

**STARFLEX – สตาร์เฟล็กซ์ (SFLEX)**



11 พฤษภาคม 2564

**ซื้อ**

ราคาเป้าหมาย	7.50-7.75 บาท
Upside/Downside	+16%
Median Consensus	6.50 บาท
1M price direction:	

**ประกาศกำไรไตรมาส 1/2564 เติบโต YoY ใกล้เคียงคาด**

- ประกาศกำไรไตรมาส 1/2564 ที่ 39 ลบ. โต 13%YoY ใกล้เคียงตลาดคาด
- รายได้โต 24%YoY จากการขยายฐานลูกค้ารายใหม่ไปกลุ่ม Food
- GPM ลดลงจากการผลิตสินค้าใหม่ในช่วงแรกมากกว่า 60 SKU กระทบระยะสั้น
- คงประมาณการปี 2564 ที่ 207 ล้านบาท (+44.6%YoY)
- คงคำแนะนำ “ซื้อ” Fair Value 7.50-7.75 บาท



**Stock information**

ราคาปิด	6.45 บาท
ราคาปิดสูงต่ำใน 1 ปี	7.65/3.25 บาท
มูลค่าตลาด	5,289 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 0.50)	820 ล้านหุ้น
Free Float	31.68%
Foreign Limit/Available	49%/48.52%
NVDR in hand (% of share)	3.09%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	7,202.81
Anti-corruption:	n/a
CG Score:	

**ประกาศกำไรไตรมาส 1/2564 เติบโต YoY รายได้โตสูงแม้ GPM ลดลง**

ประกาศกำไรสุทธิไตรมาส 1/2564 จำนวน 39 ล้านบาท (-2.4%QoQ, +13.2%YoY) ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดไว้ที่ราว 40 ล้านบาท โดยมีปัจจัยจาก

1. รายได้จากการขาย 422 ล้านบาท (+15.2%QoQ, +24.4%YoY) จากการเพิ่มขึ้นของลูกค้ารายใหม่ โดยเฉพาะกลุ่ม Food ซึ่งเป็นไปตามกลยุทธ์การขยายกลุ่มลูกค้าของบริษัท
2. อัตรากำไรขั้นต้นที่ 18.1% (-5.4%YoY) จากการผลิตบรรจุภัณฑ์ชนิดใหม่มากกว่า 60 รายการ จึงกดดันอัตรากำไรขั้นต้นเนื่องจากเป็นช่วงแรกของการผลิตสินค้าใหม่เป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตามมองว่าเป็นผลกระทบในระยะสั้น เนื่องจากการมีลูกค้ารายใหม่เป็นปัจจัยบวกต่อภาพรวมผลการดำเนินงานในอนาคต โดยในระยะถัดไป เมื่อการผลิตมี Economy of Scales อัตรากำไรจะดีขึ้นไปพร้อมกับยอดขายที่เพิ่มขึ้นตามลำดับ
3. สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายที่ 8.6% (-2.1%YoY) จากการบริหารงานภายใน รวมถึงทำลายและขายซากสินค้าล้าสมัยตามงวด จึงมีการกลับรายการทางบัญชีจากการตั้งสำรองสินค้าล้าสมัยไว้ก่อนหน้านี้ ซึ่งคาดว่าจะมีรายการดังกล่าวเป็นระยะซึ่งเป็นปกติของธุรกิจ

**คงประมาณการปี 2564**

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ที่ 207 ล้านบาท (+44.6%YoY) โดยประมาณการดังกล่าวไม่รวมการเติบโต Inorganic Growth หากมีโอกาส M&A ที่เหมาะสม โดยกำไรสุทธิในไตรมาส 1/2564 คิดเป็นสัดส่วนราว 18.8% ของประมาณการทั้งปี

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 7.50-7.75 บาท

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคา Fair Value ในกรอบ 7.50-7.75 บาทต่อหุ้น (อ้างอิงวิธี PER 30 เท่า และวิธี DCF) ณ ราคาปัจจุบันคิดเป็นระดับ Forward P/E ราว 25 เท่า

**ความเสี่ยง:** การพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่, ความถี่ในการปรับเปลี่ยนรูปแบบผลิตภัณฑ์

**XD - Date**

Period	X-Date	DPS(Bt)
01/01/20-31/12/20	19/04/21	0.045
01/01/20-30/06/20	21/08/20	0.04
01/01/19-31/12/19	20/04/20	0.075

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เป็นผู้จัดจำหน่าย และรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ SFLEX ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก



**เกศ ดวงทอง**  
เลขทะเบียนบัตรประจำตัวประชาชน: 045626  
E-mail: kate@trinitythai.com

**Financial Highlights**

Year End:	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Revenue (Btmn)	1,361	1,256	1,398	1,638	1,930
EBITDA(Btmn)	221	150	234	312	384
Net Profit (Bt mn)	136	79	143	207	264
EPS (Bt)	0.17	0.10	0.17	0.25	0.32
EV/EBITDA (x)	24.5	33.1	21.6	16.1	12.8
PER(x)	38.2	66.2	36.5	25.2	19.7
P/BV (x)	11.7	6.3	5.9	5.0	4.3
DPS(Bt)	0.00	0.11	0.05	0.13	0.16
Div Yield (%)	0.0%	2.4%	0.7%	2.0%	2.5%
ROE (%)	32.6%	12.3%	16.7%	21.4%	23.4%

Source: Trinity Research and Company Data

**Exhibit 2: SFLEX Earnings Review**

Quarterly Breakdown (Bt mn)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	%YoY	%QoQ	2020	2021F	%YoY
<b>Sales Revenue</b>	<b>339</b>	<b>319</b>	<b>374</b>	<b>366</b>	<b>422</b>	<b>24.4%</b>	<b>15.2%</b>	<b>1,398</b>	<b>1,638</b>	<b>17.1%</b>
Cost of Sales and Services	(259)	(248)	(294)	(292)	(345)	33.1%	18.1%	(1,094)	(1,222)	11.8%
<b>Gross Profit</b>	<b>80</b>	<b>71</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>(4.1%)</b>	<b>3.6%</b>	<b>304</b>	<b>415</b>	<b>36.5%</b>
SG&A	(36)	(38)	(36)	(36)	(36)	0.4%	1.1%	(146)	(167)	14.5%
<b>Operating Profit</b>	<b>43</b>	<b>33</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>(7.8%)</b>	<b>6.0%</b>	<b>158</b>	<b>248</b>	<b>56.8%</b>
Rental Income	0	0	0	0	0			0	0	
Other Income (Expenses)	3	6	3	6	7			17	10	
Associates & JV	0	0	(0)	0	1			0	0	
Rental & Other Income	3	6	3	6	8			17	10	
<b>EBIT</b>	<b>46</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>4.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>175</b>	<b>259</b>	<b>47.6%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>60</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>5.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>234</b>	<b>312</b>	<b>33.4%</b>
Interest Expense	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)			(5)	(7)	
<b>Pretax Profit</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>6.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>171</b>	<b>252</b>	<b>47.6%</b>
Income Tax	(10)	(7)	(9)	(2)	(8)			(28)	(45)	
<b>NPAT</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>13.2%</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>44.6%</b>
Minority Interests	0	0	0	0	0			0	0	
<b>Core Profit</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>13.2%</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>44.6%</b>
Extraordinary Items	0	0	0	0	0			0	0	
<b>Reported Net Profit</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>13.2%</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>44.6%</b>
EPS (Bt)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	13.2%	(2.4%)	0.17	0.25	44.6%
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	13.2%	(2.4%)	0.17	0.25	44.6%
<b>Key ratios</b>										
Gross margin	23.5%	22.2%	21.4%	20.2%	18.1%			21.8%	25.4%	
SG&A /Sales	10.7%	11.8%	9.6%	9.9%	8.6%			10.4%	10.2%	
EBITDA margin	17.7%	16.7%	16.7%	16.0%	15.0%			16.7%	19.1%	
EBIT margin	13.6%	12.1%	12.6%	11.8%	11.4%			12.5%	15.8%	
Effective tax rate	21.6%	19.9%	18.7%	5.1%	16.6%			16.3%	18.0%	
Net margin	10.3%	9.4%	10.0%	11.0%	9.4%			10.2%	12.6%	
Net margin - normalized	10.3%	9.4%	10.0%	11.0%	9.4%			10.2%	12.6%	

Source: Company Data, Trinity Research

**STARFLEX PUBLIC COMPANY LIMITED (SFLEX)**
**Income statement**

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Revenue	1,361	1,256	1,398	1,638	1,930
Cost of Sales and Services	(1,063)	(1,037)	(1,094)	(1,222)	(1,427)
<b>Gross Profit</b>	<b>298</b>	<b>219</b>	<b>304</b>	<b>415</b>	<b>503</b>
SG&A	(126)	(127)	(146)	(167)	(183)
<b>Operating Profit</b>	<b>172</b>	<b>91</b>	<b>158</b>	<b>248</b>	<b>319</b>
Other Income (Expenses)	13	18	17	10	11
Associates & JV	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>185</b>	<b>109</b>	<b>175</b>	<b>259</b>	<b>330</b>
<b>EBITDA</b>	<b>221</b>	<b>150</b>	<b>234</b>	<b>312</b>	<b>384</b>
Interest Expense	(14)	(14)	(5)	(7)	(8)
<b>Pretax Profit</b>	<b>171</b>	<b>95</b>	<b>171</b>	<b>252</b>	<b>322</b>
Income Tax	(35)	(16)	(28)	(45)	(58)
<b>NPAT</b>	<b>136</b>	<b>79</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>264</b>
Minority Interests	0	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	<b>136</b>	<b>79</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>264</b>
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>Reported Net Profit</b>	<b>136</b>	<b>79</b>	<b>143</b>	<b>207</b>	<b>264</b>

**Financial Position**

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Cash and Cash Equivalents	51	471	323	357	470
Accounts Receivable	227	237	257	302	355
Inventories	204	203	210	238	276
<b>Total Current Assets</b>	<b>495</b>	<b>931</b>	<b>808</b>	<b>920</b>	<b>1,127</b>
Property, Plant & Equipment	389	419	472	549	562
Others	40	50	48	61	69
<b>Total Assets</b>	<b>924</b>	<b>1,400</b>	<b>1,328</b>	<b>1,530</b>	<b>1,758</b>
Short-term Debt	149	135	58	74	120
Accounts Payable	175	301	239	274	315
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>339</b>	<b>444</b>	<b>309</b>	<b>360</b>	<b>451</b>
Long-term Debt	122	97	115	87	59
<b>Total Liabilities</b>	<b>479</b>	<b>571</b>	<b>449</b>	<b>481</b>	<b>548</b>
Paid-up Capital	300	410	410	410	410
Share Premium	0	303	303	303	303
Retained Earnings	145	117	166	336	497
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>445</b>	<b>830</b>	<b>879</b>	<b>1,049</b>	<b>1,210</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>924</b>	<b>1,400</b>	<b>1,328</b>	<b>1,530</b>	<b>1,758</b>

**STARFLEX PUBLIC COMPANY LIMITED (SFLEX)**
**Cash Flow Statement**

Year End 31 Dec (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Pretax Profit	171	95	171	252	322
Depreciation & Amortization	36	41	46	53	54
Change in Working Capital	(62)	91	(85)	(47)	(53)
Others	(37)	(18)	(14)	(31)	(44)
<b>CF from Operating Activities</b>	<b>109</b>	<b>208</b>	<b>118</b>	<b>227</b>	<b>279</b>
Capital Expenditure	(82)	(28)	(98)	(131)	(67)
Others	(1)	(10)	0	0	0
<b>CF from Investing Activities</b>	<b>(83)</b>	<b>(38)</b>	<b>(98)</b>	<b>(131)</b>	<b>(67)</b>
Capital Raising	50	427	0	0	0
Net Proceeds from Debt	55	(58)	(60)	(11)	18
Cash Dividend	(133)	(105)	(94)	(37)	(103)
Others	0	(14)	(14)	(14)	(14)
<b>CF from Financing Activities</b>	<b>(28)</b>	<b>250</b>	<b>(168)</b>	<b>(62)</b>	<b>(99)</b>
<b>Net Change in Cash</b>	<b>(2)</b>	<b>420</b>	<b>(148)</b>	<b>34</b>	<b>113</b>
<b>Beginning cash</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>471</b>	<b>323</b>	<b>357</b>
<b>Ending cash</b>	<b>51</b>	<b>471</b>	<b>323</b>	<b>357</b>	<b>470</b>

**Key Ratios**

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
<b>Per Share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.17	0.10	0.17	0.25	0.32
Core EPS	0.17	0.10	0.17	0.25	0.32
DPS	0.00	0.11	0.05	0.13	0.16
BV	0.54	1.01	1.07	1.28	1.48
EV	6.62	6.06	6.17	6.11	6.00
<b>Valuation Ratios</b>					
PER (x)	38.2	66.2	36.5	25.2	19.7
P/BV (x)	11.7	6.3	5.9	5.0	4.3
P/CF (x)	47.9	25.0	44.1	22.9	18.7
EV/EBITDA (x)	24.5	33.1	21.6	16.1	12.8
Dividend Yield (%)	0.0%	2.4%	0.7%	2.0%	2.5%
<b>Profitability Ratios</b>					
Gross Margin (%)	21.9%	17.4%	21.8%	25.4%	26.1%
EBITDA Margin (%)	16.2%	11.9%	16.7%	19.1%	19.9%
EBIT Margin (%)	13.6%	8.7%	12.5%	15.8%	17.1%
Net Profit Margin (%)	10.0%	6.3%	10.2%	12.6%	13.7%
ROA (%)	14.9%	6.8%	10.5%	14.5%	16.1%
ROE (%)	32.6%	12.3%	16.7%	21.4%	23.4%
<b>Liquidity Ratios</b>					
Current Ratio (x)	1.5	2.1	2.6	2.6	2.5
Quick Ratio (x)	0.8	1.6	1.9	1.8	1.8
<b>Leverage Ratios</b>					
Debt-to-Equity Ratio (x)	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1
Net Debt-to-Equity Ratio (x)	0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Interest Coverage Ratio (x)	13.0	7.6	38.1	38.4	41.9
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	1.7%	-7.8%	11.3%	17.1%	17.8%
EBITDA (%)	-4.7%	-32.2%	56.0%	33.4%	23.2%
Reported Net Profit (%)	-6.9%	-42.4%	81.7%	44.6%	27.9%
Reported EPS (%)	-6.9%	-42.4%	81.7%	44.6%	27.9%
Core Profit (%)	-6.9%	-42.4%	81.7%	44.6%	27.9%
Core EPS (%)	-6.9%	-42.4%	81.7%	44.6%	27.9%

**Corporate Governance Report Rating**

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

**Disclaimer** : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**Anti-corruption Progress Indicators**

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

**Disclaimer** : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด