



Siam City Securities

IPO Stock

Research Department

Union Petrochemicals : UKEM

Diversifying to new products boosting revenue

27 October 2006

UKEM เป็นผู้นำเข้าและจัดจำหน่ายเคมีภัณฑ์สารทำลายซึ่งเป็นส่วนประกอบในการผลิตสินค้าในอุตสาหกรรมสี และ อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ เป็นหลัก UKEM มีนโยบายในการเพิ่มผลิตภัณฑ์ให้มีความหลากหลายเพื่อเพิ่มฐานลูกค้าไปยังลูกค้าในกลุ่มใหม่ๆ กลยุทธ์ดังกล่าวจะสนับสนุนการเติบโตของรายได้และเป็นการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ UKEM เสนอขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 34 ล้านหุ้น (20.6% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด) โดยมีวัตถุประสงค์การใช้เงินเพื่อชำระคืนเงินกู้ยืม 50% ของเงินที่ได้จากการระดมทุนทั้งหมด และอีก 50% ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการดำเนินธุรกิจ SCIBS ประเมินราคาเหมาะสมปี 2549 โดยใช้วิธี P/E Multiple ที่ 8 เท่า มีส่วนลดจากค่าเฉลี่ย PER ของหุ้นในตลาด MAI ที่อยู่ในช่วง 8 - 8.5 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2550 ที่ 2.13 บาทต่อหุ้น

- **คาดการณ์ปี 2549 และ 2550 เติบโต 21% yoy และ 15% yoy :** การเติบโตของที่อยู่อาศัยสร้างเสริมที่เพิ่มขึ้น 5.5% yoy ขณะที่ปริมาณการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น 14.8% yoy ประกอบกับการขยายฐานลูกค้าไปยังธุรกิจบรรจุภัณฑ์ หมึกพิมพ์ ส่งผลให้คาดว่ารายได้จากการขายของ UKEM จะเพิ่มขึ้น 21% yoy และ 15% yoy เป็น 1,802 ล้านบาท และ 2,072 ล้านบาท ตามลำดับ
- **กำไรสุทธิคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ :** จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 7.96% ในปี 2548 เป็น 8.65% ในปี 2549 ส่งผลให้คาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 7 ล้านบาทในปี 2548 เป็น 34 ล้านบาทในปี 2549 ขณะที่ปี 2550 คาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตต่อเนื่องประมาณ 30% เป็น 44 ล้านบาท
- **ฐานะทางการเงินปรับตัวดีขึ้น :** อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนคาดว่าจะปรับลดลงจาก 1.70 เท่าในปี 2548 เหลือ 1.02 เท่าและ 0.94 เท่าในปี 2549 และ 2550 ตามลำดับ ขณะที่ความสามารถในการชำระหนี้ที่วัดจาก Interest coverage ratio ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.96 เท่าในปี 2548 เป็น 4.51 เท่าและ 4.86 เท่า ในปี 2549 และ 2550 ตามลำดับทั้งนี้เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น
- **ความเสี่ยงจากต้นทุนขายที่แปรผันโดยตรงกับราคาน้ำมันดิบ :** ความเสี่ยงจากความผันผวนของต้นทุนสินค้านำเข้าที่แปรผันตามราคาน้ำมันดิบ หาก UKEM ไม่สามารถปรับราคาขายเพื่อไล่สะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้น และผลประกอบการลดลงได้อย่างมีนัยสำคัญ
- **SCIBS ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2549 ที่ 2.13 บาทต่อหุ้น :** SCIBS ใช้วิธี PE Multiple โดยใช้ค่า PER ที่ 8 เท่า มีส่วนลดจากค่าเฉลี่ย PER ของหุ้นในตลาด MAI ที่อยู่ในช่วง 8-8.5 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2550 ที่ 2.13 บาทต่อหุ้น

Fair value (FY2007) Bt 2.13

IPO price N/A

Market MAI

Rating N/A

IPO Information

No. of IPO shares (mn.)	34
Listing date (Tentative)	Nov 30
Subscription period	Nov 14-17, 06
Financial Advisor(s)	BCA
Lead Underwriter(s)	BSEC

Market data

Par Value (Bt)	1
Paid-up (m shares) after IPO	165
P/E Sector (x)	8.75
Foreign Limit (%)	N/A
Foreign Available (%)	N/A
Free Float (%)	20.61%
Thai NVDR (%)	N/A
Dividend Policy (%)	40%

Major shareholders Post-IPO

กลุ่มสำรวจธนาคาร	57%
IPO	20.61%

Analyst :

Sutthichai Kumworachai

Analyst Registration No. 18197

Tel: (662) 624-8919

Email : sutthichaik@scis.co.th

1st DRAFT

ห้ามเผยแพร่บทวิเคราะห์ฉบับนี้ระหว่าง

วันที่ 29 ต.ค. 2549 – 13 พ.ย. 2549

Year-end 31 Dec	2004	2005	2006F	2007F	2008F
Sales (Bt m)	1,542	1,489	1,802	2,072	2,298
Gross profit (Bt m)	183	119	156	176	195
EBITDA (Bt m)	120	32	72	81	90
EBITDA (%chg)	658.28	(73.42)	126.09	12.79	10.81
Normalized Profit (Bt m)	82	7	34	44	49
Net Profit (Bt m)	75	7	34	44	49
EPS (Bt)	0.69	0.05	0.20	0.27	0.30
EPS (%chg)	59.57	(92.57)	301.79	29.91	11.19
DPS (Bt)	0.27	0.31	0.08	0.11	0.12
Dividend Yield (%)	12.80	14.34	3.84	4.99	5.55
BVPS (Bt)	1.53	1.27	1.38	1.56	1.75
P/E (x)	3.11	41.81	10.41	8.01	7.20
P/BV (x)	1.40	1.67	1.55	1.36	1.22

Source : Company reports, SCIBS Research Note : Based on fair price at Bt 2.13

หมายเหตุ : “บริษัทหลักทรัพย์ นครหลวงไทย จำกัด” เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการ
Report No. : UNION 06/001 จำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ และหรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์นครหลวงไทย จำกัด มีอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความ ที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯ จึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมความคิดเห็นหรือประมาณการต่างๆ ในเอกสารฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาการลงทุน

Valuation

SCIBS ประเมินมูลค่าเหมาะสมของ UKEM โดยใช้วิธี PE Multiple โดยใช้ค่า PER ที่ 8 เท่าถือว่ามีส่วนลดเล็กน้อยหากอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PER ของหุ้นในตลาด MAI ที่อยู่ในช่วง 8-8.5 เท่า ส่งผลให้มูลค่าเหมาะสมคำนวณจากกำไรต่อหุ้นปี 2550 ที่ 0.27 บาทต่อหุ้น ได้ราคาเหมาะสมปี 2550 ที่ 2.13 บาทต่อหุ้น

IPO information

UKEM มีทุนจดทะเบียน 165 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้ (Par) หุ้นละ 1 บาท มีความประสงค์จะเสนอขายหุ้น IPO จำนวน 34 ล้านหุ้น คิดเป็น 20.61% ของทุนจดทะเบียนทั้งหมด โดยมีวัตถุประสงค์ในการระดมทุนเพื่อ

- เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืม 50% ของเงินที่ได้จากการระดมทุนทั้งหมด
- 50% ที่เหลือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานธุรกิจ

Company Background

บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน) หรือ UKEM ประกอบธุรกิจนำเข้าและจัดจำหน่ายเคมีภัณฑ์ โดยสินค้าของบริษัทประกอบด้วยสารทำละลายประเภท Solvent (Commodity Solvent) ซึ่งเป็นสินค้าที่จำหน่ายทั่วไป สำหรับใช้เป็นตัวทำละลาย (Solvent) ซึ่งเป็นส่วนประกอบในการผลิตสินค้าในอุตสาหกรรมต่างๆ ดังนั้นกลุ่มลูกค้าที่ใช้ตัวทำละลาย (Solvent) ประเภทนี้จะเป็นบริษัทผู้ผลิตสินค้าประเภทต่างๆ ในแต่ละภาคอุตสาหกรรมที่ต้องนำตัวทำละลาย (Solvent) มาใช้เป็นส่วนประกอบในการผลิตสินค้า โดยบริษัทผู้ผลิตเหล่านี้ส่วนมากเป็นลูกค้าเก่าของบริษัทและมีความสัมพันธ์เป็นคู่ค้ากันมาอย่างยาวนาน

1. บริษัท ยูเนียน อินทราโก้ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ปัจจุบันมีทุนเรียกชำระแล้วจำนวน 58 ล้านบาทและถือหุ้นโดย UKEM ทั้งหมด และเป็นผู้ดำเนินธุรกิจนำเข้าส่งออกและจำหน่ายเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ (Specialty Chemical) ให้กับกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ โดยบริษัทจะเน้นการกระจายสินค้าออกไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต้องการเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ (Specialty Chemical) เข้ามาป้อนสู่ตลาดใหม่ๆ เพิ่มเติมในอนาคต
2. บริษัท ไลอ้อน เอเซีย (ไทยแลนด์) จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ปัจจุบันมีทุนเรียกชำระแล้วจำนวน 15 ล้านบาท และถือหุ้นทั้งหมดโดย UKEM และดำเนินธุรกิจนำเข้าส่งออกและจำหน่ายเคมีภัณฑ์ ซึ่งบริษัทย่อยดังกล่าวก่อตั้งขึ้นมาเพื่อจัดจำหน่ายสารทำละลายชนิดพิเศษ (Specialty Solvent) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสาร Solvents ประเภทที่ไม่เป็นอันตรายต่อสภาวะแวดล้อม

Business Overview

ในช่วงตั้งแต่ปี 2547 – ไตรมาส 2 ปี 2549 รายได้ของกลุ่มจะมาจากบริษัทเฉลี่ยร้อยละ 87.86 ในขณะที่รายได้จากในส่วนบริษัทย่อยทั้งสองแห่งรวมกันได้เฉลี่ยร้อยละ 12.24 จะเห็นได้ว่าโครงสร้างของรายได้ของกลุ่มส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายของบริษัทแม่

โครงสร้างรายได้จากการขายของบริษัทและบริษัทย่อย

	2546*		2547*		2548*		6/2549*	
	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
บมจ.ยูเนียนปีโตรเคมีคอล	942.55	86.63	1,266.22	82.13	1,349.31	90.62	838.17	93.14
บมจ.ไลอ้อน (เอเชีย) ไทยแลนด์	72.26	6.64	182.79	11.86	37.02	2.49	10.50	1.17
บจก.ยูเนียนอินทราโก้	73.27	6.73	92.77	6.01	102.71	6.90	51.24	5.69
รวม	1,088.08	100	1,541.48	100	1,489.04	100	899.91	100

หมายเหตุ : (*) ไม่นับรวมรายการซื้อขายระหว่างกลุ่มบริษัท

: (**) ยอดขายของบริษัท ไลอ้อน เอเซีย (ไทยแลนด์) จำกัด หรือ ไลอ้อน ได้ลดลงเนื่องจากในปี 2547 ภายหลังจากมีการปรับโครงสร้างธุรกิจ ไลอ้อน จะเน้นการขายไปที่ Specialty Solvent และอินไลน์ประเภท Commodity Solvent ไปให้บริษัทแม่ จึงทำให้ยอดขายโดยรวมลดลง อย่างไรก็ตาม ไลอ้อน จะดำเนินการหาสินค้าใหม่ๆ ในหมวดของ Specialty Solvent เข้ามาทดแทนเพิ่มมากขึ้นต่อไป



บริษัทสามารถแยกประเภทลูกค้าตามกลุ่มอุตสาหกรรมหลัก ๆ ดังนี้

1. อุตสาหกรรมสี

ลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมสีเป็นลูกค้ากลุ่มที่ใช้ Solvents เป็นส่วนประกอบหลักในการผลิตสี ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นการผลิตสีเพื่อใช้สำหรับเป็น สีทาอาคาร สียานยนต์ และสีอุตสาหกรรม

2. อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์

ลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ เป็นกลุ่มลูกค้าที่ใช้ Solvents เป็นส่วนประกอบในการผลิตบรรจุภัณฑ์ต่างๆ เช่น ถังพลาสติก กระสอบพลาสติก หมึกพิมพ์สำหรับการพิมพ์ฉลากบรรจุภัณฑ์โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีหน้าที่ใช้เป็นตัวทำละลายในขั้นตอนการผลิต

3. อุตสาหกรรมเคมี

ลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมเคมี เป็นลูกค้าที่ใช้ Solvents เป็นส่วนประกอบในการผลิตเคมีเพื่อการเกษตร เช่น ยาฆ่าแมลง ยาฆ่าหญ้า เป็นต้น

4. อุตสาหกรรมอื่น ๆ

ลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆที่ใช้สินค้าของบริษัทในขบวนการผลิต ได้แก่ อุตสาหกรรมพลาสติก อุตสาหกรรมกาว อุตสาหกรรมหมึกพิมพ์ อุตสาหกรรมฟอกหนัง เป็นต้น

5. ร้านค้า ตัวแทนจำหน่ายของบริษัท

ลูกค้าประเภทที่สั่งซื้อสินค้าจากบริษัท ได้แก่ ร้านค้าในรูปแบบตัวแทนจำหน่าย (Dealer) หรือ ยี่ปั้ว / ซาปั้ว ต่างๆ โดยส่วนใหญ่ร้านค้าประเภทนี้จะนำสินค้าของบริษัทไปแบ่งขายเพื่อที่จะสามารถนำไปจำหน่ายให้ลูกค้ารายย่อย

ประเภทอุตสาหกรรม/ธุรกิจ		2546**		2547*		2548*		6/2549*	
		ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
กลุ่มผู้ผลิต									
อุตสาหกรรมสี	Union	411.24	38	637.12	41	693.73	44	430.46	48
อุตสาหกรรมผลิตเคมี	Union	138.42	13	170	11	187.33	13	137.58	15
อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์	Union	55.06	5	87.47	6	103.73	7	46.75	5
อุตสาหกรรมฟอกหนัง	Union	187.09	17	244.12	16	242.09	16	163.32	18
ผลิตภัณฑ์ดูแลส่วนตัว ยาสิ่งพิมพ์	Lion Asia	145.53	13	275.56	18	139.73	9	61.74	7
กลุ่มผู้จำหน่าย									
ตัวแทนจำหน่าย	Union	150.75	14	127.51	8	122.43	8	60.06	7
รวม		1,088	100	1,541.78	100	1,489	100	900	100

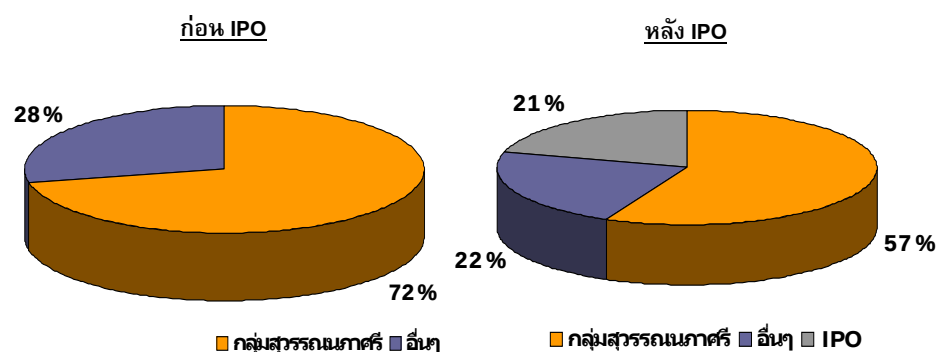
หมายเหตุ : (*) ไม่ับรวมการซื้อขายระหว่างกลุ่ม

(**) ยอดขายของบริษัทย่อย (ในปี 2546 บจก. ไลออน เอเชีย (ไทยแลนด์) และ บจก.ยูเนี่ยน อินทราโก้ ยังไม่มีสถานะเป็นบริษัทย่อยของบมจ.ยูเนี่ยนปิโตรเคมีคอลล)

Shareholding structure

โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนการเสนอขายหุ้น IPO มีกลุ่มสุวรรณภักดีเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 71.79% ภายหลังจากการเสนอขายหุ้น IPO ในครั้งนี้จะส่งผลให้กลุ่มสุวรรณภักดีเหลือสัดส่วนอยู่ 57% ขณะที่ประชาชนทั่วไป (IPO) จะมีสัดส่วนรวม 20.61%

สัดส่วนผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO



ที่มา: UKEM



Growth Prospect

UKEM ดำเนินธุรกิจนำเข้าและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เคมีประเภทสารทำละลาย ซึ่งถูกนำไปใช้เป็นส่วนประกอบการผลิตในหลากหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมสีที่เติบโตไปตามธุรกิจภาคก่อสร้างที่มีแนวโน้มเติบโตในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาธุรกิจก่อสร้างมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง จากที่ขยายตัว 23% ในปี 2547 เหลือเพียง 4.4% ในปี 2548 ขณะที่ธุรกิจยานยนต์เป็นอีกภาคอุตสาหกรรมหนึ่งที่ต้องมีการใช้ตัวทำละลายค่อนข้างมาก มีแนวโน้มการเติบโตที่ลดลงเช่นกัน โดยปริมาณการผลิตรถยนต์ในปี 2547 เพิ่มขึ้น 24% ขณะที่ในปี 2548 เติบโตเพิ่มขึ้น 21% จากผลกระทบของราคาน้ำมันและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวสูงขึ้น จากภาวะอุตสาหกรรมสีที่ชะลอตัวส่งผลให้ยอดขายในปี 2548 ปรับตัวลดลง 3.4% yoy อย่างไรก็ตามจากทิศทางดอกเบี้ยที่เริ่มอึดตัวประกอบกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้การขยายตัวของบ้านสร้างเสร็จใน 1H/49 เพิ่มขึ้น 5.5% ส่งผลให้ยอดขายในช่วง 1H/49 ของ UKEM เพิ่มขึ้น 18.6% yoy

UKEM มีนโยบายจำหน่ายผลิตภัณฑ์ให้มีความหลากหลายมากขึ้นในอนาคต เพื่อเพิ่มฐานลูกค้าไปยังลูกค้าในกลุ่มใหม่ๆ ที่มีการใช้สินค้าเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ (Specialty Chemicals) นอกจากนั้นยังมีนโยบายจำหน่ายสารทำละลายชนิดพิเศษที่ไม่เป็นอันตรายต่อสภาวะแวดล้อมที่เน้นจำหน่ายสำหรับกลุ่มลูกค้าระดับบนที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม SCIBS คาดว่ากลยุทธ์ดังกล่าวจะสนับสนุนการเติบโตของรายได้และเป็นการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจจากการพึ่งพิงลูกค้าในภาคอุตสาหกรรมสีที่มีสัดส่วนถึง 48% ของรายได้ใน 1H/48 รวมถึงยังเป็นการช่วยเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายสินค้าที่มีคุณสมบัติพิเศษมากขึ้น

Earnings growth

ยอดขายในช่วง 1H/49 ของ UKEM เพิ่มขึ้น 18.6% yoy ตามการเติบโตของที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จที่เพิ่มขึ้น 5.5% yoy และปริมาณการผลิตรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น 14.8% yoy จากภาวะทางการเมืองที่เริ่มชัดเจนขึ้น SCIBS คาดว่าจะส่งผลให้ความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการ โดยเฉพาะในธุรกิจภาคก่อสร้างที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ประกอบกับภาวะอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มทรงตัว SCIBS จึงคาดว่าจะการเติบโตของยอดขายในช่วง 2H/49 จะขยายตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยประเมินรายได้ปี 2549 เพิ่มขึ้น 21% yoy เป็น 1,802 ล้านบาท สำหรับในปี 2550 คาดว่ารายได้จะยังคงเติบโตในอัตรา 15% yoy เป็น 2,018 ล้านบาท

ในส่วนของอัตรากำไรขั้นต้นของ UKEM ที่ผ่านมาก่อนช่วงผันผวน โดยอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2546-2548 อยู่ที่ 9.11%, 11.84% และ 7.96% ตามลำดับ ปัจจัยที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2547 สูงผิดปกติเนื่องจากประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้ UKEM สามารถขายสินค้าต้นทุนเดิมได้ในราคาที่สูงขึ้น SCIBS คาดว่าผลจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงในช่วง 2H/49 จะส่งผลกระทบต่อทางลบกับอัตรากำไรขั้นต้นปี 2549 ของ UKEM ลดลงจาก 8.9% ใน 1H/49 เป็น 8.65% ในปี 2549 และทรงตัวอยู่ที่ 8.5% ในปี 2550

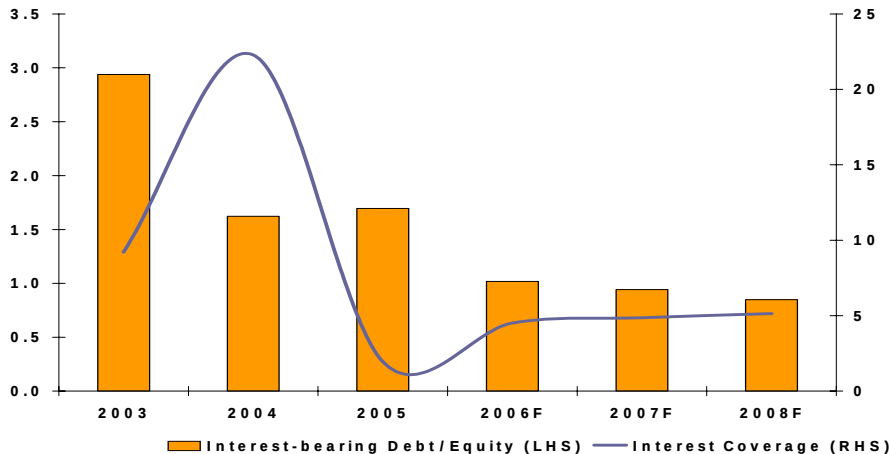
จากรายได้ที่และอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2549 SCIBS คาดว่ากำไรสุทธิของ UKEM จะปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจาก 7 ล้านบาทในปี 2548 เป็น 34 ล้านบาทในปี 2549 จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นขณะที่กำไรสุทธิในปี 2550 นอกจากจะได้รับประโยชน์จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการขยายไปสู่สินค้าที่หลากหลายมากขึ้น UKEM ยังจะได้รับประโยชน์จากผลประโยชน์ทางภาษีจากการเข้าจดทะเบียนในตลาด MAI ทำให้ภาษีจ่ายในปี 2550 ลดลงจาก 30% เหลือ 20% ส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 30% yoy เป็น 43 ล้านบาทในปี 2550

Financial Status

ภายหลังจากการระดมทุนในตลาด MAI ในครั้งนี้คาดว่าจะส่งผลให้สถานะทางการเงินของ UKEM ปรับตัวดีขึ้น โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนคาดว่าจะปรับลดลงจาก 1.70 เท่าในปี 2548 เหลือ 1.02 เท่าในปี 2549 และคาดว่าจะปรับตัวลดลงต่ำกว่า 1 เท่ามาอยู่ที่ 0.94 เท่าในปี 2550 ขณะที่ความสามารถในการชำระหนี้ที่วัดจาก Interest coverage ratio ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.96 เท่าในปี 2548 เป็น 4.51 เท่า และ 4.86 เท่า ในปี 2549 และ 2550 ตามลำดับ จากผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น



Interest bearing debt to equity ratio and Interest coverage ratio



ที่มา: UKEM, SCIBS Research

Sector Outlook

- **อุตสาหกรรมนำเข้าและจำหน่าย Solvents** : ตลาดการนำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้าเคมีภัณฑ์ประเภทสารทำละลาย (Solvents) ในประเทศไทย โดยมีมูลค่าตลาดตามยอดขายรวมประมาณ 15,000 ล้านบาทต่อปี (ที่มา : ประมาณการจากบริษัท) แต่ในธุรกิจนี้มีผู้ประกอบการรายใหญ่ประมาณ 5 ราย ซึ่งบริษัทเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่อันดับ 3 ของตลาดตามรายได้จากการขาย นอกจากนี้จากการที่สินค้าเคมีภัณฑ์ประเภทสารทำละลาย (Solvents) เป็นส่วนประกอบหลักในการผลิตของหลากหลายอุตสาหกรรม ดังนั้นการเติบโตของ Solvents จะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของอุตสาหกรรมและภาวะเศรษฐกิจในประเทศ ซึ่งที่ผ่านมาในช่วงปี 2547 – Q2/49 รายได้ของบริษัทและบริษัทย่อยส่วนใหญ่จะมาจากอุตสาหกรรมสี นอกจากนี้ อุตสาหกรรมที่บริษัทและบริษัทย่อยคาดว่าจะมีศักยภาพในการเจริญเติบโตในอนาคตคืออุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ ดังนั้นการเติบโตของรายได้ของบริษัทและบริษัทย่อยจะมีแนวโน้มเป็นไปตามการเติบโตของอุตสาหกรรมสีและอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในประเทศ
- **อุตสาหกรรมสี** สารทำละลายประเภท Solvents เป็นองค์ประกอบหลักในการผลิตสีโดยทำหน้าที่ละลายสี และส่วนประกอบอื่นๆให้เป็นเนื้อเดียวกัน นอกจากนี้ยังเป็นตัวปรับความหนืดของสีให้เหมาะแก่การเก็บและจำหน่ายตามวัตถุประสงค์ของการใช้งาน ซึ่งส่วนใหญ่ Solvents ที่ทางบริษัท จำหน่ายจะเป็นตัวทำละลายเพื่อใช้ผลิตสีสำหรับทาอาคาร รถยนต์และสีอุตสาหกรรม สำหรับอุตสาหกรรมสีในประเทศไทย การเติบโตของอุตสาหกรรมสีขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมอื่นๆที่ใช้สีเป็นวัตถุดิบ อุตสาหกรรมสีในประเทศไทยมีแนวโน้มในการขยายตัวได้ดี ซึ่งจะเห็นได้จากมูลค่าการส่งออกสีของไทยโดยในปี 2548 มูลค่าการส่งออกสีของไทยมีจำนวน 1,932 ล้านบาท หรือขยายตัว 9% yoy ทางด้านการนำเข้านั้น ในปี 2548 ไทยมีมูลค่าการนำเข้าสีจำนวน 7,938 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% yoy สำหรับในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2549 มูลค่าการส่งออกสีของไทยมีมูลค่า 1,391 ล้านบาท ซึ่งมีอัตราการขยายตัวเพิ่มขึ้น 32% เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันใน 2548 ในขณะที่มูลค่าการนำเข้าสีของไทยในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2549 มีมูลค่า 4716.0 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.7 เปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันของปี 2548

Risks and Concerns

- **ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ** : ราคาต้นทุนสินค้านำเข้าซึ่งคิดเป็นเกินกว่า 80% ของต้นทุนสินค้าทั้งหมดมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาพตลาดในแต่ละประเทศที่นำเข้า และตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงบริษัทไม่สามารถปรับราคายาเพื่อให้อัตราต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้น และผลประกอบการลดลงได้อย่างมีนัยสำคัญ
- **ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายสินค้าราย** : ประมาณ 64% ของยอดขายสั่งซื้อในช่วงปี 2547 ถึง Q2/49 มาจากผู้จัดจำหน่ายเพียง 3 ราย ได้แก่บริษัท ไทย เอ็ม ซี บริษัท เอ็กซอน โมบิล เคมี (ประเทศไทย) และ TPI ดังนั้นจากการนี้ที่ผู้จัดจำหน่ายรายหนึ่งรายใดไม่สามารถจัดส่งสินค้าให้ได้ตามต้องการ นอกจากนั้นยังมีความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญาจากผู้จัดจำหน่ายดังกล่าวข้างต้น
- **ความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรง** : ธุรกิจการจัดจำหน่ายเคมีภัณฑ์ประเภทโซลเว้นท์ที่มีการแข่งขันสูงและมีคู่แข่งจำนวนมาก ราย ซึ่งอาจส่งผลต่ออัตราการทำการกำไรของบริษัทได้



ตารางแสดงประมาณการผลประกอบการปี 2547 – 2551

Profit & Loss (Bt m)						Financial Ratios					
FY Ended September	2004	2005	2006F	2007F	2008F	FY Ended September	2004	2005	2006F	2007F	2008F
Sales	1,542	1,489	1,802	2,072	2,298	Profitability Ratio (%)					
Costs of Sales	(1,359)	(1,371)	(1,646)	(1,896)	(2,103)	Gross Margin	11.84	7.96	8.65	8.50	8.50
Gross Profit	183	119	156	176	195	EBITDA Margin	7.79	2.14	4.01	3.93	3.93
SG&A Expense	(67)	(97)	(101)	(114)	(126)	EBIT Margin	7.47	1.45	3.05	3.00	3.00
EBIT	115	22	55	62	69	ROE	77.13	3.99	17.14	18.09	17.84
Depreciation Expense	5	10	17	19	21	ROA	74.71	3.80	16.21	17.28	17.14
EBITDA	120	32	72	81	90	ROCE	194.38	18.82	36.27	31.53	30.24
Interest Expense	(5)	(11)	(12)	(13)	(13)	Asset Utilization (X)					
Other Income (Expense)	7	4	5	5	5	Collection Days	24.87	9.13	15.86	18.12	20.33
Pre-tax Profit	117	15	48	55	61	Inventory Days	2.64	3.20	3.04	3.04	3.04
Corporate Tax	(35)	(8)	(14)	(11)	(12)	Payment Days	16.47	13.84	14.60	14.60	14.60
Pre-exceptional Profit	82	7	34	44	49	Net Cash Cycle Days	3.58	3.95	3.84	3.84	3.84
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0	Liquidity Ratios (X)					
Extraordinary Items	(7)	0	0	0	0	Current Ratio	1.05	1.00	1.16	1.19	1.21
Minority Interest	0	0	0	0	0	Quick Ratio	0.94	0.84	0.99	1.01	1.03
Net Profit	75	7	34	44	49	Leverage Ratios (X)					
Normalized Profit	82	7	34	44	49	Liability/Equity	4.18	3.84	2.95	2.90	2.78
Balance Sheet (Bt m)						Interest-bearing Debt/Equity	1.62	1.70	1.02	0.94	0.85
FY Ended September	2004	2005	2006F	2007F	2008F	Interest Coverage	22.29	1.96	4.51	4.86	5.14
Cash & S-T Investments	64	57	57	57	57	Debt Service Coverage	0.44	0.11	0.31	0.33	0.36
Current Assets	735	626	767	873	962	Percentage Growth (%)					
Fixed Assets	62	163	114	114	113	Sales Growth	63.57	(3.42)	21.00	15.00	10.90
Total Assets	870	807	898	1,005	1,093	EBITDA Growth	658.28	(73.42)	126.09	12.79	10.81
Short-term Loan and	263	265	212	222	224	Normalized Profit Growth	1,172.6	(91.87)	406.08	29.91	11.19
Current Portion of Debt	3	6	8	9	10	Net Profit Growth	1,070.2	(91.15)	406.08	29.91	11.19
Current Liabilities	697	629	660	736	792	EPS Growth	59.57	(92.57)	301.79	29.91	11.19
LT Debt	5	11	11	11	11	Per/Share Data (Bt)					
Total Liabilities	702	640	671	747	804	EPS	0.69	0.05	0.20	0.27	0.30
Paid-up Capital	110	131	165	165	165	DPS	0.27	0.31	0.08	0.11	0.12
Retained Earnings	43	9	40	71	102	BV	1.53	1.27	1.38	1.56	1.75
Minority	0	0	0	0	0	EV	3.36	3.78	3.34	3.22	3.27
Total Equity	168	167	227	258	289	Multiplier (X)					
Cash Flow Statement (Bt)						PER	3.11	41.81	10.41	8.01	7.20
FY Ended September	2004	2005	2006F	2007F	2008F	P/BV	1.40	1.67	1.55	1.36	1.22
Net Profit	75	7	34	44	49	EV/EBITDA	3.07	15.53	7.64	6.53	5.97
Depreciation/amort'n	5	10	17	19	21	Dividend yield (%)	12.80	14.34	3.84	4.99	5.55
Change in work's cap	-195	28	-59	-41	-35						
Other non-cash items	0	0	0	0	0						
Operating Cash Flow	-114	45	-8	22	35						
Capex	(33)	(109)	32	(20)	(20)						
Free cash flows	-148	-64	24	2	15						
New shares issued	0	0	0	0	0						
Net financing cash flows	3	46	27	-14	-18						
Net cash flows	-145	-19	51	-12	-2						

Source : Company Report, SCIBS Research

คำนิยามของ Stock Rating (การจัดประเภทของหุ้น)

Value Stock คือ หุ้นที่มีมูลค่าที่เหมาะสมสูงกว่าราคาปัจจุบันมาก เหมาะสำหรับการลงทุนในระยะยาว**Dividend Stock** คือ หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูง**Growth Stock** คือ หุ้นที่มีอัตราการเติบโตของกำไรจากธุรกิจปกติสูง และ ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย**Defensive Stock** คือ หุ้นที่มีความเสี่ยงต่ำ และมีรายได้ที่แน่นอน ปัจจัยภายนอกมีผลกระทบต่อผลประกอบการในระดับต่ำ**Speculative Stock** คือ หุ้นที่มีความผันผวนของราคาตลาดสูง และ มีอัตราความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจหลัก

คำนิยามของ Recommendation (คำแนะนำการลงทุน)

BUY แนะนำ "ซื้อ" ในกรณีที่ราคาหุ้นในตลาดฯ "ต่ำ" กว่ามูลค่าที่เหมาะสมเกินกว่า 10%**HOLD** แนะนำ "ถือ" ในกรณีที่ราคาหุ้นในตลาดฯ "เท่ากับ" หรือ "ใกล้เคียง" กับมูลค่าที่เหมาะสมประมาณ 5% - 10%**SELL** แนะนำ "ขาย" ในกรณีที่ราคาหุ้นในตลาดฯ "สูง" กว่ามูลค่าที่เหมาะสมเกินกว่า 10%

หมายเหตุ : คำแนะนำการลงทุนของบางบริษัทในบางกลุ่มอุตสาหกรรมขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักวิเคราะห์ ซึ่งจะประเมินสถานการณ์ของธุรกิจในระยะสั้นมาประกอบการแนะนำการลงทุน





Siam City Securities

สาขา	ที่อยู่	เบอร์ติดต่อ
สำนักงานใหญ่	999/9 อาคาร ดิ ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 9 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330	โทรศัพท์ 0-2624-8888 โทรศัพท์ 0-2207-2888 โทรสาร 0-2624-8899
สินธร	130 – 132 ชั้น 4 อาคาร สินธรทาวเวอร์ 1 ถนน วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330	โทรศัพท์ 0-2689-6300 โทรสาร 0-2689-6329
วงศ์สว่าง	888/29 ชั้น 2 ศูนย์การค้าบิกซี วงศ์สว่าง ถนน วงศ์สว่าง แขวงบางซื่อ กรุงเทพฯ 10800	โทรศัพท์ 0-2831-7999 โทรสาร 0-2831-7900
ชาญอิสสระทาวเวอร์ 2	2922/97 ชั้น 2 อาคาร ชาญอิสสระทาวเวอร์ 2 ถนนเพชรบุรีตัดใหม่ บางกะปิ ห้วยขวาง กรุงเทพฯ 10320	โทรศัพท์ 0-2715-9333 โทรสาร 0-2715-9300
สมุทรสาคร	1400/37 ชั้น 3 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง จังหวัดสมุทรสาคร 74000	โทรศัพท์ 0-3442-5595 โทรสาร 0-3442-5596
หาดใหญ่	25 ชั้น 2 ถนนธรรมานุญิณี ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110	โทรศัพท์ 0-7435-5396-7 โทรสาร 0-7424-5425

ทีมฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์			
รายชื่อ	โทรศัพท์	อีเมล	กลุ่มอุตสาหกรรม
ANALYSTS			
ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	0-2624-8910	tarisac@scis.co.th	Head of Research (สื่อและสิ่งพิมพ์)
มยุรี ไชวิกานต์	0-2624-8913	mayureec@scis.co.th	สื่อสาร / ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
ณัฐ พันธ์สุทธากร	0-2624-8914	natp@scis.co.th	วัสดุก่อสร้าง / รับเหมาก่อสร้าง
สุทธิชัย คุ่มวรชัย	0-2624-8919	sutthichaik@scis.co.th	พลังงาน / ปิโตรเคมี
สุกัญญา อุดมวรรณ	0-2624-8918	sukanyau@scis.co.th	ธนาคาร / เงินทุนและหลักทรัพย์
ศิริวรรณ นภาวรานนท์	0-2624-8912	siriwann@scis.co.th	ขนส่ง / นิคมอุตสาหกรรม
เต็มพร ตันติวิวัฒน์	0-2624-8915	termponrt@scis.co.th	อสังหาริมทรัพย์ (ที่อยู่อาศัย) / ท่องเที่ยว
STRATEGIST			
แองเจียล ปาเทลา	0-2624-8916	anchalp@scis.co.th	
TECHINICAL			
อภิศักดิ์ ลิ้มปรีชากรกุล	0-2624-8917	apisakl@scis.co.th	
DATABASE			
สุดา ทาราวรรณ	0-2624-8821	sudat@scis.co.th	
เสาวนีย์ ขัดศรี	0-2624-8822	saowaneek@scis.co.th	
อนุชิต วงศ์ป้าขาม	0-2624-8823	anuchitw@scis.co.th	
SUPPORT			
สุกัญญา สมิตินันท์	0-2624-8820	sukanya@scis.co.th	
ธมน เสริญสุขสกุล	0-2624-8924	thamons@scis.co.th	