

# Fundamental Story

## SCG Packaging Pcl (SCGP TB) - SELL

### Earnings Preview

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### 2Q25F : พื้นตัวเล็กน้อย แต่ยังอ่อนแอ y-y

- คาดว่ากำไร 2Q25F จะอยู่ที่ 945 ลบ. (+5% q-q, -35% y-y)
  - EBITDA จากกระดาษบรรจุภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย
  - EBITDA จากธุรกิจเยื่อและกระดาษลดลงจากราคาที่อ่อนตัว
  - แนวโน้ม 2H25F ยังไม่แน่นอน; คงคำแนะนำ “ขาย”
- เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SCGP ใน 2Q25F จะอยู่ที่ 945 ลบ. (+5% q-q -35% y-y) กำไรที่คาดว่าจะดีขึ้น q-q มาจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ Fajar เป็นหลัก ขณะที่การลดลงอย่างมาก y-y เป็นผลจากการรวมงบของ Fajar อย่างเต็มรูปแบบ และราคา pulp ที่อ่อนตัวลง สำหรับแนวโน้มข้างหน้า เรายังเห็นความไม่แน่นอนต่อเนื่องในช่วง 2H25F เนื่องจากแรงหนุนระยะสั้นจากการเร่งสต็อกก่อนการบังคับใช้ภาษีมีแนวโน้มจะลดลง คงคำแนะนำ “ขาย”
- EBITDA ของธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย เราคาดว่า EBITDA จากกระดาษบรรจุภัณฑ์จะอยู่ที่ 3.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 7% q-q และ 4% q-q โดยการฟื้นตัวในไตรมาสนี้เป็นผลหลักจาก Fajar ซึ่งได้รับประโยชน์จากราคาภายในประเทศที่สูงขึ้น หลังจากคู่แข่งรายใหญ่อันดับ 4 ของตลาดในประเทศหยุดดำเนินการชั่วคราว ความปั่นป่วนด้านอุปทานนี้เปิดโอกาสให้ผู้เล่นรายใหญ่สามารถปรับราคาขึ้นได้ ส่งผลให้ราคาตลาดภายในประเทศปรับตัวสูงขึ้นใน 2Q25 ผู้บริหารยังคาดว่า EBITDA margin โดยรวมจะทรงตัว q-q เนื่องจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นสามารถชดเชยต้นทุน OCC (กล่องลูกฟูกใช้แล้ว) ที่เพิ่มขึ้นได้เพียงเล็กน้อย
- EBITDA จากธุรกิจเยื่อและกระดาษลดลงจากราคาที่อ่อนตัวลง ราคากระดาษเยื่อสั้น (short fiber paper) ลดลง 5% q-q และ 24% y-y มาอยู่ที่ US\$549ต่อตัน ขณะที่ราคาเยื่อเคมีละลายได้ (dissolving pulp) ลดลง 10% q-q และ y-y มาอยู่ที่ US\$849 ต่อตัน สะท้อนถึงการชะลอตัวในตลาดสิ่งทอ ความต้องการในภาคสิ่งทอยังคงอ่อนแอ โดยอัตราการเดินเครื่องของเส้นใย VSF (viscose staple fiber) ลดลงมาอยู่ที่ 81-82% จากเดิม 87% และจำนวนวันของสินค้าคงคลังเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2 ซึ่งบ่งชี้ถึงการระบายสินค้า (offtake) ที่อ่อนแอลง ทั้งราคาของ เยื่อเคมีละลายได้ และเยื่อกระดาษยังคงเผชิญแรงกดดันต่อเนื่อง
- แนวโน้มไม่แน่นอนใน 2H25F ผู้บริหารคาดว่าผลการดำเนินงานโดยรวมใน 2H25F จะใกล้เคียงกับ 1H25 โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการประหยัดดอกเบี้ยหลังจากการเพิ่มทุนของ Fajar และความต้องการที่แข็งแกร่งจากเวียดนาม (คิดเป็น 15% ของรายได้ใน 1Q25) บริษัทคาดการณ์อัตราการใช้กำลังการผลิตเต็มปีที่ 90% ซึ่งเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 89% ใน 1Q25 และ 86% ในปี 2024 อย่างไรก็ตาม เรายังคงระมัดระวัง เนื่องจากความยั่งยืนของแนวโน้มนี้ขึ้นอยู่กับว่าอุปสงค์จะยังคงแข็งแกร่งอยู่หรือไม่ เมื่อผลกระทบจากการสต็อกสินค้าก่อนที่จะมีการเก็บภาษีลดลง

### Key Valuations

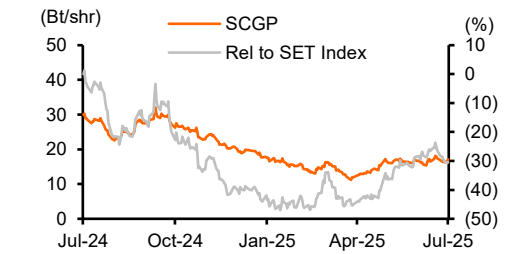
| Y/E Dec (Bt m)  | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue         | 132,784 | 121,952 | 122,066 | 125,278 |
| Net profit      | 3,699   | 3,156   | 3,363   | 3,483   |
| Norm net profit | 3,910   | 3,156   | 3,363   | 3,483   |
| Norm EPS (Bt)   | 0.9     | 0.7     | 0.8     | 0.8     |
| Norm EPS gr (%) | (24.3)  | (19.3)  | 6.5     | 3.6     |
| Norm PE (x)     | 18.8    | 23.3    | 21.8    | 21.1    |
| EV/EBITDA (x)   | 8.0     | 6.7     | 6.5     | 5.8     |
| P/BV (x)        | 1.0     | 0.9     | 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    |

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| Closing price (Bt)          | 17.10       |
| Target price (Bt)           | 12.00       |
| Market cap (US\$ m)         | 2,265       |
| Avg daily turnover (US\$ m) | 7.5         |
| 12M H/L price (Bt)          | 32.00/11.20 |

### Price Performance



Source: Bloomberg

# Fundamental Story

## Ex 1: 2Q25F Preview

| (Bt m)                                   | 2Q24         | 1Q25         | 2Q25F        | (q-q%)        | (y-y%)        |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Net sales                                | 34,235       | 32,209       | 35,078       | 8.9           | 2.5           |
| Cost of sales                            | (28,114)     | (26,411)     | (29,164)     | 10.4          | 3.7           |
| <b>Gross margin</b>                      | <b>6,121</b> | <b>5,798</b> | <b>5,914</b> | <b>2.0</b>    | <b>(3.4)</b>  |
| <b>Profit (loss) from operations</b>     | <b>2,001</b> | <b>1,752</b> | <b>1,868</b> | <b>6.6</b>    | <b>(6.6)</b>  |
| Interest expense and financial charges   | (611)        | (645)        | (667)        | 3.4           | 9.2           |
| Fx gain/loss                             | (46)         | (18)         |              | (100.0)       | (100.0)       |
| Other income                             | 349          | 259          | 259          | 0.0           | (25.8)        |
| <b>Profit (loss) before income tax</b>   | <b>1,693</b> | <b>1,347</b> | <b>1,201</b> | <b>(10.9)</b> | <b>(29.1)</b> |
| Income tax                               | (354)        | (303)        | (207)        | (31.5)        | (41.5)        |
| <b>Profit (loss) after income tax</b>    | <b>1,339</b> | <b>1,045</b> | <b>993</b>   | <b>(4.9)</b>  | <b>(25.8)</b> |
| Net profit of minority interests in subs | 76           | (160)        | (63)         | (60.5)        | (182.6)       |
| Share of profits of associates           | 38           | 15           | 15           | 0.0           | (61.4)        |
| <b>Net profit (loss)</b>                 | <b>1,454</b> | <b>900</b>   | <b>945</b>   | <b>5.0</b>    | <b>(35.0)</b> |

| (US\$/tonne)                                                   | 2Q24 | 1Q25 | 2Q25F | (q-q%) | (y-y%) |
|----------------------------------------------------------------|------|------|-------|--------|--------|
| Testliner paper price                                          | 392  | 380  | 380   | 0.0    | (3.1)  |
| AOCC price                                                     | 224  | 178  | 174   | (2.2)  | (22.3) |
| Spread                                                         | 168  | 202  | 206   | 2.0    | 22.6   |
| Short fiber pulp price                                         | 727  | 575  | 549   | (4.5)  | (24.5) |
| Dissolving pulp price                                          | 941  | 941  | 849   | (9.8)  | (9.8)  |
| Avg China import volume of containerboard (Thousand ton/month) | 732  | 657  | 595   | (9.4)  | (18.7) |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB), บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS และ บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใน บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ (TNS) ผ่านการเป็นผู้ถือใหญ่ของธนาคารทหารไทยธนชาติในสัดส่วนร้อยละ 24.974 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการของ TTB และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างใดก็ตาม 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: \* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”