

Stock Rating

BUY

(Previous Rating : BUY)

Fair Price.....**Bt 32**

Current Price.....**Bt 25.5**

Upside/(Downside).....25.5%

Consensus (median)..... 29.12

Diff from Consensus.....9.8%

Sector

MAI

Sector Rating

N.A.

ยูนิต ไมนิ่ง เซอร์วิสเชส (UMS)

คาดกำไร 4Q50 ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 142 ลบ. (+40% QoQ, +241% YoY)

คาดกำไรสุทธิที่ 142 ล้านบาท ใน 4Q50, +40% QoQ และ 241% YoY จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขายถ่านหินให้กับลูกค้ารายใหญ่ และการปรับขึ้นราคาขายถ่านหินกลุ่มดังกล่าว ตั้งหน้าจากผลการดำเนินงาน 4Q50 ที่ดีกว่าคาด ทำให้ AYS ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 50 เพิ่มขึ้น 17% จากเดิม เป็น 363 ล้านบาท (+109% YoY) AYS ยังมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานของ UMS ในปี 51 โดยคงประมาณการยอดขายที่ 3.1 พันล้านบาท +25% YoY และกำไรสุทธิที่ 436 ล้านบาท +20% YoY จากปริมาณยอดขายถ่านหินที่เติบโตต่อเนื่อง และอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะทรงตัวที่ 30.4% ใกล้เคียงกับปีก่อน รวมทั้งการรับรู้ผลบวกอย่างเต็มปีของรายได้ขายถ่านหินอัดก้อน (Coal Briquettes)

UMS เน้นการเปิดตลาดถ่านหินในลูกค้าอุตสาหกรรม เพื่อใช้เป็นพลังงานทดแทนน้ำมันเตา ซึ่งประสบความสำเร็จอย่างดี และคาดยังมีศักยภาพเติบโตต่อเนื่องจากมูลค่าตลาดของน้ำมันเตา (ที่ยังไม่เปลี่ยนมาใช้ถ่านหิน) ที่สูงถึง 35,000 ซึ่งหากเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินจะคิดเป็นมูลค่าสูงถึง 10,000 ล้านบาท (บนค่าความร้อนที่เท่ากัน) และข้อได้เปรียบของต้นทุนถ่านหินที่ถูกกว่าน้ำมันเตามากกว่า 70% โดยวัดจากประมาณการยอดขาย และกำไรสุทธิในช่วงปี 50-52 ที่คาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 35% และ 39% ต่อปี ตามลำดับ นอกจากนี้ยังมี Upside ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จากโครงการ Coal Gasification ที่จะเป็นการเปิดตลาดใหม่ในกลุ่มลูกค้าโรงงานอุตสาหกรรม เพื่อเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินทดแทนก๊าซ LPG ด้วยจุดเด่นด้านต้นทุนถ่านหินที่ถูกกว่าเกือบ 70% เช่นกัน AYS คงคำแนะนำซื้อ เนื่องจากปัจจุบันซื้อขายที่ P/E ที่ 9.6 เท่า ปี 51 และมี Upside Gain จากราคา Fair Price (ปี 51) ที่ 32 บาท (ใช้วิธี P/E ที่ 12 เท่า) ถึง 26% รวมทั้งคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 4.7% ในปี 51

ประเด็นสำคัญ

- คาดกำไรสุทธิที่ 142 ล้านบาท ใน 4Q50, +40% QoQ และ 241% YoY จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขายถ่านหินให้กับลูกค้ารายใหญ่ และการปรับขึ้นราคาขายถ่านหินกลุ่มดังกล่าว
- ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 50 เพิ่มขึ้น 17% จากเดิม เป็น 363 ล้านบาท เติบโต 109% YoY
- คาดปี 51 ยังสดใส โดยคาดการณ์รายได้ขาย และกำไรสุทธิเติบโต 25% และ 20% YoY ตามลำดับ
- UMS ถึงครองส่วนแบ่งตลาดราว 60% ในตลาดลูกค้าอุตสาหกรรมขนาดกลาง – เล็ก
- คาดความต้องการใช้ถ่านหินในตลาดอุตสาหกรรมยังมีศักยภาพการเติบโตอีกมาก จากมูลค่าตลาดน้ำมันเตา และตลาดก๊าซ LPG ที่สูงถึง 35,000 ล้านบาท และ 30,000 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งหากเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินจะคิดเป็นมูลค่าสูงถึง 10,000 ล้านบาท ในแต่ละตลาด (บนค่าความร้อนที่เท่ากัน)
- คงคำแนะนำซื้อ และคงมูลค่า Fair Price ที่ 32 บาท

Financial Summary

Year to Dec (Bt mn)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Sales	1,126	1,373	2,476	3,103	3,385
EBITDA	218	243	486	607	660
Normalized profit	164	173	362	436	471
Net profit	165	174	363	436	471
Net profit growth (%)	22.27	5.59	108.94	20.20	7.99
EPS (Bt)	1.18	1.24	2.59	2.67	2.52
EPS growth (%)	3.93	5.59	108.94	3.03	(5.51)
BV (Bt)	2.90	3.14	4.56	6.59	8.22
DPS (Bt)	0.50	0.75	1.17	1.20	1.14
P/E (X)	21.70	20.55	9.84	9.55	10.10
P/BV (X)	8.80	8.13	5.59	3.87	3.10
EV/EBITDA (X)	15.57	13.41	6.26	6.33	7.05
Yield (%)	1.96	2.94	4.57	4.71	4.45
ROE (%)	40.57	39.55	56.81	40.50	30.70

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ.หลักทรัพย์กรุงศรีอยุธยา มีอาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้น นักลงทุนโปรดใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน

Key Data

Shares in Issue (mn)	140.00
Market Cap. (Bt mn)	3,689
12-mth High/Low (Bt)	46.50/9.85
Avg. Daily Turnover (Bt mn)	52.23
Foreign Limit/Actual (%)	49.00/0.21
Free Float (%)	39.88
NVDR (%)	1.46
Dividend Policy (%)	40.00
Par Value (Bt)	0.50
Beta	1.01

Major Shareholders (%)

นายไพบุลย์ เฉลิมทรัพย์การ	38.00
นายชัยวัฒน์ เครือชะเอม	16.00
นายธีระ เวชจาวุฒิพันธ์	2.00

www.ays.co.th

Analyst

Patcharin Karsemarnuntana
Analyst Registration No. 17834
Tel +66 2659-7000
patcharin@ays.co.th

คาดการณ์กำไรสุทธิที่ 142 ล้านบาท ใน 4Q50, +40% QoQ และ 241% YoY จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขายถ่านหินให้กับลูกค้ารายใหญ่ และการปรับขึ้นราคาขายกับลูกค้ากลุ่มดังกล่าว

AYS คาดผลการดำเนินงาน 4Q50 จะทำจุดสูงสุดใหม่ โดยคาดการณ์กำไรสุทธิที่ 142 ล้านบาท (EPS 1.01 บาท), +40% QoQ, +241% YoY จาก 1) รายได้ขายที่คาดว่าจะเติบโต 30% QoQ และ 147% YoY เป็น 810 ล้านบาท ทั้งนี้จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณการขายถ่านหินให้กับลูกค้ารายใหญ่ และการปรับเปลี่ยนขนาดของหม้อไอน้ำ (Boilers) ของลูกค้าปัจจุบันให้มีขนาดใหญ่ขึ้น รวมทั้งการปรับขึ้นราคาขายถ่านหินในส่วนของลูกค้ารายใหญ่ 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะอยู่ราว 34% ใกล้เคียงกับ 3Q50 ที่ 33.5% และ 3) สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายบริหารต่อยอดขายที่คาดว่าจะลดลงเหลือ 11.2% จาก 12.2% ในไตรมาสก่อน ดังนั้นจากผลการดำเนินงาน 4Q50 ที่ดีกว่าคาด ทำให้ AYS ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 50 เพิ่มขึ้น 17% จากเดิม เป็น 363 ล้านบาท (EPS 2.59 บาท) เติบโต 109% YoY และคาดการณ์อัตราเงินปันผลจ่าย 1.17 บาท/หุ้น (คาด Dividend Payout Ratio ที่ 45%) โดย 1H50 จ่ายไปแล้ว 0.50 บาท และคาดว่าจะจ่าย 0.67 บาท ใน 2H50 คิดเป็นอัตราเงินปันผลตามแทนเฉลี่ย 2.6% ในช่วงครึ่งปีหลัง

ประมาณการผลการดำเนินงาน 4Q50

หน่วย : ลบ.

Year to Dec	4Q06	3Q07	4Q07E	% YoY	% QoQ	2006	2007E	% YoY
Sales	328	623	810	147%	30%	1,373	2,476	80%
Gross profit	107	209	276	157%	32%	420	761	81%
EBITDA	59	137	190	219%	38%	243	502	106%
SG&A expense	(51)	(76)	(91)	77%	20%	(191)	(293)	54%
Interest expense	(5)	(5)	(5)	9%	-1%	(17)	(21)	25%
Corporate tax	(11)	(27)	(38)	239%	40%	(45)	(96)	114%
Normalized profit	42	102	142	241%	40%	174	363	109%
Reported net profit	42	102	142	241%	40%	174	363	109%
EPS (Bt)	0.30	0.73	1.01	241%	39%	1.24	2.59	109%
Gross margin (%)	32.6%	33.5%	34.0%			30.6%	30.8%	
EBITDA margin (%)	18.1%	22.1%	23.4%			17.7%	20.3%	
SG&A expense / Sales	15.6%	12.2%	11.2%			13.9%	11.8%	

Source : AYS Research

คาดแนวโน้มปี 51 ยังสดใส โดยคาดการณ์รายได้ขายเติบโต 25% YoY และกำไรสุทธิเติบโต 20% YoY

AYS ยังมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานของ UMS ในปี 51 โดยยังคงประมาณการยอดขายที่ 3.1 พันล้านบาท +25% YoY (อนุรักษ์นิยม เทียบกับคาดการณ์ของบริษัทที่ 30% YoY) และกำไรสุทธิที่ 436 ล้านบาท +20% YoY (EPS 2.67 บาท เติบโต 3% YoY โดยรวมผลกระทบของ Dilution Effect ประมาณ 1 ใน 3 จากการแปลงสภาพของ Warrant ที่มีทั้งหมด 70 ล้านหน่วย) จาก 1) ปริมาณยอดขายถ่านหินในภาคอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะในส่วนของลูกค้า Boilers ที่เปลี่ยนมาใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิงทดแทนน้ำมันเตา เนื่องจากถ่านหินมีราคาถูกกว่าน้ำมันเตามากกว่า 70% (บนค่าความร้อนที่เท่ากัน) 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะทรงตัวที่ 30.4% ใกล้เคียงกับปีก่อน แม้ค่าเสื่อมราคาจะเพิ่มสูงขึ้นจากโครงการขยายท่าเรือ และคลังสินค้า 2 แห่ง แต่คาดว่าจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนค่าขนส่งที่คาดว่าจะประหยัดได้ 40-50 บาท/ตัน (ประมาณ 2% ของราคาขาย) จากโครงการดังกล่าว รวมทั้งการตั้งราคาขายในลักษณะ Cost Plus Basis (ต้นทุนบวกกำไร) และ 3) การรับรู้ผลบวกอย่างเต็มปีของการขายถ่านหินอัดก้อน (Coal Briquettes) ที่คาดว่าจะ 400 ล้านบาท/ปี

ทำไม.... UMS ถึงครองส่วนแบ่งตลาดราว 60% ในตลาดลูกค้าอุตสาหกรรมขนาดกลาง - เล็ก

จุดเด่นที่ทำให้ UMS มีส่วนแบ่งการตลาดค่อนข้างสูงราว 60% ในการขายถ่านหินในตลาดลูกค้าอุตสาหกรรมขนาดกลาง - เล็ก และคาดว่าจะรักษาส่วนแบ่งตลาดได้ต่อเนื่อง คือ 1) คุณภาพถ่านหินที่เหนือคู่แข่ง โดยถ่านหินที่บริษัทขายจะมีค่าความร้อนประมาณ 5,000 กิโลแคลอรี/กก. (kcal/kg.) สูงกว่าคู่แข่งที่ 4,500 kcal/kg. ในขณะที่ราคาขายอยู่ในระดับที่แข่งขันได้ ซึ่งส่งผลบวกต่อประสิทธิภาพการใช้เชื้อเพลิงของลูกค้า 2) ความสามารถในการจัดส่งสินค้าได้ตามกำหนด (มีความสัมพันธ์อันดีกับซัพพลายเออร์ เนื่องจากอยู่ในธุรกิจดังกล่าวเกือบ 15 ปี) และ 3) การพัฒนาระบบ Logistics ของบริษัท โดยขยายการลงทุนในท่าเรือและคลังสินค้าที่สวนส้ม จ. สมุทรสาคร และคลังสินค้าที่นครหลวง จ. อโยธยา ที่คาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ใน 2Q51 และ 3Q51 ตามลำดับ คาดจะทำให้บริษัทสามารถลดต้นทุนค่าขนส่งดังกล่าวข้างต้น และเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขัน เนื่องจากสามารถเพิ่มความสามารถในการสต็อกถ่านหินจากปัจจุบันที่ราว 40,000-60,000 ตัน เป็น 200,000-600,000 ตัน (ราว 100,000 - 300,000 ตัน/คลัง) หรือเพิ่มปริมาณสินค้าคงคลังได้นานถึง

คาดความต้องการใช้ถ่านหินในตลาดอุตสาหกรรมยังมีศักยภาพการเติบโตอีกมาก จากมูลค่าตลาดน้ำมันเตา และตลาดก๊าซ LPG ที่สูงถึง 35,000 ล้านบาท และ 30,000 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งหากเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินจะคิดเป็นมูลค่าสูงถึง 10,000 ล้านบาท/ตลาด (บนค่าความร้อนที่เท่ากัน)

2-4 เดือน จากปัจจุบันที่ 1 เดือน ซึ่งคาดว่าจะทำให้บริษัทเพิ่มความสามารถในการจัดหาถ่านหินได้ทันกับความต้องการของลูกค้า และทำให้ราคาขายถ่านหินของบริษัทมีผลวนน้อยกว่าคู่แข่ง

คาดศักยภาพการเติบโตของความต้องการใช้ถ่านหินในตลาดอุตสาหกรรมยังมีอีกมาก เนื่องจากมูลค่าตลาดน้ำมันเตาที่ยังไม่ได้เปลี่ยนเป็นมาใช้ถ่านหินยังมีสูงถึง 35,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นมูลค่าถ่านหินราว 10,000 ล้านบาท บนค่าความร้อนที่เท่ากัน ซึ่งจุดเด่นของต้นทุนถ่านหินที่ถูกกว่าน้ำมันเตามากกว่า 70% คาดจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้ลูกค้าตัดสินใจเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินทดแทนได้ไม่ยาก ดังเช่นที่บริษัทประสบความสำเร็จอยู่ในปัจจุบัน โดยวัดจากรายได้ขายที่เติบโตเฉลี่ย 37% ในช่วงปี 48-50 เช่นเดียวกับโครงการ Coal Gasification ที่บริษัทกำลังดำเนินการอยู่ (คาดว่าจะติดตั้งเครื่องจักรที่ใช้สำหรับโครงการแปลงถ่านหินเป็นก๊าซ จะแล้วเสร็จใน 2Q51 นี้ เพื่อใช้สาธิตให้กับลูกค้า) ซึ่งคาดว่าจะประสบความสำเร็จในการชักจูงให้ลูกค้าอุตสาหกรรมเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินทดแทนก๊าซ LPG เนื่องจากต้นทุนถ่านหินถูกกว่า LPG เกือบ 70% (มีแนวโน้มที่จะถูกกว่าในเปอร์เซ็นต์ที่สูงขึ้น เมื่อมีการลอยตัว LPG) อีกทั้งมูลค่าตลาดของ LPG สูงถึง 30,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นมูลค่าถ่านหินราว 10,000 ล้านบาท บนค่าความร้อนที่เท่ากัน ใกล้เคียงกับตลาดน้ำมันเตา โดยโครงการดังกล่าว คาดจะมีส่วนสนับสนุนผลการดำเนินงานของบริษัทในปี 52 และถือเป็น Upside ที่เรายังไม่ได้รวมในประมาณการ

เปรียบเทียบต้นทุนน้ำมันเตา และถ่านหิน

Fuel	Heating Value	Price	Price/Heating Value
Fuel Oil	9,500 Kcal/litre	17 Bt/litre	0.00179 Bt/Kcal
Coal	5,000 Kcal/kg	2.5 Bt/kg	0.00050 Bt/Kcal
% Saving			-72%

Coal Price Adjustment	Coal Price (Bt/kg.)	% Saving
20%	3.00	-66%
30%	3.25	-64%
40%	3.50	-61%
50%	3.75	-58%
60%	4.00	-55%

เปรียบเทียบต้นทุนก๊าซ LPG และถ่านหิน

Fuel	Heating Value	Price	Price/Heating Value
LPG	11,800Kcal/kg	18Bt/kg	0.015254 Bt/Kcal
Coal	5,000 Kcal/kg	2.5 Bt/kg	0.00050 Bt/Kcal
% Saving			-67%

Coal Price Adjustment	Coal Price (Bt/kg.)	% Saving
20%	3.00	-61%
30%	3.25	-57%
40%	3.50	-54%
50%	3.75	-51%
60%	4.00	-48%

Source : AYS Research

คงค่านำเข้า ชื้อ และมูลค่า Fair Price (ปี 51) ที่ 32 บาท

UMS เน้นการเปิดตลาดถ่านหินในลูกค้าอุตสาหกรรม เพื่อใช้เป็นพลังงานทดแทนน้ำมันเตา ซึ่งประสบความสำเร็จอย่างดี และคาดยังมีศักยภาพเติบโตเนื่องจากมูลค่าตลาดของน้ำมันเตา (ที่ยังไม่เปลี่ยนมาใช้ถ่านหิน) ที่สูงดังกล่าวข้างต้น และข้อได้เปรียบของต้นทุนถ่านหินที่ถูกกว่าน้ำมันเตาอย่างมีนัยสำคัญ โดยวัดจากประมาณการยอดขาย และกำไรสุทธิในช่วงปี 50-52 ที่คาดว่าจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 35% และ 39% ต่อปี ตามลำดับ นอกจากนี้ยังมี Upside ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จากโครงการ Coal Gasification ที่จะเป็นการเปิดตลาดใหม่ในกลุ่มลูกค้าโรงงานอุตสาหกรรม เพื่อเปลี่ยนมาใช้ถ่านหินทดแทนก๊าซ LPG ด้วยจุดเด่นด้านต้นทุนถ่านหินที่ถูกกว่าเช่นเดียวกัน AIS คงค่านำเข้า ชื้อ เนื่องจากปัจจุบันชื้อขายที่ P/E ที่ 9.6 เท่า ปี 51 และมี Upside Gain จากราคา Fair Price (ปี 51) ที่ 32 บาท (ใช้วิธี P/E ที่ 12 เท่า) ถึง 26% รวมทั้งคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลราว 4.7% ในปี 51

คำแนะนำในการลงทุน

- ซื้อ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนเกินกว่า 10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ถือ - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและคาดหวังอัตราผลตอบแทนรวมจากการลงทุนระหว่าง 5-10% ภายในระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า
- ขาย - หุ้นที่มีราคาสูงเกินกว่ามูลค่าพื้นฐาน หรือมีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ
- เก็งกำไร - หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ แต่มีประเด็นที่สามารถเก็งกำไรได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง

Consolidated Profit and Loss (Bt mn)

Year to Dec	2006	2007E	2008E	2009E
Sales	1,373	2,476	3,103	3,385
Costs of sales	(953)	(1,714)	(2,160)	(2,356)
Gross profit	420	761	943	1,029
Depreciation expense	14	17	37	37
EBITDA	243	486	607	660
SG&A expense	(191)	(293)	(372)	(406)
EBIT	229	468	570	622
Interest expense	(17)	(21)	(28)	(36)
Other income (expense)	6	11	10	10
Pre-tax profit	218	458	552	596
Corporate tax	(45)	(96)	(116)	(125)
Share of associate net income	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0
Normalized profit	173	362	436	471
Forex gain (loss)	0	0	0	0
Non-recurring items	0	1	0	0
Reported net profit	174	363	436	471

Consolidated Balance Sheet (Bt mn)

Year to Dec	2006	2007E	2008E	2009E
Fixed assets	158	357	366	335
Investment in associates	0	0	0	1
Other non-current assets	8	9	9	9
Inventory	455	612	772	1,024
Trade debtors	180	248	310	338
Other working capital assets	6	6	7	7
Cash & cash equivalents	51	67	359	779
Current assets	691	933	1,448	2,149
Working capital liabilities	(61)	(64)	(67)	(71)
Short-term debt	(355)	(395)	(498)	(728)
Current liabilities	(416)	(460)	(565)	(799)
Total net assets	443	839	1,257	1,696
Paid-up capital	70	70	82	93
Share premium (discount)	134	134	321	508
Retained earnings	235	435	675	934
Revaluation reserves	0	0	0	1
Shareholders' funds	439	639	1,077	1,536
Long-term debt	3	200	180	160
Deferred liabilities	0	0	0	0
Minorities interests	0	0	0	0
Capital employed	443	839	1,257	1,696
No. of shares (mn sh)	140	140	163	187

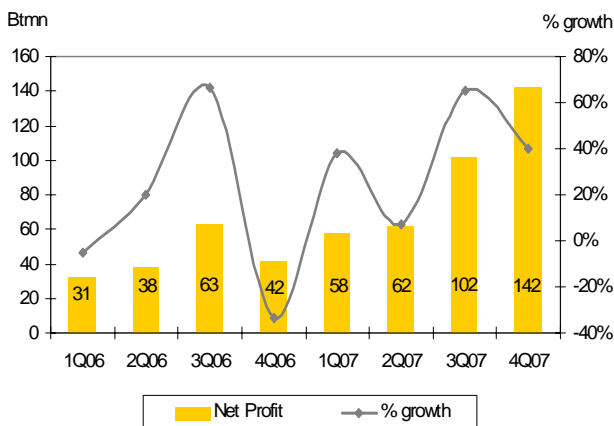
Consolidated Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to Dec	2006	2007E	2008E	2009E
Net profit	174	363	436	471
Foreign exchange adjustments	0	0	0	0
Depreciation and amortization	14	33	37	37
Changes in working capital	(130)	(222)	(219)	(278)
Other non-cash flow items	0	0	0	0
Gross cash flow	58	174	254	231
Net capital expenditure	(41)	(232)	(46)	(7)
Loans to associates & others	0	0	0	0
Free cash flow	16	(58)	208	224
Dividend paid	(70)	(105)	(163)	0
Equity issued	(70)	(58)	165	(14)
Other items	0	0	0	0
(Inc)/dec in net debt	(124)	(221)	210	210
Net cash/(debt) at beginning	(183)	(307)	(529)	(319)
(Inc)/dec in net debt	(124)	(221)	210	210
Net cash/(debt) at end	(307)	(529)	(319)	(109)

Ratio Analysis

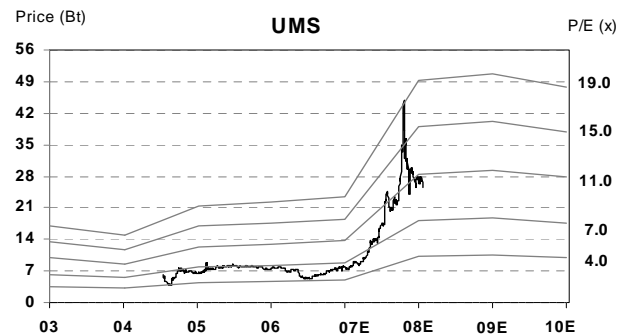
Year to Dec	2006	2007E	2008E	2009E
Growth (%)				
Sales growth	21.97	80.31	25.35	9.07
EBITDA growth	11.85	99.58	25.04	8.66
Normalized profit growth	5.64	108.89	20.47	7.99
Net profit growth	5.59	108.94	20.20	7.99
Profitability ratio (%)				
Gross margin	30.57	30.75	30.38	30.39
EBITDA margin	17.72	19.62	19.57	19.49
ROE	39.55	56.81	40.50	30.70
ROA	20.24	27.95	23.94	18.90
ROCE	21.79	29.40	24.86	19.45
Leverage Ratio (X)				
Interest-bearing debt/Equity	0.83	0.93	0.63	0.58
Net debt/Equity	0.71	0.83	0.30	0.07
Net debt/EBITDA	1.28	1.09	0.52	0.16
Interest coverage	13.48	22.05	20.31	17.27
Debt Service Coverage	0.65	1.17	1.15	0.86
Per share data (X)				
EV/sales	2.38	1.23	1.24	1.37
Price/GCF	9.01	8.80	9.36	10.89
Price/FCF	n.m.	20.03	21.28	14.21
BV (Bt)	3.14	4.56	6.59	8.22

Quarterly Performance



Source : AYS Research

P/E Band



	3 mth	6 mth	12 mth
Absolute (%)	(43.02)	12.34	233.33
Rel. to SET	(33.91)	30.68	192.53

Source: AYS Research