



Ref No. UMS-0901

March 12, 2009

Ticker	UMS
Stock Rating	<b>TRADING</b>
Previous Rating	N.A.
Fair Value	Bt9.50
Current Price	Bt8.45
Upside/(Downside)	12.4%
Consensus (median)	Bt26.1
Diff from Consensus	(63.6%)
Sector	MAI
Sector Rating	N.A.

**Financial Summary**

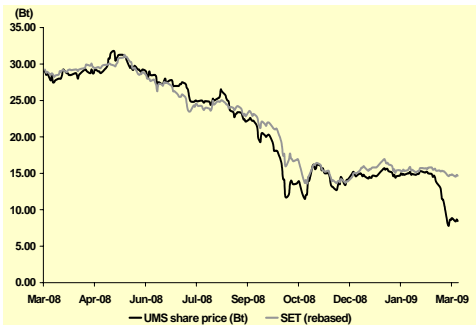
YE Dec (Bt mn)	2007	2008	2009E	2010E
Sales	2,469	3,425	3,038	3,341
EBITDA	485	696	528	613
Core profit	361	494	343	409
Net profit	361	403	343	409
Net profit growth (%)	107.80	11.63	(14.87)	19.34
EPS (Bt)	2.58	2.67	1.91	1.96
EPS growth (%)	107.80	3.61	(28.63)	2.74
BV (Bt)	4.99	5.47	7.27	8.67
DPS (Bt)	2.00	1.25	0.76	0.78
P/E (X)	10.76	5.50	4.43	4.31
P/BV (X)	5.56	2.69	1.16	0.97
EV/EBITDA (X)	8.89	5.14	3.87	3.11
Yield (%)	7.21	8.49	9.02	9.27
ROE (%)	63.45	52.89	32.17	26.25

**Key Data**

Shares in Issue (mn)	151.89
Market Cap. (Bt mn)	1,283.51
12-mth High/Low (Bt)	32.25/7.65
Avg. Daily Turnover (Bt mn)	13.30
Foreign Limit/Actual (%)	49.00/0.11
Free Float (%)	43.24
NVDR (%)	2.71
Dividend Policy (%)	>40.00
Par Value (Bt)	0.50
Beta	1.23

**Stock performance**

	1 mth	6 mth	12 mth
Absolute (%)	(42.5)	(61.9)	(70.9)
Rel. to SET	(41.1)	(39.9)	(41.9)



Charnvut Taecha-amornanakitj

Registration No. 14532

charnvut@ays.co.th Tel +66 2659 7000

www.ays.co.th

# ยูนิค ไมนิ่ง เซอร์วิสเชส

## มีดีแค่เงินปันผล

ผลประกอบการ 4Q51 ที่หดตัวอย่างรุนแรงส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงต่อเนื่องกว่า 40% ในช่วงเวลาเพียง 3 สัปดาห์ที่ผ่านมา และต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานที่ประเมิน 12% อีกทั้งยังมีผลตอบแทนจากเงินปันผลสำหรับปีนี้อีก 9% ทำให้ความเสี่ยงทางลงของราคาหุ้นจำกัด แต่ผลประกอบการที่คาดว่าจะมีความผันผวนจากนโยบายการขายถ่านหินที่ไม่มีการกำหนดราคาขายล่วงหน้า ซึ่งเป็นจุดอ่อนหากราคาขายในตลาดโลกลดลง รวมถึงความต้องการถ่านหินของลูกค้ารายใหญ่ชะลอตัวตามเศรษฐกิจ เราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 52 ลดลง 15% YoY เหลือ 343 ล้านบาท แนะนำเพียง เก็งกำไร มูลค่าพื้นฐาน 9.50 บาท (P/E ratio 5 เท่า ปี 52, ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในตลาด MAI ที่ 7 เท่า)

### กำไรสุทธิ 4Q51 หดตัวรุนแรง

ในงวด 4Q51 บริษัทมีกำไรสุทธิ 8.1 ล้านบาท (-95% QoQ, -94% YoY) หากไม่รวมรายการพิเศษจากการบันทึกผลขาดทุนในสินค้าคงคลังจำนวน 92 ล้านบาท จะมีกำไรจากการดำเนินงาน 103 ล้านบาท (-31% QoQ, -26% YoY) ทั้งนี้ผลประกอบการที่หดตัวเป็นผลจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจาก 35% ใน 4Q51 และ 33% ใน 4Q50 เหลือเพียง 28% ใน 4Q51 เนื่องจากการปรับลดราคาขายให้กับลูกค้าตามทิศทางราคาถ่านหินในตลาดโลกที่ลดลง สำหรับผลประกอบการทั้งปี 51 มีกำไรสุทธิ 403 ล้านบาท (+12% YoY) ซึ่งได้รับอานิสงส์จากราคาถ่านหินที่อยู่ในระดับสูงในช่วง 9 เดือนแรกของปี

### ได้รับผลกระทบหลังกลุ่มลูกค้าขนาดใหญ่ชะลอคำสั่งซื้อ

เราคาดว่าปริมาณขายถ่านหินของบริษัทในปี 52 จะลดลง เนื่องจากความต้องการใช้ซีเมนต์และกระดาษในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจ ทั้งนี้ลูกค้าขนาดใหญ่ของบริษัท เช่น กลุ่มผู้ผลิตซีเมนต์ (สัดส่วน 32% ของปริมาณขายทั้งหมด) และกระดาษ (17%) เริ่มสั่งซื้อถ่านหินลดลงอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ความต้องการจากกลุ่มลูกค้าขนาดกลาง-เล็ก เช่น กลุ่มสิ่งทอ (25%) และกลุ่มอาหาร-เครื่องดื่ม (16%) ยังทรงตัว เนื่องจากสินค้าอุปโภคและบริโภคได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจน้อยกว่า

### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 52 ลดลง 15% YoY

แม้เราประเมินว่าราคาถ่านหิน ณ ระดับปัจจุบัน (ราคา BJI ล่าสุดอยู่ที่ US\$63.75/ตัน) จะมีความเสี่ยงขาลงที่จำกัด เนื่องจากใกล้เคียงกับต้นทุนการผลิตจากเหมืองถ่านหินในประเทศอินโดนีเซียที่ประมาณ US\$50-60/ตัน อีกทั้งเราคาดว่าราคาน้ำมันดิบซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาถ่านหินจะมีเสถียรภาพที่ระดับ US\$50/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม ราคาถ่านหิน BJI ปัจจุบันซึ่งลดลง 21% จากต้นปีที่ผ่านมา อาจเป็นผลให้บริษัทต้องมีการปรับลดราคาขายอีกครั้ง (สัญญาขายล่วงหน้าที่บริษัททำกับลูกค้ามีการกำหนดเฉพาะปริมาณขาย แต่ไม่กำหนดราคาขาย) รวมถึงปริมาณขายถ่านหินให้ลูกค้ารายใหญ่ที่ลดลงดังกล่าว อีกทั้งอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะอ่อนตัวจาก 31% ในปี 51 เหลือ 28% เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 52 จะลดลง 15% YoY เหลือ 343 ล้านบาท (ไม่รวมความเสี่ยงที่ต้องบันทึกผลขาดทุนจากสต็อกถ่านหินในกรณีที่ราคาถ่านหินลดลง)

### ผลตอบแทนเงินปันผลยังสูง

บนสมมติฐานที่ระมัดระวังมากที่สุด เรากำหนดอัตราจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio) ในปี 52 ที่ระดับ 40% ของกำไรสุทธิ ซึ่งเป็นขั้นต่ำของนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และต่ำกว่าในอดีตที่เคยจ่ายระดับ 78% และ 47% ในปี 50 และ 51 ตามลำดับ พบว่าเงินปันผลจ่ายในปี 52 ในอัตรา 0.76 บาท/หุ้น ยังมีผลตอบแทนสูงกว่า 9% จากราคาปัจจุบัน สำหรับงวด 2H51 ที่ผ่านมา บริษัทประกาศจ่ายในอัตรา 0.25 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทน 3% ขึ้นเครื่องหมาย XD วันนี้ (12 มี.ค.) และจ่ายปันผลวันที่ 20 พ.ค.



### Consolidated Profit and Loss (Bt mn)

Year to Dec	2007	2008	2009E	2010E
Sales	2,469	3,425	3,038	3,341
Cost of goods sold	(1,715)	(2,370)	(2,193)	(2,379)
Gross profit	754	1,055	845	963
Depreciation and amortization	18	43	48	52
<b>EBITDA</b>	<b>485</b>	<b>696</b>	<b>528</b>	<b>613</b>
SG&A expense	(287)	(402)	(365)	(401)
<b>EBIT</b>	<b>467</b>	<b>653</b>	<b>481</b>	<b>562</b>
Interest expense	(22)	(45)	(67)	(33)
Net other income	10	22	15	17
<b>EBT</b>	<b>456</b>	<b>630</b>	<b>429</b>	<b>546</b>
Tax	(94)	(136)	(86)	(136)
Net equity earnings	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>361</b>	<b>494</b>	<b>343</b>	<b>409</b>
Forex gain (loss)	(1)	1	0	0
Extraordinary items	1	(92)	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>361</b>	<b>403</b>	<b>343</b>	<b>409</b>
EPS (Bt)	2.58	2.67	1.91	1.96

### Consolidated Balance Sheet (Bt mn)

Year to Dec	2007	2008	2009E	2010E
Cash & cash equivalents	141	180	207	159
Accounts receivable	400	397	375	412
Inventories	415	964	601	652
<b>Total current assets</b>	<b>967</b>	<b>1,591</b>	<b>1,198</b>	<b>1,239</b>
Investments	0	0	0	0
Fixed assets	479	950	1,004	1,054
<b>Total assets</b>	<b>1,460</b>	<b>2,553</b>	<b>2,218</b>	<b>2,311</b>
Short-term debt	551	1,408	629	234
Accounts payable	14	24	12	13
<b>Total current liabilities</b>	<b>742</b>	<b>1,596</b>	<b>808</b>	<b>431</b>
Long-term debt	19	132	103	69
<b>Total liabilities</b>	<b>761</b>	<b>1,728</b>	<b>911</b>	<b>500</b>
Paid-up capital	70	75	90	104
Share premium	134	221	452	683
Retained earnings	494	529	766	1,025
Minority interest	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>698</b>	<b>825</b>	<b>1,307</b>	<b>1,812</b>
Shares (mn)	140	151	180	209

### Consolidated Cash Flow Statement (Bt mn)

Year to Dec	2007	2008	2009E	2010E
Net profit	361	403	343	409
Depreciation and amortization	18	43	48	52
Change in working capital	(58)	(587)	407	(73)
<b>Operating cash flow</b>	<b>325</b>	<b>(149)</b>	<b>798</b>	<b>388</b>
Net capital expenditure	(341)	(514)	(102)	(102)
Free cash flow	(16)	(663)	696	286
<b>Investing cash flow</b>	<b>(341)</b>	<b>(513)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>
Loans from bank	201	955	(796)	(419)
Others liabilities	10	16	(11)	(10)
Dividend paid	(105)	(361)	(106)	(150)
Equity issued	0	92	246	246
<b>Financing cash flow</b>	<b>106</b>	<b>702</b>	<b>(669)</b>	<b>(334)</b>
Net cash (Debt)	(430)	(1,360)	(525)	(144)

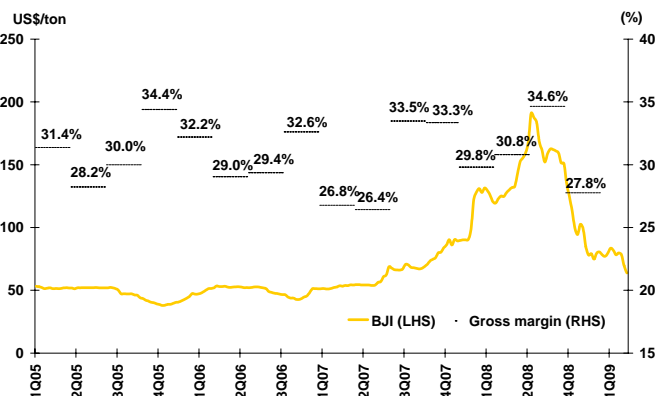
### Ratio Analysis

Year to Dec	2007	2008	2009E	2010E
<b>Growth (%)</b>				
Sales growth	79.80	38.72	(11.30)	10.00
EBITDA growth	98.81	43.53	(24.14)	16.15
Core profit growth	108.69	36.81	(30.58)	19.34
<b>Profitability ratios (%)</b>				
Gross margin	30.53	30.80	27.82	28.81
EBITDA margin	19.65	20.33	17.39	18.36
Core profit margin	14.63	14.43	11.29	12.25
Effective tax rate	20.72	21.59	20.00	25.00
SG&A/net sales	11.61	11.73	12.00	12.00
<b>Leverage ratios (x)</b>				
Total debt/equity	0.82	1.87	0.56	0.17
Net debt/equity	0.61	1.65	0.40	0.08
Net debt/EBITDA	0.89	1.95	0.99	0.23
Interest coverage	21.86	15.16	7.40	17.70
<b>Per share data (x)</b>				
Price/sales	1.57	0.65	0.50	0.53
Price/OCF	11.95	(14.83)	1.91	4.56
Price/FCF	(248.00)	(3.34)	2.18	6.18

### Key Assumptions

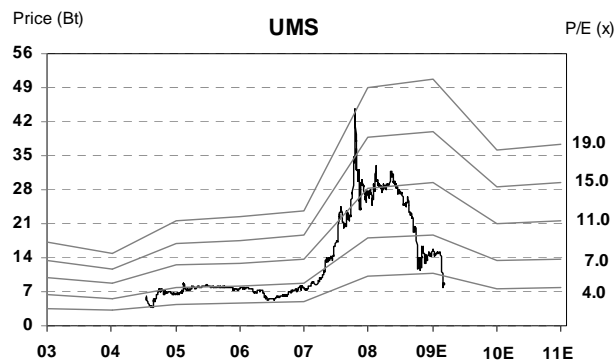
Year to Dec	2007	2008	2009E	2010E
Sales growth (%)	77.58	39.94	(11.85)	10.00
Service income growth (%)	n.a.	(58.60)	137.38	10.00
Avg. exchange rate (Bt/US\$)	34.56	33.36	35.00	35.00

### BJI vs UMS's Gross margin



Source: AYS Research

### P/E Band



Source: AYS Research

**บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)**

**สำนักงานใหญ่**

999/9 อาคาร ดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 11-12  
ถนนพระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
0-2659-7000 โทรสาร 0-2646-1100  
Internet Trading: 0-2659-7777

**สาขา**

**สาขาเอ็มโพเรียม**

622 เอ็มโพเรียมทาวเวอร์ ชั้น 10 ถนนสุขุมวิท 24  
แขวงคลองตัน เขตคลองตัน กรุงเทพฯ 10110  
โทร. 0-2695-4500 โทรสาร 0-2695-4599

**สาขาชลบุรี**

64/1 ถนนสุขุมวิท ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมือง  
จ.ชลบุรี 20000  
โทร. 0-3879-0430 โทรสาร 0-3879-0425

**สาขาเซ็นทรัลบางนา**

1093/151 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 27  
ม.12 ถนนบางนา-ตราด แขวง-เขต บางนา กรุงเทพฯ 10260  
โทร. 0-2763-2000 โทรสาร 0-2399-1448

**สาขานครปฐม**

67/1 ถนนราชดำเนิน ตำบลพระปฐมเจดีย์ อำเภอเมือง  
จ.นครปฐม 73000  
โทร. 0-3427-5500-7 โทรสาร 0-3421-8989

**สาขาพระราม 2**

ห้อง 159 ชั้น 1 โซนลิฟท์แก้ว อาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัล พลาซ่า  
พระราม 2 เลขที่ 128 หมู่ 6 ถนนพระราม 2 เขตบางขุนเทียน  
กรุงเทพฯ 10150  
โทร. 0-2872-4400 โทรสาร 0-2872-4445, 0-2872-4454

**สาขาสุพรรณบุรี**

249/171-172 หมู่ 5 ถนนเนรแก้ว ตำบลท่าระหัด  
อำเภอเมืองสุพรรณบุรี จ.สุพรรณบุรี 72000  
โทร. 0-3550-1234 โทรสาร 0-3552-2449

Analyst Team	Name	Sector Coverage	E-mail
Central line:	กิตติ เหมนิลรัตน์	Hotel, Steel	kitti@ays.co.th
66.2659.7000	สิทธิเดช ประเสริฐรุ่งเรือง	Electronics, Transportation, Agribusiness	sittidath@ays.co.th
Fax : 66.2646.1140	ชาตรี ศรีสมัยเจริญ	Property, Contractor, Construction Materials	chatree@ays.co.th
	ชาญวุฑฒ เตชอมรรณกิจ	Energy, Petrochemical	charnvut@ays.co.th
	ธนะ รังษีธนานนท์	Banking, Finance & Securities, Commerce	thanat@ays.co.th
	ถกกล บรรจงรักษ์	Automotive, Healthcare, ICT	thakol@ays.co.th
	อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนศิริกุล	Strategy	adisak@ays.co.th
	นพดล พิริยวุฒิ	Technical	noppadol@ays.co.th

**คำแนะนำในการลงทุน**

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