

# STARFLEX SFLEX TB

## THAILAND / PACKAGING

# BUY

UNCHANGED

## คาดการณ์ 3Q25 ดีขึ้น q-q แต่ลดลง y-y

- คาดการณ์ 3Q25 ดีขึ้น q-q จากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นแต่ลดลง y-y จากฐานสูงใน 3Q24
- คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวได้ที่ 23-24% จากการบริหารจัดการต้นทุน
- กำไร 2025 อาจทรงตัวหรือลดลง แต่ P/E ถูกเพียง 8.2x P/E คงคำแนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB3.90
CLOSE	THB2.72
UP/DOWNSIDE	+43.4%
PRIOR TP	THB3.90
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	-4.9%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,869	1,975	2,077	2,167
Net profit	281	271	276	288
EPS (THB)	0.34	0.33	0.34	0.35
vs Consensus (%)	-	(3.5)	(11.0)	(8.6)
EBITDA	359	348	374	392
Recurring net profit	278	271	276	288
Core EPS (THB)	0.34	0.33	0.34	0.35
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	53.2	(2.6)	2.1	4.0
Core P/E (x)	8.0	8.2	8.1	7.8
Dividend yield (%)	4.9	4.9	5.0	5.2
EV/EBITDA (x)	7.9	8.2	7.6	7.2
Price/book (x)	2.0	1.9	1.9	1.9
Net debt/Equity (%)	54.5	53.8	51.1	49.1
ROE (%)	25.9	23.6	23.9	24.6

## คาดการณ์กำไร 3Q25 เพิ่มขึ้น q-q แต่ลดลง y-y

เราคาดว่าผลประกอบการของ SFLEX ใน 3Q25 จะฟื้นตัวจาก 2Q25 ซึ่งเป็นช่วงโลว์ซีซั่น โดยคาดการณ์กำไรสุทธิที่ 61.1 ล้านบาท +13.3% q-q แต่ -19.6% y-y จากกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 76.0 ล้านบาทใน 3Q24 การฟื้นตัว q-q ส่วนใหญ่มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับขึ้นเป็น 24.0% จาก 23.7% ใน 2Q25 จากต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับลดลงเร็ว ส่วนรายได้คาดว่าจะเติบโตเพียงเล็กน้อย +2.8% q-q ตามการฟื้นตัวของภาคบริโภคในประเทศที่ยังช้า ขณะที่เงินบาทแข็งค่าขึ้นราว 2% q-q เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์เวียดนาม ส่งผลให้ส่วนแบ่งกำไรจาก Starprint Vietnam ดีขึ้นเล็กน้อยแต่ยังไม่เติมศักยภาพ

## อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวไปแล้วใน 2024 แต่คาดว่าจะรักษาระดับ 23-24% ได้

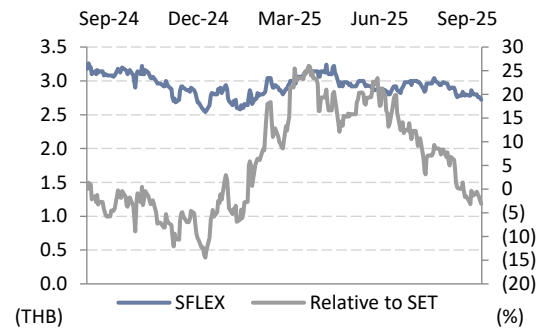
ในฐานะผู้ประกอบการปลายน้ำ SFLEX ได้อานิสงส์จากราคาน้ำมันดิบและวัตถุดิบที่ปรับลดลง ดันอัตรากำไรขั้นต้นจาก 12.6% ในปี 2022 ขึ้นมาเป็น 24.7% ในปี 2024 โดยมี 3Q24 เป็นไตรมาสที่ดีที่สุด หลังจากนั้นอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวในช่วง 23-24% ได้ โดยมีปัจจัยหนุนจากการจัดหาวัตถุดิบที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โครงการ Solar rooftop ขนาด 1.5MW (เริ่มจ่ายไฟฟ้าใน 3Q25) การลงทุนผลิตฟิล์มด้วยเครื่อง Blow film เพื่อลดการพึ่งพาผู้ขายภายนอก และการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตเพื่อลดของเสีย

## กำไรปี 2025 อาจไม่เติบโตแต่เชื่อกลับมาดีขึ้นในปี 2026

หากผลประกอบการ 3Q25 เป็นไปตามคาด กำไรในงวด 9M25 จะคิดเป็นเพียง 66% ของประมาณการทั้งปี และลดลง 11.9% y-y แม้ว่า 4Q25 จะเป็นช่วง high season แต่ยังมีความเสี่ยงที่ประมาณการทั้งปีของเราจะสูงเกินไป เราจะทบทวนอีกครั้งหลังงบการเงินประกาศ ทั้งนี้กำไรทั้งปี 2025 อาจไม่เติบโตจากฐานสูงในปีก่อนและแรงกดดันด้านราคาขาย แต่เราคาดว่าปี 2026 จะกลับมาขยายตัว จากการฟื้นตัวของภาคบริโภคในประเทศ มาตรการควบคุมต้นทุนที่ต่อเนื่อง และค่าเงินบาทที่ทรงตัวมากขึ้น ซึ่งจะเอื้อต่อการรับรู้อำนาจ Starprint Vietnam ได้เต็มที่

## Valuation ถูกกว่ากลุ่มภาคภัณฑ์ต้นน้ำ

แม้ว่ากำไรระยะสั้นจะอ่อนตัว แต่ Valuation ถูกโดยหุ้นซื้อขายที่ 2025E P/E เพียง 8.2x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มภาคภัณฑ์ต้นน้ำที่ 10-13x เรามองว่าถูกเกินไปและคงคำแนะนำ "ซื้อ" นอกจากนี้ โครงการซื้อหุ้นคืนสิ้นสุดวันที่ 30 ก.ย. 2025 ล่าสุด 13 ส.ค. 2025 บริษัทซื้อหุ้นคืนแล้ว 23.9 ล้านหุ้น (85% ของโครงการ) 2.9% ของทุนชำระแล้ว ที่ราคาเฉลี่ย 2.94 บาทต่อหุ้น



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(8.1)	(4.9)	(18.1)
Relative to country (%)	(10.1)	(17.7)	(6.8)
Mkt cap (USD m)	64		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	0		
Major shareholder	Mr. Printhorn Apithanasriwong (24%)		
12m high/low (THB)	3.54/2.28		
Issued shares (m)	820.01		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



**Jitra Amornthum**

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530  
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

## Investment thesis

We expect SFLEX's 3Q25 core profit at THB61m, +13% q-q but -20% y-y, supported by margin recovery to 24% despite only modest revenue growth of 2.8%. The baht's appreciation should also slightly improve contributions from Starprint Vietnam.

While 2025 earnings may stagnate due to the high base and pricing pressure, we expect a recovery in 2026 driven by domestic consumption, better cost management, and stable FX.

Valuation remains compelling at 8.2x 2025E P/E, below peers at 10–13x. We therefore maintain our BUY rating on the stock.

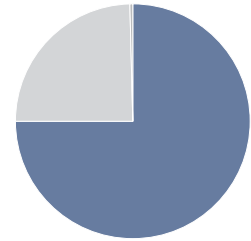
## Company profile

Starflex is a leading manufacturer and distributor of flexible packaging in roll form, selling mainly to local consumer product suppliers. Its flexible packaging is a multilayer film, splicing 2-5 layers using glue or resin as a binding material which results in a rigid film that is resistant to heat and high pressure, and is lightweight and capable of having graphic patterns printed on the surface.

[www.starflex.co.th](http://www.starflex.co.th)

## Principal activities (revenue, 2024)

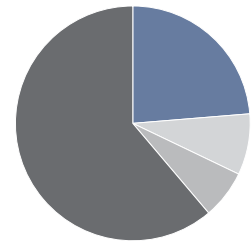
- Non-food packaging - 75.0 %
- Food packaging - 24.6 %
- Others - 0.4 %



Source: Starflex

## Major shareholders

- Mr. Printhorn Apithanasriwong - 23.7 %
- Mr. Ek Picharnchitra - 8.4 %
- BTS Group Holdings - 6.7 %
- Others - 61.2 %



Source: Starflex

## Catalysts

Key potential catalysts include 1) a broad-based economic recovery, 2) a decline in oil prices, 3) baht appreciation, and 4) strong consumption growth in Vietnam.

## Risks to our call

Downside risks to our P/E-based TP include 1) a sharp rise in crude oil prices; 2) rising inflation pressuring consumers' purchasing power; and 3) baht depreciation.

## Event calendar

Date	Event
30 September 2025	End of the share repurchase program
November 2025	3Q25 Earnings announcement

## Key assumptions

	2024A (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)
Sales revenue	1,869	1,975	2,077	2,167
Growth (%)	4.1	5.7	5.1	4.3
Non-food packaging	1,402	1,481	1,557	1,625
Food packaging	460	486	511	533
Gross margin (%)	24.7	24.1	24.2	24.3
SG&A to sales (%)	10.4	10.9	10.5	10.5
Core profit margin (%)	14.9	13.7	13.3	13.3

Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in gross margin, we project SFLEX's 2025 core profit to change by 3.6%, all else being equal.
- For every 0.5% change in SG&A to sales, we project SFLEX's 2025 core profit to change by 4.0%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

## คาดการณ์กำไร 3Q25 ดีขึ้น q-q แต่ลดลง y-y จากฐานสูงปีก่อน

ผลประกอบการของ SFLEX ใน 3Q25 ฟื้นคืนจากไตรมาสก่อนซึ่งเป็น low season เราคาดการณ์กำไรปกติ (Core profit) 61.1 ล้านบาท +13.3% q-q แต่ -19.6% y-y จาก 4Q24 ที่มีกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 76.0 ล้านบาท

กำไรที่เราคาดว่าจะดีขึ้นจากไตรมาสก่อนโดยหลักมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เราคาดว่าจะดีขึ้นเป็น 24.0% จาก 23.7% ใน 2Q25 แม้วางยังอาจเห็นลูกค้าขอปรับลดราคาขายลงต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน ตามทิศทางราคาน้ำมันโลกที่ปรับลง แต่ราคาวัตถุดิบที่ปรับลงเร็วกว่าทำให้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวได้บ้าง

ในส่วนของการขายได้จากการขาย อาจไม่ได้ขยายตัวมากนักตามการบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัวช้า เราจึงคาดการณ์รายได้ +2.8% q-q นอกจากนี้ ค่าเงินบาทที่ยังแข็งค่าต่อเนื่องอีกเล็กน้อยราว 2% q-q เมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์เวียดนาม ทำให้ส่วนแบ่งกำไรที่ได้รับจาก Starprint Vietnam ดีขึ้นจากไตรมาสก่อนแต่ยังดีไม่เต็มที่

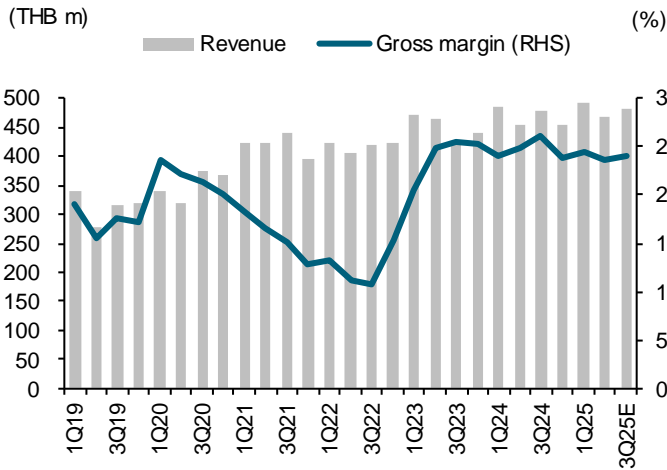
ธุรกิจของ SFLEX อยู่ในขั้นปลายน้ำจึงได้ประโยชน์จากการปรับลงของราคาน้ำมันดิบโลกและราคาเม็ดพลาสติกในช่วงกว่า 2 ปีที่ผ่านมา ประกอบกับการบริหารจัดการของบริษัทโดยการปรับปรุงเครื่องจักร และการจัดหาวัตถุดิบจาก supplier หลายรายมากขึ้น ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 12.6% ในปี 2022 เป็น 24.0% ในปี 2023 และ 24.7% ในปี 2024 โดยมี 3Q24 เป็นไตรมาสที่ดีที่สุด หลังจากนั้นเราเริ่มเห็นการขอเจรจาปรับลดราคาขายของลูกค้า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นทยอยปรับลง ซึ่งเป็นเหตุผลหลักที่ทำให้เราคาดว่ากำไรปกติใน 3Q25 จะลดลง y-y อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทจะรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ได้ในระดับ 23%-24% จากการบริหารด้านการจัดซื้อวัตถุดิบ การจัดการด้านพลังงานโดยการติดตั้ง Solar rooftop ขนาด 1.5MW ซึ่งเริ่มจ่ายไฟฟ้าใน 3Q25 ช่วยลดต้นทุนการผลิตในโรงงาน การลงทุนผลิตฟิล์มซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก ด้วยเครื่อง Blow film ทดแทนการนำเข้าหรือซื้อจากผู้ขายภายนอก และการปรับปรุงกระบวนการผลิตให้มีของเสียน้อยที่สุด

### Exhibit 1: SFLEX - 3Q25 earnings preview

Year to Dec 31	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Change		9M24	9M25E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	2025E
Sales	476	455	492	468	481	2.8	1.0	1,414	1,441	1.9	72.9
Cost of sales	(352)	(347)	(371)	(357)	(366)	2.4	3.8	(1,061)	(1,094)	3.1	73.0
Gross profit	124	109	121	111	115	4.3	(7.0)	353	347	(1.7)	72.8
Other income	7	9	5	5	5	(2.7)	(28.1)	18	15	(17.6)	74.8
Operating costs	(55)	(39)	(53)	(62)	(60)	(3.0)	9.3	(156)	(175)	11.9	81.2
Operating profit	76	79	72	54	60	12.0	(20.7)	214	186	(13.0)	66.5
Operating EBITDA	92	98	90	71	80	12.9	(13.1)	264	241	(8.6)	69.3
Interest expense	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(4.4)	(10.0)	(27)	(23)	(12.2)	82.5
Associates	10	6	2	4	7	56.7	(33.9)	18	12	(30.4)	57.9
<b>Reported net profit</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>15.0</b>	<b>(19.0)</b>	<b>204</b>	<b>179</b>	<b>(12.1)</b>	<b>66.3</b>
<b>Core profit</b>	<b>76</b>	<b>74</b>	<b>64</b>	<b>54</b>	<b>61</b>	<b>13.3</b>	<b>(19.6)</b>	<b>204</b>	<b>179</b>	<b>(11.9)</b>	<b>66.3</b>
Reported EPS (THB)	0.097	0.093	0.083	0.069	0.075	8.0	(23.2)	0	0	(12.0)	68.6
Core EPS (THB)	0.093	0.090	0.079	0.066	0.075	13.3	(19.6)	0	0	(11.9)	66.3
<b>Key Ratios</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	
Gross margin	26.1	23.9	24.5	23.7	24.0	0.3	(2.1)	24.9	24.1	(0.9)	
SG&A / Sales	11.5	8.5	10.9	13.2	12.5	(0.7)	0.9	11.1	12.2	1.1	
Operating margin	15.9	17.8	14.8	11.4	12.6	1.2	(3.3)	15.1	12.9	(2.2)	
EBITDA margin	19.3	21.6	18.3	15.1	16.6	1.5	(2.7)	18.7	16.7	(1.9)	
Core profit margin	16.0	16.3	13.1	11.5	12.7	1.2	(3.3)	14.4	12.5	(1.9)	

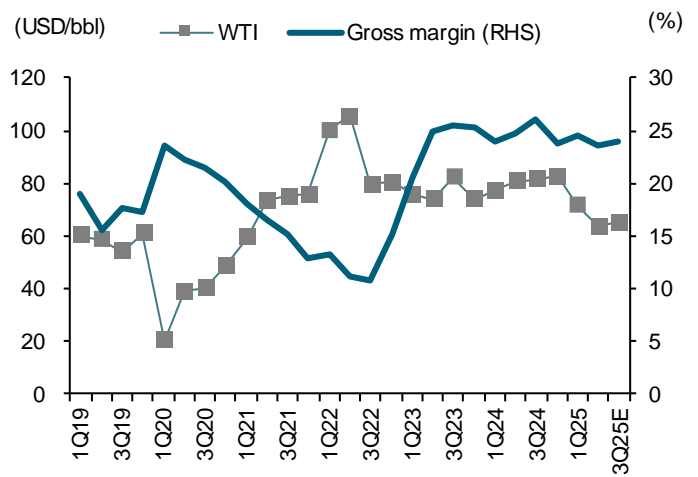
Sources: SFLEX, FSSIA estimates

**Exhibit 2: Revenue and gross margin**



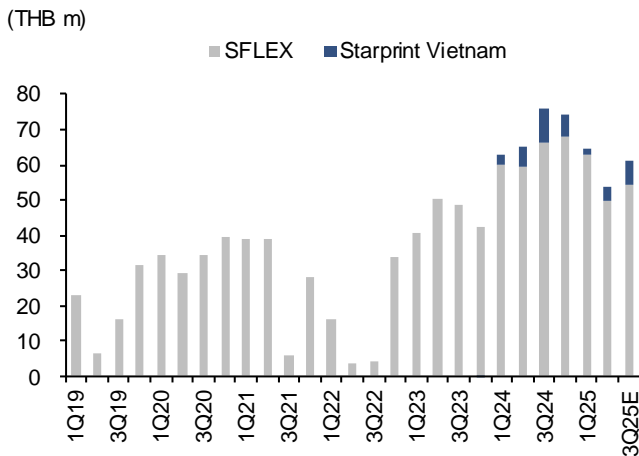
Sources: SFLEX, FSSIA estimates

**Exhibit 3: Gross margin vs crude oil price**



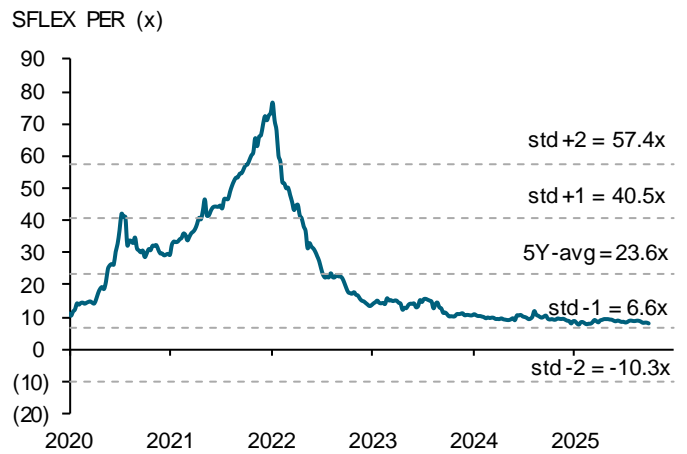
Sources: SFLEX, Bloomberg, FSSIA estimates

**Exhibit 4: SFLEX's core profit**



Sources: SFLEX, FSSIA estimates

**Exhibit 5: One-year rolling forward P/E band**



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

**แนวโน้มกำไรปี 2025 อาจไม่โตต่อจากปีก่อนแต่แนวโน้มคาดกลับมาดีปีหน้า**

หากกำไร 3Q25 เป็นไปตามคาด กำไรในงวด 9M25 จะคิดเป็นเพียง 66% ของประมาณการทั้งปี และอาจลดลง 11.9% y-y แม้ว่า 4Q25 จะเป็น high season แต่มีโอกาสสูงที่ประมาณการของเราจะสูงเกินไป เราจะทบทวนประมาณการอีกครั้งหลังบริษัทประกาศงบการเงิน แม้ว่ากำไรของ SFLEX ในปี 2025 อาจไม่เติบโตต่อเพราะฐานสูงในปีก่อน แต่เรายังเชื่อว่าปี 2026 จะกลับมาขยายตัวจากการบริโภคในประเทศที่ทยอยฟื้น ประกอบกับการบริหารจัดการต้นทุนการผลิต และค่าเงินบาทที่ไม่แข็งค่าเร็วเหมือนในปีนี้ ซึ่งจะไม่เป็นอุปสรรคในการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรของ Starprint Vietnam ได้เต็มที่

แม้ว่ากำไรของ SFLEX ในปี 2025 ไม่สดใสเท่าปีก่อน หากประมาณการกำไรถูกรับปรับลง 5%-10% ราคาหุ้นปัจจุบันก็ยังมีย 2025E P/E เพียง 8.2x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโภคภัณฑ์ต้นน้ำที่มี P/E 10-13x เราคิดว่าถูกเกินไป จึงคงคำแนะนำซื้อ

ทั้งนี้ โครงการซื้อหุ้นคืนของบริษัทสิ้นสุดวันที่ 30 ก.ย. 2565 ล่าสุด ณ วันที่ 13 ส.ค. 2565 บริษัทซื้อหุ้นคืนแล้วทั้งสิ้น 23.9 ล้านหุ้น คิดเป็น 85% ของหุ้นตามโครงการ และคิดเป็น 2.9% ของทุนชำระแล้ว ราคาเฉลี่ยหุ้นซื้อคืนเท่ากับ 2.94 บาทต่อหุ้น

## Financial Statements

### Starflex

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,795	1,869	1,975	2,077	2,167
Cost of goods sold	(1,365)	(1,408)	(1,499)	(1,575)	(1,641)
<b>Gross profit</b>	<b>430</b>	<b>461</b>	<b>476</b>	<b>502</b>	<b>525</b>
Other operating income	23	27	20	22	22
Operating costs	(223)	(195)	(216)	(219)	(226)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>288</b>	<b>359</b>	<b>348</b>	<b>374</b>	<b>392</b>
Depreciation	(58)	(66)	(68)	(70)	(71)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>230</b>	<b>293</b>	<b>280</b>	<b>304</b>	<b>321</b>
Net financing costs	(10)	(35)	(28)	(29)	(27)
Associates	0	24	21	29	32
Recurring non-operating income	0	24	21	29	32
Non-recurring items	3	3	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>223</b>	<b>285</b>	<b>273</b>	<b>304</b>	<b>326</b>
Tax	(39)	(4)	(3)	(28)	(38)
<b>Profit after tax</b>	<b>184</b>	<b>281</b>	<b>271</b>	<b>276</b>	<b>288</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>184</b>	<b>281</b>	<b>271</b>	<b>276</b>	<b>288</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(3)</b>	<b>(3)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>181</b>	<b>278</b>	<b>271</b>	<b>276</b>	<b>288</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.22	0.34	0.33	0.34	0.35
Reported EPS	0.22	0.34	0.33	0.34	0.35
DPS	0.09	0.13	0.13	0.13	0.14
Diluted shares (used to calculate per share data)	820	820	820	820	820
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	7.5	4.1	5.7	5.1	4.3
Operating EBITDA (%)	132.7	24.6	(3.1)	7.4	4.8
Operating EBIT (%)	241.6	27.4	(4.4)	8.6	5.4
Recurring EPS (%)	231.2	53.2	(2.6)	2.1	4.0
Reported EPS (%)	234.6	52.4	(3.6)	2.1	4.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	24.0	24.7	24.1	24.2	24.3
Gross margin exc. depreciation (%)	27.2	28.2	27.5	27.5	27.5
Operating EBITDA margin (%)	16.1	19.2	17.6	18.0	18.1
Operating EBIT margin (%)	12.8	15.7	14.2	14.6	14.8
Net margin (%)	10.1	14.9	13.7	13.3	13.3
Effective tax rate (%)	17.4	1.4	0.9	9.2	11.7
Dividend payout on recurring profit (%)	40.7	39.3	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	23.7	9.0	10.6	11.6	13.0
Inventory days	92.1	98.6	101.3	92.4	85.0
Debtor days	59.5	62.3	60.3	60.6	60.3
Creditor days	83.9	85.8	80.5	79.7	77.5
Operating ROIC (%)	17.4	24.2	21.7	21.6	22.1
ROIC (%)	13.5	18.2	16.4	16.5	16.9
ROE (%)	18.3	25.9	23.6	23.9	24.6
ROA (%)	10.4	14.8	13.5	13.6	13.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Non-food packaging	1,418	1,402	1,481	1,557	1,625
Food packaging	353	460	486	511	533
Others	24	7	8	8	9

Sources: Starflex; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Starflex

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	181	278	271	276	288
Depreciation	58	66	68	70	71
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	-	-	(96)	(128)	(105)
Change in working capital	(43)	(96)	7	23	(12)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>197</b>	<b>248</b>	<b>250</b>	<b>241</b>	<b>241</b>
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	-	(129)	(116)	(116)	(109)
Net acquisitions & disposals	(460)	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(460)</b>	<b>(129)</b>	<b>(116)</b>	<b>(116)</b>	<b>(109)</b>
Dividends paid	(59)	(82)	(108)	(111)	(115)
Equity finance	(100)	(50)	0	0	0
Debt finance	346	26	(13)	(10)	(5)
Other financing cash flows	-	-	-	-	2
<b>Cash flow from financing</b>	<b>187</b>	<b>(107)</b>	<b>(121)</b>	<b>(121)</b>	<b>(118)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	28	0	2	2	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>28</b>	<b>(31)</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(48)</b>	<b>(19)</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>14</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(252.93)	153.78	162.49	153.54	159.12
Free cash flow to equity (FCFE)	111.57	113.47	122.94	116.01	129.26
<b>Per share (THB)</b>					
FCFF per share	(0.31)	0.19	0.20	0.19	0.19
FCFE per share	0.14	0.14	0.15	0.14	0.16
Recurring cash flow per share	0.29	0.42	0.30	0.27	0.31
<b>Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec</b>					
Tangible fixed assets (gross)	1,141	1,244	1,314	1,379	1,444
Less: Accumulated depreciation	(365)	(413)	(481)	(550)	(621)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>776</b>	<b>832</b>	<b>834</b>	<b>829</b>	<b>823</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>40</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	408	492	502	512	512
Cash & equivalents	81	62	77	83	98
A/C receivable	322	316	337	353	363
Inventories	326	398	396	366	365
Other current assets	27	40	42	44	47
<b>Current assets</b>	<b>756</b>	<b>817</b>	<b>852</b>	<b>847</b>	<b>873</b>
Other assets	62	18	18	18	18
<b>Total assets</b>	<b>2,042</b>	<b>2,187</b>	<b>2,230</b>	<b>2,230</b>	<b>2,251</b>
Common equity	1,001	1,140	1,149	1,160	1,176
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,001</b>	<b>1,140</b>	<b>1,149</b>	<b>1,160</b>	<b>1,176</b>
Long term debt	168	352	339	328	324
Other long-term liabilities	46	57	58	60	62
<b>Long-term liabilities</b>	<b>215</b>	<b>409</b>	<b>397</b>	<b>389</b>	<b>386</b>
A/C payable	331	306	326	332	335
Short term debt	480	332	356	348	352
Other current liabilities	16	0	2	2	2
<b>Current liabilities</b>	<b>827</b>	<b>638</b>	<b>683</b>	<b>681</b>	<b>689</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>2,042</b>	<b>2,187</b>	<b>2,230</b>	<b>2,230</b>	<b>2,251</b>
Net working capital	328	449	447	430	438
Invested capital	1,615	1,819	1,825	1,814	1,816
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
<b>Per share (THB)</b>					
Book value per share	1.22	1.39	1.40	1.42	1.43
Tangible book value per share	1.17	1.36	1.37	1.38	1.40
<b>Financial strength</b>					
Net debt/equity (%)	56.7	54.5	53.8	51.1	49.1
Net debt/total assets (%)	27.8	28.4	27.7	26.6	25.7
Current ratio (x)	0.9	1.3	1.2	1.2	1.3
CF interest cover (x)	12.5	7.9	9.4	9.1	9.8
<b>Valuation</b>					
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>12.3</b>	<b>8.0</b>	<b>8.2</b>	<b>8.1</b>	<b>7.8</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>17.6</b>	<b>11.5</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>	<b>11.1</b>
Reported P/E (x)	12.1	7.9	8.2	8.1	7.8
Dividend yield (%)	3.3	4.9	4.9	5.0	5.2
Price/book (x)	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9
Price/tangible book (x)	2.3	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (x) **	9.7	7.9	8.2	7.6	7.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.1	10.6	11.0	10.1	9.6
EV/invested capital (x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Starflex; FSSIA estimates

# Starflex PCL (SFLEX TB)

**FSSIA ESG rating**
**n/a**

## Exhibit 6: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Source: FSSIA estimates

## Exhibit 7: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings					Bloomberg		
		DJSI	SET ESG	SET ESG Rating	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	67.71	5.69	4.38	4.05	4.77	4.43	4.02	Medium	57.34	BBB	22.70	60.82	67.31	1.19	35.34
Coverage	66.17	5.16	4.33	3.94	4.81	4.43	3.83	Medium	56.41	BBB	18.92	59.20	65.82	1.38	35.46
SFLEX	17.00	--	--	--	4.00	3.00	Certified	--	--	--	--	--	--	--	--
AJ	32.11	--	--	AAA	5.00	4.00	Certified	--	--	--	--	64.91	--	--	--
BGC	33.87	--	Y	AA	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	30.97	--	--	--
CSC	28.92	--	--	BBB	5.00	5.00	Certified	--	--	--	--	31.33	--	--	--
PJW	18.00	--	--	A	4.00	4.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation

## Exhibit 8: ESG disclosure from the company's one report

FY ending Dec 31	FY 2023	FY ending Dec 31	FY 2023
<b>Environmental</b>		<b>Governance</b>	
Climate change policy	Yes	<b>Board size / Independent directors (ID) / Female</b>	<b>9 / 5 / 0</b>
Climate change opportunities discussed	Yes	No. of board meetings for the year / % attendance	5 / 100%
GHG scope 2 location-based policy	Yes	Company conducts board evaluations	Yes
Biodiversity policy	Yes	Number of non-executive directors on board	5
Energy efficiency policy	Yes	Director share ownership guidelines	No
Electricity used	Yes	Board age limit	No
Fuel used - crude oil/diesel	--	Age of the youngest / oldest director	56 / 81
Waste reduction policy	Yes	Number of executives / female	6 / 0
Water policy	Yes	Executive share ownership guidelines	No
Water consumption	Yes	<b>Size of audit committee / ID</b>	<b>3 / 3</b>
<b>Social</b>		Audit committee meetings	8
Human rights policy	Yes	Audit committee meeting attendance (%)	100
Policy against child labor	--	<b>Size of compensation committee</b>	<b>3 / 2</b>
Quality assurance and recall policy	Yes	Number of compensation committee meetings	3
Consumer data protection policy	Yes	Compensation committee meeting attendance (%)	100
Equal opportunity policy	Yes	<b>Size of nomination committee / ID</b>	<b>3 / 2</b>
Gender pay gap breakout	--	Number of nomination committee meetings	3
Pct women in workforce	41.2	Nomination committee meeting attendance (%)	100
Business ethics policy	Yes	Board compensation (THB m)	6.12
Anti-bribery ethics policy	Yes	Auditor fee (THB m)	2.1
Health and safety policy	Yes	(EY OFFICE LIMITED)	
Lost time incident rate - employees	--		
Training policy	Yes		
Fair remuneration policy	Yes		
Number of employees - CSR	--		
Total hours spent by firm - employee training	--		
Social supply chain management	Yes		

Source: FSSIA's compilation

## Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>SETESG inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETESG Index</b> is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality &amp; peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-top: 10px;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-top: 10px;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td><b>Leader:</b></td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td><b>Average:</b></td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570			<b>A</b>	5.714-7.142			<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285			<b>B</b>	1.429-2.856			<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
<b>AA</b>	7.143-8.570																												
<b>A</b>	5.714-7.142																												
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
<b>BB</b>	2.857-4.285																												
<b>B</b>	1.429-2.856																												
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																												
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

### History of change in investment rating and/or target price

#### Starflex (SFLEX TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
10-Mar-2023	BUY	4.70	04-Dec-2023	BUY	5.60	18-Feb-2025	BUY	4.70
12-Jun-2023	BUY	5.50	18-Sep-2024	BUY	5.10	13-Jun-2025	BUY	3.90

Jitra Amornthum started covering this stock from 10-Mar-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Starflex	SFLEX TB	THB 2.72	BUY	Downside risks to our P/E-based TP include 1) a sharp rise in crude oil prices; 2) rising inflation pressuring consumers' purchasing power; and 3) baht depreciation.

Source: FSSIA estimates

### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 26-Sep-2025 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

**BUY (B).** The upside is 10% or more.

**HOLD (H).** The upside or downside is less than 10%.

**REDUCE (R).** The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.