

SFLEX (SFLEX TB)

บมจ. สตาร์เพล็กซ์

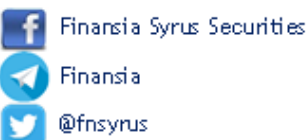
BUY

| | |
|---------------------------------|------------------|
| Previous | BUY |
| 1H23 Target Price (Bt) | 4.80 |
| Price (01/06/2022) | 3.94 |
| Up/downside (%) | +21.8 |
| SET Index | 1,660.01 |
| Sector | Packaging |
| Foreign limitactual (%) | 49.00/0.22 |
| Free float (%) | 39.53 |
| Market cap (Bt m) | 3,230.80 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 56.24 |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD) | 5.20, 3.70, 4.25 |
| IOD 2021 | 4 |
| THAI CAC | N/A |

| Consolidated earnings | | | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| Revenue | 1,677 | 1,713 | 1,904 | 2,155 |
| Normalized profit | 149 | 97 | 138 | 170 |
| Net profit | 149 | 97 | 138 | 170 |
| EPS (Bt) - norm | 0.18 | 0.12 | 0.17 | 0.21 |
| EPS (Bt) - reported | 0.18 | 0.12 | 0.17 | 0.21 |
| % growth y-y | 4.6 | -35.1 | 42.7 | 23.0 |
| Dividend/share (Bt) | 0.05 | 0.06 | 0.08 | 0.10 |
| BV/share (Bt) | 1.17 | 1.24 | 1.35 | 1.40 |
| EV/EBITDA (x) | 16.6 | 19.2 | 14.4 | 12.1 |
| PER (x) - norm | 21.6 | 33.3 | 23.3 | 19.0 |
| PER (x) | 21.6 | 33.3 | 23.3 | 19.0 |
| PBV (x) | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.8 |
| Dividend yield (%) | 1.1 | 1.5 | 2.1 | 2.6 |
| Norm ROE (%) | 16.2 | 9.8 | 13.0 | 15.1 |
| 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: jitraa@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



ผลประกอบการฟื้น เตรียมปิดดีลเวียดนาม

ผลการดำเนินงานของ SFLEX จะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ใน 2Q22 และคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นใน 2H22 จากการทยอยปรับราคาและมีส่วนผสมของสินค้าที่มีมาร์จิ้นสูงเพิ่มมากขึ้น การซื้อกิจการบรรจุภัณฑ์ที่เวียดนามมีความคืบหน้ามากขึ้น ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเจรจาเรื่องราคาและสัดส่วนในการเข้าลงทุนพร้อมพันธมิตร คาดเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรได้ตั้งแต่ 3Q22 ส่วนรายได้จากบริษัทร่วมทุนกับ TU จะเริ่มรับรู้กลางปี 2023 นอกจากนี้ บริษัทมีแผนผลิต Pouch bag สำหรับใช้ในแบตเตอรี่ EV, Data storage และอื่นๆ คาดเริ่มสร้างรายได้ในปี 2023 และยังคงพัฒนาสินค้านวัตกรรมอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับความต้องการของผู้บริโภค เช่น Biodegradable film เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2022-2024 เป็น -35.1%, +42.7%, +23.0% โดยปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นและปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 4.80 บาทจากเดิม 4.50 บาท (PE 28.0 เท่า) ประมาณการและราคาเป้าหมายยังไม่รวม Upside ที่จะเกิดจากการลงทุนในเวียดนาม ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แนะนำซื้อลงทุน ยืนยันมุมมองการฟื้นตัวชัดเจนตั้งแต่ 3Q22 เป็นต้นไป

การประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ทำให้เรามั่นใจว่าผลการดำเนินงานของ SFLEX ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q22 การฟื้นตัวยังไม่รวดเร็วใน 2Q22 ตามที่เคยประเมินเพราะยังถูกกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่อยู่ในระดับสูง และมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการย้ายโรงงานต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน ปัจจุบันโรงงานแห่งใหม่ก่อสร้างแล้วเสร็จและอยู่ระหว่างย้ายเครื่องจักรและเครื่องเป่าฟิล์มไปอยู่รวมกันในโรงงานแห่งใหม่เพื่อให้เกิด Economy of scale เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นชัดเจนตั้งแต่ 3Q22 หากราคาน้ำมันไม่ปรับขึ้นอย่างรุนแรงไปกว่านี้ เพราะจะเริ่มเห็นผลบวกมากขึ้นจากการทยอยปรับเพิ่มราคาขาย ประกอบกับโรงงานแห่งใหม่ขนาดพื้นที่เกือบ 12,000 ตร.ม. พร้อมผลิตเชิงพาณิชย์ โรงงานแห่งนี้มีความทันสมัย สามารถผลิตสินค้าเกรด Medical ได้ตามมาตรฐาน ช่วยให้บริษัทสามารถขยายฐานตลาด โรงงานแห่งนี้จะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นประมาณ 40-50% จากปัจจุบัน 180 ล้านเมตรต่อปี เป็น 260-270 ล้านเมตรต่อปี รองรับรายได้ได้ 2.5-3.0 พันล้านบาทต่อปี

ใกล้ปิดดีลที่เวียดนาม คาดเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรใน 3Q22

บริษัทกลับมาเดินหน้าเจรจากับผู้ผลิต Rigid packaging ในเวียดนามอีกครั้งทันทีที่สถานการณ์โควิด-19 เริ่มคลี่คลาย ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเจรจาด้านราคาและสัดส่วนการเข้าลงทุนพร้อมกับพันธมิตร โดยคาดว่า SFLEX น่าจะเข้าลงทุนในสัดส่วนไม่ต่ำกว่า 30% คาดการเจรจาจะแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรของบริษัทในเวียดนามได้ใน 3Q22 บริษัทดังกล่าวเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษที่มีคุณภาพสูง มีประสบการณ์ในเวียดนามกว่า 20 ปี มีฐานลูกค้าใกล้เคียงกับ SFLEX แต่สินค้าไม่ซ้ำกัน ตลาดบรรจุภัณฑ์ในเวียดนามมีการเติบโตอย่างรวดเร็ว ในอนาคต SFLEX อาจนำการผลิต Flexible packaging ของบริษัทเข้าไปเสริม เป็นการขยายฐานตลาดของ SFLEX สู่ตลาด CLMV ซึ่งเป็นตลาดที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง

พัฒนาสินค้านวัตกรรมต่อเนื่อง เตรียมผลิตชิ้นส่วนแบตเตอรี่ EV

บริษัทเตรียมพัฒนาสินค้าใหม่เช่น Pouch bag เพื่อใช้กับแบตเตอรี่ EV และ Data storage เป็นต้น คาดพร้อมผลิตเชิงพาณิชย์ได้ราวปี 2023 รวมถึงวิจัยและพัฒนาสินค้านวัตกรรมอื่นเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนและรองรับพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป เช่น Biodegradable film รวมถึงฟิล์มที่ใช้วัสดุย่อยสลายอื่นๆ

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 4.80 บาท ยังไม่รวมเวียดนาม แนะนำซื้อลงทุน

เราปรับประมาณการกำไรปี 2022-2024 ขึ้น 7.3%, 9.7%, 12.8% เป็น -35.1% Y-Y, +42.7% Y-Y, +23.0% Y-Y ตามลำดับ โดยปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้น 0.7-1.9% ตามสัดส่วนสินค้านวัตกรรมที่สูงขึ้น และเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรของ JV กับ TU กลางปี 2023 ราคาเป้าหมายกลางปี 2023 ถูกปรับขึ้นเป็น 4.80 บาท จากเดิม 4.50 บาท (อิง PE เดิมที่ 28 เท่า) แนะนำทยอยซื้อลงทุน ทั้งนี้ ประมาณการและราคาเป้าหมายดังกล่าวยังไม่รวม Upside ที่จะเกิดจากการลงทุนในกิจการในเวียดนาม

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 และมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ร่วมกับลูกค้าอย่างใกล้ชิดเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าให้เป็นที่พึงพอใจ

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมาย 4.80 บาท อิง PE 28 เท่า (+1SD ของค่าเฉลี่ยตั้งแต่เข้าตลาดหลักทรัพย์) ทั้งนี้ บริษัทมีวอร์แรนท์ 2 ชุดคือ SFLEX-W1 (อายุ 18 เดือน ราคาใช้สิทธิ 4.50 บาทต่อหุ้น) และ SFLEX-W2 (อายุ 4 ปี ราคาใช้สิทธิ 10 บาทต่อหุ้น ใช้สิทธิได้ครั้งเดียวในวันหมดอายุ) หาก SFLEX-W1 ใช้สิทธิทั้งหมดในปี 2022 ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 4.25 บาท

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

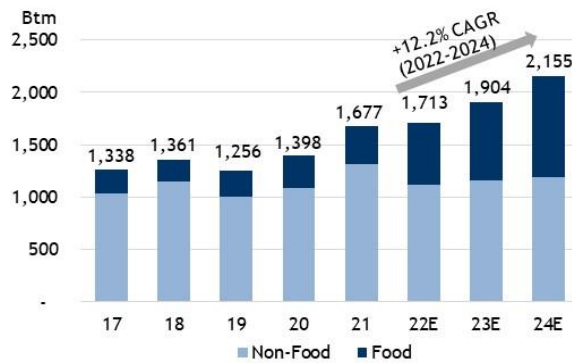
- บริษัทฯ ให้ความสำคัญต่อสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยไม่กระทำการใดๆ อันเป็นการละเมิดหรืออิทธิพลของสิทธิของผู้ถือหุ้น นอกเหนือจากสิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น
- SFLEX ห้ามมิให้กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้างของบริษัทฯ นำความลับและ/หรือข้อมูลภายในของบริษัทฯ ไปเปิดเผยหรือแสวงหาผลประโยชน์แก่ตนเองหรือเพื่อประโยชน์แก่บุคคลอื่นใด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

Changes of key assumptions

| (Btm) | 2022E | | | 2023E | | | 2024E | | |
|------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | Old | New | %Chg | Old | New | %Chg | Old | New | %Chg |
| Sales revenue | 1,713 | 1,713 | 0.0 | 1,904 | 1,904 | 0.0 | 2,155 | 2,155 | 0.0 |
| %Growth | 2.2 | 2.2 | 0.0 | 11.1 | 11.1 | 0.0 | 13.2 | 13.2 | 0.0 |
| Capacity (mn meter per year) | 270.0 | 270.0 | 0.0 | 270.0 | 270.0 | 0.0 | 270.0 | 270.0 | 0.0 |
| % Utilization rate | 67.0 | 67.0 | 0.0 | 74.0 | 74.0 | 0.0 | 79.0 | 79.0 | 0.0 |
| Gross profit | 262 | 274 | 4.6 | 316 | 339 | 7.2 | 363 | 405 | 11.4 |
| EBIT | 110 | 130 | 18.3 | 162 | 185 | 14.1 | 193 | 224 | 16.2 |
| Net profit | 90 | 97 | 7.3 | 126 | 138 | 9.7 | 151 | 170 | 12.8 |
| NP growth (%) | -39.4 | -35.1 | 4.4 | 39.5 | 42.7 | 3.1 | 19.7 | 29.0 | 9.3 |
| Gross margin (%) | 15.3 | 16.0 | 0.7 | 16.6 | 17.8 | 1.2 | 16.9 | 18.8 | 1.9 |
| SG&A to sales (%) | 10.0 | 9.5 | -0.5 | 9.2 | 9.2 | 0.0 | 9.0 | 9.5 | 0.5 |
| EBIT margin (%) | 6.4 | 7.6 | 1.2 | 8.5 | 9.7 | 1.2 | 8.9 | 10.4 | 1.5 |
| Net margin (%) | 5.3 | 5.7 | 0.4 | 6.6 | 7.3 | 0.7 | 7.0 | 7.9 | 0.9 |

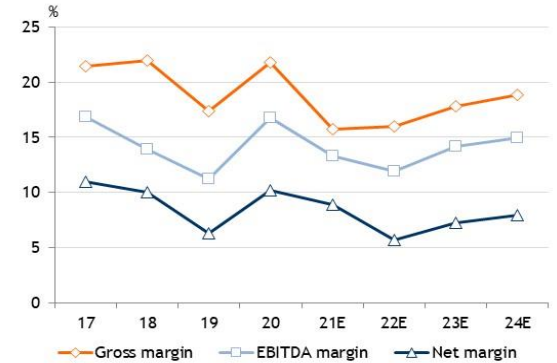
Source: Finansia estimates

คาดการณ์รายได้จากการขาย

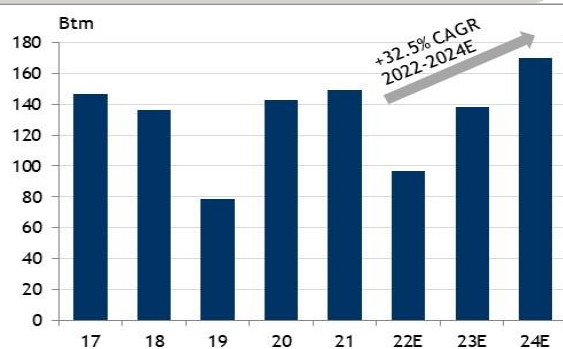


ที่มา: Finansia estimates

อัตรากำไร

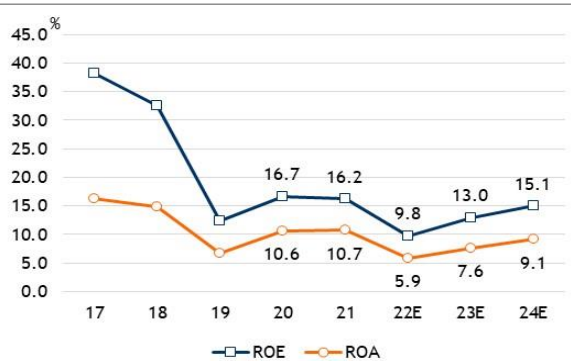


คาดการณ์กำไรสุทธิ



ที่มา: Finansia estimates

ROA และ ROE



Peers comparison

| | | 3Y EPS Growth (%) | GM (%) 2022E | NM (%) 2022E | PE (x) | | EV/EBITDA (x) | | ROE (%) 2022E |
|-----------------------|----------|-------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | |
| SFLEX | Thailand | 32.5 | 16.0 | 5.7 | 33.3 | 23.0 | 19.2 | 14.4 | 1.5 |
| AMCOR | US | 11.8 | 21.4 | 7.4 | 16.4 | 15.7 | 12.5 | 12.1 | 26.8 |
| Huhtamaki | Finland | 12.9 | 16.6 | 6.0 | 14.7 | 13.9 | 9.7 | 9.2 | 15.4 |
| Global Average | | 12.4 | 19.0 | 6.7 | 15.6 | 14.8 | 11.1 | 10.7 | 21.1 |
| SCGP | Thailand | 12.2 | 19.2 | 6.0 | 27.8 | 23.7 | 13.5 | 12.2 | 8.8 |
| SFT | Thailand | 9.1 | 27.1 | 12.1 | 20.6 | 17.5 | 13.4 | 11.2 | 13.9 |
| Global average | | 10.7 | 23.2 | 9.1 | 24.2 | 20.6 | 13.5 | 11.7 | 11.4 |

ที่มา: Bloomberg, Finansia estimates

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 หากบริษัทสูญเสียลูกค้ารายใหญ่ หรือลูกค้าลดปริมาณการสั่งซื้อ อาจกระทบผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากลูกค้ารายใหญ่ทั้ง 4 รายดังกล่าวเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ มีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับต้นๆ มีความต้องการบรรจุภัณฑ์ในปริมาณสูง มีกระบวนการคัดเลือก Supplier ที่มีมาตรฐานสูงระดับมาตรฐานของบริษัทข้ามชาติ ดังนั้น การที่ SFLEX เป็นหนึ่งใน Supplier ให้แก่ลูกค้ารายใหญ่ดังกล่าวได้ กลับเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัท และบริษัทมีนโยบายรักษาความสัมพันธ์ที่ดี เป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับลูกค้ามาอย่างยาวนาน และร่วมกันพัฒนาสินค้าใหม่ๆ ตลอดเวลา นอกจากนี้ บริษัทกำลังขยายฐานตลาดให้กว้างขึ้น โดยการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ เช่น บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่ใช้ในอุตสาหกรรมทางการแพทย์ เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ มีการแข่งขันสูง ทำให้ลูกค้ามีทางเลือกและมีสินค้าทดแทนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม ลูกค้าที่สำคัญของบริษัทเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภครายใหญ่ของประเทศ ให้ความสำคัญกับคุณภาพและมาตรฐานของสินค้า ตลอดจนบริษัทเองมีการวิจัยและพัฒนาสินค้าใหม่ๆ เพื่อตอบสนองของลูกค้าและสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัท

ความเสี่ยงจากสิ่งแวดล้อม

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

Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 1,398 | 1,677 | 1,713 | 1,904 | 2,155 |
| Cost of sales | 1,094 | 1,414 | 1,439 | 1,565 | 1,750 |
| Gross profit | 304 | 263 | 274 | 339 | 405 |
| SG&A | 146 | 152 | 163 | 175 | 205 |
| Operating profit | 158 | 111 | 111 | 164 | 200 |
| Other income | 17 | 50 | 19 | 21 | 24 |
| EBIT | 175 | 161 | 130 | 185 | 224 |
| EBITDA | 234 | 222 | 204 | 270 | 322 |
| Interest charge | 5 | 4 | 12 | 12 | 11 |
| Tax on income | 28 | 7 | 21 | 35 | 43 |
| Earnings after tax | 143 | 149 | 97 | 138 | 170 |
| Minority interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Normalized earnings | 143 | 149 | 97 | 138 | 170 |
| Extraordinary items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 143 | 149 | 97 | 138 | 170 |

Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Net profit | 242 | 195 | 97 | 138 | 170 |
| Deprec. & amortization | -59 | -62 | -74 | -85 | -98 |
| Change in working capital | -61 | -133 | -81 | -74 | -29 |
| Other adjustments | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| Cash flow from operations | 182 | 62 | 16 | 64 | 141 |
| Capital expenditure | 250 | 20 | 181 | 90 | 100 |
| Others | 97 | -176 | -19 | 62 | 75 |
| Cash flow from investing | -172 | -196 | -232 | -54 | -74 |
| Free cash flow | 10 | 311 | 84 | 217 | 206 |
| Net borrowings | -188 | 141 | 237 | 7 | 10 |
| Equity capital raised | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -94 | -70 | -37 | -49 | -69 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| Cash flow from financing | -282 | 75 | 200 | -41 | -60 |
| Net change in cash | -303 | -77 | -2 | -4 | -2 |

Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash | 169 | 75 | 89 | 86 | 84 |
| Accounts receivable | 262 | 346 | 357 | 366 | 359 |
| Inventory | 228 | 334 | 355 | 369 | 408 |
| Other current assets | 25 | 22 | 58 | 61 | 64 |
| Total current assets | 684 | 776 | 859 | 882 | 915 |
| Investments | 0 | 0 | 116 | 136 | 156 |
| PP&E | 475 | 594 | 676 | 681 | 683 |
| Other assets | 67 | 92 | 94 | 97 | 100 |
| Total assets | 1,285 | 1,507 | 1,791 | 1,841 | 1,897 |
| Short-term loans | 27 | 53 | 54 | 32 | 31 |
| Accounts payable | 285 | 295 | 288 | 261 | 269 |
| Current maturities | 21 | 68 | 61 | 62 | 61 |
| Other current liabilities | 11 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Total current liabilities | 345 | 419 | 407 | 359 | 365 |
| Long-term debt | 26 | 84 | 315 | 315 | 316 |
| Other non-current liab. | 34 | 43 | 49 | 57 | 65 |
| Total non-current liab. | 60 | 127 | 364 | 371 | 381 |
| Total liabilities | 405 | 546 | 771 | 730 | 746 |
| Registered capital | 410 | 502 | 502 | 502 | 502 |
| Paid up capital | 410 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| Share premium | 303 | 303 | 303 | 303 | 303 |
| Legal reserve | 27 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Retained earnings | 141 | 217 | 277 | 367 | 408 |
| Minority Interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Shareholders' equity | 881 | 960 | 1,020 | 1,110 | 1,152 |

Key Ratios

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Growth (%) | | | | | |
| Sales | 11.3 | 20.0 | 2.2 | 11.1 | 13.2 |
| EBITDA | 65.6 | -4.9 | -8.4 | 32.3 | 19.3 |
| Net profit | 81.7 | 4.6 | -35.1 | 42.7 | 23.0 |
| Normalized earnings | 81.7 | 4.6 | -35.1 | 42.7 | 23.0 |
| Profitability (%) | | | | | |
| Gross profit margin | 21.8 | 15.7 | 16.0 | 17.8 | 18.8 |
| EBITDA margin | 16.7 | 13.3 | 11.9 | 14.2 | 14.9 |
| EBIT margin | 12.5 | 9.6 | 7.6 | 9.7 | 10.4 |
| Normalized profit margin | 10.2 | 8.9 | 5.7 | 7.3 | 7.9 |
| Net profit margin | 10.2 | 8.9 | 5.7 | 7.3 | 7.9 |
| ROA | 10.6 | 10.7 | 5.9 | 7.6 | 9.1 |
| ROE | 16.7 | 16.2 | 9.8 | 13.0 | 15.1 |
| Risk (x) | | | | | |
| D/E | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| Net D/E | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| Per share data (Bt) | | | | | |
| EPS - Basis | 0.17 | 0.18 | 0.12 | 0.17 | 0.21 |
| EPS - FD | 0.17 | 0.18 | 0.12 | 0.17 | 0.21 |
| EBITDA | 0.29 | 0.27 | 0.25 | 0.33 | 0.39 |
| Book value | 1.07 | 1.17 | 1.24 | 1.35 | 1.40 |
| Dividend | 0.13 | 0.05 | 0.06 | 0.08 | 0.13 |
| Par | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| Valuations (x) | | | | | |
| P/E - Basis | 22.6 | 21.6 | 33.3 | 23.3 | 19.0 |
| P/E - FD | 22.6 | 21.6 | 33.3 | 23.3 | 19.0 |
| P/BV | 3.7 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 14.8 | 16.6 | 19.2 | 14.4 | 12.1 |
| Dividend yield (%) | 3.2 | 1.1 | 1.5 | 2.1 | 2.6 |

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>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p> | <p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p> | <p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</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 สีลม 1 130-132 อาคารสีลม ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p> | <p>สาขา เคียนหวน (สีลม 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</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 ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p> | <p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p> | <p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</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.อุดรธานี 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 758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p> | <p>สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p> |
| <p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p> | <p>สาขา นครราชสีมา 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p> | <p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ 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 สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p> |
| <p>สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p> | <p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 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 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, LI, 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 2021

| 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 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC