

United Broadcasting Corporation : UBC

Entertainment Sector
ราคาปิด (19/12/45): 15 บาท

ประเด็นสำคัญการลงทุน

- จุดคุ้มทุนของ Free cash flows คาดว่าจะเกิดขึ้นตั้งแต่ Q4/45 เป็นต้นไป ในขณะที่ EBITDA คาดว่าจะเปลี่ยนเป็นบวกในปี 2545: CNS ประเมินว่าผลการดำเนินงานที่แท้จริงของ UBC มีแนวโน้มถึงจุดคุ้มทุน (breakeven point) ตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นไป ซึ่งสะท้อนให้เห็นได้ชัดเจนจากสองตัวแปรหลักได้แก่ (1) กระแสเงินสดก่อนภาษีเงินได้ทางการเงิน (Adjusted free cash flows) มีแนวโน้มแสดงผลเป็นบวกตั้งแต่ Q4/45 เป็นต้นไป: Free cash flows มีแนวโน้มเปลี่ยนจากผลติดลบ 529 ล้านบาทในปี 2544 ไปเป็นผลบวก 268 ล้านบาทในปี 2545 CNS คาดว่าจะกลายเป็นบวกใน Q4/45 จากเหตุผลจำนวนผู้ใช้บริการสะสมที่คาดว่าจะส่งผลให้ถึงจุดคุ้มทุนของ Free cash flows อยู่ที่ 430,000-450,000 ราย โดย CNS ประเมินว่าแนวโน้มใหม่เกิดขึ้นภายใน Q4/45 จากประมาณการผู้ใช้บริการสะสมของ CNS ณ ปลายปี 2545 ซึ่งอยู่ที่ 450,989 ราย; (2) Adjusted EBITDA ได้แสดงผลเป็นบวกตั้งแต่ปี 2545; จากติดลบ 225 ล้านบาทในปี 2544 ไปเป็นบวก 321 ล้านบาทในปี 2545 นอกจากนี้ CNS คาดว่าการ turnaround มีแนวโน้มเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี 2545 ไปยังปี 2546 โดย Adjusted free cash flows ปี 2546 มีแนวโน้มเติบโต 184% y-y ในขณะที่ Adjusted EBITDA ในปี 2546 มีแนวโน้มเติบโต 130% y-y
- ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการ turnaround ของผลการดำเนินงานที่แท้จริง: ได้แก่ (1) จำนวนผู้ใช้บริการสุทธิรายใหม่ (Net additions) เพิ่มขึ้น 73% y-y ในปี 2545 และ 35% y-y ในปี 2546 จากการทำโปรโมชั่นส่งเสริมการขายอย่างต่อเนื่องใน Q4/45 ได้แก่ โปรโมชั่นการขายควบคู่การแจกโทรทัศน์สีจอแบน และการขายควบคู่การแจกเครื่องเล่นดีวีดี (2) การลดต้นทุนบริการรวมถึงค่าใช้จ่ายในการให้บริการในปี 2545 ซึ่งจะมีผลต่อเนื่องไปยังปี 2546 ได้แก่ ต้นทุนบริการสมาชิก ต้นทุนการติดตั้งอุปกรณ์ และค่าใช้จ่ายค่าพนักงาน (3) รายได้เฉลี่ยต่อรายต่อเดือน (ARPU) มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นจากการปรับอัตราค่าบริการใหม่ตั้งแต่ส.ค.45 เป็นต้นไป
- รายได้จากการได้รับอนุญาตโฆษณาในอนาคตจะส่งผลให้มูลค่า DCF ปรับเพิ่มขึ้นอีก 12%: CNS คาดว่าการจัดตั้งสช.น่าจะมีผลบวกที่เด่นชัดกว่าปี 2546 เป็นต้นไป ถ้า UBC ได้รับอนุญาตให้มีการแก้ไขสัญญาสัมปทานกับบอสมท.เพื่อให้มีโฆษณา CNS ประเมินว่าเป็น upside potential สำหรับ UBC ในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้รายได้รวมเพิ่มขึ้น 3-5% (Net margin ประมาณ 80%) และมูลค่า DCF ปรับเพิ่มขึ้นอีก 12% จากประมาณการเดิม(จาก 20.7 ไปเป็น 23.1 บาทต่อหุ้น)
- มูลค่า DCF ประเมินได้ที่ 21 บาท: CNS ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" จากเหตุผลของผลการดำเนินงาน turnaround ตั้งแต่ Q4/45 และต่อเนื่องไปยังปี 2546

Stock Nature :	Turnaround stock
Sector Rating :	Overweight
Stock Rating :	Buy
Consensus Rating :	Buy
Outlook :	Positive
Valuation Approach :	DCF (Present Value)
Target Price :	Bt21
Price Performance	1 Month 6 Month 12 Month
UBC	-1.32% -17.13% 115.83%
Relative to SET	-0.73% -3.82% 81.99%

ผู้ถือหุ้นใหญ่ :	% ถือหุ้น
บ. เทเลคอมโฮลดิ้ง จำกัด	40.96
MIH	26.35
Morgan Stanley & Co International Limit	3.48

รายละเอียดการเพิ่มทุน			
วันที่	ทุนเดิม (ลบ.)	ทุนใหม่ (ลบ.)	อัตราส่วน (เก่า:ใหม่)
2545	7,407.74	7,424.62	Warrant แปลงสภาพ
08/41	6,507.73	7,407.74	บุคคลเฉพาะ @24
07/41	6,187.23	6,507.73	15:1 @20
03/41	5,587.23	6,187.23	บุคคลเฉพาะ @24

รายละเอียดการจ่ายเงินปันผล			
ระหว่างกาล/ปี	จำนวน (บาท)	XD Date	วันที่จ่าย
2544	งดจ่ายเงินปันผล		
2543	งดจ่ายเงินปันผล		
2542	งดจ่ายเงินปันผล		

Share Summary	
Price Target (12-Mo)	Bt21
12-Mo High	Bt20.10
12-Mo Low	Bt6.90
Avg. Daily Turnover	Bt31.38mn
Issued Shares	742.46mn
Par Value	Bt10
Mkt. Capitalization	11,433.92Btmn
Foreign Limit/Actual	49.99%/47.76%
Free Float	10.06%
NVDR	2.89%
Dividend Policy	40%

ข้อมูลพื้นฐาน

- ผู้ให้บริการธุรกิจบริการโทรทัศน์ระบบบอกรับเป็นสมาชิก: เป็นบริษัทแรกที่ให้บริการโทรทัศน์ระบบบอกรับเป็นสมาชิกผ่าน 1) ดาวเทียมในระบบดิจิทัลทั่วประเทศซึ่งเป็นลูกค้าของบริษัท UBC และ 2) สายเคเบิลใยแก้วนำแสงในระบบ อนาล็อกซึ่งเป็นลูกค้าของบริษัท UBC Cable สัญญาระดับแรกในระบบผ่านดาวเทียมจะมีอายุ 25 ปีสิ้นสุด 30/09/2557 ในขณะที่สัญญาฉบับที่สองในระบบเคเบิลจะมีอายุ 25 ปีสิ้นสุด 31/12/2562 นอกจากนี้ยังมีรายได้อื่นๆ จาก 3) ธุรกิจจำหน่ายและให้เช่าอุปกรณ์รับสัญญาณโทรทัศน์ผ่านดาวเทียมให้แก่ UBC 4) ธุรกิจผลิตรายการและให้บริการที่เกี่ยวข้องต่างๆ การจำหน่ายสินค้าให้แก่สมาชิกผ่านโทรทัศน์ทางสายและโทรศัพท์ดาวเทียม และขายพื้นที่โฆษณาในนิตยสารรายการโทรทัศน์ ปัจจุบัน UBC ทำสัญญาสัมปทานกับบอสมท.จ่ายในอัตราร้อยละ 6.5% อายุ 25 ปี
- โครงสร้างรายได้: รายได้ค่าบริการและติดตั้งอุปกรณ์คิดเป็น 92% ในขณะที่รายได้อื่นๆ ได้แก่ การขายและให้เช่าอุปกรณ์คิดเป็นประมาณ 8%
- โครงสร้างต้นทุนขายและบริการ: ต้นทุนแปรผัน (ได้แก่ ค่ารายการแปรผัน ต้นทุนในการบริการสมาชิก ต้นทุนสัมปทาน) คิดเป็นประมาณ 60% ในขณะที่ต้นทุนคงที่ (ได้แก่ ต้นทุนการผลิตภายในประเทศ ค่าซ่อมแซมอุปกรณ์รับสัญญาณ ต้นทุนค่าเช่าสัมปทานเคเบิล ค่าตัดจำหน่ายต้นทุนรายการคงที่) คิดเป็นประมาณ 40% แต่พิจารณาโครงสร้างต้นทุนจากการดำเนินงานในรูปของเงินสด (cash operating expenses) ที่เป็นสกุลเงินบาทและดอลลาร์จะเห็นว่า 30% อยู่ในรูปสกุลเงินดอลลาร์และ 70% อยู่ในรูปสกุลเงินบาท

แนวโน้มอุตสาหกรรม

- อัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวม (Real GDP) มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2545 และปี 2546: CNS คาดว่า GDP มีแนวโน้มเติบโต 4.1% และ 4.3% ในปี 2545 และ 2546 ตามลำดับ โดยการบริโภคภายในประเทศ (Domestic Consumption) ซึ่งคิดเป็นประมาณ 40% ของ GDP โดยรวมทั้งหมด มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.9% และ 4.0% ในปี 2545 และ 2546 ตามลำดับ ดังนั้นจะส่งผลกระทบต่อในทางบวกต่อ Disposable income และการบริโภคของประชาชนภายในประเทศให้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยที่จะส่งผลต่อการขยายตัวของฐานลูกค้าใหม่ของ UBC
- คู่แข่งทางตรงมีเพียงแค่ 1 ราย: UBC ต้องเผชิญกับคู่แข่งทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยคู่แข่งทางตรง ณ ปัจจุบันมีเพียงรายเดียวได้แก่ WorldStar TV (WSTV) ซึ่งได้รับสัมปทานจากกรมประชาสัมพันธ์และเริ่มทำการออกอากาศตั้งแต่ต้นปี 2544 WSTV ไม่มีนโยบายที่จะเก็บค่าสมาชิกแต่มีรายได้จากการโฆษณาแทน ในขณะที่คู่แข่งทางอ้อมได้แก่ โทรทัศน์สีรีโรงภาพยนตร์ ร้านเช่าวีดีโอ และสถานบันเทิงอื่นๆ ซึ่ง CNS ประเมินว่าคู่แข่งทางอ้อมไม่มีผลกระทบต่อมีนัยสำคัญใดๆ ต่อ UBC ในขณะที่ผลกระทบจากคู่แข่งทางตรงคาดว่าจะมีผลกระทบต่อไม่มากนัก เนื่องจากการให้อนุญาตใหม่แก่ผู้ประกอบการเคเบิลรายใหม่จะยังคงไม่เกิดขึ้นครบโด่งดังคงไม่มีการดองสช. ซึ่งนั่นหมายถึงจะมีเพียงแค่ผู้ประกอบการ 2 รายเท่านั้นจนกว่ากสช. จะทำการแก้ไขใบอนุญาตแก่ผู้ประกอบการรายใหม่
- CNS ให้นำหนักการลงทุนกลุ่มอุตสาหกรรมบันเทิงและสันทนาการในระดับสูง: จากเหตุผลการบริโภคภายในประเทศในปี 2545 และ 2546 ที่ยังขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

กลยุทธ์การดำเนินงานและโครงการอนาคต

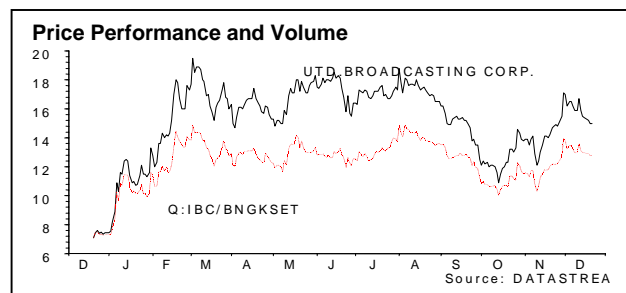
- การชะลอโครงการบริการโทรทัศน์ระบบดิจิทัลแบบสื่อสารสองทาง (Digital Interactive Television Services) ออกไปจากเดิม: UBC ได้ทำการทบทวนกลยุทธ์และแผนที่จะเปิดตัวบริการโทรทัศน์ระบบดิจิทัลแบบสื่อสารสองทางใหม่ เนื่องจากผลจากสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง รวมไปถึงความกังวลเกี่ยวกับรายได้จากธุรกิจดังกล่าวภายใต้สภาวะเศรษฐกิจ ณ ปัจจุบัน
- การทำ sub-licensing คาดว่าจะส่งผลให้รายได้เพิ่มขึ้นปี 2546: UBC กำลังอยู่ในช่วงระหว่างการเจรจากับผู้ประกอบการเคเบิลในต่างจังหวัดที่ทำการลักลอบสัญญาณจำนวน 86 รายเพื่อทำการขายลิขสิทธิ์รายการที่ UBC ผลิตเองให้กับผู้ประกอบการดังกล่าว ซึ่งจะส่งผลให้อัตราการออกจากรอบ (churn rate) ของ UBC มีแนวโน้มลดลง
- การขออนุญาตมีโฆษณาผ่านเคเบิลต้องรอการดองสช.: ณ ปัจจุบันการสรรหาสช. จำนวน 14 รายยังไม่มีความคืบหน้าและคาดว่าจะเป็นตัวแปรสำคัญของการที่ UBC จะทำการขอแก้ไขสัญญาสัมปทาน (ในกรณีของระบบดาวเทียม) เพื่อขออนุญาตให้มีโฆษณาได้ CNS คาดว่าคงเป็นไปได้ยากที่จะให้มีการแก้ไขสัญญาภายในระยะเวลาอันใกล้ เนื่องจากต้องรอการผ่านร่างพรบ.กิจการกระจายเสียงและโทรทัศน์ และให้กสช.เข้ามาจัดการกับเรื่องดังกล่าว

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Sales	4,731	5,597	6,732	7,757	8,883
Costs of Sales	(3,180)	(3,779)	(3,910)	(4,282)	(4,616)
Gross Profit	1,552	1,818	2,821	3,475	4,267
Depreciation Expense	(2,319)	(1,849)	(1,693)	(1,725)	(1,756)
EBITDA	599	676	1,464	1,881	2,360
SG&A Expense	(3,271)	(2,992)	(3,050)	(3,319)	(3,662)
EBIT	(1,720)	(1,174)	(228)	156	605
Interest Expense	(446)	(484)	(452)	(404)	(368)
Other Income (Expense)	243	289	337	414	495
Pre-tax Profit	(1,923)	(1,368)	(344)	166	732
Corporate Tax	0	0	0	0	0
Pre-exceptional Profit	(1,923)	(1,368)	(344)	166	732
Forex Gain (Loss)	(273)	(52)	55	(39)	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
Gn (Ls) from Affiliates	0	0	0	0	0
Minority Interest	23	1	1	1	1
Net Profit	(2,172)	(1,420)	(287)	129	733
Normalized Profit (excl.FX&extra)	(1,899)	(1,367)	(342)	168	733
EPS (Bt)	(2.93)	(1.92)	(0.39)	0.17	0.99

Balance Sheet (Btmn)					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Cash & S-T Investments	1,811	1,855	1,733	2,347	3,660
Current Assets	2,427	2,424	2,383	3,096	4,517
Fixed Assets	3,206	2,688	2,436	2,201	1,935
Total Assets	8,802	7,985	7,587	7,981	9,072
Short-term Loan and Overdrafts	387	494	404	388	444
Current Portion of Debt	187	295	322	306	295
Current Liabilities	3,229	3,780	3,906	4,322	4,849
LT Debt	2,287	2,216	1,921	1,704	1,463
Total Liabilities	5,774	6,377	6,264	6,530	6,889
Paid-up Capital	7,408	7,408	7,412	7,412	7,412
Retained Earnings	(11,112)	(12,532)	(12,819)	(12,690)	(11,957)
Minority Interests	65	64	62	61	60
Total Equity	2,964	1,544	1,261	1,390	2,123

Interim Profit & Loss (Btmn)					
	3Q/01	4Q/01	1Q/02	2Q/02	3Q/02
Sales	1,443	1,603	1,556	1,622	1,645
Costs of Sales	(964)	(1,088)	(947)	(920)	(961)
Gross Profit	479	515	609	702	683
Depreciation Expense	(368)	(474)	(431)	(423)	(413)
EBITDA	260	137	456	398	505
SG&A Expense	(587)	(852)	(584)	(726)	(592)
EBIT	(108)	(338)	25	(25)	92
Interest Expense	(63)	(118)	(97)	(39)	(175)
Other Income (Expense)	80	98	45	76	48
Pre-tax Profit	(91)	(358)	(27)	13	(35)
Corporate Tax	0	0	0	0	0
Pre-exceptional Profit	(91)	(358)	(27)	13	(35)
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	-	-	-	-	-
Gn (Ls) from Affiliates	-	-	-	-	-
Minority Interest	(3)	(1)	(2)	(2)	(1)
Net Profit	(94)	(359)	(29)	11	(37)
Normalized Profit (excl.FX&extra)	(134)	(381)	(96)	(139)	88
EPS (Bt)	(0.13)	(0.48)	(0.04)	0.01	(0.05)

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Per/Share Data (Bt)					
EPS	(2.93)	(1.92)	(0.39)	0.17	0.99
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	4.00	2.08	1.70	1.88	2.86
EV	18.87	19.07	18.57	18.24	17.97
Multiplier (X)					
PE	-	-	-	86.2	15.2
P/BV	3.7	7.2	8.8	8.0	5.2
EV/EBITDA	23.3	20.9	9.4	7.2	5.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Percentage Growth (%)					
Sales Growth	24.6	18.3	20.3	15.2	14.5
EBITDA Growth	NM	12.8	116.7	28.5	25.5
Normalized Profit Growth	NM	NM	NM	NM	337.4
Net Profit Growth	NM	NM	NM	NM	468.9
EPS Growth	NM	NM	NM	NM	468.9
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	32.8	32.5	41.9	44.8	48.0
EBITDA Margin	12.7	12.1	21.8	24.3	26.6
EBIT Margin	(36.3)	(21.0)	(3.4)	2.0	6.8
ROE	(54.2)	(63.0)	(20.5)	9.7	41.8
ROA	(15.8)	(10.5)	1.4	7.3	12.9
ROCE	(21.8)	(16.8)	2.5	14.6	26.7
Asset Utilization (X)					
Fixed Asset Turnover	1.5	2.1	2.8	3.5	4.6
Receivable Turnover	13.7	13.7	13.1	12.1	12.2
Inventory Turnover	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Payable Turnover	113.3	86.9	62.7	55.5	55.9
LIQUIDITY RATIOS (X)					
Current ratio	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9
Quick ratio	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8
LEVERAGE RATIOS (X)					
Liabilities/Equity	1.9	4.1	5.0	4.7	3.2
Interest-bearing Debt/Equity	0.9	1.9	2.0	1.7	1.0
Interest Coverage	(3.3)	(1.8)	0.2	1.4	3.0
Debt Service Coverage	0.9	0.9	1.9	2.7	3.6



ผลการดำเนินงานไตรมาสที่ผ่านมา
ผลขาดทุนสุทธิ Q3/45 ต่ำกว่าประมาณการก่อนหน้าของ CNS ซึ่งประมาณการ Q3/45 ของ CNS อยู่ที่ขาดทุนสุทธิ 106 ล้านบาท **UBC** รายงานผลขาดทุนสุทธิใน Q3/45 ลดลง y-y (ขาดทุนสุทธิ 37 ล้านบาทใน Q3/45 เทียบกับขาดทุนสุทธิ 94 ล้านบาทใน Q3/44) สาเหตุหลักมาจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ ในขณะที่ผลกำไรจากการดำเนินงานปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดย **EBITDA Q3/45** ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง **94% y-y** และ **27% q-q** ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าผลการดำเนินงาน Q3/45 แสดงผลถึงการฟื้นตัวอย่างเห็นได้ชัด (turnaround)