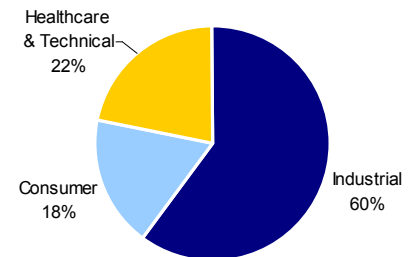
Source : BJC

**Sales Breakdown**



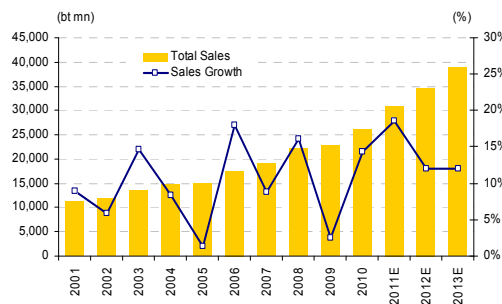
Source : BJC

**Net Profit Breakdown**



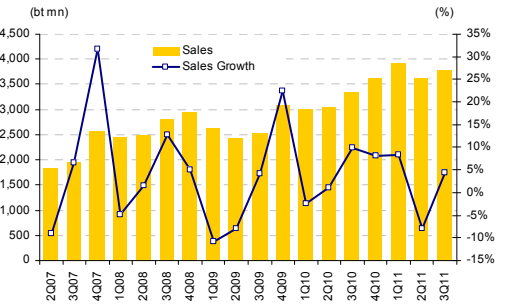
Source : BJC

**Total Sales**



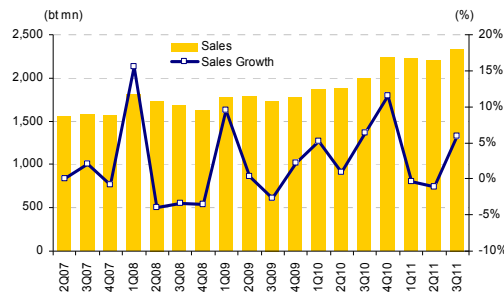
Source : BJC

**Industrial Supply Chain**



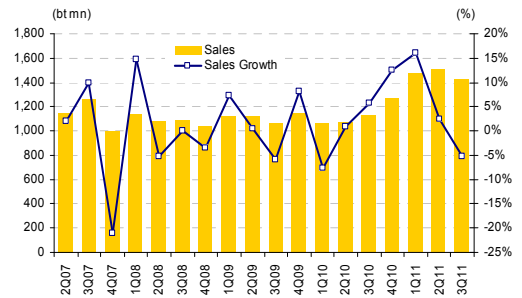
Source : BJC

**Consumer Supply Chain**



Source : BJC

**Healthcare & Technical Supply Chain**



Source : BJC

**เป็นผู้นำในตลาดบรรจุภัณฑ์ทั้งในประเทศและอาเซียน**

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่ราว 50% มาจากธุรกิจบรรจุภัณฑ์แก้วและกระป๋องอลูมิเนียม โดยบริษัทจัดเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุดในเมืองไทย ด้วยส่วนแบ่งการตลาดถึง 40% และมีคู่แข่งรายใหญ่ในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์แก้วและกระป๋องอลูมิเนียมเพียง 4 ราย และ 3 ราย ตามลำดับ และแต่ละรายจะมีลูกค้าของตนเองเป็นหลัก ในขณะที่มีอุปสรรคการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่สูงมาก เพราะเป็นอุตสาหกรรมที่ต้องใช้เทคโนโลยี และเงินลงทุนสูง รวมถึงต้องมีคำสั่งซื้อจากลูกค้าต่อเนื่อง และมากพอที่จะทำการผลิตได้ตลอด 24 ชั่วโมง เช่นเดียวกับการแข่งขันจากภายนอกประเทศที่ค่อนข้างน้อย เพราะมีต้นทุนการนำเข้าสูงทั้งค่าขนส่งและภาษีนำเข้า เป็นต้น และภายหลังการเข้าซื้อ Malaya Glass (ร่วมทุนกับ Owen-Illinois, USA ซึ่งเป็นผู้ผลิตขวดแก้วรายใหญ่สุดของโลก) ในเดือน ก.ค. 2010 ทำให้ BJC กลายเป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์แก้วรายใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยมีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับ 1 ทั้งในมาเลเซีย และเวียดนาม ที่ 70% และ 60% ตามลำดับ

**แนวทางการเติบโตชัดเจน เน้นการเติบโตแบบ Inorganic**

นอกจากการขยายธุรกิจไปต่างประเทศในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งบริษัทอยู่ระหว่างรับรู้ผลประโยชน์จากการเติบโตของรายได้และกำไร โดยเฉพาะการลงทุนโรงงานผลิตขวดแก้ว, กระป๋อง และทิวซุในเวียดนามแล้ว บริษัทยังเดินหน้าขยายธุรกิจด้วยการซื้อและควบรวมกิจการทั้งในประเทศและภูมิภาคอินโดจีน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างการเติบโตให้กับบริษัทก้าวเป็นผู้นำแบบครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำในธุรกิจที่ตนเองเชี่ยวชาญทั้งธุรกิจบรรจุภัณฑ์และสินค้าอุปโภคบริโภค และสร้าง Synergies จากธุรกิจที่ใหญ่ขึ้นทำให้เกิดการประหยัดต่อขนาดรวมถึงอำนาจการต่อรองที่สูงขึ้น โดยในระยะสั้น - กลาง บริษัทยังเน้นการขยายธุรกิจไปในอินโดจีนเป็นหลัก รวมถึงมองหาโอกาสการเติบโตนอกภูมิภาคอินโดจีนในระยะถัดไป BJC จัดเป็นบริษัทเดียวในกลุ่มค่าปลีกที่ขยายธุรกิจไปต่างประเทศแล้ว พร้อมรับมือกับการเปิดเสรีอาเซียนปี 2015 ปัจจุบันบริษัทขยายธุรกิจเข้าไปในมาเลเซีย, เวียดนาม, พม่า, กัมพูชา และลาว ซึ่งมีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศราว 13% ของรายได้รวม โดยตั้งเป้าหมายเพิ่มเป็น 17% ในปี 2012

Business Expansion to ASEAN

|         | Vietnam  | Malaysia   | Singapore  | Myanmar  | Cambodia  | Laos   |
|---------|--|--|--|--|---|--|
| Present | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Malaya Glass (JV with O-I, Sabeco)</li> <li>• Thaicorp</li> <li>• BJC Vietnam Rep. Office</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Malaya Glass</li> <li>• Jacy Food</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Investment company</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• BJC Myanmar Rep. Office</li> </ul>                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Local Office</li> <li>• Consumer product and Packaging export</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Consumer product and Packaging export</li> </ul>        |
| Future  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• TBC-Ball Beverage Can Holdings Limited (JV with Ball Corporation)</li> <li>• Tissue Converting plant</li> <li>• Malaya Glass capacity expansion</li> <li>• Consumer product Distribution in Northern Vietnam</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribution and marketing company</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Trading company</li> </ul>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Industrial and Consumer Distribution company</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Industrial and Consumer Distribution company</li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Industrial and Consumer Distribution company</li> </ul> |

Source : BJC

การเพิ่มทุนจะเป็นทางเลือกถัดไป

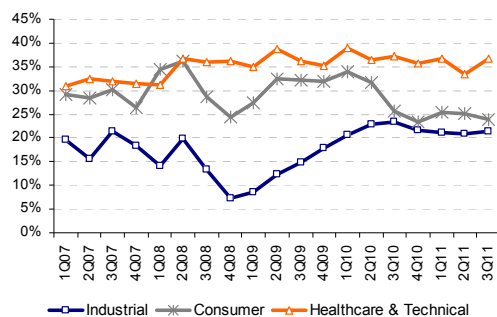
จากแผนสร้างการเติบโตด้วยกลยุทธ์ M&A โดยแหล่งที่มาของเงินทุนจะมาจากปีก่อนหน้าเป็นหลัก ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วน Interest bearing debt to equity อยู่ที่ 0.96 เท่า เมื่อเทียบกับ Debt Covenants ไม่เกิน 1.75 เท่า นั้นหมายถึงบริษัทยังสามารถก่อหนี้ได้อีกราว 9.5 พันล้านบาท โดยบริษัทมีแผนใช้เงินลงทุนปีละ 2 – 3 พันล้านบาท (ไม่รวมการซื้อกิจการ) แม้คาดว่าบริษัทยังคงมีแหล่งเงินทุนเพียงพอภายใน 1 – 2 ปีนี้ แต่ประเด็นการเพิ่มทุนยังเป็นทางเลือกสำหรับการลงทุนในระยะถัดไป และหากบริษัทมีแผนลงทุนมูลค่ามากกว่า 1.0 หมื่นล้านบาท การเพิ่มทุนอาจมาเร็วกว่าคาดก็เป็นได้

ปัจจัยเสี่ยงและจุดอ่อน

ราคาวัตถุดิบผันผวน

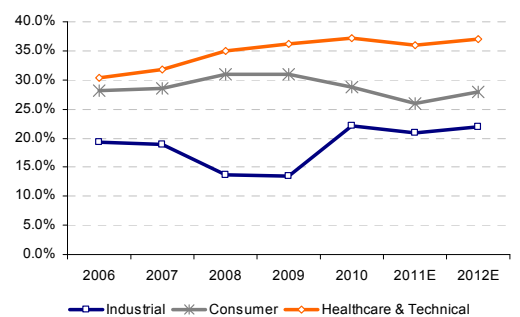
จากความหลากหลายของธุรกิจ จึงประกอบด้วยวัตถุดิบหลายรายการ อาทิ เศษแก้ว, โซดา แอช (วัตถุดิบใช้ในการผลิตขวดแก้ว), อลูมิเนียม (ใช้ผลิตกระป๋องอลูมิเนียม), แก๊ส NGV และ LPG เป็นต้น แม้จะมีความเสี่ยงกรณีราคาวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น แต่บริษัทได้รับผลกระทบจำกัด เนื่องจาก 60% ของสัญญาขายเป็นสัญญาระยะยาว และเป็น Pass Through Contract สามารถปรับราคาขายได้ทุกเดือน นอกเหนือจากการปรับขึ้นราคาสินค้าเฉลี่ยปีละ 3% ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทค่อนข้างมีเสถียรภาพมากขึ้นนับตั้งแต่ปี 2008

Quarterly Gross Margin



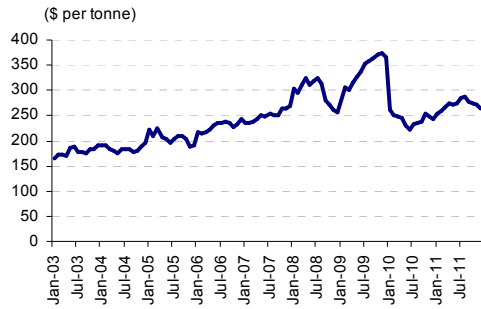
Source : BJC

Yearly Gross Margin



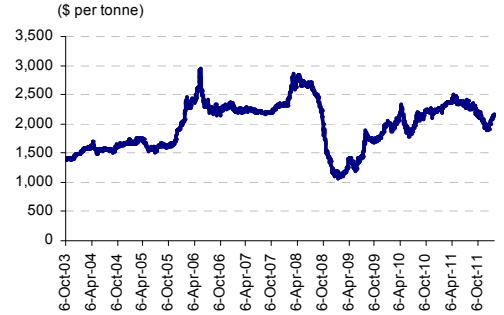
Source : BJC

**Soda Ash (Glass Container)**



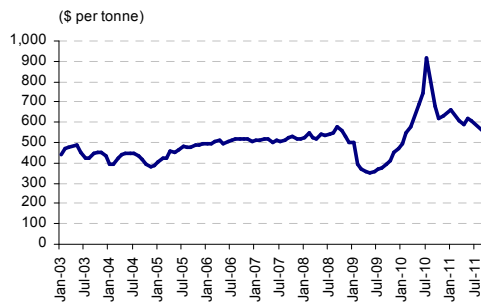
Source : Bloomberg

**Aluminum (Aluminum Can)**



Source : Bloomberg

**Eucalyptus Pulp**



Source : Bloomberg

**ยังขาดช่องทางค้าปลีก เอเชีย นูคัลส์ยังไม่ตอบโจทย**

แม้บริษัทจะอยู่ระหว่างปิดจุดอ่อน ในแง่ไม่มีช่องทางค้าปลีก และในเดือน ก.ค. 2011 ที่ผ่านมา บริษัทได้เข้าซื้อกิจการ เอเชีย นูคัลส์ ในประเทศไทยด้วยจำนวนสาขา 70 แห่งทั่วประเทศ แม้จะมีข้อดีจากการเป็นธุรกิจเงินสด แต่จากการเป็นร้านค้าเฉพาะอย่าง (ขายหนังสือเป็นหลัก) แม้บริษัทจะวางแผนขายสินค้าเทคโนโลยีหรือเครื่องเขียนในร้านด้วย แต่เรามองว่าการซื้อเอเชีย นูคัลส์ ยังไม่ตอบโจทยการมีช่องทางค้าปลีกเป็นของตนเอง เพราะช่องทางการค้าปลีกยังจำกัด ทำให้บริษัทยังสูญเสียอำนาจต่อรองกับลูกค้า Modern Trade อีกทั้งกำไรจากเอเชีย นูคัลส์ ยังต่ำมากเพียง 2% ของกำไร BJC อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะเห็นการขายไปสู่ธุรกิจค้าปลีกในอนาคตอันใกล้ โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจา M&A ธุรกิจค้าปลีกทั้งในและต่างประเทศ

**ผลการดำเนินงาน และการประเมินมูลค่าหุ้น**

**แนวโน้มกำไรปี 2012 จะทำ New High**

ถึงช่วงเวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากการลงทุนต่างประเทศ ได้แก่ การรับรู้รายได้จากโรงงานกระป๋องที่เวียดนาม (ร่วมทุนกับ Ball Corporation, US ซึ่งเป็นผู้ผลิตกระป๋องรายใหญ่ที่สุดของโลก) ตั้งแต่เดือน พ.ค. 2012 เป็นต้นไป จะทำให้มีกำลังการผลิตกระป๋องของบริษัทเพิ่มขึ้นถึง 30% ปัจจุบันมีคำสั่งซื้อมากกว่า 80% แล้ว รวมถึงรับรู้รายได้จากโรงงานทิชชูในเวียดนามเต็มปี (เริ่มดำเนินการผลิตเดือน ก.ย. 2011 ที่ผ่านมา) ส่วนธุรกิจในประเทศเรายังคาดเติบโตต่อเนื่องในทุกกลุ่มธุรกิจ จากความต้องการสินค้าบรรจุภัณฑ์ (แก้วและกระป๋องอลูมิเนียม) รวมถึงสินค้าอุปโภคบริโภค และสินค้าเวชภัณฑ์ที่คาดยังอยู่ในระดับสูง กอปรกับบริษัทได้พัฒนาออกสินค้าใหม่ต่อเนื่อง เราจึงคาดบริษัทจะมีรายได้ปี 2012 เติบโต 15% Y-Y นอกจากนี้บริษัทยังได้รับประโยชน์สุทธิจากนโยบายปรับลดภาษีนิติบุคคลและการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ดังนั้นเราจึงคาดกำไรปี 2012 จะทำ New High อยู่ที่ 2,498 ล้านบาท เป็นการเติบโต 23% Y-Y

### แนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย 40 บาท

จากแนวทางการเติบโตที่ชัดเจนภายใน 3 - 5 ปีนี้ ทั้งการเติบโตภายในประเทศตามการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจ (Organic Growth) พร้อมกับการแข่งขันส่วนแบ่งการตลาดด้วยการนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ออกสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง และการเติบโตของธุรกิจต่างประเทศ นอกจากนี้ยังมีแผนขยายกิจการด้วย M&A (Inorganic Growth) ทั้งในและต่างประเทศ โดยเฉพาะภูมิภาคอินโดจีน จึงคาดบริษัทจะมีอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ยปี 2012 - 2015 อยู่ที่ 19% เราประเมินมูลค่าหุ้น BJC ด้วยวิธี DCF โดยมีราคาเป้าหมายปี 2012 เท่ากับ 40 บาท คิดเป็น PE ที่ 25 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ยในอดีตของบริษัท แต่จากโครงสร้างธุรกิจที่หลากหลายมากขึ้น ซึ่งสามารถกระจายความเสี่ยงได้ดี โดยเฉพาะการเป็นผู้นำระดับอาเซียนในธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่มีความต้องการสูง และการเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าเฉพาะทางในกลุ่มสินค้าเวชภัณฑ์และเทคนิคที่มีอัตรากำไรสูง ซึ่งมีอัตราการเติบโตของรายได้อย่างน้อยปีละ 15% และเป็นบริษัทเดียวในกลุ่มค้าปลีกที่ขยายธุรกิจไปต่างประเทศแล้ว และอยู่ในช่วงเวลาเริ่มเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ นอกจากนี้ยังสามารถปรับขึ้นราคาขายตามราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้นได้ (Cost Plus Pricing) ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นมีเสถียรภาพมากขึ้นกว่าในอดีต เราจึงเห็นด้วยกับการ Re-rating PE มาเทรดที่ระดับ 25 เท่า เท่ากับ PE เฉลี่ยปัจจุบันของกลุ่มค้าปลีกไทย ในขณะที่ PEG อยู่ที่ระดับ 1.09 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเล็กน้อยที่ 1.12 เท่า

#### Valuation Table

| Valuation | 2012TP | Upside | Recommendation | ROE   | Implied PE | Implied EV/EBITDA | 2012 Earning Growth | Implied PEG |
|-----------|--------|--------|----------------|-------|------------|-------------------|---------------------|-------------|
| BIGC      | 185.0  | 22.5%  | BUY            | 23.0% | 24.3       | 16.5              | 16.5%               | 1.47        |
| BJC       | 40.0   | 21.2%  | BUY            | 17.5% | 25.0       | 14.8              | 23.0%               | 1.09        |
| CPALL     | 58.0   | -5.7%  | HOLD           | 43.5% | 27.8       | 18.2              | 17.5%               | 1.59        |
| GLOBAL    | 12.20  | 8.9%   | HOLD           | 13.6% | 28.6       | 18.5              | 39.2%               | 0.73        |
| HMPRO     | 12.50  | 8.7%   | HOLD           | 28.7% | 28.4       | 18.1              | 33.7%               | 0.84        |
| MAKRO     | 275.0  | 1.5%   | HOLD           | 27.7% | 22.3       | 14.3              | 22.2%               | 1.00        |
| AVG.      |        |        |                | 25.7% | 26.1       | 16.7              | 25.4%               | 1.12        |

Source : FSS Estimates, \*After Diluted, 2012 TP BIGC will be 133 Bt.

#### Comparison Table

| Stock       | End-12 | Profit Growth (%) |       | P/E(x) |       | P/BV(x) |       | Dividend yield (%) |       | ROE (%) |       |
|-------------|--------|-------------------|-------|--------|-------|---------|-------|--------------------|-------|---------|-------|
|             | target | 2011E             | 2012E | 2011E  | 2012E | 2011E   | 2012E | 2011E              | 2012E | 2011E   | 2012E |
| BIGC        | 185.0  | 86.1              | 16.5  | 23.1   | 19.8  | 5.1     | 4.6   | 2.2                | 2.5   | 22.5    | 23.0  |
| BJC         | 40.00  | 6.6               | 23.0  | 25.8   | 21.0  | 4.1     | 3.7   | 2.2                | 2.4   | 15.6    | 17.5  |
| CPALL       | 58.00  | 20.0              | 17.5  | 34.5   | 29.4  | 17.2    | 15.4  | 3.7                | 2.7   | 36.3    | 40.5  |
| GLOBAL      | 12.20  | 35.5              | 39.2  | 33.1   | 26.2  | 3.7     | 3.6   | 1.1                | 1.3   | 11.1    | 13.6  |
| HMPRO       | 12.50  | 19.7              | 33.7  | 33.7   | 25.8  | 8.5     | 7.7   | 2.7                | 2.7   | 25.9    | 30.0  |
| MAKRO       | 275.0  | 19.7              | 22.2  | 28.9   | 23.6  | 6.8     | 6.6   | 2.9                | 3.6   | 23.7    | 27.7  |
| Sector Mean |        | 22.2              | 22.9  | 30.0   | 25.0  | 7.6     | 6.9   | 2.5                | 2.5   | 22.5    | 25.4  |

Source : FSS Estimates, \*After Diluted, 2012 TP BIGC will be 133 Bt.

| Income Statement (Consolidated) |        |        |        |        |        |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (Bt m)                          | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| Revenue                         | 22,799 | 26,082 | 30,927 | 35,566 | 40,901 |
| Cost of sales                   | 17,198 | 18,940 | 23,245 | 26,603 | 30,553 |
| Gross profit                    | 5,601  | 7,142  | 7,682  | 8,963  | 10,348 |
| SG&A costs                      | 3,906  | 4,332  | 4,630  | 5,477  | 6,258  |
| Operating profit                | 1,622  | 2,750  | 3,020  | 3,389  | 3,988  |
| Other income                    | 239    | 234    | 365    | 356    | 409    |
| EBIT                            | 1,862  | 2,985  | 3,385  | 3,745  | 4,397  |
| EBITDA                          | 3,199  | 4,401  | 4,876  | 5,361  | 6,138  |
| Interest charge                 | 222    | 227    | 371    | 223    | 216    |
| Tax on income                   | 415    | 668    | 790    | 810    | 836    |
| Earnings after tax              | 1,224  | 2,090  | 2,225  | 2,712  | 3,345  |
| Minority interests              | -57.8  | -289.4 | -256.7 | -284.5 | -327.2 |
| Normalized earnings             | 1,230  | 1,863  | 2,030  | 2,498  | 3,099  |
| Extraordinary items             | 32     | 43     | 2      | 0      | 0      |
| Net profit                      | 1,262  | 1,905  | 2,032  | 2,498  | 3,099  |

| Cash Flow Statement (Consolidated) |       |        |        |        |        |
|------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| (Bt m)                             | 2009  | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| Net Profit                         | 1,262 | 1,905  | 2,032  | 2,498  | 3,099  |
| Depreciation etc.                  | 1,337 | 1,416  | 1,491  | 1,616  | 1,741  |
| Change in working capital          | -858  | 2,861  | -4,252 | -367   | -506   |
| Other adjustments                  | -96   | -105   | -64    | -71    | -82    |
| Cash flow from operations          | 1,646 | 6,077  | -794   | 3,676  | 4,253  |
| Capital expenditure                | -687  | -2,498 | -1,500 | -2,500 | -2,500 |
| Others                             | -77   | -1,707 | -314   | -425   | -157   |
| Cash flow from investing           | -764  | -4,205 | -1,814 | -2,925 | -2,657 |
| Free cash flow                     | 882   | 1,872  | -2,608 | 751    | 1,596  |
| Net borrowings                     | -131  | -872   | 3,153  | 407    | -105   |
| Equity capital raised              | -34   | 476    | 0      | 0      | 0      |
| Dividends paid                     | -433  | -730   | -1,159 | -1,249 | -1,550 |
| Others                             | -12   | -362   | 596    | 19     | 19     |
| Cash flow from financing           | -610  | -1,489 | 2,590  | -824   | -1,635 |
| Net change in cash                 | 272   | 383    | -18    | -72    | -40    |

| Balance Sheet (Consolidated) |        |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (Bt m)                       | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| Cash                         | 841    | 1,224  | 1,206  | 1,133  | 1,094  |
| Accounts receivable          | 4,562  | 5,390  | 6,355  | 6,821  | 7,844  |
| Inventory                    | 4,502  | 4,466  | 5,732  | 6,560  | 7,115  |
| Other current assets         | 417    | 612    | 619    | 711    | 818    |
| Total current assets         | 10,321 | 11,692 | 13,910 | 15,225 | 16,871 |
| Investments                  | 399    | 413    | 513    | 713    | 713    |
| Plant, property & equipment  | 11,451 | 12,534 | 12,543 | 13,427 | 14,186 |
| Other assets                 | 864    | 2,557  | 2,772  | 2,996  | 3,153  |
| Total assets                 | 23,036 | 27,196 | 29,738 | 32,361 | 34,923 |
| Short-term loans             | 2,034  | 648    | 1,500  | 2,000  | 2,000  |
| Accounts payable             | 2,667  | 3,132  | 3,821  | 4,373  | 5,022  |
| Current maturities           | 369    | 3,463  | 300    | 350    | 400    |
| Other current liabilities    | 2,036  | 2,325  | 2,783  | 3,201  | 3,681  |
| Total current liabilities    | 7,105  | 9,568  | 8,404  | 9,924  | 11,103 |
| Long-term debt               | 3,610  | 3,965  | 5,965  | 5,615  | 5,215  |
| Other non-current liab.      | 947    | 1,001  | 1,237  | 1,423  | 1,636  |
| Total non-current liab.      | 4,557  | 4,966  | 7,202  | 7,037  | 6,851  |
| Total liabilities            | 11,662 | 14,533 | 15,606 | 16,961 | 17,954 |
| Registered capital           | 1,588  | 1,588  | 1,588  | 1,588  | 1,588  |
| Paid up capital              | 1,588  | 1,588  | 1,588  | 1,588  | 1,588  |
| Share premium                | 3,276  | 3,751  | 3,751  | 3,751  | 3,751  |
| Legal reserve                | 335    | 335    | 335    | 335    | 335    |
| Retained earnings            | 5,152  | 5,744  | 7,194  | 8,443  | 9,993  |
| Minority Interests           | 1,023  | 1,244  | 1,263  | 1,281  | 1,301  |
| Shareholders' equity         | 11,374 | 12,662 | 14,131 | 15,399 | 16,968 |

| Important Ratios (Consolidated) |      |      |       |       |       |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
|                                 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>Growth (%)</b>               |      |      |       |       |       |
| Sales                           | 2.5  | 14.4 | 18.6  | 15.0  | 15.0  |
| EBITDA                          | 12.1 | 37.6 | 10.8  | 9.9   | 14.5  |
| Net profit                      | 16.7 | 51.0 | 6.6   | 23.0  | 24.0  |
| Normalized earnings             | 24.1 | 51.4 | 9.0   | 23.1  | 24.0  |
| <b>Profitability Ratios (%)</b> |      |      |       |       |       |
| Gross profit margin             | 24.6 | 27.4 | 24.8  | 25.2  | 25.3  |
| EBITDA margin                   | 14.0 | 16.9 | 15.8  | 15.1  | 15.0  |
| EBIT margin                     | 8.2  | 11.4 | 10.9  | 10.5  | 10.8  |
| Normalized profit margin        | 5.4  | 7.1  | 6.6   | 7.0   | 7.6   |
| Net profit margin               | 5.5  | 7.3  | 6.6   | 7.0   | 7.6   |
| Normalized ROA                  | 5.3  | 6.8  | 6.8   | 7.7   | 8.9   |
| Normalize ROE                   | 11.9 | 16.3 | 15.8  | 17.7  | 19.8  |
| Normalized ROCE                 | 11.7 | 16.9 | 15.9  | 16.7  | 18.5  |
| <b>Risk (x)</b>                 |      |      |       |       |       |
| D/E                             | 1.1  | 1.3  | 1.2   | 1.2   | 1.1   |
| Net D/E                         | 1.0  | 1.2  | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| Net debt/EBITDA                 | 3.4  | 3.0  | 3.0   | 3.0   | 2.7   |
| <b>Per share data (Bt)</b>      |      |      |       |       |       |
| EPS - Reported                  | 0.79 | 1.20 | 1.28  | 1.57  | 1.95  |
| EPS - Normalized                | 0.77 | 1.17 | 1.28  | 1.57  | 1.95  |
| EBITDA                          | 2.01 | 2.77 | 3.07  | 3.38  | 3.86  |
| FCF                             | 0.56 | 1.18 | -1.64 | 0.47  | 1.00  |
| Book value                      | 6.52 | 7.19 | 8.10  | 8.89  | 9.87  |
| Dividend                        | 0.33 | 0.60 | 0.73  | 0.79  | 0.98  |
| Par                             | 1.0  | 1.0  | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| <b>Valuations (x)</b>           |      |      |       |       |       |
| P/E                             | 41.5 | 27.5 | 25.8  | 21.0  | 16.9  |
| P/E - Normalized                | 42.6 | 28.1 | 25.8  | 21.0  | 16.9  |
| P/BV                            | 5.1  | 4.6  | 4.1   | 3.7   | 3.3   |
| EV/EBTDA                        | 19.8 | 14.9 | 13.7  | 12.7  | 11.3  |
| Dividend yield (%)              | 1.0  | 1.8  | 2.2   | 2.4   | 3.0   |

Source: Company data, FSS research



## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

### สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 17, 18, 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา อัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา อัมรินทร์

496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ลินธอร์ 1

130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ลินธอร์ 2

130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ลินธอร์ 3

130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา สุขุมวิท 21

50 อาคารซีเอ็มเอ็ม แกรนด์เพลส ชั้น 15 ถ.สุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา อโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 17 ซ.สุขุมวิท 21 ถ.สุขุมวิท แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา สิลม

191 อาคารซิลม คอมเพล็กซ์ ยูนิต 2, 3-1 ชั้น 21 ถ.ซิลม แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ฟอรัจนาทอน

1 อาคารฟอรัจนาทอน ชั้น 23 โซน B1 ถ.รัชดาภิเษก แขวงดินแดง เขตดินแดง จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา อัลดีไทย ทาวเวอร์

2034/52 อาคารอัลดีไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิต 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1

1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 2

1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 4, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา เซ็นทรัลพรีเนลล่า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พรีเนลล่า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา เซ็นทรัลพรีเนลล่า 2

7/3 อาคารเซ็นทรัล พรีเนลล่า ชั้น 14 ห้อง 1408 ถ.บรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา เซ็นทรัลพรีเนลล่า 3

7/3 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ บี ชั้น 16 ถ.บรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา เซ็นทรัลรัตนวิเศษ

68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนวิเศษ แขวงบางกระสือ เขตเมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี

### สาขา ลาดพร้าว

555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา บางนา

1093 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา บางกะปิ

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ เอ 3 อาร 02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร

### สาขา นครปฐม

28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม

### สาขา ชลบุรี

44 ถ.วชิรปราการ แขวงบางปลาสร้อย เขตเมืองชลบุรี จ.ชลบุรี

### สาขา สมุทรสาคร

1045/16-17 ถ.วิเชียรไขภูก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร

### สาขา ฉะเชิงเทรา

233-233/2 หมู่ 12 ชั้น 1 ถ.ศุภประยูร ต.หน้าเมือง อ.เมืองฉะเชิงเทรา จ.ฉะเชิงเทรา

### สาขา เชียงใหม่ 1

191/28.30-34 อาคารศูนย์การค้าข้างคลาน พลาซ่า ถ.ข้างคลาน ต.ข้างคลาน เขตเมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

### สาขา เชียงใหม่ 2

191/26 อาคารศูนย์การค้าข้างคลาน พลาซ่า ถ.ข้างคลาน ต.ข้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

### สาขา ขอนแก่น 1

311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

### สาขา ขอนแก่น 2

26/9 ชั้น 2 หมู่ 7 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต.ในเมือง อ.เมือง จ.ขอนแก่น

### สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย

### สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี

### สาขา หาดใหญ่ 1

29 อาคาร ลี การ์เดนส์ พลาซ่า ชั้น 6 ยูนิตที่ 601/3 ถ.ประชาธิปไตย ต.ในเมือง อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

### สาขา หาดใหญ่ 2

106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

### สาขา หาดใหญ่ 3

200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่ พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

### สาขา ภูเก็ต

22/16-17 ศูนย์การค้าวินิพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดิลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต

### สาขา ด้รัง

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองด้รัง จ.ด้รัง

### สาขา กระบี่

223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่

### สาขา ปัตตานี

300/69/70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

## ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์

|           |               |                                    |             |                           |
|-----------|---------------|------------------------------------|-------------|---------------------------|
| จิตรา     | อมรรธรรม      | หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์     | 0-2646-9966 | jitra.a@finsyrus.com      |
| พรสุข     | อมรดีกุล      | สื่อสาร/ บันทึกลง/ ชนส่ง/ เหล็ก    | 0-2646-9964 | pornsook.a@finsyrus.com   |
| ทรงกลด    | วงศ์ไชย       | พลังงาน/ ปีโตรเคมี/ ซิเมนต์        | 0-2646-9817 | songklod.w@finsyrus.com   |
| สุนันทา   | วสะภิญญากุล   | สถาบันการเงิน                      | 0-2646-9680 | sunanta.v@finsyrus.com    |
| วรรัตน์   | เผ่าภคะ       | อสังหาริมทรัพย์                    | 0-2646-9856 | worarat.p@finsyrus.com    |
| สุรีย์พร  | ทีวสะเวทย์    | เกษตร / อาหาร/ ค้าปลีก/ อิเลทฯ     | 0-2646-9972 | sureeporn.t@finsyrus.com  |
| อำนาจ     | โงสว่าง       | วัสดุก่อสร้าง / ชนส่งและโลจิสติกส์ | 0-2646-9712 | amnart.n@finsyrus.com     |
| วีระวัฒน์ | วีโรจนโกคา    | โรงพยาบาล / โรงแรม                 | 0-2646-9821 | veeravat.v@finsyrus.com   |
| สมชาย     | เอนกทวีผล     | เทคนิค                             | 0-2646-9967 | somchai.a@finsyrus.com    |
| ณัฐพล     | คำถาเครือ     | Derivatives                        | 0-2646-9820 | natapon.k@finsyrus.com    |
| พลลพ      | ทวดีพิทักษ์   | Translator                         | 0-2646-9711 | pollop.t@finsyrus.com     |
| สุภาวดี   | เอี่ยมสาอางค์ | ฝ่ายผลิตและสนับสนุนข้อมูล          | 0-2646-9962 | supawadee.i@finsyrus.com  |
| สุภาวดี   | แช่ตั้ง       | ฝ่ายผลิตและสนับสนุนข้อมูล          | 0-2646-9963 | suphawadee.s@finsyrus.com |

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

|             |                        |   |
|-------------|------------------------|---|
| BUY         | "ซื้อ"                 | เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%                  |
| HOLD        | "ถือ"                  | เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%             |
| SELL        | "ขาย"                  | เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน   |
| TRADING BUY | "ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" | เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| OVERWEIGHT  | "ลงทุนมากกว่าตลาด"     | เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า</b> ตลาด   |
| NEUTRAL     | "ลงทุนเท่ากับตลาด"     | เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ</b> ตลาด   |
| UNDERWEIGHT | "ลงทุนน้อยกว่าตลาด"    | เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า</b> ตลาด   |

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2011**



|        |       |        |         |         |       |       |
|--------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|
| ADVANC | BKI   | GRAMMY | LPN     | PTTCH** | SC    | TIPCO |
| AOT    | BMCL  | HEMRAJ | MCOT    | PTTEP   | SCB   | TISCO |
| BAFS   | CPN   | ICC    | NMG     | QH      | SCC   | TKT   |
| BANPU  | CSL   | IRPC   | PS      | RATCH   | SE-ED | TMB   |
| BAY    | EASTW | KBANK  | PSL     | ROBINS  | SIS   | TOP   |
| BBL    | EGCO  | KK     | PTT     | RS      | THRE  |       |
| BCP    | ERW   | KTB    | PTTAR** | SAT     | TIP   |       |

\*\*วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR กับ PTTCH ความรวมกิจการเป็น PTTGC

ช่วงคะแนน

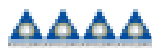
100-90  
80-89  
70-79  
60-69  
50-59  
<50

สัญลักษณ์



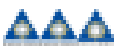
ความหมาย

ดีเลิศ  
ดีมาก  
ดี  
ดีพอใช้  
ผ่าน  
n/a



|        |        |        |        |       |        |         |        |       |        |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| ACAP   | BROOK  | DTC    | KCE    | MFC   | PG     | SEAFCO  | STEC   | TNITY | TYM    |
| AF     | BTS    | ECL    | KEST   | MFEC  | PHATRA | SFP     | SUSCO  | TNL   | UAC    |
| AMANAH | BWG    | FORTH  | KGI    | MILL  | PM     | SICCO** | SVI    | TOG   | UMI    |
| AMATA  | CENTEL | GBX    | KSL    | MINT  | PR     | SINGER  | SYMC   | TPC   | UP     |
| AP     | CGS    | GC     | KWC    | MK    | PRANDA | SIRI    | SYNTEC | TRC   | UPOIC  |
| ASIMAR | CIMBT  | GFPT   | L&E    | MTI   | PRG    | SITHAI  | TASCO  | TRT   | UV     |
| ASP    | CK     | GLOW   | LANNA  | NBC   | PT     | SMT     | TCAP   | TRU   | VNT    |
| AYUD   | CM     | HANA   | LH     | NCH   | PYLON  | SNC     | TFD    | TRUE  | WACOAL |
| BEC    | CPALL  | HMPRO  | LOXLEY | NINE  | S&J    | SPALI   | TFI    | TSC   | WAVE   |
| BECL   | CPF    | HTC    | LRH    | NKI   | S&P    | SPI     | THAI   | TSTE  | ZMICO  |
| BFIT   | CSC    | IFEC   | LST    | NOBLE | SABINA | SPPT    | THCOM  | TSTH  |        |
| BH     | DELTA  | INET   | MACO   | OCC   | SAMCO  | SSF     | THIP   | TTA   |        |
| BIGC   | DEMCO  | INTUCH | MAJOR  | OGC   | SCCC   | SSSC    | TIC    | TTW   |        |
| BJC    | DRT    | IVL    | MAKRO  | OISHI | SCG    | STA     | TK     | TUF   |        |
| BLA    | DTAC   | JAS    | MBK    | PB    | SCSMG  | STANLY  | TMT    | TVO   |        |

\*\*SICCO ขอเลิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554



|        |        |       |        |       |        |        |        |       |        |       |       |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 2S     | BAT-3K | CNS   | FSS    | ITD   | MATI   | OFM    | QLT    | SMK   | TF     | TPIPL | VARO  |
| A      | BGT    | CNT   | GENCO  | JTS   | MBAX   | PAF    | RASA   | SMM   | TGCI   | TPP   | VIBHA |
| AEONTS | BLAND  | CPI   | GFM    | JUTHA | M-CHAI | PAP    | RCI    | SPC   | THANA  | TR    | VNG   |
| AFC    | BNC    | CPL   | GL     | KASET | MCS    | PATO   | RCL    | SPC   | THANI  | TTCL  | WG    |
| AGE    | BOL    | CRANE | BLAND  | KDH   | MDX    | PDI    | ROJNA  | SST   | TICON  | TTI   | WORK  |
| AH     | BROCK  | CSP   | GLOD   | KH    | MJD    | PHOL   | RPC    | STAR  | TIW    | TWFP  | YUASA |
| AHC    | BSBM   | CSR   | GUNKUL | KKC   | MOONG  | PICO   | SAUCE  | SUC   | TKS    | TWZ   |       |
| AI     | BTNC   | CTW   | GYT    | KMC   | MPIC   | PL     | SCBLIF | SVOA  | TLUXE  | TYCN  |       |
| AIT    | CCET   | DCC   | HFT    | KTC   | MSC    | POST   | SCP    | SWC   | TMD    | UBIS  |       |
| AJ     | CFRESH | DRACO | HTECH  | KWH   | NC     | PPM    | SENA   | SYNEX | TNH    | UEC   |       |
| AKR    | CHARAN | EASON | IFS    | KYE   | NEP    | PREB   | SHANG  | TBSP  | TNPC   | UOBKH |       |
| APRINT | CI     | EIC   | ILINK  | LALIN | NNCL   | PRECHA | SIAM   | TCB   | TOPP   | UPF   |       |
| APURE  | CITY   | ESSO  | IRC    | LEE   | NSI    | PRIN   | SIMAT  | TCC   | TPA    | US    |       |
| AS     | CMO    | FE    | IRCP   | LHK   | NTV    | PTL    | SKR    | TCP   | TPAC   | UT    |       |
| ASK    | CMR    | FOCUS | IT     | MATCH | NWR    | Q-CON  | SMIT   | TEAM  | TPCORP | UVAN  |       |

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชี้แจงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน