Initial Public Offering | Thailand

TPBI

(TPBI.BK/TPBI TB)

Initial Public Offering

IPO price (Bt)	N.A.
12M target price (Bt/shr)	15.00
Unchanged / Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	N.A.

Key messages

บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน) (TPBI) ขายหุ้นเพิ่มทุนแก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 100 ล้านหุ้น เพื่อขยายกำลังการผลิตและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน TPBI เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายถุงพลาสติกประเภทต่างๆ โดยมีบริการครอบคลุมตั้งแต่ การออกแบบผลิตภัณฑ์และพัฒนาสูตรผลิตภัณฑ์ ทั้งนี้รายได้ราว 70% มาจากการส่งออกผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติก

Trading data

Mkt cap (Btbn/US$mn)			N.A
Outstanding shares (mn)			N.A
Foreign ownership (mn)			N.A
3M avg. daily trading (mn)			N.A
52-week trading range (Bt)			N.A
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	N.A	N.A	N.A
Relative	N.A	N.A	N.A

ผู้นำบรรจุภัณฑ์พลาสติกไทยในตลาดโลก

Event

บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน) (TPBI) เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 100 ล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 25.0% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO จำนวน 400 ล้านหุ้น

Impact

ผู้นำการส่งออกถุงพลาสติกไทยในตลาดโลก

TPBI เป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกมากว่า 30 ปี ปัจจุบันมีสินค้าหลัก ได้แก่ 1) ถุงพลาสติกหูหิ้ว 2) ถุงขยะในครัวเรือน 3) ฟิล์มประเภท Multilayer blown film และ 4) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน โดยบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่โดดเด่นจากทักษะเฉพาะตัวในการผสมวัตถุดิบ และใช้วัตถุดิบรีไซเคิล ทำให้สามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ รายได้ราว 70% ของบริษัทมาจากการส่งออก ซึ่งได้รับความไว้วางใจจากลูกค้า ห้างค้าปลีกชั้นนำในต่างประเทศ

อุตสาหกรรมถุงพลาสติกหูหิ้ว และถุงขยะยังมีแนวโน้มเติบโต

ความต้องการใช้ถุงพลาสติกหูหิ้ว และถุงขยะนั้นมีแนวโน้มเติบโตที่ดีไปตามการขยายตัวของประชากร และสังคมเมือง โดยเรามองว่าตลาดถุงพลาสติกหูหิ้วยังมีโอกาสจากการเติบโตของอุตสาหกรรมค้าปลีกที่ยังมีการขยายตัวต่อเนื่อง สะท้อนจากการขยายจำนวนสาขาของห้างค้าปลีกชั้นนำ และลูกค้าของบริษัทที่ราว 4 – 11% ต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ขณะที่ตลาดถุงขยะยังมีโอกาสมาจากปริมาณขยะ ซึ่งธนาคารโลกประเมินว่าจะมีการเพิ่มขึ้นราว 4% ต่อปี

ผลิตภัณฑ์ฟิล์ม และบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของบริษัทยังมีโอกาสเติบโตจากฐานที่ต่ำ

เราเชื่อว่าสายผลิตภัณฑ์ฟิล์มและบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของบริษัท (รวม 23% ของรายได้ในปี 2015E) ยังมีโอกาสเติบโตจากฐานรายได้ที่ยังค่อนข้างต่ำ ราว 1.1 พันล้านบาท เทียบกับผู้ผลิตรายใหญ่ในประเทศที่มีรายได้สูงในกรอบเฉลี่ยที่ 1 – 4 พันล้านบาท

เรามีคาดการณ์การเติบโตกำไร TPBI ในปี 2017-18E ที่ 14.5% CAGR

โดยมีปัจจัยผลักดันหลักมาจากการเติบโตของรายได้ผลิตภัณฑ์ฟิล์ม, บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน และผลิตภัณฑ์ใหม่อื่นๆ ซึ่งมีการเติบโตที่สูง และอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าสินค้าถุงพลาสติกทั่วไป ส่งผลให้เราประเมินกำไรสุทธิจะเติบโตได้เฉลี่ย 14.5% CAGR

Valuation and action

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI ได้เท่ากับ 15 บาท อิง PE ที่ 14.5 เท่า ซึ่งคิดเป็น PEG ratio ที่ 1 เท่า เทียบกับคาดการณ์การเติบโตกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่ 14.5% ในปี 2017 – 2018E และคาดปันผลเฉลี่ยมากกว่า 3% ต่อปี (คำนวณ Dividend yield จากมูลค่าเหมาะสมที่เราประเมิน)

Risks

1) ความเสี่ยงจากปริมาณการใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทำจากพลาสติกมีแนวโน้มลดลงในอนาคต, 2) ความเสี่ยงจากการที่วัตถุดิบมีความผันแปรไปตามราคาซื้อขายในตลาดโลก, 3) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Key financials and valuations

	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Revenue (Bt mn)	4,746	4,810	5,283	5,934	6,753
Gross profit (Bt mn)	499	725	793	910	1,058
EBIT (Bt mn)	316	531	570	658	769
Net profit (Bt mn)	217	386	411	469	539
EPS (Bt)	0.54	0.97	1.03	1.17	1.35
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.48	0.51	0.59
EPS growth (%)	46.5	78.2	6.4	14.0	14.9
P/E (x)	27.7	15.5	14.6	12.8	11.1
P/B (x)	5.4	3.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	16.6	10.2	10.2	10.2	10.2
Net Debt to Equity (x)	0.6	0.3	0.1	0.1	0.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	3.2	3.4	3.9
Return on Avg. Equity (%)	21.8	22.4	13.9	14.6	15.3

Source: Company data, KGI Research estimates (price multiples are based on our target price of Bt15.00)

Pathompol Laowirayasak
66.2658.8888 Ext. 8855
Pathompoll@kgi.co.th

"บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ ประเทศไทย (จำกัด) มหาชน" อาจจะเข้าร่วมเป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายร่วม (Co-Lead Underwriter) หุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บมจ. ทีพีบีไอ (TPBI) ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน ผู้ลงทุนควรพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการตัดสินใจลงทุน ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) เริ่ม 1 มีนาคม 2559 จนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลาเสนอขายหลักทรัพย์

Investment Theme

ประสบการณ์กว่า 30 ปีในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติก

บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน) (TPBI) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 11 ก.ย. 2530 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 25.00 ล้านบาท โดยครอบครัวบริสุทธนะกุล ซึ่งมีประสบการณ์ในด้านการผลิตถุงพลาสติกและการรีไซเคิลพลาสติกนับตั้งแต่ปี 2524 เพื่อดำเนินธุรกิจการผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติก และบรรจุภัณฑ์ประเภทอื่นๆ โดยมีกำลังการผลิตถุงพลาสติกในปัจจุบันราว 56,000 ตันต่อปี

ผู้นำบรรจุภัณฑ์พลาสติกไทยในตลาดโลก

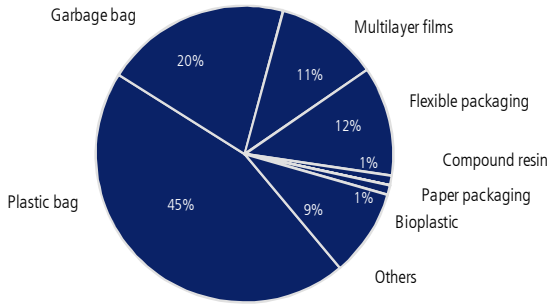
TPBI เป็นผู้ประกอบการอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกมากว่า 30 ปี โดยมีสินค้าหลัก 4 ผลิตภัณฑ์ในปัจจุบัน ได้แก่ 1) ถุงพลาสติกหูหิ้ว ที่ผู้ประกอบการ เช่น ห้างโมเดิร์นเทรด และร้านสะดวกซื้อ มอบให้ลูกค้าเพื่อบรรจุสินค้าที่เข้ามาจับจ่ายใช้สอย 2) ถุงขยะในครัวเรือน 3) ฟิล์มประเภท Multilayer blown film ที่สามารถนำไปใช้ต่อเนื่องในอุตสาหกรรมอื่นๆ และ 4) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน สำหรับสินค้าบริโภคและอุปโภค ขณะเดียวกันบริษัทยังมีการผลิตและจำหน่ายเม็ดพลาสติกรีไซเคิลจากเศษพลาสติกเหลือใช้จากการใช้งานในอุตสาหกรรม (Post-industrial plastic scrap) ซึ่งจะช่วยประหยัดต้นทุนวัตถุดิบของบริษัทอีกทางหนึ่งด้วย

นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนขยายธุรกิจต่อเนื่องไปยัง 1) การผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลจากเศษพลาสติกที่ผ่านการใช้งานจากผู้บริโภค (Post-consumer plastic scrap) ซึ่งจะเริ่มดำเนินการในปี 2016 ผ่านบริษัทย่อย TGRT ซึ่งบริษัทถือหุ้น 40% 2) ธุรกิจถ้วยกระดาษเคลือบพลาสติก ซึ่งดำเนินการผ่านบริษัทย่อย TMP ซึ่งบริษัทถือหุ้น 66.67% และ 3) ธุรกิจพลาสติกชีวภาพ (Bioplastic) เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า

ทั้งนี้ รายได้กว่า 65% ของบริษัทมาจากการส่งออก โดยมีประเทศส่งออกหลักได้แก่ ออสเตรเลีย สหรัฐฯ สหภาพยุโรป และญี่ปุ่น ซึ่งมีสัดส่วนหลักมาจากยอดขายสินค้าประเภทถุงพลาสติกหูหิ้ว และถุงขยะ ขณะที่สัดส่วนรายได้ราว 35% ที่มาจากยอดขายภายในประเทศ นั้นมาจากสินค้าในกลุ่มฟิล์มประเภท Multilayer blown film และบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคบริโภค เป็นหลัก ซึ่งจะถูกบรรจุสินค้า และส่งออกทางอ้อมโดยลูกค้าในบางส่วน

Figure 1: 2015F expected revenue contribution by products

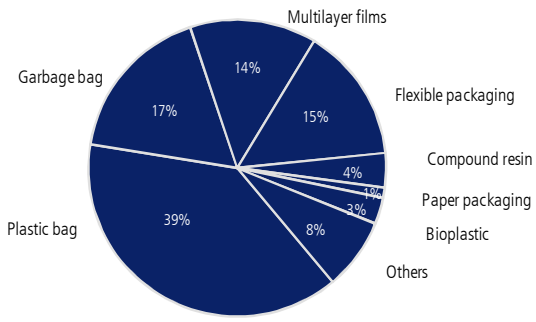
% Contribution



Source: KGI Research estimates

Figure 2: 2018F expected revenue contribution by products

% Contribution



Source: KGI Research estimates

Figure 3: TPBI's key products

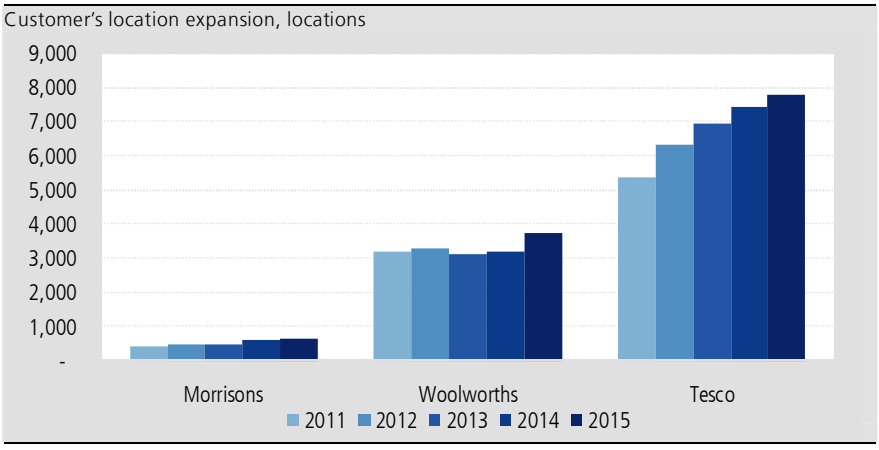
Source: Company data

อุตสาหกรรมถุงพลาสติกหูหิ้วมีแนวโน้มเติบโตที่ดีตามอุตสาหกรรมค้าปลีก

การใช้ถุงพลาสติกหูหิ้วมีแนวโน้มเติบโตที่ดีไปตามการจับจ่ายสินค้าอุปโภคและบริโภคของผู้บริโภค ซึ่งมีอัตราการขยายตัวไปตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนประชากร รวมไปถึงการขยายตัวของสังคมเมือง ที่ทำให้ผู้บริโภคเข้าถึงสินค้าได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้ จากการศึกษาของเราพบว่าแนวโน้มอุตสาหกรรมค้าปลีกยังมีการขยายตัวต่อเนื่อง สะท้อนจากการขยายสาขาของห้างค้าปลีกชั้นนำ และลูกค้าของบริษัท

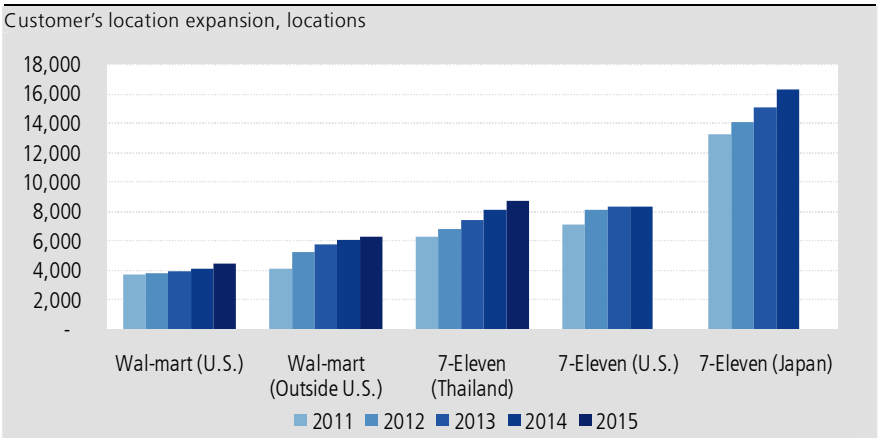
ภาพที่ 4 แสดงให้เห็นว่าห้างค้าปลีกชั้นนำ เช่น Wal-mart และ 7-Eleven มีการขยายจำนวนสาขากว่า 4-10% ต่อปี ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ขณะที่ ภาพที่ 5 แสดงการขยายสาขาของลูกค้า (บางส่วน) ของบริษัท ในระดับ 4-11% ต่อปี ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

Figure 4: Expansion of leader retaliers' location



Source: Bloomberg

Figure 5: Expansion of customers' location (example customers)



Source: Bloomberg

แนวโน้มอุตสาหกรรมถุงขยะสดใส

เช่นเดียวกับผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติกหูหิ้ว เรามีมุมมองที่ดีต่อผลิตภัณฑ์ถุงขยะในครัวเรือนของบริษัท ซึ่งจะเติบโตได้ต่อเนื่องตามการขยายตัวของประชากร และชุมชนเมือง ทั้งนี้ หากอ้างอิงข้อมูลจากบทความของธนาคารโลกเกี่ยวกับเรื่องของสถานการณ์และ แนวโน้มของขยะ ขยะมูลฝอยที่มาจากสิ่งของเหลือกินเหลือใช้จะมีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงทศวรรษหน้าซึ่งมีแรงผลักดันหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนประชากร โดยในปี 2025 ธนาคารโลกประเมินว่าประชากรโลกจะสร้างขยะรวมกันถึง 2.2 พันล้านตันต่อปี คิดเป็นการเติบโต 4% ต่อปี จากปีฐานในปี 2012

ขณะที่เรามองว่าการใช้ถุงขยะในการจัดการขยะในครัวเรือนยังคงเป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพ ยากที่จะมีสินค้าหรือวิธีการอื่นมาทดแทน ซึ่งช่วยสนับสนุนความมั่นคงรายได้ในส่วนนี้ของบริษัท

Figure 6: Waste Generation Projections for 2025 by Region

Region	Current Available Data			Projections for 2025			
	Total Urban Population (mn)	Urban Waste Generation		Projected Population		Projected Urban Weste	
		Per Capita (kg./capita/day)	Total (tons/day)	Total Population (mn)	Urban Population (mn)	Per Capita (kg./capita/day)	Total (tons/day)
AFR	260	0.65	169,119	1,152	518	0.85	441,840
EAP	777	0.95	738,958	2,124	1,229	1.50	1,865,379
ECA	227	1.10	254,389	339	239	1.50	354,810
LCR	399	1.10	437,545	681	466	1.60	728,392
MENA	162	1.10	173,545	379	257	1.43	369,320
OECD	729	2.20	1,566,286	1,031	842	2.10	1,742,417
SAR	426	0.45	192,410	1,938	734	0.77	567,545
Total	**2,980**	**1.20**	**3,532,252**	**7,644**	**4,285**	**1.40**	**6,069,703**

Source: Worldbank

Key drivers and Earnings outlook

ผลิตภัณฑ์ฟิล์ม และบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของบริษัทยังมีโอกาสเติบโตจากฐานที่ต่ำ

เราเชื่อว่า สายผลิตภัณฑ์ฟิล์ม และบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของบริษัท (รวม 23% ของรายได้ในปี 2015E) ยังมีโอกาสเติบโต จากฐานที่ต่ำในปัจจุบัน ผ่านกลยุทธ์การขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง อาทิ กลุ่มอาหาร

สำหรับผลิตภัณฑ์ฟิล์ม บริษัทมีรายได้ในปี 2014 ที่ 400 ลบ. ยังคงต่ำกว่า ผู้ผลิตรายอื่นๆ อาทิ Unique plastic industry และ Sunsea plastics ซึ่งมีรายได้เหนือระดับ 1,000 ลบ. ต่อปี

ขณะที่ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน บริษัทย่อยของบริษัท คือ T.A.K Packaging (TPBI ถือหุ้น 60%) ยังจัดว่าอยู่ในผู้ผลิตขนาดกลางที่รายได้ 518 ลบ.ต่อปีในปี 2014 เทียบกับผู้ผลิตรายใหญ่ที่มีรายได้สูงในกรอบ 1,000-4,000 ลบ. ต่อปี

Figure 7: Multilayer blown film business's peers

Company	Revenue (Btmn)		
	2012	2013	2014
TPBI	367	392	400
Unique Plastic Industry	1,423	1,490	1,520
Sunsea Plastic	827	1,001	n.a.
W&H Film	0	70	n.a.

Source: Company data, KGI Research

Figure 8: Flexible packaging business's peers

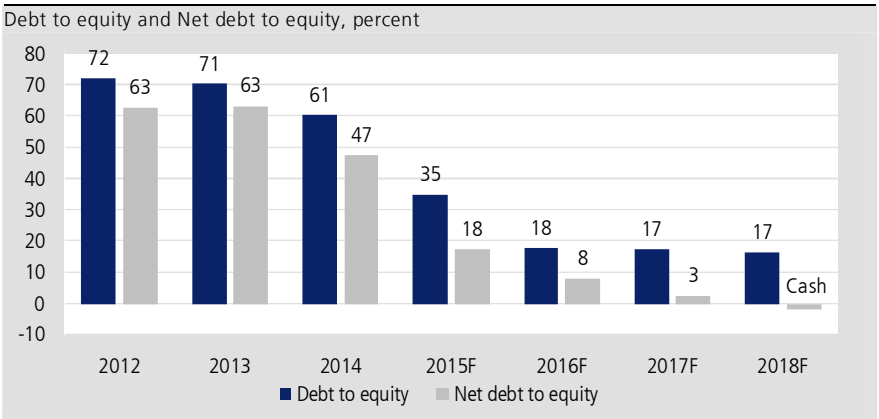
Company	Revenue (Btmn)		
	2012	2013	2014
T.A.K. packaging (TPBI's subsidiary)	362	460	518
Fuji Ace	3,861	3,723	3,611
Huhtamaki (Thailand)	3,207	3,226	3,676
Amcor Flexibles Chonburi	2,730	2,532	n.a.
Dai-ichi Packaging	1,652	1,861	1,889

Source: Company data, KGI Research

การ IPO หนุนการเติบโตของบริษัท

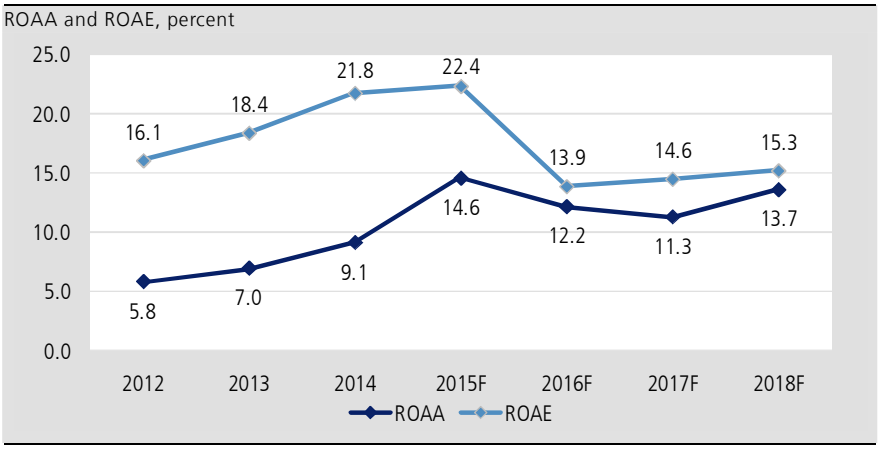
เราคาดว่าการ IPO จะสนับสนุนให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ ณ สิ้นปี 2016E ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 18% และ 8% ตามลำดับ โดยหากตั้งสมมติฐานระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 100% บริษัทจะมีความสามารถในการกู้เพื่อลงทุนได้ราว 2 พันลบ. ซึ่งจะเป็น upside ต่อประมาณการอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของบริษัท (ROAE) ทั้งนี้ ปัจจุบันคาดการณ์ ROAE ในปี 2016-18E ของบริษัท นั้นค่อนข้างน่าประทับใจที่ระดับ 13.9-15.3% แข็งแกร่งกว่า SET index ที่ระดับ 11.1%, SETPKG index ที่ระดับ 5.1% และ MBAX ที่ระดับ 16.9% (บริษัทในตลาด Mai ที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน)

Figure 9: Low D/E ratio prompt company expand opportunity



Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 10: Strong ROAA and ROAE



Source: Company data, KGI Research estimates

ประเมินการเติบโตกำไรปี 2017-18E ที่ 14.5% CAGR

เราคาดการณ์การเติบโตกำไร TPBI ในปี 2017-18E ที่ 14.5% CAGR โดยมีปัจจัยผลักดันหลักมาจากการเติบโตของรายได้ผลิตภัณฑ์ฟิล์ม, บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน และผลิตภัณฑ์ใหม่อื่นๆ ซึ่งนอกจากจะหนุนการเติบโตรายได้รวมที่ราว 13.0% CAGR แล้ว ยังจะช่วยเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นจาก 15% ในปี 2557 สู่ 15.7% ในปี 2561 จากอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้ที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติกที่เป็นสัดส่วนหลักเดิม เราประเมิน

1) การเติบโตรายได้ผลิตภัณฑ์ถุงพลาสติกหูหิ้วในปี 2017-18E ที่ 7.1% CAGR ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมเมื่อเทียบกับ25% CAGR ในปี 2013-14

2) การเติบโตรายได้ผลิตภัณฑ์ถุงขยะในปี 2017-18E ที่ 7.1% CAGR สูงกว่า 4.3% CAGR ในปี 2013-14 สะท้อนมุมมองเชิงบวกของเราต่อแนวโน้มของผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

3) การเติบโตรายได้ผลิตภัณฑ์ฟิล์มในปี 2017-18E ที่ 20% CAGR สูงกว่า 4% CAGR ในปี 2013-14 สะท้อนกลยุทธ์ของบริษัทในการขยายตลาดผลิตภัณฑ์ส่วนนี้ภายในประเทศ

4) การเติบโตรายได้ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน ในปี 2017-18E ที่ 20% CAGR ใกล้เคียงกับ 22% CAGR ในปี 2013-14 ตามฐานที่ยังต่ำของบริษัทเมื่อเทียบกับตลาดในประเทศ โดยในเบื้องต้นบริษัทเปิดเผยว่ากำลังตัดสินใจในการเพิ่มกำลังการผลิตซึ่งเราประเมินว่าน่าจะจะมีการเพิ่มกำลังการผลิตอย่างน้อย 100%

5) ในปี 2016E บริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ผลิตภัณฑ์ใหม่ได้แก่ เม็ดพลาสติกรีไซเคิลจากเศษพลาสติกที่ผ่านการใช้งานจากผู้บริโภค, ถ้วยกระดาษ และเม็ดพลาสติกชีวภาพ โดยจะเป็นกลุ่มที่ฐานต่ำเติบโตได้เร็ว (มากกว่า 50% ต่อปี)

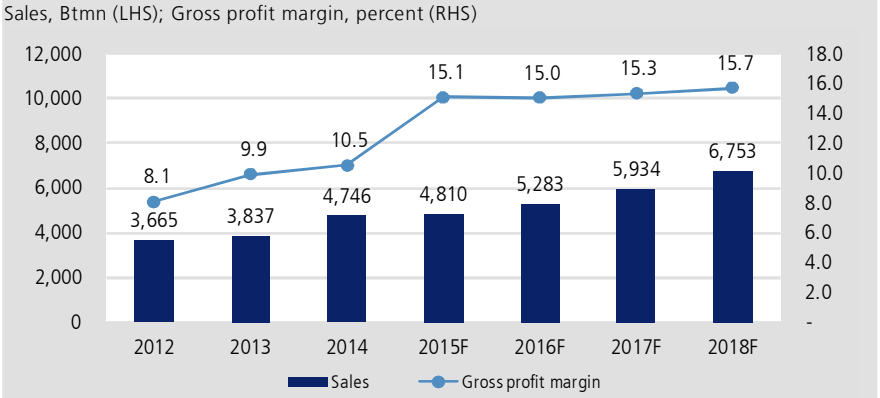
สำหรับการขยายตัวของอัตรากำไรจาก 15.0% ในปี 2015E สู่ 15.1-15.7% ในปี 2016-18E นั้นมีแรงหนุนหลักมาจาก 1) การเริ่มผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลเองจากเศษพลาสติกที่ผ่านการใช้จากผู้บริโภค ภายใต้บริษัทย่อย TGTT จากเดิมที่ผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลเอง จากเศษพลาสติกที่ผ่านการใช้จากโรงงาน ซึ่งเราตั้งสมมติฐานการประหยัดต้นทุนเม็ดพลาสติกในส่วนนี้ราว 40% 2) สัดส่วนรายได้จากกลุ่มสินค้าที่ไม่ใช่ถุงพลาสติก (ถุงหูหิ้ว และถุงขยะ) ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่า 15% ที่จะค่อยๆเพิ่มขึ้นจาก 25% ในปี 2015E เป็น 37% ในปี 2018E

Figure 11: Earnings forecast in 2015-18F

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Revenue (Btmn)	**3,837**	**4,746**	**4,810**	**5,283**	**5,934**	**6,753**
-Plastic bag	1,594	2,428	2,168	2,277	2,439	2,612
-Garbage bag	1,084	1,060	972	1,020	1,093	1,170
-Multilayer blown film	392	400	538	646	775	930
-Flexible packaging	403	452	575	690	828	994
-Others	363	406	557	650	800	1,048
Net profit (Btmn)	**148**	**217**	**386**	**411**	**469**	**539**
NP Growth (%)	26%	46%	78%	6%	14%	15%
EPS (Bt)	0.4	0.5	1.0	1.0	1.2	1.3
EPS Growth (%)	26%	46%	78%	6%	14%	15%

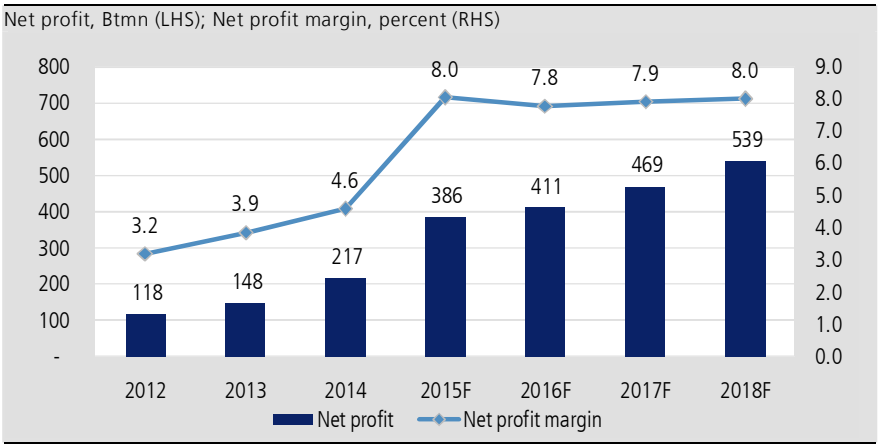
Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 12 Strong revenue with widen margin



Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 13: Substantial earnings growth in 2012-18E



Source: Company data, KGI Research estimates

Valuation

ประเมินราคาเหมาะสมของหุ้น TPBI เท่ากับ 15.00 บาท
เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ TPBI ปี 2016E ที่ 15.00 บาท อ้างอิง PER multiple 14.5 เท่า ซึ่งคิดเป็น PEG ratio ที่ 1 เท่า เทียบกับคาดการณ์การเติบโตกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่ 14.5% ในปี 2017-2018E ทั้งนี้ บริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันที่มีลักษณะผลิตภัณฑ์ใกล้เคียงกัน คือ MBAX ซึ่งเทรดอยู่ที่ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือนอยู่ 15.6 เท่า

อย่างไรก็ตามจากขนาดธุรกิจของ TPBI ผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายครบวงจรและมีสินทรัพย์ขนาดใหญ่กว่ามาก อีกทั้งมีความสามารถในการสร้างยอดขายและกำไรที่โดดเด่น ที่ระดับ PER 14.5 เท่าจึงเป็นระดับ PE ที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยม

Key Risks

1) ความเสี่ยงจากปริมาณการใช้บรรจุภัณฑ์ที่ทำจากถุงพลาสติกหูหิ้ว มีแนวโน้มลดลงในอนาคต

การตื่นตัวด้านสิ่งแวดล้อมและมีการรณรงค์ลดใช้ถุงพลาสติกหูหิ้ว

อย่างไรก็ดี พฤติกรรมผู้บริโภคยังคงไม่เปลี่ยนไปมากนัก เนื่องจากผู้บริโภคยังคงเคยชินกับการใช้ถุงพลาสติกหูหิ้วที่สามารถรับน้ำหนักได้มาก และสามารถนำมาใช้ประโยชน์อื่นๆต่อได้ อาทิ ใช้เป็นถุงขยะตามครัวเรือน เป็นต้น นอกจากนี้ทางบริษัทฯ ได้มีการรับมือความเสี่ยงดังกล่าวที่อาจเกิดขึ้นโดยการพัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อม อาทิ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ให้มีการใช้พลาสติกน้อยลง แต่ยังคงคุณภาพและมาตรฐานของผลิตภัณฑ์ได้ในระดับเดิม, การนำกระบวนการรีไซเคิลถุงพลาสติกมาใช้, และการนำนวัตกรรมเรื่องการใช้วัตถุดิบที่สามารถย่อยสลายได้ตามธรรมชาติรวมถึงเม็ดพลาสติกชีวภาพ ที่ไม่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม

2) ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

โครงสร้างต้นทุนหลักของบริษัทฯ คือ เม็ดพลาสติก Polyethylene ซึ่งมีราคาที่ผันแปรไปตามอุปสงค์ – อุปทานของเม็ดพลาสติก และราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

บริษัทฯได้ทำการเจรจาตกลงกับลูกค้าเพื่อปรับราคาขายให้ทันและเหมาะสมกับต้นทุนเม็ดพลาสติกที่เปลี่ยนแปลง ซึ่งโดยส่วนใหญ่บริษัทฯสามารถขอปรับราคาขายได้ตามราคาวัตถุดิบที่เปลี่ยนแปลงไปตามราคาเม็ดพลาสติกในแต่ละช่วงเวลา

3) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

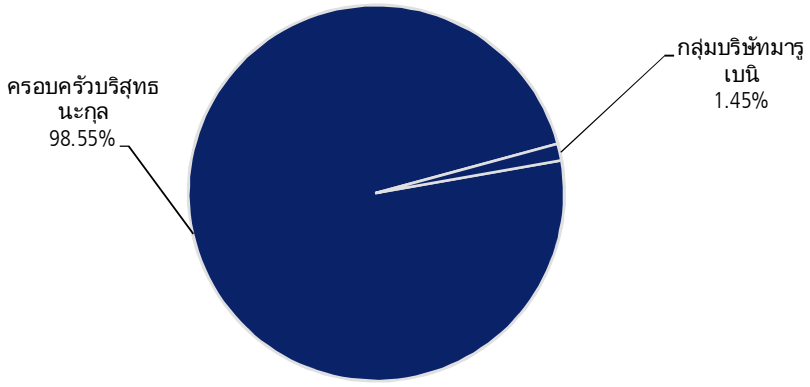
บริษัทฯมีรายได้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ คิดเป็นสัดส่วน >60% ของรายได้รวม (ในงวด 9M58 รายได้เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศคิดเป็น 65.2% ของรายได้รวม) ขณะที่ต้นทุนขายที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนราว 20% ของต้นทุนขายทั้งหมด (ในงวด 9M58 ต้นทุนขายที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วน 22.96% ของต้นทุนขายทั้งหมด)

จากโครงสร้างดังกล่าว บริษัทฯมีการบริหาร สมดุลระหว่างรายได้และต้นทุนขาย (Natural Hedge) รวมทั้งมีการใช้เครื่องมือทางการเงินประเภทสัญญาซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า

IPO Issuance information

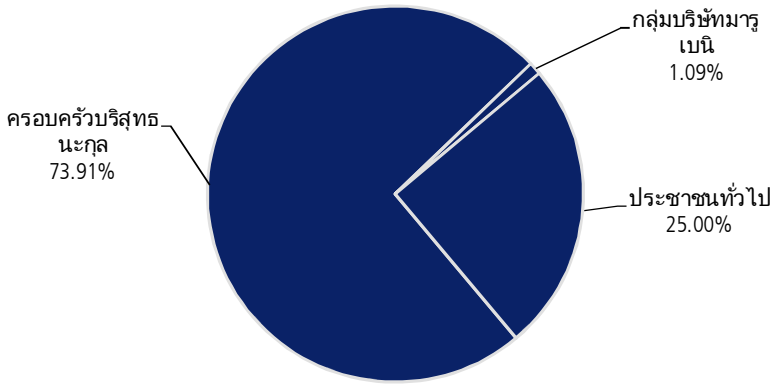
ผู้ออกหลักทรัพย์:	บริษัท ทีพีบีไอ จำกัด (มหาชน)
ชื่อย่อหลักทรัพย์:	TPBI
ตลาดหลักทรัพย์:	SET
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย: IPO	100 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 25 ของทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วหลัง
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว:	ก่อน IPO 300 ล้านบาท หลัง IPO 400 ล้านบาท
ราคาที่ตราไว้ต่อหุ้น (Par):	1.00 บาทต่อหุ้น
วัตถุประสงค์การระดมทุน:	1) เพื่อขยายกำลังการผลิต 2) เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการขยายธุรกิจ 3) เพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับการขยายธุรกิจในอนาคต
ที่ปรึกษาทางการเงิน:	บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

Figure 14: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO



Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 15: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO



Source: Company data, KGI Research estimates

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Total Assets	**2,504**	**2,776**	**3,962**	**4,313**	**4,705**
Current Assets	1,463	1,593	1,706	2,050	2,443
Cash & ST Investments	166	305	293	468	648
Inventories	504	485	533	596	676
Accounts Receivable	767	777	854	959	1,091
Others	26	26	27	27	28
Non-current Assets	1,041	1,183	2,256	2,263	2,262
LT Investments	219	200	1,100	1,100	1,100
Net fixed Assets	808	969	1,141	1,148	1,147
Others	14	14	15	15	15
Total Liabilities	**1,228**	**1,047**	**1,011**	**1,093**	**1,191**
Current Liabilities	1,109	988	996	1,077	1,175
Accounts Payable	398	383	420	470	533
ST Borrowings	669	565	530	557	585
Others	43	41	45	50	57
Long-term Liabilities	119	59	16	16	16
Long-term Debts	103	43	0	0	0
Others	15	16	16	16	16
Shareholders' Equity	**1,276**	**1,728**	**2,951**	**3,220**	**3,530**
Common Stock	239	300	400	400	400
Capital Surplus	13	13	913	913	913
Retained Earnings	860	1,247	1,465	1,728	2,033
Non-controlling interests	164	168	173	179	184

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	23.7	1.3	9.8	12.3	13.8
OP	33.3	68.5	7.3	15.4	17.0
EBITDA	28.4	53.0	8.4	14.3	14.9
NP	46.5	78.2	6.4	14.0	14.9
EPS	46.5	78.2	6.4	14.0	14.9
Profitability (%)					
Gross Margin	10.5	15.1	15.0	15.3	15.7
Operating Margin	6.6	11.0	10.8	11.1	11.4
EBITDA Margin	8.9	13.4	13.3	13.5	13.6
Net Profit Margin	4.6	8.0	7.8	7.9	8.0
ROAA	9.1	14.6	12.2	11.3	13.7
ROAE	21.8	22.4	13.9	14.6	15.3
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	110.4	67.2	36.4	35.9	35.1
Net Debt/Equity (%)	63.4	26.0	12.5	7.0	2.4
Interest Coverage (x)	13.2	28.2	34.8	38.2	42.5
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.4	0.9	1.0	1.2	1.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	5.9	26.2	28.0	29.0	30.3
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.2	0.8	0.8	0.9	0.9
Current Ratio (x)	1.3	1.6	1.7	1.9	2.1
Quick Ratio (x)	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5
Net Debt (Bt mn)	706	405	349	214	79
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.5	1.0	1.0	1.2	1.3
CFPS	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7
BVPS	2.8	3.9	6.9	7.6	8.4
SPS	11.9	12.0	13.2	14.8	16.9
EBITDA/Share	1.0	1.6	1.7	2.0	2.2
DPS	0.0	0.0	0.5	0.5	0.6
Activity					
Asset Turnover (x)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.5
Days Receivables	50.2	58.6	56.3	55.7	55.4
Days Inventory	45.3	44.2	41.4	41.0	40.8
Days Payable	35.7	34.9	32.6	32.4	32.2
Cash Cycle	59.7	67.9	65.1	64.4	64.0

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Revenue	**4,746**	**4,810**	**5,283**	**5,934**	**6,753**
Cost of Goods Sold	-4,247	-4,085	-4,490	-5,024	-5,695
Gross Profit	**499**	**725**	**793**	**910**	**1,058**
Operating Expenses	-201	-212	-243	-273	-311
Other incomes	18	19	20	21	22
Operating Profit	**316**	**531**	**570**	**658**	**769**
Depreciation of fixed assets	107	115	131	144	152
Operating EBITDA	**423**	**647**	**701**	**802**	**921**
Non-Operating Income	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	**-24**	**-19**	**-16**	**-17**	**-18**
Interest Expense	-24	-19	-16	-17	-18
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Pretax Income	**292**	**513**	**554**	**641**	**751**
Current taxation	-62	-103	-111	-128	-150
Minorities	-33	-24	-32	-43	-62
Extraordinary items	20	0	0	0	0
Net Profit	**217**	**386**	**411**	**469**	**539**
Norm. Profit	197	386	411	469	539
EPS (Bt)	0.5	1.0	1.0	1.2	1.3

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F	Dec-18F
Operating Cash Flow	142	493	459	499	548
Net Profit	217	386	411	469	539
Depreciation & Amortization	107	115	131	144	152
Change in Working Capital	-301	-6	-87	-119	-149
Others	119	(2)	4	5	6
Investment Cash Flow	(179)	(258)	(1,215)	(164)	(184)
Net CAPEX	(106)	(275)	(304)	(151)	(151)
Change in LT Investment	26	19	-900	0	0
Change in Other Assets	(100)	(1)	(11)	(14)	(33)
Free Cash Flow	(38)	235	(755)	335	364
Financing Cash Flow	35	-98	734	-174	-201
Change in Share Capital	0	61	1,000	0	0
Net Change in Debt	38	-164	-78	27	28
Change in Other LT Liab.	(4)	5	(188)	(200)	(229)
Net Cash Flow	-3	137	-22	161	163

Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- COGS / Revenue	+ Depreciation / Revenue	+ Operating Exp. / Revenue	= Operating Margin
Dec-14A	87.2%	2.3%	4.2%	6.3%
Dec-15F	82.5%	2.4%	4.4%	10.7%
Dec-16F	82.5%	2.5%	4.6%	10.4%
Dec-17F	82.2%	2.4%	4.6%	10.7%
Dec-18F	82.1%	2.2%	4.6%	11.1%

Year	1/ Working Capital / Revenue	+ Net PPE / Revenue	+ Other Assets / Revenue	= Capital Turnover
Dec-14A	18.4%	0.17	0.00	2.80
Dec-15F	18.3%	0.20	0.00	2.58
Dec-16F	18.3%	21.6%	0.3%	248.9%
Dec-17F	18.3%	19.4%	0.3%	264.0%
Dec-18F	16.2%	17.0%	0.2%	299.7%

Year	Operating Margin	x Capital Turnover	x Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
Dec-14A	6.3%	2.8	78.80	13.83
Dec-15F	10.7%	2.6	80.00	22.02
Dec-16F	10.4%	2.5	80.00	20.75
Dec-17F	10.7%	2.6	80.00	22.67
Dec-18F	11.1%	3.0	80.00	26.54

Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	**Definition**
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.
	Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.