6 OCTOBER 2025

EQUITY RESEARCH - COMPANY REPORT

FINANSIA
FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY

FSSIA ESG rating ★★★★

SCG PACKAGING SCGP TB

THAILAND / PACKAGING

BUY

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB24.00
CLOSE	THB18.50
UP/DOWNSIDE	+29.7%
PRIOR TP	THB29.00
CHANGE IN TP	-17.2%
TP vs CONSENSUS	+27.7%

Downstream & ASEAN growth

- ขยายธุรกิจบรรจุภัณฑ์ปลายน้ำ ให้มีสัดส่วนรายได้มากกว่า 50% ภายในปี 2573 โดยมีอาเซียน (นำโดยเวียดนามและอินโดนีเซีย) เป็นแรงขับเคลื่อนหลัก
- มีวินัยทางการเงิน รักษาเสถียรภาพของอัตรากำไร ด้วยการจัดการวัตถุดิบอย่างมีประสิทธิภาพ พร้อมทั้งเดินหน้าด้าน ESG และการใช้ AI หนุนการเติบโต
- ปรับลดประมาณการปี 2026-27 แต่ Valuations ยังถูก

กลยุทธ์ 5 ปีข้างหน้า มุ่งสู่ปลายน้ำเป็นหลัก

SCGP เร่งขยายธุรกิจบรรจุภัณฑ์ปลายน้ำ ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากบรรจุภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าอุปโภคบริโภคให้เกิน 50% ภายในปี 2573 จาก 46% ใน 1H25 บริษัทมุ่งเน้นการขยายพอร์ตโฟลิโอไปสู่กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีการเติบโตสูงและมีมูลค่าเพิ่ม เช่น บรรจุภัณฑ์ด้านสุขภาพ อาหาร และบรรจุภัณฑ์เฉพาะบุคคล (customized) ผ่านทั้งการขยายกำลังการผลิต (Organic) และการควบรวมกิจการหรือหาพันธมิตร (M&P) กลยุทธ์นี้จะช่วยเสริมศักยภาพให้ SCGP ตอบรับกับความต้องการที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องเชิงโครงสร้าง และเพิ่มอัตรากำไรได้ดีขึ้น อีกทั้งยังช่วยเสริมความสามารถในการแข่งขันในระยะกลางถึงยาว โดยเฉพาะหากสินค้าจากจีนที่ไม่สามารถส่งออกไปยังสหรัฐฯ เริ่มทะลักเข้าสู่ตลาดอาเซียน

ASEAN เป็นตลาดหลัก เหมาะกับการเติบโตในระยะยาว

อาเซียนยังคงเป็นตลาดหลักของ SCGP โดยมีสัดส่วน 78% ของรายได้ใน 1H25 อินโดนีเซียและเวียดนามเป็นสองตลาดสำคัญ คิดเป็นตลาดละ 14%–15% ของรายได้ อินโดนีเซียเป็นตลาด containerboard ที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน ขณะที่เวียดนามเป็นตลาดที่โตเร็วที่สุด ทั้งสองประเทศช่วยสร้างฐานการเติบโตระยะยาวที่แข็งแกร่ง เสริมด้วยตลาดไทยที่แม้จะโตช้าแต่มีความมั่นคงและสร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ

กระแสเงินสดแข็งแกร่ง ฐานะการเงินมั่นคง

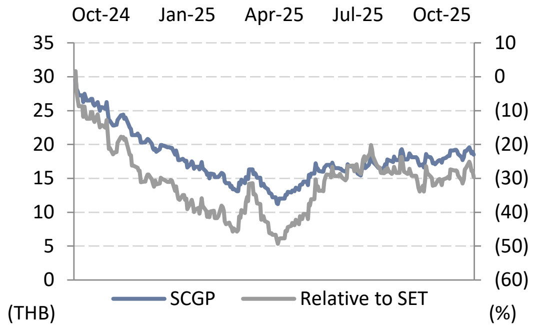
SCGP ให้ความสำคัญกับการบริหารสภาพคล่องและวินัยทางการเงิน ณ สิ้น 2Q25 บริษัทมีเงินสด 1.07 หมื่นล้านบาท อัตราส่วน IBD/E เพียง 1.0 เท่า และด้วยต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยเพียง 4.0% และดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่า 2% ของต้นทุนรวม SCGP จึงมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่แข็งแกร่ง

ปรับประมาณการและปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2026

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2026–27 ลง 6.8% และ 4.5% ตามลำดับ จากการเติบโตของปริมาณการขายที่ช้ากว่าคาด แม้จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น การควบคุม SG&A และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง หลังปรับประมาณการ เราคาดกำไรปี 2026 +33.6% y-y และปี 2027 +7.7% y-y เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2026 ที่ 24 บาท อิง DCF คิดเป็น 2026E EV/EBITDA 9.6 เท่า (–0.7 SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี) เรายังคงชอบ SCGP จากความเป็นผู้นำในตลาดในประเทศและอาเซียน ความสามารถในการปรับตัวเร็วสอดคล้องกับสถานการณ์ตลาดและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป บริหารจัดการความเสี่ยงได้ดี และมีวินัยทางการเงิน

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	132,784	131,565	141,359	149,306
Net profit	3,699	4,009	5,358	5,771
EPS (THB)	0.86	0.93	1.25	1.34
vs Consensus (%)	-	3.1	15.3	8.9
EBITDA	16,338	16,909	18,223	18,701
Recurring net profit	3,910	4,009	5,358	5,771
Core EPS (THB)	0.91	0.93	1.25	1.34
Chg. In EPS est. (%)	-	0.1	(6.8)	(4.5)
EPS growth (%)	(24.3)	2.5	33.6	7.7
Core P/E (x)	20.3	19.8	14.8	13.8
Dividend yield (%)	4.2	2.7	3.4	3.6
EV/EBITDA (x)	9.0	8.5	7.8	7.5
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
Net debt/Equity (%)	51.3	46.2	43.6	39.4
ROE (%)	5.1	5.1	6.6	6.9



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	4.5	2.8	(37.8)
Relative to country (%)	1.7	(10.4)	(30.6)

Mkt cap (USD m)	2,452
3m avg. daily turnover (USD m)	8.9
Free float (%)	26
Major shareholder	The Siam Cement (SCC TB) (72%)
12m high/low (THB)	30.25/10.70
Issued shares (m)	4,292.92

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

Jitra Amornthum
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

บทวิเคราะห์ฉบับนี้แปลมาจากต้นฉบับภาษาอังกฤษ ที่ออกรายงานเมื่อวันที่ 6 ตุลาคม 2025

Investment thesis

SCGP is executing a five-year strategy to expand downstream packaging, with a target of over 50% revenue contribution by 2030, up from 46% in 1H25. ASEAN remains its growth engine, contributing 78% of sales, with Vietnam as the fastest-growing market and Indonesia as the largest consumption base.

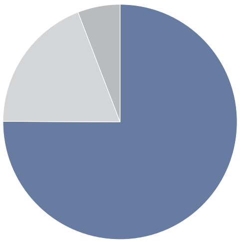
We revised down 2026–27 core earnings by 6.8% and 4.5% on slower volume growth, but rolled forward our DCF-based valuation to a 2026 TP of THB24, leaving the stock attractively valued. Effective raw material management through Peute and Jordan ensures stable supply and margins, while solid liquidity (IBD/E 1.0x) and improving leverage reinforce financial strength. With ESG initiatives and AI-driven cost efficiency, SCGP is well positioned for sustainable growth.

Company profile

SCGP is a leading multinational consumer packaging solutions provider in ASEAN providing fiber-based packaging, polymer packaging, food service products, design, printing, and other solutions for customers. The company`s major businesses include: integrated packaging chain, fibrous chain, and recycling business.

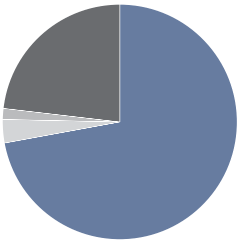
www.scgpackaging.com

Principal activities (revenue, 2024)



Source: SCG Packaging

Major shareholders



Source: SCG Packaging

Catalysts

Key potential catalysts include 1) lower costs of RCP and energy; 2) expansion more into high-margin downstream packaging; 3) ASEAN market growth; 4) AI & digital transformation to help reduce costs; and 5) synergy from M&Ps and integration efficiency.

Risks to our call

Downside risks to our DCF-based TP include 1) the slow demand for packaging; 2) the rising cost of recycled paper, other raw material, and energy; 3) the rising cost of funds; and 4) the fluctuation in foreign exchange currencies.

Event calendar

Date	Event
28 October 2025	3Q25 earnings announcement

Key assumptions

	unit	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)
Packaging paper sale volume	m ton	3.74	3.94	4.02
Packaging paper ASP	THB/ton	17,651	18,180	18,908
Fiber packaging sale volume	m ton	1.00	1.03	1.06
Fiber packaging ASP	THB/ton	34,712	35,753	36,111
Fibrous sale volume	m ton	0.64	0.66	0.67
Fibrous ASP	THB/ton	41,876	42,596	43,447

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change in packaging paper ASP, we project SCGP's 2026 core profit to change by 0.7%, all else being equal.
- For every 1% change in fiber packaging ASP, we project SCGP's 2026 core profit to change by 0.3%, all else being equal.
- For every 0.25% change in interest rate, we expect SCGP's 2026 core profit to change by 1.2% all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กลยุทธ์การเติบโตใน 5 ปีข้างหน้า

1. เน้น Downstream: SCGP ตั้งเป้าขยายสัดส่วนบรรจุภัณฑ์ปลายน้ำที่เชื่อมโยงกับกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer product) เป็นมากกว่า 50% ของรายได้ในปี 2030 จาก 46% ใน 1H25 เนื่องจากเป็นตลาดเติบโต โดยการเจาะเข้ากลุ่ม segment ที่มีการเติบโตสูง (เช่นกลุ่ม Healthcare) ขยายตลาดและขยายผลิตภัณฑ์ที่มีความแตกต่างและมีมูลค่าเพิ่ม หรือผลิตสินค้าที่ออกแบบหรือพัฒนาเพื่อตอบโจทย์ผู้บริโภคเฉพาะกลุ่ม (Customised) การขยายสู่ปลายน้ำ บริษัทจะทำทั้งในรูปแบบ Organic และการควบรวมหรือหาพันธมิตร (M&P - Merger & Partnership

ในการขยายสู่ Downstream packaging **แบบ Organic** นั้น บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิต Fiber packaging ทั้งในไทย (สมุทรสาคร) และเวียดนาม ขยายกำลังการผลิต Rigid & flexible polymer packaging และ Food service packaging ในเวียดนาม และขยายกำลังการผลิต Healthcare packaging ในไทย (ระยอง) ซึ่งเป็นการต่อยอดธุรกิจบรรจุภัณฑ์วัสดุอุปกรณ์ทางการแพทย์หลังจากเข้าซื้อหุ้น 90% ใน VEM Thailand เมื่อเดือน ก.ค. 2024

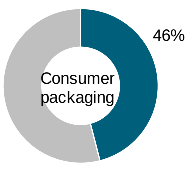
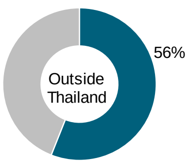
VEM Thailand (VEM-TH) เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนสมรรถนะสูงจากการฉีดขึ้นรูปโพลิเมอร์ เช่น อุปกรณ์ทางการแพทย์ที่มีมาร์จิ้นสูง นอกจากจะช่วยให้รายได้ของ SCGPเติบโต ยังช่วยเพิ่ม EBITDA margin โดย VEM-TH จะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ Conventional syringe, Safety needle, Hypodermic needle ต้นปี 2026 และยังสามารถสร้าง synergy กับ Deltalab (SCGP ถือ 85%) ซึ่งเชี่ยวชาญการผลิตและจำหน่ายวัสดุอุปกรณ์ทางการแพทย์ และส่งออกครอบคลุม 125 ประเทศทั่วโลก ให้เป็น arm ในการจำหน่ายไปทั่วโลก

นอกจากนี้ ในช่วง 2H25 Howa Packaging (Thailand) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่าง SCGP กับ Howa Japan จะเริ่มผลิตและจำหน่าย Flexible packaging สำหรับอาหารสัตว์ชนิดเปียก ที่ใช้เทคโนโลยีชั้นสูง ถือว่าอยู่ในกลุ่มธุรกิจที่มีการเติบโตและมีมาร์จิ้นสูง ในอนาคตบริษัทมีโอกาสทำ cross selling สินค้าระหว่างกันได้อีก

สำหรับการเติบโต**แบบ M&P** บริษัทยังคงมองหาพันธมิตรทั้งในไทย เวียดนาม และอินโดนีเซีย ในธุรกิจ Fiber packaging, Polymer packaging รวมถึง Healthcare supplies

2. ขยายตลาดต่างประเทศ: SCGP ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่มาจากต่างประเทศให้เป็นมากกว่า 2 ใน 3 ของรายได้รวมในปี 2030 จาก 1H25 ที่มีสัดส่วน 56% (อีก 44% มาจากรายได้ในไทย) เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงของแหล่งรายได้ โดยการเติบโตจะมาจากทั้งแบบ Organic และ M&P

Exhibit 1: Growth strategy

	1H25	2030	Strategy
	46% of total revenue	> 50%	▪ Strengthen customized consumer packaging business. ▪ Target fast-growing and emerging market segments. ▪ Reinforce capabilities both in breadth and in depth to build long-term competitiveness.
	56% of total revenue	> 2/3	▪ Accelerate international and regional expansion. ▪ Drive growth through both organic initiatives and M&Ps. ▪ Deliver value-driven products and solutions to enhance market positioning.

Sources: SCGP, FSSIA's compilation

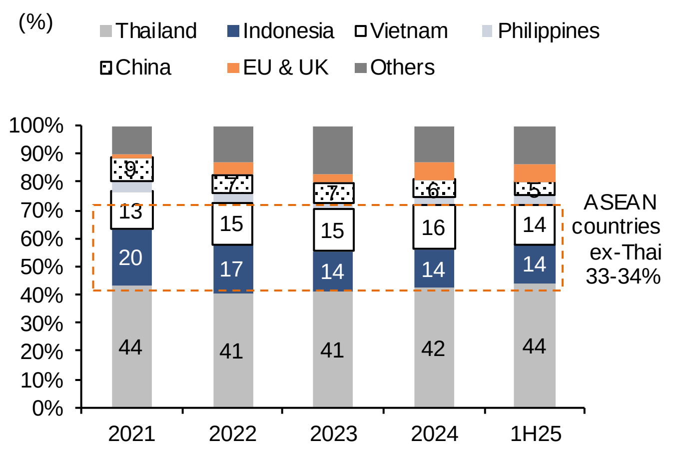
ตลาดหลักอยู่ใน ASEAN เหมาะสมต่อการเติบโตในระยะยาว

ภูมิภาคอาเซียนเป็นหนึ่งในภูมิภาคที่เศรษฐกิจเติบโตเร็วที่สุดในโลก เพราะมีประชากรรวมกันกว่า 680 ล้านคน (ราว 8% ของโลก) ใหญ่เป็นอันดับ 3 ของโลก รองจากจีนและอินเดีย โครงสร้างประชากรยังเป็นหนุ่มเป็นสาว อยู่ในวัยทำงาน ทำให้มีกำลังซื้อสูงและขยายตัวต่อเนื่อง

การที่ SCGP มีอาเซียนเป็นตลาดหลัก ถือเป็นจุดแข็งและเหมาะสมต่อการเติบโตในระยะยาว ตลาดอาเซียนมีสัดส่วน 78% ของรายได้จากการขายใน 1H25 โดยแบ่งเป็นตลาดในประเทศ 44% และตลาดอาเซียน (ไม่รวมไทย) 34% ตลาดไทยแม้จะเติบโตต่ำตามการขยายตัวของเศรษฐกิจและโครงสร้างประชากรที่เข้าสู่สังคมสูงวัย แต่เป็นฐานรายได้ที่มั่นคง มีความต้องการบรรจุภัณฑ์สม่ำเสมอ สร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงได้

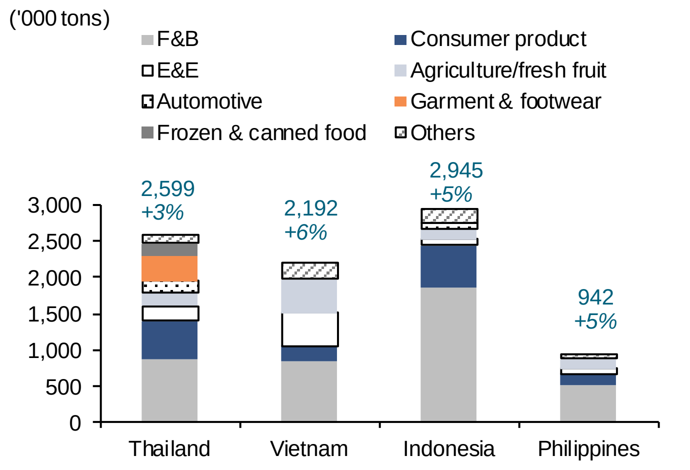
ขณะที่ในตลาดอาเซียน อินโดนีเซียและเวียดนามเป็นตลาดที่สำคัญของ SCGP มีสัดส่วน 14%-15% ของรายได้ใกล้เคียงกัน อินโดนีเซียเป็นตลาดที่มีการใช้กระดาษบรรจุภัณฑ์ (Containerboard) ใหญ่ที่สุดในอาเซียน SCGP คาดว่าความต้องการ Containerboard ในปี 2025 จะเพิ่มเป็น 2,945 พันตัน +5% y-y (สูงรองจากเวียดนามที่คาด +6% y-y) ความต้องการหลักๆ กว่า 60% อยู่ในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม

Exhibit 2: Sales revenue by end destinations



Sources: SCGP, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Containerboard market demand in ASEAN (2025E)



Sources: SCGP, FSSIA's compilation

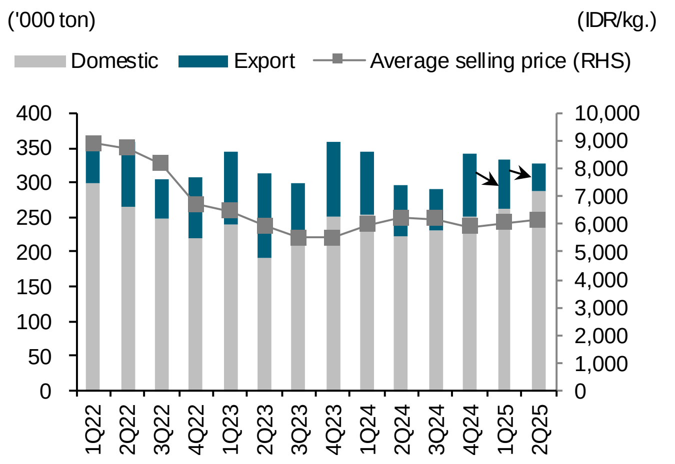
ในตลาดอินโดนีเซีย บริษัทมีบริษัทย่อย 8 แห่งจดทะเบียนในอินโดนีเซีย โดยมี Fajar Surya Wisesa Tbk. (ถือ 99.7%) เป็นบริษัทย่อยหลัก หลังจากที่ผู้บริหารสามารถพลิก Fajar ให้กลับมามี EBITDA เป็นบวกได้ 31 พันล้านรูเปี๊ยะใน 2Q25 ตามแผน เราคาดว่าหลังจากนี้ Fajar จะทยอยฟื้นตัวต่อเนื่องตามการเติบโตของการบริโภคและความต้องการบรรจุภัณฑ์ในอินโดนีเซีย การแข่งขันที่รุนแรงคลี่คลายหลังจากหนึ่งในผู้ผลิตรายใหญ่ปิดกิจการลง และการปรับโครงสร้างทางการเงินของ Fajar แล้วเสร็จเมื่อต้น 3Q25 ซึ่งส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายลดลงประมาณ 450 ล้านบาทต่อปี (เฉพาะงบการเงินของ Fajar) และเชื่อว่า Fajar จะกลับมามีกำไรสุทธิได้ภายในสิ้นปี 2025

อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการใน 3Q25 อาจชะลอเล็กน้อยและชั่วคราว เพราะถูกกดดันจาก Supply ใหม่ราว 350 พันตันที่เข้ามาในตลาด ในระยะแรกจะเป็นกระดาษ Commissioning grade มีราคาต่ำ จึงอาจส่งผลให้การปรับขึ้นราคาขายในตลาดอินโดนีเซียเป็นไปได้ยากในระยะสั้น

อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวมาจากการขยายกำลังการผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์ของ APP Indonesia ผู้ผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์ขนาดใหญ่อันดับ 1 ซึ่งขยาย 700 พันตันต่อปี โดยที่ 350 พันตันเป็นการทดแทนเครื่องจักรเก่า ดังนั้นอุปสงค์ใหม่สุทธิที่จะเพิ่มเข้ามาในตลาดจึงเท่ากับ 350 พันตันต่อปี แต่หลังจากพ้นการเดินเครื่องจักรในระยะแรกกระดาษที่ผลิตออกมาจะเป็นกระดาษที่มีคุณภาพสูงขึ้น การแข่งขันทางด้านราคาในตลาดอินโดนีเซียจะลดลงหนึ่งในความสำเร็จของบริษัทในตลาดอินโดนีเซียคือ การขยายตลาดภายในประเทศ และลดการพึ่งพาตลาดส่งออกไปยังประเทศจีน (decoupling) (ลดจากอดีต 30% ของรายได้เหลือ 12% ใน 2Q25) เนื่องจากเศรษฐกิจที่

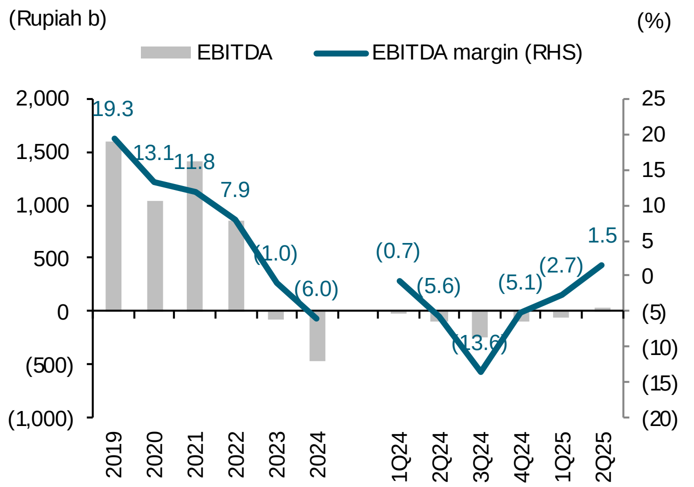
จีนฟื้นช้า และผลกระทบจากภาษีการค้าที่ถูกเรียกเก็บมากกว่าประเทศอื่น โดยหาตลาดอื่นทดแทนเช่น ตะวันออกกลาง เวียดนาม และไทย ส่วนการขยายตลาดในประเทศอินโดนีเซีย บริษัททำโดยลดจำนวน SKUs เพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต ควบคุมต้นทุนและค่าใช้จ่าย สร้างความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้าและหา Solutions ให้ตอบโจทย์กลุ่มลูกค้าแต่ละกลุ่ม

Exhibit 4: Fajar's sales volume



Sources: SCGP, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Fajar's financial performance



Sources: Fajar's website, FSSIA's compilation

เวียดนามเป็นหนึ่งในประเทศที่เติบโตเร็วที่สุดในอาเซียน แม้ว่าเศรษฐกิจใน 2H25 จะเผชิญความเสี่ยงจากมาตรการภาษีการค้าของสหรัฐที่จะกระทบภาคส่งออกของเวียดนาม แต่รัฐบาลพยายามปรับตัวเชิงรุกให้เข้ากับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนไป ควบคุมอัตราเงินเฟ้อ และหันมาเน้นตลาดภายในประเทศ แม้ว่าปี 2025 รายได้จากเวียดนามอาจชะลอแต่เราคาดว่าจะกลับมาเติบโตในปี 2026-27 และมีสัดส่วนต่อรายได้รวมของ SCGP เป็น 15%

SCGP มีบริษัทย่อย 12 แห่งจดทะเบียนในเวียดนาม สร้างรายได้ให้ SCGP 2.0-2.2 หมื่นล้านบาทต่อปีในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 7.8% CAGR (ปี 2021-24) SCGP เป็นผู้นำในผลิตภัณฑ์ Rigid packaging, Flexible packaging และ High-performance packaging ในเวียดนาม

เมื่อเดือน มิ.ย. 2025 บริษัทได้ซื้อหุ้นเพิ่มอีก 30% เป็น 100% ใน Duy Tan Plastics Manufacturing Corporation (Duy Tan JSC) ซึ่งเป็นผู้ผลิต Rigid plastic packaging รายใหญ่ที่สุดในเวียดนาม สอดคล้องกับกลยุทธ์ของ SCGP ที่ต้องการขยายไปสู่บรรจุภัณฑ์ปลายน้ำ เพิ่มสัดส่วนรายได้ให้เป็น 50% ของรายได้รวมในปี 2030 จากปัจจุบัน 46%

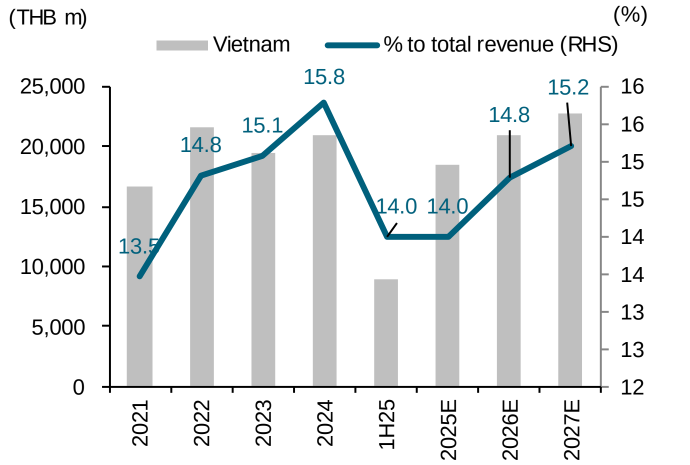
Duy Tan เป็นบริษัทที่เติบโตเร็ว ในปี 2024 มี EBITDA margin 18%-22% (เทียบกับ SCGP ที่ 12%) มีอัตรากำไรสุทธิ 10%-11% (เทียบกับ SCGP ที่ 2.8%) มีขนาดสินทรัพย์เท่ากับ 3.3% ของสินทรัพย์รวมของ SCGP

นอกจากนี้ Starprint Vietnam JSC เป็นบริษัทชั้นนำด้านการผลิตกล่องบรรจุภัณฑ์แบบพับได้ในเวียดนาม มีฐานลูกค้าเป็นบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่ระดับโลก SCGP เข้าไปลงทุนใน Starprint 70% เมื่อปลายปี 2023 และรวมงบการเงินตั้งแต่ 1Q24 Starprint เป็นบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิราว 10% เป็นฐานการผลิตกล่องบรรจุภัณฑ์คงรูปคุณภาพสูง (Rigid boxes) แห่งแรกในภูมิภาคอาเซียนของ SCGP

จะเห็นว่ากลยุทธ์ M&Ps ของ SCGP ล้วนตอบโจทย์การมุ่งสู่ธุรกิจปลายน้ำ เจาะตลาด Consumer product และ FMCG และเน้นตลาดในอาเซียนที่มีการเติบโตเร็ว

.

Exhibit 6: Sales revenue from Vietnam operations



Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 7: DUYTAN's rigid plastic packaging

Source: SCGP

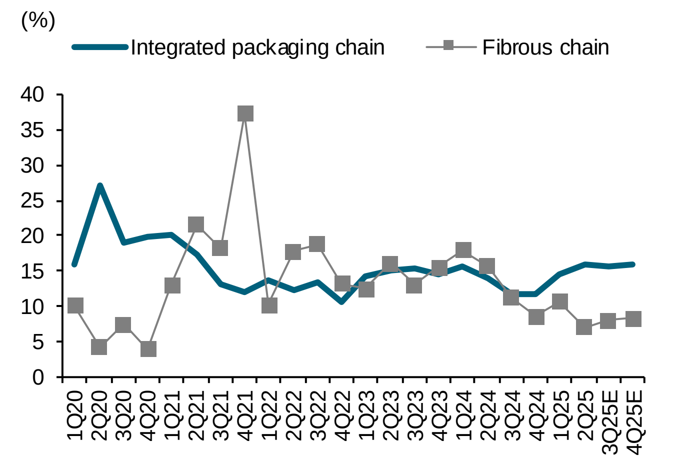
การบริหารจัดการวัตถุดิบที่ดีเป็นหัวใจของการลดความเสี่ยงของกิจการ

การที่ SCGP ถือหุ้น 100.0% ใน Peute Recycling B.V. (Peute) ซึ่งเป็นผู้ดำเนินธุรกิจรีไซเคิลวัสดุบรรจุภัณฑ์ทั้งกระดาษและพลาสติกรายใหญ่ที่สุดในเนเธอร์แลนด์ และถือหุ้น 90.1% ใน Jordan Trading Inc. (Jordan) ซึ่งเป็นบริษัทเทรดดิ้งกระดาษรีไซเคิล (Recovered Paper: RCP) ในสหรัฐในปี 2022 ทำให้ SCGP มีความแข็งแกร่งด้านการจัดหาแหล่งวัตถุดิบ RCP ที่มีคุณภาพดีเยี่ยม

ปัจจุบัน SCGP ใช้ RCP ปีละประมาณ 4 ล้านตัน จัดหาจากแหล่งในประเทศประมาณ 60% ขณะที่อีก 40% นำเข้าจากแหล่งที่มีคุณภาพในยุโรป สหรัฐ ญี่ปุ่น และออสเตรเลีย การมี Peute และ Jordan จึงเป็นข้อได้เปรียบด้านต้นทุน ช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคา RCP ในตลาดโลก และลดความเสี่ยงหากเกิดการขาดแคลน RCP ในตลาดโลก

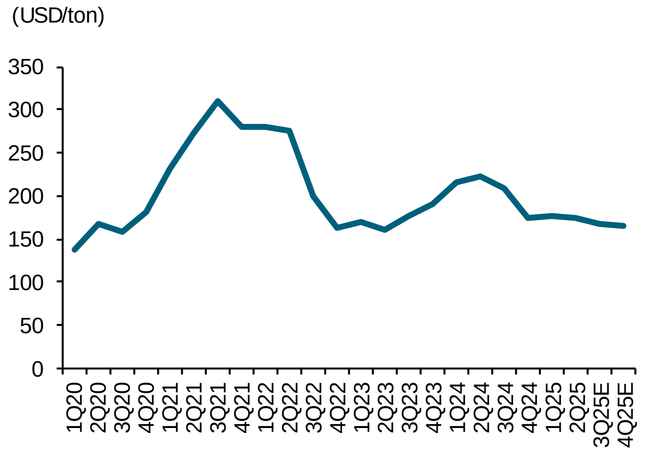
แม้ว่าบางครั้งราคาต้นทุนของ RCP โดยเฉพาะ AOCC (Old Corrugated Containers) จะมีความผันผวนเป็นระยะ แต่บริษัทสามารถรักษาเสถียรภาพของ EBITDA margin ให้ผันผวนน้อยกว่า สะท้อนถึง กลยุทธ์ห่วงโซ่อุปทานแบบบูรณาการ และการมีแหล่งจัดหาวัตถุดิบเฉพาะ (Captive sourcing) จาก Peute และ Jordan ช่วยลดความผันผวนของรายได้จากความไม่แน่นอนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลก

Exhibit 8: EBITDA margin by business



Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 9: AOCC price

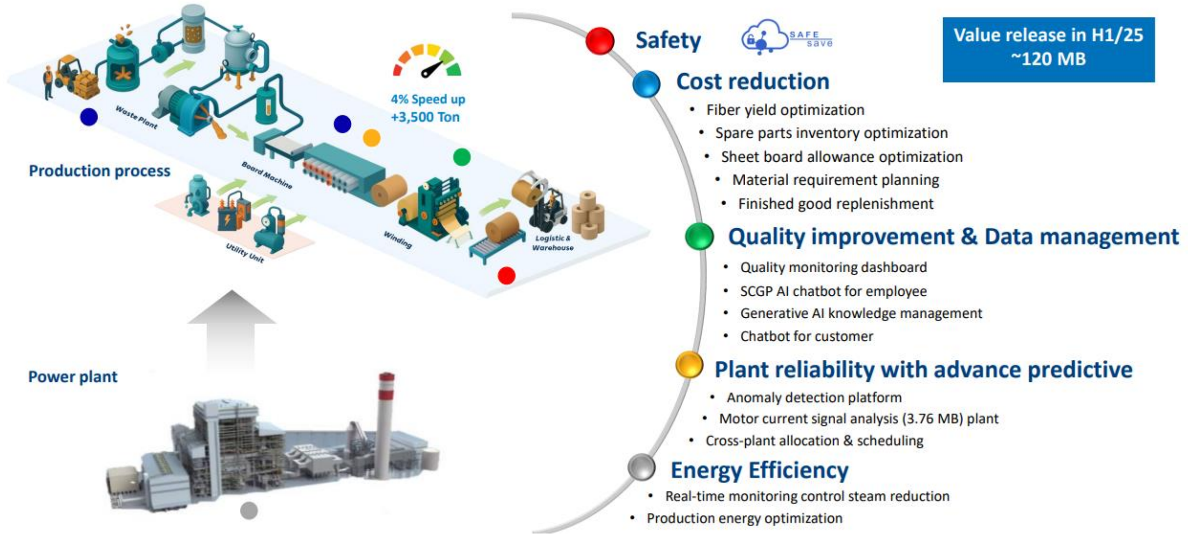


Sources: SCGP, FSSIA estimates

นอกจากนี้ เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน SCGP ได้นำ AI เข้ามาใช้ตลอดทั้ง supply chain ของบริษัท สำหรับกระบวนการผลิต บริษัทนำ AI มาช่วยในการคาดการณ์รอบและระยะเวลาในการซ่อมบำรุงเครื่องจักร ช่วยค่าซ่อมบำรุง ลดต้นทุนการผลิต ลดของเสียระหว่างการผลิต เพิ่ม yield ของ RCP และยังช่วยให้การใช้พลังงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพจากการคาดการณ์การใช้พลังงานที่แม่นยำ

ในช่วง 1H25 บริษัทสามารถประหยัดต้นทุนจากการให้ AI ประมาณ 120 ล้านบาท หรือ 1.4% ของ EBITDA

Exhibit 10: AI-driven operational efficiency



Source: SCGP

กระแสเงินสดแข็งแกร่ง

SCGP ให้ความสำคัญกับการดูแลสภาพคล่องอย่างมาก จึงมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ณ สิ้น 2Q25 มีเงินสดในมือ 1.07 หมื่นล้านบาท มีหนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิ 5.51 หมื่นล้านบาท แม้จะเพิ่มขึ้นจาก 5.26 หมื่นล้านบาทสิ้นปี 2024 จากการขยายการลงทุน แต่อัตราส่วน IBD/E ยังต่ำเพียง 1.0x ส่วน Net debt to EBITDA ที่สูงขึ้นเป็น 3.7x จาก 3.3x สิ้นปี 2024 อันเนื่องมาจาก EBITDA ที่ต่ำกว่าปกติใน 2H24 เราเชื่อว่าอัตราส่วนดังกล่าวผ่านจุดสูงสุดแล้วและคาดปรับลงเหลือ 2.9x สิ้นปี 2025 จาก EBITDA ที่ดีขึ้นใน 2H25 และลดลงต่อเนื่องเป็น 2.6x และ 2.3x ในปี 2026-27 ตามลำดับ

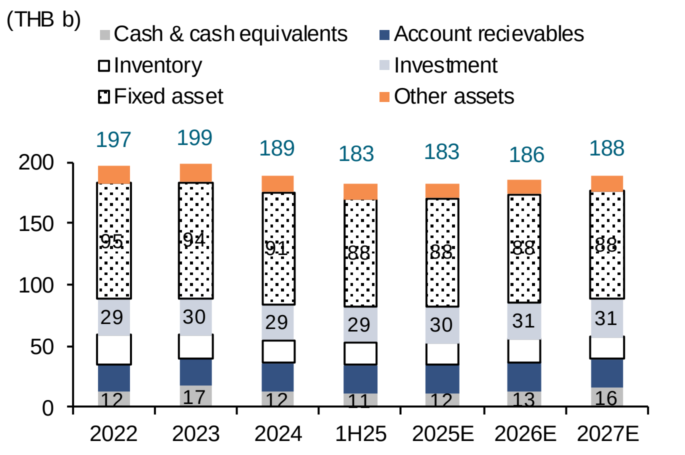
SCGP มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยทั้งกลุ่ม 4.0% คิดเป็นดอกเบี้ยจ่ายปีละประมาณ 2.4-2.5 พันล้านบาท ภาระดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่า 2% ของต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมด คิดเป็นความสามารถในการชำระดอกเบี้ยสูงถึง 6.6x ในงวด 1H25 เราคาดว่าความสามารถดังกล่าวจะขยับเพิ่มเป็น 6.7x ในปี 2025 และเป็น 8.0x ในปี 2027

อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่มีทิศทางขาลงเป็นประโยชน์ต่อ SCGP เพราะประมาณ 1 ใน 3 ของสินทรัพย์ถูกไฟแนนซ์ด้วยเงินกู้สถาบันการเงินและหุ้นกู้ โดยหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวคิดเป็นสัดส่วน 61% (ณ สิ้น 2Q25) เราประเมินว่าทุกๆ 0.25% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทจะลดลง 3.8% และกำไรเพิ่มขึ้นราว 1.2%-1.3%

บริษัทใช้จ่ายอย่างระมัดระวัง จึงตั้งเงินลงทุน (Capex) ในปี 2025 ที่ 1.00 หมื่นล้านบาท ลดลงจากปีก่อนที่ 2.92 หมื่นล้านบาท และลดลงจากที่ตั้งงบประมาณไว้ 1.30 หมื่นล้านบาทเมื่อต้นปี โดยงบดังกล่าวเป็นเงินลงทุนสำหรับการเติบโต (Growth capex) ประมาณ 7.0 พันล้านบาท อีก 3.0 พันล้านบาทเป็นงบดูแลซ่อมบำรุงเครื่องจักร และการปรับปรุงประสิทธิภาพ โดยใน 1H25 ใช้ Capex ไปแล้ว 6.1 พันล้านบาท ส่วนที่เหลือประมาณ 4.0 พันล้านบาท ส่วนหนึ่งเตรียมไว้สำหรับ M&P ใน 2H25

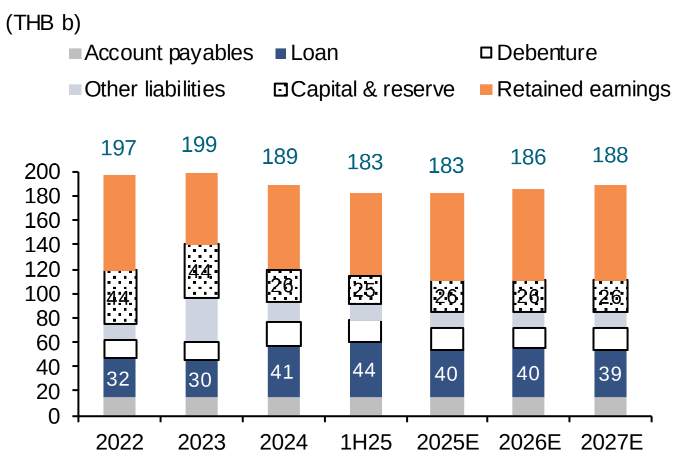
เราคาดว่า Capex ในปี 2026 อาจเพิ่มขึ้นจากปี 2025 แต่ยังอยู่ในกรอบ 1.1-1.3 หมื่นล้านบาท หรือ 8-9% ของรายได้

Exhibit 11: Assets



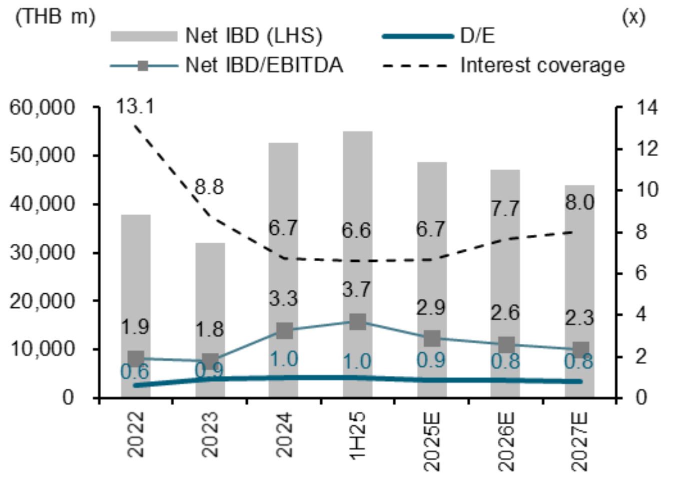
Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 12: Liabilities & equities



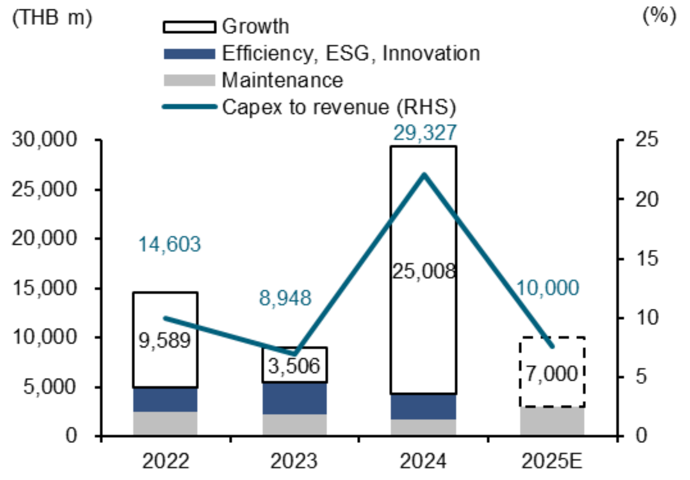
Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 13: Capital structure



Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 14: CAPEX



Sources: SCGP

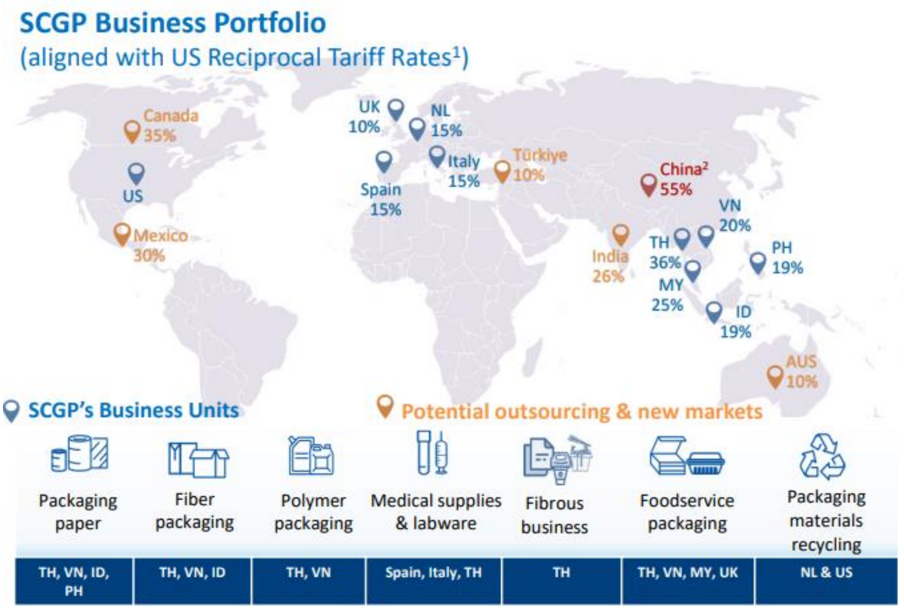
เตรียมรับมือกับผลกระทบของมาตรการภาษีการค้าของสหรัฐได้ดี

ประเด็นผลกระทบจากภาษีการค้าของสหรัฐที่มีผลบังคับใช้เมื่อเดือน ส.ค. 2025 ไม่น่ากังวลเนื่องจากสินค้าที่บริษัทส่งออกโดยตรงไปยังสหรัฐมีสัดส่วนเพียง 4%-5% ของรายได้ทั้งหมด และปัจจุบันยังไม่เห็นผลกระทบที่มีนัยสำคัญ

ส่วนประเด็นผลกระทบจากสินค้าของจีนที่อาจทะลักเข้ามาในไทยมากขึ้นหากไม่สามารถส่งออกไปยังสหรัฐได้นั้น เกิดผลกระทบได้ทั้งบวกและลบ กรณีบวกคือหากผู้ผลิตจีนย้ายฐานการผลิตสินค้าต่างๆ มายังอาเซียน SCGP จะสามารถ supply บรรจุภัณฑ์ทั้งกระดาษและพลาสติกให้กับโรงงานของจีนที่ย้ายเข้ามา กรณีลบคือหากผู้ผลิตของจีนย้ายฐานการผลิตมาทั้ง supply chain การแข่งขันอาจรุนแรงขึ้น

อย่างไรก็ตาม การตั้งโรงงานผลิตบรรจุภัณฑ์ มักใช้เวลาราว 18+ เดือน บริษัทมีเวลาปรับตัวซึ่งปัจจุบันได้เริ่มทำไปแล้วคือการสร้างความได้เปรียบเชิงโครงสร้างในระยะยาวกลางถึงยาว โดยการผลิตครบวงจรและการออกแบบเฉพาะให้กับลูกค้า รวมไปถึงการปรับพอร์ตจาก mass market สู่ value-added และ solution-based packaging มากขึ้น รวมถึงการกระจายตลาดและตัวสินค้าสู่บรรจุภัณฑ์กลุ่ม Healthcare ซึ่งมีมาตรฐานสูงและมีมาร์จิ้นสูง เราเชื่อว่า SCGP จะสามารถรับมือกับการแข่งขันที่จะสูงขึ้นในอนาคตและยังรักษาความเป็นผู้นำในตลาดอาเซียนได้

Exhibit 15: SCGP's global business footprint



Source: SCGP

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2026-27 ลงท่ามกลางความเสี่ยงโลก

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2026-27 ลง 6.8% และ 4.5% ตามลำดับ เป็น 5.4 พันล้านบาท (+33.6% y-y) ในปี 2026 และ 5.8 พันล้านบาท (+7.7% y-y) ในปี 2027 จากการปรับลดรายได้จากการขาย แต่ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้น และยังปรับลดค่าใช้จ่ายขายและบริหาร และดอกเบี้ยจ่าย

- เราปรับประมาณการรายได้ปี 2026-27 ลง 8%-9% จากการปรับลดปริมาณการขายของทุกกลุ่มผลิตภัณฑ์ ทั้ง Integrate packaging business, Fibrous chain และ Recycling business จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะอาเซียนที่เป็นตลาดหลักของบริษัท ช้ากว่าคาดจากผลกระทบของภาษีการค้า และความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้เศรษฐกิจโลกจะเติบโตในอัตราชะลอแต่ภูมิภาคอาเซียนยังคงเป็นหนึ่งในภูมิภาคที่เติบโตเร็วที่สุดในโลก รายได้ปี 2026 ที่เราปรับลงยังเติบโต 7.4% y-y เป็น 1.41 แสนล้านบาท และรายได้ปี 2027 คาดโตต่อเนื่อง 5.6% y-y เป็น 1.49 แสนล้านบาท การเติบโตหลักจะยังมาจากกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวกับสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer products) หรือผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ ซึ่งได้แก่ Fiber packaging, Polymer packaging, Food packaging รวมถึง Healthcare supplies ซึ่งมีมาร์จิ้นสูง และมาจากการขยายตลาด ตลาดอาเซียนรวมถึงไทยมีสัดส่วน 78% ของรายได้ในงวด 1H25 โดยมีเวียดนามเป็นตลาดที่เติบโตเร็ว อินโดนีเซียเป็นตลาดที่มีประชากรจำนวนมาก บริษัทยังคงเน้นขยายในตลาดดังกล่าว ส่วนตลาดไทย แม้ว่าเป็นตลาดเติบโตช้าแต่มีความยืดหยุ่น

- เราปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นปี 2026-27 ขึ้นเล็กน้อยเป็น 17.8% และ 18.1% จากประมาณการเดิม 17.3% และ 17.5% ตามลำดับ จากต้นทุนกระดาษรีไซเคิล (RCP) ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก มีราคาปรับขึ้นช้า ผสมกับความพยายามจัดหา RCP ในประเทศซึ่งถูกกว่าการนำเข้า ทั้งนี้ อัตรากำไรขั้นต้น 18.1% ใน 1H25 ก็ดีกว่าที่เราคาด

- ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา (4Q24-2Q25) อยู่ที่เฉลี่ย 3.9 พันล้านบาทต่อไตรมาส ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 4.0 พันล้านบาทต่อไตรมาสในปี 2024 อยู่เล็กน้อย แต่ถือว่าควบคุมได้ดีและดีกว่าประมาณการเดิมของเรา เราจึงปรับลดประมาณการค่าใช้จ่ายดังกล่าวลง

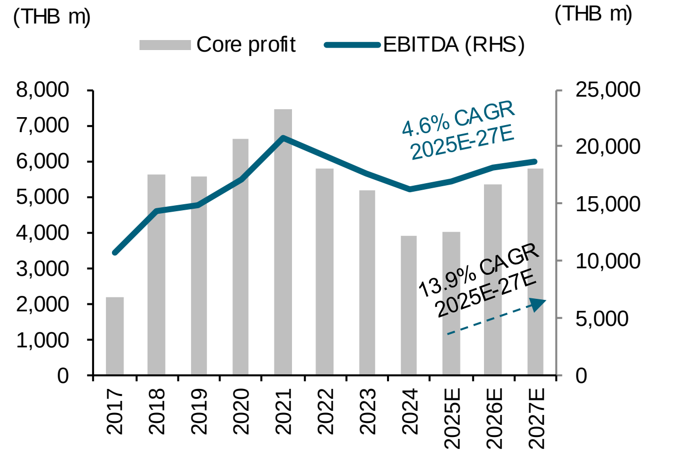
- เราปรับลดคาดการณ์ดอกเบี้ยจ่ายปี 2026-27 ลง 11%-15% จากการปรับโครงสร้างทางการเงินของ Fajar ที่อินโดนีเซีย จะทำให้ลดดอกเบี้ยจ่ายไปได้ประมาณ 320 บาทต่อปี ประกอบกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่มีทิศทางขาลง เป็นประโยชน์ต่อ SCGP เพราะ 61% ของหนี้ทั้งหมด อิงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลอยตัว

Exhibit 16: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
Total revenue	131,565	141,359	149,306	145,405	155,392	162,527	(9.5)	(9.0)	(8.1)
Integrated packaging chain	96,764	105,038	111,462	108,588	116,817	122,180	(10.9)	(10.1)	(8.8)
Fibrous chain	26,801	27,900	29,255	28,313	29,817	31,326	(5.3)	(6.4)	(6.6)
Recycling business and others	8,000	8,421	8,590	8,504	8,759	9,022	(5.9)	(3.9)	(4.8)
Gross profit	22,637	25,153	27,060	24,099	26,870	28,385	(6.1)	(6.4)	(4.7)
SG&A	(15,788)	(16,822)	(18,215)	(17,303)	(18,336)	(19,666)	(8.8)	(8.3)	(7.4)
EBITDA	16,909	18,223	18,701	18,611	20,365	20,509	(9.1)	(10.5)	(8.8)
Interest expense	(2,530)	(2,375)	(2,335)	(3,196)	(2,804)	(2,609)	(20.8)	(15.3)	(10.5)
Core profit	4,009	5,358	5,771	4,005	5,749	6,043	0.1	(6.8)	(4.5)
Key ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Blended gross margin	17.2	17.8	18.1	16.6	17.3	17.5	0.6	0.5	0.7
Integrated packaging chain	17.8	18.4	18.6	17.0	18.0	18.0	0.8	0.4	0.6
Fibrous chain	13.6	14.2	15.0	13.2	13.1	13.9	0.3	1.1	1.1
Recycling business and others	22.2	22.2	22.5	22.2	22.2	22.5	0.0	0.0	0.0
SG&A to sales	12.0	11.9	12.2	11.9	11.8	12.1	0.1	0.1	0.1
EBITDA margin	12.9	12.9	12.5	12.8	13.1	12.6	0.1	(0.2)	(0.1)
Core profit margin	3.8	3.9	4.1	3.7	3.7	4.0	0.1	0.1	0.1
Sales volume	(m ton)	(m ton)	(m ton)	(m ton)	(m ton)	(m ton)	(%)	(%)	(%)
Packaging paper	3.74	3.94	4.02	3.86	4.03	4.07	(3.1)	(2.3)	(1.2)
Fiber packaging	1.00	1.03	1.06	1.04	1.06	1.08	(3.5)	(2.7)	(2.0)
Fibrous	0.64	0.66	0.67	0.67	0.68	0.70	(4.5)	(3.7)	(3.8)
EBITDA margin	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Packaging paper	15.5	15.8	16.4	14.0	14.9	15.8	1.5	1.0	0.6
Fiber packaging	12.4	14.6	15.6	11.5	13.6	14.3	0.9	1.0	1.3

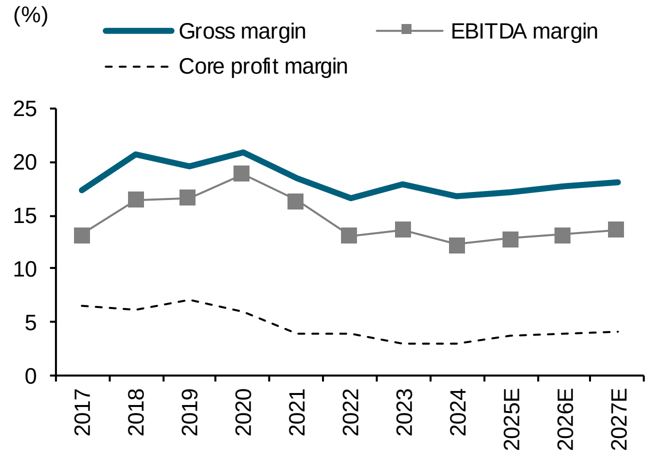
Source: FSSIA estimates

Exhibit 17 EBITDA and core profit



Sources: SCGP, FSSIA estimates

Exhibit 18: Margins



Sources: SCGP, FSSIA estimates

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2026 ที่ 24 บาท อิง DCF (10.0% WACC, 2.0% LTG) ลดลงจากเป้าหมายปี 2025 สะท้อนการเติบโตของปริมาณการขายที่ช้ากว่าที่เคยประเมิน ซึ่งทำให้การปรับขึ้นราคาขายทำได้ไม่ง่ายนัก แม้ว่าจะถูกชดเชยบางส่วนจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่ลดลงจากการควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพก็ตาม

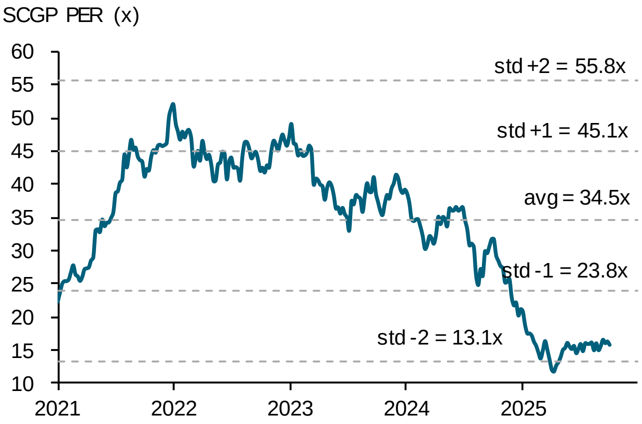
ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น 2026E EV/EBITDA 9.6x (-0.7 SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) และ 2026E P/BV เพียง 1.3x เรายังคงคำแนะนำซื้อ และชอบ SCGP จากความเป็นผู้นำในตลาดในประเทศและอาเซียน ความสามารถในการปรับตัวเร็วสอดคล้องกับสถานการณ์ตลาดและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป บริหารจัดการความเสี่ยงได้ดี และมีวินัยทางการเงิน

Exhibit 19: DCF valuation

Cost of equity assumption	(%)	Cost of debt assumption	(%)
Risk free rate	3.0	Pre-tax cost of debt	4.4
Market risk premium	8.5	Tax rate	20.0
Stock beta	1.2		
Cost of equity, Ke	11.7	Cost of debt, Kd	3.5
Weight applied	54.5	Weight applied	45.5
WACC	10.0		
Terminal growth	2.00		
	(THB m)		
Sum of PV of FCF	29,930		
PV of Terminal value	115,246		
Enterprise value	145,117		
Interest-bearing debt	57,195		
Cash	(13,002)		
Investments	1,407		
Minorities	206		
Equity value	102,596		
No. of shares	4,293		
Equity value per share	**24**		

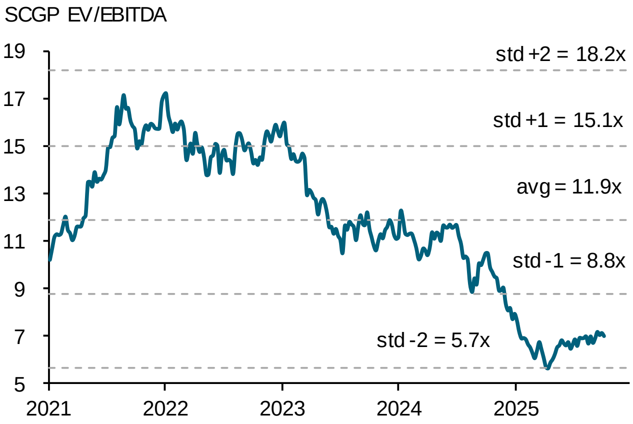
Source: FSSIA estimates

Exhibit 20: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 21: One-year rolling forward EV/EBITDA band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

การวิเคราะห์ ESG ของ SCGP

บริษัทเอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) หรือ SCGP เป็นผู้นำในธุรกิจบรรจุภัณฑ์ครบวงจรในภูมิภาคอาเซียน โดยมีโมเดลธุรกิจที่ครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ทั้งกระดาษบรรจุภัณฑ์ เยื่อและกระดาษ ไปจนถึงธุรกิจรีไซเคิล จุดแข็งที่สำคัญของ SCGP คือการบูรณาการ Environmental, Social, and Governance (ESG) เข้าไว้ในกลยุทธ์หลัก เพื่อสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนทั้งเชิงเศรษฐกิจและสังคม

1. ด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental)

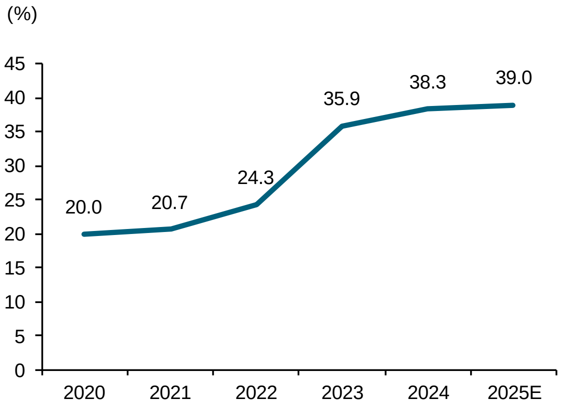
SCGP มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 25% ภายในปี 2573 และมุ่งสู่การเป็น Net Zero ภายในปี 2593 ปัจจุบันบริษัทสามารถลดการปล่อยได้แล้ว 17.5% จากปีฐาน 2563 การดำเนินการนี้สอดคล้องกับมาตรฐานสากลและช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือในตลาดโลก

นอกจากนี้ SCGP ยังเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทางเลือก เช่น ชีวมวล ก๊าซชีวภาพ และโซลาร์เซลล์ เป็น 38.3% ในงวด 1H25 จาก 20.0% ในปี 2020 และตั้งเป้าเพิ่มเป็น 39.0% สิ้นปี 2568 อีกทั้งยังดำเนินโครงการ Carbon Footprint of Products (CFP) ครอบคลุมแล้วกว่า 50% ของผลิตภัณฑ์และกระบวนการผลิต (169 ผลิตภัณฑ์ 16 กระบวนการ) และตั้งเป้าจะครอบคลุมครบทั้งหมดภายในสิ้นปี 2025

ในเชิงนวัตกรรม บริษัทพัฒนา G-Technology ซึ่งใช้วัตถุดิบกระดาษน้อยลงแต่ยังคงคุณสมบัติการใช้งาน ช่วยลดการตัดไม้และลดคาร์บอนฟุตพริ้นท์ได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงการพัฒนาบรรจุภัณฑ์จาก monomaterial ที่สามารถรีไซเคิลได้ง่าย เช่น Fest Redi Pak และ mono-material spout pouch

สิ่งเหล่านี้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจหมุนเวียน (Circular Economy) อย่างเป็นรูปธรรม

Exhibit 22: Alternative fuel as % of total fuel sources



Source: SCGP

Exhibit 23: Sustainability ratings and rewards

No.	Agency	Scale (best to worst)	Latest update
1	S&P Global	100 - 0	**87/100 Score²** **Top 1%** S&P Global ESG score in Containers & Packaging sector 2024 (Sep 2024)
2	CDP	A - F	Climate change 2023: **A-** in the Light manufacturing (Jan 2024)
3	ecovadis	Platinum - Bronze	**Platinum 89/100** (May 2025)
4	SET AAA ESG Ratings 2024	AAA - BBB	Rating at **'AAA'** (Dec 2024)
5	carbon neutral network	Gold - Bronze	**Gold rating at excellence level** in 2023-2024 (Sep 2024)
6	FTSE RUSSELL An LSEG Business	5 - 0	Rating score increased to **4.1 score** (Jun 2025)
7	MSCI	AAA - CCC	Rating at **'A'** (Dec 2024)
8	SUSTAINALYTICS	Negligible - Severe	**Low Risk** (May 2025)

1-5 are active ratings, 6-8 are passive ratings

Source: SCGP

2. ด้านสิ่งแวดล้อม (Social)

SCGP ให้ความสำคัญกับสิทธิมนุษยชนและความปลอดภัยของพนักงาน โดยพนักงาน 100% ผ่านการอบรม Ethics & Human Rights และมีอัตราการเกิดอุบัติเหตุจนต้องหยุดงานเพียง 0.289 กรณีต่อหนึ่งล้านชั่วโมงการทำงาน ณ สิ้นปี 2024 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอย่างมาก

ในระดับชุมชน บริษัทดำเนินโครงการ "SCGP ชุมชน LIKE (ไร้) ขยะ" และ Banpong Model ซึ่งสร้างระบบการจัดการขยะชุมชนครบวงจร และสามารถขยายผลครอบคลุมแล้วกว่า 183 ชุมชน พร้อมสร้างรายได้กว่า 27 ล้านบาทให้แก่ชุมชนท้องถิ่นในปี 2024 นอกจากนี้ยังสนับสนุนทุนการศึกษาและศูนย์เรียนรู้อาชีพกว่า 80 แห่ง เพื่อเสริมสร้างศักยภาพและคุณภาพชีวิตของประชาชนโดยรอบ

ด้านการพัฒนาพนักงาน SCGP นำแนวคิด Learning Framework 70:20:10 และ Boost Up Program มาใช้ควบคู่กับ AI chatbot ที่ช่วยจัดการความรู้และฝึกอบรมภายในองค์กร ทำให้บุคลากรสามารถพัฒนาได้อย่างต่อเนื่องและสอดคล้องกับทักษะที่ตลาดต้องการ

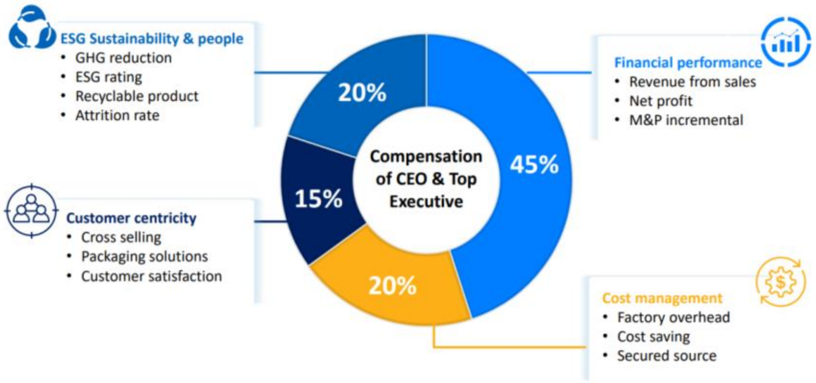
3. ด้านธรรมาภิบาล (Governance)

บริษัทมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่โปร่งใส โดยได้รับการประเมินในระดับ "ดีเลิศ" และผ่านการรับรองจากโครงการ CAC (Collective Action Against Corruption) กลไกการตรวจสอบและช่องทางร้องเรียนมีความชัดเจน โดยในปี 2567 มีการรับเรื่องร้องเรียน 12 กรณี และได้รับการแก้ไขครบถ้วนทั้งหมด

ที่สำคัญ SCGP ผูก KPI ของผู้บริหารเข้ากับ ESG โดยกำหนดให้น้ำหนักด้าน ESG & People คิดเป็น 20% ของค่าตอบแทนผู้บริหารระดับสูง ซึ่งสะท้อนการผูกโยงผลลัพธ์ทางธุรกิจกับความยั่งยืนอย่างแท้จริง อีกทั้งบริษัทยังได้รับการยอมรับจากหลายสถาบัน เช่น

- S&P Global ESG score: 87/100 (Top 1% ของอุตสาหกรรม)
- EcoVadis: Platinum (99th percentile)
- MSCI: A และ SET ESG Ratings: AAA

Exhibit 24: KPI matrix for the company and management



Source: SCGP

บทสรุป

จากข้อมูลเชิงปฏิบัติและการจัดอันดับ ESG ที่ปรากฏ SCGP ได้พิสูจน์ว่า ESG ไม่ใช่เพียงกรอบการรายงานเพื่อสร้างภาพลักษณ์ แต่เป็นยุทธศาสตร์หลักที่บูรณาการเข้ากับธุรกิจ ทั้งในเชิงกระบวนการผลิต นวัตกรรมสินค้า การบริหารคน และการกำกับดูแลองค์กร การลงทุนในพลังงานสะอาดและนวัตกรรมบรรจุภัณฑ์ช่วยลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อมและเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน ขณะที่โครงการชุมชนและการพัฒนาพนักงานสะท้อนถึงการสร้างคุณค่าให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม

แม้บริษัทเผชิญแรงกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์และการแข่งขันรุนแรงจากผู้ผลิตจีน แต่การมีฐานธุรกิจที่บูรณาการกับ Circular Economy และได้รับการยอมรับจากมาตรฐาน ESG ระดับโลก ทำให้ SCGP อยู่ในตำแหน่งที่แข็งแกร่งและสามารถรักษาการเติบโตระยะยาวได้อย่างยั่งยืน

ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

SCGP ใช้ กระดาษรีไซเคิล (RCP) และเยื่อกระดาษเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตบรรจุภัณฑ์ ซึ่งราคามีความผันผวนตามอุปสงค์–อุปทานโลก ตลอดจนต้นทุนพลังงานและโลจิสติกส์ ความผันผวนดังกล่าวส่งผลโดยตรงต่อต้นทุนการผลิตและอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัท แม้ SCGP จะมีการกระจายแหล่งจัดหาและบริหารสต็อก แต่ก็ไม่สามารถควบคุมปัจจัยภายนอกได้อย่างสมบูรณ์

ความเสี่ยงด้านการแข่งขันในอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์มีการแข่งขันสูง ทั้งจากผู้เล่นในประเทศและต่างประเทศ โดยเฉพาะในอินโดนีเซียและเวียดนามที่มีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ภาวะอุปทานล้นตลาดอาจนำไปสู่การแข่งขันด้านราคาที่รุนแรง ซึ่งกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของ SCGP

ความเสี่ยงจากการขยายการลงทุนและการควบรวมกิจการ (M&P)

SCGP มีการขยายธุรกิจผ่านการซื้อกิจการและการร่วมลงทุนในหลายประเทศ ความเสี่ยงสำคัญคือ การบูรณาการ (integration risk) ซึ่งหากไม่สามารถผสานระบบการผลิต วัฒนธรรมองค์กร และการดำเนินงานได้อย่างราบรื่น อาจกระทบต่อประสิทธิภาพและความคุ้มค่าของการลงทุน

ความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจมหภาคและตลาดส่งออก

SCGP มีการกระจายตลาดไปยังหลายประเทศ เช่น จีน ยุโรป และสหรัฐฯ ความผันผวนทางเศรษฐกิจในตลาดเหล่านี้ เช่น การล็อกดาวน์ในจีน หรือการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก อาจทำให้ความต้องการบรรจุภัณฑ์ลดลง ส่งผลต่อรายได้และการเติบโตของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและต้นทุนทางการเงิน

การที่ SCGP มีรายได้และค่าใช้จ่ายจากหลายสกุลเงิน ทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน แม้จะมีการใช้เครื่องมือทางการเงิน (hedging) มาบริหารจัดการ นอกจากนี้ การกู้ยืมเพื่อขยายการลงทุนยังทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากดอกเบี้ยที่ผันผวน ซึ่งอาจเพิ่มภาระต้นทุนทางการเงิน

Financial Statements

SCG Packaging

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	129,398	132,784	131,565	141,359	149,306
Cost of goods sold	(106,274)	(110,381)	(108,927)	(116,205)	(122,246)
Gross profit	**23,124**	**22,403**	**22,637**	**25,153**	**27,060**
Other operating income	1,043	995	1,061	903	880
Operating costs	(15,684)	(16,318)	(15,788)	(16,822)	(18,215)
Operating EBITDA	**17,689**	**16,338**	**16,909**	**18,223**	**18,701**
Depreciation	(9,206)	(9,259)	(8,998)	(8,988)	(8,977)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**8,483**	**7,079**	**7,911**	**9,235**	**9,724**
Net financing costs	(2,020)	(2,429)	(2,530)	(2,375)	(2,335)
Associates	39	113	81	75	81
Recurring non-operating income	39	113	81	75	81
Non-recurring items	80	(211)	0	0	0
Profit before tax	**6,582**	**4,552**	**5,462**	**6,936**	**7,470**
Tax	(1,153)	(825)	(1,076)	(1,372)	(1,478)
Profit after tax	**5,429**	**3,727**	**4,386**	**5,564**	**5,992**
Minority interests	(180)	(28)	(377)	(206)	(222)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	**5,248**	**3,699**	**4,009**	**5,358**	**5,771**
Non-recurring items & goodwill (net)	**(80)**	**211**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**5,169**	**3,910**	**4,009**	**5,358**	**5,771**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.20	0.91	0.93	1.25	1.34
Reported EPS	1.22	0.86	0.93	1.25	1.34
DPS	0.55	0.78	0.50	0.62	0.67
Diluted shares (used to calculate per share data)	4,293	4,293	4,293	4,293	4,293
Growth					
Revenue (%)	(11.4)	2.6	(0.9)	7.4	5.6
Operating EBITDA (%)	(8.1)	(7.6)	3.5	7.8	2.6
Operating EBIT (%)	(11.3)	(16.6)	11.8	16.7	5.3
Recurring EPS (%)	(8.6)	(24.3)	2.5	33.6	7.7
Reported EPS (%)	(9.5)	(29.5)	8.4	33.6	7.7
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	17.9	16.9	17.2	17.8	18.1
Gross margin exc. depreciation (%)	25.0	23.8	24.0	24.2	24.1
Operating EBITDA margin (%)	13.7	12.3	12.9	12.9	12.5
Operating EBIT margin (%)	6.6	5.3	6.0	6.5	6.5
Net margin (%)	4.0	2.9	3.0	3.8	3.9
Effective tax rate (%)	17.5	18.1	19.7	19.8	19.8
Dividend payout on recurring profit (%)	45.7	85.1	54.0	50.0	50.0
Interest cover (X)	4.2	3.0	3.2	3.9	4.2
Inventory days	80.0	69.1	66.9	61.4	58.9
Debtor days	64.7	63.5	65.2	61.2	58.3
Creditor days	54.7	55.0	55.1	49.8	47.9
Operating ROIC (%)	6.0	5.4	5.6	6.5	(1.7)
ROIC (%)	4.4	3.9	4.1	4.8	(1.3)
ROE (%)	5.9	5.1	5.1	6.6	6.9
ROA (%)	3.5	3.0	3.4	4.0	3.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Integrated packaging chain	97,044	99,694	96,764	105,038	111,462
Fibrous chain	24,894	25,321	26,801	27,900	29,255
Recycling business and others	7,459	7,769	8,000	8,421	8,590

Sources: SCG Packaging; FSSIA estimates

Financial Statements
SCG Packaging

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	5,169	3,910	4,009	5,358	5,771
Depreciation	9,206	9,259	8,998	8,988	8,977
Associates & minorities	(39)	(113)	(81)	(75)	(81)
Other non-cash items	3,182	3,170	(8,202)	(898)	(847)
Change in working capital	3,965	(2,471)	(280)	(1,017)	759
Cash flow from operations	**21,482**	**13,754**	**4,444**	**12,355**	**14,579**
Capex - maintenance	0	0	-	0	0
Capex - new investment	(14,271)	(1,093)	(147)	(99)	(447)
Net acquisitions & disposals	830	41	(5,700)	(5,700)	(5,700)
Other investments (net)	381	542	3,138	(100)	(81)
Cash flow from investing	**(13,060)**	**(510)**	**(2,709)**	**(5,898)**	**(6,227)**
Dividends paid	(3,286)	(3,329)	(2,165)	(2,679)	(2,885)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(3,012)	15,796	1,336	(106)	(548)
Other financing cash flows	(2,068)	(25,649)	(2,530)	(2,375)	(2,335)
Cash flow from financing	**(8,366)**	**(13,181)**	**(3,359)**	**(5,160)**	**(5,769)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	4,780	0	1,046	0	0
Net other adjustments	**4,780**	**(4,961)**	**1,046**	**0**	**0**
Movement in cash	**4,836**	**(4,899)**	**(577)**	**1,297**	**2,582**
Free cash flow to firm (FCFF)	10,441.88	15,672.35	4,265.12	8,831.52	10,686.28
Free cash flow to equity (FCFE)	8,122.43	(1,570.25)	1,587.41	3,975.79	5,467.80
Per share (THB)					
FCFF per share	2.43	3.65	0.99	2.06	2.49
FCFE per share	1.89	(0.37)	0.37	0.93	1.27
Recurring cash flow per share	4.08	3.78	1.10	3.11	3.22

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	217,496	220,104	222,852	228,601	234,349
Less: Accumulated depreciation	(123,216)	(129,091)	(134,965)	(140,839)	(146,713)
Tangible fixed assets (net)	**94,279**	**91,014**	**87,888**	**87,762**	**87,636**
Intangible fixed assets (net)	**39,425**	**37,340**	**37,294**	**37,452**	**37,952**
Long-term financial assets	1,534	1,229	1,222	1,253	1,238
Invest. in associates & subsidiaries	1,063	1,193	1,340	1,407	1,480
Cash & equivalents	17,181	12,282	11,705	13,002	15,584
A/C receivable	22,648	23,551	23,429	24,012	23,725
Inventories	19,253	19,027	17,607	18,466	18,086
Other current assets	1,191	443	307	330	349
Current assets	**60,272**	**55,304**	**53,049**	**55,809**	**57,744**
Other assets	1,988	2,500	2,346	2,379	2,363
Total assets	**198,561**	**188,580**	**183,140**	**186,062**	**188,413**
Common equity	77,322	76,678	79,523	82,202	85,087
Minorities etc.	25,127	18,608	18,985	19,191	19,412
Total shareholders' equity	**102,449**	**95,287**	**98,507**	**101,392**	**104,499**
Long term debt	18,027	25,320	27,267	27,012	26,806
Other long-term liabilities	11,694	11,370	11,120	10,823	10,491
Long-term liabilities	**29,721**	**36,690**	**38,387**	**37,836**	**37,297**
A/C payable	14,808	15,678	14,474	14,804	14,904
Short term debt	27,328	35,863	29,997	30,183	29,909
Other current liabilities	24,254	5,062	1,775	1,847	1,804
Current liabilities	**66,390**	**56,603**	**46,245**	**46,834**	**46,617**
Total liabilities and shareholders' equity	**198,561**	**188,580**	**183,140**	**186,062**	**188,413**
Net working capital	4,029	22,281	25,096	26,156	25,452
Invested capital	142,318	155,557	155,186	156,409	156,121

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Book value per share	18.01	17.86	18.52	19.15	19.82
Tangible book value per share	8.83	9.16	9.84	10.42	10.98
Financial strength					
Net debt/equity (%)	27.5	51.3	46.2	43.6	39.4
Net debt/total assets (%)	14.2	25.9	24.9	23.8	21.8
Current ratio (x)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
CF interest cover (x)	12.1	0.8	1.7	2.7	3.5

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	**15.4**	**20.3**	**19.8**	**14.8**	**13.8**
Recurring P/E @ target price (x) *	**19.9**	**26.3**	**25.7**	**19.2**	**17.9**
Reported P/E (x)	15.1	21.5	19.8	14.8	13.8
Dividend yield (%)	3.0	4.2	2.7	3.4	3.6
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
Price/tangible book (x)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x) **	7.5	9.0	8.5	7.8	7.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	8.8	10.4	9.9	9.1	8.7
EV/invested capital (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: SCG Packaging; FSSIA estimates

SCG Packaging PCL (SCGP TB)

FSSIA ESG rating

★★★★

78.40 /100

Exhibit 25: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★	**>59-79**	**A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.**
★★★	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Source: FSSIA estimates

Exhibit 26: ESG – peer comparison

	FSSIA	------------------ Domestic ratings -----------------------					-------------------------------- Global ratings ------------------------						--- Bloomberg ---	
	ESG score	DJSI	SET ESG	SET ESG Rating	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	67.71	5.69	4.38	4.05	4.77	4.43	4.02	Medium	57.34	BBB	22.70	60.82	67.31	1.19	35.34
Coverage	66.17	5.16	4.33	3.94	4.81	4.43	3.83	Medium	56.41	BBB	18.92	59.20	65.82	1.38	35.46
PSL	64.43	--	Y	A	5.00	5.00	Certified	Low	67.46	BBB	--	70.85	57.00	--	--
SCGP	78.40	Y	Y	AAA	5.00	5.00	Certified	Low	64.95	BBB	--	75.23	87.00	--	--
TTA	45.11	--	Y	AA	5.00	5.00	--	Low	--	--	--	53.87	27.00	--	--

Sources: SETTRADE.com; FSSIA's compilation

Exhibit 27: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
ESG financial materiality scores - ESG score	**—**	**3.56**	**6.41**	**—**
BESG environmental pillar score	—	3.33	7.37	—
BESG social pillar score	—	1.90	8.93	—
BESG governance pillar score	—	4.53	4.53	—
ESG disclosure score	**28.79**	**71.10**	**79.40**	**—**
Environmental disclosure score	0.00	67.53	87.71	—
Social disclosure score	3.14	56.41	60.58	—
Governance disclosure score	83.02	89.28	89.86	—
Environmental				
Emissions reduction initiatives	No	Yes	Yes	Yes
Climate change policy	No	Yes	Yes	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	Yes
Risks of climate change discussed	No	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	—	4,366	3,778	3,448
GHG scope 2 location-based	—	508	632	586
GHG Scope 3	—	2,167	1,459	2,096
Carbon per unit of production	—	—	1	1
Biodiversity policy	No	Yes	Yes	Yes
Energy efficiency policy	No	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	—	17,964	16,778	16,417
Renewable energy use	—	3,742	4,083	4,667
Electricity used	—	738	0	919
Fuel used - natural gas	—	—	146,676	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 28: ESG score by Bloomberg *(cont.)*

FY ending Dec 31	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No
Waste reduction policy	No	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	64	48	88
Total waste	—	1,553	1,515	1,446
Waste recycled	—	1,520	1,429	1,279
Waste sent to landfills	—	18	12	8
Environmental supply chain management	No	Yes	Yes	Yes
Water policy	No	Yes	Yes	Yes
Water consumption	—	—	—	—
Social				
Human rights policy	No	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	No	Yes	Yes	Yes
Quality assurance and recall policy	No	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	No	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	No	Yes	Yes	No
Gender pay gap breakout	No	Yes	Yes	Yes
Pct women in workforce	18	18	22	32
Pct disabled in workforce	—	0	0	0
Business ethics policy	No	Yes	Yes	No
Anti-bribery ethics policy	No	Yes	Yes	No
Health and safety policy	No	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	—	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	—	0	0	0
Training policy	No	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	No	No	No	No
Number of employees – CSR	—	23,341	22,289	21,882
Employee turnover pct	—	5	6	6
Total hours spent by firm - employee training	—	46,682	334,335	306,348
Social supply chain management	No	Yes	Yes	Yes
Governance				
Board size	**12**	**12**	**12**	**12**
No. of independent directors (ID)	**7**	**8**	**8**	**8**
No. of women on board	2	3	3	3
No. of non-executive directors on board	11	11	11	11
Company conducts board evaluations	No	No	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	10	8	9	8
Board meeting attendance pct	100	100	99	100
Board duration (years)	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No
Age of the youngest director	51	52	53	54
Age of the oldest director	73	69	70	71
No. of executives / company managers	**8**	**7**	**8**	**8**
No. of female executives	1	0	1	1
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No
Size of audit committee	**3**	**3**	**3**	**3**
No. of ID on audit committee	3	3	3	3
Audit committee meetings	8	5	6	6
Audit meeting attendance %	100	100	100	100
Size of compensation committee	**3**	**3**	**3**	**3**
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2
No. of compensation committee meetings	4	7	6	7
Compensation meeting attendance %	100	100	100	100
Size of nomination committee	**3**	**3**	**3**	**3**
No. of nomination committee meetings	5	6	6	4
Nomination meeting attendance %	100	100	100	92
Sustainability governance				
Verification type	No	Yes	Yes	Yes

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for **SETESG inclusion**, verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. **SETESG Index** is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). *(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)*	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. *(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)*	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. *Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. NEGL: 0-10; Low: 10-20; Medium: 20-30; High: 30-40; Severe: 40+
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.	

NEGL	Low	Medium	High	Severe
0-10	10-20	20-30	30-40	40+

Rating	Score	Category	Description
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities
AA	7.143-8.570		
A	5.714-7.142	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
BBB	4.286-5.713		
BB	2.857-4.285		
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
CCC	0.000-1.428		

ESG score	Methodology	
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.	
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.	
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

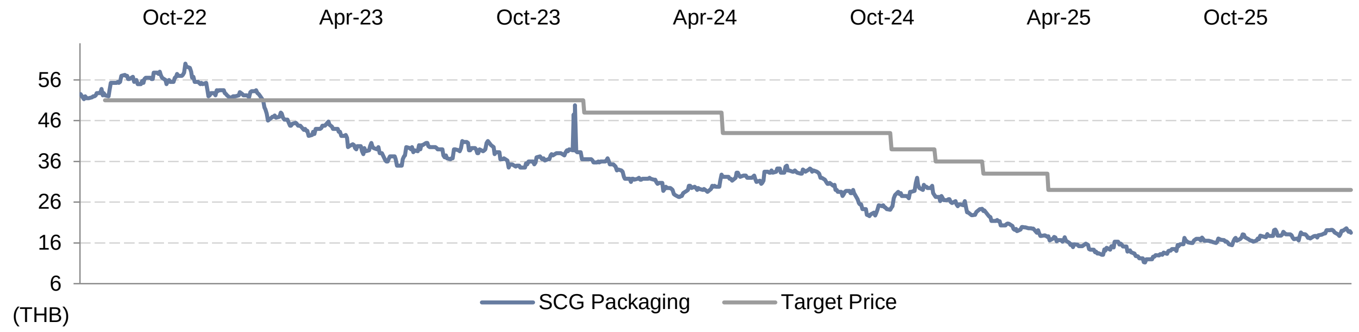
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

SCG Packaging (SCGP TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
27-Oct-2022	HOLD	51.00	02-Sep-2024	BUY	39.00	15-Jan-2025	BUY	29.00
13-Dec-2023	BUY	48.00	10-Oct-2024	BUY	36.00			
10-Apr-2024	BUY	43.00	20-Nov-2024	BUY	33.00			

Jitra Amornthum started covering this stock from 13-Dec-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
SCG Packaging	SCGP TB	THB 18.50	BUY	Downside risks to our DCF-based TP include 1) the slow demand for packaging; 2) the rising cost of recycled paper, other raw material, and energy; 3) the rising cost of funds; and 4) the fluctuation in foreign exchange currencies.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 03-Oct-2025 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.
HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.
REDUCE (R). The downside is 10% or more.
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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.
Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.
Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.