



## ราคาหุ้นวิ่งขึ้นช้ากว่ากำไร

TPAC ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติก ประเภท ฝา, ขวด ฯลฯ ให้กับกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงของใช้ส่วนบุคคลและเวชภัณฑ์ ที่มีโอกาสเติบโตไปพร้อมกับลูกค้า รวมถึงสถานการณ์เงินเอื้อให้เกิดการ M&A โดยแนวโน้มกำไรปี 2563 เติบโต 1.5 เท่า YoY ด้านราคามี Upside ราว 56% แนะนำ ซื้อ

### ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์ที่เติบโต จากทั้ง Organic Growth และ M&A

TPAC ประกอบธุรกิจผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติก ประเภท ฝา, ขวด ฯลฯ ให้กับกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงของใช้ส่วนบุคคลและเวชภัณฑ์ ทั้งในไทยและต่างประเทศ นอกจากนี้แนวโน้มการเติบโตอิงไปกับสองกลุ่มข้างต้น ซึ่งบริษัทฯ เตรียมรับออเดอร์ใหม่ตั้งแต่ 4Q63 หนุน Utilization Rate เพิ่ม 2 เท่าจากระดับปัจจุบันภายใน 2 - 3 ปี กอปรกับโครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่ง มีสัดส่วน IBD/E ที่ 0.81 เท่า เปิดโอกาสต่อยอดการเติบโตในอนาคต ผ่านช่องทาง M&A เหมือนที่เคยทำมาตั้งแต่ปี 2561 ซึ่งกลยุทธ์การเติบโต (Growth strategy) ดังกล่าว ผลักดันยอดขายเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 3 ปีย้อนหลังที่ระดับ 35% ต่อปี และกำไรเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 8.8% ต่อปี

### แนวโน้มกำไรปี 2563 เติบโต 1.5 เท่า YoY

โดยรวมกำไรปกติ 1H63 เท่ากับ 173 ล้านบาท สูงขึ้น 1.3 เท่า YoY ขับเคลื่อนด้วย Gross Margin เจริญตัวเป็น 24.6% จาก 16.7% ช่วงเดียวกันปีก่อน ตามราคาต้นทุนเม็ดพลาสติกลดลงตามราคาน้ำมันดิบ และคาดช่วง 2H63 ราคาวัตถุดิบทรงตัวต่ำกว่าปีก่อน กอปรกับการใช้ Utilization rate โรงงานต่างประเทศสูงขึ้น ประเมินส่งผลให้กำไรปกติปี 2563 ที่ 336 ล้านบาท ขยายตัว 1.5 เท่า YoY และปี 2564 ที่ 358 ล้านบาท

### FV ที่ 18.6 บาท ... Upside มากพอให้ลงทุน

อิง PER 17 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ย้อนหลัง 5 ปี ให้มูลค่าพื้นฐานปี 2564 ที่ 18.6 บาท มี Upside ราว 56% ด้าน PER ซื้อขาย 11 เท่า แนะนำซื้อ

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2561	2562	2563F	2564F	2565F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	31	139	342	358	379
Norm Profit (ล้านบาท)	84	134	336	358	379
Norm EPS (บาท)	0.33	0.41	1.03	1.10	1.16
PER (x)	35.8	28.9	11.6	10.8	10.3
Dividend Yield (%)	0.0%	1.1%	2.6%	2.8%	2.9%
PBV (x)	2.9	2.2	1.9	1.7	1.5
ROE (%)	8.1%	9.7%	17.8%	16.5%	14.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / ปี 2563 – 65 อิง Div payout Ratio ที่ 30%

# TPAC

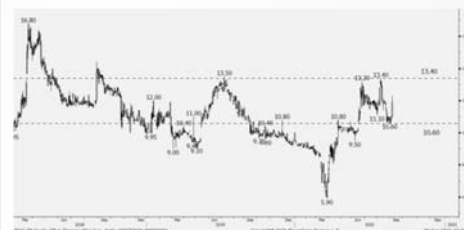
แนะนำ:

ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท)	11.90
ราคาเป้าหมายปี 64 (บาท)	18.60
Upside (%)	56.3
Dividend Yield (%)	2.8
Total Return (%)	59.1
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	3,020

#### Technical Chart



RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

นวลพรรณ น้อยรัชชกุล

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

## ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์ที่มีจุดเด่นจากพอร์ตลูกค้ากระจายตัว

บริษัท พลาสติก และหีบห่อไทย จำกัด (มหาชน) (TPAC หรือ บริษัทฯ) ประกอบธุรกิจผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติก (ใช้เม็ดพลาสติก 4 ประเภท Polypropylene - PP, Polystyrene - PS, Polyethylene - PE ตามด้วย Acrylonitrile-Butadiene-Styrene - ABS และ Polyethylene Terephthalate - PET) ประเภท ขวด (ตั้งแต่ขนาดเล็กจนถึงขนาดแกลลอน) , ฝาปิดบรรจุภัณฑ์, ซ้อนล้อมพลาสติก และเครื่องมืออุตสาหกรรม (ตลับเมตร, ลูกล้อเก้าอี้ ฯลฯ) ก่อตั้งเมื่อ พ.ศ. 2526 (จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI เมื่อ พ.ศ. 2548) ทำให้ได้รับการยอมรับจากลูกค้าพอสมควร สามารถสร้างฐานลูกค้าได้กว่า 1,500 ราย และกระจายตัวอยู่ใน 3 อุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม (สัดส่วนประมาณ 63% ของรายได้ปี 2562) ตามด้วยอุตสาหกรรมของใช้ส่วนบุคคลและเวชภัณฑ์ (สัดส่วนประมาณ 25% ของรายได้ปี 2562) และอุตสาหกรรมของใช้ในครัวเรือนและอุตสาหกรรม (สัดส่วนราว 12% ของรายได้ปี 2562)

โดยตั้งแต่ คุณอนุช โฉมเยี่ยม (บุตรของคุณอาลก โฉมเยี่ยม กรรมการบริหาร ของ IVL) เข้ามาถือหุ้นในสัดส่วน 69% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ต่อจากกลุ่มโมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป (MODERN) ในช่วง ต.ค. 58 ทำให้บริษัทฯ มีการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การเติบโต (Growth Strategy) ผ่านการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions) มากขึ้น ในธุรกิจผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติก เริ่มตั้งแต่การเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของ

- บจก. คัสตอม แพค (หลังเข้าซื้อกิจการเปลี่ยนชื่อเป็น บจก. ทีแพค แพคเกจจิ้ง (บางนา)) ในประเทศไทย ตั้งแต่ พ.ศ. 61
- บ. ชันไรส์ คอนเทนเนอร์ส ที่ประเทศอินเดีย โดย TPAC ถือหุ้นผ่าน TPAC Packaging India Private Limited ในสัดส่วน 80% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว สำหรับหุ้นส่วนที่เหลือ 20% ถือโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิม (KLM) (มีสิทธิในการขายหุ้น (put option) ในสัดส่วน 20% แบ่งเป็นการใช้สิทธิครั้งที่ 1 ในปี 2563 – 64 แต่ไม่เกิน 30 ก.ย. 64 ราคาใช้สิทธิ กำหนดไว้ 8 เท่า EBITDA ในงวดปีบัญชี 2563 – 64 และปรับปรุงตามเงื่อนไขที่กำหนดในสัญญา) หรือ KLM สามารถใช้สิทธิครั้งที่ 2 ในระหว่างวันที่ 29 ส.ค. 2567 – 28 ส.ค. 2568 โดยการเข้าซื้อกิจการในอินเดียแล้วเสร็จช่วง 28 ส.ค. 61
- บ. SUN PACKAGING SYSTEMS (FZC) ในสหรัฐอาหรับ เอมิเรตส์ (UAE) สัดส่วน 89% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว ตั้งแต่ 3Q62

### Key Milestones



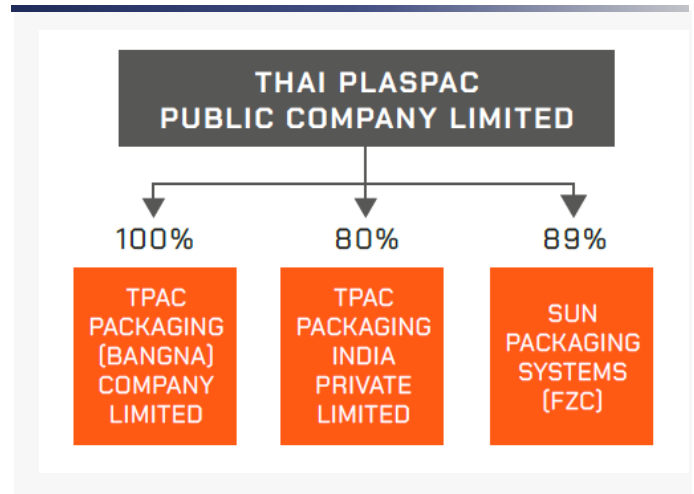
ที่มา: TPAC

โครงสร้างผู้ถือหุ้นบริษัท ณ 5 พ.ค. 2563

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่	จำนวนหุ้น (หุ้น)	สัดส่วน
นาย อานูช โลเซีย	225,688,192	69.11%
นาย เอกวุฒิ เนื่องจางค์	22,800,000	6.98%
THE HONGKONG AND SHANGHAI BANKING CORPORATION LIMITED	13,166,100	4.03%
บริษัท ไทยเซ็นสิติอาร์ จำกัด	10,405,404	3.19%
นาย วีรวิทย์ บุญโกศ	9,560,000	2.93%
น.ส. อมรศรี เนื่องจางค์	8,095,000	2.48%
MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC	7,855,000	2.41%
นาย พรชัย รัตนเมฆชัยสุข	3,851,900	1.18%
นาย นิติ เนื่องจางค์	3,599,900	1.10%
นาย สุมเมธ เจนกุลประสูตร	2,202,000	0.67%
นาย โยธิน เนื่องจางค์	1,850,000	0.57%
MR ANUJ LOHIA	1,791,000	0.55%
นาย วุฒิชัย พิธีโยทัยสกุล	1,696,300	0.52%
ผู้ถือหุ้นรายอื่น	13,989,203	4.28%
รวม	326,549,999	100%

ที่มา: SET

โครงสร้างบริษัทย่อยของ TPAC

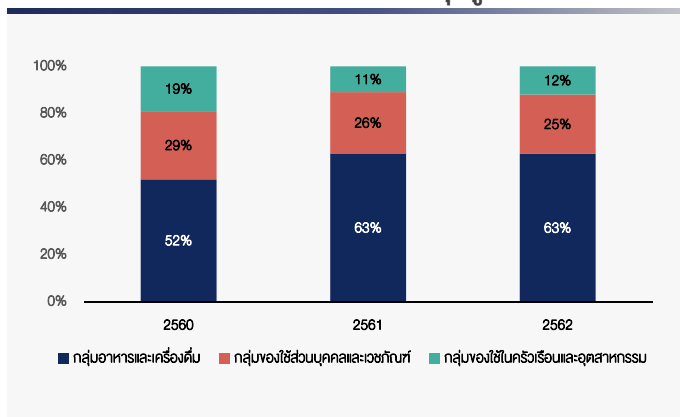


ที่มา: TPAC

ภาพรวม ณ สิ้นงวด 2Q63 บริษัทฯ มีโรงงานผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกทั้งหมด 9 โรงงาน แบ่งเป็น

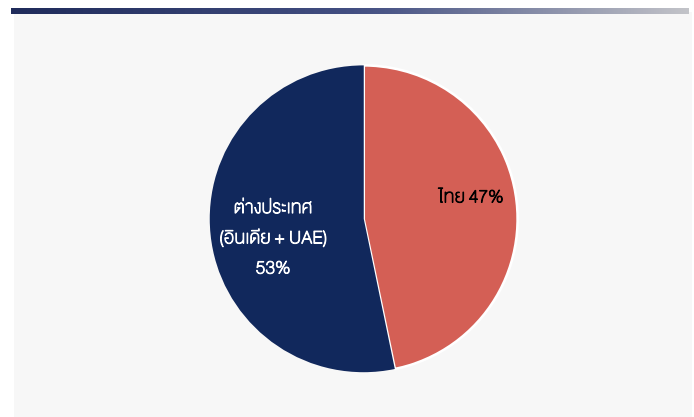
- ประเทศไทย 3 โรงงาน (สัดส่วนรวม 47% ของยอดขาย) แบ่งเป็น บางขุนเทียน 2 แห่ง ส่วนใหญ่เน้นผลิตบรรจุภัณฑ์ให้กับอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม และ บางนา 1 แห่ง
- ต่างประเทศ 6 โรงงาน แบ่งเป็น อินเดีย 5 โรงงาน (DADRA, SILVASSA, UMBERGAON เมืองละ 1 โรงงาน และ HARIDWAR จำนวน 2 โรงงาน) และ UAE อีก 1 โรงงาน (Free zone Sharjah) รวมกันคิดเป็น สัดส่วนรวม 53% ของรายได้ ทั้งนี้ โรงงานต่างประเทศ ส่วนใหญ่เน้นไปที่บรรจุภัณฑ์ประเภทขวดพลาสติก จาก PET สำหรับใส่เครื่องดื่ม เป็นหลัก

โครงสร้างรายได้แบ่งตามกลุ่มลูกค้า



ที่มา: TPAC

โครงสร้างรายได้แบ่งตามพื้นที่งวด 1H63



ที่มา: TPAC

Packaging partner ในไทย



ที่มา: TPAC

Packaging partner ในอินเดีย



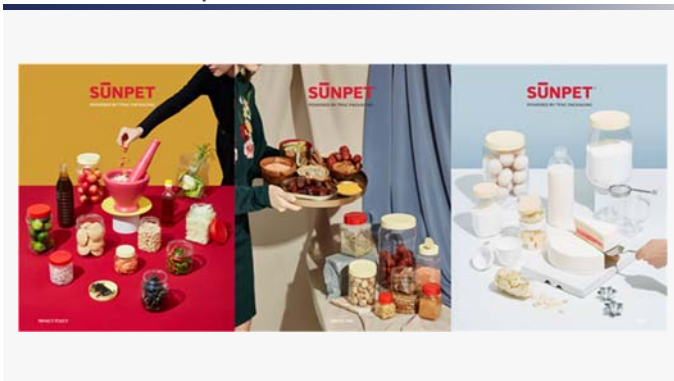
ที่มา: TPAC

ภาพรวมบรรจุภัณฑ์ของ TPAC



ที่มา: TPAC

ตัวอย่างบรรจุภัณฑ์ที่ใส่อาหารของ TPAC ในต่างประเทศ



ที่มา: TPAC

ตัวอย่างบรรจุภัณฑ์ที่กลุ่มเวชภัณฑ์ของ TPAC ในอินเดีย



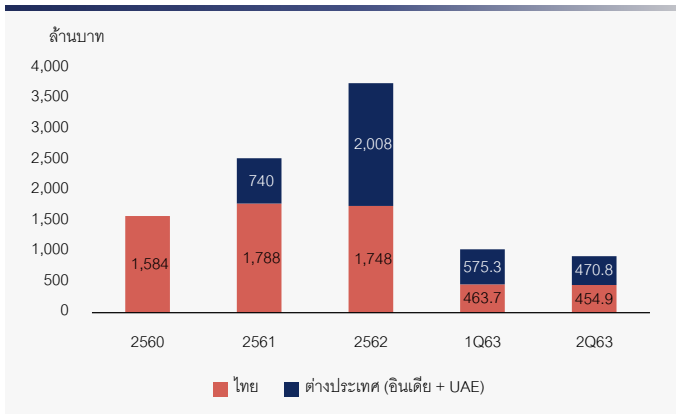
ที่มา: TPAC

## กำไร 1H63 เติบโต 1.3 เท่า YoY จากมาร์จิ้นเป็นหลัก

สำหรับกำไรช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 8.8% ต่อปี จาก 110 ล้านบาท ในปี 2560 เป็น 134 ล้านบาท ในปี 2562 และมีกำไรจากการดำเนินงานปกติก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยและภาษี (CORE EBITDA) เพิ่มขึ้นจาก 267 ล้านบาทในปี 2560 มาอยู่ที่ 610 ล้านบาท ในปี 2562 โดยยอดขายขยายตัวจาก 1.58 พันล้านบาท ในปี 2560 สู่อีก 3.76 พันล้านบาท ในปี 2562 คิดเป็น CAGR เฉลี่ยประมาณ 35% ต่อปี จากการควบรวมกิจการทั้งในประเทศและต่างประเทศตามที่ได้กล่าวข้างต้น ด้าน Gross Margin ผันผวนตามราคาต้นทุนเม็ดพลาสติกที่อิงกับราคาน้ำมัน (สัดส่วนราว 50% ของยอดขายหรือประมาณ 60% ของต้นทุนผลิต) จาก 17.4% ในปี 2560 เหลือ 14.6% ในปี 2561 รวมทั้งเป็นช่วงแรกของการรับรู้ผลการดำเนินงานของโรงงานที่บางนาและโรงงานที่อินเดีย ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 17.6% ในปี 2562 ส่วนสัดส่วน SG&A/Sales เฉลี่ยอยู่ที่ 10.2% (ปี 2561 ตามงบการเงินอยู่ที่ 13.2% เพราะมีค่าใช้จ่ายในการเข้าซื้อกิจการในต่างประเทศราว 92 ล้านบาท หากไม่รวมสัดส่วน SG&A/Sales อยู่ที่ 9.5%)

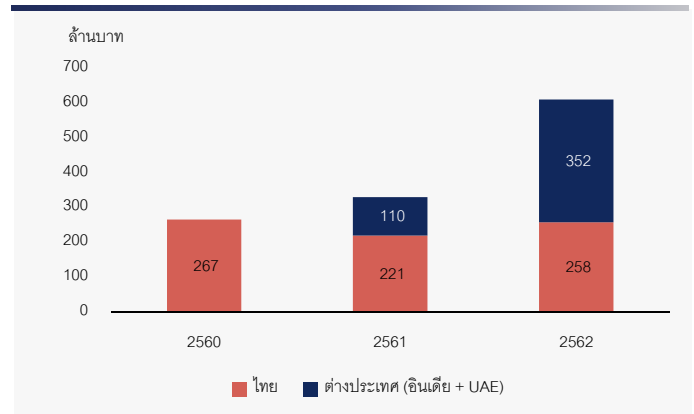
ขณะที่กำไรปกติ 2Q63 เท่ากับ 89 ล้านบาท เติบโต 4.5 เท่า YoY หนุนด้วย Gross Margin ที่มีพัฒนาการเด่นชัดอยู่ที่ 24.8% เติบโตจาก 15.6% งวดเดียวกันปีก่อน (1Q63 ที่ 24.3%) อานิสงค์จากต้นทุนเม็ดพลาสติก ที่อิงกับราคาน้ำมันดิบปรับลดลง เป็นไปในทิศทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ ชดเชยสัดส่วน SG&A/Sales เติบโตเป็น 11.3% จาก 10.6% ในงวด 2Q62 บนฐานยอดขายลดลงเล็กน้อย 1% yoy เท่ากับ 926 ล้านบาท แม้มีการรับรู้รายได้จากโรงงานใน UAE ตั้งแต่ 4Q62 แต่ยอดขายจากโรงงานในอินเดียที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลต่อการใช้กำลังผลิตของโรงงานในอินเดียและการขนส่งสินค้าในอินเดียมีอุปสรรค ทำให้ยอดขายในต่างประเทศ (สัดส่วน 51% ของยอดขาย) ลดตัว 5% yoy ส่วนยอดขายในไทย (สัดส่วน 49%) เพิ่มขึ้น 4% yoy ขับเคลื่อนด้วยคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้นจากทั้งลูกค้าเก่าและลูกค้าใหม่ โดยเฉพาะบรรจุก๊าซสำหรับสินค้าเวชภัณฑ์ (ขวดใส่น้ำยาทำความสะอาด) ที่มีความต้องการใช้สูงขึ้น ในช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 และฝ่ายวิจัยเชื่ออุปสงค์สินค้าในกลุ่มเวชภัณฑ์มีแนวโน้มดีต่อเนื่อง ตามกระแสสุขภาพอนามัย ซึ่งเป็นวิถีชีวิตใหม่ ในโลกยุคหลัง COVID-19

ยอดขายแยกตามพื้นที่



ที่มา: งบการเงิน

CORE EBITDA แยกตามพื้นที่



ที่มา: TPAC



โดยรวมกำไรปกติ 1H63 เท่ากับ 173 ล้านบาท สูงขึ้น 1.3 เท่า YoY ขับเคลื่อนด้วย Gross Margin แรงตัวเป็น 24.6% จาก 16.7% ช่วงเดียวกันปีก่อน ตามราคาต้นทุนวัตถุดิบลดลง ส่วนยอดขายเติบโต 1.7% yoy ปัจจัยรวมข้างต้นมีน้ำหนักมากกว่าสัดส่วน SG&A/Sales ซึ่งเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 11.3% เทียบกับ 10% ในงวด 1H62

ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

(ล้านบาท)	4Q61	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	% YoY	% QoQ	1H63	1H62	% YoY
รายได้รวม	968	997	936	877	946	1,039	926	-1.1%	-10.9%	1,965	1,933	1.7%
กำไรขั้นต้น	158	177	146	149	186	252	230	57.0%	-8.9%	482	324	49.0%
ค่าใช้จ่ายขายและบริหาร	37	95	99	100	117	117	105	6.2%	-10.6%	222	194	14.6%
กำไรสุทธิ	(17)	60	16	17	46	91	88	463.1%	-3.4%	179	76	136.5%
กำไรจากการดำเนินงาน	77	59	16	15	45	84	89	454.7%	5.9%	173	75	130.8%
EPS (บาท)	(0.07)	0.24	0.06	0.07	0.14	0.28	0.27	337.7%	-3.4%	0.55	0.30	83.8%
Norm EPS (บาท)	0.30	0.23	0.06	0.06	0.14	0.26	0.27	331.1%	5.9%	0.53	0.30	79.4%
Gross margin (%)	16.3%	17.8%	15.6%	17.0%	19.7%	24.3%	24.8%			24.6%	16.7%	
SG&A/Sales (%)	3.8%	9.5%	10.6%	11.4%	12.3%	11.3%	11.3%			11.3%	10.0%	
Norm Profit margin (%)	8.0%	5.9%	1.7%	1.7%	4.7%	8.1%	9.6%			8.8%	3.9%	

ที่มา: งบการเงิน

Gross Margin เหนือกว่าอุตสาหกรรม

ภาพรวม Gross Margin ของ TPAC ในงวด 1H63 ที่ระดับ 24.6% นับว่าโดดเด่น เมื่อเทียบกับบริษัทที่ทำบรรจุภัณฑ์พลาสติก ซึ่งใช้วัตถุดิบในกลุ่มปิโตรเคมีเหมือนกัน เช่น บจก. อีสเทิร์นโพลีแพค หรือ EPP (บริษัทย่อยของ บมจ. อีสเทิร์นโพลีเมอร์ กู๊ป หรือ EPG) ทำบรรจุภัณฑ์สำหรับอาหารและเครื่องดื่ม และใช้วัตถุดิบประเภท PP, PS, ABS และ PET ใกล้เคียงกัน พบว่ามี Gross Margin ประมาณ 17% (ม.ค. - มิ.ย. 63 : งบการเงิน EPG สิ้นงวดปีบัญชี 31 มี.ค. 63) ขณะที่ PJW มี Gross Margin ในช่วง 1H63 ราว 18.4% และ AJ ที่ 13.9% (ตามตารางหน้าถัดไป)

สำหรับแนวโน้ม 2H63 - 2564 ฝ่ายวิจัยคาดต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวขึ้นจากราคาเฉลี่ย 1H63 ตามความต้องการใช้วัตถุดิบกลุ่มปิโตรเพิ่มขึ้น หลังช่วง 2Q63 กิจกรรมทางเศรษฐกิจได้รับผลกระทบจากการ lock down รวมถึงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบปี 2564 ของฝ่ายวิจัยที่ 45 เหรียญสหรัฐ / บาร์เรล เพิ่มขึ้นจาก 40 เหรียญสหรัฐ / บาร์เรล เป็นปัจจัยท้าทายต่อ Gross Margin ในปี 2564 อย่างไรก็ตามต้นทุนวัตถุดิบยังต่ำกว่า 2H62 ประกอบกับบริษัทฯ เปิดเผยว่าสามารถส่งผ่านต้นทุนให้กับลูกค้า โดยมีระยะเวลาในการปรับราคาขายเฉลี่ยราว 1 ไตรมาส ทำให้คาด Gross Margin สามารถรักษารฐานได้ไม่ต่ำกว่า 20%

ส่วนประเด็นกระแสการลดใช้พลาสติก ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นกับพลาสติกที่ใช้ครั้งเดียว เช่น ถูพลาสติก, หลอด ประกอบกับสินค้าประเภทขวดพลาสติก มงอลินค้าทดแทนยาก เช่น กลุ่มบรรจุภัณฑ์ที่ทำจากแก้ว ต้องมีการใช้พลังงานในการหลอมขวดแก้วเช่นกัน โดยรวมประเด็นดังกล่าวกระทบต่อ TPAC จำกัด

แนวโน้มราคาเม็ดพลาสติกรายปี

เหรียญสหรัฐฯ / ตัน	2560	2561	2562	2563F	2564F
น้ำมันดิบ (เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล)	53.04	69.33	61.61	40	45
PP	1,155	1,269	1,101		
HDPE	1,168	1,330	991		
LDPE	1,277	1,207	1,019		
PET	988	1,236	959		
% YoY					
น้ำมันดิบ		31%	-11%	-35%	13%
PP		10%	-13%		
HDPE		14%	-25%		
LDPE		-5%	-16%		
PET		25%	-22%		
Gross Margin					
TPAC	17.4%	14.6%	17.6%	24.5%	23.8%

ที่มา: Bloomberg / PTTGC / งบการเงิน และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคาเม็ดพลาสติกรายไตรมาส

เหรียญสหรัฐฯ / ตัน	1Q62	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	ก.ค. - ส.ค. 63
น้ำมันดิบ (เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล)	62.99	65.13	59.11	59.79	50.47	34.67	43.72
PP	1,127	1,143	1,085	1,049	986	871	966
HDPE	1,093	1,080	951	841	839	760	909
LDPE	1,046	1,067	1,008	956	955	866	954
PET	1,083	1,013	907	835	811	681	662
% YoY							
น้ำมันดิบ					-19.9%	-46.8%	-26.0%
PP					-12.5%	-23.8%	-11.0%
HDPE					-23.2%	-29.6%	-4.5%
LDPE					-8.7%	-18.8%	-5.4%
PET					-25.1%	-32.8%	-27.0%
% QoQ							
น้ำมันดิบ		3.4%	-9.2%	1.2%	-15.6%	-31.3%	26.1%
PP		1.4%	-5.1%	-3.3%	-6.0%	-11.7%	10.9%
HDPE		-1.2%	-11.9%	-11.6%	-0.2%	-9.4%	19.5%
LDPE		2.0%	-5.5%	-5.2%	-0.1%	-9.3%	10.1%
PET		-6.5%	-10.5%	-7.9%	-2.9%	-16.0%	-2.8%
Gross Margin							
TPAC	17.8%	15.6%	17.0%	19.7%	24.3%	24.8%	

ที่มา: Bloomberg / PTTGC และ งบการเงิน

ประสิทธิภาพการดำเนินงาน TPAC VS กลุ่มฯ รายปี

	AJ		EPP		PJW		PTL		TPAC	
	2561	2562	2561	2562	2561	2562	2561	2562	2561	2562
Sales	7,770	6,870	2,384	2,530	2,977	3,140	14,746	14,051	2,528	3,756
Cost of goods sold	(7,314)	(6,266)			(2,604)	(2,656)	(11,543)	(10,769)	(2,160)	(3,096)
Gross profit	456	605	392	463	373	484	3,203	3,282	368	660
SG&A	(494)	(480)			(357)	(381)	(1,235)	(1,228)	(241)	(410)
- Selling expense	(224)	(216)			(109)	(104)	(826)	(762)	(92)	(153)
- Admin expense	(271)	(264)			(248)	(278)	(409)	(466)	(149)	(257)
Operating Profit	-39	124			16	103	1,968	2,054	128	249
Gross profit margin	5.9%	8.8%	16.5%	18.3%	12.5%	15.4%	21.7%	23.4%	14.6%	17.6%
SG&A/Sales	6.4%	7.0%			12.0%	12.1%	8.4%	8.7%	9.5%	10.9%
- Selling expense/Sales	2.9%	3.1%			3.7%	3.3%	5.6%	5.4%	3.6%	4.1%
- Admin expense/Sales	3.7%	4.2%			9.5%	10.5%	3.5%	3.3%	5.9%	6.8%
Operating profit margin	-0.5%	1.8%			0.5%	3.3%	13.3%	14.6%	5.0%	6.6%

ที่มา: งบการเงิน

ประสิทธิภาพการดำเนินงาน TPAC VS กลุ่มฯ รายไตรมาส

	AJ		EPP		PJW		PTL		TPAC	
	2Q62	2Q63	2Q62	2Q63	2Q62	2Q63	2Q62	2Q63	2Q62	2Q63
Sales	1,748	1,879	624	565	857	567	3,584	3,759	936	926
Cost of goods sold	(1,636)	(1,571)			(748)	(470)	(2,714)	(2,576)	(790)	(696)
Gross profit	112	308	118	94	109	97	870	1,182	146	230
SG&A	(128)	(127)			(104)	(74)	(288)	(327)	(99)	(105)
- Selling expense	(50)	(63)			(23)	(19)	(174)	(188)	(38)	(37)
- Admin expense	(77)	(64)			(81)	(54)	(114)	(139)	(61)	(68)
Operating Profit	-16	182			5	23	582	855	48	125
Gross profit margin	6.4%	16.4%	18.9%	16.6%	12.7%	17.1%	24.3%	31.5%	15.6%	24.8%
SG&A/Sales	7.3%	6.7%			12.1%	13.0%	8.0%	8.7%	10.6%	11.3%
- Selling expense/Sales	2.9%	3.4%			2.7%	3.4%	4.9%	5.0%	4.0%	4.0%
- Admin expense/Sales	4.4%	3.4%			9.4%	9.6%	3.2%	3.7%	6.5%	7.3%
Operating profit margin	-0.9%	9.7%			0.5%	4.1%	16.2%	22.8%	5.1%	13.5%

ที่มา: งบการเงิน

แนวโน้มการเติบโตจาก Organic Growth และการ M&A

สำหรับการเติบโตในอนาคตของ TPAC ผู้บริหารตั้งเป้า CORE EBITDA เพิ่มขึ้น 2 เท่า จากปี 2562 ภายในปี 2567 ประโยชน์จากความต้องการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่มีต่อเนื่องหนุนด้วยการบริโภคที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนประชากรโลก ประกอบอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจโลกช่วงสภาวะปกติราว 2% - 3% yoy ต่อปี รวมถึงกระแสศุนย์ขอมายทำให้ต้องการบรรจุภัณฑ์ที่มีความสะอาดมากขึ้น แบ่งเป็น

**บรรจุภัณฑ์พลาสติกในไทย** มีแรงขับเคลื่อนจากความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ประเภทฝาขวดจากอุตสาหกรรมเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ (มูลค่าตลาดเครื่องดื่มราว 2 แสนล้านบาท ช่วง 2558 - 2562 เติบโตเฉลี่ย 1% ต่อปี) รวมทั้งอุตสาหกรรมของใช้ส่วนบุคคลและเวชภัณฑ์ ขณะที่ TPAC มีโอกาสการเติบโตเฉพาะตัวเหนืออุตสาหกรรม เนื่องจากโรงงานที่บางนา ซึ่งซื้อกิจการตั้งแต่ พ.ศ. 61 ยังมี Utilization ต่ำ โดยปี 2561 มี Utilization rate ราว 22% ก่อนที่จะเพิ่มเป็น 37% ในปี 2562 ก่อนจะได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ทำให้ช่วง 2Q63 Utilization Rate ลงมาที่ 26.5% แต่บริษัทฯ มีการเร่งหาลูกค้าต่อเนื่อง โดยช่วง 4Q63 บริษัทฯ เปิดเผยว่าจะมีคำสั่งซื้อขนาดใหญ่เข้ามา (Big volume project) สำหรับโรงงานที่บางนา คาดหนุนการใช้ Utilization Rate สูงขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 30% สู่ระดับ 60% ภายใน 2 - 3 ปีข้างหน้า ภาพดังกล่าวมองย่อมเป็นบวกต่อทั้งยอดขายและ Gross Margin ให้สูงขึ้น ตาม Economies of scale (โดยปกติธุรกิจการผลิต Utilization Rate โรงงานในระดับ 40% - 50% จึงจะเริ่มมีกำไรสุทธิ)



**บรรจุกฎเกณฑ์พลาสติกในธุรกิจต่างประเทศ** ฝ่ายวิจัยประเมินปี 2563 สะท้อนจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ในอินเดีย โดยเฉพาะช่วงปลาย มี.ค. 63 ถึง 2Q63 ที่มีการ Lock down เมือง ย่อมทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจหายไป อีกทั้งการปิดโรงงานในช่วงปลาย 1Q63 เป็นระยะเวลา 15 วัน ก่อนที่รัฐบาลอินเดียจะอนุญาตให้โรงงานที่ผลิตสินค้าที่จำเป็นในชีวิตประจำวัน กลับมาผลิตได้อีกครั้งในช่วงต้น 2Q63 ทำให้โรงงานของ TPAC สามารถกลับมาเดินเครื่องอีกครั้ง อย่างไรก็ตามการเดินเครื่องผลิตหลังจากปิดสายการผลิตต้องใช้เวลาในการผลักดันอัตราการใช้กำลังผลิตให้สูงขึ้น (Ramp up) ประกอบกับการขนส่งสินค้าระหว่างเมืองทำได้ยากลำบาก

ส่วนช่วง 2H63 แม้การแพร่ระบาดของ COVID-19 ในอินเดียยังน่ากังวล แต่โอกาสการ Lock down จำกัดและทำเป็นบางพื้นที่ จากการที่รัฐบาลอินเดียต้องการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ หลังช่วง 2Q63 พบว่า GDP ของอินเดียติดลบสูงถึง 24% yoy ภาพรวมฝ่ายวิจัยคาดการณ์ใช้กำลังการผลิตของโรงงานที่อินเดีย มีแนวโน้มดีขึ้นจาก 2Q63 หลังสายการผลิตเดินเครื่องต่อเนื่อง ทั้งนี้ แนวโน้มระยะยาวหลังสถานการณ์ COVID-19 มองความต้องการบรรจุกฎเกณฑ์ประเภทขวด PET สำหรับใส่เครื่องดื่ม ซึ่งเป็นส่วนผสมหลักของอาหารอินเดีย เชื่อว่ามี Demand ต่อเนื่อง บนฐานประชากรอินเดียกว่า 1 พันล้านคน กอปรกับกำลังซื้อเป็นไปตามอัตราการเติบโตของ GDP ในสภาวะปกติในระดับสูงราว 6% ต่อปี สำหรับฐานการผลิตในประเทศ UAE มีโมเมนตัมที่ดี สะท้อนจากการใช้กำลังผลิตตามตารางหน้าถัดไป

Capacity IIa: Utilization Rate ในไทย

	2561	2562	1Q63	2Q63
Capacity (ตัน/ปี)				
- โรงงานบางขุนเทียน	22,800	22,950	5,944	5,944
- โรงงานบางนา	9,000	8,850	2,306	2,306
Utilization Rate %				
- โรงงานบางขุนเทียน	70.4%	61.7%	67.4%	71.1%
- โรงงานบางนา	22.0%	37.1%	36.1%	26.5%

Capacity IIa: Utilization Rate ในต่างประเทศ

	2561	2562	1Q63	2Q63
Capacity (ตัน/ปี)				
- โรงงานอินเดีย 5 แห่ง	44,441	46,456	11,615	11,308
- โรงงาน UAE		4,756	1,331	1,331
Utilization Rate %				
- โรงงานอินเดีย 5 แห่ง	24.3%	75.8%	75.0%	62.4%
- โรงงาน UAE		29.0%	59.8%	67.8%

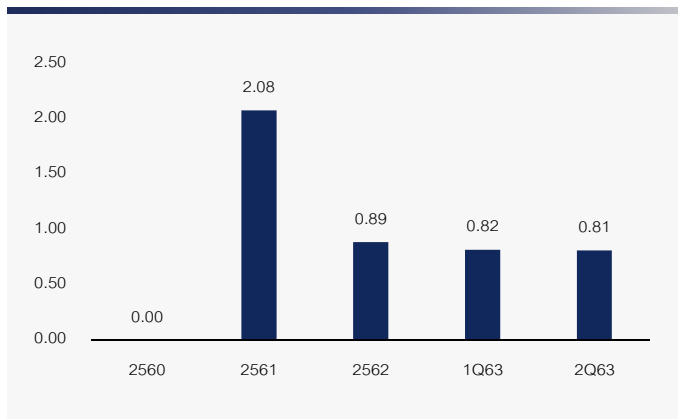
ที่มา: TPAC / หมายเหตุ : โรงงานบางนา เข้าซื้อกิจการตั้งแต่ พ.ค. 61

ที่มา: TPAC / หมายเหตุ : อินเดียปี 2561 จำนวนจากการใช้กำลังผลิตตั้งแต่ ส.ค. 61 เทียบกำลังผลิตทั้งปี ส่วน UAE จำนวนจากเข้าซื้อกิจการช่วง 3Q62

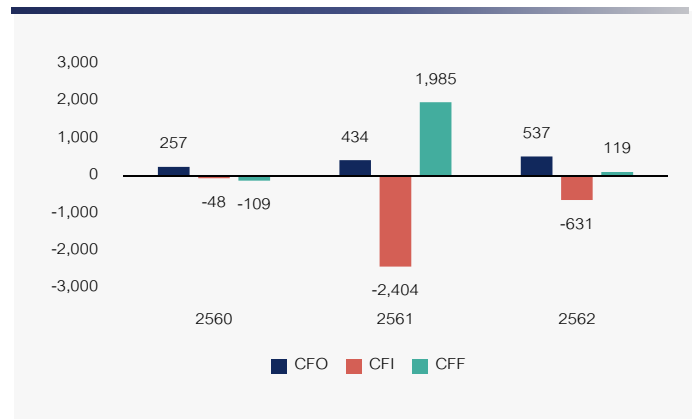
นอกจากการเติบโตข้างต้น ที่เป็นการเติบโตแบบ Organic Growth โครงสร้างทางการเงิน ณ สิ้นงวด 2Q63 ของบริษัทฯ พิจารณาตามงบการเงินรวม พบว่าอัตราส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยเทียบส่วนผู้ถือหุ้น (IBD/E) อยู่ที่ 0.81 เท่า (1Q63 ที่ 0.82 เท่า และปี 2562 ที่ 0.89 เท่า) ต่ำกว่าเงื่อนไขที่สถาบันการเงินกำหนดไว้ราว 2.5 เท่า ค่อนข้างมาก (ตามงบการเงินเฉพาะกิจการอยู่ที่ 2 เท่า)

ภายใต้ Sensitivity Analysis ของฝ่ายวิจัย หากกำหนดส่วนผู้ถือหุ้นเท่ากับ 2Q63 เท่ากับ 1.9 พันล้านบาท ในกรณีที่ TPAC จะมีสัดส่วน IBD/E เกินเกณฑ์ขั้นต่ำ จะต้องมีส่วนที่มีภาวะดอกเบี้ยราว 5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นราว 3.4 พันล้านบาท จาก ณ 30 มิ.ย. 63 ที่มีภาวะหนี้ราว 1.6 พันล้านบาท กล่าวโดยสรุปคือ โครงสร้างทางการเงินเอื้อให้เกิดการทำ M&A คิดเป็นมูลค่าธุรกรรมไม่เกิน 3 พันล้านบาท เทียบกับการ M&A ในอดีตของบริษัทฯ ใหญ่สุดคือการลงทุนในอินเดียใช้เงินลงทุนราว 2.2 พันล้านบาท สร้างยอดขายเติบโตอย่างก้าวกระโดด ขณะที่ภาวะอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่อยู่ในระดับต่ำประมาณ 2 ปี ประเมินเป็นปัจจัยบวกที่ทำให้ Cost of fund ของบริษัทฯ ไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนักจากปัจจุบันที่ประมาณ 6% (1Q63 ที่ 7%) แม้ภาวะหนี้สูงขึ้นในกรณีที่มีการทำ M&A

สัดส่วน IBD/E



งบกระแสเงินสด CFO/CFI และ CFF



ที่มา: งบการเงิน / ปี 2562 TPAC มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน (RO) จำนวน 72.7 ล้านหุ้น ที่ราคา 11 บาท ต่อหุ้น ทำให้สัดส่วน IBD/E ลดลง

ที่มา: งบการเงิน

### มูลค่าการทำ M&A ในอดีต

(ล้านบาท)	ประเทศ	ปีที่เข้าลงทุน	เงินลงทุน
บจก. คัสตอม แพค	ไทย	พ.ค.-61	107
Sunrise Containers Limited	อินเดีย	ส.ค.-61	1,587
SUN PACKAGING SYSTEMS	สหรัฐอเมริกาหรือเบลีจ	ก.ค.-62	385

ที่มา: หมายเหตุประกอบงบการเงิน

## คาดการณ์กำไรปี 2563 เติบโต 1.5 เท่า YoY

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรปกติปี 2563 ขยายตัว 1.5 เท่า YoY เท่ากับ 336 ล้านบาท (กำไร 1H63 คิดเป็นสัดส่วน 52% ของประมาณการ) และปี 2564 ที่ 358 ล้านบาท ซึ่งประเมินเติบโตต่อเนื่องถึงปี 2566 เป็น 398 ล้านบาท โดยรวมคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ประมาณ 31.2% ต่อปี ภายใต้สมมติฐานในการทำประมาณการ ดังนี้

- ยอดขายปี 2563 เติบโต 4.8% yoy อยู่ที่ 3.94 พันล้านบาท (ยอดขาย 1H63 คิดเป็นสัดส่วน 50% ของประมาณการทั้งปี) หนุนด้วยออเดอร์ใหม่ที่เข้ามาช่วง 4Q63 ขณะที่ปี 2564 ขยายตัว 9% yoy เป็น 4.29 พันล้านบาท จากฐาน 2Q63 ได้รับผลกระทบจากการ Lock down ในอินเดีย และออเดอร์ใหม่ที่เข้ามาช่วงปลายปี ส่วนปี 2565 - 66 กำหนดสมมติฐานการเติบโตของยอดขายเฉลี่ย 5.4% คิดเป็น 2 เท่าของ GDP โลก ในสภาวะปกติที่เติบโตประมาณ 2% - 3% ทั้งนี้ ยอดขายยังไม่รวมการทำ M&A ที่มีโอกาสเกิดขึ้นในอนาคต
- Gross Margin ปี 2563 ที่ 24.5% (1H63 ที่ 24.6%) และปี 2564 - 66 ประเมินอย่างอนุรักษ์นิยม เป็นไปตามสมมติฐานราคาน้ำมันดิบของฝ่ายวิจัยในปี 2564 ที่ปรับเพิ่มขึ้น ตามที่ได้กล่าวในช่วงต้น ขณะที่การส่งผ่านต้นทุนเม็ดพลาสติกไปยังลูกค้ามี lack time เป็นระยะเวลา 1 ไตรมาส โดยปี 2564 คาด Gross margin ลงมาที่ 23.8% และปี 2565 ที่ 23.5% และ 23% ในปี 2566 โดยภายใต้ Sensitivity Analysis ของฝ่ายวิจัย พบว่าทุก 1% ของ Gross Margin ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จะส่งผลให้กำไรปกติปี 2563 - 64 เปลี่ยนแปลงจากประมาณการเดิมประมาณ 10%
- สัดส่วน SG&A/Sales ปี 2563 - 66 คาดไว้ 11.3% (1H63 ที่ 11.3%)
- Effective tax rate ปี 2563 - 66 ที่ 18% (1H63 ที่ 16.7%)

### สมมติฐานในการทำประมาณการ

	2562	2563F	2564F	2565F	2566F
Sale Growth	48.6%	4.8%	8.9%	5.4%	5.4%
Gross Margin	17.6%	24.5%	23.8%	23.5%	23.0%
SG&A/Sales	10.9%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Effective tax rate	-5.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### แนวโน้มผลประกอบการรายปี

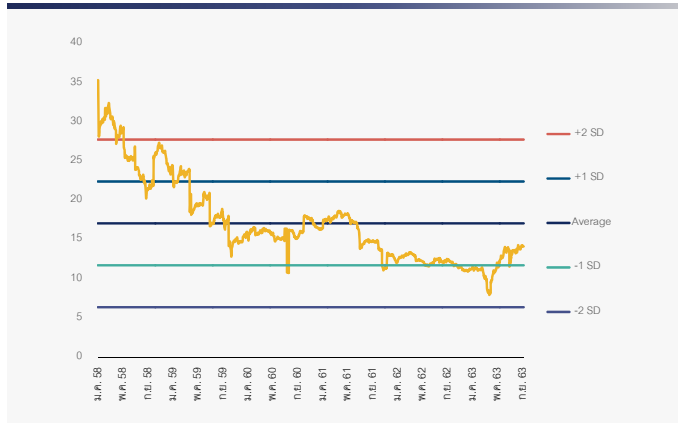


ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## FV ที่ 18.6 บาท ... Upside มากพอให้ลงทุน

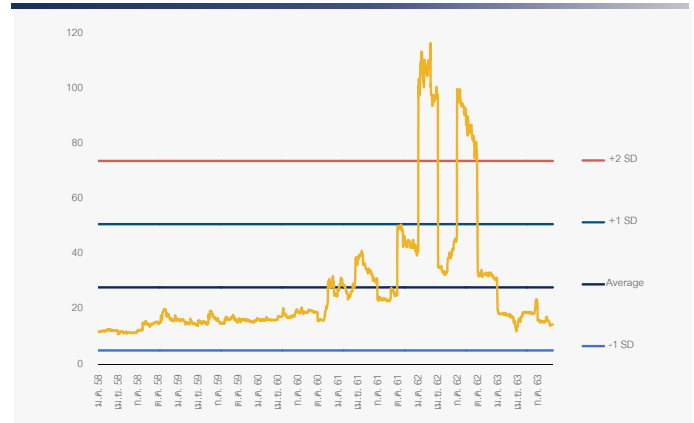
ภายใต้ประมาณการ Norm EPS ปี 2564 ที่ 1.10 บาท กำหนด PER เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของกลุ่มบรรจุกัมภ์ (SETPKG) ที่ 17 เท่า (ตามตาราง PER ด้านล่าง) ให้มูลค่าพื้นฐานปี 2564 เท่ากับ 18.6 บาท ราคาปัจจุบันคิดเป็น PER ราว 11 เท่า แนะนำซื้อ

Historical PER SETPKG 5 ปี ย้อนหลัง



ที่มา: Bloomberg

Historical PER TPAC 5 ปี ย้อนหลัง



ที่มา: Bloomberg

Sensitivity มูลค่าพื้นฐานที่ระดับ PER ในรอบ 2 SD

	PER	2563F	2564F	2565F	Upside 2563F	Upside 2564F	Upside 2565F
- 1 SD	12	12.40	13.20	13.90	4%	11%	17%
	13	13.40	14.30	15.10	13%	20%	27%
	14	14.40	15.40	16.20	21%	29%	36%
	15	15.50	16.50	17.40	30%	39%	46%
	16	16.50	17.50	18.60	39%	47%	56%
Average Industry 5 ปี	17	17.50	18.60	19.70	47%	56%	66%
	18	18.50	19.70	20.90	55%	66%	76%
	19	19.60	20.80	22.00	65%	75%	85%
	20	20.60	21.90	23.20	73%	84%	95%
	21	21.60	23.00	24.40	82%	93%	105%
+ 1 SD	22	22.70	24.10	25.50	91%	103%	114%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / หมายเหตุ Upside คำนวณจากราคาปิด ณ 8 ก.ย. 63 ที่ 11.90 บาท

## ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ

1. Gross Margin มีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาเม็ดพลาสติก และการส่งผ่านให้กับลูกค้ามีระยะเวลา โดยทุก 1% ของ Gross Margin ที่เปลี่ยนแปลง ส่งผลให้กำไรปกติและมูลค่าพื้นฐาน เปลี่ยนแปลงจากเดิมราว 10%
2. สภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวช้า รวมถึงการสูญเสียออเดอร์จากลูกค้า ย่อมส่งผลให้ยอดขายต่ำกว่าที่ประเมิน

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 ของ TPAC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
รายได้	3,756	3,938	4,289	4,520
ต้นทุนขาย	(3,096)	(2,973)	(3,268)	(3,458)
กำไรขั้นต้น	660	965	1,021	1,062
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(410)	(445)	(485)	(511)
ดอกเบี้ยจ่าย	(141)	(109)	(97)	(85)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	42	32	34	35
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	150	443	473	501
ภาษีเงินได้	9	(80)	(85)	(90)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	-	-	-	-
กำไรปกติ	134	336	358	379
รายการพิเศษอื่น ๆ	4	5	-	-
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>139</b>	<b>342</b>	<b>358</b>	<b>379</b>
Norm EPS	0.43	1.05	1.10	1.16
อัตรากำไรขั้นต้น	49%	5%	9%	5%
อัตรากำไรสุทธิ	341%	146%	5%	6%
อัตรากำไรขั้นต้น	18%	25%	24%	24%
อัตรากำไรสุทธิ	4%	9%	8%	8%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63
รายได้	877	946	1,039	926
ต้นทุนขาย	(727)	(760)	(787)	(696)
กำไรขั้นต้น	149	186	252	230
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(100)	(117)	(117)	(105)
ดอกเบี้ยจ่าย	(41)	(27)	(29)	(25)
รายได้อื่น	9	8	8	14
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	17	51	114	113
ภาษีเงินได้	3	(0)	(21)	(17)
ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากบริษัทร่วม	-	-	-	-
กำไรปกติ	14.7	44.7	84.2	89.1
รายการพิเศษอื่น ๆ	2.7	1.1	6.8	(1.3)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>17.5</b>	<b>45.8</b>	<b>91.0</b>	<b>87.8</b>
Norm EPS	0.06	0.14	0.26	0.27
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	25.4%	-2.3%	4.3%	-1.1%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)	-187.5%	-366.1%	51.6%	463.1%
อัตรากำไรขั้นต้น	17.0%	19.7%	24.3%	24.8%
อัตรากำไรสุทธิ	2.0%	4.8%	8.8%	9.5%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.46	1.68	1.77	1.51
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.98	1.88	1.62	1.46
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	4.73	4.74	4.74	4.61
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	10.66	10.43	10.43	9.90
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.38	11.06	11.06	9.88
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E)	1.45	1.13	0.98	0.80
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.1%	7.6%	7.8%	8.1%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	9.7%	17.8%	16.5%	14.7%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563-65 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	139	342	358	379
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	289	317	344	372
อื่นๆ	128	-	-	-
เพิ่มลดจากกิจกรรมดำเนินงาน	556	659	703	751
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สิน	(18)	(136)	(15)	(47)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>537</b>	<b>522</b>	<b>688</b>	<b>704</b>
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(56)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการซื้อบริษัทย่อย / ร่วม	(366)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(211)	(250)	(250)	(250)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(631)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(535)	(170)	(169)	(168)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	797	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	-	(41)	(99)	(107)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>119</b>	<b>(211)</b>	<b>(268)</b>	<b>(275)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>170</b>	<b>179</b>
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
เงินสด & เงินฝาก				
	35	96	266	445
ลูกหนี้การค้า				
	784	877	932	975
สินค้าคงเหลือ				
	287	283	344	319
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์				
	1,481	1,414	1,320	1,198
ค่าความนิยม				
	1,010	1,010	1,010	1,010
สินทรัพย์อื่น				
	790	790	790	790
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>4,387</b>	<b>4,470</b>	<b>4,661</b>	<b>4,736</b>
เจ้าหนี้การค้า				
	293	245	346	317
หนี้สินอื่นๆ				
	602	602	602	602
หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย				
	566	585	605	929
หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย				
	1,076	888	699	207
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>2,537</b>	<b>2,320</b>	<b>2,252</b>	<b>2,055</b>
ทุนที่ชำระแล้ว				
	327	327	327	327
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น				
	1,027	1,027	1,027	1,027
กำไรสะสม				
	665	966	1,225	1,496
จัดสรรแล้ว-สำรองตามกฎหมาย				
	29	29	29	29
ยังไม่ได้จัดสรร				
	636	937	1,196	1,468
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย				
	105	105	105	105
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด</b>	<b>1,744</b>	<b>2,045</b>	<b>2,304</b>	<b>2,576</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>4,387</b>	<b>4,470</b>	<b>4,661</b>	<b>4,736</b>
สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563F	2564F	2565F
สมมติฐาน Sale Growth				
บรรจุก๊าซเพื่อใช้ในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม	46%	1%	9%	6%
บรรจุก๊าซสำหรับของใช้ส่วนบุคคลและเวชภัณฑ์	42%	1%	9%	5%
บรรจุก๊าซสำหรับของใช้ในครัวเรือนและอุตสาหกรรม	60%	36%	9%	5%
Gross Margin (%)	17.6%	24.5%	23.8%	23.5%
SG&A/Sales	10.9%	11.3%	11.3%	11.3%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส