

# SFLEX (SFLEX TB)

บมจ. สตาร์เพล็กซ์

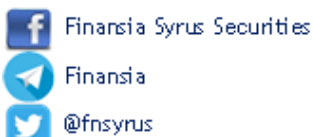
**BUY**

Previous	BUY
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>6.50</b>
Price (20/12/2021)	5.10
Up/downside (%)	+27.5
SET Index	1,615.80
Sector	Packaging
Foreign limitactual (%)	49.00/0.06
Free float (%)	39.53
Market cap (Bt m)	4,182.00
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	48.78
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	6.90, 5.00, 5.87
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,398	1,734	1,917	2,036
Normalized profit	141	157	188	213
Net profit	143	157	188	213
EPS (Bt) - norm	0.17	0.19	0.23	0.26
EPS (Bt) - reported	0.17	0.19	0.23	0.26
% growth y-y	81.7	9.8	19.6	13.3
Dividend/share (Bt)	0.13	0.11	0.14	0.16
BV/share (Bt)	1.07	1.08	1.12	1.17
EV/EBITDA (x)	18.9	20.1	16.2	13.1
PER (x) - norm	29.3	26.7	22.3	19.7
PER (x)	29.3	26.7	22.3	19.7
PBV (x)	4.7	4.7	4.5	4.3
Dividend yield (%)	2.5	2.3	2.7	3.1
Norm ROE (%)	16.7	17.7	20.7	22.6
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 Amornthum  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnfsyrus.com  
 www.fnfsyrus.com



## ต้นทุนสูงยังกระทบ 4Q21 ก่อนจะเติบโตในปี 2022

แม้ว่าการเปิดเมืองจะส่งผลบวกต่อผลิตภัณฑ์ของบริษัท แต่ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงยังมีผลใน 4Q21 ทำให้เราคาดกำไรสุทธิ 36.3 ล้านบาท -16.4% Q-Q, -10.1% Y-Y และทำให้กำไรสุทธิทั้งปี 2021 เติบโตเพียง 9.8% Y-Y เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรในปี 2022-2023 เร่งตัวขึ้นจากรายได้ที่เติบโตตามการฟื้นตัวของภาคบริโภคในประเทศ และต้นทุนวัตถุดิบที่คาดว่าจะชะลอตามราคาน้ำมันดิบ แม้ว่าเราปรับประมาณการกำไรปี 2022-2023 ลงจากเดิมแต่ยังคงเติบโต +19.6% Y-Y และ +13.3% Y-Y ตามลำดับ เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 ลงจากเดิม 7.20 บาทเป็น 6.50 บาท (DCF, WACC 6.7%, TG 3.0%) ประเมินการของเรามี Upside หากบริษัทประสบความสำเร็จในการเข้าไปลงทุนในบริษัทบรรจุภัณฑ์ในเวียดนามตามที่ได้ตั้งใจไว้ ทั้งนี้ หาก SFLEX-W1 และ SFLEX-W2 ใช้สิทธิแปลงสภาพทั้งหมด ราคาเป้าหมายจะ dilute เหลือ 5.30 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 5.10 บาทสะท้อนไปแล้ว จึงยังคงคำแนะนำซื้อ

### การเปิดเมืองส่งผลดีต่อผลิตภัณฑ์ของบริษัท

การแพร่ระบาดของ COVID-19 นับตั้งแต่ปี 2020 ส่งผลกระทบจำกัดต่อรายได้บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของ SFLEX แม้ว่าการ Lockdown ครั้งแรกของประเทศไทยในช่วง 2Q20 จะทำให้รายได้จากการขายลดลง 5.9% Q-Q แต่ก็เป็นการสะดุดเพียงระยะเวลาอันสั้น ปัจจุบันที่เราอยู่ในช่วงเปิดเมือง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคเริ่มปรับตัวดีขึ้น การทยอยเข้ามาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ เหล่านี้ก็ยังส่งผลต่อรายได้ของ SFLEX เราคาดรายได้ในปี 2020-2023 เติบโต 10.5% Y-Y และ 6.2% Y-Y ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ต้นทุนวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับราคาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 1Q20

### ระยะสั้นกำไรถูกกดต้นทุนวัตถุดิบที่สูง

วัตถุดิบหลักประมาณ 60-70% ที่ใช้ในการผลิตคือฟิล์มประเภท LLDPE, WLLDPE, OPA, PET และ OPP ซึ่งเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมัน แม้บริษัทจะประเมินทุก 6 เดือนและมีการสั่งซื้อล่วงหน้า แต่ในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ 3Q20 บริษัทไม่สามารถปรับราคาขายกับลูกค้าได้ทันที ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 1Q20 ที่ 23.5% จนถึง 3Q21 ที่อยู่ที่ 15.1% เราคิดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่สูงยังมีผลใน 4Q21 ก่อนจะเริ่มนิ่งและปรับลงในปี 2022

### ปรับประมาณการกำไรปี 2022-2023 ลงแต่คาดยังเติบโตเฉลี่ย 16.4% CAGR

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021 +9.8% Y-Y เป็น 156.9 ล้านบาท โดยคาดกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 36.3 ล้านบาท -16.4% Q-Q, -10.1% Y-Y จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงยังกดต้นทุนอัตรากำไรขั้นต้น สำหรับปี 2022-2023 เราปรับลดประมาณการกำไรลงเฉลี่ยปีละ 10% จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงช้ากว่าที่เคยประเมิน ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2022 +19.6% Y-Y และปี 2023 +13.3% Y-Y คิดเป็นอัตรากำไรเติบโตเฉลี่ย 16.4% CAGR ในช่วงปี 2021-2023

### ปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022 เป็น 6.50 บาท ยังคงแนะนำซื้อ

จากประมาณการปี 2022-2023 ที่ปรับลงทำให้ราคาเป้าหมายปี 2022 ลดลงจากเดิม 7.20 บาทเป็น 6.50 บาท (DCF, WACC 6.7% TG 3.0%) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PE 28.4 เท่า, 2022 PBV 5.8 เท่าและ 2022 EV/EBITDA 20.1 เท่า สูงกว่า PE และ EV/EBITDA ของกลุ่มบรรจุภัณฑ์เล็กน้อยแต่ต่ำกว่ากลุ่มค่าปลีกซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าของบริษัท ประมาณการปี 2022-2023 ของเรามี Upside หากบริษัทประสบความสำเร็จในการเข้าไปลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจบรรจุภัณฑ์ในเวียดนามตามที่ได้ตั้งใจไว้ตั้งแต่ปี 2020 แต่มีอุปสรรคในด้านการเดินทางระหว่างประเทศจึงยังไม่สามารถดำเนินการต่อได้ ราคาเป้าหมายดังกล่าวมี upside กว่า 20% แนะนำซื้อ

**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 และกลิ่นเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้าที่บรรจุอยู่ในบรรจุภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนที่บริษัทผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งได้เป็นผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form) และผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch)



กลุ่มลูกค้าของบริษัทเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ ตลาดหลักของบริษัทราว 99% อยู่ในประเทศ การจำหน่ายสินค้าทำผ่านทีมงานฝ่ายขายของบริษัทในการติดต่อลูกค้าโดยตรง และมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้าอย่างใกล้ชิดเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าให้เป็นที่พึงพอใจ

**Valuation Methodology**

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 6.50 บาท (DCF, WACC 6.7% TG 3.0%) ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PE 28.4 เท่า, 2022 PBV 5.8 เท่าและ 2022 EV/EBITDA 20.1 เท่า สูงกว่า PE และ EV/EBITDA ของกลุ่มบรรจุภัณฑ์เล็กน้อยแต่ต่ำกว่ากลุ่มค่าปลีกซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าของบริษัท

**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

**การแพร่ระบาดของ COVID-19 ไม่มีผลต่อการเติบโตของรายได้ของ SFLEX**

การแพร่ระบาดของ COVID-19 นับตั้งแต่ปี 2020 ส่งผลกระทบต่อจำกัดมากต่อรายได้บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible packaging) ของ SFLEX แม้ว่าการ Lockdown ครั้งแรกของประเทศไทยในช่วง 2Q20 จะทำให้รายได้จากการขายลดลง 5.9% Q-Q แต่ก็เป็นการสะดุดเพียงระยะเวลาอันสั้น ยอดขายสามารถพลิกกลับมาใน 3Q20 และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน (3Q21) เนื่องจากบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของบริษัทถูกนำไปใช้ในกลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภคทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแข็งตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ผู้บริโภคใช้ในชีวิตประจำวันและเป็นสิ่งจำเป็น เช่น น้ำยาล้างจาน น้ำยาทำความสะอาด ครีมอาบน้ำ ถูขัด ขงกาแฟ ขงน้ำตาล ขงอาหารสัตว์ เป็นต้น สถิติของสภาวะอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ในประเทศ พบว่าในปี 2020 ปริมาณการผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.0% Y-Y และ 2.1% Y-Y ตามลำดับ จากความต้องการบรรจุภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นตามการสั่งซื้อสินค้าอาหารเพื่อบริโภคและบรรจุภัณฑ์สำหรับการป้องกัน COVID-19

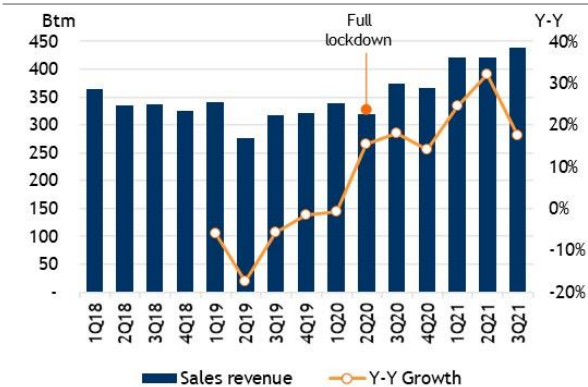
หากแบ่งยอดขายของ SFLEX เป็นกลุ่มสินค้า Non-food ต่อ Food เฉลี่ยอยู่ที่ 78 : 22 แต่สัดส่วนของบรรจุภัณฑ์ประเภท Food เพิ่มขึ้นเป็นพิเศษคือ 24-25% ในช่วง 2Q20-3Q20 ซึ่งเป็นช่วงที่สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 รุนแรงขึ้นและประชาชนกักตุนสินค้า เห็นได้ว่ารายได้ของบริษัทมีความทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจพอสมควร อันที่จริงการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลบวกต่อรายได้ของ SFLEX ด้วยซ้ำ เห็นได้จากรายได้ในช่วงการแพร่ระบาด อยู่ในระดับสูงกว่าช่วงก่อน COVID-19 และขยายตัวได้ดีกว่าอัตราการขยายตัวของบริโภคในประเทศ

**ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของ SFLEX**

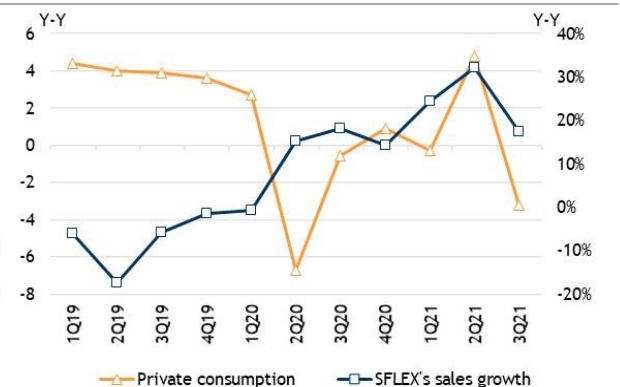


ที่มา: SFLEX

**รายได้ในช่วง COVID-19 สูงกว่าระดับก่อน COVID-19**



**รายได้ขยายตัวดีกว่าการเติบโตของการบริโภคในประเทศ**



ที่มา: SFLEX, BoT, Finansia Research

### ยิ่งเปิดเมืองยิ่งดีต่อผลิตภัณฑ์ของบริษัท แต่ระยะยาวต้องปรับตัว

ปัจจุบันที่เราอยู่ในช่วงเปิดเมือง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคเริ่มปรับตัวดีขึ้น การทยอยเข้ามาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ เหล่านี้จะยิ่งส่งบวกต่อรายได้ของ SFLEX ทั้งนี้ บริษัทวิจัย Markets and Markets คาดการณ์ว่าในปี 2022 มูลค่าตลาดของบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (Flexible packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคบริโภคทั่วโลกจะอยู่ที่ US\$1.3 แสนล้าน เพิ่มขึ้นจาก US\$9.7 หมื่นล้านในปี 2016 คิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5.0% CAGR ขณะที่รายงานผลสำรวจของ Forst & Sullivan คาดว่าตลาดบรรจุภัณฑ์พลาสติกในไทยปี 2024 จะมีมูลค่าประมาณ 2.73 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2018 ที่มีมูลค่า 1.89 แสนล้านบาท ซึ่งในจำนวนนี้เป็นบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนราว 50-53%

อย่างไรก็ตาม กระแสรักษ์โลก การลดและเลิกการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่ผลิตจากปิโตรเลียมแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งซึ่งย่อยสลายยาก ทำให้บริษัทรวมถึงบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมต้องปรับตัว ซึ่ง SFLEX ได้ตระหนักและมีการวิจัยและพัฒนาโดยฝ่ายวิจัยฯ ของบริษัทร่วมกับหน่วยงานภายนอก ในการพัฒนาฟิล์มประเภท Organics Biodegradable ซึ่งถูกย่อยสลายโดยจุลินทรีย์ในสิ่งแวดล้อมเมื่ออยู่ในภาวะที่เหมาะสม รวมถึงการพัฒนาสูตรฟิล์มให้สามารถนำกลับมา Recycle ได้ง่ายโดยจัดเรียงโมเลกุลของฟิล์มแบบ Machine Direction Orientation (MDO) และแบบ Biaxial Orientation และพัฒนาสูตรเม็ดพลาสติกและเรซินจากการ Recycle ให้นำมาผสมกับเม็ดพลาสติกและเรซินบริสุทธิ์ได้

นอกจากนี้ บริษัทยังได้ร่วมมือให้ทุนกับสำนักงานสภานโยบายการอุดมศึกษา สอวช. ในการพัฒนาเทคโนโลยีขั้นสูงในการผลิตผลิตภัณฑ์จากชีวมวลทางการเกษตรด้วยกระบวนการ Bio refinery เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับผลผลิตทางการเกษตรโดยเฉพาะวัสดุเหลือใช้จากการเกษตร โดยโครงการนี้ใช้ระยะเวลาในการวิจัยและพัฒนา 3 ปี ทั้งนี้ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัทคิดเป็นเม็ดเงิน 6-8 ล้านบาทในช่วงปี 2019-2020 คิดเป็นสัดส่วน 0.5-0.6% ของรายได้จากการขาย

เราเชื่อว่าการลดและเลิกใช้พลาสติกไม่เป็นอุปสรรคต่อบริษัทจากความพร้อมของโรงงานและเครื่องจักรและการเตรียมตัวของบริษัทในปัจจุบัน ประเด็นอยู่ที่เจ้าของสินค้าอุปโภคบริโภคในการปรับเปลี่ยนวัสดุบรรจุภัณฑ์ การยอมรับเรื่องราคา และการสื่อสารกับผู้บริโภค

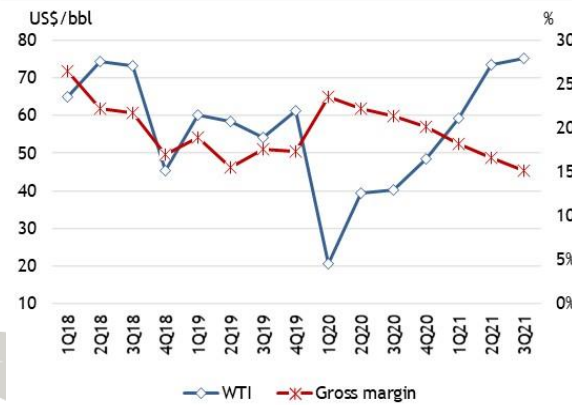


**ระยะสั้นกำไรถูกกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูง**

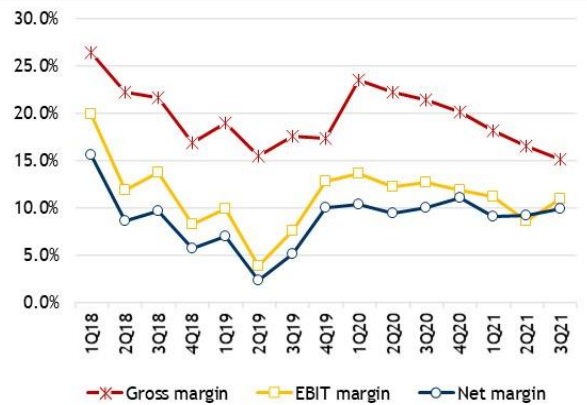
วัตถุดิบหลักประมาณ 60-70% ที่ใช้ในการผลิตคือฟิล์มประเภท LLDPE, WLLDPE, OPA, PET และ OPP ซึ่งเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมัน แม้ว่าบริษัทจะมีการประเมินทุก 6 เดือนและมีการสั่งซื้อวัตถุดิบล่วงหน้า แต่ในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ 3Q20 บริษัทไม่สามารถปรับราคาขายกับลูกค้าได้ทันที และแม้ว่าบริษัทจะซื้อวัตถุดิบจากผู้ผลิตในประเทศแต่ก็ถูกซ้ำเติมจากเงินบาทที่อ่อนค่า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 1Q20 ที่ 23.5% จนถึง 3Q21 ที่อยู่ที่ 15.1% เราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่สูงยังมีผลใน 4Q21 ก่อนจะเริ่มนิ่งและปรับลงในปี 2022

ทั้งนี้ EIA คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ Brent ปี 2022 เฉลี่ยที่ US\$70.05 ต่อบาร์เรล ลดลงจากค่าเฉลี่ยในปี 2021 ที่ US\$70.60 ต่อบาร์เรล แม้ว่าค่าเฉลี่ยจะไม่ต่างกันมากนักในระหว่าง 2 ปีนี้แต่โมเมนตัมเป็นการลดลงต่อเนื่องในรายไตรมาส โดย EIA คาดราคาน้ำมันดิบ Brent 2Q22 เฉลี่ยอยู่ที่ US\$71 ต่อบาร์เรล ปรับลงเป็น US\$70 ต่อบาร์เรลใน 3Q22 และ US\$67 ต่อบาร์เรลใน 4Q22 ส่วนราคาน้ำมันดิบ WTI ทาง EIA คาดการณ์ว่าจะอยู่ที่ US\$66.42 ต่อบาร์เรลในปี 2022 ลดลงจาก US\$67.87 ต่อบาร์เรลในปี 2021 แม้ว่าอุปสงค์ในปี 2022 จะเพิ่มขึ้นแต่อุปทานเพิ่มขึ้นเร็วกว่า จากทั้งกลุ่ม OPEC+ และสหรัฐ

**ต้นทุนวัตถุดิบสูงยังมีผลใน 4Q21**

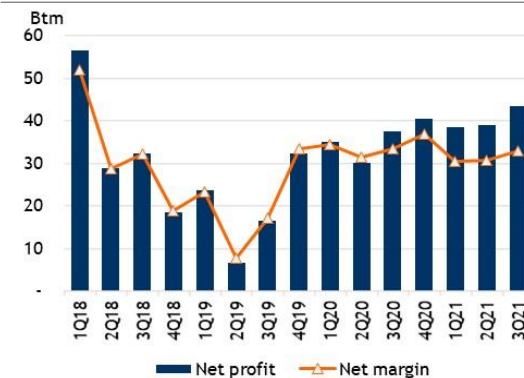


**อัตรากำไร**



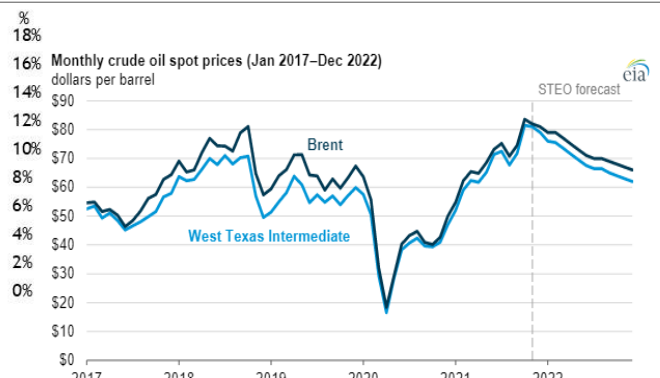
ที่มา: SFLEX

**กำไรสุทธิ 1Q18-3Q21**



ที่มา: SFLEX

**EIA คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบปรับลงในปี 2022**



ที่มา: U.S. Energy Information Administration, November 2021

**คาดการณ์กำไรปี 2021-2023 ขยายตัวเฉลี่ย 16.4% CAGR การฟื้นตัวจะชัดเจนในปี 2022 เป็นต้นไป**

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021 ที่ 156.9 ล้านบาท +9.8% Y-Y บนสมมติฐานรายได้เติบโต 24.0% Y-Y เป็น 1,733.9 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือ 16.5% จาก 21.7% ในปี 2020 จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นตลอดทั้งปี แต่บริษัทควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้เป็นอย่างดีมาโดยตลอด และไม่มีค่าใช้จ่ายทางด้านดอกเบี้ยมากนัก รวมถึงไม่มีรายจ่ายอื่นๆ ที่มีนัยสำคัญ ผลกำไรสุทธิงวด 9M21 ที่ 120.6 ล้านบาทคิดเป็น 76.9% ของประมาณการทั้งปี เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 36.3 ล้านบาท -16.4% Q-Q, -10.1% Y-Y จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงยังคงกดดันอัตรากำไรขั้นต้น และหักล้างการเติบโตของรายได้ที่คาด +2.9% Q-Q, +23.4% Y-Y

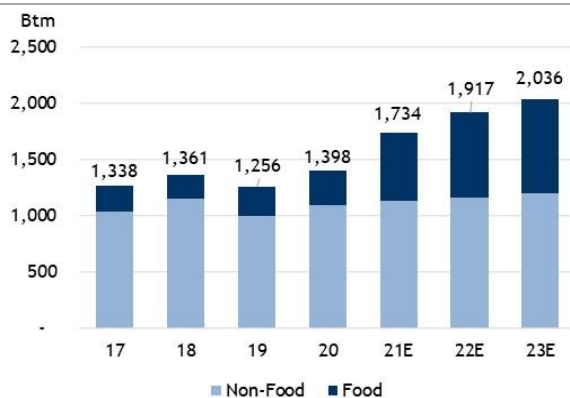
เราปรับประมาณการกำไรปี 2022-2023 ลงจากเดิมเฉลี่ยปีละ 10% หลักๆ มาจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นจากเดิมปี 2022 ที่คาด 21.7% ปรับลงเป็น 19.0% และปี 2023 ที่คาด 24.0% ปรับลงเป็น 21.5% เนื่องจากต้นทุนเม็ดพลาสติกและเรซินลดลงช้ากว่าคาด แต่รายได้ที่คาดเติบโต 10.5% Y-Y ในปี 2022 และ 6.2% Y-Y ในปี 2023 จากการขยายกำลังการผลิต 30% จากปัจจุบัน 207.8 ล้านเมตรต่อปี เป็น 270.0 ล้านเมตรต่อปี รองรับคำสั่งซื้อที่จะเข้ามาเพิ่มในกลุ่มอาหารที่เป็นเกรด Premium เช่น Retort Pouch และบรรจุภัณฑ์สำหรับอุปกรณ์การแพทย์ เวชภัณฑ์และยา (ปัจจุบันได้รับคำสั่งซื้อของใส่เข็มฉีดยาแล้ว) โดยกำลังการผลิตส่วนต่อขยายคาดว่าจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตั้งแต่ 1Q22 และคาดอัตรากำไรขั้นต้นปี 2022 ฟื้นจากปีก่อนหน้าจากต้นทุนวัตถุดิบที่ชะลอลง และมาร์จิ้นที่สูงขึ้นจากผลิตภัณฑ์ใหม่ ประกอบกับการควบคุมรายจ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2022 ที่ 187.6 ล้านบาท +19.6% Y-Y เร่งตัวขึ้นจากปี 2021 ที่คาดเติบโต 9.8% Y-Y และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023 ที่ 212.6 ล้านบาท ฟื้นต่อเนื่อง +13.3% Y-Y คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 16.4% CAGR ในช่วงปี 2021-2023

**9M21 Earnings Result**

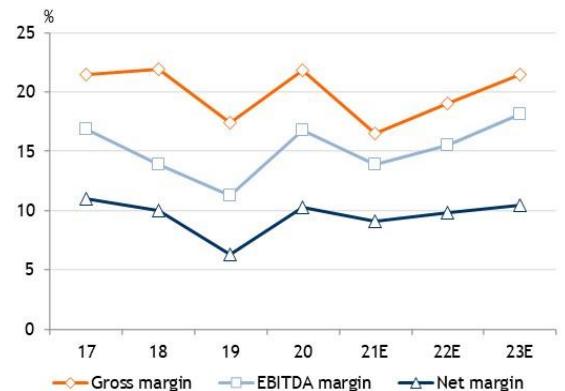
(Bt=mn)	3Q21	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21	9M20	% Y-Y
Sales revenue	439	422	4.2	374	17.4	1,282	1,032	24.2
- Non-food	347	321	8.1	278	24.6	996	793	25.7
- Food	92	103	-11.0	92	-0.4	286	236	21.1
Costs	373	352	5.9	294	26.8	1,070	802	33.5
Gross profit	66	70	-4.6	80	-16.9	213	230	-7.8
SG&A expense	41	41	-0.2	39	3.4	118	113	3.9
EBIT	47	69	32.3	47	1.1	131	132	-1.0
EBITDA	52	51	0.3	62	-17.4	165	175	-6.0
Interest expense	1	0.7	47.8	1	1.0	2	4	-40.3
Net profit	43	39	11.8	38	15.6	121	102	17.7
Gross margin %	15.1	16.5	-1.4	21.4	-6.3	16.6	22.3	-5.8
SG&A as % of Sales	9.2	9.6	-0.4	10.5	-1.3	9.2	11.0	-1.8
Net margin %	9.9	9.2	0.7	10.0	-0.2	9.4	9.9	-0.5

ที่มา: SFLEX

**คาดการณ์รายได้จากการขาย**

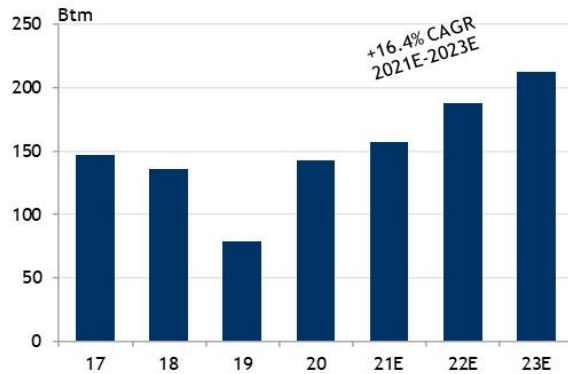


**อัตรากำไร**

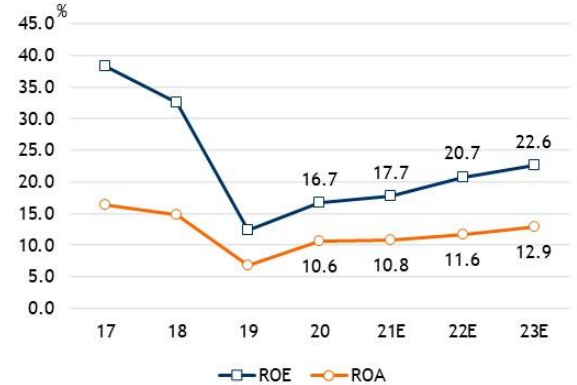


ที่มา: Finansia estimates

**คาดการณ์กำไรสุทธิ**



**ROA และ ROE**



ที่มา: SFLEX

**Key assumptions**

	2020A	2021E	2022E	2023E
Sales revenue	1,398	1,734	1,917	2,036
% Growth	11.3	24.0	10.5	6.2
Non-Food : Food	78 : 22	65 : 35	61 : 39	59 : 41
Capacity (mn meter per year)	207.8	207.8	270.0	270.0
% Utilization rate	75.0	81.0	74.0	77.0
Production (mn meter per year)	155.9	179.7	199.7	207.9
Baht per USD (Avg.)	31.29	32.41	32.25	32.15
WTI	39.34	67.87	66.42	66.02

ที่มา: Finansia estimates

**ปรับราคาเป้าหมายปี 2022 ลงเป็น 6.50 บาท คงคำแนะนำซื้อ**

จากประมาณการปี 2022-2023 ที่ปรับลงทำให้ราคาเป้าหมายปี 2022 ลดลงจากเดิม 7.20 บาทเป็น 6.50 บาท (DCF, WACC 6.7% TG 3.0%) ณ ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2022 Implied PE 28.4 เท่า, 2022 PBV 5.8 เท่าและ 2022 EV/EBITDA 20.1 เท่า สูงกว่า PE และ EV/EBITDA ของกลุ่มบรรจุก๊าซที่เล็กน้อยแต่ต่ำกว่ากลุ่มค่าปลีกซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าของบริษัท

ประมาณการปี 2022-2023 ของเรามี Upside หากบริษัทประสบความสำเร็จในการเข้าไปลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจบรรจุก๊าซในเวียดนามตามที่ได้ตั้งใจไว้ตั้งแต่ปี 2020 แต่มีอุปสรรคในด้านการเดินทางระหว่างประเทศจึงยังไม่สามารถดำเนินการต่อได้

ทั้งนี้ บริษัทได้เตรียมแหล่งเงินทุนสำหรับการลงทุนในต่างประเทศ รวมถึงการวิจัยพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ โดยการออกวอร์แรนท์ 2 ชุดคือ SFLEX-W1 (อายุ 18 เดือน ราคาใช้สิทธิ 4.50 บาทต่อหุ้น) และ SFLEX-W2 (อายุ 4 ปี ราคาใช้สิทธิ 10 บาทต่อหุ้น) หาก SFLEX-W1 ใช้สิทธิทั้งหมดในปี 2022 ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 5.90 บาท และหาก SFLEX-W2 ใช้สิทธิในปี 2022 ซึ่งเชื่อว่ามีโอกาสน้อยเนื่องจากน่าจะยัง Out-of-the-money อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายแบบ Full dilution จะเป็น 5.30 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 5.10 บาทได้สะท้อนการใช้สิทธิทั้งหมดของวอร์แรนท์ทั้ง 2 ชุดแล้ว ขณะที่ประมาณการมี upside จึงยังคงคำแนะนำซื้อ

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักของบริษัทคือฟิล์มชนิดต่างๆ เช่นฟิล์ม WLLDPE และฟิล์ม OPA เป็นต้น ซึ่งมีวัตถุดิบตั้งต้นที่สำคัญคือ เม็ดพลาสติกโพลีเอทิลีน นํ้ามันดิบ ไฮโดรคาร์บอน เป็นต้น ราคาของฟิล์มจึงแปรผันตามราคานํ้ามันดิบเป็นสำคัญ หากราคานํ้ามันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและบริษัทไม่สามารถผลักภาระต้นทุนที่สูงขึ้นไปในราคาขายได้ 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 หากบริษัทสูญเสียลูกค้ารายใหญ่ หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อ อาจกระทบผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากลูกค้ารายใหญ่ทั้ง 4 รายดังกล่าวเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับต้นๆ มีความต้องการบรรจุภัณฑ์ในปริมาณสูง มีกระบวนการคัดเลือก Supplier ที่มีมาตรฐานสูงระดับมาตรฐานของบริษัทข้ามชาติ ดังนั้น การที่ SFLEX เป็นหนึ่งใน Supplier ให้แก่ลูกค้ารายใหญดังกล่าวได้ กลับเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัท และบริษัทมีนโยบายรักษาความสัมพันธ์ที่ดี เป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับลูกค้ามาอย่างยาวนาน และร่วมกันพัฒนาสินค้าใหม่ๆ ตลอดเวลา นอกจากนี้ บริษัทกำลังขยายฐานตลาดให้กว้างขึ้น โดยการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เช่น บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่ใช้ในอุตสาหกรรมทางการแพทย์ เป็นต้น

### ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ มีการแข่งขันสูง ทำให้ลูกค้ามีทางเลือกและมีสินค้าทดแทนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ลูกค้าที่สำคัญของบริษัทเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ ให้ความสำคัญกับคุณภาพและมาตรฐานของสินค้า ตลอดจนบริษัทเองมีการวิจัยและพัฒนาสินค้าใหม่ๆ เพื่อตอบสนองของลูกค้และสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท

### ความเสี่ยงจากสิ่งแวดล้อม

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



**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales	1,256	1,398	1,734	1,917	2,036
Cost of sales	1,037	1,094	1,448	1,552	1,599
Gross profit	219	304	286	364	437
SG&A	127	146	159	172	188
Operating profit	91	158	127	192	248
Other income	18	17	43	21	22
EBIT	109	175	170	213	271
EBITDA	150	234	240	297	368
Interest charge	14	5	3	5	5
Tax on income	16	28	10	20	53
Earnings after tax	79	143	157	188	213
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	79	143	157	188	213
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	79	143	157	188	213

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	155	242	157	188	213
Deprec. & amortization	-32	-59	-70	-84	-97
Change in working capital	91	-61	-29	-13	-22
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operations	246	182	128	174	190
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	-16	179	236
Net borrowings	-58	-188	253	-2	3
Equity capital raised	413	0	14	0	0
Dividends paid	-105	-94	-103	-94	-113
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	250	-282	165	-96	-109
Net change in cash	420	-303	-97	-1	17

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	471	169	72	70	88
Accounts receivable	237	262	295	294	296
Inventory	203	228	290	281	302
Other current assets	20	25	26	28	29
Total current assets	931	684	682	673	715
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	1,613	1,623	1,669
Short-term loans	92	27	15	10	10
Accounts payable	301	285	357	340	342
Current maturities	43	21	27	27	27
Other current liabilities	8	11	12	13	13
Total current liabilities	444	345	411	389	392
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	724	701	706
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	135	169	209
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	830	881	889	922	962

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	-7.8	11.3	24.0	10.5	6.2
EBITDA	-25.3	65.6	2.8	23.5	23.8
Net profit	-42.2	81.7	9.8	19.6	13.3
Normalized earnings	-42.2	81.7	9.8	19.6	13.3
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	17.4	21.8	16.5	19.0	21.5
EBITDA margin	11.2	16.7	13.9	15.5	18.1
EBIT margin	8.7	12.5	9.8	11.1	13.3
Normalized profit margin	6.3	10.2	9.0	9.8	10.4
Net profit margin	6.3	10.2	9.0	9.8	10.4
ROA	6.8	10.6	10.8	11.6	12.9
ROE	12.3	16.7	17.7	20.7	22.6
<b>Risk (x)</b>					
DE	0.7	0.5	0.8	0.8	0.7
Net D/E	0.3	0.1	0.4	0.3	0.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Basis	0.25	0.17	0.19	0.23	0.26
EPS - FD	0.10	0.17	0.19	0.23	0.26
EBITDA	0.17	0.29	0.29	0.36	0.45
Book value	1.01	1.07	1.08	1.12	1.17
Dividend	0.15	0.13	0.11	0.14	0.16
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E - Basis	20.4	29.3	26.7	22.3	19.7
P/E - FD	53.2	29.3	26.7	22.3	19.7
P/BV	5.0	4.7	4.7	4.5	4.3
EV//EBITDA	30.3	18.9	20.1	16.2	13.1
Dividend yield (%)	2.9	2.5	2.3	2.7	3.1

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	<b>สำนักงานอัมมาลิงค์</b> 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
<b>สาขา บางนา</b> 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	<b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	<b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	<b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	<b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859
<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	<b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193		
<b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	<b>สาขา อนุสาวรีย์</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	<b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
<b>สาขา ดรง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	<b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4			

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LHM, 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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