

## เบอริลี ยุคเกอร์

### ผลประกอบการสูงกว่าคาด

Consumer  
Overweight

## BUALUANG RESEARCH

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA  
chaiyatom@bualuang.co.th  
+66 2 618 1344

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 39.50 บาท  
ราคา (24/02/2012): 35.00 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt55.58bn
12-mth price range	Bt16.30/Bt36.00
3-mth avg daily volume	Bt96.42m
# of shares (m)	1,588.1
Est. free float (%)	26.3
Foreign limit (%)	49.0

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	9.8	42.2	92.3
Absolute	17.6	59.1	109.6

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	31,235	38,286	47,366	51,609
Net profit (Btm)	2,178	2,513	3,177	3,619
EPS (Bt)	1.37	1.58	2.00	2.28
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.08	1.16	n.a.
EPS growth (%)	+14.5%	+15.4%	+26.4%	+13.9%
Core profit (Btm)	2,089	2,513	3,177	3,619
Core EPS (Bt)	1.32	1.58	2.00	2.28
Core EPS growth (%)	+12.4%	+20.3%	+26.4%	+13.9%
PER (x)	14.9	22.1	17.5	15.4
Core PER (x)	15.5	22.1	17.5	15.4
EV/EBITDA (x)	8.2	11.0	8.9	8.0
PBV (x)	2.2	3.4	3.0	2.7
Dividend (Bt)	0.69	0.79	1.00	1.14
Dividend yield (%)	3.4	2.3	2.9	3.3
ROE (%)	18.1	18.9	21.3	21.5
Net gearing (x)	0.6	0.7	0.6	0.5

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

**สูงกว่าคาด:** BJC รายงานกำไรสุทธิจำนวน 550 ล้านบาทสำหรับไตรมาส 4/54 เพิ่มขึ้น 22.7% YoY และทรงตัว QoQ และรายงานกำไร 2.18 พันล้านบาท สำหรับปี 2554 เพิ่มขึ้น 14.5% ผลประกอบการไตรมาส 4/54 สูงกว่าที่เราคาด 20% และ กำไรสุทธิทั้งปี 2554 สูงกว่าที่เราคาด 4% เนื่องจากอัตราภาษีจ่ายที่ต่ำกว่าคาดและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ผลการดำเนินงานของทุกธุรกิจสอดคล้องกับประมาณการของเรา

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ:** ยอดขายรวม 8.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 16% YoY และ 4.9 % QoQ ยอดขายที่แข็งแกร่งขึ้นทั้งในสายอุตสาหกรรม อุปกรณ์บริโภคและบริการแพทย์ แม้ว่าเหตุการณ์น้ำท่วมจะส่งผลให้ลูกค้าเลื่อนการส่งมอบบรรจุภัณฑ์แก้ว สายอุตสาหกรรมยังคงรายงานยอดขายเติบโต 11.5% YoY และ 7% QoQ มาอยู่ที่ 4.04 พันล้านบาท หนุนโดย ยอดขายกระป๋องอะลูมิเนียมที่เพิ่มขึ้น 34.9% YoY และ 16.1% QoQ จากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของตลาดเบียร์และเครื่องดื่มในประเทศ

สายเครื่องอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้น 17.5% YoY และ 7.6% QoQ มาอยู่ที่ 2.35 พันล้านบาท หนุนโดยยอดขายจากศูนย์กระจายสินค้าในเวียดนามและผลประกอบการที่ดีขึ้นของธุรกิจขนม กระดาษทิชชู และผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ส่วนตัวมี สำหรับสายผลิตภัณฑ์การแพทย์รายงานยอดขายเติบโตเล็กน้อยทั้ง YoY และ QoQ แม้ว่าอุปสรรคทางการแพทย์ต้องเผชิญกับการเลื่อนการสั่งซื้อจากลูกค้าบางรายในช่วงต้นของไตรมาส

อัตรากำไรก่อนหักภาษีอยู่ที่ 9.07% ลดลงจาก 10.31% ในไตรมาส 3/54 และ 10.05% ในไตรมาส 4/53 เนื่องจากต้นทุนการขนส่ง การเก็บรักษาและการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงเหตุการณ์น้ำท่วม

**แนวโน้ม:** เราคาดว่ากำไรน่าจะยังคงเติบโตต่อเนื่องในไตรมาส 1/55 หนุนโดยอัตรากำไรที่เพิ่มสูงขึ้นหลังจากที่การผลิตกลับเข้าสู่ปกติ ประกอบกับต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง โดยเฉพาะน้ำมันปาล์ม กำไรยังคงมีแนวโน้มเติบโตในระยะยาว หนุนโดยการขยายกิจการเข้าไปในประเทศเพื่อนบ้าน

**การเปลี่ยนแปลง?** เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายตามเดิม

**คำแนะนำ:** BJC เป็นหุ้นอุปโภคบริโภคที่จะได้รับประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ อย่างประเทศไทย เวียดนาม พม่า ลาว และกัมพูชา เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 39.50 บาท

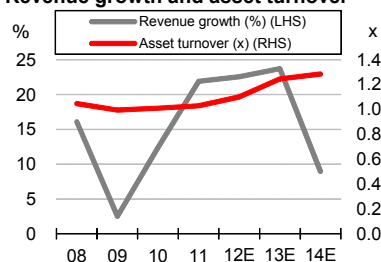
**Figure 1: 4Q11 and FY11 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010
<b>Income Statement</b>							
Revenue	8,233	7,098	16	7,847	5	31,235	25,625
Cost of sales and services	(6,210)	(5,370)	16	(5,843)	6	(23,454)	(19,045)
EBITDA	1,321	1,114	19	1,234		5,094	4,400
SG&A	(1,358)	(1,065)	27	(1,317)	3	(4,826)	(3,831)
EBIT	666	663	0	688	(3)	2,954	2,749
Finance costs	(110)	(73)	52	(97)	14	(348)	(227)
Other income/exp.	80	50	59	121	(34)	359	234
Equity earnings from affiliates	4	11	(62)	18	(76)	46	62
Extra items	30	43	(31)	59	nm	89	43
<b>EBT</b>	<b>636</b>	<b>641</b>	<b>(1)</b>	<b>712</b>	<b>(11)</b>	<b>2,965</b>	<b>2,757</b>
Corporate tax	(78)	(170)	(54)	(180)	(57)	(685)	(668)
Minority interest	(44)	(66)	nm	(59)	nm	(238)	(292)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>548</b>	<b>459</b>	<b>19</b>	<b>550</b>	<b>(0)</b>	<b>2,178</b>	<b>1,901</b>
Reported EPS	0.34	0.29	19	0.35	(0)	1.37	1.20
<b>Core net profit</b>	<b>518</b>	<b>416</b>	<b>24</b>	<b>491</b>	<b>5</b>	<b>2,089</b>	<b>1,858</b>
<b>Key ratios</b>							
Gross margin (%)	24.6	24.3		25.5		24.9	25.7
EBITDA margin (%)	16.0	15.7		15.7		16.3	17.2
EBIT margin (%)	8.1	9.3		8.8		9.5	10.7
SG&A / Revenue (%)	16.5	15.0		16.8		15.5	14.9
Tax rate (%)	12.3	26.5		25.3		23.1	24.2
Net margin (%)	6.7	6.5		7.0		7.0	7.4
Current ratio (x)	1.5	1.3		1.6		1.5	1.3
Gearing ratio (x)	0.8	0.6		0.8		0.8	0.6
Interest coverage (x)	6.0	9.1		7.1		8.5	12.1
<b>Balance Sheet</b>							
Cash & Equivalent	1,828	1,224	49	2,447	(25)		
<b>Total assets</b>	<b>30,243</b>	<b>25,765</b>	<b>17</b>	<b>32,160</b>	<b>(6)</b>		
ST debts & current portion	3,198	4,111	(22)	3,620	(12)		
Long-term debt	7,912	3,965	100	7,948	(0)		
<b>Total liabilities</b>	<b>18,359</b>	<b>13,697</b>	<b>34</b>	<b>18,233</b>	<b>1</b>		
Retained earnings	7,710	6,653	16	7,163	8		
<b>Shareholders equity</b>	<b>12,581</b>	<b>11,415</b>	<b>10</b>	<b>11,994</b>	<b>5</b>		
Minority interests	1,987	1,520	31	1,935	3		
BV (Bt)	9.2	8.1	13	8.8	5		

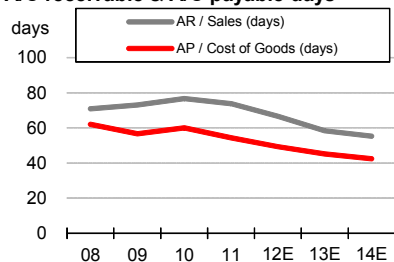
- Revenue growth was driven by better performances across all major business units
- The Industrial supply chain grew 11.5% YoY
- The Consumer supply chain expanded 17.5% YoY
- The Healthcare and Technical supply chains together grew 4.5% YoY

Source: Company data

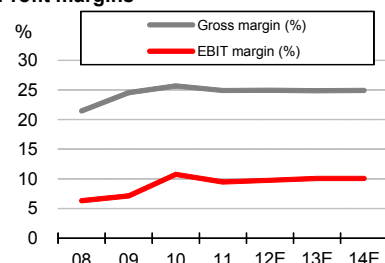
## Revenue growth and asset turnover



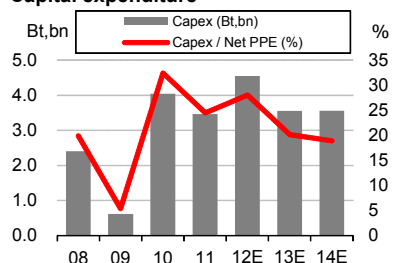
## A/C receivable &amp; A/C payable days



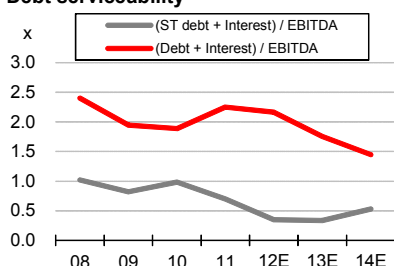
## Profit margins



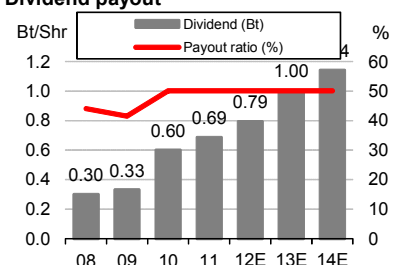
## Capital expenditure



## Debt serviceability



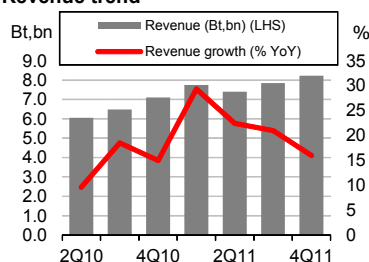
## Dividend payout



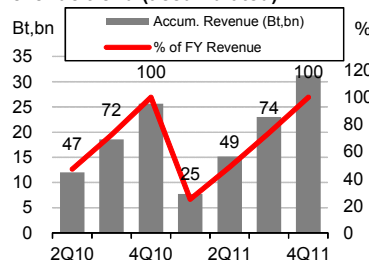
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	25,625	31,235	38,286	47,366	51,609
Cost of sales and services	(19,045)	(23,454)	(28,721)	(35,580)	(38,749)
<b>Gross profit</b>	<b>6,580</b>	<b>7,781</b>	<b>9,565</b>	<b>11,786</b>	<b>12,860</b>
SG&A	(3,831)	(4,826)	(5,834)	(7,025)	(7,652)
<b>EBIT</b>	<b>2,749</b>	<b>2,954</b>	<b>3,731</b>	<b>4,761</b>	<b>5,208</b>
Interest expense	(227)	(348)	(490)	(560)	(539)
Other income/exp.	234	359	383	474	516
<b>EBT</b>	<b>2,757</b>	<b>2,965</b>	<b>3,624</b>	<b>4,674</b>	<b>5,185</b>
Corporate tax	(668)	(685)	(801)	(876)	(923)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>2,089</b>	<b>2,281</b>	<b>2,823</b>	<b>3,798</b>	<b>4,262</b>
Minority interest	(292)	(238)	(382)	(703)	(734)
Equity earnings from affiliates	62	46	72	81	91
Extra items	43	89	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,901</b>	<b>2,178</b>	<b>2,513</b>	<b>3,177</b>	<b>3,619</b>
Reported EPS	1.20	1.37	1.58	2.00	2.28
Fully diluted EPS	1.20	1.37	1.58	2.00	2.28
<b>Core net profit</b>	<b>1,858</b>	<b>2,089</b>	<b>2,513</b>	<b>3,177</b>	<b>3,619</b>
Core EPS	1.17	1.32	1.58	2.00	2.28
<b>EBITDA</b>	<b>4,400</b>	<b>5,094</b>	<b>6,068</b>	<b>7,445</b>	<b>8,176</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	12.4	21.9	22.6	23.7	9.0
Gross margin (%)	25.7	24.9	25.0	24.9	24.9
EBITDA margin (%)	17.2	16.3	15.8	15.7	15.8
Operating margin (%)	11.6	10.6	10.7	11.1	11.1
Net margin (%)	7.4	7.0	6.6	6.7	7.0
Core profit margin (%)	7.3	6.7	6.6	6.7	7.0
ROA (%)	7.5	7.2	7.2	8.4	9.0
ROCE (%)	9.9	9.3	9.2	10.6	11.5
Asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
Current ratio (x)	1.2	1.6	1.9	1.9	1.5
Gearing ratio (x)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.5
Interest coverage (x)	12.1	8.5	7.6	8.5	9.7
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,224</b>	<b>1,828</b>	<b>1,531</b>	<b>1,719</b>	<b>1,708</b>
Accounts receivable	5,390	6,322	6,995	7,580	7,826
Inventory	4,466	5,124	5,817	6,558	6,689
PP&E-net	12,460	14,143	16,208	17,628	18,810
Other assets	4,137	5,509	6,023	5,939	5,859
<b>Total assets</b>	<b>27,677</b>	<b>32,926</b>	<b>36,574</b>	<b>39,424</b>	<b>40,893</b>
Accounts payable	3,132	3,489	3,876	4,399	4,509
ST debts & current portion	4,111	3,198	1,628	1,928	3,795
Long-term debt	3,965	7,912	11,023	10,595	7,500
Other liabilities	3,535	3,760	3,866	4,133	4,404
<b>Total liabilities</b>	<b>14,743</b>	<b>18,359</b>	<b>20,393</b>	<b>21,054</b>	<b>20,208</b>
Paid-up capital	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
Share premium	3,751	3,751	3,751	3,751	3,751
Retained earnings	6,653	7,710	9,133	10,970	12,918
<b>Shareholders' equity</b>	<b>11,415</b>	<b>12,581</b>	<b>14,003</b>	<b>15,841</b>	<b>17,789</b>
Minority interests	1,520	1,987	2,178	2,529	2,896
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>27,677</b>	<b>32,926</b>	<b>36,574</b>	<b>39,424</b>	<b>40,893</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	1,901	2,178	2,513	3,177	3,619
Depreciation and amortization	1,416	1,781	1,954	2,210	2,452
Change in working capital	377	(1,078)	(978)	(803)	(267)
FX, non-cash adjustment & others	764	275	799	1,182	1,182
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>4,458</b>	<b>3,155</b>	<b>4,289</b>	<b>5,766</b>	<b>6,986</b>
Capex (Invest)/Divest	(4,042)	(3,463)	(4,545)	(3,551)	(3,558)
Others	95	90	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(3,946)</b>	<b>(3,373)</b>	<b>(4,545)</b>	<b>(3,551)</b>	<b>(3,558)</b>
Debt financing (repayment)	766	2,034	1,051	(688)	(1,767)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(809)	(1,146)	(1,091)	(1,339)	(1,671)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(43)</b>	<b>889</b>	<b>(40)</b>	<b>(2,027)</b>	<b>(3,439)</b>
Net change in cash	469	670	(296)	188	(11)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>417</b>	<b>(308)</b>	<b>(256)</b>	<b>2,215</b>	<b>3,428</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.26</b>	<b>(0.19)</b>	<b>(0.16)</b>	<b>1.39</b>	<b>2.16</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

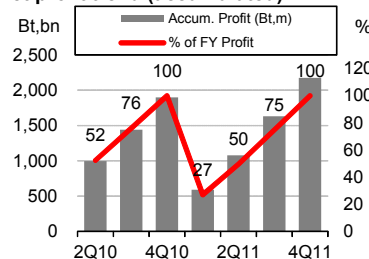
## Revenue trend



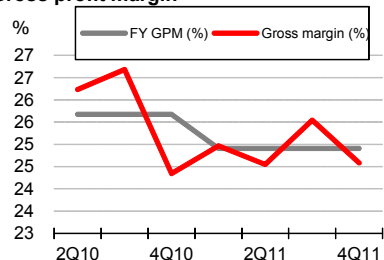
## Revenue trend (accumulated)



## Net profit trend (accumulated)



## Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)					
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Revenue	7,098	7,746	7,407	7,847	8,233
Cost of sales and services	(5,370)	(5,812)	(5,589)	(5,843)	(6,210)
<b>Gross profit</b>	<b>1,728</b>	<b>1,934</b>	<b>1,818</b>	<b>2,005</b>	<b>2,024</b>
SG&A	(1,065)	(1,088)	(1,064)	(1,317)	(1,358)
<b>EBIT</b>	<b>663</b>	<b>846</b>	<b>755</b>	<b>688</b>	<b>666</b>
Interest expense	(73)	(72)	(69)	(97)	(110)
Other income/exp.	50	93	64	121	80
<b>EBT</b>	<b>641</b>	<b>867</b>	<b>751</b>	<b>712</b>	<b>636</b>
Corporate tax	(170)	(225)	(201)	(180)	(78)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>471</b>	<b>641</b>	<b>550</b>	<b>532</b>	<b>558</b>
Minority interest	(66)	(65)	(70)	(59)	(44)
Equity earnings from affiliates	11	12	11	18	4
Extra items	43	0	0	59	30
<b>Net profit (loss)</b>	<b>459</b>	<b>589</b>	<b>491</b>	<b>550</b>	<b>548</b>
Reported EPS	0.29	0.37	0.31	0.35	0.34
Fully diluted EPS	0.29	0.37	0.31	0.35	0.34
<b>Core net profit</b>	<b>416</b>	<b>589</b>	<b>491</b>	<b>491</b>	<b>518</b>
Core EPS	0.26	0.37	0.31	0.31	0.33
<b>EBITDA</b>	<b>1,114</b>	<b>1,324</b>	<b>1,215</b>	<b>1,234</b>	<b>1,321</b>
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	24.3	25.0	24.5	25.5	24.6
EBITDA margin (%)	15.7	17.1	16.4	15.7	16.0
Operating margin (%)	9.3	10.9	10.2	8.8	8.1
Net margin (%)	6.5	7.6	6.6	7.0	6.7
Core profit margin (%)	5.9	7.6	6.6	6.3	6.3
BV (Bt)	8.14	8.25	8.57	8.77	9.17
ROE (%)	16.4	20.2	16.5	18.5	17.8
ROA (%)	7.0	8.7	6.9	7.2	7.0
Current ratio (x)	1.3	1.3	1.7	1.6	1.5
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
Interest coverage (x)	9.1	11.7	11.0	7.1	6.0
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,224</b>	<b>1,268</b>	<b>1,378</b>	<b>2,447</b>	<b>1,828</b>
Accounts receivable	5,390	5,847	5,513	5,494	6,322
Inventory	4,466	4,615	4,914	5,321	5,124
PP&E-net	12,460	12,381	12,930	13,763	14,143
Other assets	2,225	4,011	4,102	5,134	2,826
<b>Total assets</b>	<b>25,765</b>	<b>28,122</b>	<b>28,837</b>	<b>32,160</b>	<b>30,243</b>
Accounts payable	3,132	3,429	3,107	3,200	3,489
ST debts & current portion	4,111	3,869	1,803	3,620	3,198
Long-term debt	3,965	3,979	6,640	7,948	7,912
Other liabilities	2,489	3,749	3,682	3,464	3,760
<b>Total liabilities</b>	<b>13,697</b>	<b>15,026</b>	<b>15,232</b>	<b>18,233</b>	<b>18,359</b>
Paid-up capital	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
Share premium	3,751	3,751	3,751	3,751	3,751
Retained earnings	6,653	7,102	7,057	7,163	7,710
<b>Shareholders equity</b>	<b>11,415</b>	<b>11,866</b>	<b>11,853</b>	<b>11,994</b>	<b>12,581</b>
Minority interests	1,520	1,230	1,752	1,935	1,987
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>26,631</b>	<b>28,122</b>	<b>28,837</b>	<b>32,161</b>	<b>32,926</b>

Sources: Company data, Bualuang Research

## BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.