

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.00

(From: Bt 10.00)

28 MAY 2025

Downside : 30.6%

SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

มูลค่ายังแพง

เราคำนวณค่า “ขาย” SCGP แม้ผลการดำเนินงาน 1Q25 ออกมาดีกว่าคาด เรายังคงคาดว่าอุตสาหกรรมที่อ่อนแอจะจำกัดโอกาสการเติบโตของ SCGP อีกทั้งเรายังมองว่าราคาหุ้นในปัจจุบันนั้นแพง ด้วยข้อขายที่ 23.5 เท่า PE เทียบกับแนวโน้มการเติบโตที่ค่อนข้างอ่อนแอ



YUPAPAN POLPORNPRASSERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

1Q25 แข็งแกร่ง แต่คงคำแนะนำ “ขาย”

ผลการดำเนินงาน 1Q25 ของ SCGP ดีกว่าคาดจากการฟื้นตัวอย่างมากของ EBITDA margin ในกลุ่มบรรจุภัณฑ์จากฐานต่ำใน 4Q24 เนื่องจากการปรับต้นทุนที่ต่ำซ้ำ เราปรับประมาณการกำไรสุทธิขึ้น 45/26/5% ในปี 2025-27F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 12.0 บาท (จาก 10.0 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ขาย” เนื่องจาก 1) ยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงในแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ยังคงมีภาวะอุปทานล้นตลาดอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าสเปรดของผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์จะยังอยู่ในขอบล่างที่ US\$200-215/tonne ในอีก 3 ปีข้างหน้า เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$232 2) แม้ว่า Fajar คาดว่า EBITDA จะถึงจุดคุ้มทุนใน 2Q25F แต่ยังไม่มีความไม่แน่นอนอย่างมากเกี่ยวกับผลกระทบจากสงครามการค้าใน 2H25F อีกทั้งผลประโยชน์จากการปิดตัวของคู่แข่งในประเทศอาจมีจำกัด เนื่องจากความต้องการที่ยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง 3) ด้วยข้อขายที่ PE ที่ 23.5 เท่า เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่คาดว่าจะอยู่ที่ -19/+6.5/+3.6% และ ROE เพียง 4% ทำให้เรามองว่า SCGP มีมูลค่าที่แพงเกินไป

แนวโน้มยังไม่ฟื้นตัว

เนื่องจากอุตสาหกรรมยังคงมีภาวะอุปทานล้นตลาด ราคากระดาษบรรจุภัณฑ์จึงคาดว่าจะยังคงทรงตัว ราคากระดาษ Testliner ยังคงทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้าที่ราว US\$380/tonne ในเดือนเมษายนถึงพฤษภาคม ขณะที่ราคากระดาษ AOCC ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักยังคงทรงตัวที่ US\$179/tonne ในช่วงเวลาเดียวกัน นอกจากนี้ ความต้องการนำเข้าของจีนลดลงเหลือ 616,000 ตัน ในเดือนเมษายน ลดลง 6% จาก 1Q25 และลดลง 19% จาก 2Q24

Fajar ยังคงมีแนวโน้มไม่แน่นอน

กำไรสุทธิของ SCGP ใน 2Q25F คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น q-q เนื่องจาก Fajar คาดว่าถึงจุดคุ้มทุนของ EBITDA จากการที่ยอดขายในประเทศแข็งแกร่งขึ้น และความต้องการเติมสต็อกสินค้าที่อาจเกิดขึ้นก่อนเกิดผลกระทบจากภาษีนำเข้า การเพิ่มขึ้นของยอดขายในประเทศส่วนใหญ่เกิดจากการปิดกิจการของคู่แข่งในประเทศที่ใหญ่เป็นอันดับ 4 ซึ่งส่งผลให้ราคาภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงมิถุนายน อย่างไรก็ตาม เรายังเห็นความเสี่ยงด้านลบใน 2H25F จากผลกระทบที่ชัดเจนขึ้นของภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่มีต่อภูมิภาคนี้ นอกจากนี้ SCGP อาจได้ประโยชน์จากการปิดโรงงานของคู่แข่งที่จำกัด เนื่องจากความต้องการในอุตสาหกรรมโดยรวมยังอ่อนแอ และคู่แข่งที่ปิดกิจการนั้นเป็นผู้เล่นขนาดเล็ก มีส่วนแบ่งตลาดเพียง 3% เทียบกับ SCGP ที่ 31%

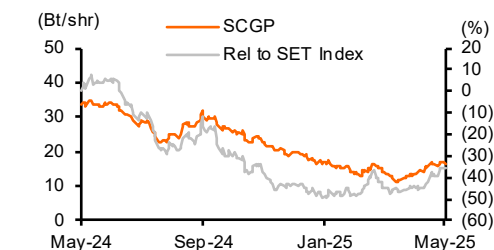
มูลค่ายังแพง

ราคาหุ้น SCGP พุ่งขึ้นถึง 30% ในช่วงเดือนที่ผ่านมา หลังกำไรฟื้นตัวใน 1Q25 ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PE ที่ 23.5 เท่า เทียบกับคาดการณ์ว่ากำไรจะลดลง 19% ในปี 2025F และฟื้นตัวในระดับตัวเลขหลักเดียวในอีกสองปีข้างหน้า ดังนั้น PE นี้จึงดูแพงในมุมมองของเรา นอกจากนี้ SCGP ยังให้ ROE ที่ต่ำเพียง 4.1% ในปี 2025F ซึ่งไม่สนับสนุนให้หุ้นซื้อขายที่ PE ที่สูง โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ซื้อขายที่เพียง 14.6 เท่า 2025F PE

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	132,784	121,952	122,066	125,278
Net profit	3,699	3,156	3,363	3,483
Consensus NP	—	3,542	4,292	4,919
Diff frm cons (%)	—	(10.9)	(21.7)	(29.2)
Norm profit	3,910	3,156	3,363	3,483
Prev. Norm profit	—	2,179	2,663	3,323
Chg frm prev (%)	—	44.8	26.3	4.8
Norm EPS (Bt)	0.9	0.7	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	(24.3)	(19.3)	6.5	3.6
Norm PE (x)	19.0	23.5	22.1	21.3
EV/EBITDA (x)	8.0	6.8	6.5	5.9
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	3.2	1.7	1.8	1.9
ROE (%)	5.1	4.1	4.3	4.3
Net D/E (%)	51.3	38.7	37.1	28.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-May-25 (Bt)	17.30
Market Cap (US\$ m)	2,276.7
Listed Shares (m shares)	4,292.9
Free Float (%)	26.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.3
12M Price H/L (Bt)	35.00/11.20
Sector	PKG
Major Shareholder	Siam Cement Pcl. 72.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

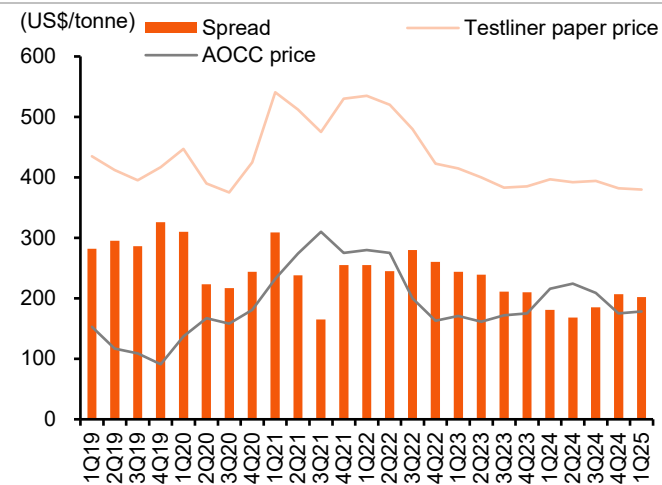


Ex 1: Key Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)						
- New	5,801	5,248	3,699	3,156	3,363	3,483
- Old				2,179	2,663	3,323
- Change (%)				44.8	26.3	4.8
Normalized profit (Bt m)						
- New	5,768	5,169	3,910	3,156	3,363	3,483
- Old				2,179	2,663	3,323
- Change (%)				44.8	26.3	4.8
Spread (US\$/tonne)						
- New	260	226	185	210	215	225
- Old				195	205	220
- Change (US\$/tonne)				15.0	10.0	5.0
Packaging paper utilization (%)						
- New	99	83	86	87	88	88
- Old				85	87	88
- Change (ppt)				1.7	0.6	0.5

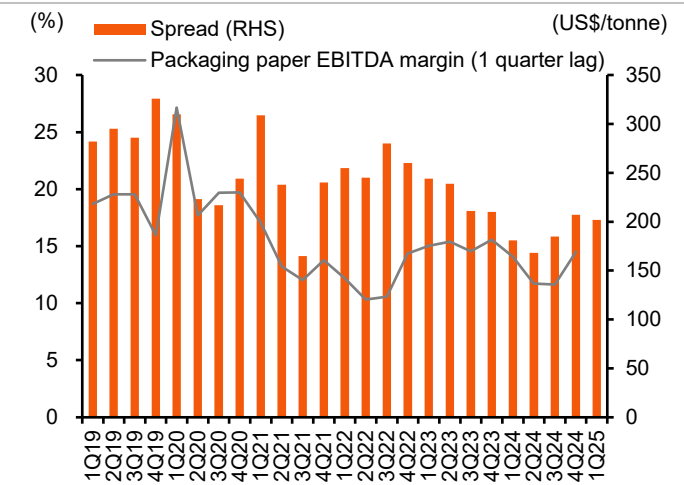
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Packaging Paper Vs. Recycled Paper Prices

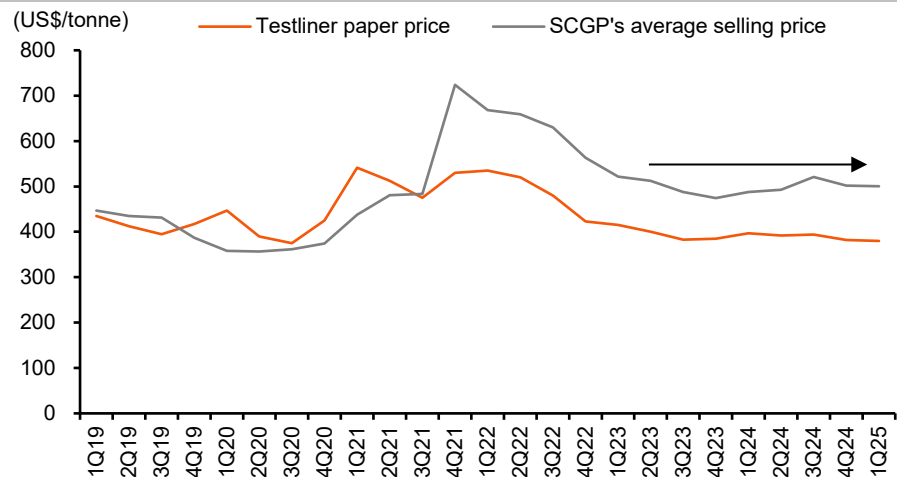


Sources: Company data, Thanachart

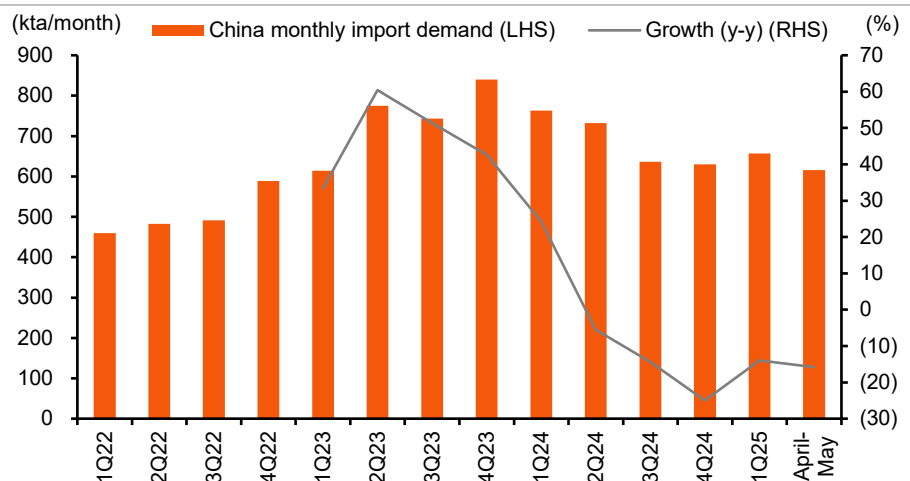
Ex 3: Spread Vs. EBITDA Margin



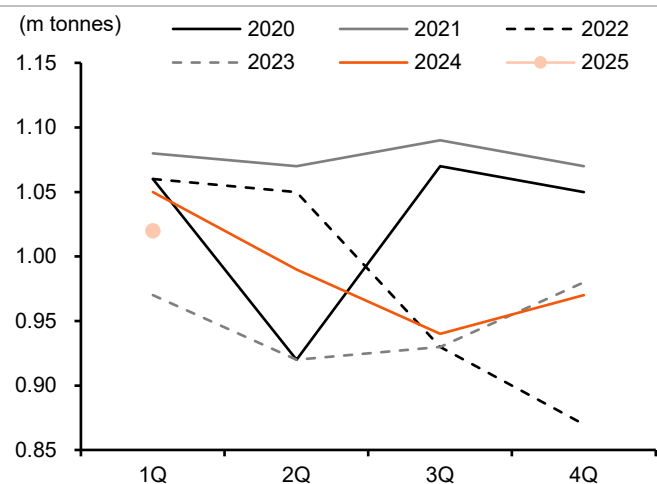
Sources: Company data, Thanachart

Ex 4: Muted Price Recovery

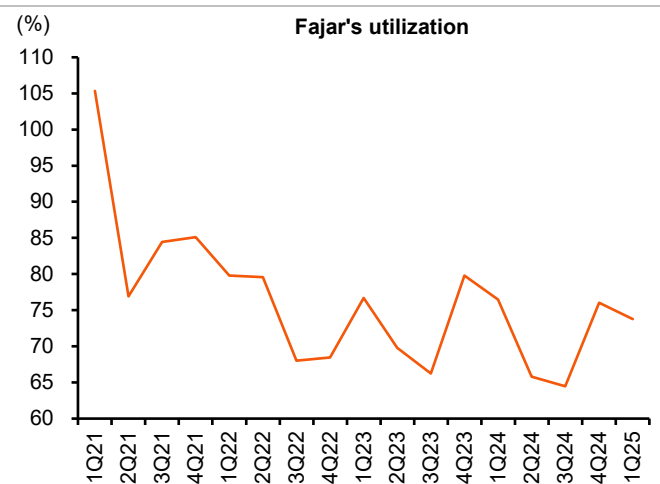
Sources: Company data, Thanachart

Ex 5: China Import Demand Continued To Decline Y-Y In April-May

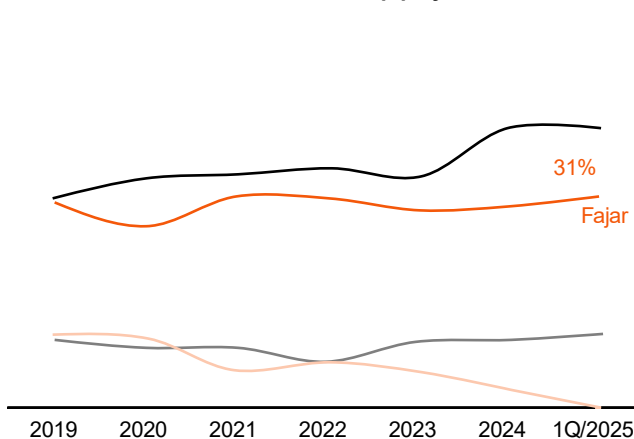
Source: Company data

Ex 6: SCGP's Sales Volume

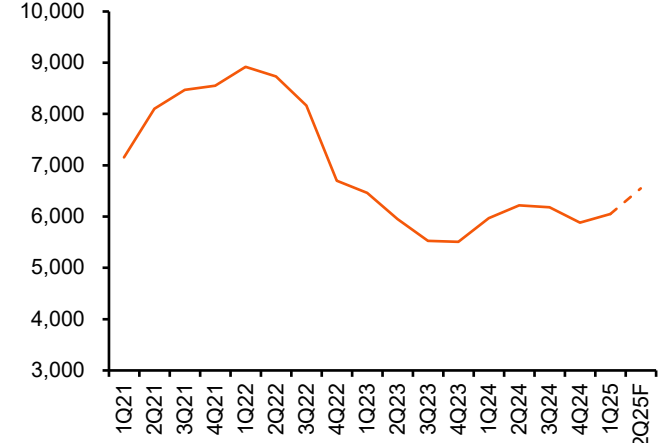
Source: Company data

Ex 7: Fajar's Utilization

Sources: Company data, Thanachart

Ex 8: 4th Largest Producer Shut Down In Indonesia**Market shares of top players**

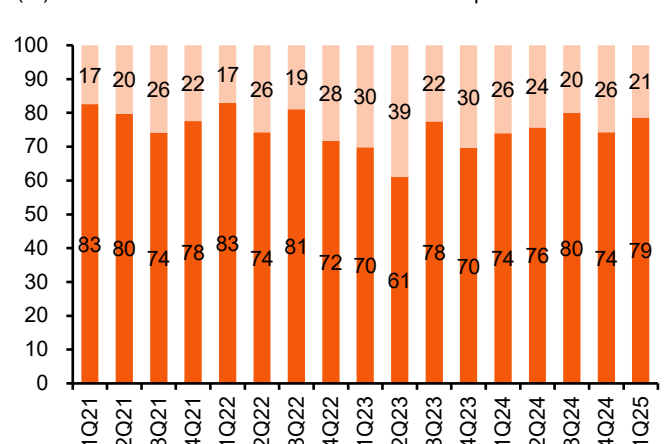
Source: Company data

Ex 9: We Expect Fajar's ASP To Remain Low**(IDR/Kg)**

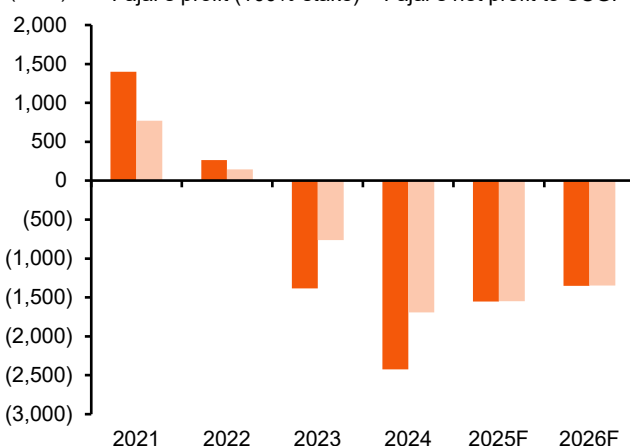
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Fajar's Sales Volume Growth By Market**(y-y%)**

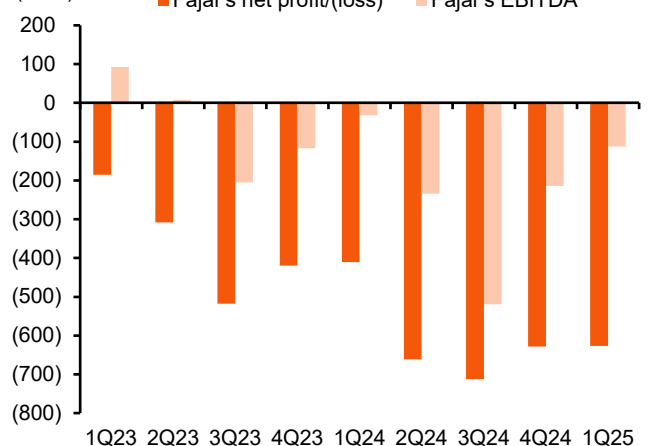
Source: Company data

Ex 11: Fajar's Sales Volume Breakdown**(%)**

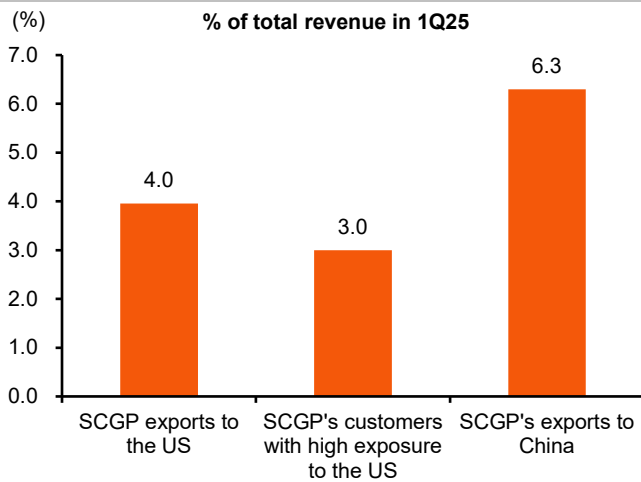
Source: Company data

Ex 12: Fajar's Net Profit – Yearly**(Bt m)**

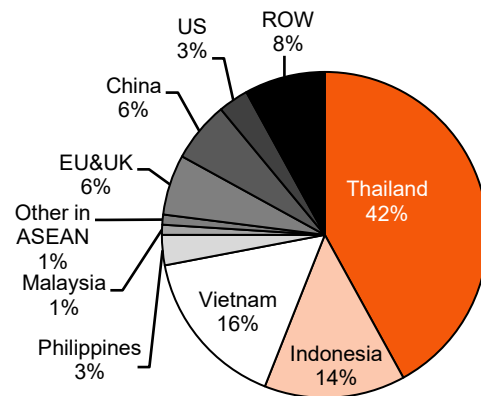
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Fajar's Net Profit And EBITDA – Quarterly**(Bt m)**

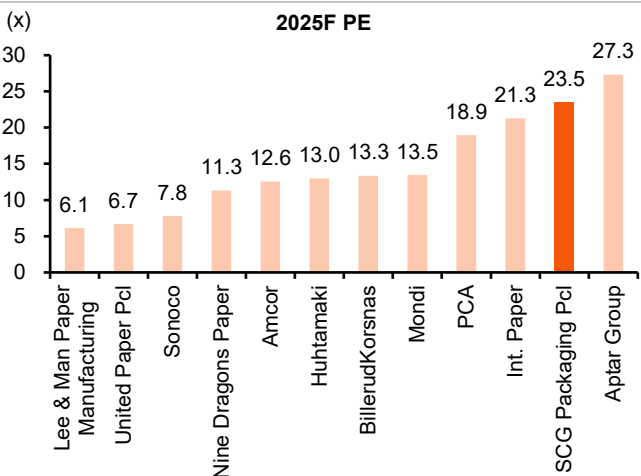
Source: Company data

Ex 14: Impact Of US Tariffs On SCGP

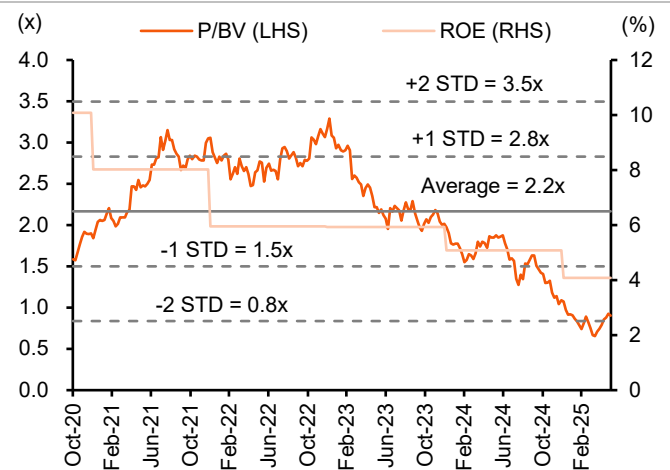
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: SCGP's Revenue Breakdown (2024)

Source: Company data

Ex 16: SCGP Is The 2nd Most Expensive Among Peers

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates (for SCGP)

Ex 17: Lower P/BV Justified By Lower ROE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 18: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2025F

(Bt m)		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA		16,518	17,011	17,465	16,405	16,736	17,072	17,415	17,765	18,121	18,484	18,854	19,231	
Free cash flow		11,169	8,917	8,725	8,089	8,462	8,799	9,141	9,488	9,840	10,198	10,561	10,930	150,549
PV of free cash flow		11,139	8,153	7,291	6,178	5,907	5,614	5,331	5,057	4,793	4,540	4,298	4,065	55,997
Risk-free rate (%)	2.5													
Market risk premium (%)	8.0													
Beta	1.2													
WACC (%)	9.4													
Terminal growth (%)	2.0													
Enterprise value - add investments	117,223													
Net debt / (cash)	48,901													
Minority interest	18,608													
Equity value	49,714													
# of shares (m)	4,293													
Equity value/share (Bt)	12.0													

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Developed country focus on polymer packaging												
Amcor	AMC AU	Australia	4.5	11.4	12.6	11.3	1.9	2.0	13.2	8.2	5.6	5.8
Huhtamaki	HUH1V FH	Europe	5.4	8.9	13.0	11.9	1.6	1.5	7.8	7.4	3.5	3.7
Aptar Group	ATR US	USA	7.6	9.2	27.3	25.0	na	na	13.8	12.9	1.2	1.3
Sonoco	SON US	USA	17.7	9.1	7.8	7.1	1.7	1.5	8.8	8.5	4.5	4.6
Average			8.8	9.6	15.2	13.8	1.7	1.7	10.9	9.2	3.7	3.8
Developed country focus on paper packaging												
BillerudKorsnas	BILL SS	Europe	36.4	9.0	13.3	12.2	0.9	0.9	5.5	5.3	3.6	4.5
Int. Paper	IP US	USA	84.7	48.3	21.3	14.4	1.4	1.4	10.1	8.3	3.8	3.9
PCA	PKG US	USA	12.4	8.8	18.9	17.4	3.6	3.4	10.3	9.7	2.6	2.7
Mondi	MNDI LN	Europe	21.3	26.0	13.5	10.7	1.3	1.2	6.9	6.0	4.7	5.3
Average			38.7	23.0	16.8	13.7	1.8	1.7	8.2	7.3	3.7	4.1
Packaging paper in Asia												
Nine Dragons Paper	2689 HK	Hong Kong	56.4	41.6	11.3	8.0	0.3	0.3	11.7	9.9	0.9	1.6
Lee & Man Paper	2314 HK	Hong Kong	4.5	4.3	6.1	5.9	0.3	0.3	8.7	8.8	6.0	6.8
SCG Packaging Pcl	SCGP TB*	Thailand	(19.3)	6.5	23.5	22.1	1.0	0.9	6.8	6.5	1.7	1.8
United Paper Pcl	UTP TB	Thailand	19.6	13.8	6.7	5.9	1.0	0.9	3.5	3.1	7.5	8.5
Average			15.3	16.6	11.9	10.5	0.6	0.6	7.7	7.1	4.0	4.7
Total average			20.9	16.4	14.6	12.7	1.4	1.3	8.9	7.9	3.8	4.2

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 28 May 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) (SCGP) เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ชั้นนำในอาเซียน บริษัทฯ ครอบส่วนแบ่งตลาดในตลาดกระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยเกือบ 50% นอกจากนี้ยังมีส่วนแบ่งตลาดราว 25% หรือมากกว่าในอินโดนีเซีย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ อีกด้วย บรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูกมีส่วนแบ่งตลาด 30% นอกจากนี้บริษัทฯ ยังผลิตกระดาษพิมพ์เขียน (P&W) อีกด้วย บริษัทฯ มุ่งเน้นไปที่ประสิทธิภาพและบรรจุภัณฑ์โพลีเมอร์ (PPP) สัดส่วนรายได้ ณ 1H22 แบ่งเป็นกระดาษบรรจุภัณฑ์ 47% บรรจุภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ 25% (ส่วนใหญ่เป็นบรรจุภัณฑ์กล่องลูกฟูก) ผลิตภัณฑ์กระดาษพิมพ์เขียน 16% และที่เหลือเป็นบรรจุภัณฑ์พลาสติก แบ่งตามภูมิศาสตร์ รายได้ถูกแบ่งเท่าๆ กันระหว่างไทย (41%) และประเทศอื่นในอาเซียน (41%) โดยที่เหลือมาจากการส่งออกไปยังส่วนอื่นๆ ของโลก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยรุกเข้าไปในเกือบทุกตลาดหลักในภูมิภาค
- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการและมีการเติบโตของการดำเนินงานที่ดีมาเป็นเวลายาวนาน

O — Opportunity

- การบริโภควัสดุบรรจุภัณฑ์ (กระดาษ, พลาสติก) ในอาเซียนยังคงต่ำกว่าประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งแสดงถึงโอกาสในการเติบโตที่สำคัญของบริษัท
- SCGP มีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากกระแสความเป็นไปของโลกที่สำคัญ ซึ่งได้แก่ E-commerce

CONSENSUS COMPARISON

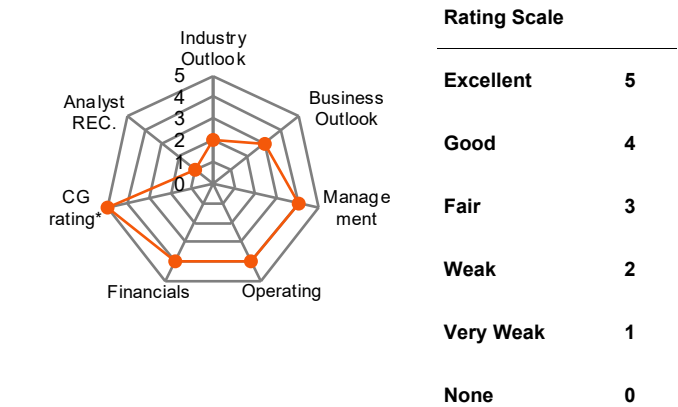
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.28	12.00	-31%
Net profit 25F (Bt m)	3,542	3,156	-11%
Net profit 26F (Bt m)	4,292	3,363	-22%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 10	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราต่ำกว่าของตลาด เราเชื่อว่าเป็นเพราะมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราต่อแนวโน้มอุตสาหกรรม
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราให้เป้าหมายลดลง เพื่อสะท้อนผลตอบแทนเป็นปกติที่ลดลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้และกำไรที่สูง
- รายได้และกำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากประเทศไทย ซึ่งแนวโน้มการเติบโตอาจจะอ่อนแอกว่าประเทศอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย และเวียดนาม

T — Threat

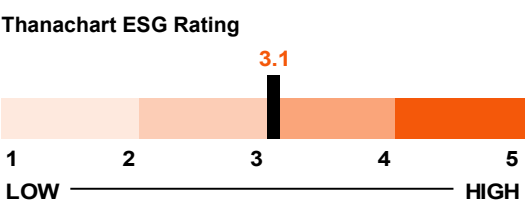
- การแข่งขันที่สูงขึ้นท่ามกลางการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง
- ภัยคุกคามจากผู้เข้ามาใหม่ในตลาดที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (เช่น เวียดนาม) โดยเฉพาะจากผู้เล่นจีน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาขายเฉลี่ยที่สูงกว่าคาด และ/หรือต้นทุน OCC ที่ต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด โดยเฉพาะจากจีนน่าจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราอีกประการ

Source: Thanachart

SCGP เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน ผลิตบรรจุภัณฑ์ทั้งแบบกระดาษและแบบโพลีเมอร์ บริษัทฯ ดำเนินงานทั่วทั้งภูมิภาคโดยมีศูนย์การผลิตหลักในประเทศไทย อินโดนีเซีย และเวียดนาม คะแนน ESG ของเราสำหรับ SCGP คือ 3.08 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยสะท้อนถึงการดำเนินงานด้าน ESG ที่ครอบคลุม และความก้าวหน้าที่ยชัดเจนในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SCGP	YES	AAA	YES	A	65.81	74.86	87.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ SCGP ที่ระดับ 3.7 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง - คะแนนที่แข็งแกร่งนี้สะท้อนถึงลักษณะของธุรกิจของ SCGP โดยบริษัทใช้กระดาษรีไซเคิลเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตกระดาษ ซึ่งทำให้กระบวนการดำเนินงานของบริษัทฯ เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม นอกจากนี้ SCGP ยังบริหารศูนย์รีไซเคิลในหลายพื้นที่ทั่วประเทศไทยและภูมิภาคอาเซียน และล่าสุดได้ขยายการดำเนินงานไปยังยุโรปผ่านการเข้าซื้อกิจการธุรกิจรีไซเคิลรายใหญ่ - SCGP ได้ประกาศเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยในระยะกลาง บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 25% ภายในปี 2030 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020 - บริษัทฯ ได้แสดงให้เห็นถึงความก้าวหน้าอย่างมีนัยสำคัญในปี 2023 โดยสามารถลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงได้ 17.5% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ SCGP ที่ระดับ 3.0 - บริษัทฯ ดำเนินโครงการเพื่อสังคมหลากหลายด้าน ทั้งในเรื่อง การพัฒนาชุมชน และการสนับสนุนผลิตภัณฑ์ โดยมีการสำรวจความพึงพอใจของชุมชนอย่างสม่ำเสมอ และในปี 2024 ได้รับคะแนนความพึงพอใจสูงถึง 97% ซึ่งเกินกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 90% - SCGP รวมเอาหลักการเศรษฐกิจหมุนเวียนตลอดทั้งห่วงโซ่อุปทาน ซึ่งรวมถึงซัพพลายเออร์ ลูกค้า ชุมชนที่บริษัทฯ ดำเนินการ และผู้ถือหุ้นอื่นๆ - SCGP รายงานอัตราการความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานที่เพียง 0.3 ราย และอัตราการเจ็บป่วยจากการทำงาน 0.289 รายต่อหนึ่งล้านชั่วโมงการทำงาน สะท้อนถึงมาตรฐานความปลอดภัยในการทำงานที่แข็งแกร่ง - นอกจากนี้ SCGP ยังยึดมั่นในหลักจริยธรรมอย่างเคร่งครัด โดยมีจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจอย่างเป็นทางการ และนโยบายในการป้องกันการละเมิดสิทธิมนุษยชน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านการกำกับดูแล (G) แก่ SCGP ที่ระดับ 2.7 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 3.08 คะแนน สาเหตุหลักมาจากการลงทุนใน Fajar Paper บริษัทบรรจุภัณฑ์จากอินโดนีเซียที่มีผลตอบแทนค่อนข้างต่ำ - ในด้านบวก โครงสร้างของคณะกรรมการ SCGP มีความแข็งแกร่ง โดยมีกรรมการอิสระทำหน้าที่ประธาน และประมาณ สองในสามของคณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระ - บริษัทฯ ยังแสดงให้เห็นถึงความโปร่งใสและการเปิดเผยข้อมูลที่แข็งแกร่ง การประชุมกับนักวิเคราะห์ได้รับการจัดการอย่างดี โดยมี CEO และผู้บริหารหลักเข้าร่วมอย่างกระตือรือร้น - จากมุมมองด้านความยั่งยืน SCGP แสดงให้เห็นถึง ความมุ่งมั่นในระยะยาวต่อการดำเนินงานอย่างรับผิดชอบ ที่วิจัยและพัฒนา (R&D) ภายในของ SCGP ได้พัฒนาเทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรตั้งแต่ปี 2010 ซึ่งสนับสนุนความพยายามด้านความยั่งยืนของบริษัท โดย 59% ของรายได้มาจากผลิตภัณฑ์ที่ได้รับเครื่องหมาย SCG Green Choice

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	129,398	132,784	121,952	122,066	125,278
Cost of sales	106,274	110,381	101,097	101,077	103,816
Gross profit	23,124	22,403	20,854	20,989	21,461
% gross margin	17.9%	16.9%	17.1%	17.2%	17.1%
Selling & administration expenses	15,684	16,318	15,244	15,258	15,660
Operating profit	7,440	6,085	5,610	5,731	5,801
% operating margin	5.8%	4.6%	4.6%	4.7%	4.6%
Depreciation & amortization	9,206	9,259	10,907	11,279	11,663
EBITDA	16,646	15,343	16,518	17,011	17,465
% EBITDA margin	12.9%	11.6%	13.5%	13.9%	13.9%
Non-operating income	1,043	995	995	995	995
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,020)	(2,429)	(2,697)	(2,563)	(2,484)
Pre-tax profit	6,464	4,650	3,908	4,163	4,312
Income tax	1,153	825	726	774	802
After-tax profit	5,310	3,825	3,181	3,389	3,510
% net margin	4.1%	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%
Shares in affiliates' Earnings	39	113	0	0	0
Minority interests	(180)	(28)	(25)	(26)	(27)
Extraordinary items	80	(211)	0	0	0
NET PROFIT	5,248	3,699	3,156	3,363	3,483
Normalized profit	5,169	3,910	3,156	3,363	3,483
EPS (Bt)	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8

Earning turnaround did not materialize in 2024

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	60,272	55,304	56,897	61,914	63,167
Cash & cash equivalent	17,181	12,282	17,433	22,433	22,633
Account receivables	22,648	23,551	21,630	21,650	22,220
Inventories	19,253	19,027	17,427	17,423	17,895
Others	1,191	443	407	407	418
Investments & loans	1,063	1,193	1,193	1,193	1,193
Net fixed assets	94,279	91,014	87,606	84,327	80,663
Other assets	42,947	41,069	41,069	41,069	41,069
Total assets	198,561	188,580	186,765	188,503	186,092
LIABILITIES:					
Current liabilities:	66,390	56,603	59,670	57,547	55,998
Account payables	14,808	15,678	14,359	14,356	14,745
Bank overdraft & ST loans	15,337	24,493	21,943	23,653	20,550
Current LT debt	11,991	11,370	10,187	10,980	9,540
Others current liabilities	24,254	5,062	13,181	8,557	11,162
Total LT debt	18,027	25,320	22,684	24,452	21,244
Others LT liabilities	11,694	11,370	7,756	7,763	7,968
Total liabilities	96,111	93,293	90,110	89,762	85,210
Minority interest	25,127	18,608	18,633	18,659	18,686
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,293	4,293	4,293	4,293	4,293
Share premium	40,860	40,860	40,860	40,860	40,860
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(26,277)	(28,075)	(28,075)	(28,075)	(28,075)
Retained earnings	58,446	59,600	60,945	63,004	65,118
Shareholders' equity	77,322	76,678	78,023	80,082	82,196
Liabilities & equity	198,561	188,580	186,765	188,503	186,092

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see balance sheet risk from Fajar

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	6,464	4,650	3,908	4,163	4,312
Tax paid	(665)	(962)	(727)	(811)	(759)
Depreciation & amortization	9,206	9,259	10,907	11,279	11,663
Chg In working capital	5,161	192	2,203	(20)	(653)
Chg In other CA & CL / minorities	23,617	(22,313)	8,155	(4,588)	2,552
Cash flow from operations	43,783	(9,173)	24,447	10,025	17,115
Capex	(8,900)	(5,993)	(7,500)	(8,000)	(8,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(28)	(131)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,666)	(875)	(3,613)	7	204
Cash flow from investments	(11,594)	(6,999)	(11,113)	(7,993)	(7,796)
Debt financing	(2,226)	15,617	(6,370)	4,272	(7,750)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,286)	(3,329)	(1,812)	(1,304)	(1,369)
Warrants & other surplus	(21,840)	(1,014)	0	0	0
Cash flow from financing	(27,353)	11,274	(8,182)	2,968	(9,119)
Free cash flow	34,883	(15,166)	16,947	2,025	9,115

SCGP likely to inject more capex into its Indonesia operations

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	14.4	19.0	23.5	22.1	21.3
Normalized PE - at target price (x)	10.0	13.2	16.3	15.3	14.8
PE (x)	14.2	20.1	23.5	22.1	21.3
PE - at target price (x)	9.8	13.9	16.3	15.3	14.8
EV/EBITDA (x)	6.2	8.0	6.8	6.5	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	4.8	6.5	5.4	5.2	4.6
P/BV (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/CFO (x)	1.7	(8.1)	3.0	7.4	4.3
Price/sales (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.2	3.2	1.7	1.8	1.9
FCF Yield (%)	47.0	(20.4)	22.8	2.7	12.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8
EPS	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8
DPS	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
BV/share	18.0	17.9	18.2	18.7	19.1
CFO/share	10.2	(2.1)	5.7	2.3	4.0
FCF/share	8.1	(3.5)	3.9	0.5	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

SCGP's 2025F PE looks unattractive to us at 23.5x against declining profit

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.4)	2.6	(8.2)	0.1	2.6
Net profit (%)	(9.5)	(29.5)	(14.7)	6.5	3.6
EPS (%)	(9.5)	(29.5)	(14.7)	6.5	3.6
Normalized profit (%)	(10.4)	(24.3)	(19.3)	6.5	3.6
Normalized EPS (%)	(10.4)	(24.3)	(19.3)	6.5	3.6
Dividend payout ratio (%)	45.0	63.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.9	16.9	17.1	17.2	17.1
Operating margin (%)	5.8	4.6	4.6	4.7	4.6
EBITDA margin (%)	12.9	11.6	13.5	13.9	13.9
Net margin (%)	4.1	2.9	2.6	2.8	2.8
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.7	2.5	2.1	2.2	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	8.2	6.3	6.1	6.6	7.0
ROA - using norm profit (%)	2.6	2.0	1.7	1.8	1.9
ROE - using norm profit (%)	5.9	5.1	4.1	4.3	4.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.1	5.0	4.1	4.3	4.3
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	6.6	5.3	5.4	5.5	5.4
- leverage (x)	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3
- interest burden (%)	76.2	65.7	59.2	61.9	63.4
- tax burden (%)	82.2	82.3	81.4	81.4	81.4
WACC (%)	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
ROIC (%)	4.6	4.7	3.6	4.0	4.0
NOPAT (Bt m)	6,113	5,005	4,567	4,666	4,723
invested capital (Bt m)	105,497	125,579	115,403	116,734	110,897

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Margins will likely
continue to be pressured
by weak selling prices
and demand*

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

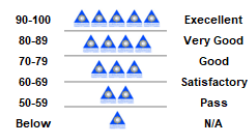
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th