

บมจ. ทีพีบีไอ

ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกทรายใหญ่ของไทยที่เติบโตสู่ระดับโลก

ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกชั้นนำของไทยและโลก

TPBI เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกครบวงจรของไทย ซึ่งมีแนวโน้มการเติบโตด้วยการเติบโตเฉลี่ย 13% (CAGR 2016-18F) จาก 1) การเป็นผู้นำในกลุ่มผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติกหิ้ว/ถุงขยะ (General Packaging) ของไทยด้วยการผลิตและรายได้ที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ 2) ผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลายและเกี่ยวเนื่องกับชีวิตประจำวันผู้บริโภค ทั้งถุงพลาสติกหิ้ว ถุงขยะ บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับอาหาร ซึ่งเติบโตตามพฤติกรรมผู้บริโภค 3) TPBI เป็นผู้ส่งออกผลิตภัณฑ์พลาสติกทรายใหญ่ของไทยและระดับโลก ด้วยรายได้กว่า 65% มาจากการส่งออก โดยมีลูกค้าครอบคลุมหลายภูมิภาค เช่น อเมริกา ยุโรปและเอเชีย และมีแผนขยายเข้าสู่ตลาด AEC และแอฟริกา 4) มุ่งเน้นผลิตภัณฑ์สร้างมูลค่าเพิ่ม สอดคล้องกับสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งอยู่ในความต้องการของตลาด และมีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ดังนั้น เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปีในอีก 3 ปีข้างหน้า ซึ่งเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของบริโภคและค่าปลีก รวมไปถึงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและผลิตภัณฑ์ใหม่ของบริษัท

เติบโตทั้ง Organic และ Inorganic

บริษัทมีแผนที่จะเพิ่มสินค้าที่มีแนวโน้มการเติบโตและอัตรากำไรสูง และมีแผนพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ เพิ่มเติมเพื่อขยายฐานลูกค้าและตลาด ดังนี้ 1) การผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลจากเศษพลาสติก (post consumer plastic scrap) ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนของบริษัทประมาณ 30 ล้านบาทต่อปี ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจาก 15.1% มาอยู่ที่ 15.5% ในปีนี้ 2) เพิ่มบรรจุภัณฑ์กระดาษ โดยเริ่มจัดทำด้วยกระดาษให้แก่ลูกค้าในปี 2016 3) Bioplastic มีแผนเพิ่มพลาสติกไบโอ เพื่อรับกับความต้องการในอนาคต ซึ่งเราคาดว่าสัดส่วนรายได้ของกลุ่มนี้เพิ่มขึ้นจาก 9% มาอยู่ที่ 15% ในปี 2020F นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนที่จะเติบโตผ่าน Inorganic ผ่านการทำ M&A และร่วมมือกับพันธมิตรคาดว่าจะเห็นการร่วมมือเพิ่มเติมและใหม่ ๆ อีกในอนาคต ซึ่งยังไม่รวมในประมาณการของเรา

คาดผลประกอบการเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปี

เราคาดผลประกอบการของ TPBI จะเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปีระหว่างปี 2016-18F ด้วยกำไรสุทธิ 422, 473 และ 537 ล้านบาท ตามลำดับ จาก 1) การเพิ่มขึ้นของรายได้ ทั้งจากกลุ่ม General packaging ที่เติบโตตามอุตสาหกรรม, Multilayer Blown Film ที่มีการขยายฐานลูกค้าและเพิ่มกำลังการผลิต และ Flexible packaging ซึ่งขยายตัวตามธุรกิจค้าปลีก อาหารในร้านสะดวกซื้อ ซึ่งคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 8% 2) อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 15.1% มาอยู่ที่ 15.6% จากการบริหารต้นทุนภายในที่ดี การเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ ที่มีอัตรากำไรสูง และราคาวัตถุดิบที่ลดลงจะช่วยผลักดันอัตรากำไรและการเติบโตผลประกอบการของบริษัท

มูลค่าที่เหมาะสม 13.70 บาท อิงจาก PER 13 เท่า

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI มูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 13.70 บาท อิงจากการประเมินด้วยวิธี PEG ได้ PER 13 เท่าปี 2016F ซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 13.5 เท่า โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PER ของบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์ใกล้เคียงกับบริษัท จำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บมจ. ทานตะวัน อุตสาหกรรม (THIP) และ บมจ. มัลติแบกซ์ (MBAX) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TPBI เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ด้วยผลิตภัณฑ์ใหม่ที่หลากหลายและฐานลูกค้าที่กว้าง รวมทั้งการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทเติบโตต่อเนื่อง

Rating

IPO

12 month Target Price

Bt13.70

IPO Price	n.a.
Upside/Downside	n.a.
CG Rating	n.a.
Anti-corruption	n.a.
Sector	PKG
Sector PER (x)	26.0

SHARE SUMMARY

Issued shares (pre-IPO):	300.0m
Issued shares (post-IPO):	400.0m
Par value:	Bt1.0
Foreign Limit/Actual (%)	n.a.
Free Float:	n.a.
NVDR:	n.a.

Major Shareholder (Pre-IPO) :

Borrisuttanakul Family	98.55%
Marubeni Group	1.45%

Major Shareholder (Post-IPO) :

Borrisuttanakul Family	73.91%
Marubeni Group	1.09%
IPO	25.00%

CONSOLIDATED FINANCIAL SUMMARY

Year	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Sales (Bt, m)	3,665	3,837	4,746	4,933	5,345	5,869
EBITDA (Bt, m)	155	237	316	516	567	634
Net profit (Bt, m)	118	148	217	380	422	473
Net profit growth	31.6	26.0	46.5	75.0	11.2	12.2
EPS bef. extra (Bt)	0.2	0.37	0.54	0.95	1.06	1.18
EPS bef. extra growth	(17.5)	100.9	46.5	75.0	11.2	12.2
ROE (%)	27.7	15.8	18.8	27.6	17.2	17.6
D/E (x)	1.4	1.2	1.0	0.4	0.4	0.4

Source: TISCO Research

Note: use average price for historical PFR, PRV, yield

Sirilak Konwai
(ID : 51012)
(66) 2633 6422
Sirilakk@tisco.co.th

ประเด็นการลงทุน

แนวโน้ม

บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน) (TPBI) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 11 กันยายน 1987 เป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกครบวงจร โดยสินค้าหลักได้แก่ 1) ผลิตภัณฑ์ General Packaging ได้แก่ ถุงพลาสติกหิ้วที่ผู้ประกอบการใช้สำหรับบรรจุสินค้าให้กับลูกค้า และถุงขยะ 2) พิล์มประเภท Multilayer Blown Film ซึ่งใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมต่อเนื่อง และ 3) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภค (Flexible Packaging) ซึ่งผู้ผลิตใช้เป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้า เช่น อาหารสำเร็จรูป อาหารแช่แข็ง เป็นต้น

บริษัทเป็นผู้ผลิตถุงพลาสติกหิ้ว/ถุงขยะ (General Packaging) และบรรจุภัณฑ์พลาสติกต่างๆ รายใหญ่ในประเทศไทย ด้วยกำลังการผลิต 56,000 ตันต่อปีสำหรับถุงพลาสติกหิ้ว/ถุงขยะ (General Packaging) และ 9,000 ตันสำหรับฟิล์มประเภท Multilayer Blown Film มีรายได้ที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา และมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีเนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เป็นส่วนที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมต่างๆ ทั้ง อาหาร เครื่องดื่ม อุปโภคบริโภค ซึ่งมีแนวโน้มการเติบโตตามการขยายตัวของประชากรและการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของผู้บริโภค ซึ่ง TPBI จะมีการเติบโตจากทั้งภายในบริษัท (Organic) และภายนอกบริษัท (Inorganic) จากการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่และขยายฐานลูกค้า ทั้ง 1) การผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิล ซึ่งเป็นการนำเศษพลาสติกมาหลอมเป็นพลาสติกใหม่ ซึ่งจะช่วยประหยัดต้นทุนการผลิตให้แก่บริษัทราว 30 ล้านบาทต่อปี 2) เพิ่มบรรจุภัณฑ์กระดาษ บริษัทเริ่มจัดทำถ้วยกระดาษเคลือบ ภายใต้อุปกรณ์ TMP เพื่อจับลูกค้าร้านอาหารที่เป็นแบรนด์ ซึ่งปัจจุบันมีคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้ว 3) Bio Plastic บริษัทมีแผนที่จะลงทุนในกลุ่ม Bio Plastic เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า

เราคาดผลประกอบการของ TPBI จะเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปีระหว่างปี 2016-18F ด้วยกำไรสุทธิ 422, 473 และ 537 ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องมาจากการเติบโตทั้งจากรายได้และอัตรากำไรในแต่ละผลิตภัณฑ์ของบริษัท โดยเราคาดว่าในปี 2016F บริษัทจะมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 422 ล้านบาท ด้วยอัตรากำไรเติบโต 11.2% ซึ่งมาจาก 1) การเพิ่มขึ้นของรายได้ ทั้งจากกลุ่ม General packaging ที่เติบโตตามอุตสาหกรรม , Multilayer Blown Film ที่มีการขยายฐานลูกค้าและเพิ่มกำลังการผลิต และ Flexible packaging ซึ่งขยายตัวตามธุรกิจค้าปลีก อาหารในร้านสะดวกซื้อ 2) อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น จาก 15.1% มาอยู่ที่ 15.6% เนื่องจากการบริหารต้นทุนภายในที่ดี จากการผลิตเม็ดรีไซเคิลของบริษัทเอง และการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ที่เป็น high value added ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์เดิม

ประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI มูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 13.70 บาท อิงจากการประเมินด้วยวิธี PEG ซึ่งได้ PER 13 เท่าปี 2016F ซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 13.5 เท่า โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PER ของบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์ใกล้เคียงกับบริษัท จำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บมจ.ทานตะวันอุตสาหกรรม (THIP) และ บมจ. มัลติแบกซ์ (MBAX) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TPBI เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ด้วยผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายและฐานลูกค้าที่กว้าง รวมทั้งการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทเติบโตต่อเนื่อง

ความเสี่ยง

ปัจจัยเสี่ยงสำหรับบริษัท ได้แก่ 1) ความผันผวนด้านราคาวัตถุดิบ โดยวัตถุดิบหลักของบริษัทคือ เม็ดพลาสติกโพลีเอทิลีน (Polyethylene) ซึ่งผันผวนตามตลาดโลกและราคาน้ำมันดิบของโลก ซึ่งความผันผวนดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนและผลประกอบการของบริษัท 2) การพึ่งพาดตลาดส่งออกหลัก รายได้ของ TPBI กว่า 65% มาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศ โดยบริษัทพึ่งพา 4 ตลาดส่งออกหลัก ดังนั้นจึงเป็นความเสี่ยงของบริษัทหากมีการยกเลิกหรือลดคำสั่งซื้อสินค้า ที่อาจจะกระทบต่อบริษัท 3) การชะลอตัวของการบริโภค ผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับการบริโภคทั้งถุงพลาสติกหิ้ว ถุงขยะ พิล์มสำหรับอาหาร ซึ่งหากการบริโภคชะลอตัวอาจจะได้รับผลกระทบได้

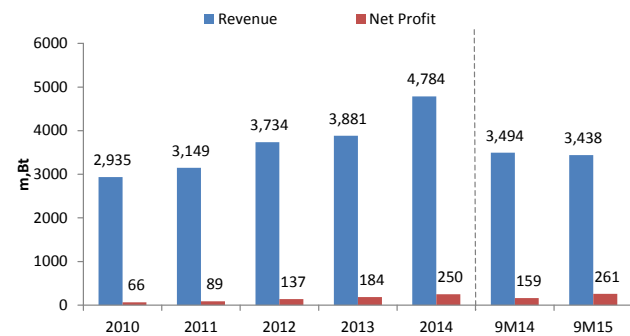
ประมาณการเติบโต

ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา

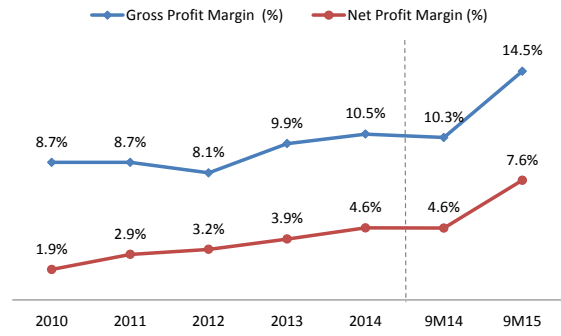
รายได้และผลประกอบการของ TPBI ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (2010-14) เติบโตเฉลี่ย 12% และ 39% ตามลำดับ ซึ่งเป็นผลมาจากคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นจากลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ที่มีการขยายตัวทางธุรกิจ รวมทั้ง การปรับราคาขายตามราคาวัตถุดิบที่เปลี่ยนแปลง และอัตราค่าไฟฟ้าที่ปรับตัวขึ้น ตามการบริหารจัดการการผลิตและควบคุมต้นทุนที่ดี

สำหรับผลประกอบการ 9M15 แม้ว่ารายได้ของบริษัทจะลดลงเล็กน้อยอยู่ที่ 3,438 ล้านบาท อันเป็นผลจากการปรับราคาขายตามราคาวัตถุดิบที่ลดลง แต่กำไรสุทธิของบริษัทมีการเติบโตที่สูงถึง 64% มาอยู่ที่ 261 ล้านบาท ซึ่งหลักๆ นั้นมาจากอัตราการทำกำไรที่ดีขึ้นอย่างมาก ตามการบริหารจัดการการผลิตและการควบคุมต้นทุนที่ดี เนื่องจากการเริ่มเดินการผลิตเม็ดคอมพาวด์ ซึ่งเป็นเม็ดพลาสติกรีไซเคิลที่บริษัทสามารถผลิตได้เองจากเศษพลาสติกซึ่งมีต้นทุนที่ถูกกว่าการซื้อเม็ดพลาสติกรีไซเคิลจากภายนอก ในปี 2014 ซึ่งเห็นผลในปี 2015 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 14.5% และอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 7.6%

รูปที่ 1. ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา เติบโตอย่างต่อเนื่อง



ที่มา : TPBI, TISCO Research



ที่มา : TPBI, TISCO Research

คาดการณ์ผลประกอบการโตเฉลี่ย 13% ต่อปีระหว่างปี 2016-18F

เราคาดการณ์ผลประกอบการของ TPBI จะเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปีระหว่างปี 2016-18F ด้วยกำไรสุทธิ 422, 473 และ 537 ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องมาจากการเติบโตทั้งจากรายได้และอัตราค่าไฟฟ้าในแต่ละผลิตภัณฑ์ของบริษัท โดยเราคาดว่าในปี 2016F บริษัทจะมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 422 ล้านบาท ด้วยอัตราการเติบโต 11.2% เนื่องจาก

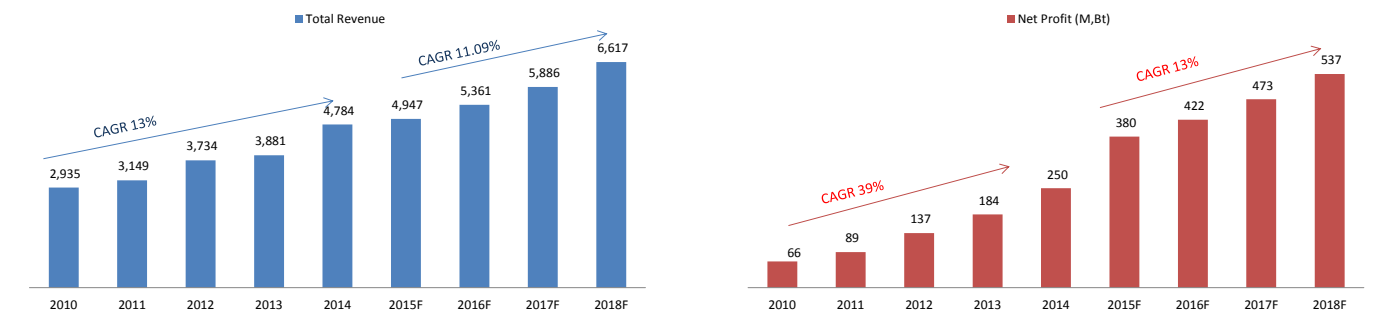
1) การเพิ่มขึ้นของรายได้: เราคาดการณ์รายได้ของ TPBI ใน 2016F อยู่ที่ 5,361 ล้านบาท ซึ่งเติบโต 8.4% YoY เนื่องมาจากการเติบโตในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์

1.1) **General Packaging** : เราคาดการณ์ผลิตภัณฑ์ General Packaging จะเติบโต 4% ด้วยรายได้ 3,533 ล้านบาท และเติบโตเฉลี่ย 5% ต่อปี จากผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติกหิ้วและถุงขยะ คาดปริมาณขายจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 2% ตามการเติบโตของอุตสาหกรรม จากการคำสั่งซื้อลูกค้าเข้ามาอย่างต่อเนื่องทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่

1.2) **Multilayer Blown Film** : สำหรับผลิตภัณฑ์นี้ เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตที่ดี 18% ในปี 2016F ด้วยรายได้ 536 ล้านบาท ตามปริมาณขายและราคาขายที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น จากแนวโน้มความต้องการใช้บรรจุภัณฑ์ที่จะช่วยยืดอายุอาหารในอุตสาหกรรมอาหาร รวมทั้งซูเปอร์มาร์เก็ตจำหน่ายอาหารสด

1.3) **Flexible Packaging** : สำหรับผลิตภัณฑ์กลุ่ม Flexible Packaging คาดจะเติบโต 26% ด้วยรายได้ 787 ล้านบาท ซึ่งการเติบโตสูงนั้นเป็นไปตามการขยายตัวของธุรกิจค้าปลีก ธุรกิจอาหาร และอาหารที่จำหน่ายในร้านสะดวกซื้อที่ได้รับความนิยมมากขึ้น และความร่วมมือกับพันธมิตรในการพัฒนาสินค้าใหม่ๆ

รูปที่ 2. รายได้และกำไรสุทธิ



ที่มา : TPBI, TISCO Research

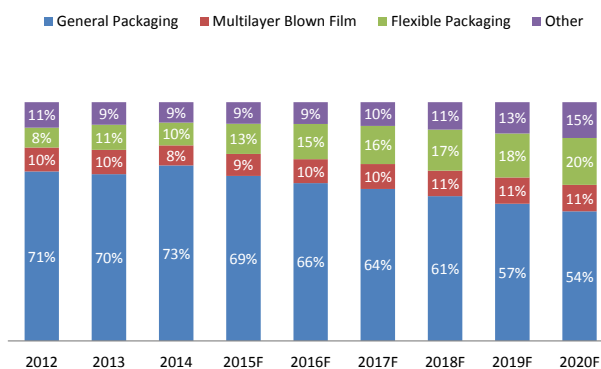
ที่มา : TPBI, TISCO Research

2) การเพิ่มขึ้นของอัตรากำไร ตามการบริหารจัดการต้นทุนภายในที่มีประสิทธิภาพ

เรคาดอัตรากำไรของ TPBI จะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นต่อเนื่อง โดยคาดอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 15.5% และ 7.9% ตามลำดับ ในปี 2016F เพิ่มขึ้นจาก 14.8% และ 7.5% ในปี 2015F โดยสาเหตุหลักๆ มาจาก

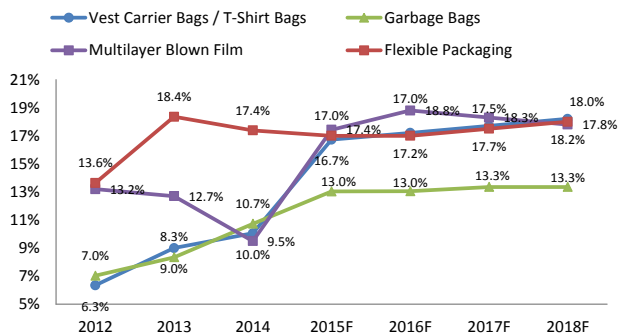
- 1) ต้นทุนการผลิต General Packaging ลดลง : ต้นทุนการผลิต General Packaging ลดลงอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากการผลิตและใช้เม็ดพลาสติกกรีไซเคิลในการผลิตมากยิ่งขึ้น ซึ่งบริษัทเริ่มผลิตเองในปี 2014 ซึ่งเห็นได้ว่าอัตรากำไรของบริษัทปรับตัวดีขึ้น ซึ่งเม็ดพลาสติกกรีไซเคิลที่บริษัทสามารถผลิตได้เองจากเศษพลาสติกและมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการซื้อเม็ดพลาสติกกรีไซเคิลจากภายนอก
- 2) การปรับปรุงเครื่องจักรให้มีประสิทธิภาพและ Economy of Scale จากการวางแผนความต้องการลูกค้าเป็นรายปี เพื่อบริหารจัดการต้นทุนและการผลิตของบริษัท
- 3) การเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ ทั้งผลิตภัณฑ์ Flexible Packaging และอื่นๆ ที่มีอัตรากำไรสูงกว่า ในขณะที่บริษัทสามารถรักษาระดับค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายไว้ในระดับที่ใกล้เคียงเดิมได้ที่ 5%

รูปที่ 3. โครงสร้างรายได้เปลี่ยนไป Value Added ที่เพิ่มขึ้น



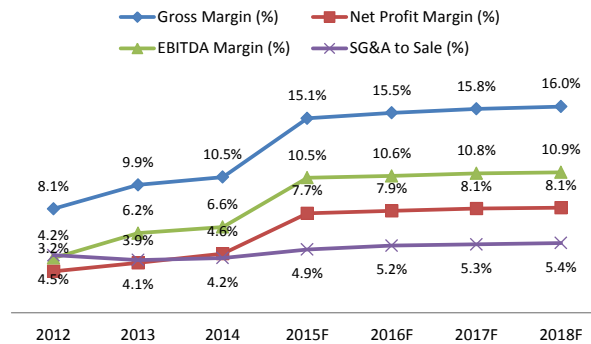
ที่มา : TPBI, TISCO Research

รูปที่ 4. อัตรากำไรแยกตามผลิตภัณฑ์



ที่มา : TPBI, TISCO Research

รูปที่ 5. อัตรากำไรโดยรวม



ที่มา : TPBI, TISCO Research

รูปที่ 6. HDPE เปลี่ยนแปลงไป 1% ส่งผลให้กำไรเปลี่ยนแปลงไป 1%

HDPE Price (USD/ton)	% Change	Net Profit (m,Bt)	EPS (Bt)
1,176	-5%	422	1.06
1,188	-4%	418	1.05
1,201	-3%	413	1.03
1,213	-2%	409	1.02
1,226	-1%	405	1.01
1,238	0%	400	1.00
1,250	1%	396	0.99
1,263	2%	392	0.98
1,275	3%	387	0.97
1,288	4%	383	0.96
1,300	5%	379	0.95

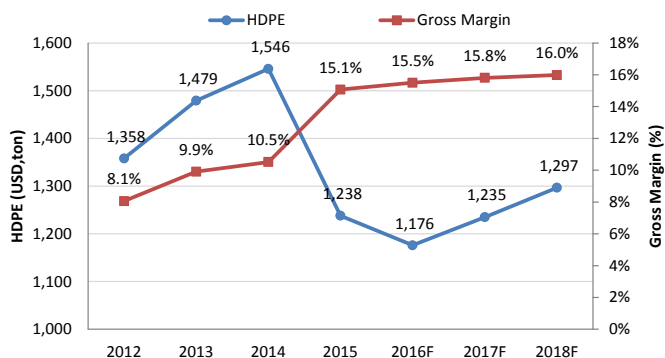
ที่มา : TISCO Research

รูปที่ 7. ค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง 0.50 บาทต่อดอลลาร์ ส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้น 1.37%

Exchange Rate (THB/USD)	Net Profit (m,Bt)	EPS (Bt)
39.00	439	1.10
38.50	433	1.08
38.00	428	1.07
37.50	422	1.06
37.00	416	1.04
36.50	411	1.03
36.00	405	1.01
35.50	399	1.00
35.00	394	0.99

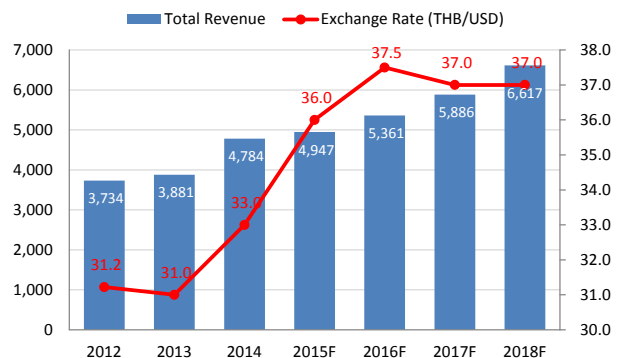
ที่มา : TISCO Research

รูปที่ 8. HDPE มีผลต่ออัตรากำไรขึ้นต้น ราคา HDPE ที่ลดลง อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น



ที่มา : TPBI, TISCO Research

รูปที่ 9. อัตราแลกเปลี่ยนมีผลต่อรายได้ของบริษัท เนื่องจากส่วนใหญ่อส่งออก

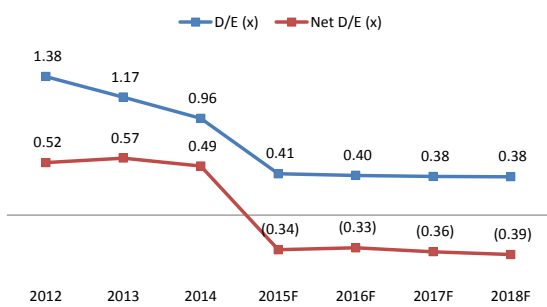


ที่มา : TPBI, TISCO Research

ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

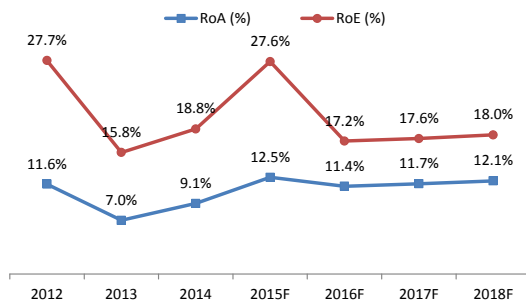
TPBI เป็นบริษัทที่มีภาระหนี้สินต่ำ ด้วย Debt/Equity และ Net Debt/Equity ณ 3Q15 เพียง 0.91 เท่าและ 0.38 เท่าเพียงเท่านั้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงภาระหนี้สินที่ต่ำและพร้อมสำหรับรายการขยายธุรกิจ โดยบริษัทมีแผนที่จะขยายการลงทุนในโรงงานและเพิ่มไลน์การผลิตสินค้าใหม่ โดยจะมีการลงทุนในโรงงานผลิตเม็ดพลาสติกกรีซเคิล ด้วยงบลงทุนราว 100 ล้านบาท และเพิ่มเครื่องจักรในการผลิตประมาณปีละ 40 ล้านบาท ซึ่งเรามองว่ากระแสเงินสด และเงินที่ได้จากการเข้าตลาดจะเพียงพอต่อการขยายธุรกิจของบริษัท และสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในระดับสูงได้

รูปที่ 10. ภาระหนี้สินต่ำ



ที่มา : TPBI, TISCO Research

รูปที่ 11. RoA & ROE



ที่มา : TPBI, TISCO Research

ประเมินมูลค่า

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี PEG ได้มูลค่าที่เหมาะสม 13.70 บาทต่อหุ้น

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI ด้วยวิธี PER Multiple ซึ่งอ้างอิงจากอัตราการเติบโตผลประกอบการเฉลี่ยระหว่างปี 2016-18F ที่ 13% และ PEG ที่ 1 เท่า ได้ PER Multiple อยู่ที่ 13 เท่า ดังนั้น มูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธีนี้จะอยู่ที่ 13.70 บาท

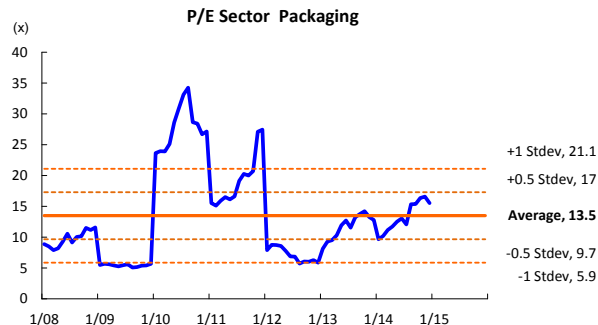
การประเมินมูลค่าเหมาะสมด้วยวิธี PER ของอุตสาหกรรม ได้มูลค่าที่เหมาะสม 14.20 บาทต่อหุ้น

สำหรับการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI ด้วยวิธี PER Multiple โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย PER ของบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์ใกล้เคียงบริษัท จำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บมจ.ทานตะวันอุตสาหกรรม (THIP) และ บมจ. มัลติแบกซ์ (MBAX) ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER อยู่ที่ 13.5X ดังนั้น มูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI อยู่ที่ 14.20 บาท ด้วย PER 13.5X ปี 2016F

ทั้งนี้ เราเลือกวิธี PEG ในการประเมินมูลค่าหุ้นของ TPBI มูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 13.70 บาท (PER 13 เท่าปี 2016F) ซึ่งอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 13.5 เท่า อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TPBI เป็นบริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี ด้วยผลิตภัณฑ์เดิมที่หลากหลายและฐานลูกค้าที่กว้าง รวมทั้งการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้า จะทำให้ผลประกอบการของบริษัทเติบโตต่อเนื่อง

เมื่อพิจารณาจากมูลค่าที่เหมาะสมที่ 13.70 บาท (ซึ่งไม่ใช่ราคาสำหรับการ IPO) TPBI จะมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 4% อิงจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิของบริษัท และบริษัทมีระดับ ROE และ ROA สูงถึง 27% และ 15% ตามลำดับ

รูปที่ 12. PER sector – packaging



ที่มา : TISCO Research

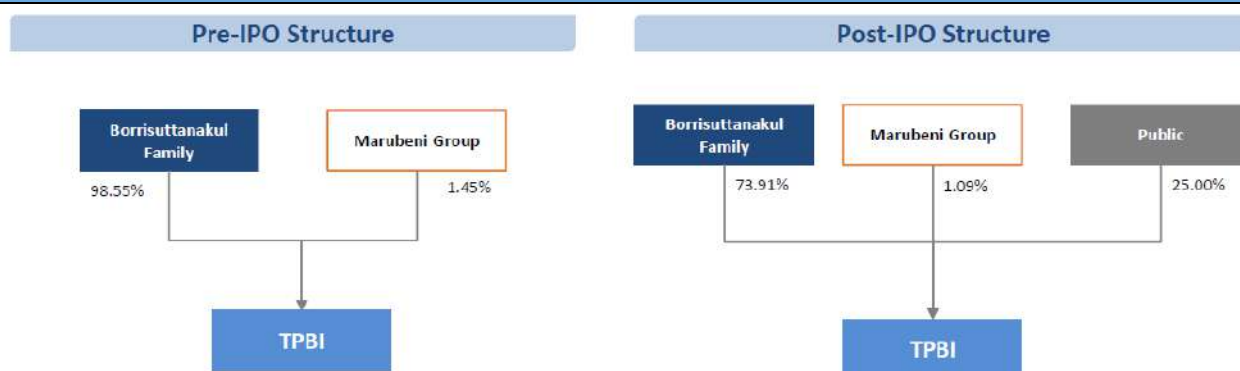
รายละเอียดการ IPO

รายละเอียดการออก IPO

หุ้น IPO ของ TPBI มีจำนวนทั้งสิ้น 100 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 1 บาท ต่อหุ้น หรือคิดเป็น 25% ของทุนจดทะเบียน โดยบริษัทวางแผนที่จะใช้เงินทุนจาก IPO เพื่อ

- 1) เพื่อเพิ่มกำลังการผลิตในกลุ่มธุรกิจต่างๆ เช่น ถุงพลาสติก พลาสติกบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าบริโภค และอุปกรณ์ และเม็ดพลาสติกคอมพาวด์ เป็นต้น
- 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
- 3) ใช้เป็นเงินทุนสำหรับการขยายธุรกิจในอนาคต

รูปที่ 13. โครงสร้างผู้ถือหุ้น



ที่มา : TPBI

ปัจจัยเสี่ยง

ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทคือ เม็ดพลาสติกโพลีเอธิลีน (Polyethylene) ทั้งประเภทความหนาแน่นสูง (HDPE) ความหนาแน่นต่ำ (LDPE) และความหนาแน่นต่ำเชิงเส้น (LLDPE) ซึ่งผันผวนตามตลาดโลกและราคาน้ำมันดิบของโลก ในช่วงปีที่ผ่านมา ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงไปอย่างมาก ทำให้ราคาเม็ดพลาสติกปรับตัวด้วยเช่นกัน ซึ่งความผันผวนดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนและผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม ด้วยสัญญาของบริษัทสามารถเจรจาปรับราคายกกับลูกค้าได้ และสามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าได้ส่งผลให้บริษัทสามารถวางแผนด้านต้นทุนและรับมือกับราคาที่ผันผวนได้

การพึ่งพาตลาดส่งออกหลัก

รายได้ของ TPBI กว่า 65% มาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศ โดยบริษัทพึ่งพา 4 ตลาดส่งออกหลัก ได้แก่ ออสเตรเลีย สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่น ซึ่ง 4 ตลาดนี้คิดเป็น 90% ของมูลค่าส่งออกของบริษัท ดังนั้นจึงเป็นความเสี่ยงของบริษัทหากมีการยกเลิกหรือลดคำสั่งซื้อสินค้า ที่อาจจะกระทบต่อบริษัท เช่น มาตรการ Anti-dumping, GSP อย่างไรก็ตาม บริษัทมีการบริหารความเสี่ยงด้วยการกระจายกลุ่มลูกค้าไปยังประเทศอื่นๆ มากยิ่งขึ้น รวมทั้งบริษัทกำหนดราคาที่ไม่เป็นการตัดราคาผู้ประกอบการท้องถิ่นในประเทศที่บริษัทส่งออก เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าวลง

การชะลอตัวของการบริโภค

ผลิตภัณฑ์ของบริษัทส่วนใหญ่เกี่ยวกับการบริโภค ทั้งถุงพลาสติกหิ้ว ถุงขยะ พลาสติกสำหรับอาหาร ซึ่งหากการบริโภคชะลอตัวอาจจะได้รับผลกระทบได้ ดังนั้น บริษัทจึงมีการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อกระจายกลุ่มลูกค้า และชดเชยความเสี่ยง

แนวโน้มธุรกิจ

ผู้นำในกลุ่มผลิตภัณฑ์ General Packaging ของไทย

TPBI เป็นผู้ผลิตถุงพลาสติกหิ้ว/ถุงขยะ (General Packaging) รายใหญ่ในประเทศไทย ทั้งในแง่รายได้และกำลังการผลิต โดยปัจจุบัน บริษัทมีกำลังการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์ General Packaging อยู่ที่ 56,000 ตันต่อปี และมีอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงถึง 90% และสำหรับรายได้ ในปี 2014 TPBI มีรายได้รวมอยู่ที่ 4,746 ล้านบาท ซึ่งมีรายได้ที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์ใกล้เคียงกับบริษัท และเราคาดว่าบริษัทจะมีรายได้ที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง จากการขยายผลิตภัณฑ์และกลุ่มลูกค้า

รูปที่ 14. TPBI เป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ของไทย

Companies	Total Revenue (THB mn)	
	2013	2014
 TPBI PCL.	3,881	4,784
 King Pac Industrial Co., Ltd.	3,117	2,969
 Narapak Co., Ltd.	2,229	2,391
 Thantawan Industry PCL.	1,667	2,095
 Multibax PCL.	1,479	1,760
 Manee Mongkol Import-Export Co., Ltd.	1,152	1,103
 Thai Griptech Co., Ltd.	960	918

ที่มา : TPBI, BOL, 56-1

รูปที่ 15. กำลังการผลิตใหญ่สุดในไทย

Company	Capacity
Plastic bags (ton/year)	
TPBI	56,000
Thantawan Industry	18,000
Multibax	34,201
Film (ton/year)	
	9,000
Flexible packaging (m,metre/year)	
	96

ที่มา : TPBI, THIP, MBAX, TISCO Research

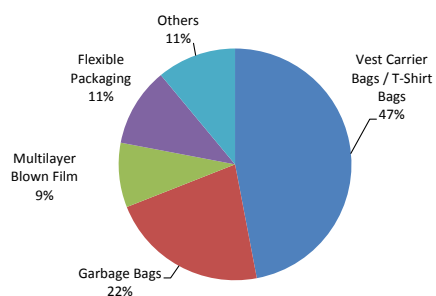
ผลิตภัณฑ์ครอบคลุมครบวงจร และตอบโจทย์กลุ่มลูกค้า

TPBI มีกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย ได้แก่ 1) ถุงพลาสติกหิ้ว (Vest Carrier Bags/ T-Shirt Bags) 2) ถุงขยะ (Garbage Bags) 3) พลาสติกประเภท Multilayer Blown Film 4) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภค (Flexible Packaging) 4) ผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับชีวิตประจำวันผู้บริโภค

บริษัทระดับโลกด้วยฐานลูกค้ากว้าง ครอบคลุมหลายภูมิภาค และมีแผนขยายตลาดสู่ AEC และแอฟริกา

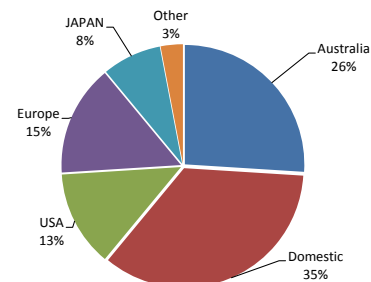
รายได้กว่า 65% ของ TPBI มาจากการส่งออกไปยังต่างประเทศ ซึ่งลูกค้าของบริษัทครอบคลุมในหลายภูมิภาคทั้ง อเมริกา ยุโรป และเอเชีย ซึ่งเป็นการกระจายความเสี่ยง โดยลูกค้าหลักของบริษัทได้แก่ ออสเตรเลีย ซึ่งบริษัทให้บริการหลายปีและมีคำสั่งซื้อต่อเนื่อง นอกจากนี้ บริษัทวางแผนที่จะเข้าสู่ตลาดในอาเซียนและแอฟริกามากยิ่งขึ้น ซึ่งในอนาคตจะมีการเติบโตของกำลังซื้อที่สูง โดยปัจจุบันมีคำสั่งซื้อจากลูกค้าในกลุ่มนี้มาบางส่วนแต่ยังไม่สูงมาก ซึ่งการเข้าตลาดนี้จะมีทั้งการขยายฐานการผลิตและผู้จัดจำหน่าย

รูปที่ 16. โครงสร้างรายได้หลักมาจาก General packaging



ที่มา : TPBI

รูปที่ 17. ส่งออกไปยังต่างประเทศกว่า 65% ในทุกภูมิภาค



ที่มา : TPBI

รูปที่ 18. ตลาดลูกค้าของ TPBI



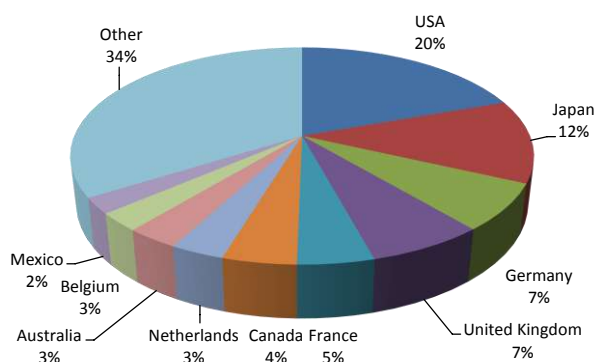
ที่มา : TPBI

ผู้ส่งออกรายใหญ่ของไทยและโลก

จากสถิติ International Trade Centre เปิดเผยว่า 5 ประเทศผู้นำเข้าถุงพลาสติกรายใหญ่ของโลกได้แก่ สหรัฐฯ ญี่ปุ่น เยอรมนี สหราชอาณาจักร และฝรั่งเศส ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท สำหรับประเทศผู้ส่งออกรายใหญ่ ได้แก่ จีน เยอรมนี สหรัฐอเมริกา ไทย และเวียดนาม ซึ่งคู่แข่งหลักของไทยได้แก่ จีน เวียดนามและมาเลเซีย เนื่องจากมีผลิตภัณฑ์ที่ใกล้เคียงและกลุ่มลูกค้าเดียวกัน ซึ่งหากพิจารณาด้านราคาแล้ว พบว่าเวียดนามจะมีความได้เปรียบด้านต้นทุนแรงงานที่ต่ำกว่า แต่อย่างไรก็ตาม ลูกค้าที่สั่งซื้อผลิตภัณฑ์นั้นเน้นด้านคุณภาพ และการส่งมอบงานตรงเวลา มากกว่าด้านราคา

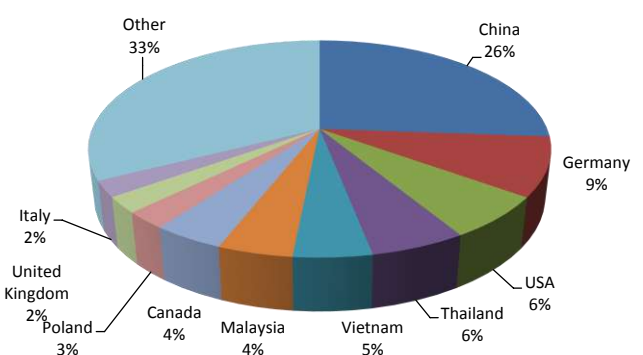
โดยบริษัทเป็นเพียง 1 ใน 4 บริษัท (ไทย 1 จีน 2 มาเลเซีย 1 บริษัท) ใน 6 ประเทศผู้ส่งออกหลักที่สามารถส่งสินค้าไปยังสหรัฐฯ ได้โดยไม่มีภาษี Anti-dumping Duty ทำให้เป็นโอกาสของบริษัทในการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ได้ ด้วยสหรัฐฯ เป็นผู้นำเข้ารายใหญ่ของโลก

รูปที่ 19. ประเทศผู้นำเข้ารายใหญ่ส่วนใหญ่เป็นลูกค้าของบริษัท



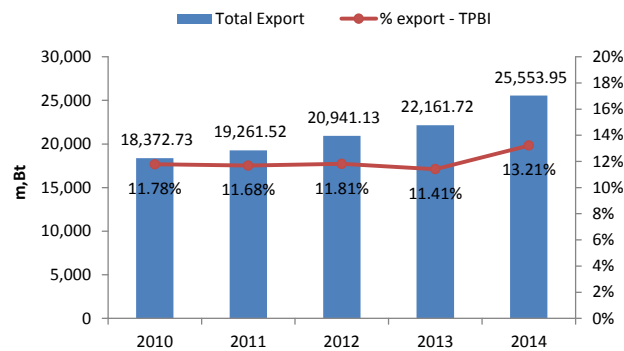
ที่มา : International Trade Centre, TISCO Research

รูปที่ 20. ไทยเป็นผู้ส่งออกอันดับ 4 ของโลก



ที่มา : International Trade Centre, TISCO Research

รูปที่ 21. สัดส่วนการส่งออกผลิตภัณฑ์ของบริษัทเทียบกับมูลค่าการส่งออกของไทย



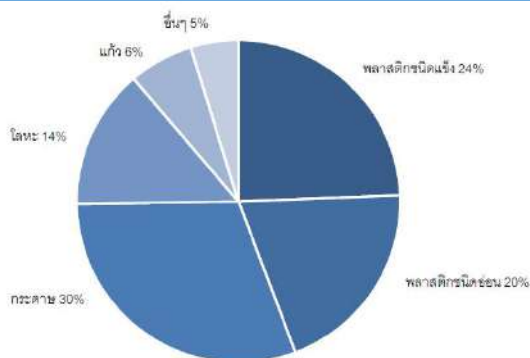
ที่มา : TPBI, กระทรวงพาณิชย์

อุตสาหกรรมพลาสติกเติบโตต่อเนื่อง ตามการบริโภคของโลก

อุตสาหกรรมพลาสติกโลกมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง และมีความสำคัญทั้งการผลิตและการค้า และมีส่วนสนับสนุนหลักในอุตสาหกรรมต่างๆ เช่น อุตสาหกรรมอาหาร เครื่องดื่ม สินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมหนัก ซึ่งเติบโตตามการขยายตัวของประชากร เศรษฐกิจ และการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของผู้บริโภค โดย Australia and New Zealand Banking Group Limited (ANZ) คาดว่ามูลค่าตลาดบรรจุภัณฑ์ในปี 2016 จะอยู่ที่ 8.2 แสนล้านเหรียญ สหรัฐ และบรรจุภัณฑ์พลาสติกจะคิดเป็น 44% ของมูลค่ารวม และในส่วนนี้จะเป็บรรจุภัณฑ์พลาสติกอ่อน เช่น ถุงพลาสติกหูหิ้ว ถุงขยะและบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์ของบริษัท จะคิดเป็น 20% ของส่วนแบ่งตลาดโดยรวม ซึ่งเป็นการเติบโตตามการบริโภคของโลก

จากข้อมูล Environmental Protection Agency ของสหรัฐฯ เผยว่า สหรัฐฯ มีการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติก (plastic bags, sacks and wraps) 3.8 แสนล้านหน่วยต่อปี และจาก The Wall Street Journal เผยว่าสหรัฐฯ มีการใช้ถุงพลาสติกหูหิ้ว 1 แสนล้านหน่วยต่อปี หรือคิดเป็นต้นทุนของบริษัทค้าปลีกราว 4 แสนล้านเหรียญ และสำหรับทั่วโลก ในแต่ละปีมีการใช้ถุง 5 แสนล้าน - 1 ล้านล้านใบต่อปี หรือคิดเป็น 1 ล้านใบต่อหน้าที่ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

รูปที่ 22. คาดการณ์ส่วนแบ่งตลาดบรรจุภัณฑ์ปี 2016



ที่มา : บทความ Global Plastic Industry โดย ANZ

รูปที่ 23. ปริมาณการใช้ถุงทั่วโลก 5 แสนล้าน - 1 ล้านล้านใบต่อปี

	Billion Unit
USA	380
Australia	3.92
UK	8.76
Japan	31.3
World	500 - 1,000

ที่มา : www.conservenow.com

ด้วยการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจค้าปลีก ทั้งในแง่ของการขยายสาขา การบริโภคที่มากขึ้นของผู้บริโภค ซึ่งลูกค้าของบริษัทมีการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องในช่วงผ่านมา เป็นส่วนผลักดันให้การใช้ถุงพลาสติกหูหิ้วเติบโต

นอกเหนือจากการใช้ถุงพลาสติกแล้ว การใช้ถุงขยะก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน ซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณขยะที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนประชากร โดยในปี 2025 ธนาคารโลกประเมินว่า จำนวนประชากรน่าจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 4.3 ล้านคนทั่วโลก โดยแต่ละคนจะสร้างขยะวันละ 1.4 กิโลกรัม หรือรวมแล้วกว่า 2.2 พันล้านตันต่อปี รวมทั้ง การใช้ถุง

ขยะยังเพิ่มมากขึ้นจากการเก็บภาชนะพลาสติกหุ้มห่อที่บางประเทศ เนื่องจากมีการใช้ถุงพลาสติกหุ้มห่อซ้ำเป็นถุงขยะ น้อยลง จึงต้องใช้ถุงขยะสำหรับครัวเรือนมากขึ้น

รูปที่ 24. จำนวนสาขาของลูกค้าบริษัท

	2012	2013	2014
Walmart	9,155	9,788	10,310
7-Eleven (USA+Thailand+Japan)	28,945	30,793	32,743
Woolworths	872	897	931
Tesco	6,049	6,653	7,305
Merrisons	605	667	640
BIGC - Thailand	225	313	484
Family Mart - Thailand	1,000	1,100	1,182

ที่มา : TPBI, Annual Report

รูปที่ 25. คาดปริมาณขยะเพิ่มขึ้นเท่าตัวในอีก 9 ปีข้างหน้า

ภูมิภาค	2012		2025	
	จำนวนประชากร (ล้านคน)	ปริมาณขยะรวม (ตัน/วัน)	จำนวนประชากร (ล้านคน)	ปริมาณขยะรวม (ตัน/วัน)
แอฟริกา	260	169,119	518	441,840
เอเชียตะวันออกเฉียงใต้และแปซิฟิก	777	738,958	1,229	1,865,379
ยุโรปตะวันออกและเอเชียกลาง	227	254,389	239	354,810
ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	399	437,545	466	728,392
ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	162	173,545	257	369,320
กลุ่มประเทศ OECD	729	1,566,286	842	1,742,417
เอเชียใต้	426	192,410	734	567,545
รวม	2,980	3,532,252	4,285	6,069,703

ที่มา : World Bank

ผลิตภัณฑ์ Value Added เป็นส่วนขับเคลื่อนการเติบโต

นอกเหนือจากการเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ในกลุ่ม General Packaging แล้ว TPBI ยังมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีจากผลิตภัณฑ์ที่สร้างมูลค่าเพิ่มทั้งผลิตภัณฑ์ Multilayer Blown Film และ Flexible Packaging ซึ่งปัจจุบัน TPBI เป็นผู้ประกอบการระดับกลางในอุตสาหกรรมนี้ โดยผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้ถือว่ามีกำไรเติบโตที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ ด้วยการเติบโตเฉลี่ยด้วยตัวเลข 2 หลัก ซึ่งการเติบโตมาจากทั้งตลาดในประเทศและต่างประเทศ เนื่องจากเป็นผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าอุปโภคบริโภค ผลิตภัณฑ์ยาและอาหาร ซึ่งสอดคล้องกับการขยายตัวของประชากร การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมผู้บริโภค

ผลิตภัณฑ์ที่จะหนุนการเติบโตของบริษัทได้อย่างดีคือ กลุ่มผลิตภัณฑ์ Flexible Packaging ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ใช้บรรจุอาหาร ซึ่งเติบโตตามแนวโน้มของการรับประทานอาหารสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งอาหารสำเร็จรูปที่วางจำหน่ายในร้านค้าปลีก ร้านสะดวกซื้อ นอกจากนี้ การเติบโตยังมาจากต่างประเทศด้วยเช่นกัน เนื่องจากลูกค้าของบริษัทมีการผลิตอาหารสำเร็จรูปเพื่อการส่งออกและการบริโภคในประเทศ

Organic Growth เพิ่มผลิตภัณฑ์ High Value Added มากขึ้น

บริษัทมี 3 ผลิตภัณฑ์หลักได้แก่ General Packaging, Multilayer Blown Film และ Flexible Packaging โดยมีสัดส่วนรายได้ 68%, 9%, 11% ตามลำดับ ซึ่งบริษัทมีแผนที่จะเพิ่มสินค้าที่มีแนวโน้มการเติบโตสูงและมีอัตรากำไรที่สูงมากยิ่งขึ้น และมีแผนพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เพิ่มเติมเพื่อขยายฐานลูกค้าและตลาด อาทิ

- 1) เม็ดพลาสติกรีไซเคิล :** บริษัทมีความเชี่ยวชาญในเรื่องเม็ดพลาสติกรีไซเคิล ในการนำเข้าเศษพลาสติกมาหลอมเป็นเม็ดพลาสติกรีไซเคิล ซึ่งจะมีการคิดสูตรผสมระหว่างเม็ดรีไซเคิล เม็ดพลาสติกบริสุทธิ์ และสารประกอบอื่นๆ ตามที่ลูกค้าต้องการ โดยในเบื้องต้นบริษัทนำเศษพลาสติกที่เหลือจากการใช้งานจากอุตสาหกรรม (post industrial) มาใช้ ล่าสุด บริษัทมีโครงการที่จะนำเศษพลาสติกที่ผ่านการใช้งานจากผู้บริโภค (post-consumer plastic scrap) มาใช้ ภายใต้การดำเนินการผลิตของบริษัทย่อย TGR ด้วยกำลังการผลิตในเฟสแรก 600 ตันต่อเดือน เนื่องจากสามารถใช้เป็นวัตถุดิบต้นน้ำได้ และสอดคล้องกับแนวโน้มการใส่ใจสิ่งแวดล้อมของลูกค้า ซึ่งจะมีการกำหนดปริมาณขั้นต่ำของเม็ดพลาสติกในการผลิตถุงหุ้ม หรือถุงขยะ (ปัจจุบันสัดส่วนประมาณ 30% ขึ้นกับผลิตภัณฑ์) การใช้เม็ดพลาสติกรีไซเคิลจะช่วยประหยัดต้นทุนการผลิตให้แก่บริษัทราว 30 ล้านบาทต่อปี
- 2) Paper Packaging :** บริษัทเริ่มจัดทำด้วยกระดาษเคลือบ ภายใต้บริษัทลูก TMP เพื่อจับลูกค้าร้านอาหารที่เป็นแบรนด์ ซึ่งปัจจุบันมีคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้ว นอกจากนี้ ยังวางแผนที่จะจัดทำขามกระดาษ ซึ่งคาดว่าจะเข้าสู่ตลาดได้ใน 2-3 เดือนนี้
- 3) Bio plastic Product :** ปัจจุบันบริษัทมีการใช้ bio plastic จากการนำเข้าจากต่างประเทศ ซึ่งมีใช้ในกลุ่ม general packaging ซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่าการผลิตประมาณ 2-4 เท่า เมื่อเทียบกับเม็ดพลาสติกทั่วไป โดยปัจจุบันกลุ่ม Bio Plastic ยังไม่แพร่หลายนักเนื่องจากการมีต้นทุนที่สูง และต้องใช้เวลาในการสร้างตลาด ซึ่งบริษัทมีการเตรียมความพร้อมสำหรับการเติบโตของตลาดในอนาคต

Inorganic Growth M&A

นอกจากการเติบโตด้วยภายในบริษัทเองแล้ว TPBI มีแผนที่จะเติบโตด้วย Inorganic ผ่านการทำ M&A และร่วมมือกับพันธมิตร ทั้งในรูปแบบความร่วมมือและร่วมทุน (Joint Venture) ซึ่งที่ผ่านมาบริษัทได้มีการร่วมทุนกับหลายบริษัทและหลายประเทศ เช่น ความร่วมมือกับ Minima (Taiwan) ในการเป็นตัวแทนจำหน่าย bio plastic resin, ร่วมมือกับเยอรมันในการจัดตั้ง TGRT เพื่อผลิตเม็ดพลาสติกที่ผ่านการใช้จากผู้บริโภค , ร่วมมือกับบริษัท คานาโอกะ (ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของญี่ปุ่น) และบริษัท เอ.พี.เอส จัดตั้งบริษัท ทีเอเค แพ็คเกจจิ้ง จำกัด (TAK) เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าบริโภคและอุปโภค ทางบริษัทคาดว่าจะเห็นการร่วมมือเพิ่มเติมและใหม่ๆ อีกในอนาคต โดยบริษัทจะเน้นในธุรกิจที่มาเติมเต็มพอร์ตสินค้าของบริษัทโดยไม่กระทบต่ออัตรากำไรของบริษัท

ข้อมูลบริษัท

บริษัท ทีพีบี จำกัด (มหาชน) (TPBI) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 11 กันยายน 1987 เป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกครบวงจร โดยสินค้าหลักได้แก่

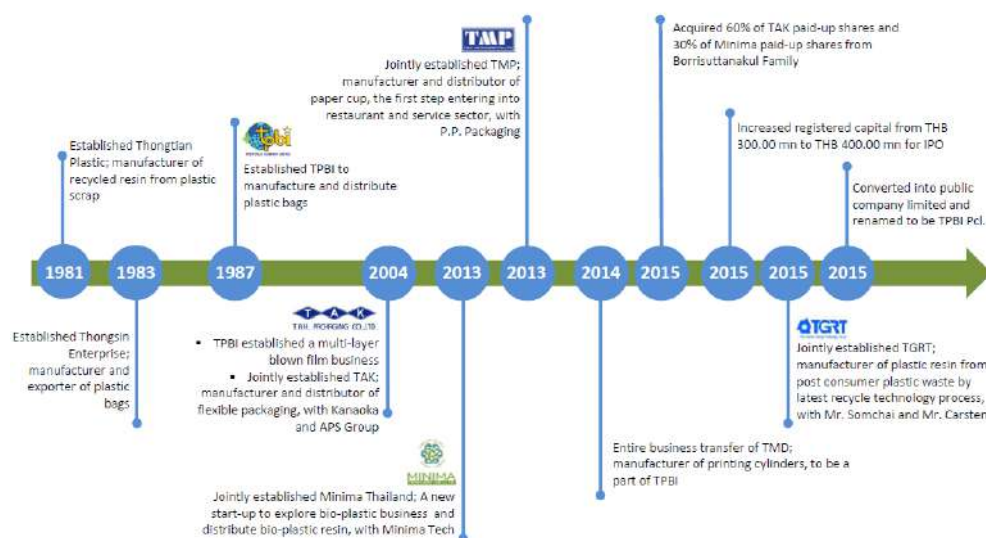
1. ถุงพลาสติกหิ้ว/ถุงขยะ (General Packaging) ได้แก่ ถุงพลาสติกหิ้วที่ผู้ประกอบการใช้สำหรับบรรจุสินค้าให้กับลูกค้า
2. ฟิล์มประเภท Multilayer Blown Film ซึ่งใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมต่อเนื่อง
3. บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภค (Flexible Packaging) ซึ่งผู้ผลิตใช้เป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้า เช่น อาหารสำเร็จรูป อาหารแช่แข็ง เป็นต้น

รูปที่ 26. โครงสร้างบริษัท



ที่มา : TPBI

รูปที่ 27. Key Milestones



ที่มา : TPBI

ผลิตภัณฑ์ของ TPBI ครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำ – ปลายน้ำ

TPBI เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกที่ครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำ – ปลายน้ำ ตั้งแต่การเป็นผู้ผลิตเม็ดพลาสติกของบริษัทเอง โดยเฉพาะเม็ดพลาสติกรีไซเคิลซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของการจัดตั้งบริษัท การผลิตเม็ดคอมพาวด์เพื่อใช้ในบริษัทเพื่อลด

ต้นทุน การเป็นผู้ผลิตฟิล์มซึ่งใช้ในอุตสาหกรรมต่อเนื่อง และการเป็น Converter การผลิตบรรจุภัณฑ์สำหรับอาหาร/สินค้า

รูปที่ 28. ครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำ – ปลายน้ำ



ที่มา : TPBI

กลุ่มผลิตภัณฑ์ของบริษัท

ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์พลาสติกของกลุ่มบริษัท จัดอยู่ในกลุ่มที่ใช้ในชีวิตประจำวัน เช่น การใช้ถุงพลาสติกในธุรกิจค้าปลีก ใช้เพื่อจัดการขยะ รวมทั้งใช้เป็นบรรจุภัณฑ์อาหารและสินค้าอุปโภคอื่นๆ โดยลูกค้าของบริษัทจะเป็นผู้กำหนดคุณสมบัติและลักษณะของผลิตภัณฑ์ เช่น ความหนาบาง ความแข็งแรง ความยืดหยุ่น สี เป็นต้น โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัท ดังนี้

1. ถุงพลาสติก

บรรจุภัณฑ์ถุงพลาสติกดำเนินการผลิต ซึ่งบริษัทเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ในประเทศไทย ด้วยกำลังการผลิต 56,000 ตันต่อปี โดย TPBI ซึ่งกว่า 94% เป็นการส่งออกไปยังต่างประเทศ โดยประเทศลูกค้าได้แก่ ออสเตรเลีย สหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น เป็นต้น TPBI มีโรงงาน 2 แห่งได้แก่ โรงงานสามพราน และโรงงานระยอง สามารถแบ่งประเภทได้ดังนี้

1.1 ถุงพลาสติกหิ้ว (Vest Carrier Bags/ T-Shirt Bags) : ถุงพลาสติกหิ้วใช้สำหรับบรรจุสิ่งของต่างๆ ทั้งอุปโภคและบริโภค โดยลูกค้าได้แก่ โมเดิร์นเทรด ซูเปอร์มาร์เก็ต และร้านสะดวกซื้อ

1.2 ถุงขยะ (Garbage Bag) : บริษัทรับผลิตถุงขยะได้ตามความต้องการของลูกค้า ซึ่งจะมี 2 แบบได้แก่ ถุงขยะแบบม้วน และถุงขยะแบบพับ

1.3 ถุงพลาสติกอื่นๆ : รับผลิตตามความต้องการของลูกค้า เช่น ถุงแฟชั่น ใช้สำหรับบรรจุเสื้อผ้าและสินค้าต่างๆ และ ถุงยัดอายุผักผลไม้ ใช้สำหรับบรรจุผักและผลไม้สดเพื่อยืดอายุการเก็บรักษา

ซึ่งกลุ่มลูกค้าเป้าหมายได้แก่ โมเดิร์นเทรด ซูเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ และห้างสรรพสินค้าในประเทศต่างๆ เช่น สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่นและไทย ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าที่สั่งซื้อในปริมาณมากและต่อเนื่อง ซึ่งกลุ่มลูกค้ากลุ่มนี้จะมีความต้องการใช้ถุงพลาสติกในการค้าปลีกของตนเอง รวมทั้งยังมีการสั่งซื้อถุงพลาสติกภายใต้แบรนด์ของตนเอง เข้าไปวางจำหน่าย นอกจากนี้ ยังมีกลุ่มลูกค้าซึ่งเป็นคนกลางในการนำเข้าและ/หรือ ค้าส่งให้กับร้านค้าปลีกขนาดใหญ่ในประเทศ (importers/distributors) ซึ่งจะเป็นคนจัดการทั้งการสั่งผลิต จัดซื้อและขนส่ง

รูปที่ 29. ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ General Packaging



ที่มา : TPBI

รูปที่ 30. ตัวอย่างลูกค้ากลุ่ม General packaging



ที่มา : TPBI

2. ฟิล์ม (Multilayer Blown Film)

TPBI มีการผลิตและจำหน่ายม้วนฟิล์ม ที่นำไปใช้เป็นวัตถุดิบ/ใช้ในอุตสาหกรรม ซึ่งส่วนใหญ่เป็นลูกค้าในประเทศ 84% ซึ่งบริษัทมีกำลังการผลิตฟิล์ม 9,000 ตันต่อปี โดยมี 4 ประเภทได้แก่

- 2.1 **ฟิล์มลามิเนต (Lamination Film)** : ใช้ในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภค (Flexible Packaging) ซึ่งสามารถสัมผัสอาหารได้โดยตรง
- 2.2 **ฟิล์มแบรียเออร์ (Barrier Film)** : นำไปใช้เพื่อปกป้องผลิตภัณฑ์ให้มีความคงทนขึ้น ป้องกันการเสื่อมสภาพส่วนใหญ่ใช้ในการบรรจุอาหารและสินค้าอุปโภค เช่น อาหารสด อาหารสำเร็จรูป ยาสีฟัน
- 2.3 **ฟิล์มหุ้ม (Stretch Hood)** : สำหรับใช้ในการครอบสินค้าพาเลท (pallet) เพื่อป้องกันฝุ่นและไอน้ำ รักษารูปทรงสินค้าและสะดวกต่อการขนส่ง เช่น อุตสาหกรรมปิโตรเคมี ปูนซีเมนต์
- 2.4 **ฟิล์มหด (Shrink Film)** : สำหรับห่อรัดสินค้าให้อยู่ในรูปทรงแพ็คเกจเดียว แพคเกจ หรือแพ็คเกจ โดยฟิล์มมีคุณสมบัติหดตัวเมื่อโดนความร้อน ลูกค้า ได้แก่ ผู้ผลิตเครื่องดื่ม เป็นต้น

ผลิตภัณฑ์ประเภท Multilayer Blown Film สามารถนำไปใช้ได้หลายอุตสาหกรรม เช่น งานฟิล์มในอุตสาหกรรมลามิเนต เป็นต้น แต่ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การใช้งาน โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ผลิตฟิล์มขนาดกลางในอุตสาหกรรม ซึ่งลูกค้าของบริษัทนั้นได้แก่ TAK (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ TPBI) และผู้ประกอบการผลิตบรรจุภัณฑ์สินค้าบริโภคและอุปโภค อาทิเช่น ลูกค้าสำหรับฟิล์มลามิเนตและแบรียเออร์ จะใช้สำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภคต่างๆ อาทิ บรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารสด อาหารสำเร็จรูป อาหารแช่แข็ง อาหารแห้ง เป็นต้น ลูกค้าสำหรับฟิล์มหดและฟิล์มหุ้ม จะครอบคลุมผู้ประกอบการอุตสาหกรรมทั่วไปอื่นๆ อาทิ ผู้ประกอบการน้ำดื่มที่ต้องการใช้ฟิล์มหดสำหรับห่อแพ็คเกจสินค้า เป็นต้น ซึ่งเรามองว่ามีแนวโน้มการขยายการเติบโตได้อีก ตามการเพิ่มฐานลูกค้าของบริษัท

รูปที่ 31. ผลิตภัณฑ์ Multilayer Blown Film



ที่มา : TPBI

รูปที่ 32. ตัวอย่างบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมผู้ผลิตฟิล์มในไทย

Companies		Revenue (THB mn)	
		2013	2014
	Unique Plastic Industry Co., Ltd.	1,490	1,520
	Sunsee Plastics P.S. Co., Ltd.	1,001	N/A
	TPBI PCL.	392*	400*
	W&H Film Co., Ltd.	70	N/A

ที่มา : TPBI, BOL

3. บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าบริโภคและอุปโภค (Flexible Packaging)

ผลิตภัณฑ์นี้ดำเนินการโดย บริษัท ทีเอเค แพคเกจจิ้ง จำกัด (TAK) เป็นบริษัทย่อยของบริษัท โดยผลิตภัณฑ์นี้ใช้สำหรับบรรจุสินค้าบริโภคและอุปโภค เพื่อป้องกันการซึมผ่านอากาศ น้ำ กลิ่น เพื่อถนอมและยืดอายุการเก็บรักษาผลิตภัณฑ์ โดยผลิตภัณฑ์นี้ผลิตจากฟิล์มประเภท 2-3 ชั้น หรือมีการเคลือบฟิล์มพลาสติกเข้ากับวัสดุอื่นๆ เช่น อลูมิเนียมฟอยล์ เป็นต้น ซึ่งใช้ใน บรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารสำเร็จรูป อาหารแช่แข็ง อาหารแห้ง บรรจุภัณฑ์นมต่างๆ เป็นต้น

ในประเทศไทยผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์ชนิดอ่อนสำหรับสินค้าบริโภคและอุปโภคเป็นจำนวนมาก แบ่งเป็น ผู้ผลิตขนาดใหญ่ซึ่งผลิตสำหรับลูกค้าที่เป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่, ผู้ผลิตขนาดกลาง ซึ่งผลิตเพื่อผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคภายในประเทศที่มีปริมาณการสั่งซื้อจำนวนมาก และผู้ผลิตขนาดเล็ก ผลิตเพื่อลูกค้ารายเล็กที่สั่งซื้อสินค้าในปริมาณที่น้อย ซึ่ง TAK เป็นผู้ผลิตขนาดกลางในอุตสาหกรรม โดยมีกำลังการผลิต 96 ล้านเมตรพิมพ์ต่อปี ซึ่งกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิตอาหารสำเร็จรูปเพื่อการส่งออกและบริโภคในประเทศ

4. บรรจุภัณฑ์อื่นๆ

บริษัทมีการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ ได้แก่ ถ้วยกระดาษเคลือบพลาสติก และถ้วยกระดาษเคลือบพลาสติกชีวภาพ ขายให้กับลูกค้าในประเทศ ซึ่งดำเนินการโดยบริษัทย่อยของบริษัท คือ บริษัท ทีเอ็มพี แพคเกจจิ้ง จำกัด (TMP)

รูปที่ 33. ผลิตภัณฑ์ Flexible packaging



ที่มา : TPBI

รูปที่ 34. ตัวอย่างบริษัทในกลุ่ม Flexible Packaging

Group of Manufacturer	Companies	Revenue (THB mn)	
		2013	2014
Large	 Fuji Ace Co., Ltd.	3,723 ^{1/}	3,611
	 Huhtamaki (Thailand) Co., Ltd.	3,226	3,676
	 Amcor Flexibles Chonburi Co., Ltd.	2,532 ^{2/}	N/A
	 Dai-ichi Packaging Co., Ltd.	1,861	1,889
Medium	 T.A.K. Packaging Co., Ltd.	460	518

ที่มา : TPBI, BOL

Note : ^{1/} Fiscal year end 31 March 2014,

^{2/} Fiscal year end 30 June 2014

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (Bt,m)

	Year Ended December 31,				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Sales and Service Incomes	3,837	4,746	4,933	5,345	5,869
Cost of Sales and Services	3,457	4,247	4,189	4,517	4,941
Gross Profit	380	499	743	829	928
S&A Expenses	157	201	242	278	311
Interest Expense	25	24	20	16	17
Net Result of Inv. in Asso.	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Incomes	13	18	15	16	18
Net Profit before Tax	212	292	496	551	617
Income Tax from Operations	50	62	99	110	123
Net Profit before M.I.	162	230	397	441	494
Net (Profit) Loss of M.I.	36	33	17	19	21
Net Profit before Extra. Items	126	197	380	422	473
Gain (Loss) on Sales of Inv.	0	0	0	0	0
Gain (Loss) from Debt Restructuring/o	0	0	0	0	0
Net Profit	148	217	380	422	473
Revenue Growth (%)	4.7	23.7	3.9	8.4	9.8
Gross Margin (%)	9.9	10.5	15.1	15.5	15.8
Net Profit Margin	3.9	4.6	7.7	7.9	8.1
Net Profit Growth (%)	26.0	46.5	75.0	11.2	12.2

CONSOLIDATED QUARTERLY RESULTS (Bt,m)

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Sales and Service Incomes	1,238	1,189	1,262	1,064	1,123
Cost of Sales and Services	1,109	1,035	1,122	914	947
Gross Profit	129	154	140	150	176
S&A Expenses	43	54	65	53	55
Interest Expense	6	6	6	5	6
Net Result of Inv. in Asso.	(8)	(6)	(14)	(7)	(3)
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Incomes	4	3	8	4	3
Net Profit before Tax	84	98	77	96	119
Income Tax from Operations	18	21	17	20	26
Net Profit before M.I.	66	77	60	76	93
Net (Profit) Loss of M.I.	(8)	(6)	(14)	(7)	(3)
Net Profit before Extra. Items	58	70	46	68	90
Gain (Loss) on Sales of Inv.	0	0	0	0	0
Gain (Loss) from Debt Restructuring/o	4	9	12	3	11
Net Profit	62	80	35	71	101
Revenue Growth (YoY%)	n.a.	n.a.	(67.1)	0.7	(9.3)
Gross Margin (%)	10.4	13.0	11.1	14.1	15.7
Net Profit Margin	5.0	6.7	2.7	6.7	9.0
Net Profit Growth (YoY%)	n.a.	n.a.	(67.0)	305.9	61.7

KEY FINANCIAL RATIOS

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Other Incomes to Total Revenue (%)	5.5	6.1	10.1	10.3	10.5
S&A to Sales (%)	4.1	4.2	4.9	5.2	5.3
Gross Margin (%)	9.9	10.5	15.1	15.5	15.8
Net Profit Margin (%)	3.9	4.6	7.7	7.9	8.1
Return on Avg. Assets (%)	7.0	9.1	12.5	11.4	11.7
Return on Avg. Equity (%)	18.4	21.8	22.0	17.2	17.6
A/R Turnover (Days)	50.5	50.2	50.0	50.0	50.0
Inventory Turnover (Days)	50.8	45.3	45.0	45.0	45.0
A/P Turnover (Days)	50.4	35.7	40.0	40.0	40.0
Current (Times)	1.1	1.3	2.7	2.7	2.8
Quick (Times)	0.6	0.8	2.1	2.1	2.2
Net Debt to Equity (Times)	0.6	0.5	(0.3)	(0.3)	(0.4)
Gearing (Times)	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
Debt to Equity (Times)	1.2	1.0	0.4	0.4	0.4
Interest Coverage (Times)	9.6	13.2	25.5	36.1	38.1
Cash Flow per Share (Bt)	0.1	0.4	1.6	1.2	1.3
BV per Share (Bt)	2.6	3.2	6.3	6.9	7.6

CONSOLIDATED CASHFLOW STATEMENT (Bt,m)

	Year Ended December 31,				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash Flows from Operations (CFO)					
Net Profit	148	217	380	422	473
Adjusting Items Not Affecting Cash					
Depreciation and Amortization	92	107	107	118	127
Unrealized FX Loss (Gain)	(7)	(2)	0	0	0
Others	32	26	0	0	0
+(-) in Working Capital	(234)	(224)	166	(56)	(71)
Net CFO	118	219	653	484	529
Cash Flows from Investing Activities (CFI)					
+(-) in Short-term Investment	0	(100)	100	0	0
+(-) in Investment in Affiliates	(1)	26	0	0	0
+(-) in Fixed Assets	(173)	(112)	(119)	(271)	(121)
Net CFI	(170)	(182)	(19)	(271)	(121)
Cash Flows from Financing Activities (CFF)					
+(-) in Debt Financing	98	38	(278)	15	24
+(-) in Share Capital and Premium	0	0	971	19	21
+(-) in Minority Interest	0	0	0	0	0
+(-) in Warrant	0	0	0	0	0
+(-) in Equity Adjustment	0	0	0	0	0
- Cash Dividend Paid	(3)	(4)	(108)	(190)	(211)
Net CFF	102	35	584	(157)	(166)
Net Cash Increase (Decrease)	50	71	1,219	57	242

CONSOLIDATED BALANCE SHEET (Bt,m)

	As of December 31,				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Current Assets	1,205	1,463	2,498	2,653	3,020
Current Liabilities	1,093	1,109	928	995	1,082
Total Assets	2,239	2,504	3,555	3,863	4,226
Total Liabilities	1,209	1,228	1,037	1,095	1,174
Minority Interest	152	164	187	205	226
Total Equity	878	1,113	2,332	2,564	2,826
Paid-up Capital	234	239	400	400	400
Share Premium	0	13	800	800	800
Warrant	0	0	0	0	0
Retained Earnings	643	860	1,132	1,364	1,626
Equity Adjustment	0	13	800	800	800

FORECAST ASSUMPTIONS

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Sale Volume (ton)					
Vest Carrier Bags / T-Shirt Bags	37,042	38,895	39,672	40,466	41,275
Garbage Bags	17,435	18,307	18,673	19,046	19,427
Multilayer Blown Film	5,434	6,358	7,312	8,043	8,848
Flexible Packaging- (m,metre)	38	44	48	53	58
Ratio					
Gross Margin (%)	10.51	15.07	15.50	15.81	15.98
SG&A to sale (%)	6.65	10.47	10.60	10.81	10.88

TISCO Securities Company Limited

www.tiscosec.com

Bangkok

48/8 TISCO Tower 4th Floor, North Sathorn Road, Bangkok 10500, Thailand
Tel : (66) 2633 6999 Fax : (66) 2633 6490, (66) 2633 6660

Esplanade Branch

99 Esplanade Shopping Center, Room 202-2, 2nd Floor, Ratchadapisek Road, Din Daeng, Bangkok 10400
Tel : (66) 2641 3251, (66) 2641 3252 Fax : (66) 2641 3253

Chiang Mai

275/4, 2nd Floor, Chang Phuak Road, Chang Phuak, Muang District, Chiang Mai 50300
Tel. 0 5322 4722 Fax. 0 5322 4711

Nakhon Pathom

386, 388 Petchkasem Road, Prapatone, Muang District, Nakhon Pathom 73000
Tel: 0 3421 1812 Fax: 0 3425 1676

Nakhon Ratchasima

Tesco Lotus Korat, 719/5 Mittraphap Road, Naimuang, Muang District, Nakhon Ratchasima 30000
Tel: 0 4425 7752 Fax: 0 4425 3752

Udon Thani

227/21 2nd Floor, Udondussadee Road, Muang District, Udon Thani 41000
Tel: 0 4224 6888 Fax: 0 4224 5793



Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2015

Score Range	Level	Description
90 - 100	5	Excellent
80 - 89	4	Very Good
70 - 79	3	Good
60 - 69	2	Satisfactory
50 - 59	1	Pass
< 50	n.a.	n.a.
	N/R	Does not appear in the CGR report

Anti-Corruption Progress Indicator :

Level 5 Extended :	Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases.
Level 4 Certified :	Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.).
Level 3 Established :	Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes. 3A : Established by Declaration of Intent 3B : Established by Internal Commitment and Policy
Level 2 Declared :	Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives.
Level 1 Committed :	Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws.
Partially progress	Insufficient or not clearly defined policy.
No progress	Data not available / no policy

Disclaimer

The disclosure of (a) the survey result of corporate governance, which is surveyed by the Thai Institute of Directors Association ("IOD"), and (b) the Anti-Corruption Progress Indicators, which is assessed by ThaiPat Institute, are the disclosure of the survey or assessment result based on the information received from the listed company that was stipulated in (a) the form for Annual Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) and (b) the form for the assessment of Anti-corruption that refers to the Annual.

Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2) or other relevant documents or reports of such listed company (as the case may be). The survey or assessment result is based on the information of the listed company, which is disclosed to the public and can be accessed by all investors, and is made in order to comply with the policy of the Office of the Stock Exchange of Thailand.

Nevertheless, the survey or assessment result is made from the perspective of the IOD or ThaiPat Institute that are the third party only. It is not an assessment of operation of the listed company and is not based on any inside information.

Since this survey or assessment result is only the survey or assessment result as of the date appearing in the survey or assessment result only, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, TISCO Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the survey or assessment result.

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.