

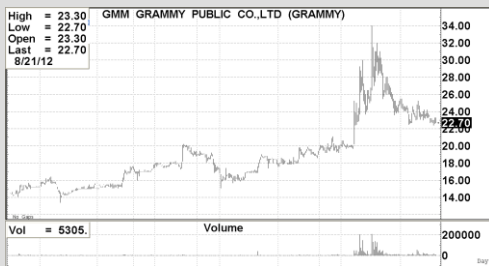


GRAMMY

(GMM Grammy PCL.)

Sector : MEDIA

ดิษฐ์นพ วัฒนเวทิน e-mail: research@kks.co.th



Source: Aspen

Business Description

ประกอบธุรกิจด้านบันเทิงและสื่อในหลายแขนง โดยแบ่งกลุ่มธุรกิจเป็น 7 กลุ่มธุรกิจหลัก คือ กลุ่มธุรกิจเพลง กลุ่มธุรกิจ E-Business (Digital Music) กลุ่มธุรกิจจัดกิจกรรมและคอนเสิร์ต กลุ่มธุรกิจบริหารศิลปิน กลุ่มธุรกิจภาพยนตร์ กลุ่มธุรกิจสื่อ และกลุ่มธุรกิจอื่นๆ

Stock Information (ข้อมูล ณ 21/08/ 2012)

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	530.56
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	530.26
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	1.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	30.03
P/BV (X)	3.60
Book Value (บาท)	6.30
Market Cap. (ล้านบาท)	12,037.01
Free Float (%)	26.98
SAA Consensus (บาท)	21.55

Sector Information

P/E (X)	22.98
P/BV (X)	4.71

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ถือ
Fair Value (Bt)	21.30
Closed Price (Bt)	22.70
Down side Risk	-6%
Dividend Yield 55F	0%
CGR 2011	

GRAMMY เปิดเผยยอดจำหน่ายกล่อง GMM Z สะสม ณ เดือน ส.ค. 55 อยู่ราว 1 ล้านกล่อง และจะออกกล่อง GMM mini เพื่อเจาะตลาดล่างโดยตั้งเป้ายอดขายรวมทั้ง 2 แบบ ณ สิ้นปี 55 ที่ราว 2 ล้านกล่อง ทั้งนี้ เราปรับลดประมาณการกำไรปี 55 ลง 91% หลังกำไรงวด Q2/55 ต่ำกว่าคาด 83% และปรับลดมูลค่าเหมาะสมเป็น 21.30 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าราคาหุ้นลดลงสะท้อนแล้ว จึงยังแนะนำ "ถือ" ติดตามสถานการณ์ GMM Z ต่อไป

GMM Z จะเป็น "ขุมทรัพย์ใหม่" หรือ "หลุมพราง" ยังต้องติดตามต่อไป

ผู้บริหาร GRAMMY เปิดเผยยอดจำหน่ายกล่อง GMM Z สะสม ณ เดือน ส.ค. 55 อยู่ราว 1 ล้านกล่อง เพิ่มขึ้นจากช่วงบอกลุยโรยอยู่ที่ราว 8 แสนกล่อง และจะออกกล่อง GMM mini ซึ่งมีราคาถูกกว่าเพื่อเจาะตลาดล่างโดยตั้งเป้ายอดขายรวมทั้ง 2 แบบ ณ สิ้นปี 55 ที่ราว 2 ล้านกล่อง โดยมีเป้าหมายกระจายกล่องของกลุ่ม GMM ให้มากที่สุดเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานธุรกิจในอนาคต ทั้งจากการหารายได้จากค่าสมาชิก หรือการขายโฆษณา ซึ่งเรามองว่าเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามต่อไป เนื่องจาก GRAMMY จะมีต้นทุนจากธุรกิจดังกล่าวปีละประมาณ 1 พันล้านบาท ทั้งนี้ เราประมาณการอย่าง Conservative ว่า ณ สิ้นปี 55 GRAMMY จะมียอดจำหน่ายกล่องรวมจำนวน 1.5 ล้านกล่อง และมีสมาชิกรายเดือนจำนวน 1.2 แสนคน ซึ่งจะทำให้ในปีแรกของธุรกิจใหม่ GMMZ จะมีผลขาดทุนขั้นต้นราว 792 ล้านบาท (รวมผลขายทุนจากบอกลุยโร 2012)

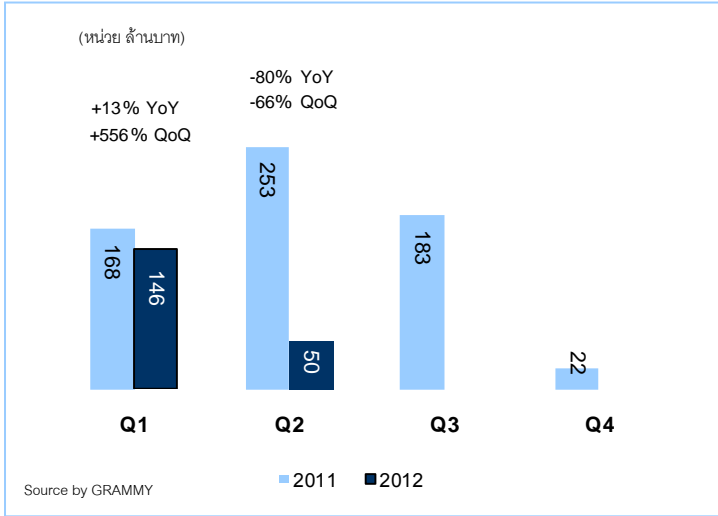
ปรับลดประมาณการกำไรปี 55 ลง 91% หลังกำไรงวด Q2/55 ต่ำกว่าคาด 83%

จากผลประกอบการงวด Q2/55 ออกมาต่ำกว่าที่เราคาด 83% อยู่ที่เพียง 50 ล้านบาท รวมงวด 1H55 มีกำไร 196 ล้านบาท ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปี 55 ของGRAMMY ลง 91% เป็น 26 ล้านบาท ลดลง 96% YoY โดยคาดว่าผลขาดทุนจากธุรกิจ GMMZ ในงวด 2H55 จะเป็นตัวจุดผลประกอบการโดยรวมของ GRAMMY ให้มีผลขาดทุนราว 170 ล้านบาท ในงวด 2H55 และเราปรับลดมูลค่าเหมาะสมหุ้น GRAMMY ลง 15% เป็น 21.30 บาท (P/E Multiple ดูคำอธิบายหน้า 2)

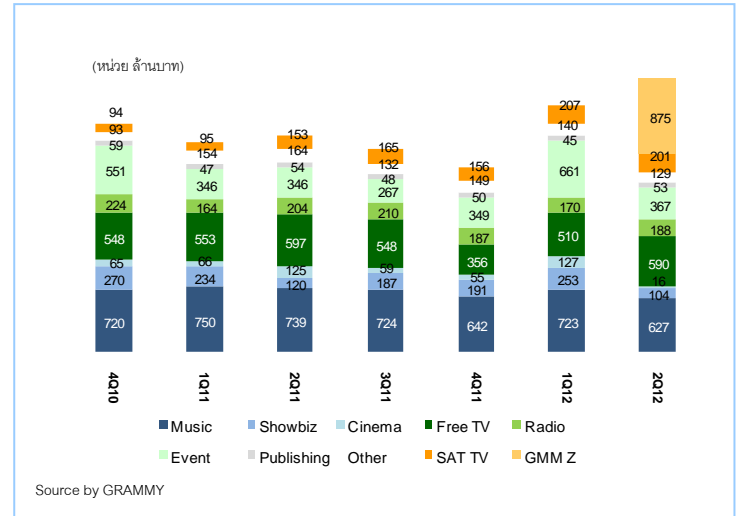
ราคาหุ้นลดลงสะท้อนแล้ว ยังแนะนำ "ถือ" ติดตามสถานการณ์ GMM Z ต่อไป

อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าราคาหุ้น GRAMMY ได้ปรับตัวลดลงสะท้อนกำไรงวด Q2/55 ที่ต่ำกว่าคาดแล้ว ราคาหุ้นใกล้เคียงกับราคาที่เหมาะสมที่เราประเมิน เราจึงยังแนะนำ "ถือ" เพื่อติดตามสถานการณ์ธุรกิจ GMM Z อย่างใกล้ชิดต่อไปว่าจะยอดขายกล่อง GMM Z และ GMM mini สะสม ณ สิ้นปี 55 จะออกมาเป็นไปตามเป้าที่ผู้บริหารคาดไว้หรือไม่ ซึ่งจะเป็นปัจจัยทำให้แนวโน้มผลประกอบการในงวด 4 ปีข้างหน้าของGRAMMY ดีกว่าที่เราคาด ทั้งนี้ เราคาดว่าธุรกิจ GMM Z จะเริ่มมีกำไรขั้นต้นในปี 57 ราว 306 ล้านบาท โดยมียอดจำหน่ายกล่องสะสมอยู่ที่ราว 3 ล้านกล่อง

กำไรสุทธิรายไตรมาส เปรียบเทียบระหว่างปี 2012 กับปี 2011



แนวโน้มรายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจรายไตรมาส (4Q10 - 2Q12)



ประมาณการรายได้ ต้นทุน กำไรขั้นต้น จากธุรกิจทีวีดาวเทียมของ GRAMMY

ธุรกิจทีวีดาวเทียม	2012F	2013F	2014F
รายได้ (ล้านบาท)	740	843	961
ต้นทุน	500	550	605
กำไร	240	293	356

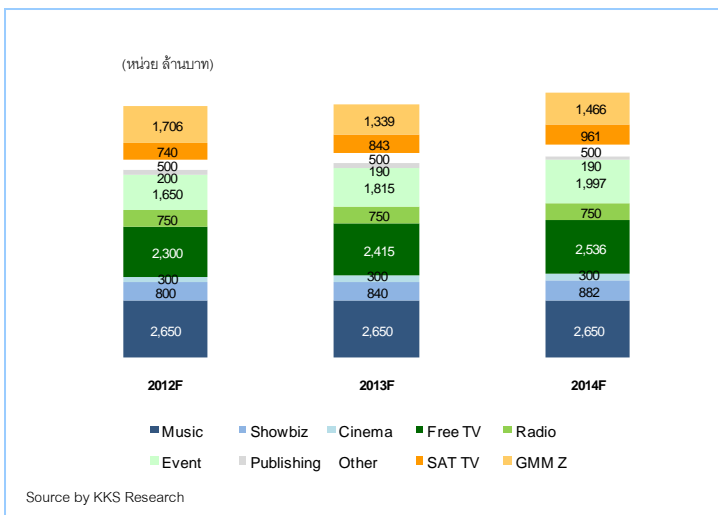
Source by KKS Research

ประมาณการรายได้ ต้นทุน กำไรขั้นต้น จากธุรกิจ Platform GMM Z (รวมบอลยูโร 2012)

	2012F	2013F	2014F
รายได้ (ล้านบาท)	1,405	1,339	1,466
- รายได้จำหน่าย Set Top Box	994	525	263
- รายได้ค่าสมาชิก	90	714	1,053
- รายได้สปอนเซอร์	321	100	150
- จำนวนสมาชิก ณ สิ้นปี (ล้านคน)	0.12	0.26	0.39
ต้นทุน	278	561	973
- ต้นทุน Set Top Box	699	420	210
- ค่าลิขสิทธิ์	700	300	300
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ	798	650	650
กำไร	(792)	(31)	306

Source by KKS Research

ประมาณการโครงสร้างรายได้ของ GRAMMY ในปี 2012F - 2014F



การประเมินราคาหุ้น (12 เดือน) กลุ่มทีวีดาวเทียม

	EPS 2012 ธุรกิจเดิม (ไม่รวมทีวีดาวเทียม)	EPS ธุรกิจทีวีดาวเทียมเฉลี่ย 3 ปีข้างหน้า	P/E ธุรกิจเดิม (เท่า)	P/E ธุรกิจทีวีดาวเทียม (เท่า)	มูลค่าเหมาะสมรวม (บาท)
RS	0.27	0.13	13.00	20.00	6.20
GRAMMY*	1.04	0.39	13.00	20.00	21.30
WORK	1.80	0.13	13.00	20.00	25.90
NBC	0.19	0.19	6.00	20.00	4.90

*หมายเหตุ GRAMMY ใช้ EPS ธุรกิจทีวีดาวเทียมเฉลี่ย 4 ปีข้างหน้า

หมายเหตุ: เราแบ่งการประเมินราคาเหมาะสมออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกประเมินจากกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ของธุรกิจเดิม (ไม่รวมทีวีดาวเทียม) โดยใช้ค่า P/E Multiple ที่ 13 เท่า อิงจากขอบล่างของการเคลื่อนไหวของ P/E ratio กลุ่ม MEDIA ในรอบ 5 ปี และส่วนที่ 2 ประเมินจาก EPS เฉลี่ย 3 ปีข้างหน้าของธุรกิจทีวีดาวเทียม โดยใช้ค่า P/E Multiple ที่ 20 เท่า อิงจากขอบบนของการเคลื่อนไหวของ P/E ratio กลุ่ม MEDIA ในรอบ 5 ปี

Source by KKS Research



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Sales	8,587	9,100	11,596	11,642
Costs of Sales	5,226	5,397	8,373	7,515
Gross profit	3,361	3,703	3,224	4,127
SG&A	2,775	3,014	3,271	3,405
Other income	225	345	290	309
EBIT	863	1,035	252	1,031
Depre. & amort'n	431	425	300	300
EBITDA	1,294	1,460	552	1,331
Interest expense	42	55	89	104
Pre-tax profit (loss)	820	980	163	927
Corporate Tax	229	296	38	185
After-tax profit	591	684	126	742
Extraordinary Items	0	35	0	0
Minority interest	(68)	(59)	(100)	(50)
Net profit	523	626	26	692
Norm. net profit	523	601	26	692

Balance Sheet				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Cash & ST Investments	1,203	1,344	1,431	1,817
Current Assets	4,597	5,440	6,949	7,352
Fixed Assets	2,968	3,094	3,465	3,515
Total Assets	7,565	8,534	10,414	10,866
S/T loan	786	1,255	2,000	2,000
Current Portion of Debt	151	146	160	160
Current Liabilities	3,500	4,345	6,164	6,174
LT Debt	206	282	260	260
Total Liabilities	3,750	4,891	6,734	6,772
Paid-up Capital	530	530	530	530
Retained Earnings	697	625	650	1,065
Total Equity	3,815	3,643	3,680	4,095

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Net Profit	523	626	26	692
Depre./Amortization	431	425	300	300
Change in work's cap	95	(2)	(310)	393
Operating Cash Flow	960	335	685	1,313
CAPEX	(256)	(375)	(1,350)	(650)
Free cash flows	704	(40)	(665)	663
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	(573)	(47)	737	(277)
Net cash flows	91	17	215	386

Financial Ratio				
FY Ended December	2010	2011	2012F	2013F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	39.1	40.7	27.8	35.5
EBITDA Margin	15.1	16.0	4.8	11.4
EBIT Margin	10.0	11.4	2.2	8.9
ROE	17.0	20.5	0.9	21.4
ROA	7.2	7.8	0.3	6.5

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	76	79	79	93
Inventory Days	50	57	49	61
Payment Days	82	110	97	122
Net Cash Cycle Days	44	26	30	32

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	1.3	1.3	1.1	1.2
Quick Ratio	1.1	1.0	0.9	1.0

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	1.0	1.3	1.8	1.7
Int.-bearing Debt/Equity	0.3	0.0	0.7	0.6
Interest Coverage	20.4	18.9	2.8	10.0
Debt Service Coverage	0.9	1.2	4.4	1.8

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	9.0	5.4	27.4	0.4
EBITDA Growth	6.3	12.9	-62.2	141.0
Normalized Profit Growth	2.5	14.8	-95.7	2,607.4
Net Profit Growth	2.5	19.5	-95.9	2,607.4
EPS Growth	1.9	19.5	-95.9	2,607.4

Per/Share Data (Bt)				
EPS	0.99	1.18	0.05	1.30
DPS	0.81	0.54	0.00	0.52
BV	6.01	5.53	5.71	6.50

Multiplier (x)				
PE	23.0	19.2	471.1	17.4
P/BV	3.8	4.1	4.0	3.5
Dividend yield (%)	3.6	2.4	0.0	2.3

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ

สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโคก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโคก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซีทีบางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakom@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน

คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์

ชื่อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
ชื่อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจะสนับสนุนราคาหุ้นระยะสั้น

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์





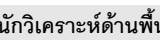
รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้ เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคคร่าวๆ นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วมีความน่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือ นำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมีนโยบายหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน

ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th
วิชชุตา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th
เบญจพล สุทธิวนิช	benjapho_l@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th
ดิษรณพ วัฒนเวคิน	dithanop_v@kks.co.th

นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค

อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชากรกุล	Apisit_l@kks.co.th
ณาศิส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th

ส่วนสนับสนุนข้อมูล

สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ปรียานุช ฉายานูเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th

RESEARCH CALL CENTER 02 680 2111