

BUY

(From: SELL)

TP: Bt 35.00

(From: Bt 32.00)

18 APRIL 2024

Change in Recommendation

Upside : 10.2%

SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

กำไรพลิกฟื้น

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SCGP เป็น “ซื้อ” ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 35 บาท จากเรื่องราวกการฟื้นตัวของกำไรหลังจากหดตัวติดต่อกันสามปี ราคาหุ้นปรับตัวลงไปแล้ว 56% จากจุดสูงสุดในปี 2021 ซึ่งเราเชื่อว่าได้สะท้อนข่าวลบส่วนใหญ่ไปแล้ว

ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SCGP เป็น “ซื้อ” จาก ขยาย และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ขึ้นเป็น 35 บาท จาก 32 บาท เนื่องจาก 1) ความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์เริ่มดีขึ้น และราคากระดาษก็ฟื้นตัวจากระดับต่ำใน 3Q23 อัตราการใช้กำลังการผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์สูงกว่า 90% ใน 1Q24F เทียบกับ 83% ในปี 2023 2) Fajar อินโดนีเซียคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนระดับ EBITDA ใน 1Q24F และ EBITDA พลิกเป็นบวกตั้งแต่ 2H24F 3) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวที่ 26/24/16% ในปี 2024-26F หลังจากกำไรหดตัวติดต่อกันสามปี เราปรับลดประมาณการกำไรของเราในปี 2024F ลง 9% เพื่อสะท้อนดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นจากการเข้าซื้อหุ้น 45% ที่เหลือใน Fajar Surya Wisesa (Fajar) ในเดือนมิถุนายน 2024 แต่เพิ่มขึ้น 1-8% ในปี 2025-26F จากมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อการฟื้นตัวของความต้องการ และ 4) หลังจากร่วงลง 56% จากจุดสูงสุดในปี 2021 เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนข่าวลบส่วนใหญ่ไปแล้ว

ความต้องการฟื้นตัว

ยอดขายของ SCGP ลดลงในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาจากการล็อกดาวน์ในจีน การฟื้นตัวหลังการล็อกดาวน์ที่อ่อนแอ และอุปสงค์ในภูมิภาคที่อ่อนแอ SCGP เห็นว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้นสูงกว่า 90% ใน 1Q24F จาก 85% ใน 4Q23 และต่ำสุดที่ 81% ใน 3Q23 ค่าเฉลี่ยห้าปีอยู่ที่ 96% การฟื้นตัวมาจากอุปสงค์ในประเทศและอุปสงค์การนำเข้าของจีน ซึ่งกลับมาอยู่ที่ระดับก่อนโควิด ความต้องการที่ฟื้นตัวได้ส่งผลให้ราคากระดาษคราฟท์ (Testliner paper) สูงขึ้นเป็น US\$410/tonne ในเดือนมีนาคม 2024 ซึ่งสูงกว่าจุดต่ำสุดใน 3Q23 ถึง 7%

Fajar EBITDA กำลังคุ้มทุน

SCGP ถือหุ้น 55% ใน Fajar Surya Wisesa (FASW IJ, non-rated) ในอินโดนีเซีย และจะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็น 99.7% ในเดือนมิถุนายน 2024 บนราคาเข้าซื้อกิจการที่ 2.3 หมื่นลบ. Fajar คิดเป็น 35% ของกำลังการผลิตของ SCGP และจะเพิ่มขึ้นเป็น 39% หลังจากการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้น Fajar เป็นปัจจัยกังวลหลักของตลาด เนื่องจากการดำเนินงานที่ย่ำแย่นับตั้งแต่ 4Q22 เนื่องจากการแข่งขันที่รุนแรงในอินโดนีเซียและการส่งออกไปยังจีนที่อ่อนแอ Fajar มี EBITDA ติดลบจำนวน 0.2 พันลบ. และมีผลขาดทุน 1.4 พันลบ. ในปี 2023 อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน SCGP คาดว่า EBITDA ของ Fajar จะสามารถคุ้มทุนได้ใน 1Q24 จากปริมาณและราคาขายที่ดีขึ้น ซึ่งเพิ่มขึ้น 7-8% จากเดือนตุลาคม 2023

แรงหนุนจากราคาเยื่อใยสั้น

22% ของ EBITDA ของ SCGP ในปี 2023 มาจากธุรกิจเส้นใย เนื่องจากการฟื้นตัวของความต้องการในอุตสาหกรรมสิ่งทอและระดับสินค้าคงคลังที่ต่ำในประเทศผู้ผลิตหลักในอเมริกาใต้ ราคาเยื่อใยสั้น (Short fiber pulp) จึงฟื้นตัวขึ้น 5% q-q เป็น US\$654/tonne ใน 1Q24 และเราคาดว่าจะเพิ่มไปอีก 9% เป็น US\$715/tonne ในเดือนเม.ย.2024 แต่ระดับสูงสุดในรอบปี



YUPAPAN POLPORNPRASERT

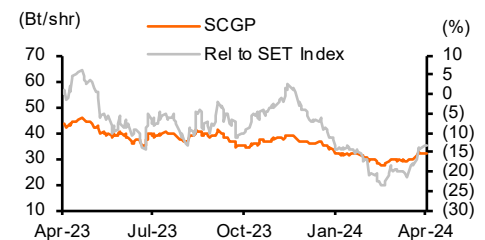
662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	129,398	136,377	146,283	151,710
Net profit	5,248	6,517	8,070	9,357
Consensus NP	—	6,180	6,957	7,668
Diff frm cons (%)	—	5.4	16.0	22.0
Norm profit	5,169	6,517	8,070	9,357
Prev. Norm profit	—	7,153	8,001	8,664
Chg frm prev (%)	—	(8.9)	0.9	8.0
Norm EPS (Bt)	1.2	1.5	1.9	2.2
Norm EPS grw (%)	(10.4)	26.1	23.8	15.9
Norm PE (x)	26.4	20.9	16.9	14.6
EV/EBITDA (x)	9.9	10.1	7.6	6.9
P/BV (x)	1.8	1.7	1.6	1.5
Div yield (%)	1.7	1.9	2.4	2.7
ROE (%)	5.9	8.2	9.6	10.5
Net D/E (%)	27.5	57.9	34.7	27.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

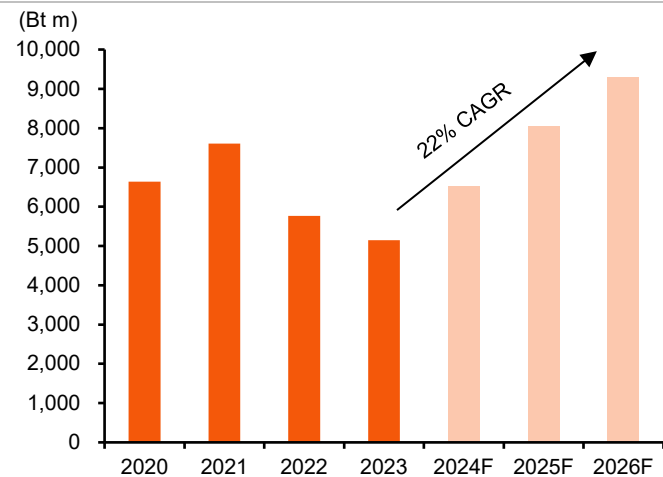
Price as of 18-Apr-24 (Bt)	31.75
Market Cap (US\$ m)	3,702.8
Listed Shares (m shares)	4,292.9
Free Float (%)	26.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.0
12M Price H/L (Bt)	45.75/27.25
Sector	PKG
Major Shareholder	Siam Cement Pcl. 72.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

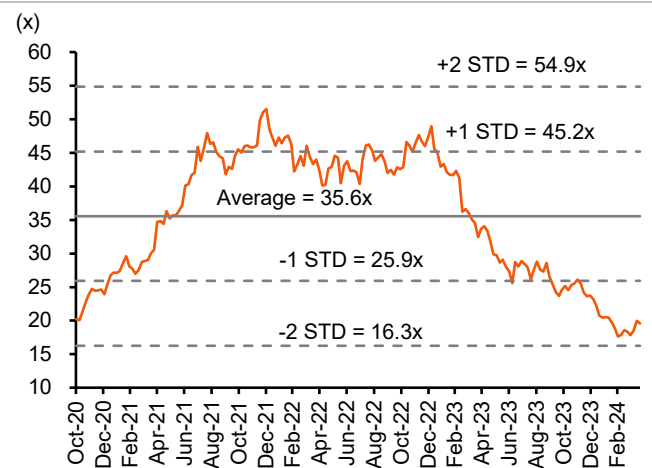
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

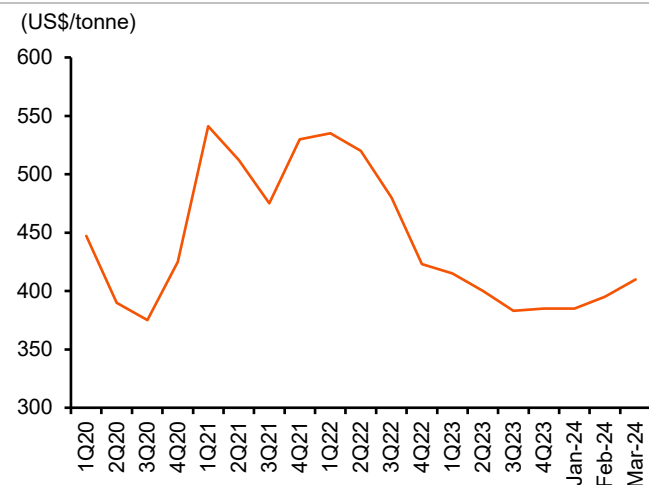
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Profit Growth to Turn Positive in 2024F

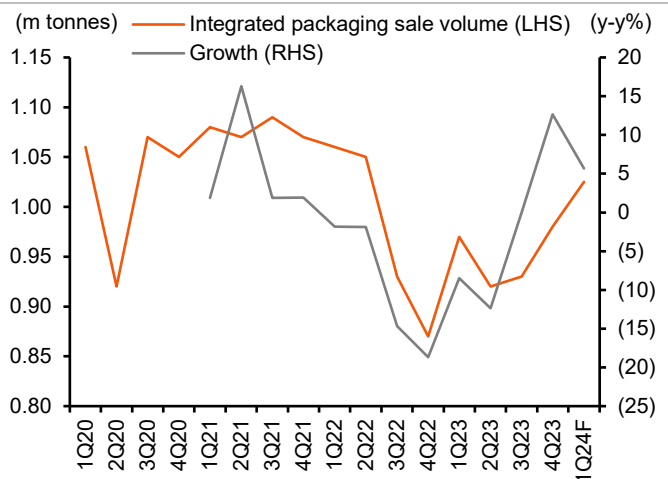
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: PE Already Reflects Bad News

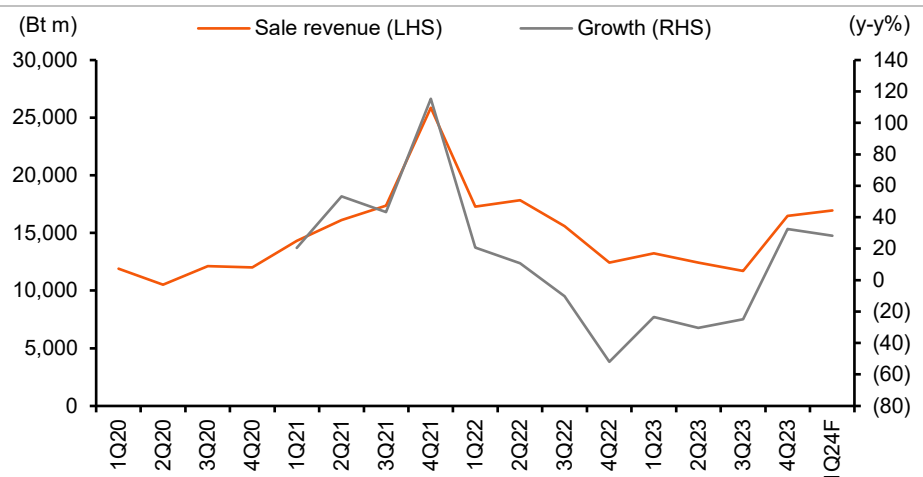
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Industry's Testliner Prices

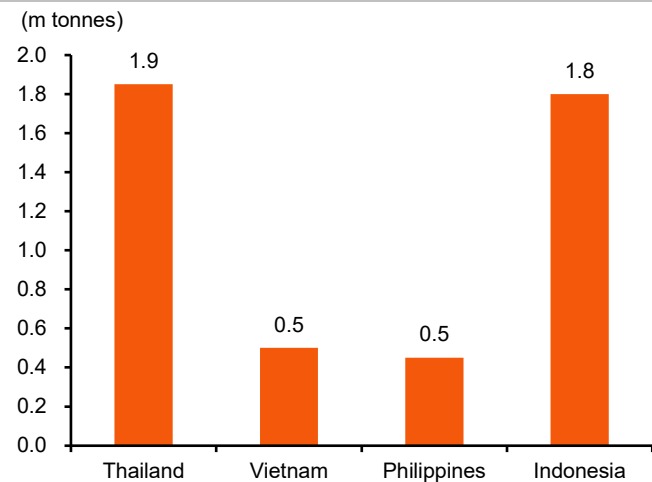
Sources: Company data

Ex 4: Sale Volume Vs. Y-Y Growth

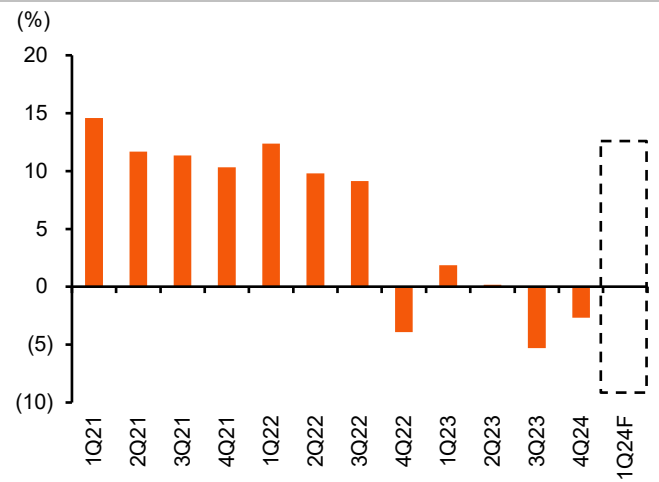
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Integrated Packaging Paper Revenue

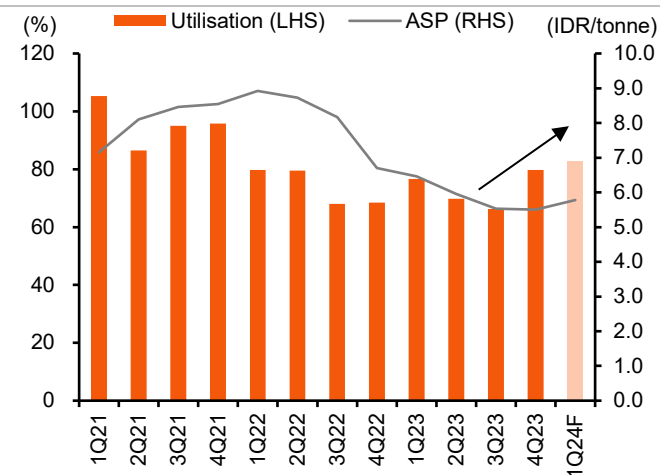
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: SCGP's Packaging Capacity

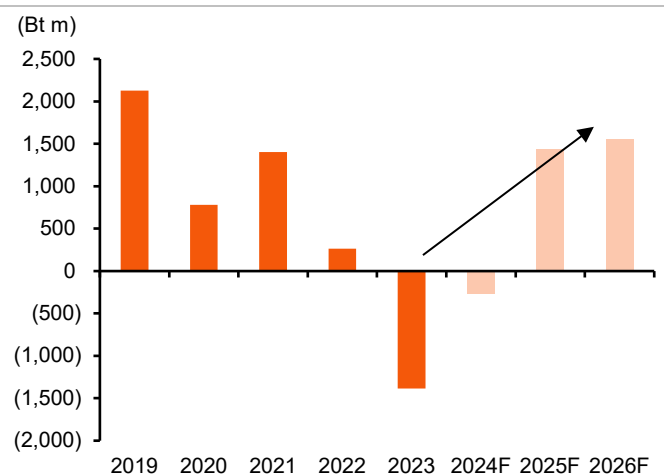
Sources: Company data

Ex 7: Fajar's EBITDA Margin

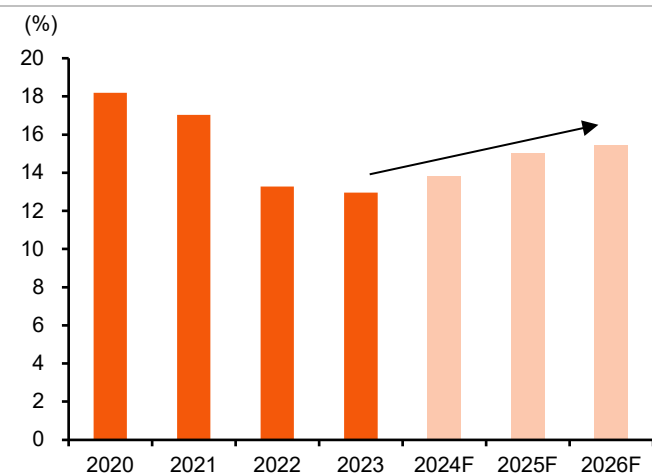
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Fajar's Utilisation Rate Vs. ASP

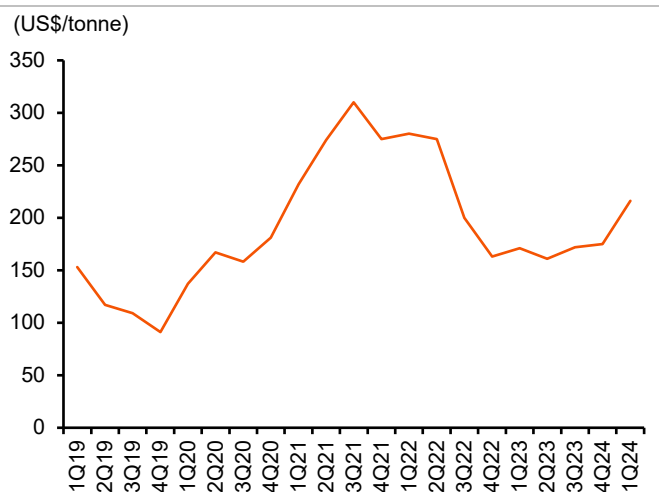
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Fajar's Profit

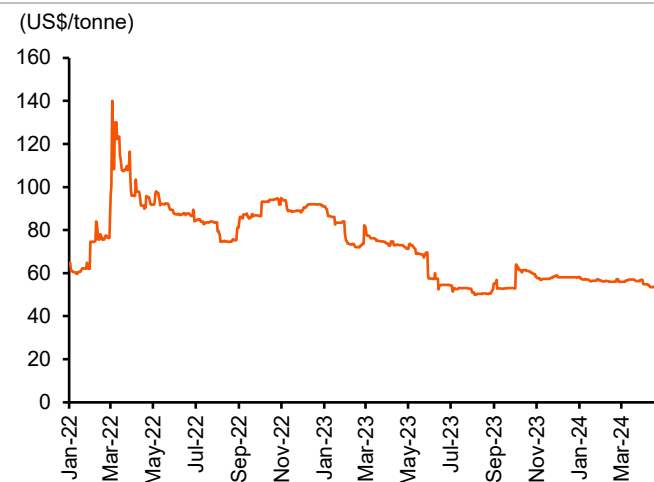
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: EBITDA Margin Trend Still Expect to Improve

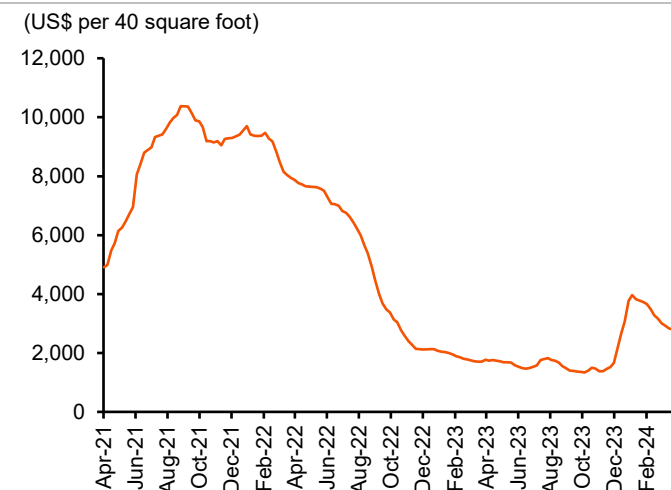
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: AOCC Cost Rose Due to Stronger Demand

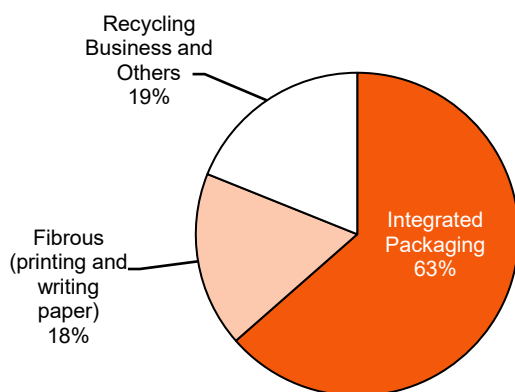
Sources: Company data

Ex 12: Coal Cost in Indonesia

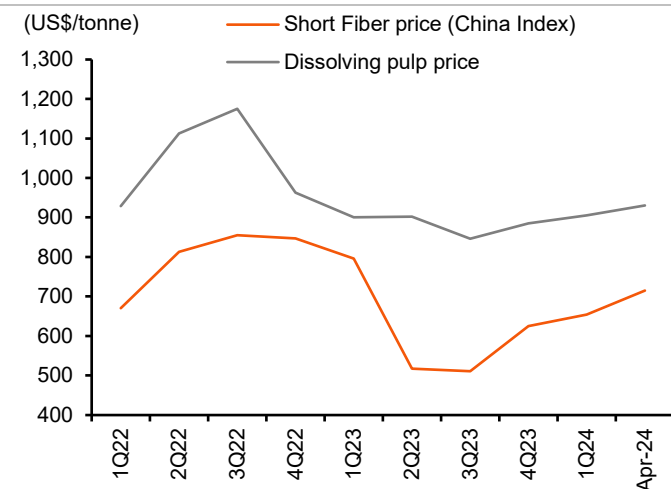
Sources: Bloomberg

Ex 13: Freight Cost

Sources: Bloomberg

Ex 14: EBITDA Breakdown (2023)

Sources: Company data

Ex 15: Strong Rise in Pulp Price

Sources: Company data

Ex 16: Earning Revision

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Reported profit (Bt m)							
- New	6,457	8,294	5,801	5,248	6,517	8,070	9,357
- Old					7,153	8,001	8,664
- Change (%)					(8.9)	0.9	8.0
Core profit (Bt m)							
- New	6,638	7,444	5,768	5,169	6,517	8,070	9,357
- Old					7,153	8,001	8,664
- Change (%)					(8.9)	0.9	8.0
Testliner ASP (US\$/tonne)							
- New	415	409	515	396	430	460	470
- Old					450	455	460
- Change (%)					(4.4)	1.1	2.2
Short Fiber price (US\$/tonne)							
- New	463	659	796	612	600	580	570
- Old					550	550	550
- Change (%)					9.1	5.5	3.6
EBITDA margin (%)							
- New	18.2	17.0	13.3	13.0	13.8	15.0	15.4
- Old					14.0	14.3	14.4
- Change					(1.5)	5.2	7.5
Packaging paper utilisation (%)							
- New	103	109	99	87	92	97	100
- Old					90	94	96
- Change					2.2	3.2	4.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	19,655	22,924	24,378	24,929	26,341	27,369	29,102	30,258	32,434	34,770	35,639	36,533	
Free cash flow	(14,515)	20,910	14,823	15,474	16,481	17,460	18,766	19,894	21,492	23,419	24,510	25,283	369,301
PV of free cash flow	(14,515)	17,756	11,599	11,158	10,949	10,689	10,587	9,994	9,905	9,903	9,510	9,001	131,483
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	8.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	238,020												
Net debt / (cash)	61,802												
Minority interest	25,353												
Equity value	150,866												
# of shares (m)	4,293												
Equity value/share (Bt)	35												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Developed country focus on polymer packaging												
Amcor	AMC AU	Europe	(5.9)	7.0	13.0	12.1	3.1	3.0	10.2	9.7	5.6	5.8
Huhtamaki	HUH1V FH	Europe	12.6	9.4	14.2	12.9	1.9	1.7	8.3	7.8	3.1	3.3
Aptar Group	ATR US	USA	11.7	10.1	26.6	24.2	na	na	13.1	12.4	1.2	1.3
Sonoco	SON US	USA	(4.2)	7.5	10.9	10.2	2.2	2.2	7.8	7.5	3.7	3.8
Average			3.6	8.5	16.2	14.9	2.4	2.3	9.9	9.3	3.4	3.6
Developed country focus on paper packaging												
BillerudKorsnas	BILL SS	Europe	67.5	66.6	20.0	12.0	0.9	0.8	6.3	5.2	3.1	4.6
Int. Paper	IP US	USA	1.0	39.2	16.5	11.9	1.5	1.4	7.4	6.5	5.3	5.3
PCA	PKG US	USA	3.9	15.1	20.5	17.8	3.9	3.6	10.9	10.0	2.8	2.9
Mondi	MNDI LN	Europe	(8.9)	37.5	15.2	11.1	1.4	1.3	6.7	5.5	7.6	4.8
Average			15.9	39.6	18.1	13.2	1.9	1.8	7.8	6.8	4.7	4.4
Packaging paper in Asia												
Nine Dragons Paper	2689 HK	Hong Kong	139.0	178.7	18.3	6.6	0.3	0.3	11.3	8.4	0.6	2.6
Lee & Man Paper	2314 HK	Hong Kong	28.0	14.1	7.2	6.3	0.3	0.3	8.1	7.3	5.0	5.8
SCG Packaging Pcl	SCGP TB*	Thailand	26.1	23.8	20.9	16.9	1.7	1.6	10.1	7.6	1.9	2.4
United Paper Pcl	UTP TB	Thailand	10.0	9.1	7.8	7.1	1.4	1.3	4.5	4.2	6.5	7.0
Average			50.8	56.4	13.5	9.2	0.9	0.9	8.5	6.9	3.5	4.4
Total average			23.4	34.8	15.9	12.4	1.8	1.7	8.7	7.7	3.9	4.1

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalised EPS
Based on 18 April 2024 closing prices

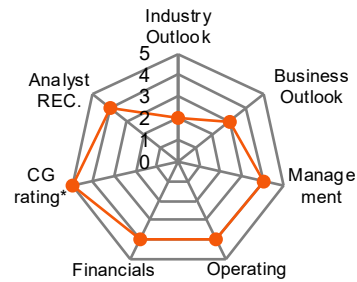
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) (SCGP) เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ชั้นนำในอาเซียน บริษัทฯ ครอบงำส่วนแบ่งตลาดในตลาดกระดาษบรรจุภัณฑ์ในประเทศไทยเกือบ 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

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยรุกเข้าไปในเกือบทุกตลาดหลักในภูมิภาค
- มีประสบการณ์ในการบริหารจัดการและมีการเติบโตของการดำเนินงานที่ดีมาเป็นเวลายาวนาน

O — Opportunity

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

W — Weakness

- ธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้และกำไรที่สูง
- รายได้และกำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากประเทศไทย ซึ่งแนวโน้มการเติบโตอาจจะอ่อนแอกว่าประเทศอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย และเวียดนาม

T — Threat

- การแข่งขันที่สูงขึ้นท่ามกลางการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง
- ภัยคุกคามจากผู้เข้ามาใหม่ในตลาดที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (เช่น เวียดนาม) โดยเฉพาะจากผู้เล่นจีน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	39.99	35.00	-12%
Net profit 24F (Bt m)	6,180	6,517	5%
Net profit 25F (Bt m)	6,957	8,070	16%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรสุทธิของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus เนื่องจากเราคาดว่ามีการฟื้นตัวของอุตสาหกรรม
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ตัวคูณทวีที่ต่ำลงเพื่อสะท้อนถึง normalized return ที่ต่ำลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

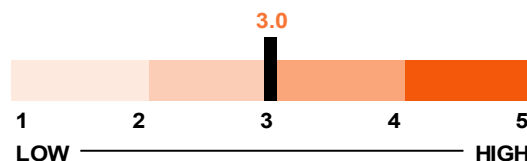
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาขายเฉลี่ยที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือต้นทุน OCC ที่สูงกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด โดยเฉพาะจากจีนน่าจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราอีกประการ

Source: Thanachart

SCGP เป็นบริษัทบรรจุภัณฑ์ที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน ผลิตบรรจุภัณฑ์ทั้งแบบกระดาษและแบบโพลีเมอร์ บริษัทฯ ดำเนินงานทั่วทั้งภูมิภาคโดยมีศูนย์การผลิตหลักในประเทศไทย อินโดนีเซีย และเวียดนาม คะแนน ESG ของเราสำหรับ SCGP คือ 3.02 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยเมื่อพิจารณาจากกรอบ ESG ที่กว้างขวางของ SCGP และมุ่งเน้นไปที่การรีไซเคิล

Thanachart ESG Rating



	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	BBB	63.25	65.61	85.00	-	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) <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> SCGP ประกาศความตั้งใจที่จะปล่อย GHG ให้เป็นศูนย์ภายในปี 2050F ในระยะกลาง SCGP มีเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการปล่อยมลพิษลง 5% ในปี 2025F เมื่อเทียบกับปีฐาน 2020 ภายในปี 2030F บริษัทฯ ตั้งเป้าว่าจะลดลง 20% บริษัทฯ มีความก้าวหน้าอย่างมากในปี 2021 โดยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 2.4% SCGP ตั้งเป้าที่จะลดการใช้พลังงานลง 13% ภายในปี 2025 เมื่อเทียบกับธุรกิจปกติ (BAU) ที่ปีฐาน 2007 ในปี 2021 บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการลดลง 5.8% เมื่อเทียบกับปีฐาน วัตถุประสงค์หลักของ SCGP สำหรับการผลิตกระดาษคือกระดาษรีไซเคิล ทั้งนี้บริษัทฯ ดำเนินการที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างดี บริษัทฯ มีศูนย์รีไซเคิลที่ตั้งอยู่ทั่วประเทศไทยและอาเซียน และเพิ่งเข้าซื้อธุรกิจรีไซเคิลขนาดใหญ่ในยุโรปเมื่อเร็วๆ นี้
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> SCGP มีโครงการเพื่อสังคมในวงกว้าง รวมถึงการพัฒนาชุมชนและการจัดหาผลิตภัณฑ์และการสนับสนุนในการให้ความช่วยเหลือด้านโควิด เช่น บริษัทฯ ได้ริเริ่ม "บ้านโป่งโมเดล" ซึ่งเป็นความร่วมมือระหว่างภาคเอกชนภาครัฐ และประชาชน เพื่อพัฒนาชุมชน โครงการนี้ได้รับรางวัลระดับประเทศสำหรับโครงการ Zero Waste Community ในปี 2019 นอกจากนี้ SCGP ยังดำเนินการสำรวจความพึงพอใจของชุมชนและบรรลุดัชนีความพึงพอใจที่ 89% ในปี 2021 ในช่วงที่มีการระบาดของโควิดอย่างมาก บริษัทฯ ได้ให้ความช่วยเหลือในรูปแบบต่างๆ รวมถึงเตียงที่ทำจากกระดาษรีไซเคิลให้แก่โรงพยาบาลสนามของรัฐบาล SCGP รวมเอาหลักการเศรษฐกิจหมุนเวียนตลอดทั้งห่วงโซ่อุปทาน ซึ่งรวมถึงซัพพลายเออร์ ลูกค้า ชุมชนที่บริษัทฯ ดำเนินการ และผู้ถือหุ้นอื่นๆ บริษัทฯ ตั้งเป้าหมาย และบรรลุเป้าหมายการไม่มีผู้เสียชีวิตจากการทำงาน และอัตราความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานที่ 0.08 ต่อการทำงาน 1 ล้านชั่วโมง บริษัทฯ มีจรรยาบรรณทางธุรกิจและนโยบายต่อต้านการละเมิดสิทธิมนุษยชน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการของ SCGP ประกอบด้วยสมาชิก 12 คน โดย 8 คน (รวมทั้งประธาน) เป็นกรรมการอิสระ และในคณะกรรมการมีผู้หญิง 3 คน SCGP ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ของสำนักงาน ก.ล.ต. สำหรับบริษัทจดทะเบียน นโยบายเหล่านี้กล่าวถึงประเด็นการกำกับดูแลรวมถึงการทุจริต ผลประโยชน์ทับซ้อน และการแจ้งเบาะแส นโยบายได้รับการทบทวนและแก้ไขโดยคณะกรรมการบริษัทอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง SCGP ได้ดำเนินการตามกรอบการบริหารความเสี่ยงขององค์กรตาม COSO และ ISO31000 กรอบการทำงานประกอบด้วยกำหนดกลยุทธ์ กระบวนการบริหารความเสี่ยง และการสร้างวัฒนธรรมองค์กรเพื่อการบริหารความเสี่ยง ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ การจัดหาวัตถุดิบ ความพร้อมของทรัพยากร (น้ำ พลังงาน) การหยุดชะงักของการขนส่งทั่วโลก และความปลอดภัยในโลกไซเบอร์ เป็นต้น

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	146,068	129,398	136,377	146,283	151,710
Cost of sales	121,681	106,274	109,611	115,852	119,466
Gross profit	24,387	23,124	26,766	30,431	32,244
% gross margin	16.7%	17.9%	19.6%	20.8%	21.3%
Selling & administration expenses	16,039	15,684	17,047	18,285	18,964
Operating profit	8,348	7,440	9,719	12,146	13,280
% operating margin	5.7%	5.8%	7.1%	8.3%	8.8%
Depreciation & amortization	9,699	9,206	9,936	10,779	11,098
EBITDA	18,047	16,646	19,655	22,924	24,378
% EBITDA margin	12.4%	12.9%	14.4%	15.7%	16.1%
Non-operating income	1,322	1,043	1,043	1,043	1,043
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,468)	(2,020)	(2,539)	(3,007)	(2,517)
Pre-tax profit	8,202	6,464	8,223	10,182	11,806
Income tax	1,550	1,153	1,480	1,833	2,125
After-tax profit	6,652	5,310	6,742	8,350	9,681
% net margin	4.6%	4.1%	4.9%	5.7%	6.4%
Shares in affiliates' Earnings	55	39	0	0	0
Minority interests	(939)	(180)	(226)	(280)	(324)
Extraordinary items	33	80	0	0	0
NET PROFIT	5,801	5,248	6,517	8,070	9,357
Normalized profit	5,768	5,169	6,517	8,070	9,357
EPS (Bt)	1.4	1.2	1.5	1.9	2.2
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.2	1.5	1.9	2.2

Expecting a turnaround to profit in 2024F after a three-year negative growth.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	60,154	60,272	67,273	53,634	54,687
Cash & cash equivalent	12,344	17,181	22,292	27,292	27,492
Account receivables	23,254	22,648	23,869	4,008	4,156
Inventories	23,281	19,253	19,857	20,988	21,642
Others	1,275	1,191	1,255	1,346	1,396
Investments & loans	1,034	1,063	1,063	1,063	1,063
Net fixed assets	94,585	94,279	116,443	113,165	109,567
Other assets	41,506	42,947	42,947	42,947	42,947
Total assets	197,280	198,561	227,726	210,808	208,264
LIABILITIES:					
Current liabilities:	33,479	66,390	78,525	62,615	56,141
Account payables	14,282	14,808	15,273	3,174	3,273
Bank overdraft & ST loans	16,155	15,337	28,436	22,397	20,162
Current LT debt	1,571	11,991	22,234	17,511	15,765
Others current liabilities	1,471	24,254	12,583	19,533	16,941
Total LT debt	29,935	18,027	33,424	26,325	23,699
Others LT liabilities	10,899	11,694	9,068	9,727	10,088
Total liabilities	74,313	96,111	121,018	98,668	89,928
Minority interest	25,766	25,127	25,353	25,632	25,957
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	(3,675)	(26,277)	(26,277)	(26,277)	(26,277)
Retained earnings	55,722	58,446	62,478	67,631	73,503
Shareholders' equity	97,200	77,322	81,355	86,508	92,379
Liabilities & equity	197,280	198,561	227,726	210,808	208,264

Sources: Company data, Thanachart estimates

SCGP still has a lot of room for future M&A opportunities

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	8,202	6,464	8,223	10,182	11,806
Tax paid	(1,587)	(665)	(1,715)	(1,616)	(2,168)
Depreciation & amortization	9,699	9,206	9,936	10,779	11,098
Chg In working capital	704	5,161	(1,361)	6,632	(704)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,436)	23,617	(11,501)	6,643	(2,600)
Cash flow from operations	14,582	43,783	3,582	32,619	17,432
Capex	(7,103)	(8,900)	(32,100)	(7,500)	(7,500)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(161)	(28)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,985)	(2,666)	(2,625)	659	361
Cash flow from investments	(10,250)	(11,594)	(34,725)	(6,841)	(7,139)
Debt financing	(6,772)	(2,226)	38,739	(17,861)	(6,607)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,612)	(3,286)	(2,484)	(2,917)	(3,485)
Warrants & other surplus	(1,826)	(21,840)	0	0	0
Cash flow from financing	(12,210)	(27,353)	36,255	(20,778)	(10,093)
Free cash flow	7,479	34,883	(28,518)	25,119	9,932

SCGP's capex focuses on organic and inorganic expansion

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	23.6	26.4	20.9	16.9	14.6
Normalized PE - at target price (x)	26.1	29.1	23.1	18.6	16.1
PE (x)	23.5	26.0	20.9	16.9	14.6
PE - at target price (x)	25.9	28.6	23.1	18.6	16.1
EV/EBITDA (x)	9.5	9.9	10.1	7.6	6.9
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	10.7	10.8	8.3	7.5
P/BV (x)	1.4	1.8	1.7	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	1.5	1.9	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	9.3	3.1	38.1	4.2	7.8
Price/sales (x)	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
Dividend yield (%)	1.9	1.7	1.9	2.4	2.7
FCF Yield (%)	5.5	25.6	(20.9)	18.4	7.3
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	1.2	1.5	1.9	2.2
EPS	1.4	1.2	1.5	1.9	2.2
DPS	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9
BV/share	22.6	18.0	19.0	20.2	21.5
CFO/share	3.4	10.2	0.8	7.6	4.1
FCF/share	1.7	8.1	(6.6)	5.9	2.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

SCGP's valuation is justified by its growth outlook, in our view.

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	17.6	(11.4)	5.4	7.3	3.7
Net profit (%)	(30.1)	(9.5)	24.2	23.8	15.9
EPS (%)	(30.1)	(9.5)	24.2	23.8	15.9
Normalized profit (%)	(22.5)	(10.4)	26.1	23.8	15.9
Normalized EPS (%)	(22.5)	(10.4)	26.1	23.8	15.9
Dividend payout ratio (%)	44.4	45.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	16.7	17.9	19.6	20.8	21.3
Operating margin (%)	5.7	5.8	7.1	8.3	8.8
EBITDA margin (%)	12.4	12.9	14.4	15.7	16.1
Net margin (%)	4.6	4.1	4.9	5.7	6.4
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.8	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	5.7	3.7	3.8	4.0	5.3
Interest coverage - EBITDA (x)	12.3	8.2	7.7	7.6	9.7
ROA - using norm profit (%)	2.9	2.6	3.1	3.7	4.5
ROE - using norm profit (%)	5.9	5.9	8.2	9.6	10.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	6.9	6.1	8.5	9.9	10.8
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	6.6	6.6	7.9	9.0	9.4
- leverage (x)	2.1	2.3	2.7	2.6	2.3
- interest burden (%)	84.8	76.2	76.4	77.2	82.4
- tax burden (%)	81.1	82.2	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.5	8.5
ROIC (%)	5.2	4.6	7.6	7.0	8.7
NOPAT (Bt m)	6,771	6,113	7,970	9,960	10,890
invested capital (Bt m)	132,517	105,497	143,157	125,449	124,513

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, อิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 naripom.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 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