SFLEX (SFLEX TB)

บมจ. สตาร์เฟล็กซ์

Current	Previous	IPO Price	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2019
--	--	3.88	6.48	+67%	N/A	N/R

Consolidated earnings	
ผู้ออกหลักทรัพย์	SFLEX
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	110 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะการจองซื้อ	11-13 ธ.ค. 2019
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	19 ธ.ค. 2019
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บมจ. ฟินันเซีย ไซรัส
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	FSS
Sector	SET-Packaging

Consolidated earnings				
(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	145	136	74	146
Net profit	147	136	74	146
EPS (Bt)-Basis	0.59	0.54	0.22	0.36
EPS (Bt) - FD	0.59	0.45	0.18	0.36
% EPS growth	340.5	-22.6	-60.4	98.4
Dividend per share (Bt)	0.00	0.00	0.04	0.14
BV/share (Bt)	1.57	1.48	2.09	2.40
EV/EBITDA (x)	6.4	8.4	12.1	7.4
PER (x) - Norm	6.6	7.2	17.6	10.9
PER (x)	6.6	8.6	21.6	10.9
PBV(x)	2.5	2.6	1.9	1.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.1	3.7
ROE (%)	38.2	32.5	11.3	15.9
No. of shares- full dilution	250	300	410	410
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน และผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท สตาร์เฟล็กซ์ จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Sunanta Vasapinyokul
Register No.: 019459
Tel.: +662 646 9680
email: Sunanta.v@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

Finansia Syrus Securities
Finansia
@fnsyrus

บรรจุภัณฑ์ที่ดีคือหน้าตาที่ดีของสินค้า

SFLEX ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภค บริษัทได้รับการยอมรับจากลูกค้าที่เป็นบริษัทชั้นนำในกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภคในประเทศไทยในด้านคุณภาพสามารถตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ เราคาดการณ์กำไร 2H19 จะ +43%H-H และกำไรปี 2019 ที่ 74 ลบ. -46%Y-Y และ Turnaround ในปี 2020 คาด +98%Y-Y จากตลาด Non-Food ที่มีความมั่นคงและการขยายตลาดไปยัง Food packaging ซึ่งมีขนาดตลาดใหญ่กว่า ในช่วงปี 2021-2024 คาดกำไรโตเฉลี่ย 10%ต่อปี ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 6.48 บาท (DCF)

ผู้ผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์ครองใจลูกค้ามายาวนานกว่า 16 ปี

SFLEX ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภคทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแห้ง แบ่งจำหน่ายเป็น 2 ลักษณะคือ บรรจุภัณฑ์ประเภทม้วนฟิล์ม (Roll form) คิดเป็นสัดส่วน 84.8% และ 81.8% ของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนในปี 2018 และงวด 6 เดือนแรกของปี 2019 และผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre-form pouch) คิดเป็นสัดส่วน 15.2% และ 18.2% ของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนในปี 2018 และงวด 6 เดือนแรกของปี 2019 ตามลำดับ บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับที่ 7 ของอุตสาหกรรม หรือส่วนแบ่งการตลาดราว 4.5% ในปี 2017 ลูกค้าของบริษัทอยู่ในกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภครายใหญ่ของไทย โดยบริษัทได้รับการยอมรับในด้านคุณภาพ ความสามารถในตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็ว และความสามารถในการจัดส่งได้ตรงตามกำหนด

แนวโน้มกำไร 2H19 ฟื้นตัวสู่ปกติ ทั้งยอดขายและ Gross margin

ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมารายได้เติบโตเฉลี่ยปีละ 7.8% และรักษาอัตรากำไรสุทธิได้ที่เฉลี่ยที่ราว 8% อย่างไรก็ตามผลการดำเนินงานใน 1H19 กำไรสุทธิลดลง 65%Y-Y ตามรายได้จากการขายที่ชะลอตัวลงตามภาวะเศรษฐกิจ, ลูกค้ารายใหญ่บางรายมีการปรับรายการสั่งซื้อสินค้าที่เป็นสินค้าใหม่ซึ่งเป็นเหตุการณ์พิเศษที่เกิดขึ้น และมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างผลิตภัณฑ์ซึ่งทำให้การพัฒนาสินค้าใหม่ต้องมีช่วงเวลาในการปรับสูตรวัตถุดิบกับ supplier ทำให้ในช่วงแรกมีของเสียจากการผลิตและต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น รวมถึงการเปิดโรงงานแห่งที่ 2 ซึ่งอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ในระดับต่ำทำให้ Gross margin ใน 1H19 หดตัวลงเป็น 17.39% อย่างไรก็ตามแนวโน้มกำไร 2H19 คาดจะฟื้นตัวขึ้นราว 43%H-H เนื่องจากโรงงานแห่งที่ 2 มีการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบกลับสู่ภาวะปกติ เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 ที่ 74 ลบ. ลดลง 46%Y-Y

ก้าวสู่บรรจุภัณฑ์กลุ่ม Food หนุนการเติบโตปี 2020

ในปี 2020 บริษัทจะขยายการตลาดไปยังบรรจุภัณฑ์สำหรับการบริโภค ซึ่งมีมูลค่าการตลาดใหญ่กว่า Non-food คาดรายได้จากการขายปี 2020 ที่ 1.4 พันลบ. +14%Y-Y กลับมาฟื้นตัวขึ้นจากการติดลบ 7%Y-Y ในปี 2019 บนสมมติฐานการใช้กำลังการผลิตที่ 70% จาก 63% ในปี 2019 และคาดสัดส่วนรายได้จากกลุ่ม Food จะเพิ่มจาก 18-20% ในปี 2019 เป็น 22-25% ในปี 2020 นอกจากนั้นคาด Gross margin จะอยู่ที่ 22% จากการวางแผนการสั่งซื้อวัตถุดิบที่รัดกุมมากขึ้น และมีการเจรจาต่อรองกับ Supplier รวมถึงหาแหล่งวัตถุดิบใหม่ๆเพื่อให้ต้นทุนลดลง เราคาดว่าบริษัทจะมีกำไรปี 2020 ที่ 146 ลบ. +98%Y-Y และอัตรากำไรคาดการณ์ที่ 10% ซึ่งใกล้เคียงกับที่เคยทำได้ในปี 2017-2018 เราคาดรายได้จะเติบโตเฉลี่ย 8-10% ต่อปีในปี 2021-2024 จากการเพิ่มความหลากหลายของบรรจุภัณฑ์และการเติบโตของช่องทางจำหน่ายในกลุ่ม Food คาดบริษัทรักษา Net margin ระยะยาวได้ที่ 10-11% และคาด 2021-2024 CAGR ที่ราว 10% ต่อปี

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 6.48 บาท

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 6.48 บาท โดยใช้วิธี DCF โดยอิง WACC ที่ 7.17%, Tn 2% เทียบเคียงได้กับ 2020 PER ที่ 18 เท่า เทียบกับ SETPKG ซึ่งซื้อขายล่าสุดที่ PER ราว 12 เท่า เนื่องจากอัตราการทำกำไรที่ SFLEX ทำได้สูงกว่ากลุ่ม ทั้ง GM, NM และ ROE และยังสูงกว่าบริษัทที่ทำธุรกิจคล้ายคลึงกันในต่างประเทศ (AMCR, Huhtamaki) อีกด้วย

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทฯประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคและสินค้าบริโภคทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแห้งตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนมีลักษณะเป็นชั้นฟิล์มหลายชั้น (Multilayer Film) ประกบติดกันตั้งแต่ 2-5 ชั้น โดยใช้กาวหรือเรซิ่นเป็นตัวประสาน ทำให้มีคุณสมบัติด้านความแข็งแรง ทนความร้อนและความดันสูง มีน้ำหนักเบา สามารถพิมพ์ลวดลายกราฟิกลงบนบรรจุภัณฑ์ได้ นอกจากนี้ ยังมีคุณสมบัติป้องกันการซึมผ่านของอากาศ ความชื้น แสงแดด และกลิ่นเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้าที่บรรจุอยู่ภายในบรรจุภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยบรรจุภัณฑ์พลาสติกของบริษัทฯผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ ขึ้นอยู่กับความต้องการของลูกค้า ดังนี้

ผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form): บรรจุภัณฑ์ประเภทม้วนฟิล์มเป็นสินค้าหลักของบริษัทฯซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 84.79 และร้อยละ 81.77 ของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนในปี 2018 และงวด 6 เดือนแรกปี 2019 ตามลำดับ ซึ่งผลิตภัณฑ์ประเภทนี้เป็นม้วนฟิล์มที่ต้องผ่านการพิมพ์และเคลือบและหลังจากนั้นก็เข้าสู่ขั้นตอนการผ่าม้วนตามขนาดหน้ากว้างตามที่ลูกค้ากำหนด ซึ่งขนาดความกว้างสูงสุดของม้วนฟิล์มที่เครื่องผ่าม้วนของบริษัทฯ รองรับได้อยู่ที่ 1,080 มิลลิเมตร ส่วนใหญ่ผลิตภัณฑ์ประเภทนี้จะจำหน่ายให้กับผู้ผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภคที่มีเครื่องรูปซองของตนเองอยู่แล้ว โดยบรรจุภัณฑ์แบบม้วนของบริษัทฯ จะออกแบบมาให้เหมาะกับเครื่องขึ้นรูปซองของลูกค้าเช่นการทำให้หน้ากว้างหรือ มีความลื่นเป็นต้น บริษัทฯได้มีทักษะความเชี่ยวชาญในการปรับสูตรและวัตถุดิบในการทำม้วนฟิล์มอย่างเช่นกาวและหมึกเพื่อให้ตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้า และนำไปใช้กับเครื่องขึ้นรูปซองของลูกค้าแต่ละรายอย่างมีประสิทธิภาพ

ผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch): ผลิตภัณฑ์ประเภทนี้จะเหมาะกับลูกค้าที่เป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภคที่ไม่มีเครื่องขึ้นซองเป็นของตัวเอง หรือมีเครื่องขึ้นรูปซองแต่ไม่สามารถรองรับวัสดุของฟิล์มที่นำมาใช้ในการผลิตซองได้อย่างเหมาะสม โดยบรรจุภัณฑ์ประเภทนี้จะเป็นประเภทที่นำม้วนฟิล์มที่ผ่านขั้นตอนการพิมพ์และเคลือบมาขึ้นรูปในรูปแบบซองสำเร็จรูปพร้อมที่จะใช้บรรจุผลิตภัณฑ์ของลูกค้า โดยผลิตภัณฑ์นี้จะสามารถแบ่งได้ออกเป็น 5 รูปแบบหลักๆได้แก่

1. **Stand-up Pouch, Stand-up Pouch with Zip:** เป็นซองตั้งที่สามารถตั้งโชว์ได้และใช้บรรจุผลิตภัณฑ์ที่มีน้ำหนักหรือปริมาตรที่มาก และยังสามารถเพิ่มซิปล็อคเพื่อเพิ่มความสดวกในการใช้งานอีกด้วย โดยตัวอย่างสินค้าที่เหมาะกับบรรจุภัณฑ์นี้คือ น้ำยาปรับผ้านุ่ม, น้ำยาซักผ้า, น้ำยาล้างจาน, ครีมอาบน้ำ, ซองอาหารสัตว์ ซองอาหารทั่วไป เป็นต้น

2. **3-Sided Seal Pouch, 3-Sided Seal Pouch with Zip:** เป็นบรรจุภัณฑ์ที่มีการซีลซองทั้ง 3ด้านและสามารถเพิ่มรอยฉีก (V-Cut) เพื่อเพิ่มอายุการใช้งาน หรือรูแขวนโชว์ได้ เหมาะสำหรับใช้บรรจุสินค้าประเภทอาหารลูกอม

3. **Center Seal Pouch, Center Seal & Gusset Pouch:** บรรจุภัณฑ์ที่มีลักษณะเป็นซองที่มีการซีลบริเวณกลางซองและซีลหัวซอง เปิดด้านก้นซองเพื่อใช้บรรจุสินค้า นิยมนำมาบรรจุสินค้าที่มีน้ำหนักไม่มาก ประเภทอาหาร เช่น ซองนอกบรรจุขนมขบเคี้ยว, ไอศครีม, ลูกอม, อาหารแช่แข็ง เป็นต้น นอกจากนี้ ยังสามารถทำเป็นซองมีการซีลด้านหลังบริเวณกลางซอง และด้านข้างมีรอยพับทั้งสองด้านเพื่อเพิ่มพื้นที่การใช้งานสามารถบรรจุสินค้าที่มีน้ำหนักได้ เช่น ซองอาหารสัตว์ เป็นต้น

4. **4-Sided Seal Pouch:** เป็นบรรจุภัณฑ์ที่มีการซีลบริเวณมุมทั้งสี่ 4 ด้านและมีการพับข้างซอง โดยซองนี้มีความแข็งแกร่งสามารถบรรจุสินค้าที่มีน้ำหนักและปริมาตรที่มากได้ โดยนิยมนำมาบรรจุสินค้าประเภทอาหาร เช่น กาแฟคั่วบด, กาแฟสำเร็จรูป, อาหารสัตว์ เป็นต้น

5. **Flat Bottom Pouch:** บรรจุภัณฑ์ที่มีฐานเรียบและมีรอยพับด้านข้าง ฐานเรียบสามารถเพิ่มพื้นที่ในการบรรจุสินค้าได้และยังสามารถตั้งวางได้อย่างมั่นคงอีกด้วยซึ่งคาดว่าจะสามารถขายและจัดส่งสินค้าให้ลูกค้าได้ในไตรมาสที่ 4/2019

การผลิต: ปัจจุบันโรงงานของบริษัทฯ ตั้งอยู่ที่เลขที่ 189/48-49 หมู่ที่ 3 ตำบลบางเพรียง อำเภอบางบ่อ จังหวัดสมุทรปราการ บนเนื้อที่รวม 18 ไร่ 3 งาน 86 ตารางวา บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนที่ผลิตทั้งหมดเป็นการผลิตตามคำสั่งซื้อของลูกค้า เครื่องจักรที่ใช้ในการผลิตเป็นเครื่องที่นำเข้าจากต่างประเทศ เช่น ไต้หวัน อิตาลี จีน เป็น

ต้น โดยบริษัทฯ ใช้ระบบการพิมพ์แบบโรโตกราเวียร์ (Rotogravure) พิมพ์ได้สูงสุด 10 สี ซึ่งเป็นกรรมวิธีการพิมพ์แบบแม่พิมพ์ร่องลึก

กำลังการผลิต

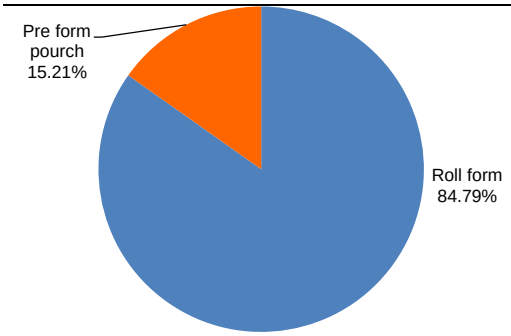
ล้านเมตร	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561	ม.ค.-มิ.ย. 2562
กำลังการผลิตเต็มที่	124.12	131.82	184.44	98.45
ปริมาณการผลิตจริง	115.07	120.23	137.38	66.05
อัตราการใช้กำลังการผลิต	92.7	91.21	74.48	67.09

Source: company data

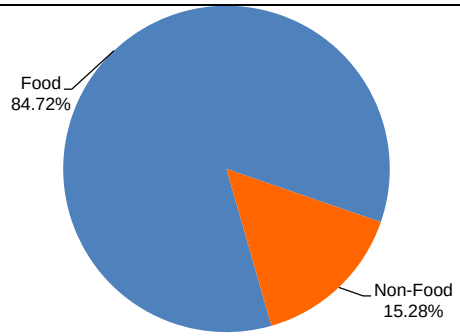
สัดส่วนรายได้: สัดส่วนรายได้ของบริษัทฯในปี 2018 แบ่งตามรูปแบบของผลิตภัณฑ์ มีรายได้ของผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form) เป็นสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 84.79 ของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน โดยมีรายได้จากยอดขายอยู่ที่ 1,149.73 ล้านบาท และมีรายได้ของผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch) เป็นสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 15.21 ของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน โดยมีรายได้จากยอดขายอยู่ที่ 206.28 และหากแบ่งตามประเภทผลิตภัณฑ์ มีรายได้จากบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าอุปโภคร้อยละ 84.72 หรือ 1,148.79 ล้านบาท และรายได้จากบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าบริโภคร้อยละ 15.28 หรือ 207.22 ล้านบาท

สัดส่วนรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (ปี 2018)

ตามรูปแบบของผลิตภัณฑ์



ตามประเภทผลิตภัณฑ์

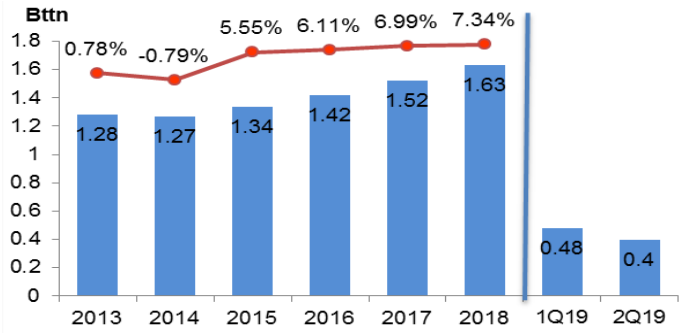


Source: Company Data

ภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย: เนื่องจากลูกค้าของบริษัทฯนั้นอยู่ในกลุ่มอุปโภคและบริโภคซึ่งขายผ่านช่องทางค้าปลีก ดังนั้นภาวะของอุตสาหกรรมค้าปลีกจึงมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทฯด้วย โดยอิงจากสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติมูลค่าของอุตสาหกรรมค้าปลีกได้มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2015 โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ตั้งแต่ปี 2015-2018 อยู่ที่ร้อยละ 6.81 ต่อปี โดยในปี 2018 อุตสาหกรรรมค้าปลีกและค้าส่งในประเทศไทยมีมูลค่าทั้งหมด 1,633,795 ล้านบาท ปรับตัวขึ้นจากปี 2017 ร้อยละ 7.34 แสดงให้เห็นถึงการบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น อันเป็นผลจากรายได้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นของประชาชนและนโยบายกระตุ้นการใช้จ่ายจากภาครัฐ สำหรับไตรมาส 2 ปี 2019 อุตสาหกรรมค้าปลีกและค้าส่งมีมูลค่าราว 4 แสนล้านบาท ปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าร้อยละ 16.29 ตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจ การใช้จ่ายภาคครัวเรือนและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ

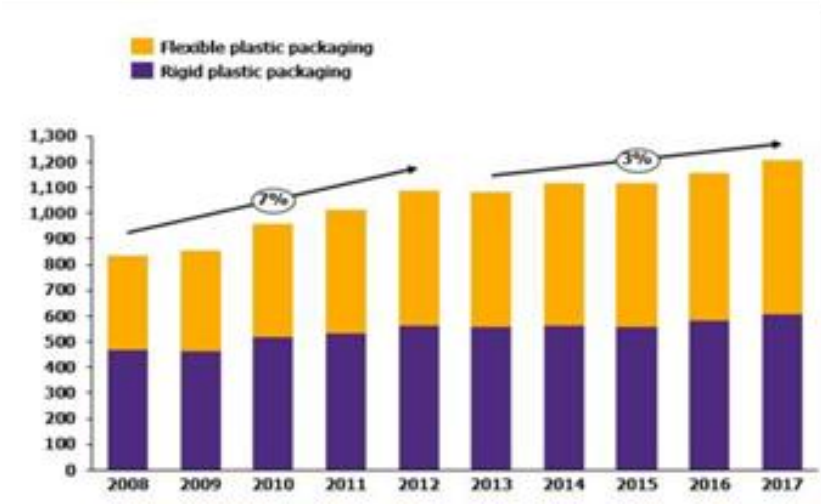
มูลค่าอุตสาหกรรมค้าปลีกและค้าส่ง



Source: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทย: จากรายงานสภาวะอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์รายปีของสำนักงานเศรษฐกิจอุตสาหกรรม กระทรวงอุตสาหกรรม แสดงให้เห็น ว่าปริมาณการผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกรวมในปี 2016-2018 มีจำนวน 1,477,260 ตัน จำนวน 1,469,534 ตัน และจำนวน 1,409,659 ตัน ตามลำดับ โดยคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 0.45 และร้อยละ 4.15 ตามลำดับ และปริมาณการจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกในปี 2016-2018 มีจำนวน 1,067,138 ตัน จำนวน 1,063,121 ตัน และจำนวน 1,021,623 ตัน คิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 0.32 และร้อยละ 3.96 ตามลำดับ ซึ่งการลดลงเป็นผลมาจากกระแสการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม โดยการลดปริมาณการใช้ถุงพลาสติกรวมทั้งบรรจุภัณฑ์ที่ทำด้วยพลาสติก ส่งผลให้ปริมาณการผลิตและจำหน่ายในหน่วยน้ำหนักมีการปรับตัวลดลง นอกจากนี้รายงานการเปลี่ยนแปลงของบรรจุภัณฑ์พลาสติกไทยเดือนสิงหาคม 2018 ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ (Economic Intelligence Center : EIC) ธนาคารไทยพาณิชย์ ระบุว่าการใช้บรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตช้าลง โดยในปี 2008-2012 มีอัตราการเติบโตอยู่ที่ร้อยละ 7 ต่อปี ต่อมาได้เริ่มเห็นการชะลอตัวเหลือร้อยละ 3 ต่อปี ในช่วงปี 2013-2017 โดยหลักๆแล้วพลาสติกคงรูป(Rigid Plastic Packaging) มีอัตราการเติบโตที่ลดลงในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โดยถูกแทนที่ด้วยพลาสติกแบบอ่อนตัวทั้งนี้เป็นผลมาจากการเติบโตของชุมชนเมืองและการขยายตัวของครัวเรือนน้อยลงทำให้ความต้องการของสินค้าเฉพาะหน่วยมากขึ้น ทำให้บรรจุภัณฑ์พลาสติกจะมีขนาดเล็กลงเพื่อให้สอดคล้องกับปริมาณการบริโภคสินค้าของสมาชิกในครัวเรือน

ปริมาณการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดแข็งและชนิดอ่อนปี 2008-2017



Source: EIC, Economic Intelligence Center

ภาวะอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน: ข้อมูลจาก Euromonitor International ได้คาดการณ์ว่าในปี 2018 อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging) ในประเทศไทยจะมีปริมาณบรรจุภัณฑ์ที่จำหน่ายผ่านช่องทางการค้าปลีกจำนวน 20,215.40 ล้านชิ้น เพิ่มขึ้นจากปี 2017 ซึ่งมีจำนวน 19,764.20 ล้านชิ้น คิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 2.28 การเพิ่มขึ้นดังกล่าวเกิดจากพฤติกรรมของผู้บริโภคสมัยใหม่ที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้เกิดจากภาคครัวเรือนที่มีขนาดเล็กลงทำให้ความต้องการสินค้าที่มีขนาดบรรจุภัณฑ์ที่เล็กลงเพิ่มมากขึ้น ซึ่งบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนเป็นบรรจุภัณฑ์ที่สามารถตอบสนองต่อความต้องการของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปดังกล่าวได้เป็นอย่างดี ทำให้อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนมีการเติบโตขึ้น

ภาวะอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์ดูแลรักษาบ้าน: จากข้อมูลของ Euromonitor International อุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์ดูแลรักษาบ้านมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2018 ตลาดรวมของผลิตภัณฑ์ดูแลรักษาบ้านมีมูลค่าอยู่ที่ 55,199 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2017 ซึ่งอยู่ที่ 52,719 ล้านบาท คิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 4.7 โดยเป็นการเติบโตในทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ซึ่งเกิดจากวิถีการใช้ชีวิตที่เปลี่ยนไปโดยต้องการความสะดวกและความรวดเร็วมากขึ้น การเติบโตที่ต่อเนื่องนี้สอดคล้องกับการเติบโตของบริษัทฯ เนื่องจากรายได้หลักของบริษัทฯมาจากการจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนสำหรับสินค้าอุปโภค เช่น น้ำยาปรับผ้านุ่ม น้ำยาซักผ้า น้ำยาล้างจาน เป็นต้น

ภาวะการแข่งขัน: จากฐานข้อมูลกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ตลาดบรรจุภัณฑ์พลาสติกมีผู้ประกอบการรวมทั้งสิ้น 1,148 ราย ประกอบด้วย ผู้ผลิตขนาดเล็ก 935 ราย ขนาดกลาง 130 ราย และขนาดใหญ่ 83 ราย หากเปรียบเทียบในเชิงของส่วนแบ่งการตลาดซึ่งคำนวณจากรายได้รวมในปี 2017 ผู้ผลิตขนาดเล็กและขนาดกลางมีส่วนแบ่งการตลาดรวมกันร้อยละ 44.43 และผู้ผลิตขนาดใหญ่มีส่วนแบ่งการตลาดร้อยละ 55.57 และอุตสาหกรรมผลิตบรรจุภัณฑ์เป็นธุรกิจที่มีความแข่งขันสูงเนื่องจากบรรจุภัณฑ์มีหลากหลายประเภทและผู้ผลิตจำนวนมาก อย่างไรก็ตามผู้ผลิตในแต่ละกลุ่มจะมีกลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกันไป โดยผู้ผลิตรายเล็กจะเน้นกลุ่มลูกค้าที่ชอบสินค้าราคาถูก และผู้ผลิตรายใหญ่จะเน้นไปที่ผู้บริโภคที่เน้นสินค้าที่มีคุณภาพสูงและมีมาตรฐาน โดยบริษัทฯจัดอยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งสินค้าของบริษัทฯก็เป็นสินค้าที่มีคุณภาพและได้รับการรับรองจากมาตรฐานจากสากลมากมาย ได้แก่ FSSC 22000 (Food Safety System Certification 22000), GMP (Good Manufacturing Practices) และ HACCP (Hazard Analysis and Critical Control Point) รวมไปจนถึง มาตรฐาน URSA (SEDEX) นอกจากนี้บริษัทฯยังมีเครื่องจักรในการผลิตที่มีคุณภาพ โดยได้มีการนำเข้าจากต่างประเทศ เช่น ไต้หวัน อิตาลี จีน เป็นต้น และใช้ระบบการพิมพ์แบบโรโตกราเวียร์ (Rotogravure) พิมพ์ได้สูงสุด 10 สี ทำให้บรรจุภัณฑ์ที่ผลิตได้มีความสวยงาม ทั้งนี้บริษัทก็ยังมีคู่แข่งอยู่มาก โดยคู่แข่งที่สำคัญที่อยู่ในตลาดเดียวกับบริษัทฯ

ได้แก่ กลุ่มบริษัทแอมคอร์, บริษัท ฮูทามากิ (ประเทศไทย) จำกัด, บริษัท ฟูจิ เอซ จำกัด, บริษัท ไดอิชิแพคเกจจิ้ง จำกัด, บริษัท พรีแพค ประเทศไทย จำกัด, บริษัท ฟิล์มมาสเตอร์ จำกัด และ บริษัท พริ้นท์ มาสเตอร์ จำกัด

รายได้จากการขายและบริการของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging)

(หน่วย: ล้านบาท)

ชื่อบริษัท	ปี 2015	ปี 2016	ปี 2017	ปี 2018
1. กลุ่มบริษัทแอมคอร์[1),2)]	6,377.71	5,534.21	5,585.08	N/A
2. บริษัท ฮูทามากิ (ประเทศไทย) จำกัด	3,938.66	4,148.09	4,487.79	4,499.55
3. บริษัท ฟูจิ เอซ จำกัด[3)]	3,861.64	4,187.64	4,394.27	4,567.68
4. บริษัท ไดอิชิแพคเกจจิ้ง จำกัด	1,848.70	1,859.29	2,025.39	2,030.13
5. บริษัท พรีแพค ประเทศไทย จำกัด	1,626.84	1,703.90	1,951.01	1,981.67
6. บริษัท ฟิล์มมาสเตอร์ จำกัด	1,458.62	1,461.47	1,514.85	1,422.81
7. บริษัท สตาร์เฟล็กซ์ จำกัด (มหาชน)	**1,138.02**	**1,170.40**	**1,337.87**	**1,361.18**
8. บริษัท พริ้นท์ มาสเตอร์ จำกัด	1,257.46	1,313.20	1,203.81	1,432.59
บริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนจำนวน 13 ราย	6,994.37	7,257.80	7,252.97	7,351.66
รวมรายได้จากการขายและบริการของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน	28,502.02	28,636.01	29,753.05	24,647.28

Source: Company filing and Business online

หมายเหตุ: 1) กลุ่มบริษัทแอมคอร์ ประกอบด้วย บริษัท แอมคอร์ เฟล็กซิเบิ้ล กรุงเทพ จำกัด (มหาชน), บริษัทแอมคอร์ เฟล็กซิเบิ้ล ชลบุรี จำกัด, บริษัท แอมคอร์ เฟล็กซิเบิ้ล เพชรบุรี จำกัด และบริษัท แอมคอร์ เฟล็กซิเบิ้ล ระยอง จำกัด

2) รอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 กรกฎาคม และสิ้นสุดวันที่ 30 มิถุนายน

3) รอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้นวันที่ 1 เมษายน และสิ้นสุดวันที่ 31 มีนาคม

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

มีความชำนาญและสายสัมพันธ์ที่เหนียวแน่นกับผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ

บริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีอย่างยาวนานกับกลุ่มลูกค้า 4 รายแรก ซึ่งครองสัดส่วนมูลค่าการขายของบริษัทราว 85% ทั้งนี้ลูกค้าทั้ง 4 รายอยู่ในกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภครายใหญ่ของไทย ความยาวนานของการเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ (Business partnership) พิสูจน์ให้เห็นว่าผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีมาตรฐานสูง โดยเฉพาะผู้ประกอบการที่เป็นบริษัทข้ามชาติ บริษัทฯ ยังร่วมกับลูกค้าในการพัฒนาบรรจุภัณฑ์เพื่อตอบสนองต่อโจทย์ความต้องการของลูกค้าและสถานการณ์ทางการตลาดได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ มีการนำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ และ Update แนวโน้มเทคโนโลยีและนวัตกรรมที่เกี่ยวข้อง ให้แก่ลูกค้าเป็นประจำ ทำให้ได้รับโอกาสในการพัฒนาสินค้าใหม่ๆ จากลูกค้ารวมไปถึงการนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ให้ลูกค้าพิจารณาได้อย่างต่อเนื่อง

ก้าวสู่บรรจุภัณฑ์กลุ่ม Food หนุนการเติบโตปี 2020

บริษัทฯ จึงมุ่งเน้นการขยายตลาดให้ครอบคลุมฐานลูกค้าที่กว้างขึ้นทั้งในส่วนบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าอุปโภคด้วยการเจาะตลาดสำหรับสินค้าใหม่ๆ เช่น อุปกรณ์ทางการแพทย์ เป็นต้น รวมถึงการขยายตลาดไปยังกลุ่มบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าบริโภคเพิ่มขึ้น โดยบริษัทฯ มีการจัดตั้งทีมการตลาดใหม่เพื่อรับผิดชอบลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการในกลุ่มสินค้าบริโภคเป็นหลักเพื่อที่จะสามารถติดตามดูแลและให้บริการแก่ลูกค้าได้อย่างใกล้ชิดและต่อเนื่อง นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังให้ความสำคัญในการพัฒนาบรรจุภัณฑ์รูปแบบใหม่ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการใช้งาน

ของลูกค้าได้อย่างหลากหลายไม่ว่าจะเป็น Shrink Film, Retort Pouch, Spout Pouch เป็นต้น ซึ่งจะช่วยให้บริษัทฯ สามารถขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มลูกค้าใหม่ๆ ได้เพิ่มขึ้นอีกด้วย

เทคโนโลยีพร้อมรองรับแนวโน้มบรรจุภัณฑ์เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

ผู้บริโภคในประเทศไทยมีความตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมเพิ่มขึ้น โดยห้างค้าปลีกต่างๆ ลดใช้ถุงพลาสติกและผลิตภัณฑ์จากพลาสติก บริษัทได้มีการพัฒนาสูตรวัตถุดิบให้สามารถรองรับการเปลี่ยนแปลงบรรจุภัณฑ์พลาสติก เช่น พัฒนาฟิล์มประเภท Organics Biodegradable ซึ่งจะถูกย่อยสลายโดยจุลินทรีย์ในสิ่งแวดล้อมเมื่ออยู่ในสภาวะที่เหมาะสม, การพัฒนาสูตรฟิล์มให้สามารถนำกลับมารีไซเคิลได้ง่าย โดยการจัดเรียงโมเลกุลของฟิล์มแบบ MDO (Machine Direction Orientation) และแบบ Biaxial Orientation, การพัฒนาสูตรเม็ดพลาสติกและ เรซิ่นจากการรีไซเคิลให้สามารถนำมาผสมกับเม็ดพลาสติกและเรซิ่นบริสุทธิ์ได้ โดยเป็นสูตรที่เหมาะสมกับโครงสร้างผลิตภัณฑ์ เป็นต้น ดังนั้นหากลูกค้าต้องการปรับบรรจุภัณฑ์ บริษัทสามารถทำได้ทันที

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีที่ผ่านมารายได้เติบโตเฉลี่ยปีละ 7.8% และรักษาอัตรากำไรสุทธิได้ที่เฉลี่ยที่ราว 8%

ในปี 2016-2018 รายได้จากการขายเติบโตเฉลี่ยปีละ 7.8% ต่อปี โดยในปี 2017 รายได้จากการขายเติบโตก้าวกระโดดราว 14%Y-Y มาอยู่ที่ 1.3 พันลบ. โดยส่วนใหญ่เกิดจากการเติบโตของรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน ทั้งผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน และประเภทซอง เนื่องจากลูกค้าหลักของบริษัทฯ เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภครายใหญ่ซึ่งมีการออกผลิตภัณฑ์สู่ตลาดเพื่อตอบสนองความต้องการรวมถึงสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้าอยู่ตลอดเวลา รวมถึงการที่บริษัทฯ ให้ความสำคัญในการสร้างความสัมพันธ์ระยะยาวในลักษณะการเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ (Business Partnership) กับลูกค้า ส่งผลให้บริษัทฯ ได้รับโอกาสในการพัฒนาสินค้าใหม่ๆ จากลูกค้าอย่างต่อเนื่อง นอกจากรายได้จากการขายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนแล้ว บริษัทยังมีรายได้จากการขายอื่น ซึ่งส่วนใหญ่เป็นรายได้จากการขายวัตถุดิบให้กับบริษัทสตาร์ปรินท์ หรือ STARP เพื่อใช้ในการผลิตสินค้า อย่างไรก็ตามในเดือนก.พ.ปี 2018 บริษัทได้หยุดขายวัตถุดิบให้กับ STARP แล้ว และไม่มีนโยบายที่จะขายวัตถุดิบอีกในอนาคต

อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปี 2016 ที่ 13.74% ปี 2017 ที่ 21.41% และปี 2018 ที่ 21.93% สาเหตุที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2017 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเกิดจากการให้ความสำคัญกับการบริหารต้นทุนวัตถุดิบอย่างมากในปี 2017 โดยการเปรียบเทียบราคาจาก Supplier หลายรายเพื่อให้ได้ราคาและเงื่อนไขที่ดีที่สุด และมีการติดตามแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงราคาวัตถุดิบอย่างใกล้ชิดเพื่อพิจารณาสั่งซื้อวัตถุดิบอย่างเหมาะสม รวมถึงฝ่ายวิจัยและพัฒนายังมีการพัฒนาสูตรวัตถุดิบร่วมกับผู้ผลิตและจำหน่ายวัตถุดิบเพื่อเพิ่มทางเลือกและลดต้นทุนการผลิตมาอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทฯ สามารถบริหารต้นทุนวัตถุดิบได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ต้นทุนคงที่ต่อหน่วย ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา ยังลดลงจากการใช้กำลังการผลิตอย่างเต็มที่ ประกอบกับในปี 2017 บริษัทฯ มีการจำหน่ายเครื่องจักรให้แก่ STARP มูลค่า 45.30 ล้านบาท ทำให้ค่าเสื่อมราคาลดลง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของบริษัทในปี 2018 อยู่ที่ 9.3% ของรายได้จากการขายซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 7.7% ในปีก่อนหน้าเนื่องจากการเพิ่มทีมงานขายและการตลาดเพื่อรองรับการขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มสินค้าบริโภคเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ยังเกิดจากการปรับโครงสร้างการบริหารงานภายในโดยมีการจ้างผู้บริหารเพิ่มเติมเพื่อเตรียมความพร้อมในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงค่าธรรมเนียมวิชาชีพและค่าที่ปรึกษาต่างๆเพิ่มขึ้น

แม้ค่าใช้จ่ายจะเพิ่มขึ้นแต่บริษัทยังสามารถรักษาอัตรากำไรสุทธิได้ที่ 9.9% ในปี 2018 เนื่องจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและการบริหารอัตรากำไรขั้นต้นได้ดีขึ้น รวมถึงการลดลงของค่าใช้จ่ายทางการเงินจากการรีไฟแนนซ์เงินกู้ยืมระยะยาวไปใช้แหล่งการเงินสถาบันการเงินอื่นที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำลง

ผลการดำเนินงาน 1H19 ชะลอตัวตามภาวะเศรษฐกิจ

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H19 อยู่ที่ 30.12 ลบ. ลดลง 65%Y-Y เกิดจากรายได้จากการขายลดลง 11%Y-Y ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากการลดลงของยอดขายบรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าอุปโภคตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลดลง ทำให้กำลังซื้อของประชาชนลดลงและส่งผลทำให้ผู้ประกอบการที่เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนต่างก็ต้องการรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดของตัวเอง จึงทำให้การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น ขณะเดียวกันอัตรากำไรขั้นต้นลดลงมาอยู่ที่ 17.39% ลดลงจาก 24.6% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน เนื่องจากบริษัทฯ มีสต็อกวัตถุดิบราคาสูงเหลืออยู่ ประกอบ

กับในช่วงต้นปีลูกค้ารายใหญ่บางรายมีการปรับรายการสั่งซื้อสินค้าที่เป็นสินค้าใหม่ซึ่งเป็นเหตุการณ์พิเศษที่เกิดขึ้นและมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างผลิตภัณฑ์ซึ่งทำให้เกิดของเสียจากกระบวนการผลิตสูงขึ้น และต้นทุนการผลิตจะสูงขึ้นในช่วงแรก ประกอบกับในไตรมาส 2 ที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ที่โรงงาน 2 ทำให้ต้นทุนค่าแรงทางตรงค่าโสหุ้ยการผลิตเพิ่มขึ้น แต่การใช้กำลังการผลิตที่ไม่เต็มที่ทำให้ต้นทุนการผลิตคงที่ต่อหน่วยเพิ่มขึ้น

แนวโน้มกำไร 2H19 ฟื้นตัวกลับใกล้ระดับปกติ กำไรทั้งปี 2019 อาจยังเห็นการชะลอตัวจากปีก่อนเนื่องจากกำลังซื้อในครึ่งปีแรกที่ซบเซา

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2H19 ฟื้นตัวขึ้นจาก 1H19 ราว 43%H-H เนื่องจาก 1. โรงงานแห่งที่ 2 สามารถทำการผลิตได้ 100% ตั้งแต่เดือน พ.ค. 2019 หรือเห็นผลเต็มไตรมาสตั้งแต่ 3Q19 เป็นต้นไป จากที่บริษัทต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายทั้งค่าแรงและค่าโสหุ้ยโดยยังไม่สามารถใช้กำลังการผลิตได้เต็มที่ 2. ปริมาณการผลิตกลับมาฟื้นตัวหลังจากชะลอตัวลงใน 1H19 จากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากคู่แข่งรายใหญ่ และ 3.ต้นทุนวัตถุดิบลดระดับลงจาก 1H19 ซึ่งบางส่วนต้องใช้วัตถุดิบต้นทุนสูงจากการที่ลูกค้าบางรายมีการปรับเปลี่ยนสินค้าที่สั่งซื้อเป็นสินค้าใหม่

คาดการณ์ยอดขายใน 3Q19 จะเพิ่มขึ้น 15%Q-Q และอีก 3%Q-Q ใน 4Q19 เนื่องจากกำลังการผลิตและปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโรงงานแห่งที่ 2 ขณะที่การบริหารต้นทุนวัตถุดิบที่ดีขึ้นจะทำให้ Gross margin จะปรับตัวขึ้นเป็น 17% และ 20% ใน 3Q19 และ 4Q19 ตามลำดับ ซึ่งใกล้เคียงกับระดับปกติที่บริษัทจะทำได้ที่ราว 20-22% บนประมาณการ SG&A ที่ 10% ของยอดขายซึ่งลดลงจาก 11% ใน 1H19 ที่มีค่าใช้จ่ายพิเศษจากการปรับมาตรฐานบัญชีการตั้งสำรองพนักงานจำนวนราว 3 ลบ. เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q19 จะอยู่ที่ 16 ลบ. (+150%Q-Q) และ 4Q19 จะอยู่ที่ราว 27 ลบ. (+69%Q-Q) ตามลำดับ ซึ่งหากรวมกับกำไรสุทธิ 1H19 ที่อยู่ที่ 30 ลบ. จะทำให้ประมาณการกำไรปี 2019 ของเราอยู่ที่ราว 74 ลบ. ลดลง 46%Y-Y

ยอดขายจากกลุ่ม Food คาดว่าจะเติบโตแรง ผลักดัน Gross margin ขึ้นเป็นปกติในปี 2020

เราคาดว่ารายได้จากบรรจุภัณฑ์สำหรับการบริโภคจะเติบโตราว 65%Y-Y และสัดส่วนรายได้จะเพิ่มจาก 18-20% ในปี 2019 เป็น 22-25% ในปี 2020 ขณะที่คาดการณ์การเติบโตของรายได้จากบรรจุภัณฑ์กลุ่ม Non-food ซึ่งฐานลูกค้ามีความมั่นคงแล้ว เติบโตเท่ากับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกที่ราว 2.5-3% จากสมมติฐานดังกล่าวเราคาดว่าบริษัทจะมีรายได้จากการขายอยู่ที่ 1.4 พันลบ. +14%Y-Y กลับมาฟื้นตัวขึ้นจากการติดลบ 7%Y-Y ในปี 2019 บนสมมติฐานการใช้กำลังการผลิตที่ 70% จาก 63% ในปี 2019

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะขึ้นกลับมาอยู่ที่ 22% ในปี 2020 จาก 18% ในปี 2019 เนื่องจากบริษัทมีระบบการวางแผนการสั่งซื้อวัตถุดิบที่รัดกุมมากขึ้น และมีการเจรจาต่อรองกับ Supplier รวมทั้งการหาแหล่งวัตถุดิบใหม่ๆ เพื่อให้ต้นทุนวัตถุดิบลดลง เราคาดว่าราคาวัตถุดิบจะประหยัดได้ราว 1% ของรายได้จากการขาย ด้านค่าแรงทางตรง คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากนโยบายค่าแรงรายวันในระดับต่ำ สำหรับค่าโสหุ้ย คาดว่าจะมีความประหยัดต่อหน่วยมากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2019 ซึ่ง 1H19 การดำเนินการผลิตที่โรงงานแห่งที่ 2 ยังอยู่ในระดับต่ำ

บนสมมติฐาน SG&A to sale ที่ 8.2% ลดลงจาก 9% ในปี 2019 เนื่องจากไม่มีรายการ One-time เช่นการตั้งสำรองฯพนักงาน และค่าที่ปรึกษาในการเข้าจดทะเบียนฯ เป็นต้น เราคาดว่าบริษัทจะมีกำไรปี 2020 ที่ 146 ลบ. +98%Y-Y และอัตรากำไรคาดการณ์ที่ 10% ซึ่งใกล้เคียงกับปี 2017-2018

ปี 2021-2024 สัดส่วนรายได้จากกลุ่ม Food จะเพิ่มขึ้น ขณะที่รักษาสัดส่วนในตลาด Non-food ได้อย่างเหนียวแน่น คาดบริษัทรักษา Net margin ระยะยาวได้ที่ 10-11%

สำหรับในปี 2021-2024 เราคาดว่ารายได้จากการขยายจะเติบโตเฉลี่ย 8-10% ต่อปี โดยคาดว่าบริษัทจะทำการขยายตัวไปในบรรจุภัณฑ์ประเภทบริโภคอย่างต่อเนื่องเนื่องจากยังมีช่องว่างในการเติบโตได้อีกมาก เราคาดว่าสัดส่วนรายได้บรรจุภัณฑ์ประเภทบริโภคจะเพิ่มขึ้นเป็น 30% ในปี 2021 และ 40% ในอีก 5 ปีข้างหน้า (2024) บน

สมมติฐานการใช้กำลังการผลิตที่ 90% ในปี 2024 คาดอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง 2021-2024 ที่ราว 10% ต่อปี CAGR และอัตรากำไรที่ 10-11%

สภาพคล่องดี หนี้สินต่ำ

สภาพคล่องทางการเงินของบริษัทโดยพิจารณาจากอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้นต่อเนื่องโดย ณ สิ้นปี 2016-2018 อยู่ที่ 1.26 เท่า 1.39 เท่า และ 1.46 เท่าตามลำดับ โดยมี Cash cycle อยู่ที่ 1.60วัน 9.09 วัน และ 28.76 วัน ตามลำดับ การเพิ่มขึ้นของ Cash cycle เกิดจากระยะเวลาชำระหนี้เฉลี่ยลดลงจาก 80.76 วันในปี 2016 เป็น 77.39 วัน และ 66.73 วัน ในปี 2017 และ 2018

บริษัทมีอัตราส่วน D/E ratio อยู่ที่ 1.08 เท่าในปี 2018 ซึ่งลดลงจาก 1.32 เท่าในปี 2017 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงแรงงานที่มีฝีมือ: การผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนต้องอาศัยแรงงานฝีมือที่มีทักาะและความชำนาญสูง โดยเฉพาะการจัดแม่สี นอกจากนี้ยังมีส่วนของการพิมพ์ฟิล์มที่ต้องใช้ทักษะและฝีมือซึ่งส่วนใหญ่แล้วทักษะพวกนี้จะเกิดจากการฝึกฝนจากการปฏิบัติงานจริง (On the Job Training) ดังนั้น บริษัทฯ จึงอาจมีความเสี่ยงหากบุคลากรดังกล่าวไม่สามารถปฏิบัติงานอยู่กับบริษัทฯ ได้ในระยะยาว บริษัทจึงมีการจัดอบรมและฝึกฝนพนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมทักษะและความสามารถระดับสูงให้กับพนักงาน

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ: บริษัทฯได้มีการสั่งซื้อวัตถุดิบจากต่างประเทศซึ่งส่วนใหญ่ต้องชำระเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ โดยในปี 2016-2018 และงวด 6 เดือนแรกปี 2019 บริษัทฯ มีการสั่งซื้อวัตถุดิบที่จะต้องชำระเป็นเงินตราต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 16.85 ร้อยละ 25.13 ร้อยละ 25.05 และร้อยละ 14.06 ของมูลค่าการสั่งซื้อวัตถุดิบรวม ตามลำดับ ดังนั้นหากสกุลเงินดอลลาร์แข็งค่าก็จะทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น บริษัทจึงมีนโยบายในการกำหนดราคาสินค้าโดยคำนึงถึงความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งสามารถกำหนดราคาขายสินค้าได้อย่างเหมาะสมและสอดคล้องกับต้นทุนบริษัท และยังติดตามความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างใกล้ชิดรวมถึงการป้องกันความเสี่ยงโดยการซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน: เนื่องจากในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ชนิดอ่อนมีผู้เล่นเป็นจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ โดยบริษัทฯถือว่าเป็นผู้ผลิตรายใหญ่เนื่องจากมีลูกค้าเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภคชั้นนำของประเทศและยังเป็นผู้จำหน่ายบรรจุภัณฑ์ที่มีคุณภาพสูง บริษัทจึงเห็นความสำคัญกับการพัฒนาคุณภาพของสินค้าและผลิตภัณฑ์รูปแบบใหม่เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากมาตรการจากภาครัฐเกี่ยวกับบรรจุภัณฑ์พลาสติกที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม:ในปัจจุบันได้มีการอนุรักษ์พลาสติกมากขึ้นเนื่องจากขยะจากพลาสติกเป็นขยะที่ย่อยสลายได้ยาก และไม่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมทำให้บรรจุภัณฑ์อาจจะได้รับความนิยมน้อยลงได้ บริษัทได้เตรียมพร้อมรับการเปลี่ยนแปลงโดยการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องเพื่อให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	1338	1361	1258	1435	1578
Cost of sales	1051	1063	1031	1119	1223
Gross profit	286	298	226	316	355
SG&A	103	126	130	135	145
Operating profit	470	471	323	497	565
Other income	15	13	10	11	12
EBIT	199	185	107	192	222
EBITDA	225	189	137	225	262
Interest charge	16	14	15	9	5
Tax on income	37	35	18	37	43
Earnings after tax	147	136	74	146	174
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	147	136	74	146	174
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	147	136	74	146	174

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net profit	235	229	74	146	174
Deprec. & amortization	26	4	30	33	40
Change in working capital	22	62	4	133	25
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	213	168	77	13	149
Capital expenditure	7	54	100	120	250
Others	68	29	28	31	37
Cash flow from investing	61	83	72	89	213
Free cash flow	201	160	12	200	8
Net borrowings	92	55	19	59	3
Equity capital raised	0	50	427	0	0
Dividends paid	129	133	90	18	58
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	221	28	318	77	55
Net change in cash	18	3	323	153	119

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash	53	51	374	221	102
Accounts receivable	272	227	207	236	259
Inventory	195	204	198	215	235
Other current assets	13	13	14	15	15
Total current assets	533	495	792	686	611
Investments	0	0	0	0	0
Plant, property & equipment	339	389	459	546	756
Other assets	40	40	42	44	47
Total assets	912	924	1294	1276	1414
Short-term loans	63	113	100	10	10
Accounts payable	268	175	170	184	201
Current maturities	28	37	39	28	29
Other current liabilities	24	15	9	9	10
Total current liabilities	384	339	317	231	250
Long-term debt	122	122	102	42	44
Other non-current liab.	13	18	19	20	21
Total non-current liab.	136	140	121	62	65
Total liabilities	520	479	438	293	315
Registered capital	250	300	410	410	410
Paid up capital	250	300	410	410	410
Share premium	0	0	317	317	317
Legal reserve	7	17	21	21	21
Retained earnings	136	128	108	236	352
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	392	445	856	984	1099

Important Ratios (Consolidated)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Growth (%)					
Sales	14.3	1.7	-7.6	14.1	10.0
EBITDA	228.8	-16.0	-27.6	64.3	16.4
Net profit	340.5	-7.2	-45.9	98.4	19.0
Normalized earnings	340.5	-7.2	-45.9	98.4	19.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	21.4	21.9	18.0	22.0	22.5
EBITDA margin	16.8	13.9	10.9	15.7	16.6
EBIT margin	14.9	13.6	8.5	13.4	14.1
Normalized profit margin	11.0	10.0	5.9	10.2	11.0
Net profit margin	11.0	10.0	5.9	10.2	11.0
ROA	16.3	14.8	6.6	11.4	12.9
ROE	38.2	32.5	11.3	15.9	16.7
Risk (x)					
D/E	1.3	1.1	0.5	0.3	0.3
Net D/E	0.5	0.6	0.3	0.1	0.1
Per share data (Bt)					
EPS - Basis	0.59	0.54	0.22	0.36	0.42
EPS - FD	0.59	0.45	0.18	0.36	0.42
EBITDA	0.90	0.63	0.33	0.55	0.64
Book value	1.57	1.48	2.09	2.40	2.68
Dividend	0.00	0.00	0.04	0.14	0.17
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E - Basis	6.6	7.2	17.6	10.9	9.2
P/E - FD	6.6	8.6	21.6	10.9	9.2
P/BV	2.5	2.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.4	8.4	12.1	7.4	6.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.1	3.7	4.4

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
`e7eVGg ``RRŒ[o[o>vLJVdXoZg2&G™ =dxL G,nI QVcVep5Z:NJkTZdL o5HNJk;TZdL ; 4Vk:oJQT^eL7

สาขา อัลม่าลิงค์
`e7eV`dXT•eXg:7™ = > =gGXT I op5Z:kgTHQg o5HNJkTZdL ; 4Vk:oJQ

สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์
`e7eV`dTVgLJV™ =dxL I oQXgL;gH p5Z o5HNJkTZdL ; 4Vk:oJQ

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 `e7eVo>vLJVdX JeZoZ`V™ =dxL I MVTVe=p5Z:kgTHQg o5HMe:4`4L;4Vk:oJQT^e

สาขา บางกระปิ
`e7eVo`vLTeV™7 =dx ^–`:oXA3R02wI XeGQV–eZ p5Z:7X`:;dwL o5HMe:4cN ; 4Vk:oJQT^eL7V

สาขา บางนา
^Tl•`e7e=VkJGeZoZ`V™ ``RRŒ[dxL ^–`:oX5Jh oGgT I Me:-LHeVeG 4Tp5Z:Me:L o5HMe;L4eVk:oJQT^eL7\

สาขา สินธร 1
- `e7eV]gLKV JeZo =dxL ZgJUk p5Z:XkTQg o5HNJkTZdL ; 4Vk:oJQ

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
`e7eVo7hwUL^:ZL I ZgJUk p5Z:XkTQgLh o5HNJkTZdL ; 4Vk:oJQ

สาขา ลาดพร้าว
`e7eVV]e JeZoZ`V™ UlLgH =dxL I Q^ p5Z:;Hk;d4V o5H;Hk;d4 ; 4Vk:oJQT^eL7V

สาขา ประชาชื่น
`e7eVMh =dxL I oJ[MeX]:o7Vec^™ p5Z:X o5H;Hk;d4V ; 4Vk:oJQT^e

สาขา รังสิต
=dxL ^Tl~ H 7l7H ` X|eXl44e ; NJkTKeLh

สาขา อับดุลราฮิม
`e7eV`dMGkXVeagT ^–`: I QVcVeT p5 o5HMe:Vd4 ; 4Vk:oJQT

สาขา รัตนาธิเบศร์
I VdHLeKgoM[V™ H Me:4Vc]` ` oTj`:LLJM ; LLJMkVh

สาขา แจ้งวัฒนะ
o>vLJVdXp;–:ZdELc ``F ^–`: =dxL ^Tl• I p;–:ZdELc Me: Ne4o4VvG ; LLJMkVh

สาขา ขอนแก่น 1
=dxL4Xe:oTj`: HrLoTj`oTj`:5`Lp4•L ; 5`Lp4•L

สาขา ขอนแก่น 3
I 4Xe:oTj`: P›ž:VgTM H rLoTj`: ` oTj`:5`Lp4•L ; 5`Lp4•

สาขา อุดรธานี
I `kGVGk\Bh H ^Te4p5 ` oTj`:`kGVKeLh ; `kGV

สาขา เชียงใหม่ 1
308
^Tl•M–eLo=hU:r^T•pXL I =–e:7XeL H =–e:7XeL ` oTj`:o=hU:r^T• ; o=hU

สาขาเชียงใหม่ 2
310
^Tl•M–eLo=hU:r^T•pXLG™ I =–e:7XeL H =–e:7XeL ` oTj`: ; o=hU:r^T•

สาขาเชียงใหม่ 3
`e7eVTcXgoQX] ^Tl ^–`B1-1, B1-2 H pT•o^hUc ` oTj`:o=hU ; o=hU:r^T•

สาขา เชียงราย
^Tl• H VgT44 ` oTj`:o=hU:VeU ; o=hU

สาขา แม่สาย
^Tl•H pT•]eU ` pT•]eU ; o=hU:VeU

สาขา นครราชสีมา
HV`4]T`VeU H rLoTj`: ` oTj`:L7VVe=]hTe ; L7

สาขา สมุทรสาคร
I LV]g:^™ H T^e=dU ` oTj`:]TkJV]e7 ;]TkJV]e7V

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต
I ^XZ:Q•`ZdG<X`: HHXeGr^@•Tj`:Slo4vH ; Slo4vH

สาขา หาดใหญ่
=dxLX`U I NVc=eKg H ^eGr^@• ` ^eGr^@• ;

สาขา ตรัง
I ^–ZUU`G H JdMo ` oTj`:HVd:

สาขา สุราษฎร์ธานี
- ^Tl• I ZMeQG H Tc5eToHhxU ` oTj`:] ;]kVe\A™KeLh

สาขา ปัตตานี
- ^Tl• H Vl]cTgpX ` oTj`: ; N›HHeLh

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"›j"x` oLjw`:;e4Ve7 ;TkM7LeHeTN›;;dUQjxLCeL qG0%eG^Zd:OXH`MpJL
HOLD	"Ij" oLjw`:;e4Ve7 ;TkM7LeHeTN›;;dUQjxLCeL qG0%-10%^Zd:OXH`MpJL
SELL	"5e"UoLjw`:;e4Ve7 ;TkM7LeHeTN›;;dUQjxLCeL
TRADING BUY	">jx`o4v:4|e"s\oVLc;]dx4LThNVcoGvLJhwThOXMZ4H•`Ve7e^k–LrLVcUc]dxL pT
OVERWEIGHT	"X:JkLTe44Z"•ed-LXwG:;e47eG^Zd:Q
NEUTRAL	"X:JkLoJ•e4'dMd-LXwG:;e47eG^Zd:O
UNDERWEIGHT	"X:JkLL–`U4"Z•eLHjXweG;e47eG^Zd:G

^TeUo^Hk OXH`MpJLJhw7eG^Zd:`e;oNXhwULpNX:HeT7ZeTo]hwU:5`:HXeGJhwoQgwT5ix

DISCLAIMER: VeU:eL<MdMLhx;dGJ|eqeGDEMVgaeJ1X;d44VGQMV™e5L-`TlXJhwNVe4BrLVeU:eL<MdMLhxII4;dGJ|
o=jw`Z•e^Vj`7ZVo=jw`Z•eTh7ZeTL•eo=jw`Ij` pXc ^Vj`Th7ZeTII4H–`: `U•e:sV54–VHeTpMXVcg7\ZdeTo•VdJmVw
<MdMLhx`eUTLhp4NeX:oNpX4h–vs5 ^Vj`oQgwToHgTsG–HX`GoZXeqGUsT•H–`:p;–:r^–JVeMX•Z:^L–e LM>Vyg\dVJs
^Xd4JVdQU™HeTJhwNVe4BrLVeU:eL<MdMLhx VZTJdx:MVg\dJsT•sG–VdMNVcr4GLOMVgMcpJJ;i:^sVTj•VeVMe
o]hU^eUrGu Jhwo4gG5ixL;e44eVL|e5–`TlX^Vj`7ZeTo^vLrLVeU:eL<MdMLhxsNre–Vs`TM7Z•M4V4FeVGd4GHgDr;C

MVg\dJ5`]:ZLXg5]gJKg{rL5–`TlXpXc7ZeTo^eTJhgwN–VeI4BGUL|•e5–VeTUXepLX<cM7ZdMTo^vL+LVeU:eL<MdMLhxsNr
p]G:^Vj`oOUpQV•H•`]eKeVF=LsT•Z•eJdx:^TG^Vj`Me:]•ZL qGUsT•sG–VdMXLJkQLeH•oXd•4JXVedUQXd4^\Fh7Zde•T\V
5–`TlXpXcQ`gJ,eeV:FV`M7`M4•`L4eVHdG]gLr;X:JkL

MVg\dJ^Xd4JVdQU™ RŒLdLo>hU s>Vd];|e4dMarketTMaker)LpXeOoN•L4OrM•J[epZXdJG8pJQVeXigaIKegWarkQtsJLMKL™^Xd4JV
AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CB
CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INA,
INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTE
PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TOA,
TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA, XO, SET50 Future qGUMVg\dJb `e;;dG5]eMXdZ4gJov7dVeu^™–Ge`gdGxd:4Xd4eXZJkL7ZV[i4V
^Ld:]j`=hx=ZL5`:rM]|e7d@p]G:]gJKg`LkQdLK™Gd:4X•eZ4•`LHdG]gLr;X:JkL

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2019

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

O X] | e V Z ; 4 e V 4 | e 4 d M G l p X 4 g ; 4 e V M V g \ d J ; G J c o M h U L J h w p] G : s Z – L h x o N • L O X J h w s G – U ê ™ 4 p 4 ^ e • V ñ N | ¥ e V o Z J ; p s X J c U
H X e G ^ X d 4 J V d Q U ™ M ò V ` g \ T d J o ; G s ì c o M h U L o N Œ E G o O U H • `] e K e V F c p X c o N • L 5 – ` T l X J h w O l – X : J k L J d w Z s ñ N T è : T e V
5 ` : M k 7 7 X S e U L ` 4 H • ` T e H V C e L 4 e V 4 | e 4 d M G l p X 4 g ; 4 e V 5 ` : M V g \ d J ; G J c o M h U L q G U s T • s G – J o ; K G • J L c 4 b e M V h N U M L c ò T ñ g L
r = – 5 – ` T l X S e U r L 5 ` : M V g \ d J ; G J c o M h U L r L 4 e V N V c o T g L G d : L d x L O X] | e V Z ; J h w p] G : V 5 ñ x : ; M : ¼ g T • d s J G ; – G o N c o L M 4 h e U V L V
o N • L 4 e V r ^ – 7 | e p L c L | e r L 4 e V X : J k L r L ^ X d 4 J V d Q U ™ 5 ` : M V T g l ¼ J i ; : G 7 Z d g r ¼ V H E U ® ^ e V H j L ò | e m L L 4 œ L V | Z g G ¤ V G e b – ^ r ™ – p 5 – e H d G]
r G u J h w o 4 h w U Z 4 d M M V g \ d J ; G J c o M h U L J h w p] G : r L O X] | e V Z ; L h x

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

5 – ` T C G X Score N V c ; | e d 2 • ; e 4] T e 7 T] • : o] V g T] I e M d L 4 V V T 4 e V M V g \ d J s J U

5 – ` T l X M V g \ d J J h w o 5 – e V • Z T q 7 V : 4 e V p L Z V • Z T N B g M T d a l G A C ) : 5 ` e 7 T è 4 ∓ L – s : J o U V l g 4 T e M e H M • d L H 4 – ¥ V J T k ; e Λ g M

5 – ` T l X d F L O l Q w V [ ; g 4 e U L T h 4 X k • T 7 j `

- s G – N V c 4 e [o ; H L e V C A C F ™ o 5 – e V • Z T
- s G – V d M 4 € A C V d M V ` :