

# Home Product Center

(HMPRO.BK/HMPRO TB) \*

## Outperform-Maintained

Price as of 17 Jul 2017	9.25
12M target price (Bt/shr)	12.00
Unchanged/Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	29.7

### Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ HMPRO ใน 2Q60 จะอยู่ที่ 1.10 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 11% YoY และ 5% QoQ โดยคาดว่า SSSG จะลดลงเหลือ -3.5% ซึ่งเป็นผลมาจากสาขาต่างจังหวัด (ซึ่งคาดว่า SSSG จะอยู่ที่ -4% ถึง -5%) ในขณะที่คาดว่า SSSG ของห้างในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑลจะอยู่ที่ -1% ถึง -2% อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการบริโภคที่ดูสดใสและอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น (จากการเพิ่มสินค้า private brand) ก็ น่าจะช่วยหนุนผลการดำเนินงานให้ดีขึ้นใน 2H60 เรายังคง แนะนำให้ซื้อ และคงราคาเป้าหมายปี 2560 ที่ 12บาท

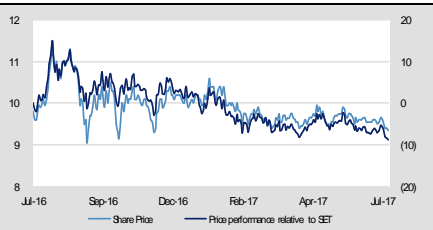
### Trading data

Mkt cap (Bbn/US\$m)	123/3464
Outstanding shares (mn)	13,151
Foreign ownership (mn)	1,450.6
3M avg. daily trading (mn)	21.5
52-week trading range (Bt)	9.1-11.5
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	-2.1 -11.8 -3.6
Relative	-1.4 -12 -8.8

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2015	0.06	0.06	0.06	0.09
2016	0.07	0.08	0.07	0.10
2017	0.08	n.a.	n.a.	n.a.

### Share price chart



Source: SET

Voranart Meethavorn  
66.2658.8888 Ext.8856  
voranartm@kgi.co.th

## ประมาณการ 2Q60: กำไรโตเล็กน้อย

### Event

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ HMPRO ใน 2Q60 จะอยู่ที่ 1.10 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 11% YoY และ 5% QoQ โดยคาดว่า Same-store-sale growth (SSSG) จะติดลบเพิ่มขึ้นจาก 1Q60 ตามการบริโภคที่อ่อนแอในเดือนเมษายนและมิถุนายน แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น และยอดขายจะดีขึ้นจากการเปิดห้างใหม่ที่น่าจะช่วยรักษาการเติบโตของกำไรเอาไว้ได้

### Impact

#### คาดว่าจะยอดขายจะโตเล็กน้อย YoY และ QoQ

เราคาดว่ายอดขายใน 2Q60 จะอยู่ที่ 1.51 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นแค่ 3% YoY และ 6% QoQ โดยเราคาดว่า SSSG จะติดลบหนักขึ้นที่ -3.5% (จาก 1Q60 ที่ -2.5% และ 2Q59 ที่ 3.7%) ซึ่งเป็นผลมาจากสาขาต่างจังหวัดซึ่งคาดว่า SSSG น่าจะอ่อนแออยู่ที่ -4% ถึง -5% จาก -3.0% ใน 1Q60 ในขณะที่เดียวกัน SSSG ของห้างในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑลมีแนวโน้มลดลงด้วยเหลือ -1% ถึง -2% จาก -1.0% ใน 1Q60 อย่างไรก็ตาม ยอดขายของสาขาใหม่ที่น่าจะช่วยชดเชย SSSG ได้และทำให้ยอดขายโตได้เล็กน้อย ทั้งนี้ ในปลาย 2Q60 HMPRO มีจำนวนร้านทั้งหมด 95 สาขา (HomePro 83 สาขา และ MegaHome 11 สาขา) เพิ่มขึ้นจาก 86 สาขาใน 2Q59 และ 93 สาขาใน 1Q60 (+9 สาขา YoY; +2 สาขา QoQ)

#### สินค้า Private brand จะช่วยหนุนอัตรากำไรขั้นต้น

เราประเมินว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น 70bps YoY และ 10bps QoQ เป็น 26.1% เนื่องจากมียอดขายสินค้า private brand เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่าสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ต่อยอดขายรวมของ HMPRO ใน 2Q60 จะทรงตัวอยู่ที่ 19% แต่อัตรากำไรของสินค้า private brand อาจจะช่วยเพิ่มขึ้นจากการที่บริษัทดำเนินโครงการปรับปรุงคุณภาพสินค้าภายใต้ธีมจาก “ดี” เป็น “ดีกว่า” ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถกำหนดราคาขายเพิ่มขึ้นได้ในขณะที่ยังคงคุมต้นทุนอยู่ และจะทำให้สามารถบรรลุเป้าหมายที่จะเพิ่มสัดส่วนสินค้า private brand ต่อยอดขายเป็น 20% ในปี 2560

#### คาดว่าธุรกิจจะแข็งแกร่งใน 2H60

เราคาดว่า SSSG น่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H60 ตามแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และจำนวนที่อยู่อาศัยจะเพิ่มขึ้นใหม่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นก็น่าจะช่วยหนุนให้ชนชั้นกลางมีการจับจ่ายใช้สอยเพื่อซื้อสินค้าสำหรับใช้งานภายในบ้านมากขึ้น ทั้งนี้ จากแนวโน้มที่เป็นบวกของภาคอสังหาริมทรัพย์ใน 2H60 เราเชื่อว่า HMPRO น่าจะได้านิสงค์จากแนวโน้มที่สดใสขึ้น ซึ่งจากข้อมูลในอดีตพบว่าราคาหุ้น HMPRO มีสหสัมพันธ์กับดัชนีกลุ่มอสังหาริมทรัพย์สูงถึง 70%

### Valuation & Action

เรายังคงแนะนำให้ซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2560 ที่ 12.00 บาท เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับลดลงมาในช่วงนี้จะเป็นผลมาจาก SSSG ที่ติดลบหนักขึ้น และผลประกอบการที่ไม่แน่นอนแต่อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการบริโภคที่ดูสดใส และ margin ที่เพิ่มขึ้นก็น่าจะช่วยหนุนผลการดำเนินงานให้ดีขึ้นใน 2H60 ในขณะที่ราคาปิดล่าสุดยังมี upside ถึงราคาเป้าหมายของเรามากถึง 29.7%

### Risks

เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด

### Key financials and valuations

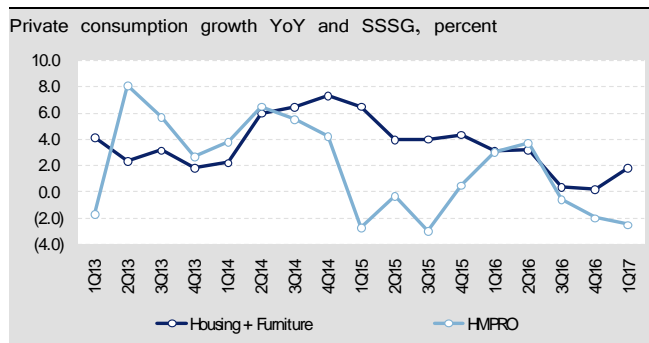
	Dec - 15A	Dec - 16A	Dec - 17F	Dec - 18F	Dec - 19F
Revenue (Btmn)	52,522	56,938	61,386	67,736	75,494
Gross Profit (Btmn)	13,513	14,524	15,719	17,413	19,446
EBIT (Btmn)	4,960	5,599	6,259	6,859	8,287
Net Profit (Btmn)	3,499	4,125	4,572	5,066	6,090
Normalized Profit (Btmn)	3,499	4,125	4,572	5,066	6,090
EPS (Bt)	0.27	0.31	0.35	0.39	0.46
DPS (Bt)	0.25	0.27	0.30	0.33	0.39
EPS Growth (%)	(1.0)	17.9	10.8	10.8	20.2
P/E (X)	25.6	32.5	27.9	25.2	20.9
P/B (X)	5.3	7.7	7.0	6.8	6.4
EV/EBITDA (X)	18.1	16.5	20.2	18.0	14.8
Net Debt to Equity (%)	69.1	75.2	88.6	77.7	67.4
Dividend Yield (%)	3.7	2.6	3.1	3.4	4.1
Return on Average Equity (%)	20.7	23.6	25.2	26.8	30.8

Source: Company data, KGI Research

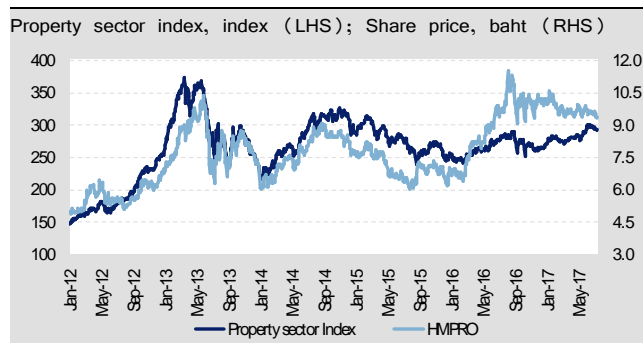
**Figure 1: 2Q17 earnings preview**

Bt mn	2Q17F	2Q16	YoY (%)	1Q17	QoQ (%)
Revenue	15,096	14,626	3.2	14,271	5.8
Gross Profit	3,940	3,715	6.0	3,711	6.2
SG&A	3,480	3,345	4.0	3,301	5.4
Operating Profit	1,502	1,379	8.9	1,405	6.8
Operating EBITDA	2,269	2,100	8.0	2,171	4.5
Pre-tax Profit	1,376	1,249	10.1	1,295	6.2
Current taxation	(275)	(259)	6.4	(249)	10.4
<b>Net Profit</b>	<b>1,101</b>	<b>991</b>	<b>11.1</b>	<b>1,046</b>	<b>5.2</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,101</b>	<b>991</b>	<b>11.1</b>	<b>1,046</b>	<b>5.2</b>
EPS (Bt)	0.08	0.08	11.1	0.08	5.2
Normalized EPS (Bt)	0.08	0.08	11.1	0.08	5.2
Percent	2Q17F	2Q16	YoY (ppts)	1Q17	QoQ (ppts)
Gross margin	26.1	25.4	0.7	26.0	0.1
EBIT margin	9.9	9.4	0.5	9.8	0.1
SG&A/sales	23.1	22.9	0.2	23.1	(0.1)

Source: Company data, KGI Research

**Figure 2: SSSG to recover following housing consumption**


Source: NESDB, Company data, KGI Research

**Figure 3: 70% correlation with property sector**


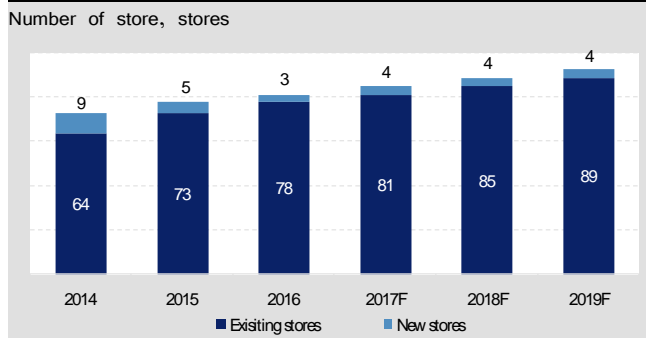
Source: Bloomberg, Company data, KGI Research

**Figure 4: Company profile**

Home Product Center (HMPRO) operates a retail business in the home improvement segment selling goods and providing a complete range of services related to construction, addition, refurbishment, renovation, improvement of buildings, houses, and residential places through One Stop Shopping HomeCenter under the trade names HomePro and MegaHome which are the company's trademarks. As of 2016, the company has 82 stores in traditional format; 24 stores in Bangkok, 2 store in Malaysia and the remaining 56 stores upcountry and 11 stores in MegaHome format.

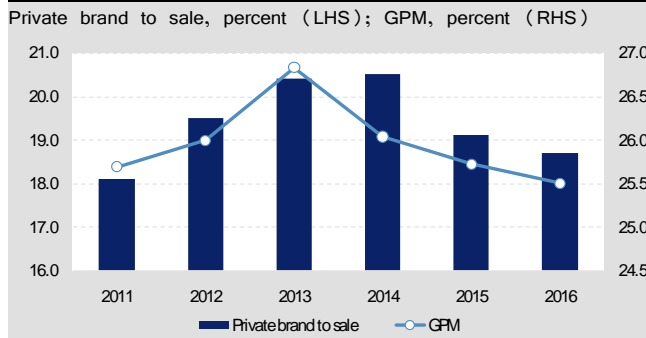
Source: Company data

**Figure 6: Expansion is ongoing**



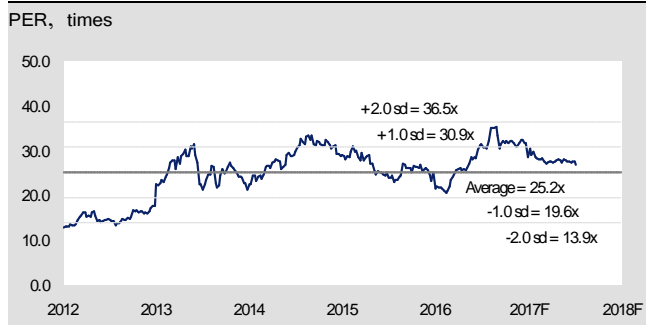
Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: Private brand to drive margin growth**



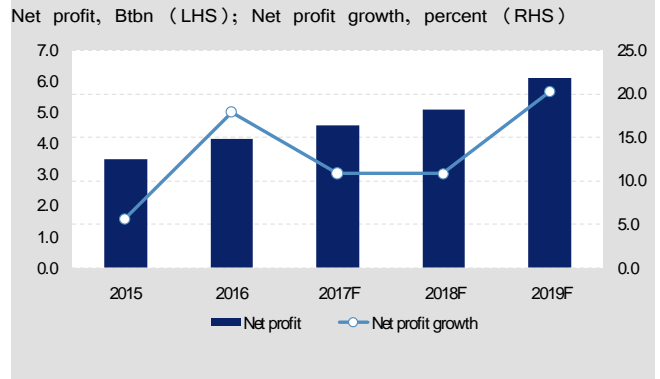
Source: Company data, KGI Research

**Figure 10: Company's PER**



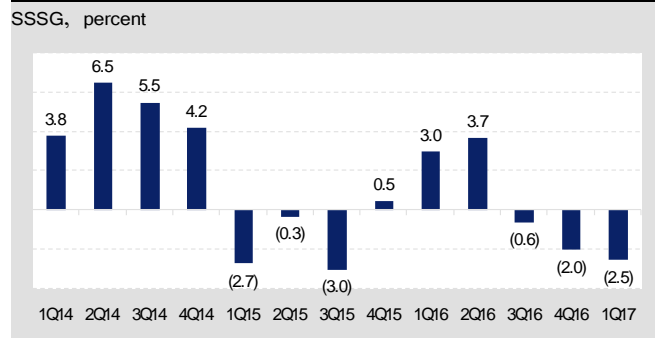
Source: KGI Research

**Figure 5: Upward trend of earnings**



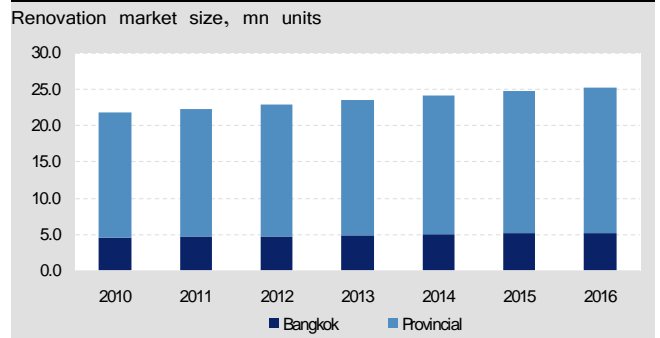
Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: Expect better SSSG in 2H17**



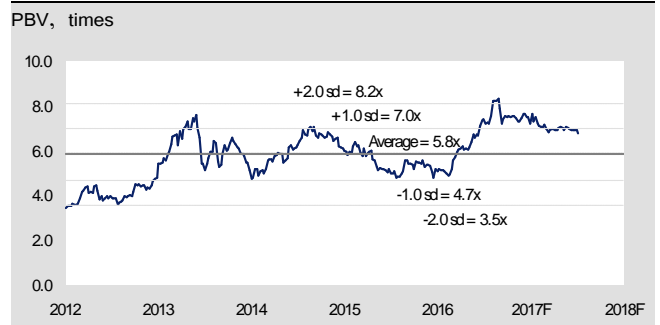
Source: Company data, KGI Research

**Figure 9: 75% of customers come from renovation market**



Source: Department of Provincial Administration, Company data, KGI Research

**Figure 11: Company's PBV**



Source: KGI Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>													
Revenue	11,078	12,024	11,898	12,964	12,280	13,255	12,883	14,094	13,632	14,626	13,816	14,854	14,271
Cost of Goods Sold	(8,191)	(8,850)	(8,779)	(9,652)	(9,106)	(9,868)	(9,548)	(10,479)	(10,219)	(10,911)	(10,307)	(10,967)	(10,559)
<b>Gross Profit</b>	<b>2,887</b>	<b>3,173</b>	<b>3,119</b>	<b>3,312</b>	<b>3,174</b>	<b>3,387</b>	<b>3,336</b>	<b>3,616</b>	<b>3,413</b>	<b>3,715</b>	<b>3,509</b>	<b>3,887</b>	<b>3,711</b>
Operating Expenses	(2,596)	(2,835)	(2,724)	(2,904)	(2,931)	(3,071)	(3,041)	(3,217)	(3,182)	(3,345)	(3,167)	(3,436)	(3,301)
Other incomes	723	763	707	991	810	863	858	1,176	980	1,009	990	1,225	995
<b>Operating Profit</b>	<b>1,014</b>	<b>1,102</b>	<b>1,102</b>	<b>1,400</b>	<b>1,054</b>	<b>1,179</b>	<b>1,153</b>	<b>1,574</b>	<b>1,211</b>	<b>1,379</b>	<b>1,333</b>	<b>1,675</b>	<b>1,405</b>
Depreciation of fixed assets	(511)	(554)	(566)	(634)	(632)	(633)	(634)	(820)	(709)	(721)	(729)	(746)	(766)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,525</b>	<b>1,656</b>	<b>1,667</b>	<b>2,034</b>	<b>1,686</b>	<b>1,812</b>	<b>1,788</b>	<b>2,395</b>	<b>1,920</b>	<b>2,100</b>	<b>2,062</b>	<b>2,422</b>	<b>2,171</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	2
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(101)</b>	<b>(106)</b>	<b>(128)</b>	<b>(131)</b>	<b>(136)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>	<b>(127)</b>	<b>(118)</b>	<b>(130)</b>	<b>(132)</b>	<b>(123)</b>	<b>(110)</b>
Interest Expenses	(101)	(106)	(128)	(131)	(136)	(140)	(140)	(127)	(118)	(130)	(132)	(123)	(110)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>913</b>	<b>996</b>	<b>974</b>	<b>1,268</b>	<b>918</b>	<b>1,039</b>	<b>1,013</b>	<b>1,448</b>	<b>1,094</b>	<b>1,251</b>	<b>1,203</b>	<b>1,554</b>	<b>1,298</b>
Current Taxation	(187)	(203)	(208)	(240)	(184)	(219)	(211)	(305)	(226)	(259)	(253)	(232)	(249)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>726</b>	<b>793</b>	<b>766</b>	<b>1,029</b>	<b>734</b>	<b>820</b>	<b>803</b>	<b>1,142</b>	<b>866</b>	<b>991</b>	<b>948</b>	<b>1,320</b>	<b>1,046</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>726</b>	<b>793</b>	<b>766</b>	<b>1,029</b>	<b>734</b>	<b>820</b>	<b>803</b>	<b>1,142</b>	<b>866</b>	<b>991</b>	<b>948</b>	<b>1,320</b>	<b>1,046</b>
EPS (Bt)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.06	0.06	0.06	0.09	0.07	0.08	0.07	0.10	0.08
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.06	0.06	0.06	0.09	0.07	0.08	0.07	0.10	0.08
<b>Margins</b>													
Gross profit margin	26.1	26.4	26.2	25.5	25.9	25.6	25.9	25.7	25.0	25.4	25.4	26.2	26.0
Operating EBIT margin	9.2	9.2	9.3	10.8	8.6	8.9	9.0	11.2	8.9	9.4	9.6	11.3	9.8
Operating EBITDA margin	13.8	13.8	14.0	15.7	13.7	13.7	13.9	17.0	14.1	14.4	14.9	16.3	15.2
Net profit margin	6.6	6.6	6.4	7.9	6.0	6.2	6.2	8.1	6.4	6.8	6.9	8.9	7.3
<b>Growth</b>													
Revenue growth	0.3	8.5	(1.0)	9.0	(5.3)	7.9	(2.8)	9.4	(3.3)	7.3	(5.5)	7.5	(3.9)
Operating EBIT growth	(19.0)	8.6	0.0	27.1	(24.7)	11.9	(2.2)	36.5	(23.1)	13.9	(3.4)	25.7	(16.1)
Operating EBITDA growth	21.9	8.6	0.7	22.0	(17.1)	7.5	(1.4)	33.9	(19.8)	9.4	(1.9)	17.5	(10.4)
Net profit growth	(21.7)	9.2	(3.4)	34.3	(28.7)	11.8	(2.1)	42.3	(24.2)	14.4	(4.3)	39.2	(20.7)
Normalized profit growth	(21.7)	9.2	(3.4)	34.3	(28.7)	11.8	(2.1)	42.3	(24.2)	14.4	(4.3)	39.2	(20.7)

Source: KGI Research

**Peer comparison - Key valuation stats**

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	16 EPS (Bt)	17F EPS (Bt)	18F EPS (Bt)	17F EPS gr. (%)	18F EPS gr. (%)	17F PER (x)	18F PER (x)	17F PBV (x)	18F PBV (x)	17F Div Yield (%)	18F Div Yield (%)	17F ROAE (%)	18F ROAE (%)
BIGC	N	215.00	223.00	(3.6)	7.77	8.28	9.03	6.6	9.0	26.9	24.7	3.3	3.0	1.1	1.2	12.9	12.8
CPALL*	OP	80.00	61.00	31.1	1.86	2.23	2.68	20.3	20.1	27.3	22.7	9.1	7.6	1.8	2.2	33.5	33.4
CFN*	OP	77.00	67.75	13.7	2.06	2.27	2.68	10.2	18.0	29.8	25.3	5.1	4.5	1.3	1.4	17.3	17.5
FN	OP	9.20	5.10	80.4	0.15	0.20	0.26	33.3	32.3	26.1	19.8	3.2	2.9	1.6	2.0	11.2	13.6
GLOBAL*	OP	20.40	13.80	47.8	0.41	0.40	0.43	(1.6)	8.0	34.3	31.8	3.0	2.8	1.5	1.6	8.9	8.8
HMFRO*	OP	12.00	9.25	29.7	0.31	0.35	0.39	10.8	10.8	26.6	24.0	6.7	6.4	3.2	3.5	24.4	26.0
MAKRO	OP	42.00	35.75	17.5	1.13	1.22	1.35	8.0	10.5	29.4	26.6	10.1	9.2	2.7	2.8	34.4	34.5
ROBINS*	OP	87.00	55.25	57.5	2.53	2.98	3.48	17.5	16.7	18.6	15.9	3.4	3.0	2.7	3.2	17.8	18.6
<b>Sector</b>	<b>Overweight</b>									<b>27.4</b>	<b>23.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>20.0</b>	<b>20.7</b>

Source: KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Total Assets</b>	<b>46,991</b>	<b>51,746</b>	<b>56,983</b>	<b>59,844</b>	<b>57,329</b>
<b>Current Assets</b>	<b>13,367</b>	<b>15,900</b>	<b>17,385</b>	<b>20,064</b>	<b>16,404</b>
Cash & ST Investments	2,698	3,721	4,244	5,830	1,949
Inventories	8,365	9,672	10,501	11,320	11,207
Accounts Receivable	303	338	370	408	455
Others	2,002	2,170	2,271	2,506	2,793
<b>Non-current Assets</b>	<b>33,624</b>	<b>35,846</b>	<b>39,598</b>	<b>39,780</b>	<b>40,925</b>
LT Investments	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	30,873	32,587	35,857	35,974	37,036
Others	2,750	3,259	3,741	3,806	3,889
<b>Total Liabilities</b>	<b>30,088</b>	<b>34,256</b>	<b>38,853</b>	<b>40,953</b>	<b>37,525</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>19,474</b>	<b>22,491</b>	<b>26,387</b>	<b>30,866</b>	<b>27,291</b>
Accounts Payable	10,860	11,895	12,783	14,087	15,130
ST Borrowings	0	1,507	2,500	2,000	3,000
Others	8,614	9,089	11,103	14,779	9,161
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>10,614</b>	<b>11,764</b>	<b>12,466</b>	<b>10,087</b>	<b>10,234</b>
Long-term Debts	9,659	10,610	11,300	8,800	8,800
Others	955	1,154	1,166	1,287	1,434
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>16,903</b>	<b>17,490</b>	<b>18,130</b>	<b>18,890</b>	<b>19,804</b>
Common Stock	13,151	13,151	13,151	13,151	13,151
Capital Surplus	646	646	646	646	646
Retained Earnings	2,120	2,487	3,127	3,887	4,801
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Forecast drivers</b>					
Same-store-sales growth (%)	(1.4)	1.1	1.0	2.0	2.5
New store	5.0	3.0	4.0	4.0	4.0
Total store	78.0	81.0	85.0	89.0	93.0
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	9.5	8.4	7.8	10.3	11.5
OP	7.4	12.9	11.8	9.6	20.8
EBITDA	11.6	10.7	(16.3)	10.8	20.9
NP	5.6	17.9	10.8	10.8	20.2
Normalized Profit	5.6	17.9	10.8	10.8	20.2
EPS	(1.0)	17.9	10.8	10.8	20.2
Normalized EPS	(1.0)	17.9	10.8	10.8	20.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	25.7	25.5	25.6	25.7	25.8
Operating Margin	9.4	9.8	10.2	10.1	11.0
EBITDA Margin	14.6	14.9	11.6	11.6	12.6
Net Profit Margin	6.7	7.2	7.4	7.5	8.1
ROAA	7.4	8.0	8.0	8.5	10.6
ROAE	20.7	23.6	25.2	26.8	30.8
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	1.8	2.0	2.1	2.2	1.9
Net Debt/Equity (%)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
Interest Coverage (x)	9.1	11.1	11.5	13.0	12.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	9.1	2.8	2.1	2.7	2.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	12.4	13.9	10.5	13.1	13.1
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	12.4	3.5	1.9	2.7	2.4
Current Ratio (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
Quick Ratio (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Net Debt (Bt mn)	11,679	13,155	16,056	14,670	13,351
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Normalized EPS	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
CFPS	0.5	0.5	0.4	0.5	0.7
BVPS	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
SPS	4.0	4.3	4.7	5.2	5.7
EBITDA/Share	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Days Receivables	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
Days Inventory	78.3	83.2	84.0	82.1	73.0
Days Payable	101.6	102.4	102.2	102.2	98.6
Cash Cycle	(21.2)	(17.0)	(16.1)	(17.9)	(23.4)

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue</b>	<b>52,522</b>	<b>56,938</b>	<b>61,386</b>	<b>67,736</b>	<b>75,494</b>
Cost of Goods Sold	(39,009)	(42,415)	(45,666)	(50,323)	(56,048)
<b>Gross Profit</b>	<b>13,513</b>	<b>14,524</b>	<b>15,719</b>	<b>17,413</b>	<b>19,446</b>
Operating Expenses	(12,260)	(13,129)	(14,187)	(15,864)	(16,666)
Other Incomes	3,707	4,204	4,726	5,309	5,507
<b>Operating Profit</b>	<b>4,960</b>	<b>5,599</b>	<b>6,259</b>	<b>6,859</b>	<b>8,287</b>
Depreciation of fixed assets	(2,721)	(2,905)	(860)	(1,031)	(1,249)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>7,681</b>	<b>8,504</b>	<b>7,119</b>	<b>7,890</b>	<b>9,536</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(544)</b>	<b>(504)</b>	<b>(543)</b>	<b>(527)</b>	<b>(674)</b>
Interest Expenses	(544)	(504)	(543)	(527)	(674)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>4,417</b>	<b>5,095</b>	<b>5,715</b>	<b>6,332</b>	<b>7,612</b>
Current Taxation	(918)	(970)	(1,143)	(1,266)	(1,522)
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>3,499</b>	<b>4,125</b>	<b>4,572</b>	<b>5,066</b>	<b>6,090</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>3,499</b>	<b>4,125</b>	<b>4,572</b>	<b>5,066</b>	<b>6,090</b>
EPS (Bt)	0.27	0.31	0.35	0.39	0.46
Normalized EPS (Bt)	0.27	0.31	0.35	0.39	0.46

Source: KGI Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>6,722</b>	<b>6,990</b>	<b>5,679</b>	<b>6,876</b>	<b>8,855</b>
Net Profit	3,499	4,125	4,572	5,066	6,090
Depreciation & Amortization	2,721	2,905	860	1,031	1,249
Change in Working Capital	502	(40)	247	779	1,516
Others	0	0	0	0	0
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>(4,662)</b>	<b>(4,928)</b>	<b>(4,649)</b>	<b>(1,184)</b>	<b>(2,359)</b>
Net CAPEX	(4,478)	(4,618)	(4,130)	(1,148)	(2,312)
Change in IT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(184)	(310)	(519)	(36)	(48)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2,060</b>	<b>2,062</b>	<b>1,030</b>	<b>5,692</b>	<b>6,495</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(1,796)</b>	<b>(1,040)</b>	<b>(507)</b>	<b>(4,106)</b>	<b>(10,376)</b>
Change in Share Capital	822	0	0	0	0
Net Change in Debt	501	2,498	3,425	200	(5,200)
Change in Other LT Liab.	(3,119)	(3,538)	(3,932)	(4,306)	(5,176)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>264</b>	<b>1,022</b>	<b>523</b>	<b>1,586</b>	<b>(3,881)</b>

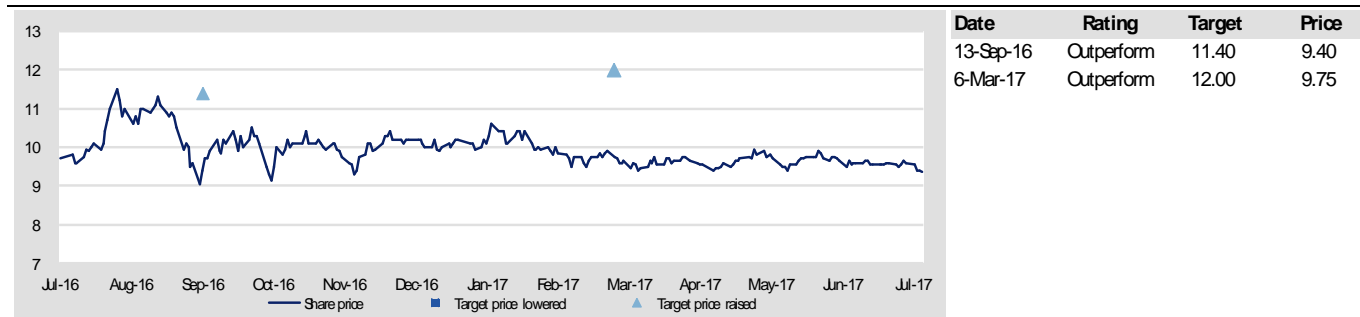
Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1 -	COGS	+	Depreciation	+	Operating Exp.	=	Operating
	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue		Margin
2015	69.1%		5.2%		30.4%			-4.7%
2016	69.4%		5.1%		30.4%			-4.9%
2017F	73.0%		1.4%		30.8%			-5.2%
2018F	72.8%		1.5%		31.3%			-5.6%
2019F	72.6%		1.7%		29.4%			-3.6%
Year	1/	Working Capital	+	Net PPE	+	Other Assets	=	Capital
	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue	Revenue		Turnover
2015	0.0		0.6		0.3			1.1
2016	0.0		0.6		0.3			1.1
2017F	0.0		0.6		0.3			1.1
2018F	0.0		0.5		0.4			1.1
2019F	0.0		0.5		0.3			1.3
Year	Operating	x	Capital	x	Cash	=	After-tax Return	
	Margin		Turnover		Tax Rate		on Inv. Capital	
2015	-4.7%		1.1		20.8%		-1.1%	
2016	-4.9%		1.1		19.0%		-1.0%	
2017F	-5.2%		1.1		20.0%		-1.1%	
2018F	-5.6%		1.1		20.0%		-1.2%	
2019F	-3.6%		1.3		20.0%		-0.9%	

Source: KGI Research

## Home Product Center- Recommendation &amp; target price history



Source: KGI Research

## KGI Locations

<b>China</b> Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building,2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b> Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone886.2.2181.8888 · Facsimile886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>	41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b> Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

## KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types ofcommunications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

## Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.