

GMM Grammy Plc

Investment Theme

ถึงแม้ว่าภาวะสงครามในอิรักและผลกระทบจากโรคระบาด SARS จะส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว แต่สำหรับสินค้าเพื่อความบันเทิงคาดว่าจะได้รับผลกระทบในระดับต่ำกว่าเนื่องจากเป็นสินค้าที่ให้ความเพลิดเพลินและมีราคาถูกเมื่อเทียบกับรายได้ของประชาชน นอกจากนี้การปรับลดราคาสินค้า CD และ VCD รวมถึงราคาเครื่องเล่นที่ถูกลงมีส่วนช่วยกระตุ้นปริมาณความต้องการผลิตภัณฑ์เพลงและภาพยนตร์ด้วยเช่นกัน GRAMMY ซึ่งถือว่าเป็นผู้นำด้านธุรกิจเพลงไทยที่มีศิลปินเป็นที่นิยมจากผู้บริโภคจึงมีโอกาที่จะได้รับประโยชน์ด้วยยอดขายเพลงที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่อง นอกจากนี้ผลของการขยายตัวของโฆษณาในประเทศผ่านสื่อต่าง ๆ ทั้งโทรทัศน์ วิทยุ และสิ่งพิมพ์ ตามภาวะการแข่งขันของเจ้าของสินค้าจะส่งผลดีต่อ GRAMMY ในฐานะที่เป็นเจ้าของรายการโทรทัศน์ วิทยุ และนิตยสาร ทำให้รายได้จากการโฆษณาปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ GRAMMY ยังได้สร้างฐานรายได้ใหม่จากการเพิ่มปริมาณการผลิตภาพยนตร์ไทยถึงแม้ว่าอัตราค่าไรซ์ชั่นต้นจะต่ำแต่ก็ทำให้ธุรกิจของบริษัทครอบคลุมวงจรในธุรกิจบันเทิง CNS เห็นว่า GRAMMY จะยังคงมีการเติบโตของทั้ง รายได้จากการดำเนินงาน EBITDA และกำไรสุทธิ มีอัตราการเติบโต 19% 32% และ 25% ตามลำดับ GRAMMY จัดเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมีประวัติการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง จึงนับเป็นบริษัทหนึ่งที่น่าสนใจสำหรับการลงทุน มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานที่ประเมินจาก Discounted Cash Flow เท่ากับ 27.00 บาท CNS แนะนำ “ซื้อ”

ธุรกิจเพลงจะได้รับปัจจัยบวกจากการควบคุมสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ที่รัดกุม การปิดบริษัทย่อยในไต้หวัน และหันมาผลิต CD และ VCD มากขึ้น ทำให้อัตราค่าไรซ์ชั่นต้นปรับตัวดีขึ้น - ถึงแม้ว่ารายได้จากธุรกิจเพลงจะมีอัตราการขยายตัวในระดับที่ไม่สูงมากนักในปี 2546 โดย CNS ประมาณการเติบโตเพียง 5% y-y เนื่องจากไม่มีรายได้จากธุรกิจเพลงในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม CNS มองว่าภาพรวมของอุตสาหกรรมเพลงในประเทศเริ่มมีความชัดเจนมากขึ้นจากการควบคุมสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ ประกอบกับการปิดธุรกิจเพลงในไต้หวัน และการผลิต CD และ VCD เอง จะทำให้อัตราค่าไรซ์ชั่นต้นธุรกิจเพลงของ GRAMMY ปรับตัวดีขึ้น

รายได้จากธุรกิจอื่น ๆ ขยายตัวอย่างโดดเด่นโดยเฉพาะกลุ่มสิ่งพิมพ์ - ธุรกิจอื่น ๆ ของ GRAMMY มีอัตราการเติบโตที่ชัดเจนมากขึ้นในปี 2546 โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจสิ่งพิมพ์ที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดกว่า 374% y-y ซึ่งเป็นผลจากการเข้าซื้อนิตยสารในประเทศที่มียอดขายและรายได้ค่าโฆษณาที่แน่นอน นอกจากนี้อัตราค่าไรซ์ชั่นต้นของธุรกิจนี้ยังสูงกว่า 47% ในขณะที่รายได้จากการโฆษณาของสื่อโทรทัศน์และวิทยุ คาดว่าจะเติบโต 25% y-y จากการเพิ่มปริมาณการโฆษณาผ่านรายการของ GRAMMY มากขึ้น

เพิ่มฐานรายได้จากธุรกิจผลิตภาพยนตร์โดยลงทุนสร้างภาพยนตร์เพิ่มเป็น 10 เรื่อง - กระแสความนิยมของภาพยนตร์ไทยที่เพิ่มขึ้นประกอบกับการขยายสาขาของโรงภาพยนตร์จะสร้างโอกาสให้กับธุรกิจภาพยนตร์ของ GRAMMY ซึ่งมีแผนจะสร้างภาพยนตร์ไทยอีก 10 เรื่อง ในปี 2546 ถึงแม้ว่าอัตราค่าไรซ์ชั่นต้นของธุรกิจภาพยนตร์จะไม่สูงแต่ถือว่าการกระจายฐานรายได้และสร้างโอกาสทางธุรกิจในระยะยาว รวมทั้งทำให้บริษัทเป็นผู้ผลิตกลุ่มบันเทิงที่ครบวงจร

มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน 27.00 บาท สูงกว่าราคาปัจจุบัน 34% - ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ระดับราคาโดยเฉลี่ยของ GRAMMY ซื้อขายระดับ PER เฉลี่ย 17 เท่า สำหรับในปี 2546 CNS คาดว่ากำไรสุทธิของ GRAMMY จะมีอัตราการขยายตัวในระดับ 25% y-y CNS ประเมินมูลค่าหุ้นจากวิธี Discounted Cash Flow จากการดำเนินธุรกิจ 10 ปี จากอัตราส่วน WACC ที่ระดับ 14.4% มูลค่าที่เหมาะสมของ GRAMMY เท่ากับ 27.00 บาท/หุ้น ซึ่งสูงกว่าระดับราคาปัจจุบันอยู่ถึง 33%

GRAMMY

Target Price **Bt27.00**

Market Price **Bt20.40**

Rating **BUY**

Published date

10 April 2003

Sector

Entertainment

Key data

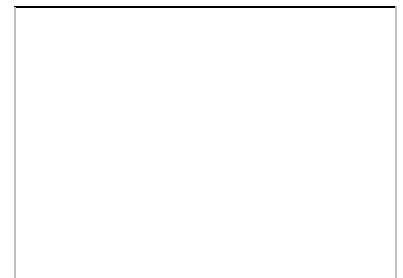
Shares in issue (mn)	500
Market capitalisation (Btmn)	9,900
12-month high/low (Bt)	21.80 / 16.60
3-month avg daily T/O (Btmn)	17.76
Foreign Limit/Actual	49% / 27.9%
Free Float	17%
NVDR	1.06%
Dividend Policy	60%
Par Value (Bt)	1.00
BV/share (Bt)	5.9
P/BV (x)	3.4
DCF value (Bt)	27.00
Discount to DCF (%)	32.6%

Analyst

Tarisa Chaisuntornyotin

02-285-0060 Ext. 3523

Share Price Performance



Price Performance(%)	1m	3m	1yr
GRAMMY			
Relative to SET			

Consolidated Financial Summary

Year	NP	EPS	PER	P/BV	EBITDA	EBITDA Growth	EV/EBITDA	DPS	Yield
Dec. 31	(Btmn)	(Bt)	(X)	(X)	(Btmn)	(%)	(X)	(Bt)	(%)
2000	317.1	0.6	32.2	3.1	625.6	47.7%	13.2	0.1	0.5%
2001	200.4	0.4	50.9	3.4	562.5	-10.1%	15.4	1.0	4.9%
2002	664.3	1.3	15.4	2.8	1,180.2	109.8%	6.6	2.0	9.8%
2003F	830.6	1.7	12.3	2.9	1,558.6	32.1%	5.6	1.7	8.1%
2004F	943.5	1.9	10.8	2.8	1,754.6	12.6%	4.9	1.9	9.2%

Company Background

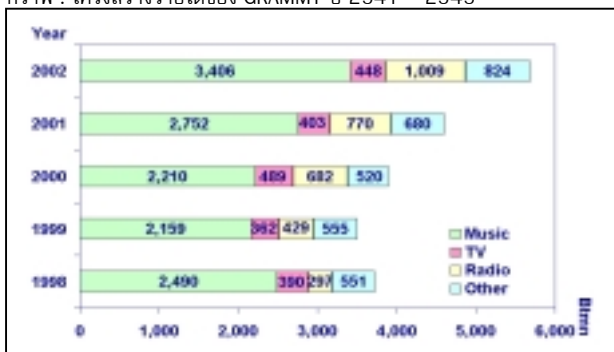
บริษัท แกรมมี่ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2526 ภายใต้การนำของ นายไพฑูริย์ ดำรงชัยธรรม ซึ่งปัจจุบันดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารและถือหุ้นในสัดส่วน 54% ปัจจุบัน GRAMMY มีทุนจดทะเบียน 500 ล้านบาท (มูลค่าหุ้นที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท)

GRAMMY เริ่มดำเนินธุรกิจด้วยการเป็นบริษัทผลิตสร้างสรรค์ผลงานเพลงจนสามารถครองส่วนแบ่งตลาดได้เป็นอันดับหนึ่งของประเทศ หลังจากนั้น GRAMMY จึงได้ค่อยๆขยายธุรกิจจนครอบคลุมธุรกิจในด้านบันเทิงและสันทนาการแบบครบวงจร นอกเหนือจากการผลิตผลงานเพลงซึ่งเป็นธุรกิจหลักที่สำคัญแล้ว GRAMMY ยังมีบริษัทในเครืออีก 34 แห่ง ครอบคลุม ธุรกิจสื่อโฆษณา ธุรกิจผลิตภาพยนตร์ และ ภาพยนตร์โฆษณา ซึ่งนอกจากจะทำให้ GRAMMY เป็นบริษัทที่สามารถให้บริการธุรกิจด้านความบันเทิงอย่างครบวงจรแล้ว ธุรกิจเสริมเหล่านี้ยังมีการดำเนินงานในเชิงสนับสนุนเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจหลักของบริษัทอีกด้วย

GRAMMY มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสื่อแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มสื่อวิทยุ โดย GRAMMY จะเป็นผู้ผลิตและจัดรายการวิทยุออกอากาศในระบบ FM จำนวน 5 คลื่นสถานี ได้แก่ F.M. 88.0 MHz, F.M. 91.5 MHz, F.M. 93.5 MHz, F.M. 106.5 MHz, และ F.M. 94.0 MHz สำหรับกลุ่มสื่อโทรทัศน์ GRAMMY จะเป็นผู้ผลิตรายการโทรทัศน์หลากหลายรูปแบบ เช่น รายการเพลง ละครโทรทัศน์ เกมโชว์ เพื่อออกอากาศในโทรทัศน์แบบพื้น (Free TV) โดย GRAMMY จะเป็นผู้ซื้อเวลาจากเจ้าของสถานี (ยกเว้นช่อง 3 ที่จะเป็นลักษณะการเวลาโฆษณา) และขายเวลาโฆษณาให้กับเจ้าของผลิตภัณฑ์และบริษัทตัวแทนโฆษณา ปัจจุบันบริษัทมีรายการโทรทัศน์รวม 26 รายการ ออกอากาศในสถานีโทรทัศน์ทุกช่องยกเว้นช่อง 11 ส่วนกลุ่มสิ่งพิมพ์มีผลิตภัณฑ์หลัก คือนิตยสาร "อิมเมจ" ซึ่งถือว่าเป็นนิตยสารที่ได้รับความนิยมเล่มหนึ่ง โดย GRAMMY จะมียอดรายได้จากการขายโฆษณาจากพื้นที่นิตยสารเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัทยังได้ดำเนินธุรกิจผลิตภาพยนตร์ ภาพยนตร์โฆษณา และภาพยนตร์ VCD โดยมีภาพยนตร์ออกฉายแล้วทั้งหมดรวม 8 เรื่อง

ในปี 2545 ผลประกอบการของ GRAMMY มีอัตราการขยายตัวในระดับที่สูงมากทั้งในด้านยอดขายและกำไรสุทธิ 3,406 ล้านบาท และ 664 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการขยายตัว 25% และ 232% ตามลำดับ ธุรกิจเพลงยังคงเป็นรายได้หลักด้วยสัดส่วน 60% ของยอดขายรวม ผลจากตัดสินใจปรับลดราคาผลิตภัณฑ์ CD ลงประกอบกับความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นทำให้ยอดขาย CD และ VCD ปรับตัวเพิ่มขึ้น 49% และ 168% ตามลำดับ ในขณะที่รายได้จากธุรกิจวิทยุ 18% ธุรกิจโทรทัศน์ 8% และธุรกิจอื่นๆ 14% (รวมธุรกิจสิ่งพิมพ์ 1.3%)

กราฟ : โครงสร้างรายได้ของ GRAMMY ปี 2541 - 2545

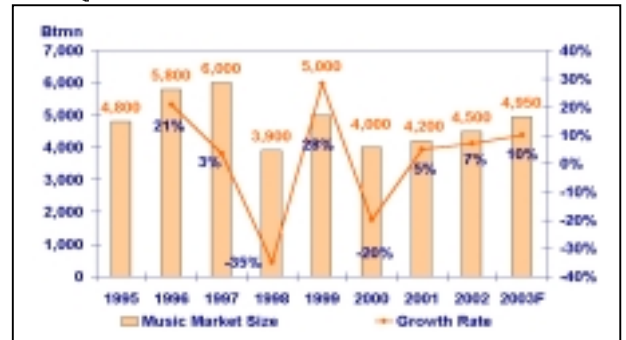


ที่มา : GRAMMY

Industry Outlook

ธุรกิจเพลง : มูลค่าเพลงในประเทศไทยมีการขยายตัวต่อเนื่องโดยมีมูลค่าตลาดรวมสูงกว่า 6,000 ล้านบาท ในปี 2540 ก่อนจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและปรับตัวลดลง ในปี 2545 ที่ผ่านมา ตลาดเพลงในประเทศไทยมีมูลค่ารวม 4,500 ล้านบาท ขยายตัว 7% y-y ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนอัลบั้มใหม่ๆ ของค่ายเพลงต่างๆ ประกอบกับการใช้กลยุทธ์ทางราคาโดยปรับลดราคาสินค้า CD และ VCD ซึ่งเป็นราคาที่ใกล้เคียงกับสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ ประกอบกับราคาเครื่องเล่น CD และ VCD ที่ถูกลงสร้างแรงจูงใจแก่ผู้บริโภคระดับล่าง

กราฟ : มูลค่าตลาดเพลงในประเทศไทยและอัตราการเติบโต

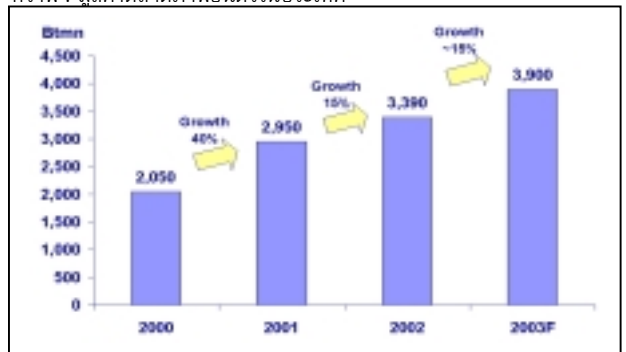


ที่มา : ศูนย์วิจัยกสิกรไทย / GRAMMY

สำหรับภาพรวมของธุรกิจเพลงในปี 2546 คาดว่าจะมีแนวโน้มการขยายตัวในระดับปานกลางประมาณ 10% คิดเป็นมูลค่าตลาด 4,950 ล้านบาท ยอดขายเพลงจะเข้าสู่จุดสมดุลโดยการตัดสินใจเลือกซื้อเพลงของผู้บริโภคจะเป็นไปตามกระแสนิยมของเพลงและความชื่นชอบของศิลปินนั้นๆ มากกว่าการคำนึงถึงราคาขายผลิตภัณฑ์เนื่องจากผู้ผลิตเพลงรายใหญ่ยังคงประกาศยีนราคาขายผลิตภัณฑ์ของตนเองในระดับเดิม อย่างไรก็ตาม ผลของความเข้มงวดในการควบคุมสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์อย่างจริงจังจะจำกัดสินค้าปลอมแปลงทำให้ผู้บริโภคที่เคยซื้อผลิตภัณฑ์ปลอมแปลงกลับมาซื้อสินค้าลิขสิทธิ์มากขึ้น

ธุรกิจภาพยนตร์ : หลังจากที่ผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์ได้ขยายสาขาโรงภาพยนตร์ของตนเองเพื่อเป็นการลดภาวะปัญหาการมีโรงภาพยนตร์ไม่เพียงพอต่อจำนวนภาพยนตร์ที่เข้าฉายในแต่ละปี ทำให้ระยะเวลาในการฉายภาพยนตร์แต่ละเรื่องเฉลี่ยเพียง 1 - 2 สัปดาห์เท่านั้น การเพิ่มขึ้นของจำนวนโรงภาพยนตร์จะส่งผลดีต่อบรรดาผู้ประกอบการที่เป็นผู้ผลิตภาพยนตร์ให้มีช่องทางในการจัดจำหน่ายและเป็นการเพิ่มรายได้จากการขายบัตรชมภาพยนตร์ด้วยอีกทางหนึ่ง จากการประมาณการของผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์คาดว่าในปี 2546 จะมีมูลค่าตลาดภาพยนตร์รวม 3,900 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการเติบโต 15%

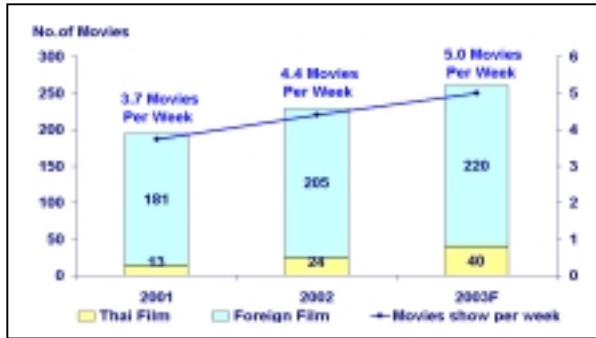
กราฟ : มูลค่าตลาดภาพยนตร์ในประเทศไทย



ที่มา : MAJOR

จากการประมาณการของผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์ที่คาดว่าจำนวนภาพยนตร์ที่จะเข้าฉายในปี 2546 คาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นจากปีก่อน โดยคาดว่าจะมีภาพยนตร์ไทยประมาณ 40 เรื่อง และ ภาพยนตร์ต่างประเทศ 220 เรื่อง คิดเป็นอัตราการเติบโต 66% และ 7% ตามลำดับ จำนวนภาพยนตร์ที่เพิ่มขึ้นในขณะที่จำนวนโรงภาพยนตร์ยังคงเท่าเดิม ทำให้ปัญหา “Underscreen” ยังคงเกิดขึ้นต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้จำนวนภาพยนตร์ที่จะเข้าฉายในโรงภาพยนตร์เพิ่มขึ้นประมาณสัปดาห์ละ 4 เรื่อง เป็นสัปดาห์ละ 5 เรื่อง ในขณะที่เดียวกันระยะเวลาในการฉายภาพยนตร์แต่ละเรื่องสั้นลงในขณะที่จำนวนภาพยนตร์เข้าฉาย

กราฟ : จำนวนภาพยนตร์ที่จะเข้าฉายต่อสัปดาห์

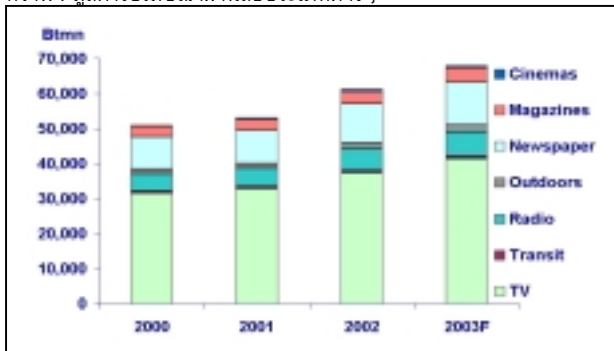


ที่มา : CNS

ธุรกิจสื่อ : ในช่วงปี 2 - 3 ปีที่ผ่านมา อุตสาหกรรมโฆษณาในประเทศไทยมีการเติบโตต่อเนื่อง โดยมีมูลค่าตลาดรวม 53,053 ล้านบาท ในปี 2544 และ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% เป็น 61,210 ล้านบาท ในปี 2545 สำหรับในปี 2546 ถึงแม้ว่าจะมีปัจจัยภายนอกที่อาจจะส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจในประเทศ เช่น กรณีสงครามระหว่างสหรัฐอเมริกาและอิรัก CNS ถือว่าเป็นปัจจัยหนึ่งที่จะส่งผลกระทบต่อตลาดสินค้าซึ่งโฆษณาของเจ้าของผลิตภัณฑ์แต่คาดว่าจะมีผลกระทบเพียงระยะสั้นเท่านั้น ในขณะที่ภาวะการแข่งขันของธุรกิจในประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งผลิตภัณฑ์เพื่อการอุปโภคและบริโภคที่เป็นผู้นำการใช้งบโฆษณามากที่สุดในปี 2545 ที่ผ่านมา

จากการศึกษาของ บริษัท เอซีเนลสัน (ประเทศไทย) จำกัด ได้เปรียบเทียบงบโฆษณาผ่านสื่อประเภทต่างๆพบว่าสื่อโทรทัศน์เป็นสื่อที่ได้รับความนิยมสูงสุดโดยมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ประมาณ 61% และเมื่อเทียบกับปี 2545 กับปี 2544 พบว่ามูลค่าโฆษณาผ่านโทรทัศน์ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 13% เป็น 37,338 ล้านบาท สื่อโทรทัศน์เป็นสื่อที่ได้รับความนิยมสูงสุดตั้งแต่ในอดีต และแนวโน้มเช่นนี้ต่อไปในอนาคตเนื่องจากเป็นสื่อที่สามารถสื่อความหมาย แพร่ภาพได้เข้าใจง่ายและเจาะกลุ่มเป้าหมายได้ทั่วถึง ดังนั้นจึงเป็นสื่อที่ใช้งบโฆษณาสูงสุดและส่งผลให้เป็นที่มีการแข่งขันเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด

กราฟ : มูลค่างบโฆษณาผ่านสื่อประเภทต่างๆ



ที่มา : AC Neilson

Current Development

รัฐบาลให้สินค้าเพลงเป็นสินค้าควบคุม: คณะกรรมการกลางว่าด้วยราคาสินค้าและบริการ (กกร.) ของกระทรวงพาณิชย์ได้พิจารณาให้มีการออกประกาศภายใต้พระราชบัญญัติราคาสินค้าและบริการ เพื่อควบคุมและดูแลสินค้าลิขสิทธิ์ ประเภท สินค้าแถบบันทึกเสียง คอมแพ็กดิสก์ และ แถบบันทึกภาพ ให้เป็นสินค้าควบคุมที่ผู้ผลิตและผู้จำหน่ายทุกรายจะต้องขึ้นทะเบียนการค้ากับกระทรวงพาณิชย์เพื่อได้รับใบอนุญาตให้เป็นผู้จำหน่ายสินค้าลิขสิทธิ์ที่ถูกต้องตามกฎหมาย โดยผู้ครอบครองเครื่องจักรจะต้องแจ้งปริมาณการผลิต การจำหน่าย ที่ถูกต้องและชัดเจน

ตัดสินใจปิดธุรกิจเพลงในไต้หวัน : หลังจากผลการดำเนินงานของบริษัทย่อยในไต้หวันประสบผลขาดทุนต่อเนื่องถึงแม้ว่าจะมีผลขาดทุนที่ลดลงในปี 2545 เป็น 102 ล้านบาท จากผลขาดทุน 250 ล้านบาท ในปี 2544 GRAMMY จึงได้ตัดสินใจปิดธุรกิจเพลงในประเทศไต้หวันลง โดยขณะนี้บริษัทอยู่ระหว่างการพิจารณาความเป็นไปได้ในการขายสินทรัพย์ในไต้หวัน ถึงแม้ว่าการปิดธุรกิจในไต้หวันจะทำให้รายได้จากธุรกิจเพลงโดยรวมของบริษัทมีอัตราการขยายตัวที่ลดลงแต่ในขณะเดียวกันจะส่งผลดีต่อ GRAMMY เพราะเป็นธุรกิจที่ขาดทุนต่อเนื่องและเป็นตัวจุดผลการดำเนินงานของ GRAMMY ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

ผลงานภาพยนตร์เรื่อง 15 คำ เดือน 11: ในปี 2545 GRAMMY ได้ผลิตผลงานภาพยนตร์เพียงเรื่องเดียวซึ่งเป็นภาพยนตร์ไทยที่ได้รับความนิยมมากเรื่องหนึ่ง โดยภาพยนตร์เรื่องดังกล่าวได้รับรางวัล 8 ใน 11 รางวัลจากการประกวดในงาน Bangkok Critics Assembly Awards (BCA) ครั้งที่ 11

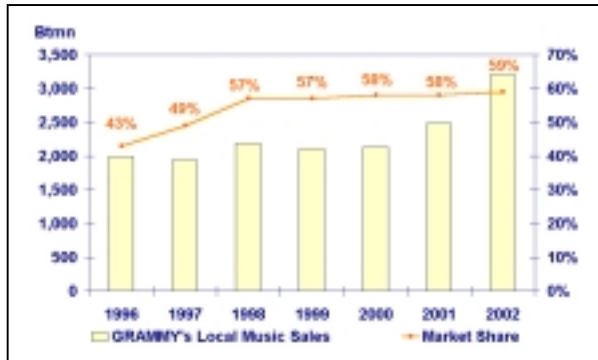
รับรางวัลบริษัทชั้นนำอันดับที่ 8 ของประเทศ จาก นิตยสาร ฟาร์อีสเทิร์น อีโคโนมิคส์ รีวิว: GRAMMY ได้รับความคัดเลือกจากนิตยสาร ฟาร์อีสเทิร์น อีโคโนมิคส์ รีวิว (Far Eastern Economics Review) ให้เป็นบริษัทชั้นนำของประเทศไทยอันดับ 1 ด้านนวัตกรรมในการตอบสนองความต้องการของลูกค้าเป็นปีที่ 5 ติดต่อกัน และได้รับเลือกเป็นบริษัทชั้นนำของประเทศอันดับที่ 8 ในปี 2545

บริษัทย่อย GMM Media (GMMM) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์: GRAMMY ได้โอนย้ายธุรกิจสื่อทั้งหมดซึ่งประกอบด้วย สื่อโทรทัศน์ วิทยุ และสิ่งพิมพ์ ให้กับบริษัทย่อย GMM Media และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 21 พ.ย. 2545 ราคาเสนอขายหุ้น IPO ที่ 30 บาทต่อหุ้น GRAMMY มีสัดส่วนการถือหุ้นใน GMMM เพิ่มขึ้นจากเดิม 78% เป็น 79.5% หลังจากซื้อหุ้นในกระดานหลักทรัพย์เพิ่มอีก 1.5% ในช่วงปลายปี 2545

Earnings Projection

คาดการณ์รายได้ธุรกิจเพลงเพิ่มขึ้นเพียง 5% เนื่องจากปิดบริษัทย่อยในไต้หวัน : ธุรกิจเพลงถือเป็นธุรกิจหลักของ GRAMMY โดยมีสัดส่วนรายได้คิดเป็น 52% ของรายได้รวม โดยในปี 2546 CNS คาดว่ารายได้ธุรกิจเพลงของ GRAMMY จะมีมูลค่า 3,568 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการเติบโต 5% เมื่อเทียบกับปี 2545 สาเหตุที่รายได้รวมของธุรกิจเพลงมีอัตราการขยายตัวในระดับต่ำเป็นผลจากการตัดสินใจปิดบริษัทย่อยในไต้หวันทำให้ยอดขายเพลงในประเทศปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม CNS คาดว่ายอดขายเพลงในประเทศของ GRAMMY จะยังคงมีการขยายตัวในระดับที่ต่ำประมาณ 12% y-y เป็น 3,322 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลจากความนิยมของศิลปินในสังกัดที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ เช่น ธงไชย แมคอินไตย์ ในขณะที่เดียวกันบริษัทจะเน้นการออกอัลบั้มรวมฮิตมากขึ้นเพื่อใช้ประโยชน์จากเพลงที่มีลิขสิทธิ์อยู่กว่า 16,000 เพลง

กราฟ : ยอดขายเพลงในประเทศและส่วนแบ่งตลาดของ GRAMMY



ที่มา : GRAMMY

ปิดกิจการในไต้หวันอาจจะได้รับเงินสดคืน: GRAMMY ตัดสินใจปิดกิจการในประเทศไต้หวันหลังจากที่บริษัทย่อยแห่งนี้ยังคงแสดงผลขาดทุนสุทธิอีก 102 ล้านบาทถึงแม้ว่าจะเป็นผลขาดทุนที่ลดลง อย่างไรก็ตาม GRAMMY อยู่ระหว่างการเจรจากับผู้ประกอบการต่างประเทศหลายรายที่มีความสนใจที่จะเข้าซื้อลิขสิทธิ์เพลงของบริษัทย่อยในไต้หวัน จากการประมาณการของ GRAMMY คาดว่าจะมีรายรับจากการขายสิทธิทรัพย์สินประมาณ 120 ล้านบาท ในขณะที่มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินการประมาณ 70 ล้านบาท ซึ่งเป็นคงเหลือเป็นเงินสดสุทธิ 50 ล้านบาท ส่วนในกรณีที่แย่ที่สุดที่ GRAMMY ไม่สามารถขายสิทธิทรัพย์สินซึ่งเป็นลิขสิทธิ์เพลงและสัญญาของศิลปิน GRAMMY จะมีค่าใช้จ่ายในการปิดกิจการจำนวน 50 ล้านบาท โดยจะเป็นค่าใช้จ่ายที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีคืนในภายหลัง อย่างไรก็ตามในทางบัญชี GRAMMY จะต้องบันทึกค่าใช้จ่ายในการปิดกิจการจำนวนดังกล่าวในไตรมาส 2/46 ส่วนกำไรจากการยกเว้นภาษีจะบันทึกเป็นรายได้บวกกลับในช่วงครึ่งหลังของปี 2546

กราฟ : ผลการดำเนินงานของบริษัทย่อยในไต้หวัน (GMM 8866)

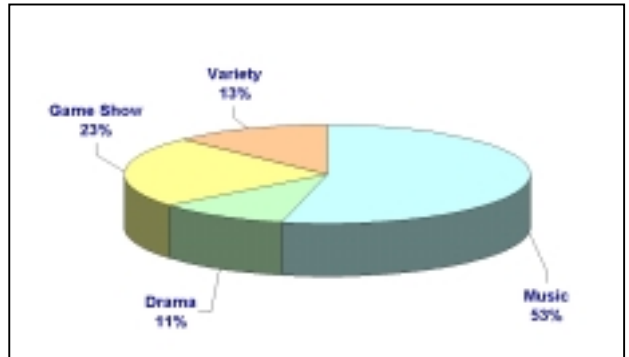


ที่มา : GRAMMY

ธุรกิจสื่อสิ่งพิมพ์โดยเข้าซื้อกิจการนิตยสารคาดการณ์รายได้ธุรกิจสื่อขยายตัวก้าวกระโดด : GRAMMY มีแผนงานที่รุกขยายธุรกิจสิ่งพิมพ์มากขึ้นโดยจะเพิ่มจำนวนนิตยสารในสังกัดอีก 10 ฉบับในปี 2546 โดยจะเป็นลักษณะการเข้าซื้อกิจการของนิตยสารที่มีชื่อเสียงในประเทศและซื้อลิขสิทธิ์นิตยสารในต่างประเทศมาแปลเป็นภาษาไทยคาดว่าจะใช้เงินลงทุนเบื้องต้นประมาณ 400 ล้านบาท การเพิ่มจำนวนนิตยสารในประเทศซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นนิตยสารที่มีชื่อเสียง มียอดขายและยอดจองโฆษณาที่แน่นอน ในขณะที่รายได้จากการทำนิตยสารต่างประเทศจะต่ำกว่าเนื่องจากเป็นช่วงเริ่มต้น CNS จึงคาดว่า GRAMMY จะมีรายได้จากกลุ่มสื่อสิ่งพิมพ์เพิ่มขึ้นกว่า 374% y-y เป็น 355 ล้านบาท

มีโอกาสรับรู้รายได้ค่าโฆษณาจากธุรกิจสื่อโทรทัศน์มากขึ้นหลังจากรายการใหม่ : GRAMMY มีรายการโทรทัศน์รวม 26 รายการ ซึ่งรายการส่วนใหญ่ประมาณ 58% ของเวลาที่ออกอากาศทั้งหมด จะนำเสนอในสถานีโทรทัศน์ช่อง 5 ซึ่งเป็นสถานีที่มีอัตราค่าโฆษณาไม่สูงมากนัก รายการของ GRAMMY ในสัดส่วน 53% จะเป็นรายการเพลง ในขณะที่รายการละครซึ่งเป็นที่นิยมมากกว่ารายการประเภทอื่นๆและได้อัตราค่าโฆษณาสูงกว่ามีสัดส่วน 11% อย่างไรก็ตาม CNS คาดว่า GRAMMY จะมีรายได้จากการขายโฆษณาทางโทรทัศน์เพิ่มขึ้นอีก 25% เป็น 558 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลจากการเพิ่มรายการอีก 4 รายการให้กับช่อง 3 และช่อง 7 ทำให้เวลาออกอากาศของสถานีโทรทัศน์ทั้ง 2 สถานีซึ่งเป็นสถานีที่ได้รับความนิยม (Rating) จากผู้ชมโทรทัศน์สูงกว่าช่องอื่นๆเพิ่มขึ้นรวมกันเป็น 23% ของเวลาที่ออกอากาศทั้งหมด นอกจากนี้การประกาศปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาของช่อง 3 ในเดือนตุลาคม 2545 และ ช่อง 7 ในเดือนเมษายน 2546 จะทำให้ GRAMMY มีรายได้จากการโฆษณาเพิ่มขึ้นอีกด้วย จากการประมาณการ CNS คาดว่า GRAMMY จะมีรายได้จากธุรกิจโทรทัศน์รวม 558 ล้านบาท

กราฟ : มูลค่าตลาดเพลงและยอดขายเพลงในประเทศของ GRAMMY

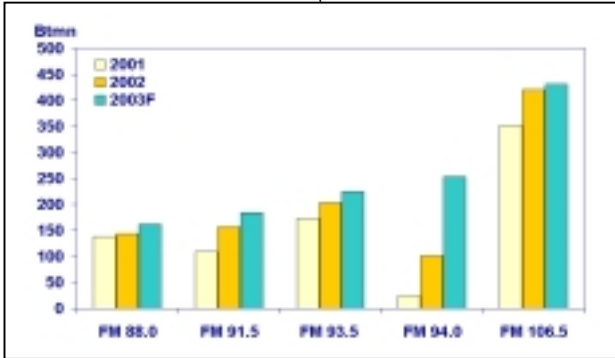


ที่มา : GRAMMY

ธุรกิจวิทยุมีแนวโน้มดีหลังจากรับได้เข้าสถานีช่อง 94.0 MHz ซึ่งได้รับความนิยมเป็นอันดับต้น ๆ : สื่อวิทยุเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้มากที่สุดเป็นอันดับที่สองรองจากธุรกิจเพลงและคาดว่าจะยังคงสามารถเติบโตได้อีกในปี 2546 ทั้งนี้เนื่องจากรายการวิทยุของ GRAMMY ได้รับความนิยมจากผู้ฟังวิทยุมาก โดยเฉพาะ FM 91.5 MHz และ FM 106.5 MHz ซึ่งได้รับ Rating สูงสุดเป็นอันดับ 1 ใน 3 ที่มีผู้ฟังมากที่สุด จากการประมาณการ CNS คาดว่ารายได้โดยสถานีวิทยุช่อง 106.5 เป็นสถานีที่มีรายได้สูงที่สุดเนื่องจากเป็นรายการที่ออกอากาศ 24 ชั่วโมง แต่จะมีอัตราการขยายตัวของรายได้โฆษณาต่ำเนื่องจาก Time Utilization ของช่อง 106.5 ค่อนข้างเต็มแล้ว ในขณะที่รายได้โฆษณาจากช่อง 94 จะมีอัตราการขยายตัวกว่า 150% เนื่องจากความนิยมรายการ (Rating) สูงขึ้นทำให้อัตราการเข้าเวลาโฆษณาของช่อง 94 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ผลจากอัตราการเข้าช่วงเวลาในการโฆษณา (Time Utilization) ที่เพิ่มขึ้นของทุกช่องสถานีและการรับรู้รายได้จากธุรกิจวิทยุเต็มปีในปี 2546 CNS คาดว่ารายได้จากการโฆษณาผ่านสื่อวิทยุของ GMM จะมียอดรา

การเติบโต 69% y-y เป็น 1,254 ล้านบาท นอกจากนี้หากเปรียบเทียบต้นทุนในการใช้สื่อแต่ละประเภทแล้วจะพบว่าต้นทุน (Media Cost Index) ของสื่อวิทยุและสิ่งพิมพ์ต่ำกว่าสื่อโทรทัศน์มาก ดังนั้นในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำเจ้าของสินค้าอาจจะหันมาใช้สื่อวิทยุและสิ่งพิมพ์มากขึ้น

กราฟ : โครงสร้างรายได้จากสถานีวิทยุของ GRAMMY



ที่มา : GRAMMY และ CNS

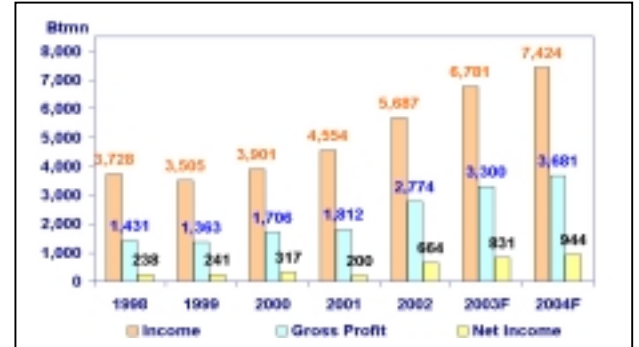
GRAMMY จะบลงทุนในการสร้างภาพยนตร์และ Movie VCD มากขึ้น: ปี 2545 นับเป็นปีทองของอุตสาหกรรมภาพยนตร์ โดยมูลค่าตลาดหรือยอดขายบัตรชมภาพยนตร์รวมปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 15% เป็น 3,390 ล้านบาท เนื่องจากเจ้าของโรงภาพยนตร์ในประเทศรุกขยายสาขาในขณะที่ภาพยนตร์ไทยได้รับความสนใจจากผู้ชมภาพยนตร์มากขึ้น โดย GRAMMY ได้ผลิตลงทุนสร้างภาพยนตร์ไทยเพียงเรื่องเดียว คือ “15 คำเดือน 11” ในปี 2546 GRAMMY มีแผนที่จะรุกธุรกิจภาพยนตร์มากขึ้นเพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจบันเทิงที่ครบวงจร โดยจะเพิ่มเงินลงทุนอีกกว่า 250 - 325 ล้านบาทเพื่อผลิตภาพยนตร์ 10 เรื่อง CNS คาดว่า GRAMMY จะมีรายได้จากภาพยนตร์ (รายได้จากการขายบัตร สายหนังต่างจังหวัด และ ลิขสิทธิ์ในการผลิต VCD VDO) รวม 296 ล้านบาท แต่หากรวมรายได้ทั้งภาพยนตร์ VCD และ ภาพยนตร์โฆษณา CNS คาดว่า GRAMMY จะมีรายได้จากธุรกิจนี้รวมทั้งสิ้น 466 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการเติบโต 129%

นอกจากการผลิตภาพยนตร์จอเงินแล้ว GRAMMY ยังมีเป้าหมายที่จะผลิตภาพยนตร์ VCD เพิ่มอีก 20 เรื่องในปี 2546 เพื่อรองรับปริมาณความต้องการของกลุ่มผู้บริโภคที่มี Home Entertainment ถึงแม้ว่าการลงทุนสร้าง Movie VCD จะไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับการสร้างการลงทุนภาพยนตร์ แต่การแข่งขันของจากภาพยนตร์ไทยและต่างประเทศที่ออกฉายในโรงภาพยนตร์และผลิตเป็น VCD ออกจำหน่าย จะเป็นคู่แข่งรายสำคัญของ Movie VCD ในขณะที่ความต้องการสินค้าของ GRAMMY จะอยู่ในวงจำกัดเฉพาะกลุ่มเป้าหมาย ผลของการแข่งขันที่รุนแรงทำให้ต้นทุนในการผลิตและการโฆษณาภาพยนตร์สูงขึ้นในขณะที่ GRAMMY จะต้องแบ่งรายได้ให้กับเจ้าของโรงภาพยนตร์ในอัตราคงที่ 50% ของรายได้บัตร CNS คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจภาพยนตร์จะไม่สูงมากนักโดยจะอยู่ที่ระดับ 14.2% อย่างไรก็ตาม CNS ยังไม่ได้รวมรายได้จากการขายลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ของ GRAMMY ในต่างประเทศเข้ามาในประมาณการปี 2546

ค่าทำไรสุทธิขยายตัว 25% y-y เป็น 830 ล้านบาท ในปี 2546 และปรับเพิ่มอีก 14% เป็น 943 ล้านบาท ในปี 2547: จากการประมาณการ CNS คาดว่าผลการดำเนินงานของ GRAMMY ในปี 2546 จะยังคงมีการขยายตัวต่อเนื่องจากปี 2545 โดยคาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 830 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการเติบโต 25% เมื่อเทียบกับปี 2545 ปัจจัยหลักที่ส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานของ GRAMMY มีกำไรสุทธิที่เติบโตต่อเนื่องมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากธุรกิจสื่อด้วยอัตราการ

ขยายตัว 374% y-y และปัจจัยบวกจากรายได้ของธุรกิจผลิตภาพยนตร์จากเพิ่มจำนวนภาพยนตร์ในปีนี้เป็น 10 เรื่อง ส่งผลให้รายได้จากภาพยนตร์มีการเติบโตจากปีก่อนถึง 129% y-y สำหรับในปี 2547 CNS คาดว่าผลการดำเนินงานของ GRAMMY จะยังคงมีอัตราการขยายตัวต่อเนื่อง ด้วยยอดขาย 7424 ล้านบาท กำไรขั้นต้น 3681 ล้านบาท และกำไรสุทธิ 944 ล้านบาท

กราฟ : ผลประกอบการของ GRAMMY ปี 2538 - ปี 2547

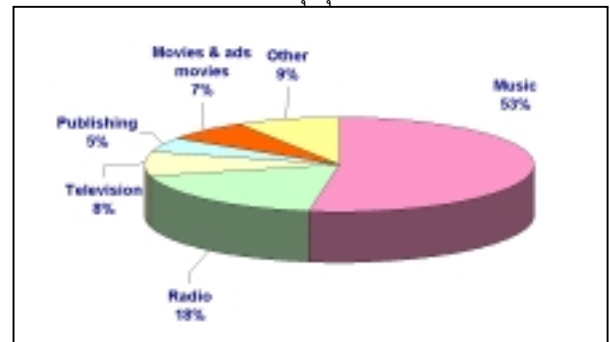


ที่มา : GRAMMY และ CNS

Financial Analysis

โครงสร้างรายได้เปลี่ยนแปลงเนื่องจากรายได้จากธุรกิจภาพยนตร์และธุรกิจสื่อเติบโตมากขึ้น : โครงสร้างรายได้ของ GRAMMY ในปี 2546 จะเปลี่ยนแปลงไปจากปี 2545 โดยสัดส่วนรายได้จากธุรกิจเพลงปรับตัวลดลงจาก 60% เป็น 53% เป็นผลจากรายได้ของเพลงต่างประเทศที่หดหายไปจากการปิดกิจการของไต้หวัน ในขณะที่รายได้จากธุรกิจภาพยนตร์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 4% เป็น 7% จากการสร้างภาพยนตร์เพิ่มขึ้นเป็น 10 เรื่อง ส่วนรายได้จากธุรกิจสื่อสิ่งพิมพ์ที่มีการเพิ่มขึ้นของรายได้สูงที่สุดถึง 374% ทำให้สัดส่วนรายได้ของกลุ่มสิ่งพิมพ์เพิ่มขึ้นจาก 1% เป็น 5% ของรายได้รวม CNS เห็นว่าการกระจายรายได้เข้าไปอยู่ในธุรกิจอื่นๆเพิ่มขึ้นจะทำให้ GRAMMY ลดความเสี่ยงจากการพึ่งพารายได้จากธุรกิจเพลงลงซึ่งคาดว่าจะมีการแข่งขันเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยทางด้านราคาของผู้ประกอบการรายใหญ่จะต้องนำมาใช้ให้ที่สุดหลังจากปัญหาสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์เบาบางลง

กราฟ : โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มธุรกิจในปี 2546

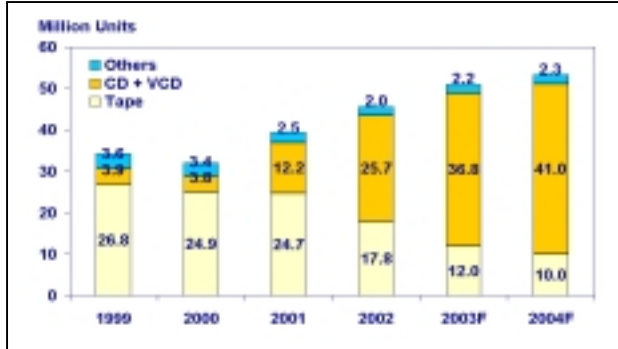


ที่มา : CNS

อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเพลงปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 52% เน้นการผลิตภัณฑ์ CD และ VCD โดยสั่งซื้อเครื่องจักรมาผลิตเอง: ในอดีต GRAMMY จะเป็นผู้ผลิตสินค้าประเภท TAPE เอง และว่าจ้างให้บริษัทภายนอกเป็นผู้ผลิต CD/VCD/DVD ให้บ้างส่วน เนื่องจากปริมาณความต้องการสินค้าประเภทนี้เพิ่มมากขึ้น GRAMMY จึงตัดสินใจเพิ่มกำลังการผลิต CD/VCD ทำให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้นเป็น 24 ล้านชิ้น/ปี CNS เห็นว่าการผลิตสินค้าเองนอกจากจะทำให้ GRAMMY สามารถควบคุม

การผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพแล้ว จะยังทำให้ต้นทุนในการผลิต VCD ต่อแผ่นปรับลดลงอีกด้วยปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเพลงในปี 2546 ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยจาก 51% เป็น 52%

กราฟ : สัดส่วนการขายผลิตภัณฑ์ TAPE/CD/VCD

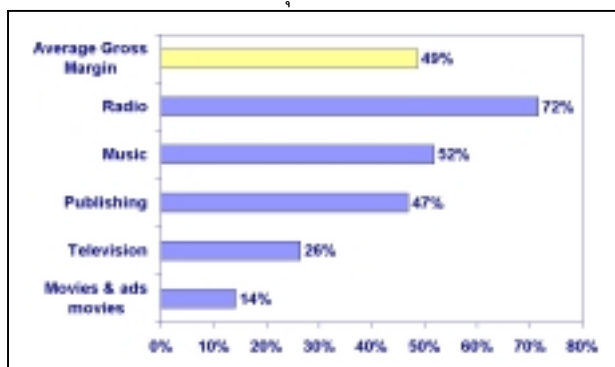


ที่มา : GRAMMY และ CNS

ธุรกิจสื่อสิ่งพิมพ์มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงถึงแม้ว่าจะขี้นิตยสารต่างประเทศมากขึ้น : การแข่งขันในสื่อสิ่งพิมพ์อยู่ระดับปานกลางโดยมีสัดส่วนของงบโฆษณาผ่านสื่อสิ่งพิมพ์ประมาณ 6% ของงบโฆษณาทั้งหมด การที่ GRAMMY เข้าซื้อนิตยสารในประเทศที่ได้รับความนิยมอยู่แล้วจะมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากนิตยสารเป็นที่รู้จักดีและมีรายได้จากการโฆษณาที่แน่นอน ในขณะที่การซื้อนิตยสารต่างประเทศอาจมีความเสี่ยงสูงกว่าเนื่องจากปัจจุบันความนิยมนิตยสารต่างประเทศจำกัดอยู่ในผู้อ่านเฉพาะกลุ่มผู้หญิงรุ่นและวัยทำงานประกอบกับมีนิตยสารต่างประเทศที่เข้ามาทำตลาดเป็นเวลานานแล้วหลายเล่มจึงอาจทำให้ GRAMMY จะต้องใช้ระยะเวลาและค่าใช้จ่ายสูงในการโปรโมทหนังสือให้เป็นที่ดึงดูดใจเพื่อเข้าแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดซึ่งจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของนิตยสารต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตามหากเปรียบเทียบกับธุรกิจภาพยนตร์ซึ่งใช้เงินลงทุนในระดับใกล้เคียงกันอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มสิ่งพิมพ์เพียงสูงกว่าที่ระดับ 47%

อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยทรงตัวที่ 49% ส่วน EBITDA Margin ปรับตัวดีขึ้นเป็น 23%: โดยภาพรวมอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจของ GRAMMY ปรับตัวดีขึ้นแต่เนื่องจากรายได้ธุรกิจภาพยนตร์ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับธุรกิจอื่น ๆ มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของ GRAMMY ทรงตัวที่ 49% โดยอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเพลงซึ่งเป็นธุรกิจหลักจะปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากต้นทุนการผลิตลดลงหลังจากที่ GRAMMY ผลิตแผ่น VCD ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจวิทยุสูงที่สุดถึง 72% นอกจากนี้การขายตัวของรายได้กว่า 19% y-y ในขณะที่ต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีอัตรากำไรขายต่ำกว่า EBITDA จึงปรับเพิ่มขึ้น 32% y-y เป็น 1,599 ล้านบาท ส่งผลให้ EBITDA MARGIN ดีขึ้นจาก 21% เป็น 23% ใน 2546

กราฟ : อัตรากำไรขั้นต้นแยกตามธุรกิจในปี 2546



ที่มา : CNS

ภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมภาพยนตร์อาจจะส่งผลให้รายได้จากค่าตัวชมภาพยนตร์แต่ละเรื่องไม่สูงมากนัก: ดังที่กล่าวข้างต้นว่าปริมาณภาพยนตร์ทั้งไทยและต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นอาจจะส่งผลให้ระยะเวลาในการฉายภาพยนตร์แต่ละเรื่องลดลง สำหรับ GRAMMY เช่นกันจากการประมาณการ CNS คาดว่ารายได้จากการขายบัตรชมภาพยนตร์ของ GRAMMY จะไม่สูงมากนักซึ่งเป็นผลจากการแข่งขัน อย่างไรก็ตาม GRAMMY สามารถสร้างรายได้ขึ้นจากการผลิตภาพยนตร์แต่ละเรื่องได้นอกจากการขายบัตรชมภาพยนตร์ เช่น การขายลิขสิทธิ์ให้กับสายหนังต่างจังหวัด รายได้จากการขายลิขสิทธิ์ให้กับผู้ผลิตสินค้า VDO / CD / VCD รวมถึงการขายลิขสิทธิ์ในต่างประเทศ ซึ่งเหล่านี้สามารถสร้างรายได้ให้กับ GRAMMY ได้อีกทางหนึ่ง

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คาดว่าจะจ่ายเงินปันผล 1.70 บาท ในปี 2546 : GRAMMY จัดเป็นบริษัทหนึ่งในกลุ่มบันเทิงและสันทนาการที่มีฐานะทางการเงินที่ดี โดยเป็นบริษัทที่ไม่มีภาระหนี้สิน ถึงแม้ว่าบริษัทมีแผนที่จะลงทุนเพิ่มทั้งในส่วนธุรกิจภาพยนตร์และสื่อสิ่งพิมพ์ โดยคาดว่าจะใช้เงินลงทุนกว่า 800 ล้านบาท CNS คาดว่า GRAMMY ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาเงินกู้ยืมเนื่องจากบริษัทมีสภาพคล่องคงเหลือในรูปของเงินสดจำนวน 1,350 ล้านบาท หลังจากที่บริษัทจ่ายเงินปันผลสำหรับการดำเนินงานประจำปี 2545 แล้ว

Valuation

CNS ประเมินราคาที่เหมาะสมของ GRAMMY โดยใช้วิธีการคำนวณจากกระแสเงินสดส่วนลดสุทธิ (Discount Cash Flow) ในระยะการดำเนินงาน 10 ปี (ปี 2546 - ปี 2556) จากอัตราค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนของเงินทุน (Weight Average Cost of Capital) ที่ระดับ 14.4% ซึ่งมีอัตราส่วน Risk Free Rate ที่ 4.0% และ Market Return ที่ 20% พบว่ามูลค่าที่เหมาะสมของ GRAMMY เท่ากับ 27.00 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาปัจจุบันที่ 20.40 บาท อยู่ประมาณ 32% จากอัตราส่วน PER ที่ 12.3 เท่า และ EV/EBITDA ที่ 5.6 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มบันเทิงและสันทนาการในปี 2546 ที่ 21 เท่า และ 9 เท่า ตามลำดับ

GRAMMY เป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งและมีประวัติการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง โดยในปี 2546 คาดว่าจะจ่ายเงินปันผล 1.70 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 8% GRAMMY จึงนับเป็นอีกบริษัทในกลุ่มบันเทิงที่น่าสนใจในการลงทุน CNS แนะนำ “ซื้อ”

DCF Valuation Methodology

Risk-free Rate	4.0%
Market Risk	20.0%
Cost of Equity	14.5%
WACC	14.4%
Present Value of Free Cash Flow (Btmn)	12,128
Less: Total Debt (Btmn)	(29)
Plus: ST investment & cash (Btmn)	1,423
Total equity value (Btmn)	13,522
No. of shares outstanding (Million)	500
Equity value/share	27.0

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Sales	4,554	5,687	6,781	7,424	7,957
Costs of Sales	(2,741)	(2,912)	(3,481)	(3,743)	(3,932)
Gross profit	1,812	2,774	3,300	3,681	4,025
Depreciation Expenses	(156)	(185)	(259)	(264)	(231)
EBITDA	563	1,180	1,559	1,755	1,909
SG&A Expense	(1,406)	(1,779)	(2,000)	(2,190)	(2,347)
EBIT	406	995	1,300	1,491	1,678
Interest Expense	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Other Income (Expense)	51	35	36	30	33
Pre-tax profit	456	1,029	1,335	1,521	1,710
Corporate Tax	(249)	(360)	(401)	(456)	(513)
Pre-exceptional Profit	207	669	935	1,065	1,197
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
Gn (Ls) from Affiliates	0	0	0	0	0
Minority Interest	(7)	(5)	(104)	(121)	(138)
Net profit	200	664	831	943	1,059
Normalized Profit	200	664	831	943	1,059
EPS (Bt)	0.4	1.3	1.7	1.9	2.1

Balance Sheet (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Cash & ST Investments	1,588	2,401	1,423	1,559	1,689
Current Assets	3,176	4,664	3,705	4,047	4,344
Fixed Assets	442	714	1,376	1,278	1,214
Total Assets	4,120	5,864	5,682	6,049	6,414
Short-term Loan and	43	17	19	21	23
Current Portion of Debt	0	0	0	0	0
Current Liabilities	1,082	1,822	1,705	1,848	1,959
LT Debt	2	10	10	0	0
Total Liabilities	1,086	1,835	2,581	2,715	2,826
Paid-up Capital	500	500	500	500	500
Share premium	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
Retained Earnings	957	748	579	692	808
Minority interests	26	368	472	593	731
Total Equity	3,034	4,029	3,101	3,335	3,588

Cash Flow Statement					
FY Ended December	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Net Profit	200	664	831	943	1,059
Foreign Exchange	0	0	0	0	0
Depreciation & Amortization	156	185	259	264	231
Changes in WC & Others	(46)	120	(56)	38	66
Net Operating Cash Flow	311	969	1,033	1,245	1,356
Net Capital Expenditure	(285)	(447)	(874)	(114)	(111)
Free Cash Flow	26	522	159	1,131	1,245
Other Items	75	1,059	(140)	(156)	(173)
Dividends Paid	(500)	(750)	(1,000)	(831)	(943)
Equity Issued	0	0	0	0	0
(Inc)/dec in net debt	(399)	831	(980)	144	129
Net cash/(debt) – beginning	1,942	1,543	2,374	1,394	1,538
(Inc)/dec in cash	(399)	831	(980)	144	129
Net cash/(debt) – ending	1,543	2,374	1,394	1,538	1,667

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003E	2004E	2005E
PER SHARE DATA (Bt.)					
EPS	0.40	1.33	1.66	1.89	2.12
DPS	1.00	1.50	1.66	1.89	2.12
BV	6.01	7.32	6.98	7.21	7.44
EV	16.91	15.25	17.21	16.92	16.67
MULTIPLE					
PE	49.9	15.1	12.0	10.6	9.4
P/BV	3.3	2.7	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	15.0	6.5	5.5	4.8	4.4
Dividend Yield (%)	5.0	7.5	8.3	9.4	10.6
PERCENTAGE GROWTH					
Sales Growth	18.9	24.9	19.2	9.5	7.2
EBITDA Growth	(10.1)	109.8	32.1	12.6	8.8
Normalized Profit Growth	(36.8)	231.6	25.0	13.6	12.3
Net Profit Growth	(36.8)	231.6	25.0	13.6	12.3
EPS Growth	(36.8)	231.6	25.0	13.6	12.3
PROFITABILITY RATIO					
Gross Margin	39.8	48.8	48.7	49.6	50.6
EBITDA Margin	12.4	20.8	23.0	23.6	24.0
EBIT Margin	8.9	17.5	19.2	20.1	21.1
ROE	6.6	16.5	21.0	22.5	23.8
ROA	5.0	13.4	16.2	18.2	19.2
ROCE	6.7	16.5	23.4	25.3	26.8
ASSET UTILIZATION					
Fixed Asset Turnover	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
Receivable Turnover	4.6	4.6	4.6	4.8	4.7
Inventory Turnover	8.7	6.8	6.5	6.9	6.8
Payable Turnover	4.7	3.4	3.4	3.8	3.7
LIQUIDITY RATIO (X)					
Current Ratio	2.9	2.6	2.2	2.2	2.2
Quick Ratio	2.4	2.1	1.7	1.7	1.8
LEVERAGE RATIO (X)					
Liability/Equity	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Interest-Bearing Debt/Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest Coverage	1,186.0	1,401.4	1,906.1	2,446.1	3,150.0
Debt Service Coverage	12.5	43.7	53.7	84.7	84.0

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย บริษัทหลักทรัพย์ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้ประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะมีการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ทุกช่วงเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใดๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คิด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้งการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถี่ถ้วนต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

STRONG BUY หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นตึกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน
 BUY หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นตึกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน
 HOLD หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นตึกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% ภายในระยะเวลา 6 เดือน
 REDUCE หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวต่ำกว่าตลาดฯ 5 ถึง 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน
 SELL หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นต่ำกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน