

บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) : MAJOR

Huge Upside Potential

BUY

หมายเหตุ : บล. พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป ในจำนวน 20 ล้านหุ้น

General Information

Company Background

MAJOR ก่อตั้งขึ้นในปี 2537 โดยนายวิชา พูลวรลักษณ์ เพื่อประกอบธุรกิจโรงภาพยนตร์ซีเนเพล็กซ์ (Cineplex) ซึ่งเป็นการรวมระหว่างโรงภาพยนตร์ (Cinema) เข้ากับศูนย์บันเทิง (Entertainment Complex) ภายใต้สโลแกน “สุดยอดเมืองหนัง และศูนย์รวมความบันเทิงระดับโลก” โดยเน้นโรงภาพยนตร์เป็นหลัก และเสริมด้วยบริการบันเทิงอื่นหลากหลายประเภท เช่น โบว์ลิ่งและร้านค้าต่างๆ MAJOR ได้เปิดตัวเป็นครั้งแรกจากสาขาปิ่นเกล้าในเดือนธ.ค. 2538 และสาขาล่าสุดที่เพิ่งจะเปิดตัวไปวันที่ 1/05/2545 ได้แก่สาขาพระราม 3 MAJOR มีจำนวนสาขาทั้งสิ้นที่เปิดแล้ว ณ ปลาย Q1/45รวมทั้งสิ้น 7 สาขา มีจำนวนทั้งสิ้น 67 โรง ซึ่งสามารถจุผู้ชมได้สูงสุดถึง 18,450 ที่นั่ง และมีโบว์ลิ่งรวม 4 สาขา จำนวน 132 เลน และภายในปี 2545 จะทำการเปิดเพิ่มอีก 4 สาขา รวมทั้งสิ้นเป็น 11 สาขา และจะมีจำนวนโรงภาพยนตร์ทั้งสิ้นรวม 106 โรง ซึ่งจะกลายเป็นผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์รายใหญ่ที่สุด

Capacity ของแต่ละสาขาปัจจุบันและในอนาคต

	Theatre (screens)	Bowling (lanes)	Rental space (sq.m.)
1) Sukhumvit	8	20	3,721
2) World Trade	6	32	1,083
3) Ratchayothin	15	46	8,448
4) Ramkhamhaeng	7	-	382
5) Chiangmai	7	-	100
6) Pinklao	8	-	-
7) Rangsit	16	34	3,675
Total - Q1/2545	67	132	17,409
8) Rama III (1/05/45)	9	-	-
9) Bangna (07/45)	10	-	-
10) Bangkapi (10/45)	11	-	400
11) Rama II (12/45)	9	32	-
Total – expanded capacity	39	32	400
TOTAL - end-2545	106	164	17,809

ที่มา: MAJOR

ผู้ประกอบการโรงภาพยนตร์รายใหญ่ ณ ปัจจุบัน

	Branches	Screens
Major Cineplex	7	67
EGV	9	79
SF Cinema	6	38

ที่มา: MAJOR

แหล่งรายได้หลักของ MAJOR มาจาก 2 ส่วนงาน ซึ่งได้แก่

ธุรกิจในกลุ่มบันเทิง ซึ่งจำแนกเป็น 3 ส่วนงานย่อย ได้แก่

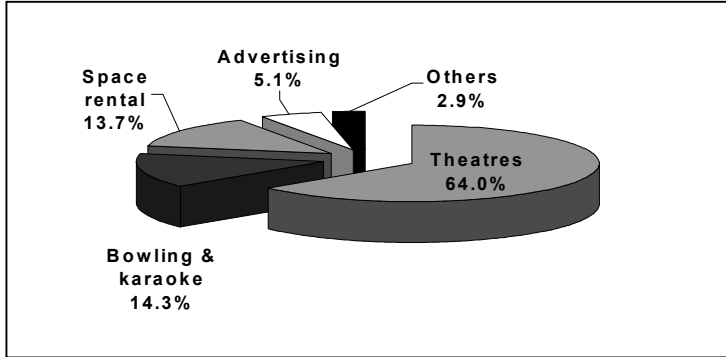
- 1) **รายได้จากส่วนงานธุรกิจโรงภาพยนตร์** ซึ่งรวมรายได้จากการขายบัตรชมภาพยนตร์ รายได้จากการขายอาหารและเครื่องดื่ม รายได้ส่งเสริมการขาย และรายได้จากการบริหารงานที่เกี่ยวกับโรงภาพยนตร์ MAJOR จะไม่มีภาระต้นทุนในส่วนของการจัดซื้อภาพยนตร์ แต่เป็นหน้าที่ของตัวแทนจำหน่ายภาพยนตร์แทนซึ่งจะเป็นผู้ส่งฟิล์มหรือเทปภาพยนตร์ให้กับโรงภาพยนตร์ ส่วนแบ่งค่าขายตัวจะแบ่งกันระหว่างโรงภาพยนตร์และตัวแทนจำหน่ายเฉลี่ยร้อยละ 48-50
- 2) **รายได้จากธุรกิจโบว์ลิ่งและบริการห้องคาราโอเกะ** นอกจากนี้ยังมีรายได้เสริมจากบริการให้เช่ารองเท้า จำหน่ายถุงเท้า และบริการจำหน่ายสินค้าและอุปกรณ์โบว์ลิ่งในร้านโปรซอฟ
- 3) **รายได้จากธุรกิจโฆษณา** อยู่ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย “เมเจอร์ ซินีแอด” ได้แก่ รายได้จากส่วนแบ่งค่าโฆษณาบนจอภาพยนตร์ รวมไปถึงการทำโปรโมชันภาพยนตร์และให้บริการทางการตลาด เช่น โฆษณานจอร์ดีโอ บนป้ายโฆษณาหน้าโรงภาพยนตร์ บน website ของบริษัท หรือโฆษณากลางแจ้ง เป็นต้น

ธุรกิจเสริม ได้แก่

- 4) รายได้จากธุรกิจพื้นที่เช่า ประกอบด้วยรายได้เช่าพื้นที่ในพื้นที่ของการให้บริการโรงภาพยนตร์และโบว์ลิง รวมไปถึงพื้นที่ส่วนที่เหลือ
- 5) รายได้อื่น ๆ เช่น บริการเสริมที่ควบคู่ไปกับการให้เช่าพื้นที่ ได้แก่ บริการแสงไฟ ไอเย็น บริการพื้นที่ส่วนกลาง บริการระบบป้องกันอัคคีภัย และบริการทำความสะอาด เป็นต้น

รายได้จากโรงภาพยนตร์คิดเป็นสัดส่วนสูงสุดของรายได้รวมทั้งหมด โดยคิดเป็นประมาณ 64% และ 65% ของรายได้รวมสำหรับทั้งปี 2544 และ Q1/45 ตามลำดับ ในขณะที่รายได้จากโบว์ลิงและคาราโอเกะคิดเป็นประมาณ 14% และ 13% ของรายได้รวมสำหรับปี 2544 และ Q1/45 ตามลำดับ

โครงสร้างรายได้รวมปี 2544



ที่มา: MAJOR

ธุรกิจที่ยังคงให้อัตราร่วมกำไรขั้นต้น (gross margin) และอัตราร่วมกำไรจากการดำเนินงานซึ่งไม่รวมค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย (EBITDA margin) สูงสุดในปี 2544 ได้แก่ ธุรกิจโบว์ลิง (54% gross margin และ 48% EBITDA margin) ในขณะที่ธุรกิจโรงภาพยนตร์ให้ gross margin และ EBITDA margin รองลงมา แต่ gross margin ได้เปลี่ยนไปใน Q1/45 โดย gross margin ของธุรกิจโรงภาพยนตร์กลับเป็นธุรกิจที่สร้างอัตราร่วมกำไรขั้นต้นสูงสุด โดยขึ้นมาอยู่ที่ 45% จากการขยายจำนวนโรงและที่นั่ง แต่ถ้าวินิจฉัยที่อัตราร่วมผลกำไรสุทธิ (Net margin) จะเห็นว่าธุรกิจโบว์ลิงยังคงเป็นธุรกิจที่ให้ Net margin สูงที่สุด

อัตราร่วมของผลกำไรแยกตามธุรกิจหลัก

	Gross margin		EBITDA margin		Net margin	
	Q1/45	2544	Q1/45	2544	Q1/45	2544
Theatre	45%	35%	36%	27%	16%	n.a.
Bowling	44%	54%	43%	48%	19%	n.a.
Space rentals	n.a.	43%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

ที่มา: MAJOR

Industry & Competition Analysis

มูลค่าตลาดภาพยนตร์ในปี 2544 อยู่ที่ 2.95 พันล้านบาท ซึ่งขยายตัวเพิ่มสูงมากถึง 44% y-y จากการขยายตัวอย่างมากของภาพยนตร์ไทยซึ่งมียอดขายตัวสูงถึง 1 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 34% ของมูลค่าตลาดภาพยนตร์ทั้งปี 2544 มูลค่าตลาดภาพยนตร์โดยรวมมาจากเขตกทม.และปริมณฑลประมาณ 80% ในขณะที่มูลค่าที่เหลืออีก 20% มาจากต่างจังหวัด

จำนวนภาพยนตร์ที่ออกฉายในปี 2544

Types of movies	No. of films released	Ticket sales (Btmn)	As a % (%)
Western	150	1,858	63
Chinese	29	89	3
Total foreign films	179	1,947	66
Thai	15	1,003	34
TOTAL	194	2,950	100

ที่มา: บริษัทตัวแทนจำหน่ายภาพยนตร์

โอกาสทางการเติบโตของธุรกิจภาพยนตร์ยังคงมีสูง เนื่องจากปัจจุบันธุรกิจโรงภาพยนตร์ในประเทศไทยอยู่ในภาวะที่เรียกว่า “Underscreen” หรือจำนวนโรงภาพยนตร์ที่รอเข้าฉายในโรงภาพยนตร์มีมากกว่าจำนวนโรงภาพยนตร์ที่สามารถจะรองรับได้ ส่งผลให้ระยะเวลาการเข้าฉายและจำนวนรอบที่ทำการฉายมีจำกัดโดยเฉลี่ย 1-2 สัปดาห์

ระยะเวลาการฉายหนังโดยเฉลี่ย 1-2 สัปดาห์ต่อ 1 เรื่อง

No. of films exhibited in Thailand in 2544	194
Films exhibited in a week	3-4 films/week
Avg. exhibiting period for one film in Bangkok	1-2 weeks
Compared to avg. exhibiting period in US.	6-8 weeks

ที่มา: MAJOR

ถ้าพิจารณาการเข้าชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ต่อปีต่อรายได้ประชากร (Annual admission per capita) จะเห็นว่าประเทศไทยมีอัตราส่วนต่ำที่สุดที่ 2 เท่า เมื่อเทียบกับออสเตรเลียและสหรัฐฯ ซึ่งอยู่ที่ 5 เท่าและ 6 เท่าตามลำดับ หรือถ้าพิจารณาอัตราส่วนของจำนวนประชากรต่อโรงภาพยนตร์ (Population per screen) จะเห็นว่าอัตราส่วนดังกล่าวของประเทศไทยอยู่ในอัตราที่สูงมาก (มากกว่า 50,000 รายต่อโรง) ถ้าเทียบกับประเทศที่เจริญแล้ว ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าเป็นโอกาสสำหรับการเติบโตของธุรกิจภาพยนตร์ของไทย

อัตราการเข้าชมภาพยนตร์ในโรงต่อรายได้ของคนไทยอยู่ในระดับต่ำ

US	5.45
Australia	4.71
Thailand	2.00

ที่มา: MAJOR

จำนวนประชากรของไทยต่อโรงภาพยนตร์อยู่ในระดับที่สูงมาก

US	7,230
Australia	10,689
Average Europe	18,493
Thailand	>50,000

ที่มา: MAJOR

Shareholding Structure

	Pre-IPO	Post -IPO
Vicha Group	77%	64%
Verawat Group	11%	9%
Others	11%	9%
IPO		17%
Paid-up capital	Bt487mn	Bt587mn
Shares outstanding	97.4mn	117.4mn

ที่มา: MAJOR

IPO Details

Size of IPO	20mn shares
Paid-up capital (post-IPO)	Bt587mn
IPO price	Bt39/share
Market capitalization (post-IPO) at IPO price	Bt4.6bn
Trading date	23/5/45

ที่มา: MAJOR

บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) : MAJOR

Huge Upside Potential

BUY

Consolidated Financial Statement

IPO Price : 39 Bt.

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Btmn)	EBITDA y-o-y (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	1	0.27	144.44	n.m.	(14)	n.m.	n.m.	-	-
2543	30	2.76	14.13	7.27	36	n.m.	135.46	-	-
2544	141	2.87	13.61	7.12	349	870.4	14.51	-	-
2545F	258	2.37	16.47	2.91	612	75.2	8.00	-	-
2546F	434	3.69	10.56	2.28	894	46.0	5.52	-	-

หมายเหตุ : บล. พัฒนลิน จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป ในจำนวน 20 ล้านหุ้น

ธุรกิจโรงภาพยนตร์ถือได้ว่าเป็นธุรกิจที่มีอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิและกระแสเงินสดในระดับสูง และมีระยะเวลาในการคืนทุน (Payback period) เพียง 3-4 ปี ประกอบกับการที่ MAJOR จะกลายเป็นผู้ประกอบการที่มีส่วนแบ่งการตลาดสูงที่สุดเท่ากับ 50% ภายในปี 2546 และชื่อเสียงในเรื่องคุณภาพของสถานที่และเทคโนโลยีของโรงภาพยนตร์ ภายใต้แนวคิด “ศูนย์บันเทิง ซินีเพล็กซ์” ทั่วประเทศ CNS คาดการณ์การเติบโตของผลกำไรสุทธิของ MAJOR ในอัตราก้าวกระโดด 83% และ 68% y-y ในปี 2545 และปี 2546 จากการขยายสาขาเพิ่มขึ้นอีก 5 สาขาในปี 2545 นอกจากนี้ด้วยประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการบริหารงานของทีมผู้บริหารซึ่งอยู่ในธุรกิจโรงภาพยนตร์มากกว่า 40 ปี และจำนวนหุ้น MAJOR ซึ่งมี Free Float ประมาณ 30 ล้านหุ้นหลังการทำ IPO (หรือคิดเป็นประมาณ 26% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO) คาดว่าหุ้น MAJOR มีแนวโน้มที่จะ Outperform ตลาดฯ CNS ประเมินมูลค่า DCF ได้ที่ 71 บาทต่อหุ้น คำแนะนำ ซื้อ

Investment Theme

- **ดำเนินธุรกิจในฐานะเจ้าของโรงภาพยนตร์ (Exhibitor) โดยครองส่วนแบ่งตลาดสูงที่สุดถึง 40% และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 50% ภายในปี 2546:** MAJOR ดำเนินธุรกิจโรงภาพยนตร์โดยเปิดให้บริการรวมทั้งสิ้น 7 สาขาและมีจำนวนโรงภาพยนตร์ทั้งสิ้น 67 โรง โดยรายได้หลักของโรงภาพยนตร์จะมาจากส่วนแบ่งค่าตั๋วเข้าชมภาพยนตร์ และภายในปี 2545 MAJOR จะทำการขยายสาขาเพิ่มอีก 5 สาขา โดยสาขาล่าสุดซึ่งได้เปิดให้บริการไปเป็นสาขาที่ 8 เมื่อวันที่ 1 พ.ค. 2545 ได้แก่ สาขาพระราม 3 ปัจจุบัน MAJOR มีส่วนแบ่งตลาดประมาณ 40% ที่เหลืออีก 60% จะเป็นส่วนแบ่งตลาดของอีก 2 ผู้ประกอบการที่เหลือ ได้แก่ บริษัท เอ็นเตอร์เทนเมนท์ โกลเด้นท์ วิลเลจ (อีจิว) และบริษัท เอส เอฟ ซีนีมา (เอส เอฟ ซีนีมา) และโรงภาพยนตร์อิสระรายเล็ก ผลจากการขยายสาขาเพิ่มอีก 4 สาขาจะเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดของ MAJOR ไปเป็น 50% ภายในปี 2546 และกลายเป็นผู้ประกอบการธุรกิจโรงภาพยนตร์รายใหญ่ที่สุดของไทย
- **ธุรกิจโรงภาพยนตร์ในปี 2545 คาดว่าจะยังคงอยู่ในภาวะ Underscreen (จำนวนภาพยนตร์ที่รอเข้าฉายมากกว่าจำนวนโรงภาพยนตร์ที่สามารถรองรับได้):** จากจำนวนโรงภาพยนตร์ ณ ปัจจุบันทั้งหมด 243 โรงทั้งในกทม.และปริมณฑล โรงภาพยนตร์ที่ทำรายได้ในระดับสูงโดยมีกลุ่มผู้เข้าชมจำนวนมากต่อรอบ (ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นของผู้ประกอบการทั้ง 3 ราย) คิดเป็นสัดส่วนที่สูงมากถึง 72% ดังนั้นจึงส่งผลให้ภาพยนตร์แต่ละเรื่องมีระยะเวลาการเข้าฉายและจำนวนรอบที่เข้าฉายมีจำกัด โดยระยะเวลาเข้าฉายต่อเรื่องโดยเฉลี่ยจะถูกจำกัดประมาณ 1-2 สัปดาห์ถ้าเทียบกับ 6-8 สัปดาห์ที่เข้าฉายในสหรัฐฯ หรือถ้าคิดเป็นภาพยนตร์ที่เข้าฉายต่อสัปดาห์ก็จะมีเพียงแค่ 3-4 เรื่องเท่านั้น ในขณะที่เดียวกันถ้าพิจารณาจากอัตราส่วนจำนวนประชากรในเขตกทม.และปริมณฑลต่อโรงภาพยนตร์เฉพาะในเขตกทม.และปริมณฑล จะเห็นว่าอยู่ในระดับที่สูงมากถึง 50,000-60,000 รายต่อโรง (ซึ่งถ้าเทียบกับประเทศสหรัฐฯ ซึ่งอยู่ที่ 7,230 รายต่อโรง) ด้วยเหตุนี้ MAJOR จึงมองเห็นช่องทางของการขยายจำนวนโรงภาพยนตร์เพิ่มขึ้นอีก 63 โรงภาพยนตร์ในปี 2545 เพื่อรองรับกับจำนวนภาพยนตร์และกลุ่มผู้ชมภาพยนตร์ที่เพิ่มมากขึ้น
- **มูลค่าตลาดภาพยนตร์ในปี 2545 มีแนวโน้มเติบโต 15% y-y จากหนึ่งภาคต่อของ Hollywood:** ในขณะที่มูลค่าตลาดภาพยนตร์ในปี 2544 เกิดขึ้นจากการขยายตัวของภาพยนตร์ไทย โดยในปี 2544 ภาพยนตร์ไทยครองส่วนแบ่งตลาดสูงถึง 34% มีภาพยนตร์ไทยเข้าฉายทั้งหมดจำนวน 15 เรื่องและในจำนวนนี้มีภาพยนตร์ไทยที่ทำเงินเกิน 100 ล้านบาทจำนวน 3 เรื่อง แต่ในปี 2545 คาดว่ามูลค่าตลาดภาพยนตร์โดยรวมจะมีอัตราการขยายตัวอย่างต่ำ 15% y-y โดยภาพยนตร์จากฮอลลีวูดที่รอเข้าฉายในปี 2545 สูงมากถึง 170 เรื่องและเป็นหนึ่งในระดับ Blockbuster จำนวน 25-30 เรื่องซึ่งจะทยอยเข้าฉายตั้งแต่ช่วงซัมเมอร์จนถึงปลายปี ในจำนวนนี้เป็นหนัง Hollywood ภาคต่อประมาณ 4-5 เรื่อง อาทิเช่น Spiderman, Star War Episode II, Harry Potter II, Lord of the Ring II, MIB II, Stuart

Little II เป็นต้น ซึ่งภาคแรกได้ทำเงินกวาดรายได้มาแล้วสูงมากทั่วโลก ในขณะเดียวกันภาพยนตร์ไทยที่จะเข้าฉายในปี 2545 มีจำนวน 25-30 เรื่องซึ่งสูงกว่าปี 2544 ปัจจัยข้างต้นจะส่งผลให้จำนวนผู้ชมโดยรวมในปี 2545 เพิ่มขึ้น

- **ความได้เปรียบด้านการแข่งขัน ได้แก่ ทำเลและสถานที่ตั้ง และคอนเซ็ปต์ของการเป็นศูนย์บันเทิงในแนวซีเนเพล็กซ์:** จุดเด่นเหนือและแตกต่างของ MAJOR ที่แตกต่างจากโรงภาพยนตร์ของคู่แข่งได้แก่ การสร้างโรงภาพยนตร์ในแนวซีเนเพล็กซ์ (Cineplex) โดยรวมเอาโรงภาพยนตร์และศูนย์บันเทิง เช่น บริการโบว์ลิ่ง ร้านค้าในสาขา เป็นต้น เข้าไว้ด้วยกัน ซึ่ง MAJOR จะเน้นในเรื่องความสวยงามหรูหราของสถานที่บริการ รวมไปถึงการตกแต่งโรงภาพยนตร์ในแนวหลากหลายรูปแบบในแต่ละสาขา และความสมบูรณ์แบบทันสมัยด้านเทคโนโลยีภาพและเสียงรุ่นใหม่ของโรงภาพยนตร์ นอกจากนี้ทำเลที่ตั้งของแต่ละสาขาโรงภาพยนตร์ ซึ่งรวมถึงสาขาที่จะเปิดใหม่ก็อยู่ในเส้นทางที่สัญจรไปมาสะดวกและอยู่ในย่านใจกลางเมือง ซึ่งเป็นส่วนสำคัญเช่นกันต่อการตัดสินใจเลือกโรงภาพยนตร์
- **มีทีมผู้บริหารที่มีความชำนาญและมีประสบการณ์อันยาวนานในธุรกิจโรงภาพยนตร์:** คุณวิชา พูลวรลักษณ์ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 64% หลังการทำ IPO ประวัติความเป็นมาเริ่มจากคุณวิชา พูลวรลักษณ์ ซึ่งเป็นบุตรชายคนที่ 5 ของนายจำเริญ พูลวรลักษณ์ได้เข้าสานต่อธุรกิจโรงภาพยนตร์จากธุรกิจครอบครัว ดังนั้นด้วยประสบการณ์และความชำนาญในธุรกิจโรงภาพยนตร์อันยาวนานกว่า 40 ปี CNS คาดว่า MAJOR จะประสบผลสำเร็จในการดำเนินธุรกิจด้านโรงภาพยนตร์และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น
- **ผลกำไรสุทธิปี 2544 และ Q1/45 เติบโตในอัตราก้าวกระโดดจากการขยายสาขาเพิ่ม 2 สาขาในช่วงปลาย 43-44:** ซึ่งเหตุผลหลักของอัตราการเติบโตของผลกำไรสุทธิในปี 2544 ซึ่งมากถึง 370% y-y มาจากการขยายสาขาใหม่เพิ่มอีก 2 สาขาช่วงปลายปี 2543-2544 ได้แก่ สาขาเวสต์เทรต (เปิดให้บริการในเดือน 12/43) และสาขาเชียงใหม่ (เปิดให้บริการในเดือน 03/44) ในขณะที่การขยายตัวของผลกำไรสุทธิใน Q1/45 อย่างต่อเนื่องมาจากการเริ่มทยอยบันทึกรายได้จากสาขาปีนเกล้าตั้งแต่ 02/45 และสาขารังสิตตั้งแต่ 03/45 นอกจากนี้เมเจอร์ ซีเนเอด ซึ่งดูแลงานด้านธุรกิจโฆษณา ได้เริ่มเปิดให้บริการอย่างเต็มที่ในเดือน 01/45 ถ้าพิจารณาจาก EBITDA งวดปี 2544 และ Q1/45 จะเห็นว่าเพิ่มขึ้น 870% และ 549% y-y ตามลำดับ

ในปี 2544 รายได้หลักมาจากธุรกิจภาพยนตร์ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 64% ของรายได้รวมทั้งหมด ในขณะที่รายได้ในส่วนอื่นๆ เช่น โบว์ลิ่ง บริการพื้นที่เช่า และบริการสื่อโฆษณา ก็เพิ่มขึ้นจากการขยายสาขาเพิ่มเช่นกัน ในปี 2544 ธุรกิจที่ยังคงให้ gross margin สูงสุดยังคงเป็นธุรกิจโบว์ลิ่ง (54%) ตามด้วยธุรกิจเช่าพื้นที่ (43%) และธุรกิจโรงภาพยนตร์ (35%) แต่โครงสร้าง gross margin ใน Q1/45 เปลี่ยนไปโดยธุรกิจโรงภาพยนตร์กลับเป็นตัวสร้าง gross margin สูงสุดให้กับ MAJOR (ขึ้นมาจากอยู่ที่ 45% โกล้เดียวกับธุรกิจโบว์ลิ่งซึ่งอยู่ที่ 44% ใน Q1/45) เนื่องจากรายได้ที่ต่อเนื่องเดือนและ occupancy rate รวมไปถึงจำนวนที่นั่งปรับเพิ่มขึ้นจากปี 2543

ตารางที่ 1: งบกำไรขาดทุนปี 2544 และ Q1/45

	2544	2543	% y-y	Q1/45	Q1/44	% y-y
Sales & services	1,192	339	251.0%	372	134	177.7%
- Theatres	790	237	233.3%	246	95	157.7%
- Bowling & karaoke	174	5	n.m.	48	13	261.7%
- Space rental	166	51	223.3%	45	15	199.2%
- Advertising	62	47	33.6%	34	11	222.6%
Cost of sales & services	690	223	210.0%	204	87	133.7%
Gross profit	501	117	329.1%	168	47	259.8%
SG&A	241	81	197.5%	53	37	41.3%
EBIT	261	36	624.6%	115	9	n.m.
EBITDA	349	36	870.4%	158	24	548.6%
Interest expense	41	14	202.3%	6	5	29.5%
Other income (expense)	27	18	48.5%	1	0	n.m.
Profit before tax	247	41	508.8%	110	4	2376.4%
Income tax	75	7	957.0%	34	3	1211.5%
Minority interest	(30)	0	n.m.	(8)	1	n.m.
Normalized net profit	141	34	321.3%	68	3	2240.5%
Profit (loss) of sub bef acquisition	-	(3)	n.m.	-	-	-
Reported net profit	141	30	370.2%	68	3	2240.5%
EPS (At Bt5 par value)	2.87	2.76	3.8%	0.69	0.10	620.9%
No. weighted shares (mn)	49.3	10.9	352.9%	97.4	30.0	224.7%
No. of shares outstanding (mn)	97.4	30.0	224.7%	97.4	30.0	224.7%
Gross margin (%)	42.1%	34.4%		45.1%	34.8%	
EBIT margin (%)	21.9%	10.6%		31.0%	6.9%	
EBITDA margin (%)	29.3%	10.6%		42.4%	18.2%	
EBT margin (%)	20.7%	11.9%		29.4%	3.3%	
Net margin (%)	11.8%	8.8%		18.1%	2.2%	

ที่มา: MAJOR

- **CNS คาดผลกำไรสุทธิปี 2545 เติบโต 83% y-y** จากการรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นจากสาขาใหม่อีก 5 สาขาในปี 2545: ในปี 2545 MAJOR จะทยอยรับรู้รายได้จากสาขาเพิ่มเติมอีก 6 สาขาซึ่งเป็นสาขาเดิม 1 สาขา ได้แก่ สาขาปีนเกล้า ซึ่งจะทยอยรับรู้รายได้ตั้งแต่ Q2/45 ในขณะที่เป็นสาขาใหม่รวมทั้งสิ้น 5 สาขา ได้แก่ สาขารังสิต สาขา

ประมาณ 3 และอีก 3 สาขาที่คาดว่าจะทำการเปิดในช่วงครึ่งหลังของปี 2545 ได้แก่ สาขาบางกะปิ สาขาบางกะปิ และ สาขาพระราม 2 นอกจากนี้รายได้จากธุรกิจโฆษณาจะเข้ามารับรู้เพิ่มเติมจำนวนอย่างมีนัยสำคัญในปี 2545 CNS คาด การณ์ผลกำไรสุทธิสำหรับปี 2545 ทั้งปีที่ 258 ล้านบาท โดยผลกำไรสุทธิงวด Q1/45 คิดเป็นประมาณ 26% ของ ประมาณการผลกำไรสุทธิของปี 2545 ในขณะที่ผลกำไรสุทธิปี 2546 จะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง 68% y-y จาก การรับรู้รายได้จากสาขาที่ขยายในช่วงครึ่งหลังของปี 2545 อีก 4 สาขาซึ่งจะเข้ามาเต็มปีในปี 2546

ตารางที่ 2 : งบกำไรขาดทุนปี 43-44 และประมาณการปี 45-46F

	2543	2544	2545F	2546F	44 VS 43	45 VS 44	46 VS 45
Sales & services	339	1,192	1,586	2,302	251%	33.1%	45.1%
- Theatres	237	790	1,065	1,571	233%	34.9%	47.5%
- Bowling & karaoke	5	174	201	299	3651%	15.7%	48.9%
- Space rental	54	165	213	266	204%	29.3%	25.2%
- Advertising	46	62	107	166	35%	73.3%	54.6%
Cost of sales & services	223	690	804	1,109	210%	16.4%	38.0%
Gross profit	117	501	783	1,193	329%	56.1%	52.5%
SG&A	81	241	349	506	198%	45.1%	45.1%
EBIT	36	261	434	687	625%	66.2%	58.4%
EBITDA	36	349	612	894	870%	75.2%	46.0%
Interest expense	14	41	38	27	202%	-6.8%	-28.6%
Other income (expense)	18	27	34	49	48%	28.1%	42.7%
Profit before tax	41	247	430	709	509%	74.2%	64.9%
Income tax	7	75	131	216	957%	74.6%	64.9%
Minority interest	0	(30)	(41)	(59)	n.m.	n.m.	n.m.
Normalized net profit	34	141	258	434	321%	82.9%	68.0%
Profit (loss) of sub bef acq	(3)	-	-	-			
Reported net profit	30	141	258	434	370%	82.9%	68.0%
EPS (At Bt5 par)	2.76	2.87	2.37	3.69	4%	-17.4%	56.0%
No. weighted shares (mn) - Bt5 par	10.87	49.25	109.07	117.40	353%	3226.6%	-89.1%
No. of shares outstanding (mn) - Bt5 par	30.00	97.40	117.40	117.40	225%	5125.5%	-95.6%
Gross margin (%)	34.4%	42.1%	49.3%	51.8%			
EBIT margin (%)	10.6%	21.9%	27.3%	29.8%			
EBITDA margin (%)	10.6%	29.3%	38.6%	38.8%			
EBT margin (%)	11.9%	20.7%	27.1%	30.8%			
Net margin (%)	8.8%	11.8%	16.3%	18.8%			

ที่มา: MAJOR และประมาณการ CNS

ตารางที่ 3 : Gross margin แบ่งแยกตามธุรกิจ

	2544	2545F	2546F
Theatre	34.5%	44.8%	47.4%
Bowling & karaoke	54.2%	53.1%	55.7%
Space rentals	43.9%	44.9%	45.6%

ที่มา: MAJOR และประมาณการ CNS

- มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง (ดูตารางที่ 11 12 และ 13 ประกอบ):** ฐานะการเงินของ MAJOR อยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง โดยอัตราส่วน Net Debt to Equity ก็อยู่ในระดับที่ต่ำเพียง 0.56 เท่า ณ ปลายปี 2544 และ CNS คาดว่าจะลดลงเหลือ 0.10 เท่า ณ ปลายปี 2545 และ MAJOR จะกลายเป็น Net cash ตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นไป ซึ่งเหตุผลมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ดีขึ้น ประกอบกับการจ่ายคืนภาระหนี้เงินกู้สถาบันการเงินบางส่วนภายในปี 2545 ซึ่งมาจากเงินเพิ่มทุนในการทำ IPO ถ้าพิจารณาจากความสามารถในการชำระคืนภาระดอกเบี้ย จะเห็นว่า Interest coverage ปี 2544 อยู่ที่ 7.0 เท่าและเพิ่มไปเป็น 12.2 เท่าและ 26.9 เท่า ในปี 2545 และ 2546 ตามลำดับ ซึ่ง CNS ประเมินว่าฐานะทางการเงินของ MAJOR จัดว่าอยู่ในเกณฑ์ที่แข็งแกร่งมาก นอกจากนี้สภาพคล่องของ MAJOR ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เห็นได้จาก Quick และ Current ratio ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2545 และ 2546 อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Gross operating cash) ที่สูงถึง 92% และ 47% y-y ในปี 2545 และ 2546 ช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับ MAJOR ในช่วงปี 2545-46
- ปัจจัยบวกที่คาดว่าจะทำให้ราคาหุ้น MAJOR Outperform ตลาด:** CNS ประเมินว่าได้แก่ 1) ธุรกิจโรงภาพยนตร์ถือได้ว่าเป็นธุรกิจที่สร้างอัตราการเติบโตของผลกำไรสุทธิและกระแสเงินสดในระดับที่สูง และมีระยะเวลาในการคืนทุน (payback period) ที่เร็วมากเพียงแค่ 3-4 ปีเท่านั้น 2) MAJOR เป็นผู้ประกอบการที่มีส่วนแบ่งการตลาดสูงที่สุด ณ ปัจจุบัน 40% และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 50% ภายในปี 2546 3) ชื่อเสียงของ MAJOR รับประกันในเรื่องคุณภาพของสถานที่และเทคโนโลยีของโรงภาพยนตร์ ภายใต้สโลแกน “ศูนย์บันเทิง เมเจอร์ซีเนีเพล็กซ์ สุดยอดเมืองหนังและศูนย์รวมความบันเทิงระดับโลก” ซึ่งแตกต่างจากคู่แข่งอย่างสิ้นเชิง 4) ผลกำไรสุทธิซึ่งมีอัตราการเติบโตแบบก้าวกระโดดในปี 2545 และปี 2546 จากการขยายสาขาเพิ่มขึ้นในปี 2545 5) ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการบริหารงานของทีมผู้บริหารซึ่งอยู่ในธุรกิจโรงภาพยนตร์มากกว่า 40 ปี และ 6) มี Free Float อยู่ประมาณ 30 ล้านหุ้น หลังการทำ IPO (หรือคิดเป็นประมาณ 26% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO) โดยผู้ถือหุ้นใหญ่ได้แก่ กลุ่มตระกูลวิระชา และกลุ่มตระกูลวิระวัฒนถือหุ้นในส่วนที่เหลืออีก 73%

Valuations

CNS ได้ใช้วิธีทั้ง Multiple Analysis และ Discounted Cash Flow (DCF) ในการประเมินมูลค่าหุ้น MAJOR ในส่วนของวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ Multiple Analysis CNS ได้นำเสนอทั้งวิธี P/BV และ P/E แต่คาดว่าวิธี Multiple Analysis โดยใช้วิธี P/E จะดูสมเหตุสมผลกว่า P/BV เนื่องจากอัตราการเติบโตของผลการดำเนินงานของ MAJOR จะเป็นอัตราที่ก้าวกระโดดในช่วงอีก 1-2 ปีข้างหน้า ดังนั้นผลการดำเนินงานจะสะท้อนที่ตัวผลกำไรสุทธิโดยตรง

Multiple Analysis

ถ้าใช้วิธี P/E Multiple CNS ประเมินมูลค่าหุ้น MAJOR ได้ที่ **61.6 บาทต่อหุ้น** (โดยใช้ P/E Multiple เฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือนของอุตสาหกรรมบันเทิงและสันทนาการที่ 26 เท่า) ในขณะที่ถ้าใช้วิธี P/BV Multiple CNS ประเมินมูลค่าหุ้น MAJOR ได้ที่ **53.6 บาทต่อหุ้น** (โดยใช้ P/BV Multiple เฉลี่ยย้อนหลังของอุตสาหกรรมบันเทิงและสันทนาการที่ 4 เท่า)

ตารางที่ 4 : การประเมินมูลค่าโดยใช้วิธี P/E และ P/BV Multiple

1) P/E Multiple	
- Adjusted EPS for 2545	2.37
- Sector P/E (avg. for the past 12 months)	26.00
Target price as end-2002 (Bt/share)	61.56
2) P/BV Multiple	
- Fully-diluted BV as end-2545	13.39
- Sector P/BV (avg. for the past 12 months)	4.00
Target price as end-2002 (Bt/share)	53.56

ที่มา: ประมาณการ CNS

DCF Analysis

ถึงแม้ว่าการประเมินมูลค่า DCF จะเหมาะสมกับหุ้นที่มีระยะเวลาของโครงการที่ค่อนข้างแน่นอน เช่น หุ้นในกลุ่มพลังงาน ซึ่งมีระยะเวลาสิ้นสุดของสัญญาของแต่ละโครงการ หรือหุ้นในกลุ่มสื่อสารที่มีระยะเวลาของสัญญาลัมปทานที่แน่นอน แต่นักวิเคราะห์ไม่ได้หมายความว่า การประเมินมูลค่า DCF สำหรับหุ้นที่ไม่มีระยะเวลาที่แน่นอน เช่น MAJOR จะทำได้ เนื่องจากเหตุผลของ Time value of money จะส่งผลไม่ให้เกิดความแตกต่างในมูลค่าที่คำนวณได้ เนื่องจากความแตกต่างของระยะเวลาของการ discount จะมาอยู่ที่มูลค่าสุดท้าย (Terminal value) แทน เราใช้สมมติฐานดังต่อไปนี้สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น MAJOR โดยใช้วิธี DCF

- 1) สมมติฐานที่ว่าธุรกิจโรงภาพยนตร์และธุรกิจหลักอื่นๆ ของ MAJOR มีอายุ 15 ปี (ซึ่งจะหมดลงในปี 2557) และภายใต้สมมติฐานที่ว่า MAJOR จะยังคงดำเนินธุรกิจเดิมหรือหันไปทำธุรกิจอื่น โดยให้อัตราการเติบโตเฉลี่ย (Perpetual growth rate) ของมูลค่าสุดท้าย (Terminal value) หลังวันที่สิ้นสุดปีที่ 15 เท่ากับ 5% ต่อปี
- 2) ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสำหรับมูลค่าบริษัท (WACC) เท่ากับ 14.5%

ตารางที่ 5 : สมมติฐานของ WACC ในการคำนวณมูลค่า DCF

Risk-free rate (Rf)	4.5%
Rm	20.0%
Market risk premium (Rm-Rf)	15.5%
Beta	0.72
Cost of equity	15.68%
After-tax cost of debt	8.3%
Debt to capital ratio	16.0%
WACC (%)	14.5%

ที่มา: ประมาณการ CNS

- 3) สมมติฐานกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นต่อปี (Additional capacity) สำหรับธุรกิจแต่ละประเภทตั้งแต่ปี 2546 เป็นต้นไปดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 : สมมติฐานกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้นต่อปีของธุรกิจแต่ละประเภทตั้งแต่ปี 2546

	New branches/year	New capacity per branch	Total new capacity/year
Theatres	2	2,500 seats	5,000 seats
Bowling	1	33 lanes	33 lanes
Space rentals	1	1,000 sq. meters	1,000 sq. meters

ที่มา: ประมาณการ CNS

- 4) สมมติฐานเงินลงทุนต่อโรงภาพยนตร์ (Capex) เท่ากับ 15 ล้านบาทต่อโรงภาพยนตร์

ตารางที่ 7 : ประมาณการ Free Cash Flows ของ MAJOR ในอีก 15 ปีข้างหน้า

	2545F	2546F	2547F	2548F	2549F	2550F	2551F	2552F	2553F	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2660F
EBIT	468	736	879	1,051	1,208	1,423	1,598	1,766	1,940	2,118	2,303	2,524	2,791	3,017	3,248	3,487
Tax paid	(75)	(131)	(216)	(261)	(314)	(368)	(434)	(488)	(539)	(592)	(646)	(702)	(770)	(851)	(920)	(991)
Depreciation & amortization	178	207	235	241	268	244	267	289	312	334	357	348	300	300	300	300
Net chg in WC & other C/A	30	41	25	23	27	21	28	27	27	28	29	25	21	28	29	29
Net operating cash flows	602	853	924	1,055	1,189	1,320	1,460	1,595	1,740	1,889	2,042	2,195	2,342	2,493	2,657	2,825
Capital expenditures	(945)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Free cash flows	(343)	553	624	755	889	1,020	1,160	1,295	1,440	1,589	1,742	1,895	2,042	2,193	2,357	2,525

ที่มา: ประมาณการ CNS

ตารางที่ 8 : การประเมินมูลค่า Equity value per share สำหรับหุ้น MAJOR โดยใช้วิธี DCF

Present value of free cash flows (Btm)	5,653
Present value of terminal value (Btm)	2,800
Total present value of FCF (Btm)	8,453
Less: Interest-bearing debt - as end-2545 (Btm)	(323)
Plus: Cash & S-T investment - as end-2545 (Btm)	162
Total equity value (Btm)	8,293
No. of fully-diluted shares (mn) - as end-2545	117.4
Equity value/share (Bt/share)	70.6

ที่มา: ประมาณการ CNS

Sensitivity Analysis

เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้น MAJOR ด้วยวิธี DCF มีความไม่แน่นอนสูง และแปรเปลี่ยนไปตามสมมติฐานของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ CNS ได้ทำ Sensitivity Analysis ของตัวแปรที่สำคัญดังต่อไปนี้ที่จะมีผลกระทบต่อมูลค่า DCF ดังต่อไปนี้

- 1) การใช้กำลังการผลิต (Utilisation rate or occupancy rate) ของ 1) จำนวนที่นั่งในโรงภาพยนตร์ และ 2) จำนวนเลนโบว์ลิ่ง
- 2) รายได้เฉลี่ยต่อเดือนของ 1) รายได้ค่าตั๋วภาพยนตร์ต่อที่นั่งต่อเดือน (Average revenue per seat per month) และ 2) รายได้โบว์ลิ่งต่อเลนต่อเดือน (Average revenue per lane per month)
- 3) ส่วนแบ่งรายได้ภาพยนตร์ระหว่าง distributor และเจ้าของโรงภาพยนตร์
- 4) เงินลงทุนต่อโรงภาพยนตร์
- 5) WACC ได้แก่ Rf, Rm, Beta และ Average after-tax cost of debt

ตารางที่ 9 : Sensitivity Analysis ของสมมติฐานตัวแปรที่ใช้ในการประเมินมูลค่า DCF

Variables	Current assumption - 2545	% change	New DCF	% change from base-case DCF
1) Occupancy rate (%)				
- Theatre seats	60%	+5%	75.0	6.3%
- Bowling	85%	+5%	71.3	1.0%
2) Avg. rev/unit/mth				
- Theatre seats (avg. rev/seat/mth)	5,873	+1%	76.6	8.4%
- Bowling (avg. rev/lane/mth)	149,445	+1%	72.0	2.0%
3) Avg. film hire (%)	49%	-2%	73.0	3.4%
(between MAJOR and distributors)				
4) Avg. capex/screen (Btm)	Bt15mn	-Bt3mn	76.0	7.6%
5) WACC (%)				
- Rf	4.50%	-1%	73.0	3.4%
- Rm	20.00%	-1%	77.0	9.1%
- Beta	0.72	-0.05	77.5	9.8%
- After-tax cost of debt	8.27%	-1%	72.2	2.3%

ที่มา: ประมาณการ CNS

Peer Comparison Analysis

ตารางข้างล่างจะเป็นตารางเปรียบเทียบ Multiples ของหุ้น MAJOR กับหุ้นตัวอื่นในกลุ่มบันเทิงและสันทนาการ เช่น BEC และ GRAMMY สำหรับปี 2545 และ 2546 ซึ่งจะพบว่า ณ ราคา IPO ของหุ้น MAJOR ที่ 39 บาท/หุ้น อัตราส่วน

Multiples หลาย ratios เช่น P/E P/BV EV/EBITDA และ P/BV ของ MAJOR อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าของ GRAMMY และ BEC เกือบจะทุก Multiples ทั้งในปี 2545 และ 2546

ตารางที่ 10 : อัตราส่วน Multiples ของ MAJOR เมื่อเทียบกับหุ้นตัวอื่นในกลุ่มบันเทิงและสันทนาการ

	MAJOR		GRAMMY		BEC	
	2545F Using IPO price = Bt39	2546F	2545F Using close price = Bt151	2546F	2545F Using close price = Bt238	2546F
P/E (x)	16.47	10.56	21.64	19.98	27.74	24.6
P/CF (x)	8.91	6.54	20.79	14.14	14.09	12.6
EV/EBITDA (x)	8.00	5.52	6.88	6.32	12.14	10.84
P/BV (x)	2.91	2.28	2.28	2.37	6.25	6.03
Dividend yield (%)	-	-	7.3	7.05	3.5	3.9

ที่มา: ประมาณการ CNS

ตารางที่ 11 : งบดุลปี 43-44 และประมาณการงบดุลปี 45-46F

	2543	2544	2545F	2546F
Cash & equivalent	16	49	33	180
Short-term investments	-	96	128	186
Receivables	2	22	16	24
Inventories	1	3	2	3
Other current assets	85	55	73	106
Current assets	104	225	253	498
Investments & loans	2	2	2	2
Net fixed assets	534	1,403	2,169	2,262
Other assets	111	192	317	825
Total assets	751	1,822	2,742	3,588
Payables	36	90	110	152
Overdrafts & short-term loans	0	41	10	-
Current portion of long-term debt	73	200	-	-
Other current liabilities	12	28	37	53
Current liabilities	165	603	264	361
Long-term debt	226	249	313	358
Other long-term liabilities	196	354	471	683
Total liabilities	588	1,206	1,047	1,401
Minorities	2	82	122	181
Paid-up capital	150	440	540	540
Share premium	-	-	680	680
Retained earnings	11	94	352	786
Shareholders' equity	161	534	1,572	2,006
Total liabilities & equity	751	1,822	2,742	3,588

ที่มา: MAJOR และประมาณการ CNS

ตารางที่ 12 : งบกระแสเงินสดปี 44 และประมาณการปี 45-46F

	2544	2545F	2546F
Operating cash flows			
Net profit	141	258	434
Depreciation & amortization	89	178	207
Share in associates' earnings	-	-	-
Loss (gain) from asset disposal	(0)	-	-
Minority	30	41	59
Other non-cash items	(11)	-	-
Gross operating cashflow	249	477	700
Changes in working capital	18	30	41
Net operating cashflow	267	507	740
Investing cash flows			
Short-term investments	(96)	(32)	(58)
Investment in affiliates	(142)	-	-
Capital expenditure	(310)	(945)	(300)
Others	159	(158)	(271)
Net investing cashflow	(389)	(1,134)	(629)
Financing cash flows			
Short-term & long-term debt	(159)	(168)	35
Issuance of stock	-	780	-
Dividends	-	-	-
Others	314	-	-
Net financing cashflow	155	612	35
Change in cash	33	(16)	146
Beginning cash & equivalent	16	49	33
Ending cash & equivalent	49	33	180

ที่มา: MAJOR และประมาณการ CNS

ตารางที่ 13 : อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

	2543	2544	2545F	2546F
Capital structure				
Total assets / equity	460.9%	295.9%	161.8%	164.1%
Debt / equity	184.1%	79.7%	19.0%	16.3%
Net debt (cash) / equity	174.2%	56.1%	9.5%	-0.4%
Debt / total capital	64.8%	44.4%	16.0%	14.1%
Debt-cash / total capital	61.3%	39.9%	14.3%	7.0%
Long-term debt / equity	139.0%	40.5%	18.4%	16.3%
Interest cover	397.7%	699.7%	1220.8%	2686.7%
Interest cover (cash)	117.9%	119.3%	87.3%	655.6%
Total liabilities/equity	365.2%	226.0%	66.6%	69.8%
Liquidity				
Quick assets	0.11	0.28	0.67	1.08
Current ratio	0.63	0.37	0.96	1.38
Gross cashflow / debt	n.a.	0.51	1.48	1.96
Inventory turnover (times)	229.76	237.93	356.70	356.70
Inventory (days)	1.59	1.53	1.02	1.02
Credit given (days)	2.65	6.73	3.74	3.74
Credit taken (days)	58.84	47.82	50.00	50.00
Average inventory turnover	n.a.	356.70	311.83	413.64
Average inventory (days)	n.a.	1.02	1.17	0.88
Average credit given (days)	n.a.	3.74	4.40	3.16
Average credit taken (days)	n.a.	33.40	45.54	43.12
Turnover				
Sales / current assets	3.25	5.30	6.27	4.62
Sales / net fixed assets	0.64	0.85	0.73	1.02
Sales / total capital	0.73	1.08	0.79	0.90
Sales / shareholders' equity	2.09	1.94	0.94	1.05
Asset turnover	n.a.	0.93	0.70	0.73
Rates of return				
Return on average beginning equity	n.a.	0.87	0.42	0.26
Return on average equity	n.a.	0.23	0.15	0.20
Return on average total assets	n.a.	0.16	0.14	0.16
Pretax return on average capital	n.a.	0.17	0.17	0.21