

ออฟฟิศเมท OFM TB/OFM.BK

14 มิถุนายน 2556

กลับมาเติบโตแข็งแกร่งในไตรมาส 2/56

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้มกำไรในระยะยาวของ OFM ยังคงสดใสแม้จะชะลอตัวในไตรมาส 1/56 เราคาดผลประโยชน์รวมในการควบรวมกิจการระหว่างออฟฟิศเมทและออฟฟิศคลับจะเริ่มในไตรมาส 2/56 ในขณะที่ธุรกิจออนไลน์ ซึ่งจะเปิดตัวในไตรมาส 3/56 จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว แม้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2556 ลง 10% และราคาเป้าหมายของเรา ณ สิ้นปี 2556 ลงเป็น 75 บาท จากเดิม 82 บาท เพื่อสะท้อนปัญหาในการควบรวมกิจการซึ่งทำให้ผลประกอบการชะลอตัวในไตรมาส 1/56 แต่อัปเดตต่อราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่สูงถึง 26% ทำให้เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** สำหรับ OFM

ปัญหาได้รับการแก้ไข ผลประกอบการดีขึ้นในอัตรากำไร

คุณวรวิทย์ อุณใจ กล่าวในที่ประชุมว่าปัญหาในการควบรวมออฟฟิศเมทและออฟฟิศคลับ ซึ่งกีดกันผลประกอบการไตรมาส 1/56 ได้รับการแก้ไขแล้วและการดำเนินงานได้กลับมาปกติตั้งแต่เดือนเม.ย. ทั้งนี้การย้ายแคตตาล็อกของออฟฟิศคลับไปยังออฟฟิศเมททำให้คอลเซ็นเตอร์และระบบขนส่งมีปัญหา ซึ่งทำให้ยอดขายขยายตัวได้เพียง 6.3% YOY (ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทมากกว่า 20%) รวมถึงกีดกันอัตรากำไรในไตรมาส อัตรากำไรเรียกเข้าที่ไม่ได้รับการตอบรับเพิ่มขึ้นเป็น 9-10% จากเดิม 2% โดยทำให้โอกาสในการขายหายไป 20-30 บาทต่อเดือน อัตรากำไรในการส่งสินค้าตรงเวลาลดลงเป็น 92-93% จากเดิม 99% ซึ่งทำให้ต้นทุนสูงขึ้นกว่าเดิม

อัตรากำไรมีแนวโน้มเริ่มขยายตัวในไตรมาส 2/56 เป็นต้นไป

ผลประโยชน์จากการรวมค่าส่งซื้อของออฟฟิศเมทและออฟฟิศคลับมีแนวโน้มเริ่มดีขึ้นในไตรมาส 2/56 โดย OFM คาดว่าจะได้รับส่วนลดจาก Supplier เพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/56 เป็นต้นไป ซึ่งจะหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 200 bps นอกจากนี้อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง จากการเพิ่มสัดส่วนสินค้า private label มากขึ้น OFM ตั้งเป้าในการเพิ่มสัดส่วนของ house brands ในสัดส่วนยอดขายของออฟฟิศเมทจากปัจจุบัน 12-13% เป็น 16% ในปี 2556 และเป็น 20% ในระยะยาว สำหรับบีทูเอสตั้งเป้าในการขยาย private labels ในสัดส่วนยอดขายเป็น 15-20% จากปัจจุบันเพียง 2-3%

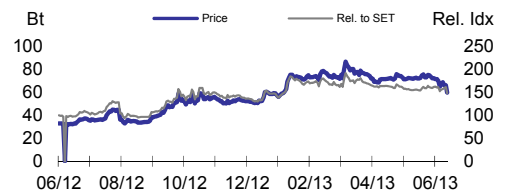
เตรียมเปิดตัวเว็บไซต์ e-commerce ในไตรมาส 3/56

เว็บไซต์ e-commerce ได้เลื่อนไปเปิดตัวในไตรมาส 3/56 เนื่องจากความซับซ้อนของการรวมทุกธุรกิจของกลุ่มเซ็นทรัล รวมถึงบริษัทต้องการมั่นใจว่าทุกระบบจะสามารถดำเนินงานได้ดีก่อนที่จะเปิดตัว ทั้งนี้ OFM ตั้งเป้ายอดขายออนไลน์ 4-5 พันล้านบาทภายใน 3 ปีข้างหน้า ซึ่งเราเชื่อว่ามีแนวโน้มไปได้ค่อนข้างสูงเนื่องจากกลุ่มเซ็นทรัลมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่โดยมีสมาชิกมากกว่า 10 ล้านคน อย่างไรก็ตามเราไม่คาดว่าจะได้กำไรจากธุรกิจออนไลน์ในช่วง 2-3 ปีแรกเนื่องจากมีค่าใช้จ่ายในการตลาดสูง

Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 75.00 บาท
ราคา (13/06/13): 59.50 บาท

Price chart

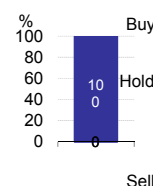


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.2)	(15.7)	62.8
Absolute	(16.8)	(27.2)	84.5

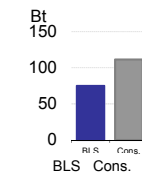
Key statistics

Market cap	Bt19.0bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt29.5/Bt87.8	
12-mth avg daily volume	Bt34m	USD1.1m
# of shares (m)	320	
Est. free float (%)	31.5	
Foreign limit (%)	25.0	

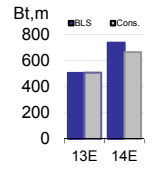
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	6,684	9,329	12,589	16,399
Net profit (Btm)	287	506	737	966
EPS (Bt)	0.90	1.58	2.30	3.02
EPS growth (%)	+137%	+76.1%	+45.8%	+31.1%
Core profit (Btm)	306	506	737	966
Core EPS (Bt)	0.96	1.58	2.30	3.02
Core EPS growth (%)	+153%	+65.2%	+45.8%	+31.1%
PER (x)	51.2	37.7	25.8	19.7
PBV (x)	3.5	4.2	3.8	3.4
Dividend (Bt)	0.5	0.8	1.2	1.5
Dividend yield (%)	1.0	1.3	1.9	2.5
ROE (%)	10.3	11.5	15.3	18.0

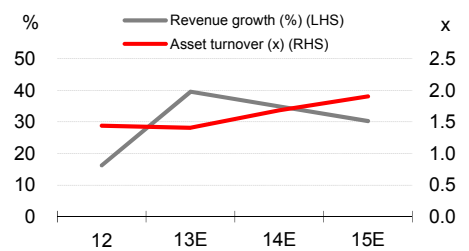
CG rating


ไชยธร ศรีเจริญ, CFA
+66 2 618 1000

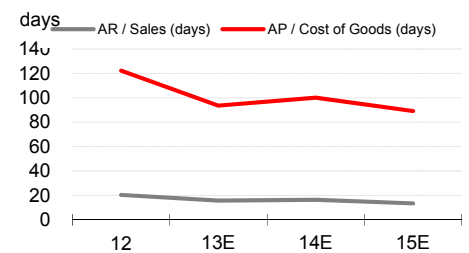
OFM : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	5,747	6,684	9,329	12,589	16,399
Cost of sales and services	(4,434)	(5,131)	(7,057)	(9,471)	(12,329)
Gross profit	1,314	1,553	2,272	3,118	4,070
SG&A	(1,417)	(1,635)	(2,171)	(2,845)	(3,641)
EBIT	262	415	653	947	1,239
Interest expense	(6)	(4)	0	0	0
Other income/exp.	366	496	552	673	809
EBT	256	411	653	947	1,239
Corporate tax	(112)	(92)	(147)	(210)	(272)
After-tax net profit (loss)	144	319	506	737	966
Minority interest	(0)	(0)	0	0	0
Equity earnings from affiliates	(23)	(13)	0	0	0
Extra items	0	(19)	0	0	0
Net profit (loss)	121	287	506	737	966
Reported EPS	0.38	0.90	1.58	2.30	3.02
Fully diluted EPS	0.38	0.90	1.58	2.30	3.02
Core net profit	121	306	506	737	966
Core EPS	0.38	0.96	1.58	2.30	3.02
EBITDA	361	556	808	1,111	1,426
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(14.3)	16.3	39.6	34.9	30.3
Gross margin (%)	22.9	23.2	24.3	24.8	24.8
EBITDA margin (%)	n.a.	8.3	8.7	8.8	8.7
Operating margin (%)	10.9	13.6	12.9	12.9	12.5
Net margin (%)	2.1	4.3	5.4	5.9	5.9
Core profit margin (%)	2.1	4.6	5.4	5.9	5.9
ROA (%)	8.4	6.2	7.6	9.9	11.2
ROCE (%)	17.0	10.1	11.5	15.3	18.0
Asset turnover (x)	4.0	1.4	1.4	1.7	1.9
Current ratio (x)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.3
Gearing ratio (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	64.1	140.4	n.m.	n.m.	n.m.
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	377	722	653	961	1,149
Accounts receivable	217	375	403	566	606
Inventory	871	1,266	1,423	2,021	2,462
PP&E-net	284	564	894	1,095	1,438
Other assets	1,133	3,479	3,460	3,460	3,460
Total assets	2,881	6,405	6,833	8,103	9,114
Accounts payable	1,379	1,719	1,810	2,595	3,009
ST debts & current portion	105	2	0	0	0
Long-term debt	0	4	0	0	0
Other liabilities	81	442	442	442	442
Total liabilities	1,565	2,167	2,252	3,038	3,451
Paid-up capital	1,332	320	320	320	320
Share premium	0	4,012	4,012	4,012	4,012
Retained earnings	(16)	(93)	249	733	1,331
Shareholders equity	1,316	4,239	4,581	5,065	5,663
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	2,881	6,405	6,833	8,103	9,114
CASH FLOW (Btm)					
Net income	121	287	506	737	966
Depreciation and amortization	100	142	155	164	187
Change in working capital	(114)	47	(95)	24	(68)
FX, non-cash adjustment & others	167	(75)	0	0	0
Cash flows from operating activities	274	401	566	926	1,086
Capex (Invest)/Divest	(134)	(202)	(485)	(365)	(530)
Others	(727)	570	0	0	0
Cash flows from investing activities	(861)	368	(485)	(365)	(530)
Debt financing (repayment)	(1)	(104)	(5)	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	0	(387)	(144)	(253)	(368)
Others	(727)	570	0	0	0
Cash flows from financing activities	(1)	(492)	(149)	(253)	(368)
Net change in cash	(587)	277	(68)	308	188
Free cash flow (Btm)	141	199	81	561	556
FCF per share (Bt)	0.4	0.6	0.3	1.8	1.7
Key Assumptions					
Office Mate stores	n.a.	42	50	58	66
B2S stores	n.a.	89	100	110	120
% of online sales/CRC sales	n.a.	n.a.	0.1%	0.5%	1.1%
HB mix (office supply)	n.a.	13.3%	15.9%	17.4%	18.9%

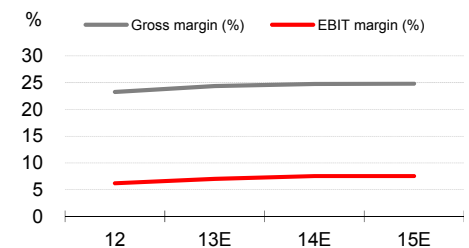
Revenue growth and asset turnover



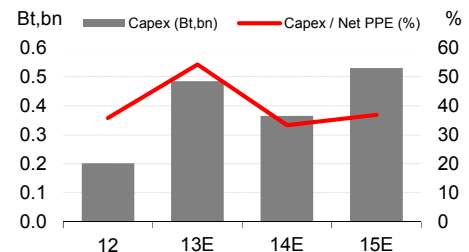
A/C receivable & A/C payable days



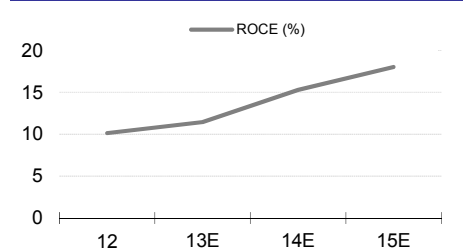
Profit margins



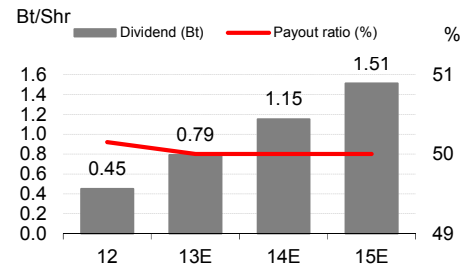
Capital expenditure



ROCE



Dividend payout



OFM : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Revenue	1,611	n.a.	n.a.	n.a.	2,124
Cost of sales and services	(1,270)	n.a.	n.a.	n.a.	(1,659)
Gross profit	341	n.a.	n.a.	n.a.	465
SG&A	(354)	n.a.	n.a.	n.a.	(494)
EBIT	(13)	n.a.	n.a.	n.a.	(29)
Interest expense	(1)	n.a.	n.a.	n.a.	(0)
Other income/exp.	142	n.a.	n.a.	n.a.	160
EBT	127	n.a.	n.a.	n.a.	131
Corporate tax	(30)	n.a.	n.a.	n.a.	(28)
After-tax net profit (loss)	97	n.a.	n.a.	n.a.	103
Minority interest	0	n.a.	n.a.	n.a.	0
Equity earnings from affiliates	(3)	n.a.	n.a.	n.a.	0
Extra items	0	n.a.	n.a.	n.a.	0
Net profit (loss)	94	n.a.	n.a.	n.a.	103
Reported EPS	0.29	n.a.	n.a.	n.a.	0.32
Fully diluted EPS	0.29	n.a.	n.a.	n.a.	0.32
Core net profit	94	n.a.	n.a.	n.a.	103
Core EPS	0.29	n.a.	n.a.	n.a.	0.32
EBITDA	134	n.a.	n.a.	n.a.	131

KEY RATIOS

Gross margin (%)	21.2	n.a.	n.a.	n.a.	21.9
EBITDA margin (%)	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	6.2
Operating margin (%)	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	6.2
Net margin (%)	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	4.8
Core profit margin (%)	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	4.8
BV (Bt)	n.a.	n.a.	n.a.	13.2	13.6
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.6
ROA (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.4
Current ratio (x)	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	1.2
Gearing ratio (x)	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0
Interest coverage (x)	90.6	n.a.	n.a.	n.a.	1,485.3

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	n.a.	n.a.	n.a.	722	656
Accounts receivable	n.a.	n.a.	n.a.	375	388
Inventory	n.a.	n.a.	n.a.	1,266	1,278
PP&E-net	n.a.	n.a.	n.a.	564	566
Other assets	n.a.	n.a.	n.a.	3,479	3,486
Total assets	n.a.	n.a.	n.a.	6,405	6,372
Accounts payable	n.a.	n.a.	n.a.	1,719	1,632
ST debts & current portion	n.a.	n.a.	n.a.	2	2
Long-term debt	n.a.	n.a.	n.a.	4	3
Other liabilities	n.a.	n.a.	n.a.	442	394
Total liabilities	n.a.	n.a.	n.a.	2,167	2,031
Paid-up capital	n.a.	n.a.	n.a.	320	320
Share premium	n.a.	n.a.	n.a.	4,012	4,012
Retained earnings	n.a.	n.a.	n.a.	(93)	10
Shareholders equity	n.a.	n.a.	n.a.	4,239	4,341
Minority interests	n.a.	n.a.	n.a.	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	n.a.	n.a.	n.a.	6,405	6,372

Key Statistics

Office Mate stores	0	0	0	43	45
B2S stores	0	0	0	89	91

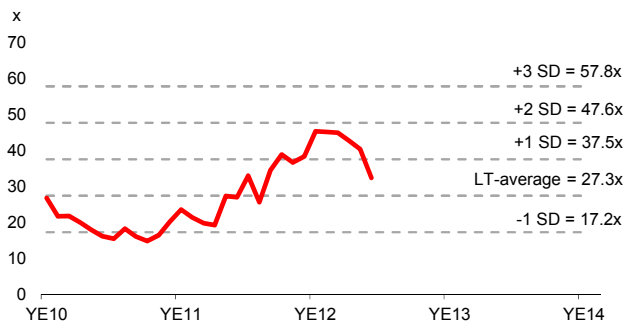
Company profile

Office Mate (OFM) is a nationwide distributor of stationary and office equipment via online catalogs, through a Call Center, corporate online systems (e-Procurement and e-Commerce) and bricks & mortar shops across the country. Delivery is free with a minimum purchase of Bt499.

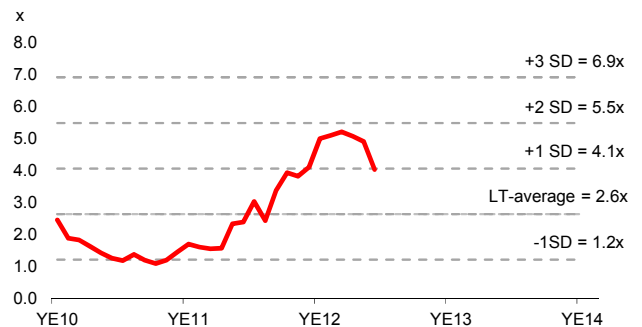
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY5.6	6,704	18.8	14.6	-20.5	30.1	14	13
Huiyin Household Appliances	1280 HK	HKD0.2	33	4.9	n.a.	-18.5	n.a.	0.2	n.a.
Walmart Stores Inc	1025 HK	HKD14.4	2,376	20.5	17.9	16.4	14.6	3.8	3.3
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD3.3	1,184	8.8	8.2	-17	10.1	12	11
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY7,730.0	4,681	116	113	19	3.3	18	16
Lawson Inc	2651 JT	JPY6,930.0	7,355	18.9	17.4	10.3	8.9	2.8	2.7
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY3,215.0	30,158	16.3	15.0	26.3	8.4	14	13
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.1	10,685	17.8	14.7	-14.6	25.1	0.8	0.8
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP15.5	6,280	22.7	19.9	13.0	14.9	3.4	3.1
Home Depot	HD US	USD76.5	111,795	210	180	20.2	16.5	7.1	7.2
Costco whole sale corp	COST US	USD110.9	48,420	24.3	22.0	17.5	8.5	4.3	3.8
Carrefour	CA FP	EUR214	20,648	15.1	13.1	-23.6	16.4	18	17
Home Product Center	HMPROT TB	THB13.50	3,605	29.1	23.2	42.6	25.6	9.0	7.5
Big C Supercenter	BIGC TB	THB19100	5,119	29.3	25.8	16.0	13.6	4.6	4.1
Beauty Community	BEAUTY TB	THB23.20	226	29.3	21.4	36.8	37.0	6.2	5.3
Karmarts	KAMART TB	THB7.20	140	213	15.2	33.0	40.0	6.8	5.8
Berli Jucker	BJC TB	THB5125	2,648	29.3	25.8	16.0	13.6	4.6	4.1
C.P. All	CPALL TB	THB40.50	11,820	28.1	23.4	17.7	19.9	11.5	9.5
Central Pattana	CPN TB	THB44.00	6,416	32.5	26.3	-4.5	23.3	5.2	4.6
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB66.00	2,382	311	24.1	14.4	29.0	5.9	5.0
Officemate	OFM TB	THB59.50	619	37.7	25.8	76.1	45.8	4.2	3.8
Siam Makro	MAKRO TB	THB774.00	6,035	42.6	34.3	22.7	24.0	15.6	14.0
Simple average				23.2	19.9	9.0	20.4	4.7	4.4

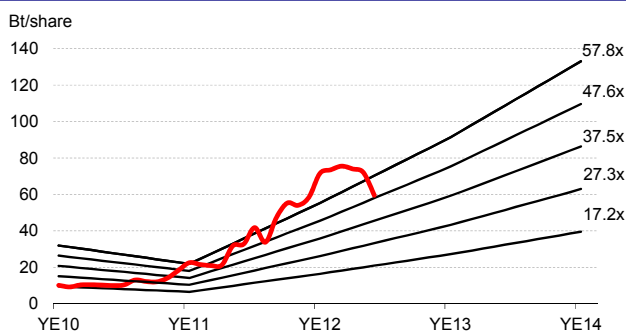
PER band versus SD



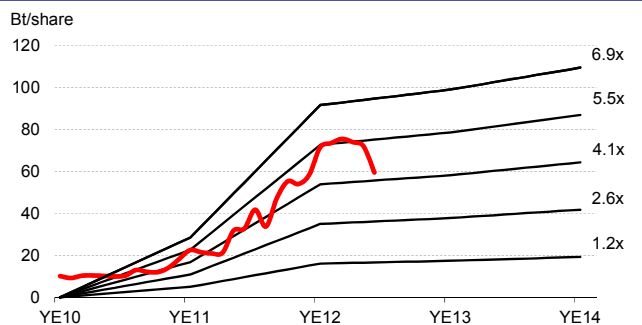
PBV band versus SD



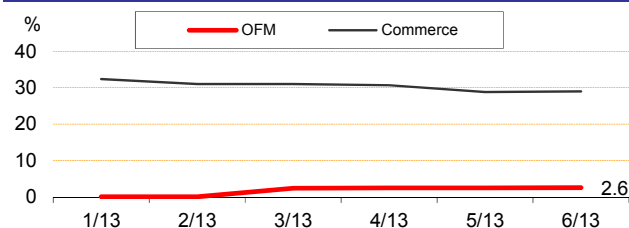
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding



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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Joint lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		MONO, CKP

Score Range

- 90 – 100
- 80 – 89
- 70 – 79
- 60 – 69
- 50 – 59
- Below 50

Score Range



Description

- Excellent
- Very Good
- Good
- Satisfactory
- Pass
- N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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 based 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.

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.