

SFLEX (SFLEX TB)

บมจ. สตาร์เฟล็กซ์

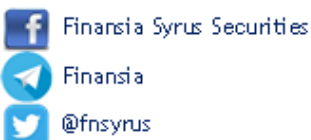
BUY

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	8.00
Price (09/04/2021)	5.90
up/downside (%)	+35.6
SET Index	1,566.34
Sector	Packaging
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.60
Free float (%)	31.68
Market cap (Bt m)	4,838.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	52.63
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	6.55, 5.25, 5.88
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,398	1,570	1,853	2,029
Normalized profit	141	186	231	244
Net profit	143	186	231	244
EPS (Bt) - norm	0.17	0.23	0.28	0.30
EPS (Bt) - reported	0.17	0.23	0.28	0.30
% growth y-y	81.7	29.9	24.4	5.7
Dividend/share (Bt)	0.13	0.14	0.17	0.18
BV/share (Bt)	1.07	1.12	1.19	1.25
EV/EBITDA (x)	21.7	18.9	15.2	13.0
PER (x) - norm	33.9	26.1	21.0	19.8
PER (x)	33.9	26.1	21.0	19.8
PBV (x)	5.5	5.3	5.0	4.7
Dividend yield (%)	2.1	2.3	2.9	3.0
Norm ROE (%)	16.7	20.6	24.4	24.4
YE No. of shares (million)	820	820	820	820
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amorntum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitraa@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



ปรับกำไรขึ้นสะท้อนการขยายกำลังการผลิต

เราคาดกำไร 1Q21 โตต่อเนื่อง +2.3% Q-Q, +18.4% Y-Y เป็น 41.2 ล้านบาท จากรายได้ที่ทำสถิติสูงสุดตามความต้องการของตลาดบรรจุภัณฑ์แบบอ่อน และการขยายตลาดใหม่ กำไรดังกล่าวคิดเป็น 22.2% ของกำไรทั้งปีที่คาด 185.6 ล้านบาท +29.9% Y-Y บริษัทกำลังขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 30% เพื่อรองรับคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นในบรรจุภัณฑ์แบบ Premium และกลุ่มการแพทย์ซึ่งมีมาร์จิ้นสูง คาดเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2023 เราจึงปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2023 ขึ้น 5-16% ทำให้การเติบโตเฉลี่ย 3 ปีข้างหน้า (ปี 2021-2023) เป็น 19.5% CAGR ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.00 บาท (DCF, WACC 6.5%) ยังคงแนะนำซื้อ

คาดกำไรสุทธิ 1Q21 โตต่อเนื่อง +2.3% Q-Q, +18.4% Y-Y จากรายได้ที่ทำนิวไฮ

เราคาดกำไร 1Q21 เติบโตต่อเนื่อง +2.3% Q-Q และ +18.4% Y-Y เป็น 41.2 ล้านบาท ตามการเติบโตของอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์บรรจุอาหารและสินค้าอุปโภค และการได้ลูกค้าใหม่ๆเพิ่มขึ้น ทำให้กำไรสุทธิ +11.0% +19.9% Y-Y เป็น 406.3 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นอาจชะลอเพียงเล็กน้อยชั่วคราวเพราะการได้ออเดอร์ใหม่อาจมีค่าใช้จ่ายค่าแม่พิมพ์เพิ่มขึ้นในช่วงแรก แต่ยังสามารถบริหารจัดการต้นทุนวัตถุดิบและกระบวนการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพ (มีอัตราการสูญเสียในกระบวนการผลิตประมาณ 8% ต่ำกว่าอุตสาหกรรมที่ 10-12%) และยังสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีจาก BOI จากการลงทุนใน Solar rooftop ในปีก่อน

ขยายกำลังการผลิตรองรับคำสั่งซื้อบรรจุภัณฑ์พรีเมียมและกลุ่มการแพทย์

เราปรับประมาณการผลประกอบการในระยะยาวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง จากการที่ SFLEX ขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 30% จากปัจจุบัน 207.8 ล้านเมตรต่อปี เป็น 270.0 ล้านเมตรต่อปี เนื่องจากปัจจุบันใช้กำลังการผลิตเต็มที่แล้วและรองรับคำสั่งซื้อที่จะเข้ามาเพิ่มขึ้นจากบรรจุภัณฑ์ในกลุ่มอาหารที่เป็นเกรด Premium เช่น Retort Pouch และบรรจุภัณฑ์สำหรับอุปกรณ์การแพทย์ เวชภัณฑ์และยา (ปัจจุบันได้รับคำสั่งซื้อของใส่เข็มฉีดยาแล้ว) ซึ่งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีมาร์จิ้นสูง คาดการก่อสร้างโรงงานใหม่แล้วเสร็จและเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2022

ปรับกำไรปี 2021-2023 เป็นเติบโต 29.9% Y-Y, 24.4% Y-Y, 5.7% Y-Y ตามลำดับ

เราไม่ได้ปรับประมาณการกำไรปี 2021 มากนักแต่ปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2023 ขึ้น 5.4-16.2% จากการปรับเพิ่มรายได้ 3-8% เป็นเติบโต 18.0% Y-Y ในปี 2022 (เดิมคาด +15.1% Y-Y) และเติบโต 9.5% ในปี 2023 (เดิมคาด +4.2% Y-Y) และปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นจากเดิมประมาณ 23% เป็น 24% ทำให้กำไรปี 2022 เป็น 230.8 ล้านบาท +24.4% Y-Y และเป็น 244.0 ล้านบาทในปี 2023 +5.7% Y-Y คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 19.5% CAGR สูงกว่าประมาณการเดิมที่คาด +13.7% CAGR กำไรที่โตชะลอในปี 2023 บนสมมติฐานหมดสิทธิประโยชน์จาก BOI ที่ได้จากการลงทุน Solar rooftop ในปี 2020 ประมาณการของเรามี Upside หากโรงงานใหม่ที่กำลังก่อสร้างได้รับสิทธิประโยชน์จาก BOI และมีดีล M&A ในอนาคต

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.00 บาท ยังคงแนะนำซื้อ

การปรับเพิ่มประมาณการระยะยาวทำให้ราคาเป้าหมายปี 2021 ปรับขึ้นเป็น 8.00 บาท จากเดิม 6.70 บาท อิง DCF, WACC 6.5%, TG 3.0% ที่ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น Implied PE 35.4 เท่า PEG 1.7 และ EV/EBITDA 24.9 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดฯ ที่ 26.7 เท่าและ EV/EBITDA เฉลี่ย 17.0 เท่า แต่การเติบโตที่รวดเร็วในปี 2022 หลังขยายกำลังการผลิตจะทำให้ Valuations ลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ยังคงแนะนำซื้อ

Company Overview

SFLEX ก่อตั้งขึ้นในปี 2003 เพื่อประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible Packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคและบริโภคทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแข็งตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนมีลักษณะเป็นชั้นฟิล์มหลายชั้น (Multilayer Film) ประกบติดกันตั้งแต่ 2-5 ชั้น โดยใช้กาวหรือเรซินเป็นตัวประสาน ทำให้มีคุณสมบัติด้านความแข็งแรง ทนความร้อนและความดันสูง มีน้ำหนักเบา สามารถพิมพ์ลวดลายกราฟฟิกลงบนบรรจุภัณฑ์ได้นอกจากนี้ ยังมีคุณสมบัติป้องกันการซึมผ่านของอากาศ ความชื้น แสงแดด และกลิ่นเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้าที่บรรจุอยู่ภายในบรรจุภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนที่บริษัทผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งได้เป็นผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form) และผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch)



กลุ่มลูกค้าของบริษัทเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ ตลาดหลักของบริษัทราว 99% อยู่ในประเทศ การจำหน่ายสินค้าทำผ่านทีมงานฝ่ายขายของบริษัทในการติดต่อลูกค้าโดยตรง และมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้าอย่างใกล้ชิดเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าให้เป็นที่ยอมรับ

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 ที่ 8.00 บาท ด้วยวิธี DCF ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมกับธุรกิจที่เป็น Capital Intensive และอยู่ในช่วงของการขยายกำลังการผลิต ซึ่งจะต้องใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในช่วงระยะเวลา 3-5 ปีนี้ ทั้งนี้ อิง WACC 6.5%, Terminal Growth rate 3.0%

ESG



Environment

- SFLEX มีการออกแบบและพัฒนาปรับปรุงกระบวนการผลิตเครื่องจักร และอุปกรณ์ให้สามารถควบคุมมลพิษและ/หรือลดมลพิษ โดยให้ครอบคลุมเรื่องน้ำเสีย ฝุ่น ก๊าซ รวมทั้งของเสียต่าง ๆ อย่างเป็นระบบ
- SFLEX มีความมุ่งมั่นในการลดการเกิดขยะหรือของเสีย และให้ความร่วมมือในการกำจัดขยะหรือของเสียด้วยวิธีการที่ถูกต้องได้มาตรฐานอย่างเป็นรูปธรรม
- SFLEX มีแนวปฏิบัติในการอนุรักษ์ทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม และป้องกันผลกระทบต่อระบบนิเวศวิทยา



Social

- SFLEX ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม โดยมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชน ส่งเสริมช่วยเหลือดำเนินกิจกรรมทั้งด้านการศึกษา ศาสนา กีฬา ครอบครั้ว สุขภาพ เพื่อสร้างความเข้มแข็งในการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างยั่งยืน
- บริษัทฯ มีการประเมินความเสี่ยงและผลกระทบในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับ สิ่งแวดล้อม สุขภาพ และความปลอดภัยก่อนที่จะมีการลงทุนหรือร่วมทุนในกิจการใด ๆ โดยบริษัทฯ ได้ดำเนินกิจการภายใต้แนวคิดการใส่ใจและรักษา สิ่งแวดล้อมสังคม ชุมชน อย่างเป็นระบบ



Governance

- บริษัทฯ ให้ความสำคัญต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการละเมิดหรืออิทธิพลสิทธิของผู้ถือหุ้น นอกเหนือจากสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น
- SFLEX ห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้างของบริษัทฯ นำความลับและ/หรือข้อมูลภายในของบริษัทฯ ไปเปิดเผยหรือแสวงหาผลประโยชน์แก่ตนเองหรือเพื่อประโยชน์แก่บุคคลอื่นใด ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม และไม่ว่าจะได้รับผลประโยชน์ตอบแทนหรือไม่ก็ตาม
- บริษัทฯ มีการบริหารกิจการบนพื้นฐานความโปร่งใส มีจริยธรรม ยึดมั่นในหลักการการกำกับดูแลกิจการ และปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการป้องกันและต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q21 โตต่อเนื่อง +2.3% Q-Q, +18.4% Y-Y จากรายได้ที่ทำนิวไฮ

ราคาเดบิตกำไร 1Q21 เติบโตต่อเนื่อง +2.3% Q-Q และ +18.4% Y-Y เป็น 41.2 ล้านบาท ตามการเติบโตของอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์บรรจุอาหารและสินค้าอุปโภค และการได้ลูกค้าใหม่ๆเพิ่มขึ้น ทำให้คาดการณ์รายได้ทำสถิติสูงสุด +11.0% +19.9% Y-Y เป็น 406.3 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นอาจชะลอเพียงเล็กน้อยชั่วคราวเพราะการได้ออเดอร์ใหม่อาจมีค่าใช้จ่ายค่าแม่พิมพ์เพิ่มขึ้นในช่วงแรก แต่ยังสามารถบริหารจัดการต้นทุนวัตถุดิบและกระบวนการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพ (มีอัตราการสูญเสียในกระบวนการผลิตประมาณ 8% ต่ำกว่าอุตสาหกรรมที่ 10-12%) และยังสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีจาก BOI จากการลงทุนใน Solar rooftop ในปีก่อน

1Q21E Earnings Preview

(Bt mn)	1Q21E	4Q20	%Q-Q	1Q20	%Y-Y
Sales revenue	406	366	11.0	339	19.9
Costs	325	292	11.2	259	25.4
Gross profit	81	74	10.2	80	2.0
SG&A expense	40	33	23.1	36	10.8
Interest expense	1	1	0.6	2	-51.2
Net profit	41	40	2.1	35	18.4
Gross margin %	20.0	20.2	-0.2	23.5	-3.5
SG&A as % of Sales	9.9	8.9	-1.0	10.7	0.8
Net margin %	10.1	10.7	-0.6	10.1	0.1

Source: Finansia Estimates

ปรับเพิ่มประมาณการจากการขยายกำลังการผลิต โดยคาดการณ์กำไรปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 19.5% CAGR

เราปรับประมาณการผลประกอบการในระยะยาวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง จากการที่ SFLEX ขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 30% จากปัจจุบัน 207.8 ล้านเมตรต่อปี เป็น 270.0 ล้านเมตรต่อปี เนื่องจากปัจจุบันใช้กำลังการผลิตเต็มที่แล้วและรองรับคำสั่งซื้อที่จะเข้ามาเพิ่มขึ้นจากบรรจุภัณฑ์ในกลุ่มอาหารที่เป็นเกรด Premium เช่น Retort Pouch และบรรจุภัณฑ์สำหรับอุปกรณ์การแพทย์ เวชภัณฑ์และยา (ปัจจุบันได้รับคำสั่งซื้อของใส่เข็มฉีดยามาแล้ว) ซึ่งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีมาร์จิ้นสูง การลงทุนดังกล่าวใช้เงินประมาณ 300 ล้านบาทในการสร้างโรงงานใหม่ซึ่งมีพื้นที่ประมาณ 12,000 ตารางเมตร คาดว่าจะแล้วเสร็จและเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2022

เราไม่ได้ปรับประมาณการกำไรปี 2021 มากนักแต่ปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2023 ขึ้น 5.4-16.2% จากการปรับเพิ่มรายได้จากการขาย 3-8% เป็นเติบโต 18.0% Y-Y ในปี 2022 (เดิมคาดโต 15.1% Y-Y) และเติบโต 9.5% ในปี 2023 (เดิมคาดโต 4.2% Y-Y) และปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นจากเดิมคาดประมาณ 23% เป็น 24% ส่งผลให้กำไรปี 2022 เป็น 230.8 ล้านบาท +24.4% Y-Y และเป็น 244.0 ล้านบาทในปี 2023 +5.7% Y-Y ทั้งนี้ กำไรที่เติบโตชะลอในปี 2023 มาจากสมมติฐานว่าหมดสิทธิประโยชน์จาก BOI ที่ได้จากการลงทุนใน Solar rooftop ในปี 2020 ประมาณการของเรา Upside หากโรงงานใหม่ที่กำลังก่อสร้างได้รับสิทธิประโยชน์จาก BOI

ประมาณการใหม่ทำให้กำไรสุทธิในช่วงปี 2021-2023 เพิ่มขึ้น 29.9% Y-Y, +24.4% Y-Y และ +5.7% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 19.5% CAGR สูงกว่าประมาณการเดิมที่คาดโตเฉลี่ย 13.7% CAGR และ Net profit margin ขยับขึ้นเป็น 11.8-12.5% จากเดิม 10-11% ทั้งนี้ ยังไม่รวมโอกาสในการหาพันธมิตรในอนาคต และ Synergy ที่อาจได้จากบรรจุภัณฑ์แบบอ่อนของกลุ่ม TU ซึ่งมีมูลค่าปีละหลายพันล้านบาท หลังจากการทำ Big Lot โดยคุณปรีณัฏฐ์ อภิธาตรีวงศ์ (ผู้ก่อตั้งและประธานกรรมการบริหาร) เมื่อวันที่ 8 เม.ย. 2021 ขายหุ้นส่วนหนึ่งจำนวน 20.0 ล้านหุ้นให้แก่คุณธีรพงศ์ จันศิริ (ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร TU)

Key assumptions

	2021E		2022E		2023E		2024E	
	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Total capacity (mn metre p.a.)	207.81	207.81	207.81	270.00	207.81	270.00	207.81	270.00
Utilization rate (%)	75.00	76.58	83.00	73.94	87.00	78.00	92.00	80.00
Total sales (Btm)	1,572	1,570	1,740	1,853	1,826	1,993	1,933	2,085
Non-food flexible packaging (Btm)	1,074	1,052	1,106	1,083	1,139	1,116	1,173	1,149
Food flexible packaging (Btm)	498	518	634	770	686	878	759	936
Gross margin (%)	23.5	23.6	23.5	23.7	23.6	24.3	23.6	24.4
SG&A to sales (%)	10.4	10.4	9.7	9.6	9.7	9.2	9.7	9.5
Net profit (Btm)	186	186	219	231	210	244	221	254
Net profit growth (%)	29.7	29.9	18.2	24.4	-4.1	5.7	5.3	4.2
Net margin (%)	11.5	11.8	11.7	12.5	11.8	12.0	11.8	12.0

Source: Finasia Research

ปรับราคาเป้าหมายเป็น 8.00 บาท ยังคงแนะนำซื้อ

จากการปรับเพิ่มประมาณการในระยะยาว ทำให้ปรับราคาเป้าหมายปี 2021 ถูกปรับขึ้นเป็น 8.00 บาท จากเดิม 6.70 บาท ด้วยวิธี DCF, WACC 6.5%, TG 3.0% ที่ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น Implied PE 35.4 เท่า PEG 1.7 และ EV/EBITDA 24.9 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดฯ ที่ 26.7 เท่าและ EV/EBITDA เฉลี่ย 17.0 เท่า แต่การเติบโตที่รวดเร็วในปี 2022 เป็นต้นไปหลังขยายกำลังการผลิตจะทำให้ Valuations ลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ยังคงแนะนำซื้อรับการเติบโตในอนาคต

DCF Assumptions	
Terminal growth	3.0%
Rf	1.7%
Beta	0.6
Rm	10.0%
Kd	6.7%
Ke	6.3%
WACC	6.5%

(Btm)	2021E	2022E	2023E	2024E	2024E
EBIT (1-t)	182.79	228.35	252.76	62.50	231
Capex	260.00	110.00	100.00	110.00	110.00
Depreciation	70.30	84.37	97.02	111.57	73
Change in WC	-12.98	-25.27	-27.25	-55.26	-18
FCFF	6.07	237.98	277.03	319.33	222
Sum of DCF	6,493				
No. of share (mn)	820				
Value per share (Bt)	7.92				

Source: Finasia Research

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วันวัตถุดิบหลักของบริษัทคือฟิล์มชนิดต่างๆ เช่นฟิล์ม WLLDPE และฟิล์ม OPA เป็นต้น ซึ่งมีวัตถุดิบตั้งต้นที่สำคัญคือ เม็ดพลาสติกโพลีเอทิลีน น้ำมันดิบ ไฮโดรคาร์บอน เป็นต้น ราคาของฟิล์มจึงแปรผันตามราคาน้ำมันดิบเป็นสำคัญ หากราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและบริษัทไม่สามารถผลักภาวะต้นทุนที่สูงขึ้นไปในราคาขายได้ อาจกระทบผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายกำหนดราคาด้วยวิธี Cost Plus รวมถึงมีการติดตามความเคลื่อนไหวของราคาวัตถุดิบอย่างใกล้ชิด และผู้บริหารมีประสบการณ์ในวงการบรรจุภัณฑ์มายาวนาน รวมถึงมีความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้า จึงสามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพได้ในช่วงที่ผ่านมา

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทสั่งซื้อวัตถุดิบจากต่างประเทศซึ่งต้องชำระค่าสินค้าเป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ โดยในปี 2017-2019 มีการสั่งซื้อวัตถุดิบที่ต้องชำระเงินเป็นเงินตราต่างประเทศเป็นสัดส่วน 25.1%, 25.1% และ 20.4% ของมูลค่าการสั่งซื้อวัตถุดิบรวม ตามลำดับ ในขณะที่รายได้เกือบทั้งหมดเป็นเงินบาท หากอัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทติดตามความเคลื่อนไหวของค่าเงินอย่างใกล้ชิด และมีการป้องกันความเสี่ยงโดยการซื้อ Forward contract ตามความจำเป็น ในช่วงปี 2017-2019 บริษัทมีกำไรและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเป็นจำนวนปีละ 0.2-1.8 ล้านบาท ไม่มีนัยสำคัญต่อผลประกอบการ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

ในปี 2017-2019 รายได้จากลูกค้ารายใหญ่ 4 รายแรกของบริษัทมีสัดส่วน 80.0%, 86.7% และ 84.5% ของรายได้รวม ตามลำดับ โดยมีลูกค้ารายหนึ่งที่มีสัดส่วนรายได้สูงกว่า 30% ของรายได้จากการขายรวม หากบริษัทสูญเสียลูกค้าดังกล่าว หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อ อาจกระทบผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากลูกค้ารายใหญ่ทั้ง 4 รายดังกล่าวเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับต้นๆ มีความต้องการบรรจุภัณฑ์ในปริมาณสูง มีกระบวนการคัดเลือก Supplier ที่มีมาตรฐานสูงระดับมาตรฐานของบริษัทข้ามชาติ ดังนั้น การที่ SFLEX เป็นหนึ่งใน Supplier ให้แก่ลูกค้ารายใหญ่นี้ดังกล่าวได้กลับเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัท และบริษัทมีนโยบายรักษาความสัมพันธ์ที่ดี เป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับลูกค้ามาอย่างยาวนาน และร่วมกันพัฒนาสินค้าใหม่ๆ ตลอดเวลา

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ มีการแข่งขันสูง ทำให้ลูกค้ามีทางเลือกและมีสินค้าทดแทนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ลูกค้าที่สำคัญของบริษัทเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ ให้ความสำคัญกับคุณภาพและมาตรฐานของสินค้า ตลอดจนบริษัทเองมีการวิจัยและพัฒนาสินค้าใหม่ๆ เพื่อตอบสนองใจของลูกค้าและสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท

ความเสี่ยงจากสิ่งแวดล้อม

มาตรการภาครัฐที่เกี่ยวกับบรรจุภัณฑ์พลาสติกที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม โดยการให้เลิกใช้กล่องโฟม ถุงพลาสติก หรือวัสดุที่ย่อยสลายยาก อาจส่งผลกระทบต่อบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทได้มีการวิจัยและศึกษาวัสดุที่สามารถย่อยสลายได้ทางชีวภาพมาใช้ในบรรจุภัณฑ์ เช่น การพัฒนาฟิล์มประเภท Organics Biodegradable ซึ่งจะถูกย่อยสลายโดยจุลินทรีย์ในสิ่งแวดล้อมเมื่ออยู่ในสภาวะที่เหมาะสม และการพัฒนาสูตรฟิล์มที่นำกลับมา Recycle ได้ง่าย

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales	1,256	1,398	1,570	1,853	2,029
Cost of sales	1,037	1,094	1,200	1,415	1,536
Gross profit	219	304	370	438	494
SG&A	127	146	162	179	188
Operating profit	91	158	207	259	306
Other income	18	17	8	9	10
EBIT	109	175	215	269	316
EBITDA	150	234	285	353	413
Interest charge	14	5	11	12	11
Tax on income	16	28	19	26	61
Earnings after tax	79	143	186	231	244
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	79	143	186	231	244
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	79	143	186	231	244

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	155	242	186	231	244
Deprec. & amortization	-32	-59	-70	-84	-97
Change in working capital	91	-61	-13	-25	-27
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	246	182	173	206	217
Capital expenditure	63	250	260	100	100
Others	24	97	-67	82	95
Cash flow from investing	-38	-172	-327	-49	-32
Free cash flow	-34	10	6	238	277
Net borrowings	-58	-188	253	-2	3
Equity capital raised	413	0	14	0	0
Dividends paid	-105	-94	-103	-111	-138
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	250	-282	165	-113	-135
Net change in cash	420	-303	-52	13	18

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	471	169	117	130	147
Accounts receivable	237	262	267	284	295
Inventory	203	228	240	256	290
Other current assets	20	25	26	28	29
Total current assets	931	684	650	697	761
Investments	0	0	0	0	0
PP&E	419	475	801	816	819
Other assets	50	67	69	71	73
Total assets	1,400	1,285	1,580	1,647	1,715
Short-term loans	92	27	15	10	10
Accounts payable	301	285	296	310	328
Current maturities	43	21	27	27	27
Other current liabilities	8	11	12	13	13
Total current liabilities	444	345	350	359	378
Long-term debt	97	26	279	276	279
Other non-current liab.	29	34	34	35	36
Total non-current liab.	127	60	313	311	314
Total liabilities	571	405	663	670	693
Registered capital	410	410	410	410	410
Paid up capital	410	410	410	410	410
Share premium	303	303	317	317	317
Legal reserve	22	27	27	27	27
Retained earnings	95	141	164	223	269
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	830	881	917	977	1,022

Key Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Sales	-7.8	11.3	12.3	18.0	9.5
EBITDA	-25.3	65.6	22.0	23.7	17.0
Net profit	-42.2	81.7	29.9	24.4	5.7
Normalized earnings	-42.2	81.7	29.9	24.4	5.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	17.4	21.8	23.6	23.7	24.3
EBITDA margin	11.2	16.7	18.2	19.1	20.4
EBIT margin	8.7	12.5	13.7	14.5	15.6
Normalized profit margin	6.3	10.2	11.8	12.5	12.0
Net profit margin	6.3	10.2	11.8	12.5	12.0
ROA	6.8	10.6	13.0	14.3	14.5
ROE	12.3	16.7	20.6	24.4	24.4
Risk (x)					
D/E	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
Net D/E	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3
Per share data (Bt)					
EPS - Basis	0.25	0.17	0.23	0.28	0.30
EPS - FD	0.10	0.17	0.23	0.28	0.30
EBITDA	0.17	0.29	0.35	0.43	0.50
Book value	1.01	1.07	1.12	1.19	1.25
Dividend	0.15	0.13	0.14	0.17	0.18
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E - Basis	23.6	33.9	26.1	21.0	19.8
P/E - FD	61.5	33.9	26.1	21.0	19.8
P/BV	5.8	5.5	5.3	5.0	4.7
EV/EBITDA	35.0	21.7	18.9	15.2	13.0
Dividend yield (%)	2.5	2.1	2.3	2.9	3.0

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p>สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>
<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100</p>	<p>สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700</p>	<p>สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 เทศบาลนครระยอง แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p>สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>	<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูตดิเลทที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p>สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>
<p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกาสุมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p>สาขา บิดดาณี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมีแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4</p>				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LHI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC