

11 September 2024

Sector: Packaging

StarFlex

ความต้องการ flexible packaging โตต่อเนื่อง ได้ผลบวก 2 ดิลใหม่

Bloomberg ticker	SFLEX TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt3.30
Target price	Bt4.80
Upside/Downside	+45%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt5.33
Bloomberg consensus	Buy 5 / Hold 0 / Sell 0

Stock data

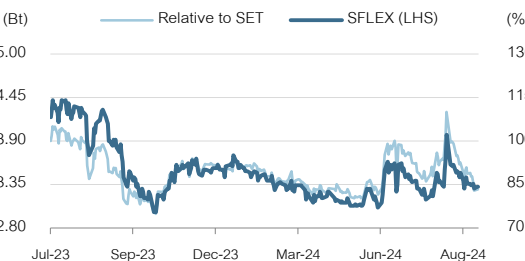
Stock price 1-year high/low	Bt4.06 / Bt2.90
Market cap. (Bt mn)	2,706
Shares outstanding (mn)	820
Avg. daily turnover (Bt mn)	14
Free float	55%
CG rating	Very Good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue	1,669	1,795	1,920	2,247
EBITDA	124	291	354	422
Net profit	55	184	258	293
EPS (Bt)	0.07	0.22	0.31	0.36
Growth	-63.1%	234.6%	40.1%	13.3%
Core EPS (Bt)	0.07	0.22	0.31	0.36
Growth	-63.4%	231.2%	41.8%	13.8%
DPS (Bt)	0.03	0.09	0.13	0.15
Div. yield	0.9%	2.7%	3.9%	4.5%
PER (x)	49.1	14.7	10.5	9.3
Core PER (x)	49.4	14.9	10.5	9.3
EV/EBITDA (x)	23.1	11.2	9.9	8.4
PBV (x)	2.7	2.7	2.3	2.0

Bloomberg consensus

Net profit	55	184	231	253
EPS (Bt)	0.07	0.22	0.28	0.31



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-17.1%	-9.3%	-1.2%	-13.6%
Relative to SET	-27.2%	-17.6%	-4.2%	-5.9%

Major shareholders

	Holding
1. Mr. Prinrthorn Apithanasriwong	23.70%
2. Mr. Ek Pichamchitra	8.41%
3. BTS Group Holding PCL	6.71%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เราเริ่มต้นจัดทำทวิวิเคราะห์ SFLEX ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 4.80 บาทอิง 2025E PER ที่ 13.5 เท่า (-1.25SD below 4-yr avg. PER โดยไม่รวมปี 2022 ที่กำไรต่ำกว่าปกติ) ซึ่งเทียบเท่า PEG ราว 1.0 เท่า โดยเรามองว่า SFLEX มีความน่าสนใจจาก 1) เป็นหนึ่งในผู้นำ flexible packaging มีลูกค้าหลักเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ เช่น NEO, Unilever, I.P. Manufacturing, Lion รวมกันราว 60% ของรายได้รวม ซึ่งได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้าหลักมายาวนานและเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง, 2) ความต้องการ flexible packaging ยังเติบโต จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป และการใช้ทดแทนแบบขวด รวมถึงการขยายกำลังการผลิตของผู้ประกอบการที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค, 3) มี 2 ดิลใหม่ช่วยหนุนการเติบโตตั้งแต่ปี 2024E ได้แก่ 1) SPV ดำเนินธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระดาษคุณภาพสูงที่เวียดนาม เริ่มรับรู้กำไร 1Q24 และ 2) Star Union ร่วมทุนกับ TU ผลิตและจำหน่าย flexible packaging ให้กับ TU และผู้ประกอบการรายอื่น โดยจะเริ่มรับรู้รายได้ปลายปี 2024E

เราประมาณการกำไรปี 2024E/25E ที่ 258 ล้านบาท +40% YoY และ 293 ล้านบาท +13% YoY สำหรับกำไร 3Q24E จะดีขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ โดยมีคำสั่งซื้อใหม่จาก Nipro บรรจุภัณฑ์เครื่องมือทางการแพทย์, ส่วนแบ่งกำไร SPV เพิ่มขึ้น เพราะเป็นช่วง high season ส่วนปี 2025E จะดีขึ้นทั้งจากธุรกิจเดิม ทั้งลูกค้าหลัก และ Nipro ที่เพิ่มขึ้น และเริ่มรับรู้กำไรจาก Star Union นอกจากนั้น GPM จะยังทรงตัวสูงในระดับ 24.0% จากกลยุทธ์เพิ่มสินค้า high margin และลด low margin

ราคาหุ้น underperform SET -18%/-4% ในช่วง 3 และ 6 เดือน ซึ่งสวนทางกับกำไร 1Q-2Q24 ที่โดดเด่นทำสถิติสูงสุดใหม่ ทั้งนี้ เราแนะนำ "ซื้อ" จากกำไร 3Q24E ที่มีลุ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง และปี 2025E จะยังเติบโตสดใส ด้าน valuation น่าสนใจ เทพด 2024E PER ที่ 10.5 เท่า และ 2025E PER ที่ 9.3 เท่า คิดเป็น -1.75SD below 4-yr avg. PER และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม Packaging ที่ 16.0 เท่า

KEY HIGHLIGHTS

□ หนึ่งในผู้นำธุรกิจ flexible packaging มีลูกค้าหลักเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ โดยมีสัดส่วนรายได้สินค้าอุปโภค 75%-80% มีลูกค้ารายสำคัญ ได้แก่ NEO, Unilever, I.P. Manufacturing, Lion ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าอุปโภค น่ายาปรับผ่าน, น่ายาซักผ้า, น่ายาล้างจาน เป็นต้น และสินค้าบริโภค 20%-25% ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นหลักและผู้ก่อตั้งบริษัทมีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์มายาวนานกว่า 40 ปี ซึ่งบริษัทได้รับความเชื่อถือทั้งด้านคุณภาพสินค้า, บริการ และสามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้รวดเร็วกว่าคู่แข่ง ทำให้ SFLEX ได้รับคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายหลักมาอย่างยาวนานและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

□ ความต้องการ flexible packaging ยังโตต่อเนื่อง จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป และการขยายกำลังการผลิตของลูกค้า โดยปัจจุบันพฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนมาใช้สบู่อเหลว น่ายาซักผ้า แทนการใช้สบู่ก้อน และผงซักฟอก เป็นต้น รวมถึงการใช้ flexible packaging ทดแทนการใช้บรรจุภัณฑ์แบบขวด นอกจากนั้น การเติบโตของ flexible packaging ยังได้ผลบวกจากการขยายกำลังการผลิตของผู้ประกอบการที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้นด้วย

□ มี 2 ดิลใหม่ ช่วยหนุนการเติบโตตั้งแต่ปี 2024E ได้แก่ 1) SPV (Starprint Vietnam) ดำเนินธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระดาษคุณภาพสูงที่เวียดนาม โดย SFLEX ถือหุ้น 25% เริ่มรับรู้รายได้ 1Q24 เราประเมินส่วนแบ่งกำไรในปี 2024E-25E ที่ 25 ล้านบาท และ 30 ล้านบาท, 2) Star Union โดย SFLEX ถือหุ้น 51%, TU 49% ดำเนินการผลิตและจำหน่าย flexible packaging ให้กับกลุ่ม TU และผู้ประกอบการรายอื่น จะเริ่มรับรู้รายได้ปลายปี 2024E เราประเมินปี 2025E จะมีกำไร 10 ล้านบาท

□ กำไรปี 2024E-25E โตต่อเนื่องจากทั้งธุรกิจปัจจุบันและ 2 ดิลใหม่ เราประเมินกำไรปี 2024E/25E ที่ 258 ล้านบาท +40% YoY และ 293 ล้านบาท +13% YoY โดยกำไร 1H24 คิดเป็น 50% จากทั้งปี สำหรับกำไร 3Q24E จะดีขึ้น YoY, QoQ และทำสถิติสูงสุดใหม่ โดยได้รับคำสั่งซื้อใหม่ในการผลิตบรรจุภัณฑ์ของ Nipro สำหรับเครื่องมือทางการแพทย์ และประเมินส่วนแบ่งกำไรจาก SPV จะเพิ่มขึ้นเป็น 10 ล้านบาท (1H24 = 8 ล้านบาท) เนื่องจากเป็นช่วง high season ส่วน 4Q24E จะยังโต YoY แต่ลดลง QoQ จากค่าใช้จ่าย SG&A ด้านพนักงานที่เพิ่มขึ้น ส่วนปี 2025E จะดีขึ้นทั้งจากธุรกิจเดิม ทั้งลูกค้าหลัก และ Nipro ที่เพิ่มขึ้น และเริ่มรับรู้กำไรจาก Star Union นอกจากนั้น GPM จะยังทรงตัวสูงในระดับ 24.0% ได้ต่อเนื่องจากกลยุทธ์เพิ่มสินค้า high margin และลด low margin

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 4.80 บาทอิง 2025E PER ที่ 13.5 เท่า (-1.25SD below 4-yr avg. PER โดยไม่รวมปี 2022 ที่กำไรต่ำกว่าปกติ) ซึ่งเทียบเท่า PEG ราว 1.0 เท่า (อัตราการเติบโตกำไรปี 2025E-26E เฉลี่ย 13.3% CAGR) โดยมี catalyst จากกำไรปี 2024E-26E ที่โตต่อเนื่อง

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

- หนึ่งในผู้นำธุรกิจ flexible packaging มีลูกค้าหลักเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ
- SFLEX ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อน (flexible packaging) สำหรับสินค้าอุปโภคและสินค้าบริโภค คิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 75-80% และ 20-25% ตามลำดับ ทั้งที่อยู่ในรูปของเหลวและของแข็งตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (Made to Order) ทั้งนี้ SFLEX ก่อตั้งเมื่อปี 2003 ขณะที่ผู้ถือหุ้นหลักและผู้ก่อตั้งบริษัทยังมีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์มายาวนานมากกว่า 40 ปี โดยมีโรงงานอยู่ที่ จ.สมุทรปราการ

Fig 1: ประเภทสินค้าที่ลูกค้านำมาบรรจุในบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนของ SFLEX

บรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าอุปโภค (Non Food)	บรรจุภัณฑ์สำหรับสินค้าบริโภค (Food)
• น้ำยาปรับผ้านุ่ม (Fabric Softener) • น้ำยาล้างจาน (Dish Wash) • ผงซักฟอก (Detergent) • น้ำยาซักผ้า (Liquid Detergent) • น้ำยาทำความสะอาดพื้น (Floor Cleaner) • ครีมอาบน้ำ (Liquid Soap) • ยาสระผม (Shampoo) • ขวดใช้หรืออุปกรณ์ทางการแพทย์ (Medicals)	• ไอศกรีม (Ice-cream) • รูนเส้น (Vermicelli) • อาหารแช่แข็ง (Frozen Food) • ขนมขบเคี้ยว (Snack) • ซอสและเครื่องปรุงต่างๆ (Seasoning) • แป้ง (Flour) • กาแฟ (Coffee) • อาหารสัตว์ (Pet Food) • บะหมี่กึ่งสำเร็จรูป (Instant Noodle) • ข้าวสาร (Rice)

Source: SFLEX

Fig 2: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่ SFLEX ผลิต ประเภท non-food packaging



Source: SFLEX

Fig 3: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่ SFLEX ผลิต ประเภท food packaging



Source: SFLEX

SFLEX มีลูกค้าหลักที่เป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของประเทศ ซึ่งเป็นลูกค้าหลักมายาวนานอย่างต่อเนื่อง ได้แก่ บริษัท นิโอแพคทอรี่ จำกัด, บริษัท เพอร์เฟค คอมพาเนียน กรุ๊ป จำกัด, บริษัท ยูนิลีเวอร์ ไทย โฮลดิ้งส์ จำกัด, บริษัท ไลอ้อน (ประเทศไทย) จำกัด, บริษัท ไอ.พี. แมนูแฟคเจอริ่ง จำกัด และบริษัท เจ้าแกนน้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน) เป็นต้น โดยมีสัดส่วนรายได้จากบริษัทข้างต้นดังกล่าวรวมกันมากกว่า 75%

Fig 4: ลูกค้าของ SFLEX

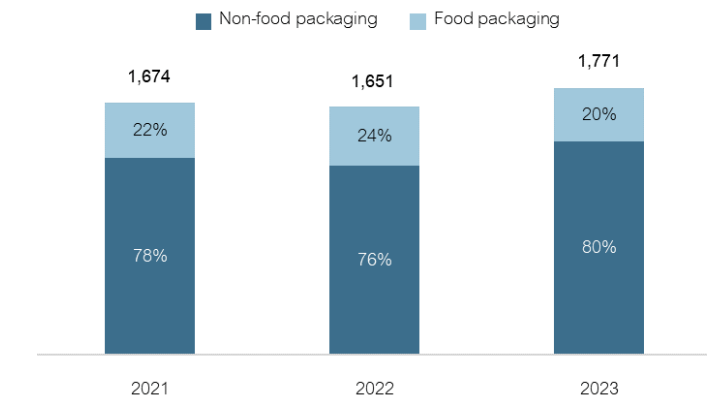


Source: SFLEX

รูปแบบของบรรจุภัณฑ์พลาสติกชนิดอ่อนที่บริษัทผลิตและจำหน่ายสามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ ขึ้นอยู่กับความต้องการของลูกค้า ดังนี้

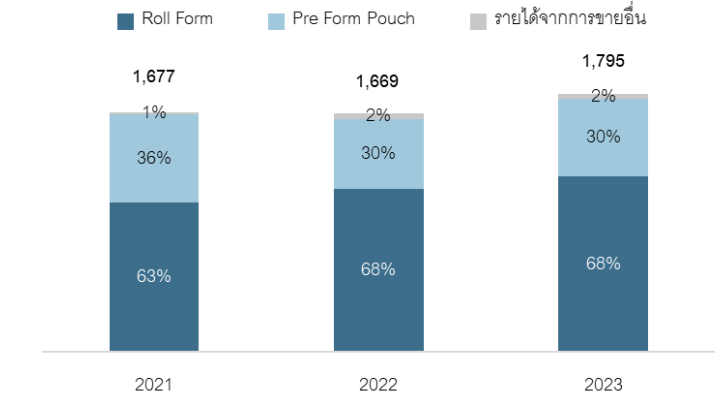
- 1) ผลิตภัณฑ์ประเภทม้วน (Roll Form)
- 2) ผลิตภัณฑ์ประเภทซอง (Pre Form Pouch)

Fig 5: สัดส่วนรายได้แยกตามลูกค้า (ล้านบาท)



Source: SFLEX

Fig 6: สัดส่วนรายได้แยกตามประเภทสินค้า (ล้านบาท)



Source: SFLEX

□ การเข้าลงทุน Starprint Vietnam (SPV) ช่วยหนุนการเติบโตตั้งแต่ปี 2024E และมีโอกาสต่อยอดในอนาคต

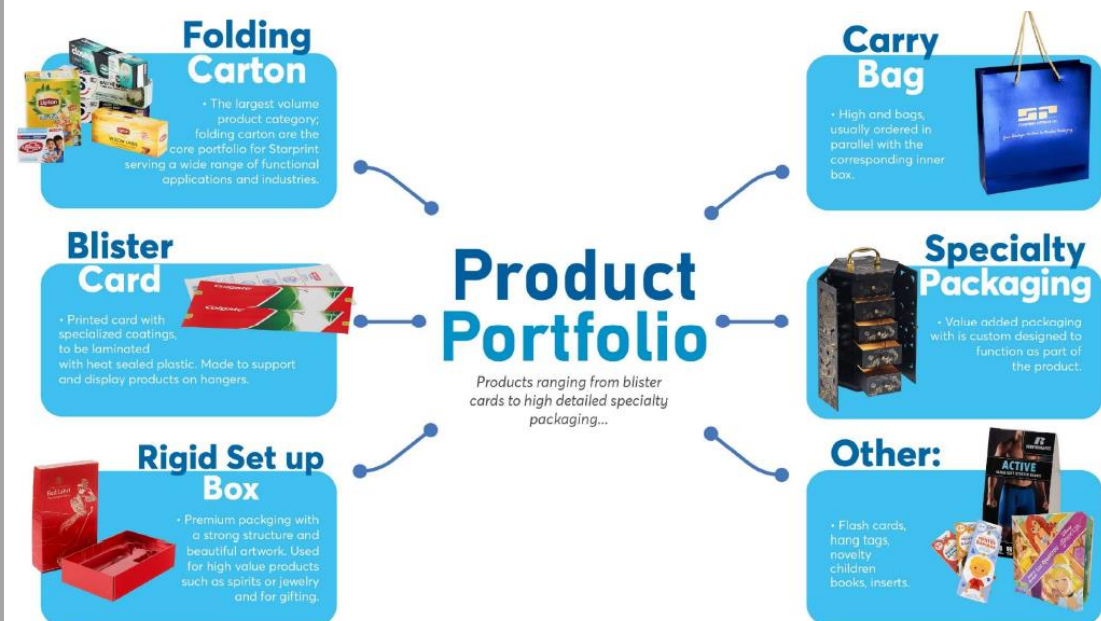
SFLEX ได้เข้าร่วมลงทุนในบริษัท Starprint Vietnam JSC (SPV) ตั้งแต่ปลายปี 2023 โดย SFLEX ถือหุ้นที่ 25%, SCGP ถือหุ้น 70% และอีก 5% ที่เหลือเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของ SPV ซึ่ง SFLEX ใช้เงินลงทุนประมาณ 353 ล้านบาท และเริ่มรับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไรตั้งแต่ 1Q24 โดยงวด 1H24 SFLEX มีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก SPV รวมที่ 8 ล้านบาท

ทั้งนี้ SPV ดำเนินธุรกิจผลิตงานพิมพ์และบรรจุภัณฑ์กระดาษคุณภาพสูง โรงงานตั้งอยู่ในประเทศเวียดนาม กลุ่มลูกค้าหลักของ SPV เป็นบริษัทผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคซึ่งครอบคลุมทั้งในภูมิภาคอาเซียน รวมถึงออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ เช่น Unilever, Colgate, Crayola, Mondelez, Nestle, Heineken, P&G และ Walmart เป็นต้น โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์ของ SPV ประกอบด้วยผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์กระดาษเพื่อการพาณิชย์ ได้แก่ 1.) กล่องกระดาษแบบพับได้ (Folding Carton) 2.) กล่องกระดาษลูกฟูก (Corrugated Boxes) 3.) กล่องบรรจุภัณฑ์คงรูปคุณภาพสูง (Rigid Boxes) 4.) ถุงใส่สินค้า (Carry Bag) 5.) การ์ดแบ็กเกอร์ (Backer Card) และ 6.) บรรจุภัณฑ์กระดาษอื่น ๆ (Other Paper Packaging) โดยตัวอย่างผลิตภัณฑ์ เช่น กล่องบรรจุสินค้าอุปโภคบริโภค กล่องยาสีฟัน กล่องขนมไหว้พระจันทร์ กล่องเครื่องดื่มแอลกอฮอล์คุณภาพสูง กล่องใส่สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ การ์ดคำศัพท์ และกล่องศิลปะ เป็นต้น

สำหรับประโยชน์ที่จะได้รับการลงทุนนอกจากจะช่วยเพิ่มกำไรให้กับ SFLEX แล้ว ยังมีส่วนต่อยอดโอกาสทางธุรกิจของ SFLEX ได้เพิ่มเติมอีก เช่น 1) ช่วยเพิ่มผลิตภัณฑ์ของ SFLEX ให้มีความหลากหลายมากขึ้น ทั้งในส่วนของ SFLEX ที่เป็นผู้ผลิต flexible packaging และ SPV ที่เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษ ทำให้ช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันมากขึ้น, 2) การเพิ่มฐานลูกค้าใหม่ๆ ในต่างประเทศสำหรับผลิตภัณฑ์ของ SFLEX และ 3) มีโอกาสที่จะขยายธุรกิจ flexible packaging ในต่างประเทศ จากฐานลูกค้าของ SPV ทั้งในเวียดนาม และต่างประเทศ

ทั้งนี้ เราประเมินส่วนแบ่งกำไรเงินลงทุน SPV ในปี 2024E-26E อยู่ที่ 25 ล้านบาท, 30 ล้านบาท และ 35 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งโดยปกติผลการดำเนินงานในช่วงครึ่งหลังของปี และดีกว่าครึ่งแรกของปี โดยไตรมาส 3 ของทุกปีจะมีกำไรที่มากที่สุด และไตรมาส 1 จะมีกำไรต่ำสุดของปี

Fig 7: ผลิตภัณฑ์ของ SPV



Source: SFLEX

Fig 8: ลูกค้าของ SPV



Source: SFLEX

□ จับมือกับ TU ตั้งบริษัทร่วมทุน Star Union ช่วยหนุนการเติบโตของกำไรในปี 2025E

SFLEX ได้ร่วมกับ TU จัดตั้งบริษัทร่วมทุนใหม่ บริษัท สตาร์ยูเนี่ยน แพคเคจจิ้ง จำกัด (Star Union) โดย SFLEX ใช้เงินลงทุน 250 ล้านบาท ในการถือหุ้น 51% และ TU ถือหุ้น 49% เพื่อดำเนินกิจการการผลิตและจำหน่าย flexible packaging ให้กับผลิตภัณฑ์อาหารของกลุ่ม TU โดยระยะแรกจะผลิตบรรจุภัณฑ์อาหารสำหรับกลุ่ม TU โดยเฉพาะ และจะขยายไปยังผู้ประกอบการอื่นต่อไปในอนาคต ทั้งนี้ โรงงาน Star Union จะเริ่มผลิตและส่งมอบสินค้าได้ตั้งแต่ปลายปี 2024E ซึ่งเราประเมินในปี 2025E จะมีรายได้อยู่ที่ 200 ล้านบาท และจะมีกำไรอยู่ที่ 10 ล้านบาท (คิดตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 51% แล้ว) ขณะที่ SFLEX คาดการณ์จะมียอดขายแต่ละระดับ 1 พันล้านบาท ภายใน 5 ปีข้างหน้า

Fig 9: ผลิตภัณฑ์ของ TU

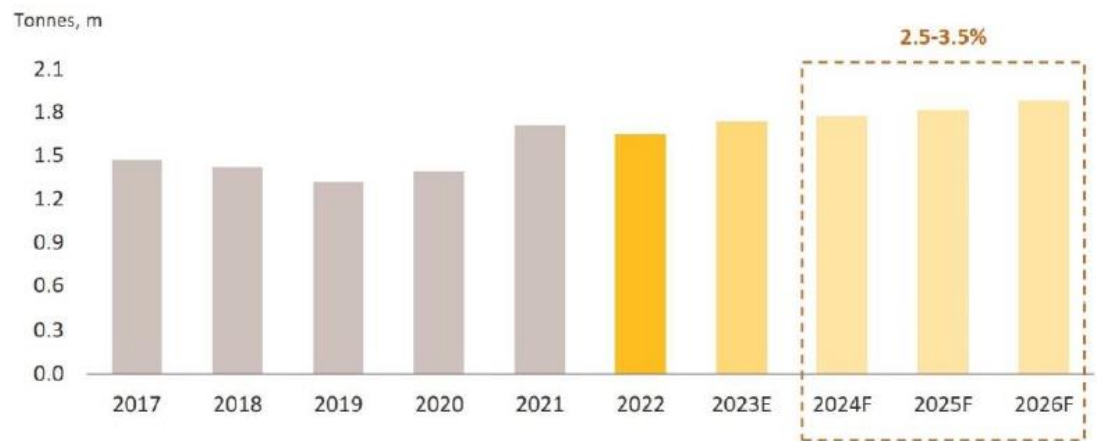


Source: SFLEX

□ ความต้องการ flexible packaging ยังโตต่อเนื่อง จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป และการขยายกำลังการผลิตของลูกค้า

อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์พลาสติกมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดย Smithers Pira คาดว่าปี 2023 การบริโภค flexible packaging ทั่วโลกจะอยู่ที่ 33.5 ล้านตัน และจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4.2% ในปี 2024E-26E สำหรับประเทศไทย วิจัยกรุงศรี ประเมินปี 2023 ปริมาณการผลิตบรรจุภัณฑ์พลาสติกจะขยายตัวที่ระดับ 0-1% เทียบกับที่หดตัว -3.4% ในปี 2022 และขยายสู่ระดับเฉลี่ย 2.5%-3.5% ต่อปี ในปี 2023E-26E จากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว, ความต้องการดูแลด้านสุขอนามัย ส่งผลให้อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องหลายสาขาต้องการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะอาหารและเครื่องดื่ม ขณะที่บรรจุภัณฑ์ flexible packaging ยังมีแนวโน้มการเติบโตได้ดี จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปทำให้ความต้องการผู้บริโภคหันมาใช้บรรจุภัณฑ์ flexible packaging มากขึ้น เช่น สบู่เหลว น้ำยาซักผ้า แทน สบู่ก้อน และผงซักฟอง รวมถึงความนิยมของผู้บริโภคในการใช้ flexible packaging แบบ refill เพื่อลดปัญหาสิ่งแวดล้อม เช่น น้ำยาซักผ้า, น้ำยาปรับผ้านุ่ม, น้ำยาล้างจาน, สบู่เหลว เป็นต้น ซึ่งปัจจุบันผู้ผลิตสินค้าดังกล่าวยังได้มีการออกผลิตภัณฑ์ที่สามารถใช้ flexible packaging ทดแทนแบบขวดเป็นส่วนใหญ่แล้ว ทั้งนี้ การเติบโตของ flexible packaging ยังได้ผลบวกจากการขยายกำลังการผลิตของผู้ประกอบการที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้นด้วย

Fig 10: Plastic Packaging Productions



Source: SFLEX (56-1 One Report)

□ GPM จะยังทรงตัวสูงต่อเนื่อง จากกลยุทธ์เพิ่มสินค้า high margin และลด low margin

เราประเมิน GPM ในปี 2024E-26E จะยังทรงตัวสูงในระดับ 24.0% ได้ต่อเนื่อง เทียบกับในปี 2020-21 ที่แกว่งตัวผันผวนที่ระดับ 13%-22% โดยแม้ว่าภาพรวมรายได้ที่เป็น organic growth ซึ่งประเมินว่าจะเติบโตไม่เกิน 10% ต่อปี จากฐานรายได้ที่สูงขึ้น นอกจากนั้น SFLEX ยังเน้นการรับงานที่มีสินค้า high margin ที่สูงมากขึ้น และลดสินค้าที่มี low margin โดยสินค้าที่มี high margin สูง ส่วนใหญ่จะเป็นสินค้าที่มีคำสั่งซื้อปริมาณสูง ซึ่งช่วยให้สามารถใช้เครื่องจักรได้เต็มประสิทธิภาพ ทำให้สามารถบริหารต้นทุนได้มีประสิทธิภาพ, สินค้าที่มีฝาเทริน เป็ด-ปัด ได้ (spout) ซึ่งต้องมีความเชี่ยวชาญในการผลิต

□ ประเมินกำไร 2024E-26E เติบโตต่อเนื่องจาก organic และ inorganic

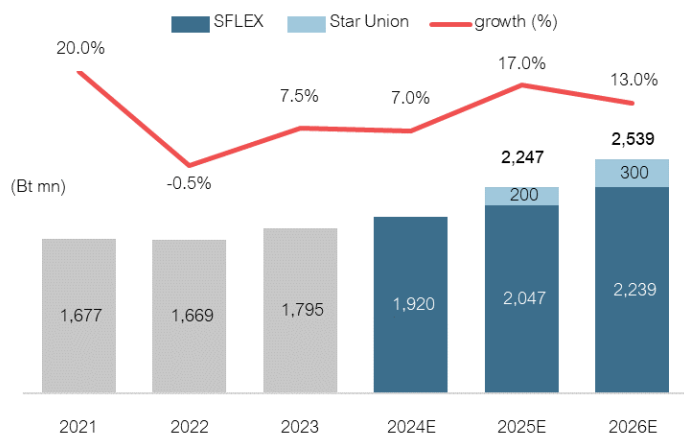
เราประมาณการกำไรปี 2024E ที่ 258 ล้านบาท +40% YoY และกำไรปี 2025E-26E จะยังคงเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยที่ +13% ต่อปี จากทั้งธุรกิจเดิม และธุรกิจใหม่ที่เริ่มสร้างรายได้เพิ่มต่อเนื่อง

กำไร 1H24 อยู่ที่ 129 ล้านบาท +41% YoY ซึ่งคิดเป็นประมาณ 50% จากกำไรทั้งปี โดยแม้รายได้จะทรงตัว แต่ได้ผลบวกจาก GPM ที่สูงขึ้นเป็น 24.4% เทียบกับ 1H23 ที่ 22.7% จากต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวนน้อยลง และกลยุทธ์การเพิ่มสัดส่วนสินค้า high margin นอกจากนั้น ยังได้ผลบวกจากการเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก SPV อยู่ที่ 8 ล้านบาท รวมถึงค่าใช้จ่ายภาษีที่ลดลงจากสิทธิประโยชน์ BOI ที่ SFLEX มีการลงทุนเครื่องจักรใหม่

สำหรับ 2H24E เราประเมินกำไรเติบโต YoY ได้ต่อเนื่อง โดย 3Q24E จะดีขึ้น YoY, QoQ และทำสถิติสูงสุดใหม่ โดยด้านรายได้จะกลับมาเติบโต YoY ได้ดีขึ้น เนื่องจากได้รับคำสั่งซื้อใหม่ในการผลิตบรรจุภัณฑ์ของ Nipro สำหรับเครื่องมือทางการแพทย์ ซึ่งยังมี GPM ที่สูงกว่าปกติด้วย นอกจากนั้น เราประเมินส่วนแบ่งกำไรจาก SPV จะเพิ่มขึ้นเป็น 10 ล้านบาท เนื่องจากเป็นช่วง high season ของธุรกิจ โดยเฉพาะการผลิตกล่องใส่ขนมไหว้พระจันทร์ ขณะที่ 4Q24E จะยังคงเติบโต YoY แต่จะลดลง QoQ จากค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายด้านพนักงาน

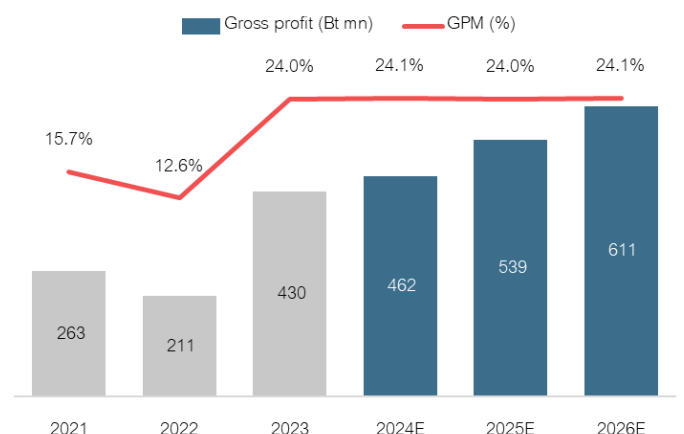
ส่วนปี 2025E เราประมาณการจะมีกำไรที่ 293 ล้านบาท +13% YoY โดยรายได้จะเติบโตดีขึ้นเป็น 2.25 พันล้านบาท +17% YoY จากการเติบโตของธุรกิจเดิม การรับรู้รายได้จาก Nipro เต็มปี และเริ่มรับรู้รายได้จาก Star Union ที่ราว 200 ล้านบาท ขณะที่ GPM จะยังทรงตัวอยู่ในระดับ 24.0% ได้ แม้ Star Union จะยังมี GPM ที่ต่ำ แต่จะได้ผลบวกจากกลยุทธ์การเพิ่ม GPM ของ SFLEX ขดเซยได้ ทั้งนี้ กำไรสุทธิในปี 2025E จะเป็นส่วนที่มาจาก Star Union ราว 10 ล้านบาท

Fig 11: รายได้ปี 2025E-26E เติบโตโดดเด่นจาก Star Union



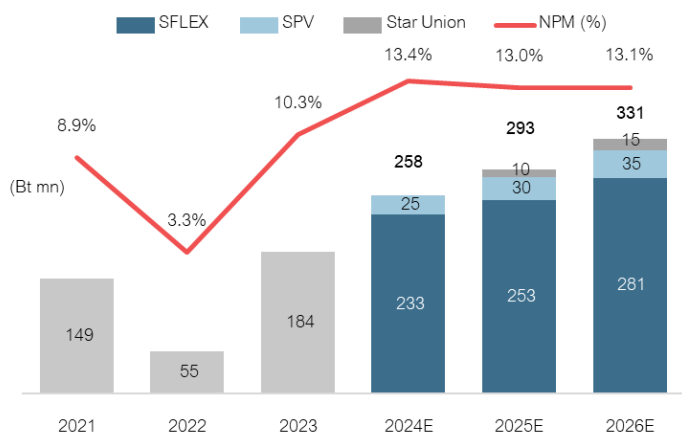
Source: SFLEX, DAOL

Fig 12: GRM ยังทรงตัวสูงต่อเนื่องในปี 2024E-26E



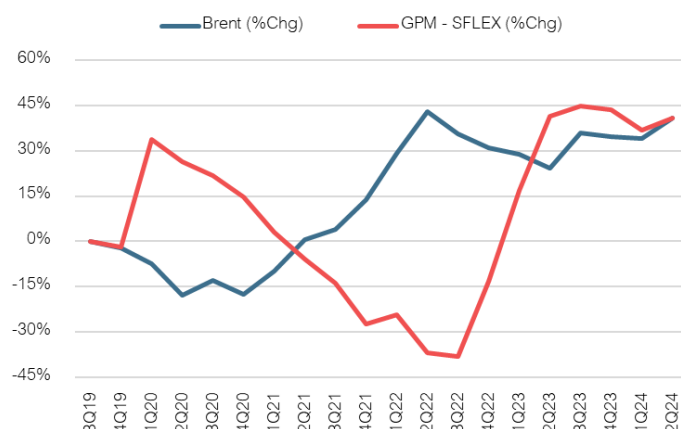
Source: SFLEX, DAOL

Fig 13: กำไร 2024E-26E เติบโตดีจากทั้ง SFLEX + SPV + Star Union



Source: SFLEX, DAOL

Fig 14: SFLEX's GPM vs average Brent oil price (3Q19 as a base)



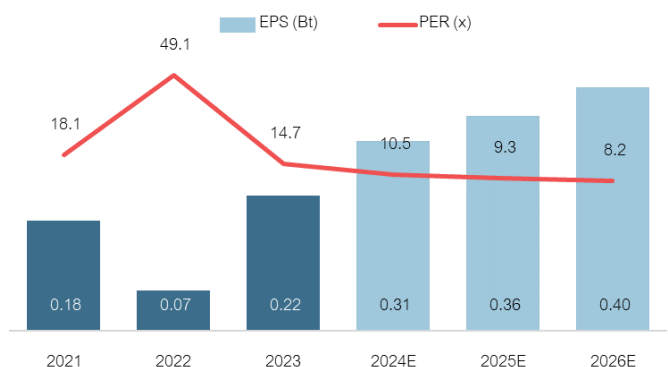
Source: SFLEX, DAOL

VALUATION

แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 4.80 บาท

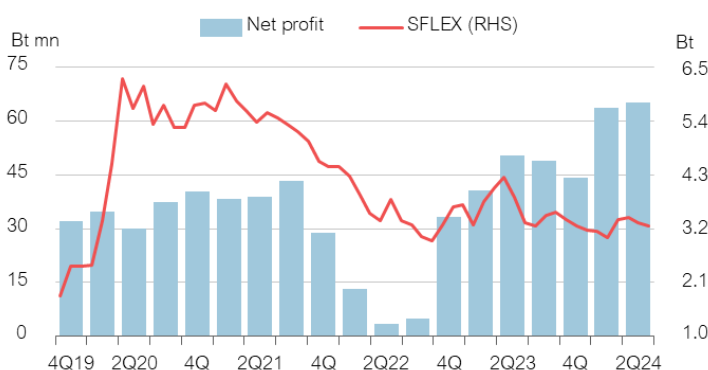
เราเริ่มต้นคำแนะนำ "ซื้อ" โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2025E ที่ 4.80 บาท ถึง 2025E PER ที่ 13.5 เท่า (-1.25SD below 4-yr avg. PER โดยไม่นับรวมปี 2022 ที่กำไรต่ำกว่าปกติ) ซึ่งเทียบเท่า PEG 1.0 เท่า (SFLEX มีอัตราการเติบโตกำไรปี 2025E-26E เฉลี่ย 13.3% CAGR และปี 2024E EPS ที่ 0.36 บาท/หุ้น) ด้าน valuation ปัจจุบันน่าสนใจ เทพด 2024E PER ที่ 10.5 เท่า และ 2025E PER ที่ 9.3 เท่า คิดเป็นประมาณ -1.75SD below 4-yr avg. PER และยังมีต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม Packaging ที่ 16.0 เท่า โดย SCGP เทพด 2024E PER ที่ 20.4 เท่า และ 2025E PER ที่ 18.4 เท่า และจะมีกำไรปี 2025E เติบโต 11.2% YoY เทียบ SFLEX ที่จะเติบโต 13.3% YoY

Fig 15: SFLEX EPS (Bt) vs PER (x)



Source: SFLEX, Setsmart, DAOL

Fig 16: SFLEX share prices vs profits



Source: SFLEX, Setsmart, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Sales	462	421	439	485	452
Cost of sales	(347)	(314)	(328)	(368)	(341)
Gross profit	115	107	111	117	112
SG&A	(57)	(52)	(63)	(55)	(47)
EBITDA	78	77	70	87	92
Finance costs	(1)	(2)	(6)	(8)	(10)
Core profit	50	48	42	63	65
Net profit	50	49	44	64	65
EPS	0.06	0.06	0.05	0.08	0.08
Gross margin	24.9%	25.4%	25.3%	24.0%	24.7%
EBITDA margin	16.9%	18.4%	15.9%	18.0%	20.4%
Net profit margin	10.9%	11.6%	10.1%	13.1%	14.4%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & deposits	129	81	79	81	78
Accounts receivable	263	322	347	403	441
Inventories	333	326	424	478	543
Other current assets	22	27	26	31	36
Total cur. assets	747	756	877	993	1,098
Investments	44	421	688	790	840
Fixed assets	739	770	771	819	861
Other assets	71	89	108	126	132
Total assets	1,602	2,036	2,444	2,727	2,930
Short-term loans	29	383	400	450	450
Accounts payable	276	325	332	357	367
Current maturities	85	97	120	120	130
Other current liabilities	8	16	11	13	16
Total cur. liabilities	398	821	863	940	963
Long-term debt	157	150	332	350	320
Other LT liabilities	61	65	67	77	87
Total LT liabilities	218	215	399	427	407
Total liabilities	616	1,036	1,262	1,367	1,370
Registered capital	0	0	0	0	0
Paid-up capital	410	410	410	410	410
Share premium	303	303	303	303	303
Retained earnings	272	297	469	647	847
Others	0	(10)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	985	1,001	1,182	1,360	1,560

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net profit	55	184	258	293	331
Depreciation	(57)	(58)	(55)	(61)	(69)
Chg in working capital	(69)	0	120	88	95
Others	245	116	(370)	(126)	(65)
CF from operations	175	242	(47)	193	292
Capital expenditure	(205)	(431)	(50)	(100)	(100)
Others	61	(28)	0	0	0
CF from investing	(144)	(460)	(50)	(100)	(100)
Free cash flow	31	(217)	(97)	93	192
Net borrowings	66	346	222	70	(18)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(37)	(59)	(86)	(115)	(131)
Others	(6)	(106)	(40)	(47)	(46)
CF from financing	23	181	96	(92)	(195)
Net change in cash	54	(48)	(1)	1	(3)

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Sales	1,669	1,795	1,920	2,247	2,539
Cost of sales	(1,458)	(1,365)	(1,458)	(1,707)	(1,928)
Gross profit	211	430	462	539	611
SG&A	(170)	(223)	(213)	(240)	(269)
EBITDA	124	291	354	422	483
Depre. & amortization	(57)	(58)	(55)	(61)	(69)
Equity income	0	(0)	25	30	35
Other income	27	23	23	33	38
EBIT	67	230	297	362	414
Finance costs	(3)	(10)	(40)	(47)	(46)
Income taxes	(10)	(39)	(0)	(22)	(37)
Net profit before MI	55	181	257	293	331
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	55	181	257	293	331
Extraordinary items	0	3	1	0	0
Net profit	55	184	258	293	331

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	-0.5%	7.5%	7.0%	17.0%	13.0%
EBITDA	-42.9%	134.5%	21.5%	19.5%	14.3%
Net profit	-63.1%	234.6%	40.1%	13.3%	13.3%
Core profit	-63.4%	231.2%	41.8%	13.8%	13.3%
Profitability ratio					
Gross profit margin	12.6%	24.0%	24.1%	24.0%	24.1%
EBITDA margin	7.4%	16.2%	18.4%	18.8%	19.0%
Core profit margin	3.3%	10.1%	13.4%	13.0%	13.1%
Net profit margin	3.3%	10.3%	13.4%	13.0%	13.1%
ROA	3.4%	8.9%	10.5%	10.7%	11.3%
ROE	5.6%	18.1%	21.7%	21.5%	21.2%
Stability					
D/E (x)	0.63	1.04	1.07	1.01	0.88
Net D/E (x)	0.28	0.63	0.72	0.68	0.58
Interest coverage ratio	22.96	23.66	7.43	7.69	8.99
Current ratio (x)	1.88	0.92	1.02	1.06	1.14
Quick ratio (x)	1.04	0.52	0.52	0.55	0.58
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.07	0.22	0.31	0.36	0.40
Core EPS	0.07	0.22	0.31	0.36	0.40
Book value	1.20	1.22	1.44	1.66	1.90
Dividend	0.03	0.09	0.13	0.15	0.17
Valuation (x)					
PER	49.14	14.69	10.48	9.25	8.16
Core PER	49.45	14.93	10.53	9.25	8.16
P/BV	2.75	2.70	2.29	1.99	1.73
EV/EBITDA	23.09	11.25	9.89	8.44	7.35
Dividend yield	0.9%	2.7%	3.9%	4.5%	5.2%

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงจึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทร่วมกับบริษัท มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 11