

## บมจ. แอมงปอง (PONG)

### กลุ่มบ้านเทิง

### เจ้าตลาดสินค้าบ้านเทิงภายในบ้าน

คำชี้แจงที่สำคัญ : อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. แอมงปอง (PONG)

บมจ. แอมงปอง (PONG) จะเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับประชาชนทั่วไปโดยออกหุ้นใหม่ 75 ล้านหุ้น ทำให้ทุนเรียกชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 295 ล้านบาท (295 ล้านหุ้น) เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนจะนำไปใช้ในการจัดหาลิขสิทธิ์ ขยายและปรับปรุงช่องทางการจำหน่าย ชำระคืนเงินกู้ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

PONG ได้รับผลดีจากการขยายตัวของตลาดโฮมเอ็นเตอร์เทนเมนท์ จากการที่ราคาวีซีดีและดีวีดีลดลง บริษัทเป็นผู้ถือครองลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทยและต่างประเทศมากกว่า 100 เรื่องต่อปี และจัดจำหน่ายสินค้าในรูปแบบของวีซีดีและดีวีดี บริษัทยังประกอบธุรกิจให้เช่าสินค้าผ่านทางร้านแอมงปอง 219 แห่ง

ยอดขายสินค้าลิขสิทธิ์แอมงปองคาดว่าจะเติบโตมากในปีหน้า หลังจากบริษัทได้ลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ทั้งไทยและต่างประเทศทั้งหมดจากสหมงคลฟิล์มในปี 2548-2549 จำนวนประมาณ 132 เรื่องต่อปี

เราคาดว่า กำไรปกติของบริษัทจะลดลงเป็น 74 ล้านบาทในปี 2547 เทียบกับ 226 ล้านบาทในปีก่อน จากการเพิ่มขึ้นของค่าตัดจ่ายลิขสิทธิ์เพลงและภาพยนตร์ หลังเปลี่ยนนโยบายทางบัญชี แต่ปี 2548 คาดว่ากำไรของ PONG จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญถึง 123% เป็น 165 ล้านบาท (0.56 บาท/หุ้น) จากการถือลิขสิทธิ์สหมงคลฟิล์มและการขยายตัวของตลาดสินค้าวีซีดีและดีวีดี

จากการประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกัน เราประเมินมูลค่าหุ้น PONG เทียบกับหุ้น บมจ. ซีวีดี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ (CVD) ซึ่งเป็นผู้ถือลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ในค่ายเมเจอร์ เราจึงประเมินหุ้น PONG อ้างอิง PER ที่ระดับ 12 เท่า เช่นเดียวกับ CVD ดังนั้น ราคาที่เหมาะสมของหุ้นเท่ากับ 6.70 บาท

นักวิเคราะห์: สุทธาทิพย์ พิรทรัพย์

Tel : 0-2658-6300 Ext. 1430

Suttatip.p@kimeng.co.th

ตาราง 1 : สรุปผลประกอบการของ PONG

	2001	2002	2003	2004F	2005F
Sales (Btmn)	442	909	1,451	1,563	2,112
EBITDA (Btmn)	(73)	168	491	494	658
Normalised earnings (Btmn)	(91)	48	226	74	165
Earnings (Btmn)	(99)	77	243	102	165
EPS (Bt)	(0.41)	0.11	0.34	0.35	0.56
PER (x)	N.A.	61.5	19.5	19.3	12.0
EV/EBITDA (x)	(25.7)	29.6	10.3	4.6	4.0
Free cash flow (Btmn)	(60)	80	154	(29)	61
CF/share (Bt)	(0.4)	0.3	0.7	1.4	1.9
BVPS (Bt)	N.A.	0.3	0.6	3.0	3.4
P/BV (x)	N.A.	21.8	10.5	2.2	2.0
DPS (Bt)	-	-	-	0.54	0.22
Dividend yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	3.3%
Net debt/equity (x)	N.A.	0.98	0.69	0.34	0.62
ROA (%)	-15.2%	10.4%	23.1%	7.0%	8.2%
ROE (%)	35.1%	-142.1%	72.1%	15.3%	17.4%

Note : Share price based on fair value estimate of Bt6.70/share

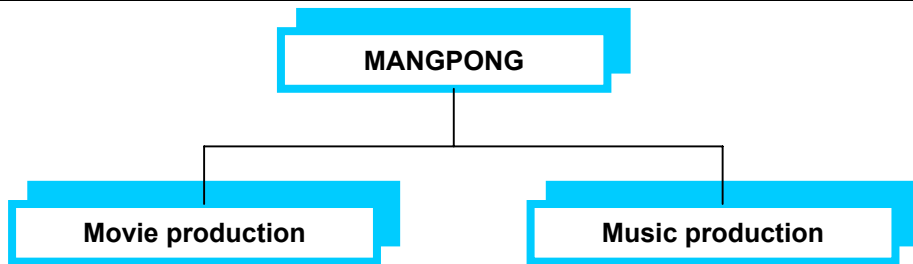
Source : Company reports and KELIVE Research estimates

คำชี้แจง : บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ. แมงป่อง (PONG) อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของกิมเอ็งอย่างเป็นเอกเทศ การประมาณการรายได้ ถ้าไรไม่ได้มีเจตจำนงจะเป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นแต่อย่างใด ทางกิมเอ็งและบริษัทไม่ได้มีส่วนที่เข้าไปรับรองรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ทางข้อมูลของบทวิเคราะห์นี้แต่อย่างใด นอกจากนี้ ทางกิมเอ็ง ผู้บริหารของบริษัท พนักงานและลูกจ้างจะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

**ข้อมูลบริษัท**

บมจ. แมงป่อง (PONG) เป็นผู้ถือครองลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทยและต่างประเทศมากกว่า 100 เรื่องต่อปี รวมทั้งเป็นผู้จัดจำหน่ายสินค้าในรูปแบบของวีซีดีและดีวีดี บริษัทยังประกอบธุรกิจให้เช่าสินค้าผ่านทางร้านค้าของบริษัท และเป็นผู้ถือลิขสิทธิ์เพลงสากลจากค่าย Countdown Music ประเทศเยอรมัน และนำมาผลิตภายใต้โลโก้ Maxx Music นอกจากนี้ บริษัทยังทำธุรกิจผลิตภาพยนตร์ หนังสัณ และเพลง

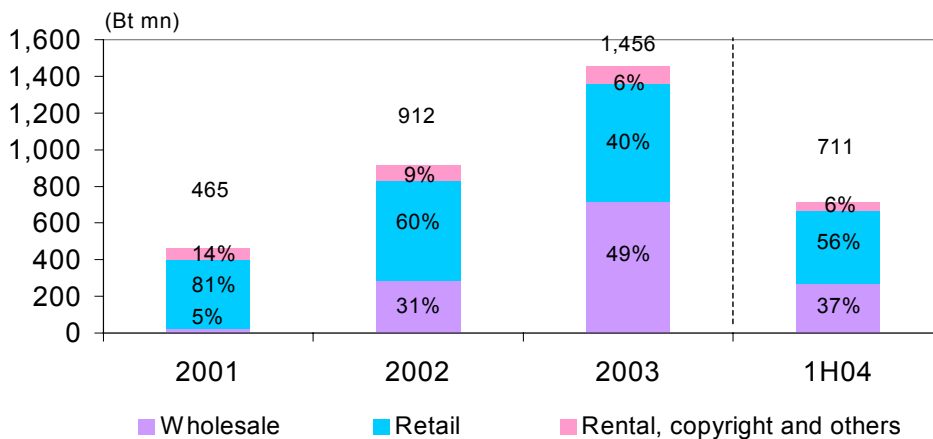
ตาราง 2 : โครงสร้างบริษัท



Source : Company reports

รายได้หลักของบริษัทมาจากการขายสินค้าลิขสิทธิ์ภาพยนตร์และเพลง ซึ่งมีเป็นสัดส่วนมากกว่า 90% ของรายได้รวม โดยในช่วงครึ่งแรกของปี 2547 รายได้จากการขายส่งมีสัดส่วน 37% ของรายได้รวม การขายปลีกผ่านทางสาขาแมงป่องมีสัดส่วน 56% ขณะที่รายได้จากการให้เช่าคิดเป็น 6% และมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากธุรกิจให้เช่ามีการชะลอตัวลง จากการที่ราคาสินค้าวีซีดีและดีวีดี ได้ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น บริษัทจึงไม่มีนโยบายในการขยายธุรกิจให้เช่า

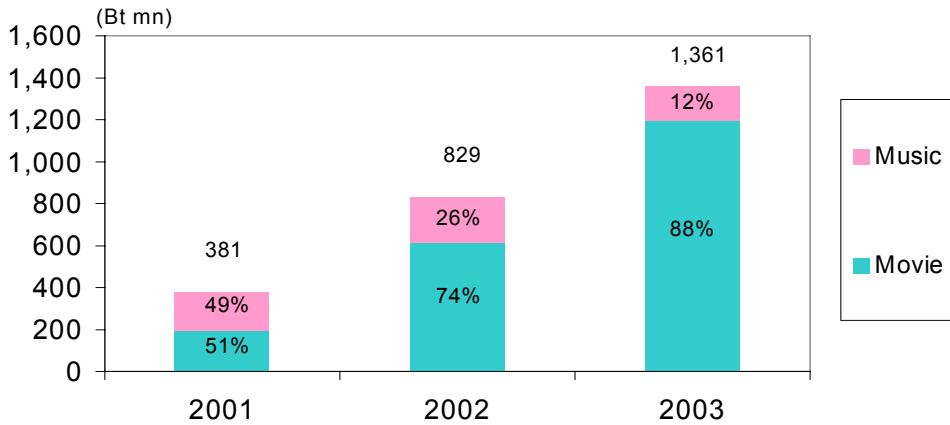
ตาราง 3 : โครงสร้างรายได้



Source : Company reports

จากการเติบโตของอุตสาหกรรมภาพยนตร์และวีซีดี รายได้จากการขายสินค้าภาพยนตร์จึงเพิ่มสูงขึ้นจาก 51% ของรายได้รวมในปี 2544 เป็น 74% ในปี 2545 และ 88% ในปี 2546 ขณะที่รายได้จากการขายสินค้าเพลง ลดลงจาก 49% ในปี 2544 และ 26% ในปี 2545 มาเป็น 12% และคาดว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2547 เนื่องจากธุรกิจการขายสินค้าภาพยนตร์ยังคงเติบโตต่อเนื่อง

ตาราง 4 : โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทสินค้า

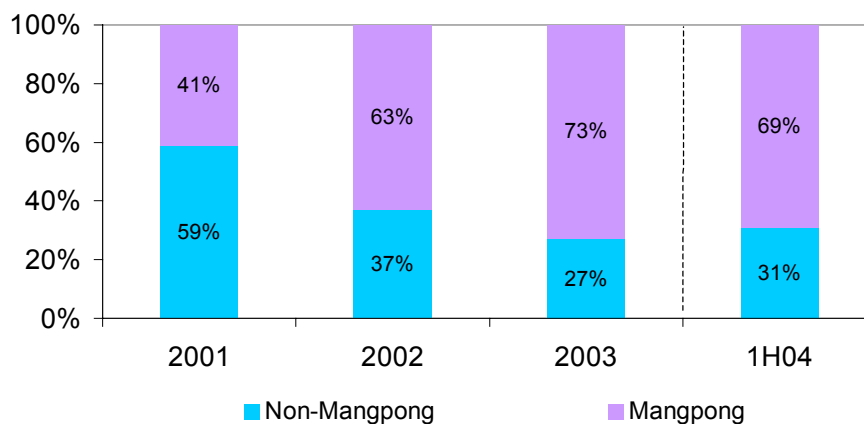


Source : Company reports

ในปี 2544 สินค้าลิขสิทธิ์แมงป่องมีส่วนเพียง 41% ของยอดขายรวม แต่ในปี 2545 และปี 2546 สินค้าดังกล่าวมีการเติบโตอย่างเด่นชัดมาเป็น 63% และ 73% ตามลำดับ สาเหตุมาจากการจัดซื้อลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ที่ได้รับความนิยมซึ่งขายได้จำนวนมาก เช่น เรื่องสุริโยทัย องค์บาก และ 15 ค่ำ เดือน 11 สำหรับในครั้งแรกของปี 2547 สินค้าลิขสิทธิ์แมงป่องลดลงเป็น 69% เนื่องจากบริษัทไม่ได้ต่อสัญญาซื้อลิขสิทธิ์กับค่ายใหญ่หนึ่งค่าย ประกอบกับแทบไม่มีภาพยนตร์ไทยออกจำหน่าย

การเพิ่มขึ้นของสินค้าลิขสิทธิ์แมงป่อง ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากสินค้าดังกล่าวมีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าสินค้าภายใต้ตราสินค้าของคู่ค้าอื่น ๆ

ตาราง 5 : โครงสร้างรายได้แบ่งตามตราสินค้า



Source : Company reports

### ธุรกิจถือครองลิขสิทธิ์และจัดจำหน่ายสินค้า

บริษัทซื้อลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทยจากผู้ผลิตโดยตรง เช่น สหมงคลฟิล์ม, ไฟว์สตาร์ โปรดักชั่น, อาร์เอสฟิล์ม และบริษัท จีเอ็มเอ็ม พิกเจอร์ โดยมีอายุสัญญา 3-10 ปี เช่น เรื่องสุริโยทัย, องค์บาก (ทำยอดขายสูงสุดเกือบ 1 ล้านแผ่น) และ 15 คำเดือน 11 (ขายได้ 400,000 แผ่น) สำหรับลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ต่างประเทศ จะซื้อจากผู้จัดจำหน่าย และตัวแทนจำหน่ายในงานประกวดภาพยนตร์ต่าง ๆ ตัวอย่างของภาพยนตร์ต่างประเทศคือ The Lord of the Rings 1 และ 2, Kill Bill 1, Spy Kid, และ F4 ตามฝัน ถิ่นและเธอ

บริษัทเริ่มมุ่งเน้นจำหน่ายภาพยนตร์ไทยมากขึ้น เนื่องจากกระแสความนิยมของภาพยนตร์ รวมทั้งการผลิตภาพยนตร์ไทยที่เพิ่มมากขึ้น จากจำนวนภาพยนตร์ไทยที่ผลิตในปี 2547 ทั้งหมด 45 เรื่อง เป็นลิขสิทธิ์ของเมงปอ้งจำนวน 13 เรื่อง ตามด้วยเจ-บิก และ AG (BKP) จำนวน 12 และ 6 เรื่อง ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม บางเรื่องจะออกขายในปีหน้า เนื่องจากภาพยนตร์ในรูปแบบวีซีดี ต้องออกขายหลังจากการฉายในโรงภาพยนตร์ไปแล้ว 4 เดือน สำหรับปี 2548 PONG ได้เซ็นสัญญาซื้อลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทยแล้ว 23 เรื่อง และอยู่ระหว่างเจรจาอีก 15 เรื่อง

### ได้ลิขสิทธิ์ภาพยนตร์สหมงคลฟิล์ม

PONG ได้ลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ทั้งหมดทั้งไทยและต่างประเทศ ในปี 2548 และ 2549 ของค่ายสหมงคลฟิล์ม ซึ่งเป็นผู้ผลิตภาพยนตร์รายใหญ่ที่สุด และเป็นผู้นำตลาดภาพยนตร์ไทยด้วยส่วนแบ่งตลาดราว 51% ในช่วง 9 เดือนแรกของปีนี้ โดย PONG จะได้ลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทย 12-13 เรื่องต่อปี และภาพยนตร์ต่างประเทศประมาณ 120 เรื่อง/ปี สำหรับภาพยนตร์ไทยที่กำลังจะเข้าฉาย ได้แก่ เรื่องต้มยำกุ้ง (นำแสดงโดย จา-พณม จากเรื่ององค์บาก ซึ่งทำรายได้สูง), มิดไนท์เพลกรัก, 7 ประจัญบาน 2, คนเห็นผี 10 และอินทรีขี้แดง เป็นต้น ภาพยนตร์ต่างประเทศเป็นลิขสิทธิ์จากค่าย Warner Bros., Miramax Film, Newline Cinema, Paramount Picture และ Universal

### ธุรกิจผลิตภาพยนตร์และหนังแผ่น

บริษัทเริ่มเข้ามาในธุรกิจผลิตภาพยนตร์และหนังแผ่น ตั้งแต่ปลายปี 2546 โดยผลิตภาพยนตร์ 2 เรื่อง คือ บุปผาราตรี และเจ้าสาวผัดไทย ซึ่งทำรายได้จากการเข้าฉายในโรง 50 ล้านบาท และ 1 ล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้ บริษัทยังวางแผนจะผลิตภาพยนตร์ปีละ 2 เรื่อง

### ธุรกิจเพลง

บริษัทซื้อลิขสิทธิ์เพลงสากลจากค่าย Countdown Music (เยอรมัน) SBI (อังกฤษ) และ DBY Record และนำเพลงมาประกอบรวมเป็นอัลบั้มเพลงภายใต้โลโก้ Maxx Music นอกจากนี้ บริษัทยังมีการผลิตเพลงในแนวอินดี้ ลูกทุ่งและป๊อปแดนซ์

### ร้านแมงปอ้ง

สินค้าของบริษัทวางจำหน่ายตามสาขาและแฟรนไชส์แมงปอ้งรวม 219 สาขา และผ่านทางผู้จัดจำหน่ายและตัวแทนจำหน่าย (Wholesale) และผู้ผลิตเครื่องใช้ไฟฟ้า เช่น โซนี่ พานาโซนิค ไทโอเนียร์ แฟมมิลี่ และโซเคน ซึ่งนำวีซีดีและดีวีดีไปใช้ในการส่งเสริมการขายร่วมกับการขายเครื่องเล่น ร้านแมงปอ้งมีสาขา 155 แห่งในกรุงเทพฯ และ 64 แห่งในต่างจังหวัด บริษัทยังมีการฝากขายไปในร้านสะดวกซื้อ และร้านค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) เช่น 7-11 ร้าน B2S และป๊อ Jet นอกจากนี้ เพื่อสร้างความหลากหลายและตอบสนองความต้องการของลูกค้า ร้านแมงปอ้งยังวางขายสินค้าที่ไม่ใช่ลิขสิทธิ์ของเมงปอ้งด้วย เช่น ภาพยนตร์จาก CVD, ไรท์ พิกเจอร์ และแปซิฟิก รวมทั้งเพลงจากค่าย Grammy และ RS

ปัจจุบัน แมงป่องมีสมาชิกมากกว่า 600,000 ราย และมีลูกค้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายมากกว่า 80 ราย และบริษัทผู้ผลิตเครื่องใช้ไฟฟ้ามากกว่า 20 ราย

ตาราง 6 : ช่องทางการจำหน่าย

ที่ตั้งร้าน	จำนวน
Stand Alone	20
บิกซี	53
ศูนย์การค้า	33
เทสโก้-โลตัส	32
คาร์ฟู	19
แม็คโคร	18
เดอะมอลล์	13
เซ็นทรัล	8
เมเจอร์	8
BTS	8
มาบุญครอง	3
เซ็นทรัล เวสต์ พลาซ่า	2
จัสโก้	2

Source : Company reports

### อุตสาหกรรมและการแข่งขัน

ในปี 2544 มูลค่าตลาดของวีซีดีและดีวีดีอยู่ที่ 4,000-5,000 ล้านบาท โดยไม่รวมสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ซึ่งคิดเป็น 40% ของมูลค่าตลาดรวม คาดการณ์ว่ามูลค่าตลาดจะเท่ากับ 6,000 ล้านบาทและ 7,000 ล้านบาทในปี 2546 และ 2547 ตามลำดับ การเติบโตของตลาดวีซีดีและดีวีดี มีผลมาจากหลายปัจจัยคือ

ประการแรก การเพิ่มขึ้นของความต้องการสินค้าลิขสิทธิ์ หลังจากราคาขายวีซีดีและดีวีดี ถูกปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เพื่อสู้กับสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ที่มีราคาและคุณภาพต่ำกว่า ราคาวีซีดีปรับตัวลดลงจาก 250 บาทในปี 2544 เหลือ 95 บาทในปี 2546 ขณะที่ราคาดีวีดีลดลงเหลือ 200 บาท จากราคา 500 บาทในปี 2544 การลดลงของราคาสินค้าขายขาด ยังส่งผลให้ตลาดสินค้าเช่า หดตัวลงอย่างต่อเนื่อง

ประการที่สอง จำนวนเครื่องเล่นวีซีดีและดีวีดี เพิ่มขึ้นสูงขึ้น หลังจากราคาขายปรับตัวลดลง ขณะที่สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคมีการขยายตัวสูง โดยได้รับการผลักดันจากการเติบโตของเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ เครื่องเล่นวีซีดีและดีวีดีคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากที่มีไม่ถึง 2 ล้านเครื่องในปี 2544 เป็น 6.7 ล้านเครื่องในปี 2547

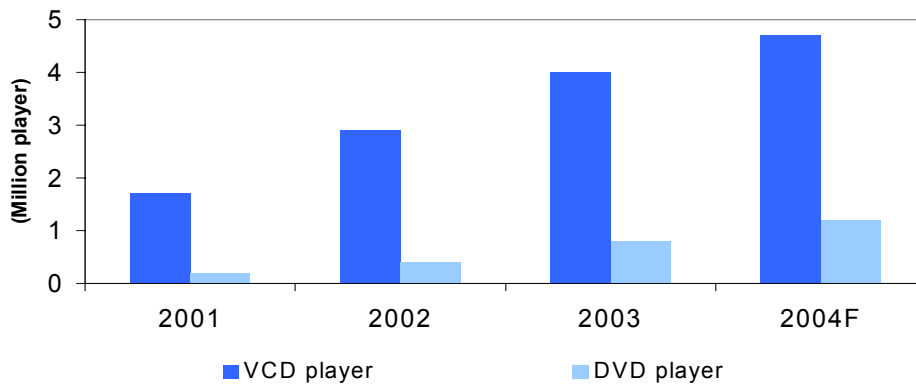
ภาวะการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในตลาดเครื่องเล่น ยังทำให้ราคาขายวีซีดีลดลงจาก 3,490 บาทในปี 2544 เหลือ 2,400 บาทในปี 2546 และคาดว่าจะลดลงเหลือ 1,300 บาทในปี 2547 และสำหรับเครื่องเล่นดีวีดี ราคาขายคาดว่าจะลดลงเป็น 6,000 บาทในปี 2546 และ 4,500 บาทในปี 2547 เทียบกับ 13,000 บาทในปี 2544

ตลาดวีซีดีมีส่วน 80% ของตลาดรวม อย่างไรก็ตาม สินค้าดีวีดีมีแนวโน้มได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น หลังจากราคาสินค้าและเครื่องเล่นปรับตัวลดลง ขณะที่คุณภาพดีกว่าวีซีดี

ประการที่สาม จำนวนภาพยนตร์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยที่จำนวนโรงภาพยนตร์ยังมีจำนวนไม่เพียงพอกับจำนวนหนัง ส่งผลให้เกิด Underscreen ซึ่งเป็นภาวะที่หนังมีเวลาฉายในโรงเป็นระยะเวลาสั้นเกินไป ขณะที่ราคาตัวภาพยนตร์ก็มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

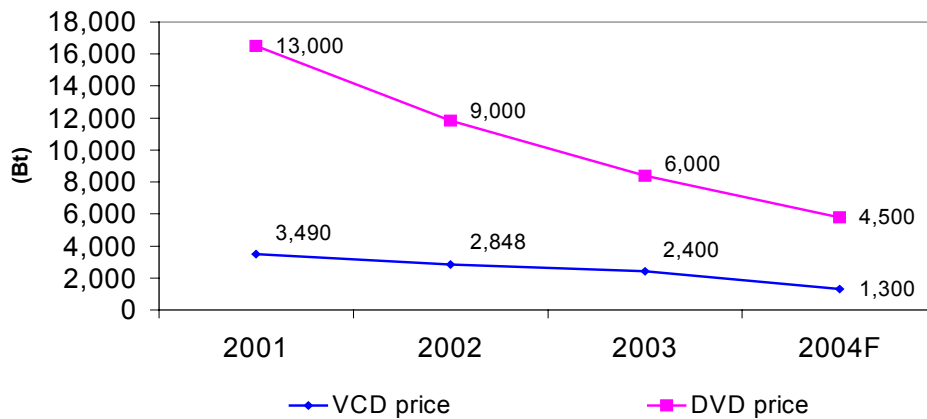
ประการสุดท้าย วีซีดีและดีวีดี เริ่มกลายเป็นสินค้าทั่วไปที่หาซื้อได้ง่ายตามร้านสาขา ร้านสะดวกซื้อ ร้านค้าปลีกสมัยใหม่ และร้านค้าปลีกในปั๊มน้ำมัน

ตาราง 7 : จำนวนเครื่องเล่น VCD และ DVD



Source : Company reports

ตาราง 8 : ราคาเครื่องเล่น VCD และ DVD



Source : Company reports

รายละเอียดการเสนอขายหุ้น

บริษัทจะเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปโดยขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 75 ล้านหุ้น ส่งผลให้ทุนเรียกชำระแล้วจะเพิ่มขึ้นจาก 220 ล้านบาท (220 ล้านหุ้น) เป็น 295 ล้านบาท (295 ล้านหุ้น) เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนจะนำไปใช้ในการจัดหาหลักทรัพย์ขยายและปรับปรุงช่องทางการจำหน่าย ชำระคืนเงินกู้ และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

**ตาราง 9 : รายละเอียดการเสนอขายหุ้น**

ทุนเรียกชำระแล้ว (ก่อน IPO)	: 220 ล้านบาท (220 ล้านหุ้น)
ราคาพาร์	: 1 บาท
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย	: 75 ล้านหุ้น
ราคาที่เสนอขาย	: ยังไม่กำหนด
เม็ดเงินที่ระดม	: ยังไม่กำหนด
ทุนเรียกชำระแล้ว (หลัง IPO)	: 295 ล้านบาท (295 ล้านหุ้น)
จุดประสงค์การเพิ่มทุน	: 1. จัดหาเงินสด 2. ขยายและปรับปรุงช่องทางการจำหน่าย 3. ชำระคืนเงินกู้ 4. เงินทุนหมุนเวียน
ระยะเวลาจองซื้อ	: ยังไม่กำหนด
วันเข้าซื้อขาย	: ยังไม่กำหนด
ที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่าย	: บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ

Source : Company reports

**โครงสร้างผู้ถือหุ้น**

ตระกูลตรีเอกวิจิตร ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 92% แต่หลังจากการขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 25% สัดส่วนการถือหุ้นของตระกูลตรีเอกวิจิตรจะลดลงเหลือ 69%

**ตาราง 10 : โครงสร้างผู้ถือหุ้น**

ผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
ตระกูลตรีเอกวิจิตร	92%	69%
พนักงาน	2%	1%
อื่น ๆ	6%	5%
IPO		25%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : Company reports

**ผลประกอบการล่าสุด**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 31 ล้านบาทในไตรมาส 2/47 แต่ถ้าไม่รวมกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้จำนวน 28 ล้านบาท กำไรปกติของบริษัทจะอยู่ที่ 2 ล้านบาท สาเหตุของการลดลงกำไรถึง 90% เมื่อเทียบกับไตรมาส (qoq) มาจากการเปลี่ยนวิธีการตัดจ่ายค่าลิขสิทธิ์เพลงและภาพยนตร์ เพื่อให้เหมาะสมกับยอดขาย เนื่องจากโดยปกติสินค้าที่ออกขายใหม่จะสามารถทำรายได้สูง ดังนั้น บริษัทจึงได้เปลี่ยนแปลงประมาณการระยะเวลาตัดจ่ายลิขสิทธิ์จากเดิมใช้วิธีเส้นตรงตามอายุของสัญญา เป็นวิธีผลรวมจำนวนปี (Sum-of-the-years-digit method) ตามอายุสัญญาแต่ไม่เกิน 3 ปี จากเดิมที่ตัดจ่ายในระยะเวลา 5-10 ปี โดยในปีแรกจะตัดจ่าย 55% และตัด 33% ในปีที่สอง 12% ในปีที่สาม ซึ่งจะบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ดังนั้น ค่าใช้จ่ายดังกล่าวเทียบกับยอดขายจึงเพิ่มขึ้นจาก 36% ในไตรมาส 2/46 มาอยู่ในระดับสูงถึง 62% ในไตรมาส 2/47 ในขณะที่บริษัทยังต้องจ่ายภาษีในอัตราปกติ โดยไม่ได้รับลดหย่อนจากการตัดจ่ายลิขสิทธิ์จำนวนมาก

ยอดขายลดลงเป็น 5% qoq และ 6% จากช่วงเดียวกันปีก่อน (yoy) เป็น 345 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทไม่ต่อสัญญาซื้อลิขสิทธิ์กับค่ายใหญ่หนึ่งค่าย ประกอบกับแทบไม่มีภาพยนตร์ไทยออกจำหน่าย ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงจาก 78.7% ในไตรมาส 2/46 มาเป็น 63.1% แม้ว่าต้นทุนวัตถุดิบจะปรับตัวลดลงก็ตาม

สำหรับอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน ลดลงจาก 0.93 เท่า ณ สิ้นปี 2546 มาอยู่ที่ 0.67 เท่า ณ สิ้นเดือน มิ.ย. 2547

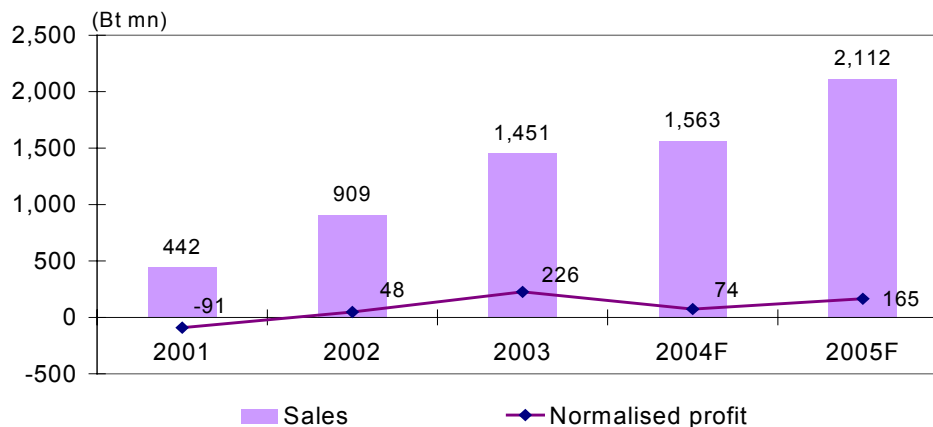
ตาราง 11 : ผลประกอบการไตรมาส 2/47

Income statement (Bt mn)	2Q04	1Q04	QOQ	2Q03	YOY	1H04	2004F	1H/04F
Total sales	345	362	(5%)	367	(6%)	707	1,563	45%
Sales	325	341	(5%)	334	(3%)	666	1,471	45%
Service income	20	20	(1%)	33	(38%)	41	91	45%
Other income	3	1	465%	1	134%	4	8	50%
COG	127	130	(2%)	78	63%	257	586	44%
Gross margin (%)	63.1%	64.2%	N.A.	78.7%	N.A.	63.6%	62.5%	N.A.
SG&A	215	206	4%	131	64%	421	872	48%
Interest expense	4	4	(0%)	3	25%	8	20	40%
Normalised profit	2	23	(90%)	157	(99%)	25	74	34%
Net profit	31	23	34%	157	(80%)	54	102	52%
EPS (Bt) *	0.01	0.10	(90%)	0.38	(97%)	0.11	0.25	44%

Note : \* Exclude extra items

Source : Company reports and KELIVE Research estimates

ตาราง 12 : ยอดขายและกำไรปกติ



Source : Company reports and KELIVE Research estimates

#### คาดการณ์ผลประกอบการ

เราคาดว่ากำไรปกติของบริษัทจะลดลงเหลือ 74 ล้านบาทในปี 2547 เทียบกับ 226 ล้านบาทในปี 2546 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของค่าตัดจ่ายลิขสิทธิ์เพลงและภาพยนตร์ จากการเปลี่ยนนโยบายทางบัญชี อย่างไรก็ตาม คาดว่ายอดขายจะเติบโต 8% เป็น 1,563 ล้านบาท จากการจำหน่ายภาพยนตร์ไทยเพิ่มขึ้นในครึ่งปีหลัง นอกจากนั้น ตั้งแต่เดือน ม.ค. บริษัทมีการปรับลดราคาดีวีดีลงเหลือ 199 บาท และสำหรับภาพยนตร์ที่ทยอยออกขายแล้วปรับราคาลงเหลือ 99 บาท บริษัทยังมีลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ที่ได้รับความนิยมสูงในมือ ไม่ว่าจะเป็นเรื่อง องค์บาก สุริโยทัย The Lord of the Rings 1 และ 2 และภาพยนตร์อื่น ๆ อีกมาก

แม้ว่าบริษัทจะมีการปรับราคาขายลดลง แต่อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทคาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูงถึง 63% เนื่องจากราคาที่ลดลงจะถูกชดเชยด้วยปริมาณขายที่เพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนยอดขายสินค้าแมงป่องซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสูง (78%) ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของสินค้าที่ไม่ใช่ลิขสิทธิ์ของแมงป่อง ก็มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นเนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตลดต่ำลง

จากอัตรการจ่ายเงินปันผลที่ 40% ของกำไร เราคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลอย่างต่ำ 0.14 บาทต่อหุ้น สำหรับผลประกอบการปี 2547 นอกจากนั้น บริษัทยังอาจมีการจ่ายเงินปันผลพิเศษจากผลประกอบการปี 2546 จำนวน 0.40 บาท/หุ้น

คาดว่าบริษัทจะสามารถรักษาสถิติภาพการเติบโตของยอดขายอย่างต่อเนื่อง จากการขยายตัวของตลาดสินค้าวีซีดีและดีวีดี ซึ่งได้รับอานิสงค์จากการลดลงของราคาสินค้าและเครื่องเล่น ในปีหน้า เราคาดว่ายอดขายของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่น จากการที่บริษัทเริ่มมุ่งเน้นจำหน่ายภาพยนตร์ไทยมากขึ้น โดยได้เซ็นสัญญาซื้อลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ไทยแล้ว 23 เรื่อง และอยู่ระหว่างเจรจาอีก 15 เรื่อง ประกอบกับการได้ลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ทั้งไทยและต่างประเทศทั้งหมดจากสหมงคลฟิล์ม ในปี 2548-2549 จำนวนประมาณ 132 เรื่องต่อปี ซึ่งคาดว่าจะทำให้กำไรของ PONG เติบโตอย่างมีนัยสำคัญถึง 123% เป็น 165 ล้านบาท หรือ 0.56 บาท/หุ้น ในปี 2548

ตาราง 13 : งบกำไรขาดทุน

(Bt mn)	2001	2002	2003	2004F	2005F
Sales	442	909	1,451	1,563	2,112
Other income	23	2	5	8	10
<b>Total revenues</b>	<b>465</b>	<b>912</b>	<b>1,456</b>	<b>1,570</b>	<b>2,122</b>
Cost of goods sold	364	492	326	530	686
Depreciation	-	92	38	56	59
SG&A and others expenses	174	251	853	872	1,120
<b>EBIT</b>	<b>(73)</b>	<b>76</b>	<b>238</b>	<b>112</b>	<b>258</b>
Interest expenses	17	29	14	20	23
<b>EBT</b>	<b>(91)</b>	<b>47</b>	<b>224</b>	<b>93</b>	<b>236</b>
<b>Profit before extra items</b>	<b>(91)</b>	<b>48</b>	<b>226</b>	<b>74</b>	<b>165</b>
<b>Net profit</b>	<b>(99)</b>	<b>77</b>	<b>243</b>	<b>102</b>	<b>165</b>

Source : Company reports and KELIVE Research estimates

#### การประเมินมูลค่าหุ้น

จากการประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกัน เราประเมินมูลค่าหุ้น PONG เทียบกับหุ้น บมจ. ซีวีดี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ (CVD) ซึ่งเป็นผู้ถือลิขสิทธิ์ภาพยนตร์ในค่ายเมเจอร์ PONG นับว่ามีฐานสินทรัพย์และรายได้ขนาดใหญ่กว่า แต่ก็มีความเสี่ยงในการเข้าไปทำธุรกิจผลิตภาพยนตร์และหนังแผ่น เราจึงประเมินหุ้น PONG อ้างอิง PER ที่ระดับ 12 เท่า เช่นเดียวกับ CVD ดังนั้น ราคาที่เหมาะสมของหุ้นเท่ากับ 6.70 บาท

ตาราง 14 : เปรียบเทียบ PONG และ CVD

Company	PONG	CVD
Recommendation		ACCUMULATE
Closing price as of Oct 6, 2004 (Bt)		22.60
Fair value (Bt)	6.70	27.50
EPS04	0.35	2.29
EPS05	0.56	2.48
PER04	19.32	9.87
PER05	12.00	9.12
BV04	3.00	21.91
BV05	3.42	23.24
P/BV04	2.23	1.03
P/BV05	1.96	0.97
EV/EBITDA04	4.62	5.11
EV/EBITDA05	3.95	4.57
CF/Share04	1.39	3.87
CF/Share05	1.91	2.15
DPS04	0.54	1.15
DPS05	0.22	1.24
Dividend yield04	8.0%	5.1%
Dividend yield05	3.3%	5.5%
Net Debt/Equity04	0.34	Cash
Net Debt/Equity05	0.62	Cash

Note : Based on share price of Bt6.70 and Bt22.60 for PONG and CVD, respectively

Source : KELIVE Research estimates

ตาราง 15 : งบดุล

(Bt mn)	2001	2002	2003	2004F	2005F
<b>ASSETS</b>					
Cash & Deposits	8	20	22	21	22
Accounts receivable	16	145	171	137	268
Inventories	218	139	176	231	371
Other current assets	2	8	21	23	31
Total current assets	244	312	390	412	691
Investments	62	205	457	457	457
Property, Plant and Equipment	300	314	373	756	1,201
Other assets	17	27	32	32	32
<b>Total Assets</b>	<b>623</b>	<b>858</b>	<b>1,252</b>	<b>1,658</b>	<b>2,382</b>
<b>LIABILITIES</b>					
OD + Current portion of L-T debt	78	75	64	63	125
Account payable + Trust Receipt	135	212	277	187	414
Other current liabilities	71	107	109	178	230
Total current liabilities	284	393	451	427	768
Long term debts	203	161	270	262	523
Other liabilities	468	82	79	81	80
<b>Total liabilities</b>	<b>955</b>	<b>635</b>	<b>800</b>	<b>771</b>	<b>1,371</b>
Minority Interest	-	4	1	1	1
<b>SHAREHOLDERS' EQUITIES</b>					
Shares	240	710	220	295	295
Premium on shares	-	-	-	375	375
Retained earnings	(572)	(491)	231	216	340
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>(332)</b>	<b>219</b>	<b>451</b>	<b>886</b>	<b>1,010</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>623</b>	<b>858</b>	<b>1,252</b>	<b>1,658</b>	<b>2,382</b>

Source : Company reports and KELIVE Research estimates

ตาราง 16 : งบกระแสเงินสด

(Bt mn)	2001	2002	2003	2004F	2005F
Net profit	(99)	77	243	102	165
+ Depreciation & Amortization	-	92	253	381	400
+ Decrease in working capital	(0)	57	(8)	(44)	(0)
+ Others	8	(29)	(18)	(28)	-
<b>Operating cash flow</b>	<b>(91)</b>	<b>196</b>	<b>471</b>	<b>411</b>	<b>565</b>
Purchase of fixed assets	30	(116)	(317)	(440)	(504)
Investment in affiliated	10	(143)	(253)	-	-
<b>Investing cash flow</b>	<b>40</b>	<b>(259)</b>	<b>(569)</b>	<b>(440)</b>	<b>(504)</b>
Payment of dividend	-	-	-	(118)	(41)
Equity Increase	-	474	(493)	450	-
Other debt financing	20	(369)	14	30	(1)
<b>Internal financing cash flow</b>	<b>20</b>	<b>105</b>	<b>(479)</b>	<b>362</b>	<b>(42)</b>

Source : Company reports and KELIVE Research estimates

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอร์คิวรี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
 เลขที่ 540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
 เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร 10330  
 โทร 0-2658-6300  
 โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพายุหัด

เลขที่ 125, 125/1-6, 125/19-25 อาคารดิโอดด์  
 สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนนพายุหัด แขวงวัง  
 บูรพาภิรมย์ เขตพระนคร กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2225-0242  
 โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

เลขที่ 622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
 ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2664-9800  
 โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขายาวราช

เลขที่ 215 อาคารแกรนด์ไฮมา ชั้น 4  
 ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
 เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ  
 โทร 0-2622-9412  
 โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาต่างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

เลขที่ 244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
 ถนนวิลาศ ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
 จังหวัดเชียงใหม่  
 โทร (053) 284-000  
 โทรสาร (053) 284-019

##### สาขาสุนทรินทร์

เลขที่ 137/7 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง อำเภอ  
 เมืองสุนทรินทร์ จังหวัดสุนทรินทร์  
 โทร (044) 519-370  
 โทรสาร (044) 519-476

##### สาขาจันทบุรี

เลขที่ 203 ชั้น 2 ถนนขวาง ตำบลตลาด  
 อำเภอเมืองจันทบุรี จังหวัดจันทบุรี  
 โทร (039) 346-626-30  
 โทรสาร (039) 346-631

##### สาขาหาดใหญ่ 2

เลขที่ 29 ชั้น 6 อาคารสิริการเดินพลาซ่า  
 ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
 อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา  
 โทร (074) 247-199  
 โทรสาร (074) 247-701

##### สาขายะลา

เลขที่ 18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเดา  
 อำเภอเมือง จังหวัดยะลา  
 โทร (073) 255-493-7  
 โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาโศก

เลขที่ 159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
 ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย  
 เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2665-7000  
 โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

เลขที่ 1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพลินทาวเวอร์  
 ชั้น 3 ถนนศรีนครินทร์ ตำบลลำไทรเหนือ  
 อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
 จังหวัดสมุทรปราการ  
 โทร 0-2758-7003  
 โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาฟิวเจอร์ ปาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์ ปาร์ค รังสิต ห้อง 118  
 ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ประชาธิ  
 ราช อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
 โทร 0-2958-0591  
 โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขานิยะ

เลขที่ 52 อาคารธานีพลาซ่า 20 ถนนสีลม  
 แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2231-2700  
 โทรสาร 0-2231-2349-50

##### สาขาเชียงใหม่ 2

เลขที่ 201/3 ถนนมหิดล ตำบลหายยา  
 อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่  
 โทร (053) 284-138  
 โทรสาร (053) 284-138

##### สาขาอุบลราชธานี

เลขที่ 187-188 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง  
 อำเภอเมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี  
 โทร (045) 265-631  
 โทรสาร (045) 265-631

##### สาขามหาชัย

เลขที่ 930/133 ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
 ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร  
 จังหวัดสมุทรสาคร  
 โทร (034) 811-377  
 โทรสาร (034) 811-383

##### สาขาสุราษฎร์ธานี

เลขที่ 216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
 ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี  
 จังหวัดสุราษฎร์ธานี  
 โทร (077) 205-460  
 โทรสาร (077) 205-475

#### สาขาญาติ

เลขที่ 56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
 ถนนสีลม แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2231-2700  
 โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

เลขที่ 30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์  
 งามวงศ์วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบล  
 บางเขน อำเภอเมืองนนทบุรี  
 จังหวัดนนทบุรี  
 โทร 0-2550-0577  
 โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

เลขที่ 99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ  
 ชั้น 14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล  
 เขตธนบุรี กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2876-6500  
 โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

เลขที่ 7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3  
 ห้อง 302 ถนนบรมราชชนนี  
 แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2884-9847  
 โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาลำปาง

เลขที่ 48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสบตุ๋ย  
 อำเภอเมืองลำปาง จังหวัดลำปาง  
 โทร (054) 319-211  
 โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาชลบุรี

เลขที่ 57/1-2 ถนนพาสตรรา  
 ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
 จังหวัดชลบุรี  
 โทร (038) 792-479  
 โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสมาทรวงคราม

อยู่เลขที่ 74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนน  
 พระราม 2 ต.แม่กลอง อ.เมือง จ.  
 สมุทรสงคราม  
 โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
 โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

เลขที่ 22/39-40 อาคารวานิชพลาซ่า  
 ถนนหลวงพ่อดคล้อง ตำบลตลาดใหญ่  
 อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต  
 โทร (076) 355-730-6  
 โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาซีคอนสแควร์

เลขที่ 904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง  
 1008 ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
 ประเวศ กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2721-9949  
 โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

เลขที่ 1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
 ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
 905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว  
 เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2541-1411  
 โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขาบางแค

เลขที่ 275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8  
 ถนนเพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
 กรุงเทพมหานคร  
 โทร 0-2804-4235  
 โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสารนคร

100/46 อาคารสารนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
 ถนนสารนครเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
 กรุงเทพฯ 10120  
 โทร 0-2636-7550-6  
 โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขานครราชสีมา

เลขที่ 1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง  
 อำเภอเมือง จังหวัดนครราชสีมา  
 โทร (054) 288-455  
 โทรสาร (054) 288-466

#### สาขาระยอง

เลขที่ 180/1-2 อาคารสมพาณิชย์ ชั้น 2  
 ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
 อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง  
 โทร (038) 862-022-9  
 โทรสาร (038) 862-043

#### สาขาหาดใหญ่ 1

เลขที่ 1,3,5 ถนนจตุทิศ 3  
 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
 จังหวัดสงขลา  
 โทร (074) 346-400  
 โทรสาร (074) 239-509

#### สาขาอรัญประเทศ

เลขที่ 44/4 อาคารราชพิศุ ถนนบำรุงราษฎร์  
 ตำบลอรัญประเทศ อำเภออรัญประเทศ  
 จังหวัดสระแก้ว  
 โทร (037) 226-347-8  
 โทรสาร (037) 226-346

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมีได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือขี้นการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด