

# SCG Packaging (SCGP TB)

## แนวโน้มผลประกอบการจะฟื้นตัวดีขึ้น ต่อเนื่อง

### ราคาหุ้นลดลงมากเกินไป คงแนะนำ ซื้อ

เราคงแนะนำเป็น ซื้อ ราคาหุ้นมีอ็อปไซต์ 26% จากเป้าหมายเราที่ 49 บาท บนฐาน DCF (8%WACC, 3.2%G) โดยราคาหุ้นได้ลดลง 32%YTDจากต้นปี มี Valuation ที่น่าสนใจ ซื้อขาย EV/EBITDA 10.8 เท่า (-1.0SD) และ P/BV 1.6 เท่า (-2SD) สำหรับปี FY23E ในขณะที่ผลประกอบการ 2Q66 จะฟื้นตัวดีขึ้นต่อ และ คาด 2H66 จะดีกว่า 1H66 แนวโน้มระยะยาว คาดจะเติบโตต่อเนื่อง จากการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ และ กลยุทธ์โซลูชันบรรจุภัณฑ์ครบวงจร และ บรูณาการภายในห่วงโซ่คุณค่า

### คาดการณ์ 2Q66 จะฟื้นตัวดีขึ้น

SCGP จะประกาศผลประกอบการ 2Q66 ในวันที่ 25 ก.ค. นี้ เราคาดว่า 2Q66 จะฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนต่ออีก 19%QoQ สูงระดับ 1,450 ล้านบาท แรงหนุนจากต้นทุนที่ลดลง และ บรรจุภัณฑ์เกี่ยวกับภาชนะบรรจุภัณฑ์ในไทยและเวียดนามที่เติบโต แต่ยังคงลดลงจากปีก่อน 22%YoY เนื่องจากยอดขายยังไม่กลับสู่ระดับปกติ จากความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ (Packaging paper) ในจีนที่อ่อนแอ อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะดีขึ้นต่อ 18.0% จาก 17.6% ในไตรมาสก่อน และปีก่อน ได้แรงหนุนจากต้นทุนที่ลดลง คือ วัตถุดิบกระดาษรีไซเคิล ค่าระวางเรือและถ่านหิน

### ต้นทุนที่ลดลงจะช่วยหนุนผลประกอบการครึ่งปีหลัง

ต้นทุนวัตถุดิบ (สัดส่วน 50-55% ของต้นทุนการผลิต) กระดาษรีไซเคิล ใน 2Q66 ยังปรับลดลงต่อเนื่องเหลือ 161 เหรียญ/ตัน (-6%QoQ, -41%YoY) ในขณะที่ SCGP จะมี Lag ของต้นทุนวัตถุดิบประมาณ 3-6 เดือน ทำให้เฉลี่ยแล้ว 3Q66 จะรับรู้ต้นทุนใหม่ที่ถูกลง ส่วนต้นทุนถ่านหิน (สัดส่วน 7% ของต้นทุน) ได้ปรับลดลงต่อเนื่อง คือ ถ่านหิน IC13 จากอินโดนีเซีย ราคาใน 1Q66 เท่ากับ 100 เหรียญ/ตัน 2Q66 ลดลงเหลือ 85 เหรียญ/ตัน และ ปัจจุบันในเดือน ก.ค. ลดลงเหลือ 69 เหรียญ/ตัน นอกจากนี้ต้นทุนค่าระวางได้ปรับลดลง ผลบวกจากต้นทุนต่อต้นทุนของ SCGP และ ช่วยหนุนกำไรใน 2H66

### แนวโน้มดีมานต์ในครึ่งปีหลังคาดว่าจะดีขึ้น คงประมาณการ

เราคาดว่าแนวโน้มของดีมานต์ในครึ่งปีหลังของบรรจุภัณฑ์จะดีขึ้นจากครึ่งปีแรก โดยได้แรงหนุนจากความต้องการสินค้าบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้นจากภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องในไทย (สัดส่วน 42% ของยอดขาย) , ประเทศเวียดนาม (สัดส่วน 13% ของยอดขาย) ได้ลด VAT จาก 10% เหลือ 8% ในเดือน ก.ค. เพื่อกระตุ้นการบริโภค, ประเทศอินโดนีเซีย (สัดส่วน 15% ของยอดขาย) เข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น และ คาดจีน (สัดส่วน 11% ของยอดขาย) จะออกมาตรึงการกระตุ้นเศรษฐกิจ รวมถึงได้ประโยชน์จากต้นทุนกระดาษรีไซเคิล ค่าระวาง และ ต้นทุนถ่านหิน ที่ลดลง เราคงประมาณการ คาดกำไรปีปกตินี้ 6,596 ล้านบาท เติบโต 14%

| FYE Dec (THB m)             | FY21A   | FY22A   | FY23E   | FY24E   | FY25E   |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue                     | 124,223 | 146,068 | 157,404 | 172,944 | 190,035 |
| EBITDA                      | 20,300  | 19,369  | 20,919  | 22,465  | 23,950  |
| Core net profit             | 7,444   | 5,768   | 6,596   | 7,831   | 8,965   |
| Core EPS (THB)              | 1.73    | 1.34    | 1.54    | 1.82    | 2.09    |
| Core EPS growth (%)         | (13.3)  | (22.5)  | 14.4    | 18.7    | 14.5    |
| Net DPS (THB)               | 0.65    | 0.60    | 0.65    | 0.77    | 0.88    |
| Core P/E (x)                | 39.9    | 42.4    | 25.4    | 21.4    | 18.7    |
| P/BV (x)                    | 3.1     | 2.5     | 1.6     | 1.5     | 1.5     |
| Net dividend yield (%)      | 0.9     | 1.1     | 1.7     | 2.0     | 2.2     |
| ROAE (%)                    | 8.9     | 6.0     | 6.6     | 7.3     | 8.0     |
| ROAA (%)                    | 3.9     | 2.9     | 3.3     | 3.8     | 4.2     |
| EV/EBITDA (x)               | 17.7    | 15.9    | 10.8    | 9.9     | 9.1     |
| Net gearing (%) (incl per p | 29.9    | 30.8    | 24.0    | 19.2    | 14.2    |
| Consensus net profit        | -       | -       | 6,171   | 7,585   | 8,763   |
| MIBG vs. Consensus (%)      | -       | -       | 6.9     | 3.2     | 2.3     |

Surachai Pramualcharoenkit  
surachai.p@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 1470

# BUY

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| Share Price           | THB 39.00        |
| 12m Price Target      | THB 49.00 (+26%) |
| Previous Price Target | THB 49.00        |

### Company Description

Packaging solutions provider organized into two main operating divisions: integrated packaging chain and fibrous chain.

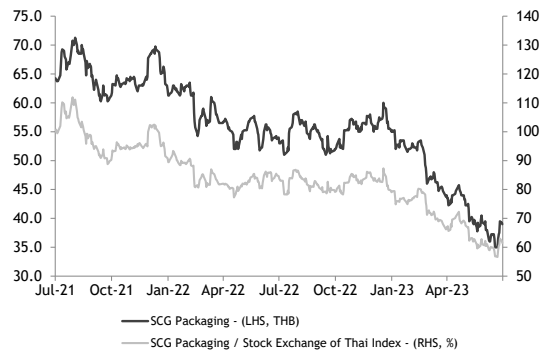
### Statistics

|                        |                      |
|------------------------|----------------------|
| 52w high/low (THB)     | 60.00/35.00          |
| 3m avg turnover (USDm) | 10.2                 |
| Free float (%)         | 26.4                 |
| Issued shares (m)      | 4,293                |
| Market capitalisation  | THB167.4B<br>USD4.9B |

### Major shareholders:

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Siam Cement PCL             | 72.1% |
| Thai NVDR                   | 4.3%  |
| South East Asia UK Nominees | 1.7%  |

### Price Performance



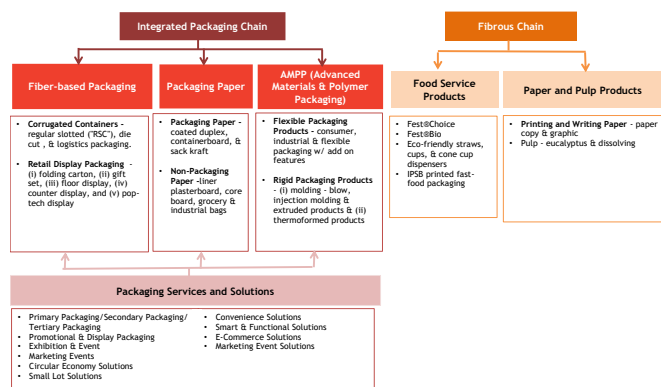
|                       | -1M | -3M  | -12M |
|-----------------------|-----|------|------|
| Absolute (%)          | (1) | (11) | (28) |
| Relative to index (%) | 1   | (8)  | (27) |

Source: FactSet

## Value Proposition

- SCGP is the packaging flagship of industrial conglomerate Siam Cement Group. The way packaging is evolving (driven by consumer needs and lifestyles) makes SCGP a strong complement to the group’s petrochemical division, bringing synergy via innovative packaging solutions that are cost-efficient (increased shelf life, provides convenience and creative presentations).
- The basic box products are mature but because of changing needs and methods of distribution, especially via e-commerce, growth is in the value-added segment and packaging solutions.
- Expansion will now focus on value-added products that will help manufacturers meet customers’ changing needs.
- Organic & inorganic growth will underpin our projected 20% pa growth in sales during FY20-22E. Further expansion will drive future growth.

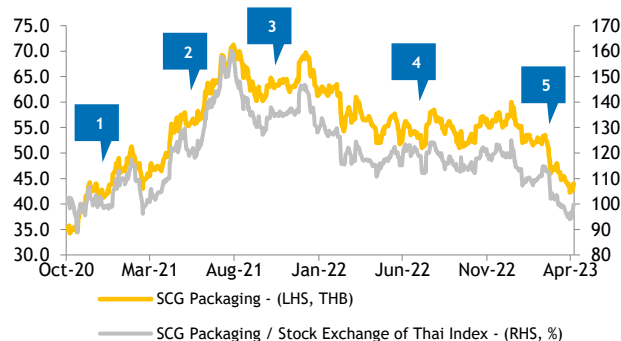
### Business model: vertical and horizontal integration



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



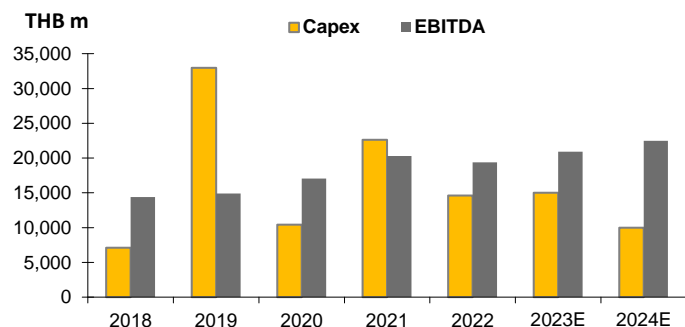
Source: Company, MST

- Share price catching up after announcement of two bolt-on acquisitions.
- Moved higher on favourable news of stable price trends, spread and acquisitions.
- Profit taking anticipating soft 3Q21 earnings.
- Lacking firm share price catalyst and concerns over rising energy costs.
- 4Q22 core earnings plunged and missed forecast, hit by a sharp decline in packaging paper prices.

## Financial Metrics

- We forecast EBITDA to climb to THB21b in FY23E from c. THB15b in FY19, sufficient for annual capex.
- Cumulative capex during 2022-23E is projected to reach THB29b, mostly for high-value products, such as packaging for FMCG applications.
- Financial position remains healthy with net debt to EBITDA of 2.0x in 2022 and net D/E of 0.31x in 2022.

### Capex funded by internal cash flow



Source: Company, MST

## Swing Factors

### Upside

- Higher margins from value-added products.
- New orders, especially in value-added.
- Strong economic activity, reflected in exports and consumption.
- Bolt-on acquisition at attractive valuation.

### Downside

- Rise in cost of recycled paper.
- Weak economic outlook, reflected in exports and consumption.
- Slow acquisition creates sentiment overhang.

|   |                        |
|---|------------------------|
| <b>Risk Rating &amp; Score<sup>1</sup></b>                      | 15.1 (Low risk - 6/39) |
| <b>Score Momentum<sup>2</sup></b>                               | -0.2                   |
| <b>Last Updated</b>   | 15 July 2023           |
| <b>Controversy Score<sup>3</sup></b><br>(Updated: 15 July 2023) | No Evidence            |

## Business Model & Industry Issues

- SCGP is the leader in the fully-integrated packaging chain in Southeast Asia. With a variety of innovative products and services, in conjunction with business operations with sustainable development, the company is committed to conducting business based on the Declaration of "Sustainable Development Goals" by formulating strategies and operating guidelines that balance economic, social and environmental aspects in order to ensure sustainable growth of businesses and all stakeholders.
- SCGP is committed to achieving 9 sustainable development goals. 1. Good health and well-being. 2. Gender equality 3. Water management and sanitation 4. Clean energy accessible to all 5. Decent employment and economic growth 6. Industry, innovation 7. Sustainable consumption and production plans 8. Climate change response 9. Utilisation of terrestrial ecosystems.
- SCGP was selected as Thailand Sustainability Investment (THSI) by the Stock Exchange of Thailand on October 4, 2021.

### Material E issues

- SCGP is committed to the preservation of the environment and natural resources. It values the use of resources and maintaining a sustainable ecological balance.
- SCGP uses recycled corrugated paper (OCC), accounting for 55% of the paper costs. Recycled OCC can yield 95-97% of pulp required to produce packaging paper.
- The Green Carton innovative product is made of OCC using less than 25 grams per sqm with the same strength as the thicker boxes. With the lighter weight, transport is cheaper.
- Power management. SCGP targets to reduce greenhouse gas emissions by 28% by 2030 and reduce energy consumption by 13% by 2025 compared to the 2007 base year. It received the Thailand Energy Awards 2019 for the wastewater treatment system in the Wangsala plant and was used to power turbines replacing 3.3m litres of fuel oil and replacing 4,500 tonnes per year of coal for the Siam Kraft paper mill. The company received carbon credit worth THB700,000 per year for a solar farm project.
- Water management. SCGP targets to reduce water use from the national water grid by 35% by 2025 from the 2014 level.
- Waste Management. SCGP targets to reduce the amount of waste to be disposed of per tonne of production by 92% by 2025 compared to the amount at the base year 2014.

### Material S issues

- Society Approach: SCGP operates business with morality and holds on to social responsibility while improving quality of life wherever the company does business.
- Community involvement: helps develop sustainable and self-sufficient communities and improve quality of life with all stakeholders' involvement such as career and income promotion programmes for local communities, water for agriculture management projects, a model community project based on the philosophy of circular economy, Ban Pong District.
- Human rights: Establish policies for the company to be a human rights model organisation, to support and promote the business supply chain, both directly and indirectly, to conduct business with respect to human rights.
- Employee care and development: Change the curriculum and learning styles to develop knowledge and skills that can support the change quickly both now and in the future.

### Key G metrics and issues

- Of SCGP's 12 board of directors (BOD), eight are independent directors and three are females. Total BOD remuneration in 2022 was THB37m or 0.63% of the reported net profit. The company's auditor is KPMG Phoomchai.
- SCGP operates its business in accordance with the principles of good corporate governance, with responsibility, transparency and fairness by adhering to SCGP's four core values: adherence to fairness, dedication to excellence, belief in the value of the individual and concern for social responsibility. This has been followed continuously under the framework of the SCG Code of Conduct (the parent company) on the basis of benefits that are balanced and sustainable.
- Compliance policy. Every SCGP employee is expected to fulfil their duties with honesty, integrity and reliability, and in their operation to follow the company's four core values as well as to strictly adhere to best practices in accordance with SCG's Code of Conduct.
- Policy on internal information management and the use of information technology (Insider Trading Policy). The company has established measures to prevent misuse of internal information and incorporated them into SCG's Code of Conduct and Regulations for Employees.
- Anti-corruption policy to ensure SCGP has proper policies to determine responsibility, guidelines and regulations to prevent corruption from all business transactions. SCG has a written guideline called 'Anti-corruption Policy' to prudently make a decision on any course of action that could possibly lead to corruption and to serve as a guideline in performing business and effectively developing a sustainable organization.
- Stakeholder Engagement Policy to provide employees with clear business practices for adding value to shareholders. SCGP adheres to the development guidelines throughout SCG's Packaging Sustainable Supply Chain in order to create sustainability for business operations, society and the environment. The steps are as follows: 1. manufacturing process with world-class standards and environmental friendliness (Green Manufacturing). 2. Upstream supply chain improvement management. 3. Creation of added value to manufacturers and downstream consumers (Downstream Supply Chain Value Creation).

<sup>1</sup>**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. <sup>2</sup>**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. <sup>3</sup>**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

| Quantitative Parameters (Score: 60) |  |                |             |             |             |              |
|-------------------------------------|--|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
|                                     | Particulars                            | Unit           | 2019        | 2020        | 2021        | EPG          |
| E                                   | Scope 1 GHG emissions                  | m tCO2e        | 2.53        | 2.66        | 2.52        | 0.001        |
|                                     | Scope 2 GHG emissions                  | m tCO2e        | 0.38        | 0.26        | 0.27        | 0.030        |
|                                     | <b>Total</b>                           | <b>m tCO2e</b> | <b>2.91</b> | <b>2.92</b> | <b>2.79</b> | <b>0.031</b> |
|                                     | Scope 3 GHG emissions                  | m tCO2e        | NA          | NA          | NA          | 0.040        |
|                                     | <b>Total</b>                           | <b>m tCO2e</b> | <b>NA</b>   | <b>NA</b>   | <b>NA</b>   | <b>0.071</b> |
|                                     | Scope 1+2 emission intensity           | tCO2e/ton      | 0.85        | 0.87        | 0.80        | 0.650        |
|                                     | Green energy share of power usage      | %              | 30.6%       | 31.0%       | 35.6%       | 1.2%         |
|                                     | Energy intensity                       | GJ/ton         | 11.9        | 12.1        | 11.9        | 5.3          |
|                                     | Water recycled as % of usage           | %              | 12.0%       | 14.1%       | 16.0%       | NA           |
|                                     | Water usage intensity                  | cu m/ton       | 17.8        | 16.3        | 15.5        | 0.5          |
|                                     | % of Hazardous Waste/treated           | %              | 89%         | 100%        | 99%         | NA           |
|                                     | % of recycled material used            | %              | 50.2%       | 62.5%       | 99.4%       | NA           |
|                                     | % of debt from green instruments       | %              | NIL         | NIL         | 14.2%       | NA           |
|                                     | NOx (excluding N2O)                    | tons           | NA          | 3,120       | 3,140       | NA           |
|                                     | SOx                                    | tons           | NA          | 2,280       | 1,990       | NA           |
| SPM/particulate matter (PM10)       | tons                                   | 340            | 310         | 350         | NA          |              |
| S                                   | % of women in workforce                | %              | 16.9%       | 17.5%       | 17.9%       | 41.7%        |
|                                     | % of women in management roles         | %              | 19.6%       | 20.6%       | 21.2%       | 1.4%         |
|                                     | Lost time injury frequency rate        | number         | 0.522       | 0.087       | 0.27        | 1.26         |
| G                                   | MD/CEO salary as % of net profit       | %              | NA          | NA          | NA          | NA           |
|                                     | Top 12 employees salary as % of profit | %              | 1.63%       | 1.27%       | 1.11%       | NA           |
|                                     | Independent director as % of total BoD | %              | 60%         | 58%         | 67%         | 44%          |
|                                     | Women directors on board               | %              | 20%         | 17%         | 25%         | 0%           |

| Qualitative Parameters (Score: 100)   |   |
|---|---|
| a) is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of a risk committee? | <i>Yes - SCGP has a standalone ESG committee reporting into the CEO. The Board of Directors and top management monitor, supervise and follow up on performance to achieve the committed targets. The ESG committee heads multiple committees constituted for each element of E, S &amp; G, such as water management, waste management, health &amp; safety etc.</i> |
| b) is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?  | <i>Yes - the COO's compensation is linked to fulfilling ESG targets in the Performance Management System, such as GHG and water withdrawal.</i>   |
| c) Does the company follow the task force of climate-related disclosures framework for ESG reporting?         | <i>Yes</i>  |
| e) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?            | <i>Yes - SCGP collects GHG scope 3 data, such as purchased goods and services, fuel- and energy-related activities and upstream transportation and distribution that align with World Business Council for Sustainable Development guidelines.</i>  |
| f) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?           | <i>1) Climate-change strategies: increase the share of biomass and renewable energy. 2) Water-withdrawal strategies: Enhance water usage efficiency in production processes. 3) Waste-management strategies: Strive to reduce and eliminate waste generation at the source and set it as the indicators for continuous assessment.</i>                              |
| g) Does carbon offset form part of the net zero/Carbon neutrality target of the company?                      | <i>Yes - Carbon offsets using nature-climate solutions and carbon capture.</i>  |

| Target (Score: 100)  |        |          |
|--|--------|----------|
| Particulars  | Target | Achieved |
| Reduce Scope 1+2 intensity by 2030                                   | 20%    | 2%       |
| Revenue from SCG Green Choice  | 67%    | 45%      |
| Share of green energy by 2040  | 80%    | 36%      |
| The Volume of Recyclable, Reusable, or Compostable packaging by 2025 | 100%   | 99.7%    |
| Reduce water withdrawal by 2025                                      | 35%    | 26%      |
| Net zero GHG emissions by 2050                                       |        |          |
| Forestry and Biodiversity (% agroforestry area)                      | 10%    | 12.9%    |
| Energy Consumption Reduction by 2025 vs 2007                         | 13%    | 6%       |
| <b>Impact</b>  |        |          |
| NA   |        |          |
| <b>Overall Score: 80</b>   |        |          |
| As per our ESG matrix, SCGP has an overall score of 80.              |        |          |

| ESG score    | Weights | Scores | Final Score |
|--------------|---------|--------|-------------|
| Quantitative | 50%     | 60     | 30          |
| Qualitative  | 25%     | 100    | 25          |
| Target       | 25%     | 100    | 25          |
| <b>Total</b> |         |        | <b>80</b>   |

As per our ESG assessment, SCGP has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets. SCGP's overall ESG score is 80, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50; refer to Appendix I for our ESG Assessment Scoring).

## 1. คาดกำไร 2Q66 จะฟื้นตัวดีขึ้น

SCGP จะประกาศผลประกอบการ 2Q66 ในวันที่ 25 ก.ค. นี้ เราคาดว่ากำไร 2Q66 จะฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนต่ออีก 19%QoQ สู่ระดับ 1,450 ล้านบาท แรงหนุนจากต้นทุนที่ลดลง และ บรรจุกัมมันท์เกี่ยวกับการบริโภคในไทยและเวียดนามที่เติบโต แต่ยังคงลดลงจากปีก่อน 22%YoY เนื่องจากยอดขายยังไม่กลับไประดับปกติ จากความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ (Packaging paper) ในจีนที่อ่อนแอ

อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะดีขึ้นต่อ 18.0% จาก 17.6% ในไตรมาสก่อน และ 17.6% ในปีก่อน ได้แรงหนุนจาก 1.) ต้นทุนที่ลดลง คือ วัตถุดิบกระดาษรีไซเคิล ค่าระวางเรือ และ ถ่านหิน 2.) บรรจุกัมมันท์เกี่ยวกับการบริโภคในไทยและเวียดนามซึ่งมีกำไรที่มียอดขายที่สูงขึ้น และ 3.) ธุรกิจ Fibrous Chain ขาย Dissolving pulp มากขึ้นซึ่งราคาสามารถยืนได้ ลดการขายใน Short fiber pulp ซึ่งมีราคาที่ลดลง

มูลค่ายอดขายใน 2Q66 คาด 34,703 ล้านบาท ดีขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อย 3%QoQ ซึ่งจะได้แรงหนุนจากบรรจุกัมมันท์เกี่ยวกับการบริโภค คือ บรรจุกัมมันท์จากเยื่อและกระดาษ (Fiber based packaging) และ บรรจุกัมมันท์จากวัสดุผสมรณณะสูง (Performance and polymer packaging) แต่จะลดลงจากปีก่อน 9%YoY เนื่องจากกระดาษบรรจุภัณฑ์ (Packaging paper) ยังถูกกระทบจากความต้องการในจีนที่อ่อนแอ และถูกกระทบจากราคา Testliner paper ในตลาดที่อ่อนตัวลง

Fig 1: Quarterly earnings - 2Q23 earnings likely recovered QoQ due to higher gross profit margin

| (THBm)            | 2Q23E  | 1Q23   | %QoQ  | 2Q22   | %YoY  | 1H23E  | 1H22   | %YoY  |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|
| Sales             | 34,703 | 33,729 | 3%    | 37,982 | -9%   | 68,431 | 74,616 | -8%   |
| Other income      | 235    | 232    | 1%    | 262    | -10%  | 467    | 557    | -16%  |
| COGS              | 26,125 | 25,423 | 3%    | 28,892 | -10%  | 51,548 | 56,938 | -9%   |
| Depreciation      | 2,325  | 2,357  | -1%   | 2,410  | -4%   | 4,682  | 4,711  | -1%   |
| Gross profit      | 6,253  | 5,948  | 5%    | 6,679  | -6%   | 12,201 | 12,968 | -6%   |
| Gross margin (%)  | 18.0%  | 17.6%  | 0.4%  | 17.6%  | 0.4%  | 17.8%  | 17.4%  | 0.5%  |
| SG&A              | 4,080  | 4,105  | -1%   | 3,823  | 7%    | 8,185  | 7,756  | 6%    |
| SG&A/Sales (%)    | 11.8%  | 12.2%  | -0.4% | 10.1%  | 1.7%  | 12.0%  | 10.4%  | 1.6%  |
| EBITDA            | 4,733  | 4,433  | 7%    | 5,528  | -14%  | 9,166  | 10,479 | -13%  |
| EBITDA margin (%) | 13.6%  | 13.1%  | 0.5%  | 14.6%  | -0.9% | 13.4%  | 14.0%  | -0.7% |
| Interest expense  | 480    | 497    | -3%   | 311    | 54%   | 977    | 597    | 64%   |
| Equity income     | -      | (17)   | nm    | 20     | nm    | (17)   | 28     | nm    |
| Core profit       | 1,450  | 1,182  | 23%   | 1,906  | -24%  | 2,632  | 3,628  | -27%  |
| Extra items       | -      | 38     | nm    | (50)   | nm    | 38     | (114)  | nm    |
| Net profit        | 1,450  | 1,220  | 19%   | 1,856  | -22%  | 2,670  | 3,514  | -24%  |
| Core EPS (THB)    | 0.34   | 0.28   | 23%   | 0.44   | -24%  | 0.61   | 0.85   | -27%  |
| EPS (THB)         | 0.34   | 0.28   | 19%   | 0.43   | -22%  | 0.62   | 0.82   | -24%  |

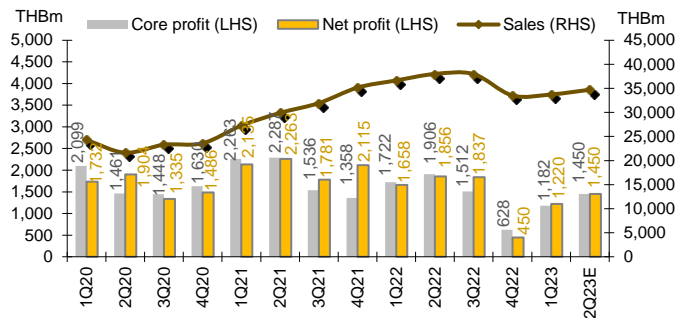
Source: SCGP, MST, Maybank IBG Research

Fig 2: Operating performance

|  | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23E  | %QoQ | %YoY |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|
| Sales by Segment (THB m)               | 37,982 | 37,943 | 33,509 | 33,729 | 34,703 | 3%   | -9%  |
| - Integrated Packaging Chain           | 31,790 | 29,221 | 25,253 | 25,411 | 26,138 | 3%   | -18% |
| - Fibrous Chain                        | 6,192  | 6,162  | 6,240  | 6,191  | 6,435  | 4%   | 4%   |
| - Recycling business & others          | -      | 2,560  | 2,016  | 2,127  | 2,130  | 0%   |      |
| Sales Volume ('000 T)                  |        |        |        |        |        |      |      |
| - Integrated Packaging Chain           |        |        |        |        |        |      |      |
| . Fibre based packaging                | 270    | 250    | 240    | 240    | 250    | 4%   | -7%  |
| . Packaging paper                      | 1,050  | 930    | 870    | 970    | 970    | 0%   | -8%  |
| . Performance and polymer packaging    | 34     | 31     | 31     | 29     | 30     | 4%   | -12% |
| - Fibrous Chain                        | 180    | 150    | 150    | 160    | 165    | 3%   | -8%  |
| Product prices (USD/tonne)             |        |        |        |        |        |      |      |
| AOCC price                             | 275    | 200    | 163    | 171    | 161    | -6%  | -41% |
| Packaging Paper price                  | 520    | 480    | 423    | 415    | 400    | -4%  | -23% |
| Spread : Packaging Paper price vs AOCC | 245    | 280    | 260    | 244    | 239    | -2%  | -2%  |
| Short-Fibre price                      | 813    | 855    | 847    | 731    | 517    | -29% | -36% |

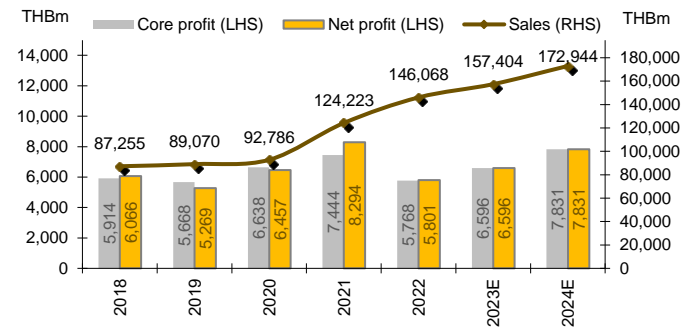
Source: SCGP, MST, Maybank IBG Research

**Fig 3: 2Q23E profit recovered QoQ due to higher gross profit margin, but still weak YoY**



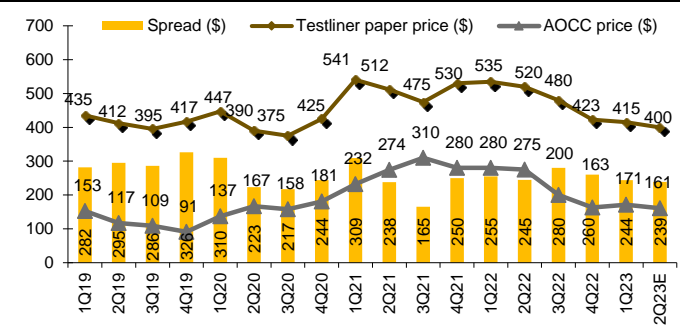
Source: SCGP, MST, Maybank IBG Research

**Fig 4: FY22 earnings fell, but we forecast a rebound in FY23 due to SCGP's expansion**



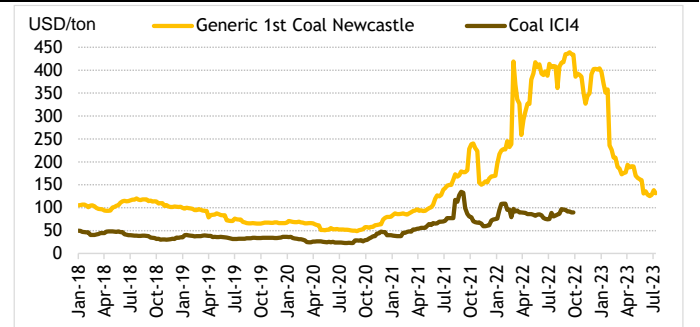
Source: SCGP, MST, Maybank IBG Research

**Fig 5: Packaging product prices in the market and spreads - Fall in \*AOC raw material price will support earnings**



Source: SCGP \*AOC = Asia recovered paper import (USD/tonne CIF from US to Asia)

**Fig 6: Newcastle coal price vs Kalimantan (ICI4) coal price - Newcastle coal price down 67% YTD**



Source: Bloomberg

**2. แนวโน้ม 2H66 จะดีขึ้นจาก 1H66 คงประมาณการ**

เราคาดผลประกอบการใน 2H66 จะดีขึ้นต่อจาก 1H66 และ จะเติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยเราคาดว่าจะได้แรงหนุนจากทั้งยอดขายที่เติบโต และ มارجิ้นที่ขยายตัว โดยยอดขายคาดว่าจะได้แรงหนุนจาก ความคาดหวังที่จีนจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยจีนนำเข้ากระดาษบรรจุภัณฑ์ (Packaging paper) จากภูมิภาคอาเซียนประมาณ 50% ของยอดนำเข้ารวม และ คาดความต้องการบรรจุภัณฑ์ของ ภูมิภาคอาเซียนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นตามการฟื้นตัวของภาคบริการในประเทศ ที่ได้รับปัจจัยบวกจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและบริการ

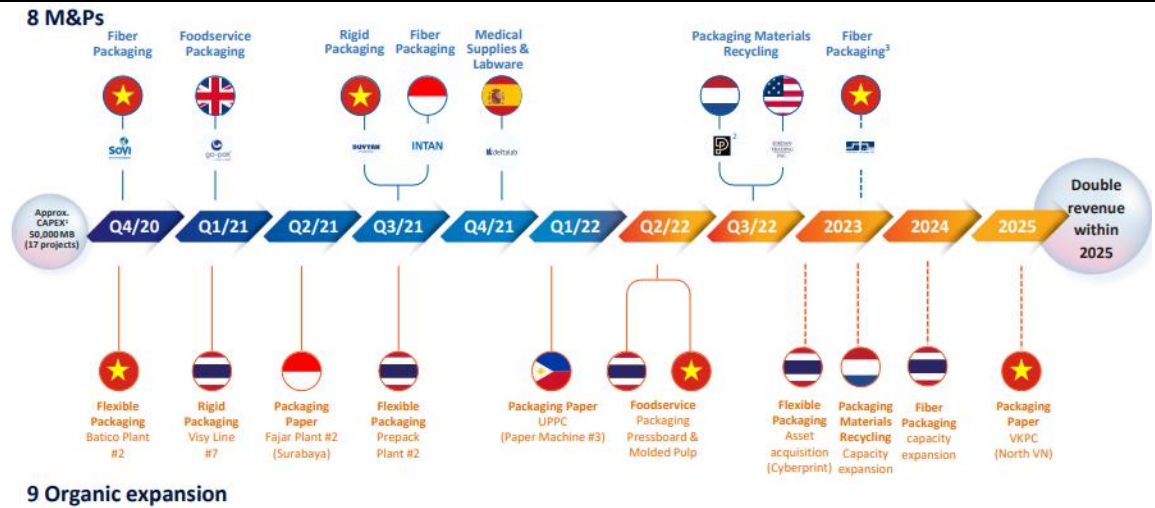
ด้านราคาต้นทุนวัตถุดิบ (สัดส่วน 50-55% ของต้นทุนการผลิต) กระดาษรีไซเคิล ใน 2Q66 ยังปรับลดลงต่อเนื่องเหลือ 161 เหรียญ/ตัน (-6%QoQ, -41%YoY) ในขณะที่ SCGP จะมี Lag ของต้นทุนวัตถุดิบประมาณ 3-6 เดือน ทำให้เฉลี่ยแล้ว 3Q66 จะรับรู้ต้นทุนใหม่ที่ถูกลง ส่วนต้นทุนถ่านหิน ได้ปรับลดลงต่อเนื่อง คือ ถ่านหิน ICI3 จากอินโดนีเซีย ราคาใน 1Q66 เท่ากับ 100 เหรียญ/ตัน 2Q66 ลดลงเหลือ 85 เหรียญ/ตัน และ ปัจจุบันในเดือน ก.ค. ลดลงเหลือ 69 เหรียญ/ตัน ซึ่งจะส่งผลบวกต่อต้นทุนพลังงานที่คิดเป็น 7% ของต้นทุน ทางด้านราคาขายโดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ต้นน้ำ คือ กระดาษบรรจุภัณฑ์ (Packaging paper) ซึ่งคิดเป็น 39% ของยอดขายรวม มีลักษณะเป็น Commodity ทาง SCGP ประเมิน ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q66 ส่วนบรรจุภัณฑ์ซึ่งเป็นสินค้าปลายน้ำราคาค่อนข้างมีเสถียรภาพ

เราคงประมาณการกำไรปี 2566 คาดกำไรปกติ 6,596 ล้านบาท เติบโต 14%YoY โดยผลประกอบการ 2H66 คาดจะมีกำไรประมาณ 1,800-2,000 ล้านบาทต่อไตรมาส ดีขึ้นจาก 1Q66 ที่มีกำไร 1,182 ล้านบาท และ 2Q66 ที่คาดว่าจะมีกำไร 1,450 ล้านบาท

แนวโน้มระยะยาว SCGP ได้เป้าหมายยอดขายจะเติบโตเป็น 2 เท่า ตั้งแต่เข้าตลาดในปี 2563 ที่มียอดขาย 92,786 ล้านบาท เป็น 200,000 ล้านบาท ในปี 2568 จากการขยาย

ธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ ด้วยการเพิ่มกำลังการผลิต และ ควบรวมกิจการและเป็นพันธมิตรธุรกิจ (Mergers and Partnerships – M&Ps) รวมถึง กลยุทธ์โซลูชันบรรจุภัณฑ์ครบวงจร และการบูรณาการภายในห่วงโซ่อุปทาน

**Fig 7: Key business drivers - fuel future growth through high-quality mergers and partnerships and organic expansion**



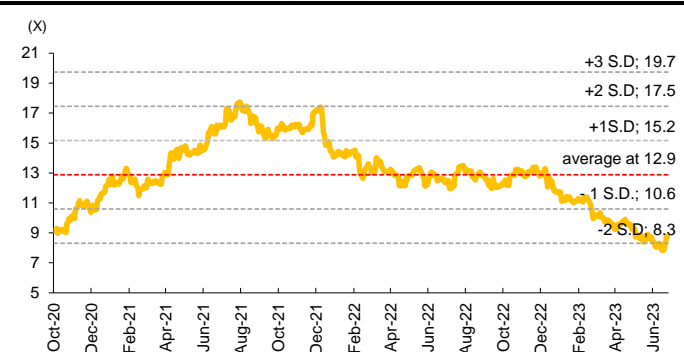
Source: SCGP

**Fig 8: Organic expansion to enhance business growth and strengthen leadership position**

| Capacity                                      | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Integrated Packaging Chain</b>             |       |       |       |       |       |       |
| . Packaging Paper (MT/year)                   | 3.963 | 4.380 | 4.600 | 4.600 | 4.600 | 4.970 |
| . Fibre-based packaging (MT/year)             | 1.181 | 1.380 | 1.380 | 1.455 | 1.455 | 1.455 |
| . Fibre-based packaging (M sqm)               |       | 2,129 | 2,129 | 2,129 | 2,129 | 2,129 |
| . Machine Glazed Paper (MT/year)              | 0.043 | 0.043 | 0.043 | 0.043 | 0.043 | 0.043 |
| <b>Performance &amp; polymer packaging</b>    |       |       |       |       |       |       |
| . Flexible Packaging (Million sqm.)           | 901   | 952   | 980   | 1,006 | 1,006 | 1,006 |
| . Rigid Packaging (MT/year)                   | 0.025 | 0.143 | 0.143 | 0.143 | 0.143 | 0.143 |
| . Medical Supplies (M pieces/year)            |       | 250   | 250   | 250   | 250   | 250   |
| <b>Fibrous Chain</b>                          |       |       |       |       |       |       |
| . Printing & Writing Paper (MT/year)          | 491   | 491   | 491   | 491   | 491   | 491   |
| . Foodservice packaging (Bn pieces/year)      |       | 7.600 | 9.438 | 9.438 | 9.438 | 9.438 |
| <b>Recycling business (sourcing capacity)</b> |       |       |       |       |       |       |
| . RCP : Peute (Netherlands) & Jordan (US)     |       |       | 1.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |

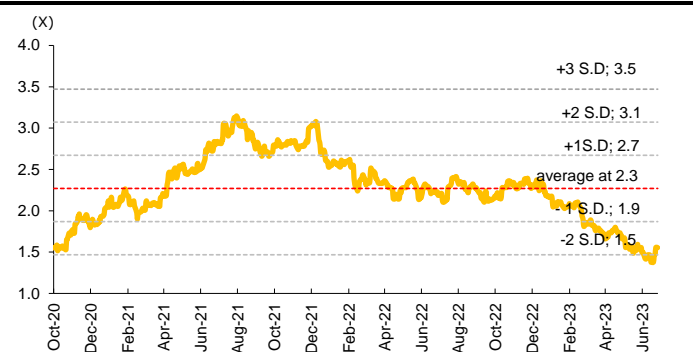
Source: SCGP

**Fig 9: SCGP forward EV/EBITDA band: SCGP is trading at 10.8x FY23E EV/EBITDA (-1.0SD)**



Source: Bloomberg

**Fig 10: SCGP forward PBV band : SCGP is trading at 1.6x FY23E P/BV (-1.5 SD)**



Source: Bloomberg

## Appendix 1

Methodology of our proprietary ESG scoring methodology.

We evaluate the ESG ratings based on quantitative, qualitative and ESG targets. We assign a score for each of these three parameters. The overall rating is based on the weighted average of the scores: quantitative (50%), qualitative (25%) and ESG target (25%).

For the quantitative, qualitative and ESG target, the sub-parameters are assigned a score - '0' for data not available, '+1' for improving trajectory, positive change, 'Yes', better than peers or a positive number if historical is not available and '-1' for declining trajectory, negative change, 'No', lower than peers or a negative number.

The total of the scores of all the sub-parameters is divided by the total number of sub-parameters, to derive the score of each of the three parameters. The sub-parameters may be different for different industries depending on the key areas to monitor for each industry. A company should achieve a minimum score of 50 for an average ESG rating.



| FYE 31 Dec             | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Key Metrics</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E (reported) (x)     | 29.9  | 41.9  | 25.4  | 21.4  | 18.7  |
| Core P/E (x)           | 39.9  | 42.4  | 25.4  | 21.4  | 18.7  |
| P/BV (x)               | 3.1   | 2.5   | 1.6   | 1.5   | 1.5   |
| P/NTA (x)              | 3.1   | 2.5   | 1.6   | 1.5   | 1.5   |
| Net dividend yield (%) | 0.9   | 1.1   | 1.7   | 2.0   | 2.2   |
| FCF yield (%)          | nm    | nm    | 3.7   | 3.1   | 3.7   |
| EV/EBITDA (x)          | 17.7  | 15.9  | 10.8  | 9.9   | 9.1   |
| EV/EBIT (x)            | 30.0  | 31.9  | 20.4  | 17.6  | 15.4  |

**INCOME STATEMENT (THB m)**

|                             |           |           |           |           |           |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Revenue                     | 124,222.7 | 146,068.0 | 157,403.8 | 172,944.2 | 190,035.3 |
| EBITDA                      | 20,300.3  | 19,368.7  | 20,918.9  | 22,465.0  | 23,950.4  |
| EBIT                        | 11,985.1  | 9,669.6   | 11,039.2  | 12,588.0  | 14,157.0  |
| Net interest income / (exp) | (1,179.9) | (1,468.1) | (1,593.8) | (1,501.0) | (1,397.9) |
| Associates & JV             | 57.2      | 54.8      | 95.5      | 100.3     | 105.3     |
| Exceptionals                | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| Other pretax income         | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| Pretax profit               | 10,862.4  | 8,256.3   | 9,541.0   | 11,187.3  | 12,864.4  |
| Income tax                  | (2,065.4) | (1,549.9) | (1,794.6) | (2,106.5) | (2,424.2) |
| Minorities                  | (1,352.6) | (938.8)   | (1,150.0) | (1,250.0) | (1,475.0) |
| Discontinued operations     | 850.0     | 33.0      | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| Reported net profit         | 8,294.4   | 5,800.6   | 6,596.3   | 7,830.8   | 8,965.2   |
| Core net profit             | 7,444.4   | 5,767.6   | 6,596.3   | 7,830.8   | 8,965.2   |

**BALANCE SHEET (THB m)**

|                                     |                  |                  |                  |                  |                  |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Cash & Short Term Investment:       | 20,221.9         | 12,344.4         | 16,500.0         | 19,000.0         | 21,000.0         |
| Accounts receivable                 | 24,910.1         | 23,254.1         | 23,951.7         | 24,670.2         | 25,410.3         |
| Inventory                           | 23,307.9         | 23,280.8         | 23,979.2         | 24,698.6         | 25,439.6         |
| Reinsurance assets                  | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| Property, Plant & Equip (net)       | 97,181.2         | 94,585.2         | 99,705.5         | 99,828.6         | 100,035.3        |
| Intangible assets                   | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| Investment in Associates & JVs      | 873.0            | 1,034.3          | 1,129.9          | 1,230.2          | 1,335.5          |
| Other assets                        | 40,329.6         | 42,780.8         | 40,783.2         | 40,783.2         | 40,783.2         |
| <b>Total assets</b>                 | <b>206,823.7</b> | <b>197,279.6</b> | <b>206,049.5</b> | <b>210,210.8</b> | <b>214,003.9</b> |
| ST interest bearing debt            | 32,889.0         | 18,313.1         | 17,488.9         | 16,543.3         | 15,151.6         |
| Accounts payable                    | 15,261.3         | 14,281.9         | 14,710.4         | 15,151.7         | 15,606.2         |
| Insurance contract liabilities      | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| LT interest bearing debt            | 23,882.2         | 31,855.9         | 30,422.2         | 28,777.4         | 26,356.4         |
| Other liabilities                   | 12,491.0         | 9,862.0          | 12,491.0         | 12,491.0         | 12,491.0         |
| <b>Total Liabilities</b>            | <b>84,523.8</b>  | <b>74,312.9</b>  | <b>75,112.7</b>  | <b>72,963.7</b>  | <b>69,605.5</b>  |
| Shareholders Equity                 | 96,837.2         | 97,200.2         | 104,020.3        | 109,080.6        | 114,756.9        |
| Minority Interest                   | 25,462.7         | 25,766.5         | 26,916.5         | 28,166.5         | 29,641.5         |
| <b>Total shareholder equity</b>     | <b>122,299.9</b> | <b>122,966.7</b> | <b>130,936.8</b> | <b>137,247.1</b> | <b>144,398.4</b> |
| <b>Total liabilities and equity</b> | <b>206,823.7</b> | <b>197,279.6</b> | <b>206,049.5</b> | <b>210,210.8</b> | <b>214,003.9</b> |

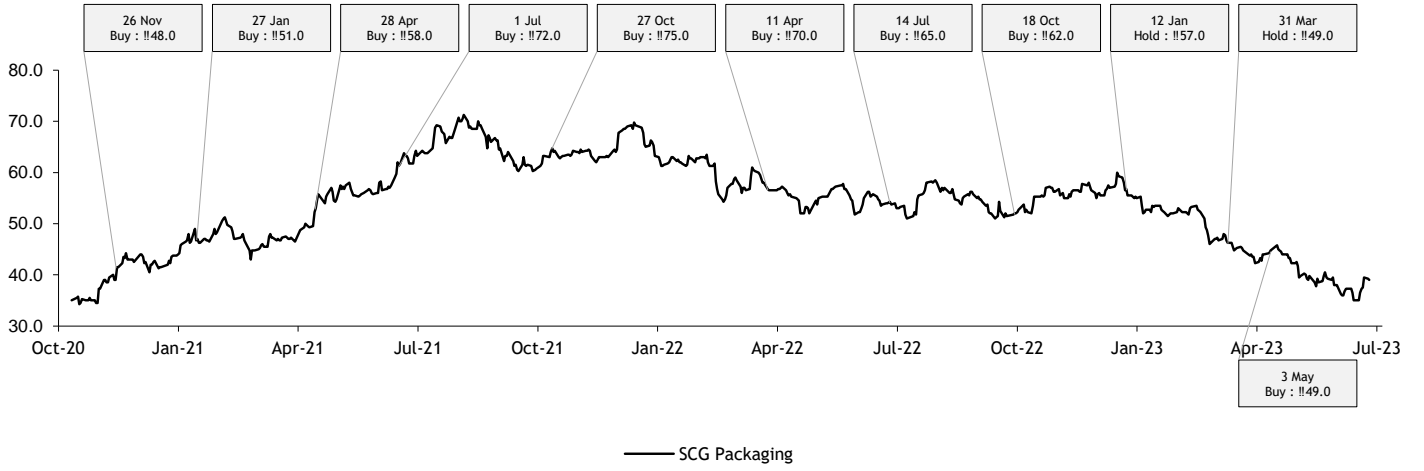
**CASH FLOW (THB m)**

|                                  |            |           |            |            |            |
|----------------------------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Pretax profit                    | 10,862.4   | 8,256.3   | 9,541.0    | 11,187.3   | 12,864.4   |
| Depreciation & amortisation      | 8,315.2    | 9,699.1   | 9,879.7    | 9,876.9    | 9,793.3    |
| Adj net interest (income)/exp    | 1,179.9    | 1,468.1   | 1,593.8    | 1,501.0    | 1,397.9    |
| Change in working capital        | (11,271.0) | (2,767.6) | 2,050.2    | (996.6)    | (1,026.5)  |
| Cash taxes paid                  | (2,065.4)  | (1,549.9) | (1,794.6)  | (2,106.5)  | (2,424.2)  |
| Other operating cash flow        | 0.0        | 0.0       | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| Cash flow from operations        | 9,342.6    | 8,875.2   | 19,323.0   | 15,109.8   | 16,228.7   |
| Capex                            | (36,398.5) | (9,025.5) | (13,077.6) | (10,000.0) | (10,000.0) |
| Free cash flow                   | (27,055.9) | (150.4)   | 6,245.4    | 5,109.8    | 6,228.7    |
| Dividends paid                   | (3,004.1)  | (2,790.2) | (2,575.8)  | (2,770.5)  | (3,288.9)  |
| Equity raised / (purchased)      | 0.0        | 0.0       | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| Change in Debt                   | 11,843.6   | (6,602.3) | (2,257.9)  | (2,590.3)  | (3,812.7)  |
| Other invest/financing cash flow | 5,552.7    | 1,665.4   | 2,743.8    | 2,751.0    | 2,872.9    |
| Effect of exch rate changes      | 0.0        | 0.0       | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| Net cash flow                    | (12,663.7) | (7,877.4) | 4,155.6    | 2,500.0    | 2,000.0    |

| FYE 31 Dec                             | FY21A    | FY22A    | FY23E    | FY24E    | FY25E    |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Key Ratios</b>                      |          |          |          |          |          |
| <b>Growth ratios (%)</b>               |          |          |          |          |          |
| Revenue growth                         | 33.9     | 17.6     | 7.8      | 9.9      | 9.9      |
| EBITDA growth                          | 19.0     | (4.6)    | 8.0      | 7.4      | 6.6      |
| EBIT growth                            | 21.4     | (19.3)   | 14.2     | 14.0     | 12.5     |
| Pretax growth                          | 28.0     | (24.0)   | 15.6     | 17.3     | 15.0     |
| Reported net profit growth             | 28.4     | (30.1)   | 13.7     | 18.7     | 14.5     |
| Core net profit growth                 | 12.1     | (22.5)   | 14.4     | 18.7     | 14.5     |
| <b>Profitability ratios (%)</b>        |          |          |          |          |          |
| EBITDA margin                          | 16.3     | 13.3     | 13.3     | 13.0     | 12.6     |
| EBIT margin                            | 9.6      | 6.6      | 7.0      | 7.3      | 7.4      |
| Pretax profit margin                   | 8.7      | 5.7      | 6.1      | 6.5      | 6.8      |
| Payout ratio                           | 33.6     | 44.4     | 42.0     | 42.0     | 42.0     |
| <b>DuPont analysis</b>                 |          |          |          |          |          |
| Net profit margin (%)                  | 6.7      | 4.0      | 4.2      | 4.5      | 4.7      |
| Revenue/Assets (x)                     | 0.6      | 0.7      | 0.8      | 0.8      | 0.9      |
| Assets/Equity (x)                      | 2.1      | 2.0      | 2.0      | 1.9      | 1.9      |
| ROAE (%)                               | 8.9      | 6.0      | 6.6      | 7.3      | 8.0      |
| ROAA (%)                               | 3.9      | 2.9      | 3.3      | 3.8      | 4.2      |
| <b>Liquidity &amp; Efficiency</b>      |          |          |          |          |          |
| Cash conversion cycle                  | 78.3     | 84.5     | 79.1     | 74.2     | 69.6     |
| Days receivable outstanding            | 59.8     | 59.4     | 54.0     | 50.6     | 47.4     |
| Days inventory outstanding             | 64.1     | 68.9     | 65.0     | 61.0     | 57.3     |
| Days payables outstanding              | 45.5     | 43.7     | 39.9     | 37.4     | 35.1     |
| Dividend cover (x)                     | 3.0      | 2.3      | 2.4      | 2.4      | 2.4      |
| Current ratio (x)                      | 1.3      | 1.8      | 1.8      | 2.0      | 2.1      |
| <b>Leverage &amp; Expense Analysis</b> |          |          |          |          |          |
| Asset/Liability (x)                    | 2.4      | 2.7      | 2.7      | 2.9      | 3.1      |
| Net gearing (%) (incl per ps)          | 29.9     | 30.8     | 24.0     | 19.2     | 14.2     |
| Net gearing (%) (excl. per ps)         | 29.9     | 30.8     | 24.0     | 19.2     | 14.2     |
| Net interest cover (x)                 | 10.2     | 6.6      | 6.9      | 8.4      | 10.1     |
| Debt/EBITDA (x)                        | 2.8      | 2.6      | 2.3      | 2.0      | 1.7      |
| Capex / revenue (%)                    | 29.3     | 6.2      | 8.3      | 5.8      | 5.3      |
| Net debt/ (net cash)                   | 36,549.4 | 37,824.5 | 31,411.1 | 26,320.8 | 20,508.0 |

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: SCG Packaging (SCGP TB)



**APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS**

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

**มาเลเซีย**

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

**สิงคโปร์**

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

**ไทย**

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

**สหรัฐอเมริกา**

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

**อังกฤษ**

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

**DISCLOSURES**

**Legal Entities Disclosures**

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

**Disclosure of Interest**

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 19 กรกฎาคม 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 19 กรกฎาคม 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

**OTHERS**

**Analyst Certification of Independence**

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**คำเตือน**

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

**Definition of Ratings**

Maybank IBG Research uses the following rating system

- BUY** Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
- HOLD** Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
- SELL** Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

**Applicability of Ratings**

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023**

| ▲▲▲▲▲  |        |        |        |        |        | Score Range   | Number of Logo | Description  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|----------------|--------------|
| AAV    | BGRIM  | EA     | INTUCH | MOONG  | PTT    | 90-100        | ▲▲▲▲▲          | Excellent    |
| ADVANC | BIZ    | EASTW  | IP     | MSC    | PTTEP  | 80-89         | ▲▲▲▲           | Very Good    |
| AF     | BKI    | ECF    | IRC    | MST    | PTTGC  | 70-79         | ▲▲▲            | Good         |
| AH     | BOL    | ECL    | IRPC   | MTC    | PYLON  | 60-69         | ▲▲             | Satisfactory |
| AIRA   | BPP    | EE     | ITEL   | MVP    | Q-CON  | 50-59         | ▲              | Pass         |
| AJ     | BRR    | EGCO   | NVL    | NCL    | QH     | Lower than 50 | No logo given  | N/A          |
| AKP    | BTS    | EPG    | JTS    | NEP    | QTC    |               |                |              |
| AKR    | BTW    | ETC    | JWD    | NER    | RATCH  |               |                |              |
| ALLA   | BWG    | ETE    | K      | NKI    | RBF    |               |                |              |
| ALT    | CENDEL | FN     | KBANK  | NOBLE  | RS     | SIS           | TFMAMA         | TSTH         |
| AMA    | CFRESH | FNS    | KCE    | NSI    | S      | SITHAI        | THANA          | TTA          |
| AMARIN | CGH    | FPI    | KEX    | NVD    | S&J    | SMPC          | THANI          | TTB          |
| AMATA  | CHEWA  | FPT    | KGI    | NYT    | SAAM   | SNC           | THCOM          | TTCL         |
| AMATAV | CHO    | FSMART | KKP    | OISHI  | SABINA | SONIC         | THG            | TTW          |
| ANAN   | CIMBT  | FVC    | KSL    | OR     | SAMART | SORKON        | THIP           | TU           |
| AOT    | CK     | GC     | KTB    | ORI    | SAMTEL | SPALI         | THRE           | TVDH         |
| AP     | CKP    | GEL    | KTC    | OSP    | SAT    | SPI           | THREL          | TVI          |
| APURE  | CM     | GFPT   | LALIN  | OTO    | SC     | SPRC          | TIPCO          | TVO          |
| ARIP   | CNT    | GGC    | LANNA  | PAP    | SCB    | SPVI          | TISCO          | TWPC         |
| ASP    | COLOR  | GLAND  | LHFG   | PCSGH  | SCC    | SSC           | TK             | U            |
| ASW    | COM7   | GLOBAL | LIT    | PDG    | SCCC   | SSSC          | TKN            | UAC          |
| AUCT   | COMAN  | GPI    | LOXLEY | PDJ    | SCG    | SST           | TKS            | UBIS         |
| AWC    | COTTO  | GPSC   | LPN    | PG     | SCGP   | STA           | TKT            | UPOIC        |
| AYUD   | CPALL  | GRAMMY | LRH    | PHOL   | SCM    | STEC          | TMILL          | UV           |
| BAFS   | CPF    | GULF   | LST    | PLANB  | SCN    | STGT          | TMT            | VCOM         |
| BAM    | CPI    | GUNKUL | MACO   | PLANET | SDC    | STI           | TNDT           | VGI          |
| BANPU  | CPN    | HANA   | MAJOR  | PLAT   | SEAFCO | SUN           | TNITY          | VIH          |
| BAY    | CRC    | HARN   | MAKRO  | PORT   | SEAOL  | SUSCO         | TOA            | WACOAL       |
| BRK    | CSS    | HENG   | MALEE  | PPS    | SE-ED  | SUTHA         | TOP            | WAVE         |
| BBL    | DDD    | HMPRO  | MBK    | PR9    | SELIC  | SVI           | TPBI           | WHA          |
| BCP    | DELTA  | ICC    | MC     | PREB   | SENA   | SYMC          | TQM            | WHAUP        |
| BCPG   | DEMCO  | ICHI   | MCOT   | PRG    | SENAJ  | SYNTEC        | TRC            | WICE         |
| BDMS   | DOHOME | III    | METCO  | PRM    | SGF    | TACC          | TRUE           | WINNER       |
| BEM    | DRT    | ILINK  | MFEC   | PSH    | SHR    | TASCO         | TSC            | XPG          |
| BEYOND | DTAC   | ILM    | MINT   | PSL    | SICT   | TCAP          | TSR            | ZEN          |
| BGC    | DUSIT  | IND    | MONO   | PTG    | SIRI   | TEAMG         | TSTE           |              |
| ▲▲▲▲▲  |        |        |        |        |        |               |                |              |
| 2S     | BCH    | DCC    | INGRS  | MFC    | PL     | SAPPE         | STC            | TPS          |
| 7UP    | BE8    | DHOUSE | INSET  | MGT    | PLE    | SAWAD         | STPI           | TQR          |
| ABICO  | BEC    | DITTO  | INSURE | MICRO  | PM     | SCI           | SUC            | TRITN        |
| ABM    | BH     | DMT    | IRCP   | MILL   | PMTA   | SCAP          | SVOA           | TRT          |
| ACE    | BIG    | DOD    | IT     | MITSIB | PPP    | SCP           | SVT            | TRU          |
| ACG    | BJC    | DPAINT | ITD    | MK     | PPPM   | SE            | SWC            | TRV          |
| ADB    | BJCHI  | DV8    | J      | MODERN | PRAPAT | SECURE        | SYNEX          | TSE          |
| ADD    | BLA    | EASON  | JAS    | MTI    | PRECHA | SFLEX         | TAE            | TVT          |
| AEONTS | BR     | EFORL  | JCK    | NBC    | PRIME  | SFP           | TAKUNI         | TWP          |
| AGE    | BRI    | ERW    | JCKH   | NCAP   | PRIN   | SFT           | TCC            | UBE          |
| AHC    | BROOK  | ESSO   | JMT    | NCH    | PRINC  | SGP           | TCMC           | UEC          |
| AIE    | BSM    | ESTAR  | JR     | NETBAY | PROEN  | SIAM          | TFG            | UKEM         |
| AIT    | BYD    | FE     | KBS    | NEX    | PROS   | SINGER        | TFI            | UMI          |
| ALUCON | CBG    | FLOYD  | KCAR   | NINE   | PROUD  | SKE           | TFM            | UOBKH        |
| AMANAH | CEN    | FORTH  | KIAT   | NATION | PSG    | SKN           | TGH            | UP           |
| AMR    | CHARAN | FSS    | KISS   | NDR    | PSTC   | SKR           | TIDLOR         | UPF          |
| APCO   | CHAYO  | FTE    | KK     | NNCL   | PT     | SKY           | TIGER          | UTP          |
| APCS   | CHG    | GBX    | KOOL   | NOVA   | PTC    | SLP           | TIPH           | VIBHA        |
| AQUA   | CHOTI  | GCAP   | KTIS   | NPK    | QLT    | SMART         | TITLE          | VL           |
| ARIN   | CHOW   | GENCO  | KUMWEL | NRF    | RCL    | SMD           | TM             | VPO          |
| ARROW  | CI     | GJS    | KUN    | NTV    | RICHY  | SMIT          | TMC            | VRANDA       |
| AS     | CIG    | GTB    | KWC    | NUSA   | RJH    | SMT           | TMD            | WGE          |
| ASAP   | CITY   | GYT    | KWM    | NWR    | ROJNA  | SNNP          | TMI            | WIJK         |
| ASEFA  | CIVIL  | HEMP   | L&E    | OCC    | RPC    | SNP           | TNL            | WIN          |
| ASIA   | CMC    | HPT    | LDC    | OGC    | RT     | SO            | TNP            | WINMED       |
| ASIAN  | CPL    | HTC    | LEO    | ONEE   | RWI    | SPA           | TNR            | WORK         |
| ASIMAR | CPW    | HUMAN  | LH     | PACO   | S11    | SPC           | TOG            | WP           |
| ASK    | CRANE  | HYDRO  | LHK    | PATO   | SA     | SPCG          | TPA            | XO           |
| ASN    | CRD    | ICN    | M      | PB     | SABUY  | SR            | TPAC           | YUASA        |
| ATP30  | CSC    | IFS    | MATCH  | PICO   | SAK    | SRICHA        | TPCS           | ZIGA         |
| B      | CSP    | IIG    | MBAX   | PIMO   | SALEE  | SSF           | TIPL           |              |
| BA     | CV     | IMH    | MEGA   | PIN    | SAMCO  | SSP           | TPIPP          |              |
| BC     | CWT    | INET   | META   | PJW    | SANKO  | STANLY        | TPLAS          |              |
| ▲▲▲▲▲  |        |        |        |        |        |               |                |              |
| A      | BSBM   | EMC    | JMART  | MORE   | RAM    | SVH           | TTI            |              |
| A5     | BTNC   | EP     | JSP    | MPIC   | ROCK   | PTECH         | TYCN           |              |
| AI     | CAZ    | EVER   | JUBILE | MUD    | RP     | TC            | UMS            |              |
| ALL    | CCP    | F&D    | KASET  | NC     | RPH    | TCCC          | UNIQ           |              |
| ALPHAX | CGD    | FMT    | KCM    | NEWS   | RSP    | TCJ           | UPA            |              |
| AMC    | CMAN   | GIFT   | KWI    | NFC    | SIMAT  | TEAM          | UREKA          |              |
| APP    | CMO    | GLOCON | KYE    | NSL    | SISB   | THE           | VARO           |              |
| AQ     | CMR    | GLORY  | LEE    | NV     | SK     | THMUI         | W              |              |
| AU     | CPANEL | GREEN  | LPH    | PAF    | SOLAR  | TKC           | WFX            |              |
| B52    | CPT    | GSC    | MATI   | PEACE  | SPACK  | TNH           | WPH            |              |
| BEAUTY | CSR    | HL     | M-CHAI | PF     | SPG    | TNPC          | YGG            |              |
| BGT    | CTW    | HTECH  | MCS    | PK     | SQ     | TOPP          |                |              |
| BLAND  | D      | IHL    | MDX    | PPM    | STARK  | TPCH          |                |              |
| BM     | DCON   | INOX   | MENA   | PRAKIT | STECH  | TPOLY         |                |              |
| BROCK  | EKH    | JAK    | MJD    | PTL    | SUPER  | TRUBB         |                |              |

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

### Anti-Corruption Progress Indicator 2023

| ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
|------------------------------|---------|----------|----------|---------|--------|----------|----------|----------|--------|
| AH                           | CI      | ECF      | ILM      | KEX     | NRF    | SAK      | TKN      | VARO     |        |
| ALT                          | CPR     | EKH      | INOX     | KUMWEL  | NUSA   | SIS      | TMD      | VCOM     |        |
| APCO                         | CPW     | ETC      | J        | LDC     | OR     | SSS      | TMI      | VIBHA    |        |
| ASW                          | DDD     | EVER     | JMART    | MEGA    | PIMO   | STECH    | TQM      | W        |        |
| B52                          | DHOUSE  | FLOYD    | JMT      | NCAP    | PLE    | SUPER    | TRT      | WIN      |        |
| CHG                          | DOHOME  | GLOBAL   | JTS      | NOVA    | RS     | SVT      | TSI      |          |        |
| ได้รับการรับรอง CAC          |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
| 2S                           | BGC     | DIMET    | HENG     | LHK     | PAP    | QH       | SORKON   | TIPCO    | UOBKH  |
| 7UP                          | BGRIM   | DRT      | HMPRO    | LPN     | PATO   | QLT      | SPACK    | TISCO    | UPF    |
| ADVANC                       | BKI     | DUSIT    | HTC      | LRH     | PB     | QTC      | SPALI    | TKS      | UV     |
| AF                           | BLA     | EA       | ICC      | M       | PCSGH  | RATCH    | SPC      | TKT      | VGI    |
| AI                           | BPP     | EASTW    | ICHI     | MAJOR   | PDG    | RML      | SPI      | TMILL    | VIH    |
| AIE                          | BROOK   | EGCO     | IFS      | MAKRO   | PDJ    | RWI      | SPRC     | TMT      | WACOAL |
| AIRA                         | BRR     | EP       | III      | MALEE   | PG     | S&J      | SRICHA   | TNITY    | WHA    |
| AJ                           | BSBM    | EPG      | ILINK    | MATCH   | PHOL   | SAAM     | SSF      | TNL      | WHAUP  |
| AKP                          | BTS     | ERW      | INET     | MBAX    | PK     | SABINA   | SSP      | TNP      | WICE   |
| AMA                          | BWG     | ESTAR    | INSURE   | MBK     | PL     | SAPPE    | SSSC     | TNR      | WIJK   |
| AMANAH                       | CEN     | ETE      | INTUCH   | MC      | PLANB  | SAT      | SST      | TOG      | XO     |
| AMATA                        | CENTEL  | FE       | IRC      | MCOT    | PLANET | SC       | STA      | TOP      | YUASA  |
| AMATAV                       | CFRESH  | FNS      | IRPC     | META    | PLAT   | SCB      | STGT     | TOPP     | ZEN    |
| AP                           | CGH     | FPI      | ITEL     | MFC     | PM     | SCC      | STOWER   | TPA      | ZIGA   |
| APCS                         | CHEWA   | FPT      | IVL      | MFEC    | PPP    | SCCC     | SUSCO    | TPCS     |        |
| AS                           | CHOTI   | FSMART   | JKN      | MILL    | PPPM   | SCG      | SVI      | TPP      |        |
| ASIAN                        | CHOW    | FSS      | JR       | MINT    | PPS    | SCGP     | SYMC     | TRU      |        |
| ASK                          | CIG     | FTE      | K        | MONO    | PR9    | SCM      | SYNTEC   | TSC      |        |
| ASP                          | CIMBT   | GBX      | KASET    | MOONG   | PREB   | SCN      | TAE      | TSTE     |        |
| AWC                          | CM      | GC       | KBANK    | MSC     | PRG    | SEAOIL   | TAKUNI   | TSTH     |        |
| AYUD                         | CMC     | GCAP     | KBS      | MST     | PRINC  | SE-ED    | TASCO    | TTA      |        |
| B                            | COM7    | GEL      | KCAR     | MTC     | PRM    | SELIC    | TCAP     | TTB      |        |
| BAFS                         | COTTO   | GFPT     | KCE      | MTI     | PROS   | SENA     | TCMC     | TTCL     |        |
| BAM                          | CPALL   | GGC      | KGI      | NBC     | PSH    | SGP      | TFG      | TU       |        |
| BANPU                        | CPF     | GJS      | KKP      | NEP     | PSL    | SINGER   | TFI      | TVDH     |        |
| BAY                          | CPI     | GPI      | KSL      | NINE    | PSTC   | SIRI     | TFMAMA   | TVI      |        |
| BBL                          | CPL     | GPSC     | KTB      | NKI     | PT     | SITHAI   | TGH      | TVO      |        |
| BCH                          | CPN     | GSTEEL   | KTC      | NOBLE   | PTG    | SKR      | THANI    | TWPC     |        |
| BCP                          | CRC     | GULF     | KWI      | NOK     | PTT    | SMIT     | THCOM    | U        |        |
| BCPG                         | CSC     | GUNKUL   | L&E      | NWR     | PTTEP  | SMK      | THIP     | UBE      |        |
| BE8                          | DCC     | HANA     | LANNA    | OCC     | PTTGC  | SMPC     | THRE     | UBIS     |        |
| BEC                          | DELTA   | HARN     | LH       | OGC     | PYLON  | SNC      | THREL    | UEC      |        |
| BEYOND                       | DEMCO   | HEMP     | LHFG     | ORI     | Q-CON  | SNP      | TIDLOR   | UKEM     |        |
| N/A                          |         |          |          |         |        |          |          |          |        |
| 3K-BAT                       | BH      | CSP      | HPF      | M-CHAI  | MACO   | ONEE     | SABUY    | STGT     | TPRIME |
| A                            | BIG     | CSR      | HTECH    | MCS     | MAJOR  | OR       | SAFARI   | STHAI    | TQM    |
| AAI                          | BIOTEC  | CSS      | HUMAN    | MDX     | MANRIN | OSP      | SAK      | STI      | TR     |
| AAV                          | BIZ     | CTARAF   | HYDROGEN | MEGA    | MATI   | PACE     | SAM      | STPI     | TRC    |
| ACC                          | BJC     | CTW      | IFEC     | MENA    | MAX    | PAF      | SAMART   | SUC      | TRITN  |
| ACE                          | BJCHI   | CV       | IHL      | METCO   | M-CHAI | PCC      | SAMCO    | SUN      | TRUBB  |
| ACG                          | BKD     | CWT      | III      | MGT     | MCS    | PEACE    | SAMTEL   | SUPER    | TSE    |
| AEONTS                       | BKKCP   | DCON     | ILM      | MICRO   | MDX    | PERM     | SAUCE    | SUPEREIF | TSI    |
| AFC                          | BLAND   | DDD      | IMPACT   | MIDA    | MEGA   | PF       | SAWAD    | SUTHA    | TSR    |
| AGE                          | BLISS   | DIF      | INETREIT | MITSIB  | MENA   | PIN      | SAWANG   | SVOA     | TTI    |
| AH                           | BOFFICE | DMT      | INGRS    | MJD     | METCO  | PLE      | SCAP     | SVT      | TTLPF  |
| AHC                          | BR      | DOHOME   | INOX     | MK      | MICRO  | PLUS     | SCI      | SYNEX    | TTT    |
| AIMCG                        | BRI     | DREIT    | INSET    | ML      | MIDA   | PMTA     | SCP      | TC       | TTW    |
| AIMIRT                       | BROCK   | DTCENT   | IT       | MODERN  | M-II   | POLAR    | SDC      | TCC      | TU-PF  |
| AIT                          | BRRGIF  | DTCI     | ITC      | MORE    | MIPF   | POLY     | SEAFCO   | TCCC     | TWP    |
| AJA                          | BTG     | EASON    | ITD      | MPIC    | MIT    | POMPUI   | SFLEX    | TCJ      | TWZ    |
| AKR                          | BTNC    | EE       | J        | MUD     | MJD    | POPF     | SFP      | TCOAT    | TYCN   |
| ALLA                         | BTSGIF  | EGATIF   | JAS      | MVP     | MJLF   | PORT     | SGC      | TEAM     | UAC    |
| ALLY                         | BUI     | EKH      | JASIF    | NC      | MK     | POST     | SHANG    | TEAMG    | UMI    |
| ALT                          | B-WORK  | EMC      | JCK      | NCAP    | ML     | PPF      | SHR      | TEGH     | UNIQ   |
| ALUCON                       | BYD     | ERWPF    | JCT      | NCH     | MNIT   | PRAKIT   | SHREIT   | TEKA     | UP     |
| AMARIN                       | CBG     | ESSO     | JDF      | NDR     | MNIT2  | PRECHA   | SIAM     | TFIF     | UPOIC  |
| AMATAR                       | CCET    | ETC      | JMART    | NER     | MNRF   | PRIME    | SIRIP    | TFM      | URBNPF |
| AMC                          | CCP     | EVER     | NETBAY   | MODERN  | PRIN   | SIS      | SIRIP    | TGE      | UTP    |
| AMR                          | CGD     | F&D      | JTS      | NEW     | MOSHI  | PRO      | SISB     | TGPRO    | UVAN   |
| ANAN                         | CH      | FANCY    | JWD      | NEWS    | M-PAT  | PROSPECT | SKE      | TH       | VARO   |
| AOT                          | CHARAN  | FMT      | KAMART   | NEX     | MPIC   | PTL      | SKN      | THAI     | VIBHA  |
| APCO                         | CHAYO   | FN       | KBSPIF   | NFC     | M-STOR | QHHR     | SKY      | THE      | VNG    |
| APEX                         | CHG     | FORTH    | KC       | NPK     | NC     | QHOP     | SLP      | THG      | VPO    |
| APURE                        | CI      | FTI      | KDH      | NSL     | NCAP   | QHPF     | SM       | THL      | VRANDA |
| AQ                           | CITY    | FTREIT   | KEX      | KKC     | NCH    | RAM      | SMT      | TIF1     | W      |
| ASAP                         | CIVIL   | FUTUREPF | KIAT     | KPNPF   | NER    | RBF      | SNNP     | TIPH     | WAVE   |
| ASEFA                        | CK      | GAHREIT  | KISS     | KTBSTMR | NEW    | RCL      | SO       | TK       | WFX    |
| ASIA                         | CKP     | GENCO    | KWM      | KTIS    | NEX    | RICHY    | SOLAR    | TKC      | WGE    |
| ASIMAR                       | CMAN    | GIFT     | KYE      | KWC     | NFC    | RJH      | SPCG     | TKN      | WHABT  |
| ASW                          | CMR     | GL       | LALIN    | KYE     | NNCL   | ROCK     | SPG      | TLHPF    | WHAIR  |
| AURA                         | CNT     | GLAND    | LEE      | LALIN   | NOVA   | ROH      | SPRIME   | TLI      | WHART  |
| B52                          | CPH     | GLOBAL   | LEO      | LEE     | NRF    | ROJNA    | SQ       | TMD      | WIN    |
| BA                           | CPL     | GLOCON   | LIT      | LHHOTEL | NSL    | RPC      | SRIPANWA | TNPC     | WORK   |
| BAREIT                       | CPNCG   | GRAMMY   | LOXLEY   | LHPF    | NTV    | RPH      | SSC      | TNPF     | WORLD  |
| BBGI                         | CPNREIT | GRAND    | LPH      | LHSC    | NUSA   | RS       | SSPF     | TOA      | WP     |
| BCT                          | CPT     | GREEN    | LST      | LOXLEY  | NV     | RSP      | SSTRT    | TPAC     | WPH    |
| BDMS                         | CPTGF   | GROREIT  | MACO     | LPF     | NVD    | RT       | STANLY   | TPBI     | XPG    |
| BEAUTY                       | CPW     | GVREIT   | MANRIN   | LPH     | NYT    | S        | STARK    | TPIPL    |        |
| BEC                          | CRANE   | GYT      | MATI     | LST     | OHTL   | S11      | STEC     | TPIPP    |        |
| BEM                          | CRC     | HFT      | MAX      | LUXF    | OISHI  | SA       | STECH    | TPOLY    |        |

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC