

บรรจุกภัณฑ์

SET PKG Index Close: 27/10/2026 3,085.64 -20.77 / -0.67% Bt283mn
Bloomberg ticker: SETPKG

innovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

อุปสงค์แข็งแกร่ง รับอานิสงส์จากราคาน้ำมันสูง

เราคาดว่าอุตสาหกรรมบรรจุกภัณฑ์ทั่วโลกจะเติบโตอย่างมั่นคงต่อเนื่องในระยะกลางถึงระยะยาว ขณะที่การหยุดชะงักของอุปทานพลังงานในระยะสั้นจะเป็นปัจจัยหนุนธุรกิจบรรจุกภัณฑ์กระดาษผ่านการเร่งนำมาใช้ทดแทนพลาสติกที่มีต้นทุนสูง สนับสนุนการฟื้นตัวของ Fajar Paper และเอื้อประโยชน์ต่อผู้ผลิตที่มีการดำเนินธุรกิจแบบครบวงจรและใช้เชื้อเพลิงชีวมวล ดังนั้น เราจึงเลือก SCGP เป็นหุ้นเด่นของกลุ่ม และลงคำแนะนำ OUTPERFORM ด้วยราคาเป้าหมาย 39 บาท โดยบริษัทอยู่ในตำแหน่งที่พร้อมได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ยขยายตัว การฟื้นตัวของสินทรัพย์สำคัญ และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง

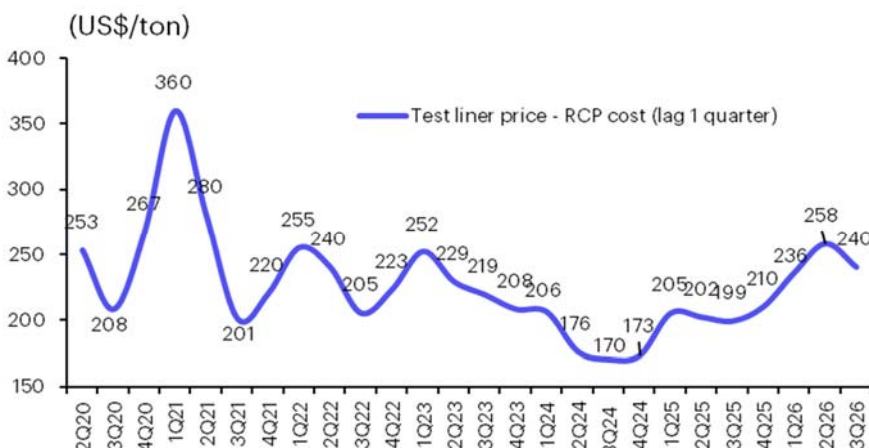
คาดการณ์ความต้องการบรรจุกภัณฑ์ทั่วโลกเติบโตอย่างต่อเนื่อง ตลาดบรรจุกภัณฑ์กระดาษทั่วโลกคาดว่าจะมีมูลค่า 5.917 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2034 (คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี หรือ CAGR ที่ 4.7% ในปี 2025-2034) โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการบรรจุกภัณฑ์ที่ยั่งยืน รวมถึงการเติบโตของธุรกิจอีคอมเมิร์ซที่ต้องการบรรจุกภัณฑ์ที่เบาและแข็งแรงมากขึ้น ส่วนความต้องการบรรจุกภัณฑ์แบบอ่อนตัว (flexible packaging) ทั่วโลกคาดว่าจะมีมูลค่า 4.409 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2033 (CAGR 5.3% ในปี 2025-2033) โดยได้รับแรงหนุนจากการใช้งานที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม เวชภัณฑ์ และเครื่องสำอาง ในขณะที่เดียวกัน ตลาดบรรจุกภัณฑ์แบบคงรูป (rigid packaging) ทั่วโลกคาดว่าจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นเป็น 7.981 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2034 (CAGR 6%) โดยได้รับแรงหนุนจากการหันมาใช้วัสดุบรรจุกภัณฑ์เพื่อความยั่งยืนและนวัตกรรมใหม่ๆ ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมอาหาร การแพทย์ และเครื่องสำอาง

การหยุดชะงักด้านพลังงานเป็นปัจจัยหนุนกลุ่มบรรจุกภัณฑ์ ราคาน้ำมันดิบ Brent ที่ปรับตัวสูงขึ้น และการหยุดชะงักอย่างต่อเนื่องของแคว้นออร์มุซ เป็นปัจจัยหนุนห่วงโซ่อุปทานบรรจุกภัณฑ์กระดาษใน 5 ด้านสำคัญ โดยราคาเม็ดพลาสติก (PE และ PP) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 55-60% จะกระตุ้นให้ผู้บริโภคเปลี่ยนมาใช้บรรจุกภัณฑ์กระดาษมากขึ้น ขณะที่อำนาจในการกำหนดราคาที่แข็งแกร่งช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของ Fajar Paper และส่งผลให้ส่วนต่างราคาของผู้ผลิตขยายตัว นอกจากนี้ การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังคงแข็งแกร่งและการสะสมสินค้าคงคลังก่อนสิ้นปีจะทำให้อุปสงค์บางส่วนถูกเร่งเข้ามาในช่วงปลายปีเร็วกว่าปกติ โดยมีปัจจัยสนับสนุนเพิ่มเติมจากการเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งการตลาดในภูมิภาคในระยะยาว เนื่องจากเวียดนาม อินโดนีเซีย และไทยได้รับประโยชน์จากการกระจายห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก ที่ล่าสุด ผู้ผลิตกระดาษแบบครบวงจรที่ใช้เส้นใยรีไซเคิลและพลังงานชีวมวล มีความได้เปรียบด้านต้นทุนอย่างมีนัยสำคัญเหนือผู้ประกอบการที่มีการบูรณาการธุรกิจน้อยกว่าและพึ่งพาเชื้อเพลิงฟอสซิลในสภาวะที่ต้นทุนพลังงานอยู่ในระดับสูงเช่นปัจจุบัน

SCGP เป็นหุ้นเด่นของกลุ่ม จากแผนธุรกิจเชิงกลยุทธ์ที่แข็งแกร่ง และการได้รับประโยชน์อย่างชัดเจนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ยขยายตัว การฟื้นตัวของ Fajar Paper และต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลง (ต้นทุนหนี้เฉลี่ยประมาณ 3.2%) เราลงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ SCGP ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 39 บาท อิง PE ที่ 22 เท่า (-0.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี) ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2027 ที่ 8.6 เท่า ปัจจัยเสี่ยงด้านบวก ได้แก่ การกลับมาเปิดใช้ช่องแคว้นออร์มุซได้เร็วกว่าคาด (ส่งผลให้ต้นทุนพลังงาน ค่าขนส่ง และราคาเม็ดพลาสติกลดลง) และการเข้าซื้อกิจการที่ช่วยเพิ่มมูลค่า (งบลงทุนขยายธุรกิจ 5.5 พันลบ. ในปี 2026)

ความเสี่ยงที่สำคัญ ความเสี่ยงด้านลบ ได้แก่ การปิดช่องแคว้นออร์มุซที่ยืดเยื้อ (การขาดแคลนเม็ดพลาสติก และค่าขนส่ง), อุปสงค์ของผู้บริโภคที่อ่อนแอลง, อุปทานส่วนเกินของ containerboard จากจีนที่ทะลักเข้าสู่ภูมิภาคอาเซียน, ค่าเงินรูเปียอินโดนีเซีย (IDR) ที่อ่อนค่า และกำลังการผลิตเยื่อกระดาษใหม่ที่จะเข้าสู่ตลาด ขณะที่ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ การบริหารจัดการพลังงาน การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่ยั่งยืน และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (E)

ส่วนต่างราคา Testliner เทียบกับต้นทุน RCP (lag 1 ไตรมาส) ยังคงอยู่ในทิศทางฟื้นตัว



Source: SCGP and InnovestX Investment Strategy & Research

ดูข้อมูลและสิทธิในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย, IAA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9015

chaiwat.a@innovestx.co.th

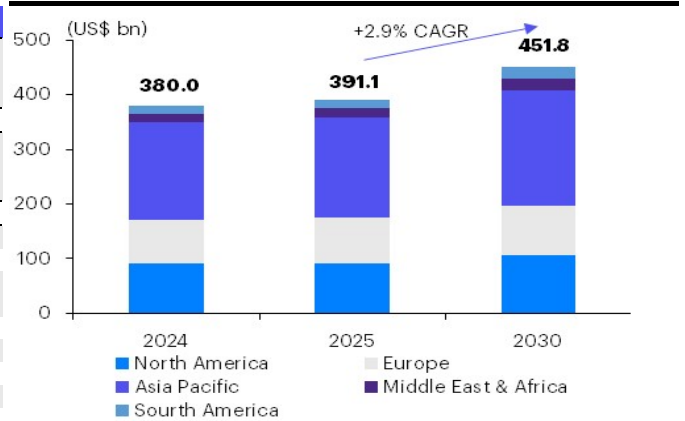
อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง ตลาดบรรจุภัณฑ์ที่กระดาชทั่วโลกคาดว่าจะมีมูลค่า 5.917 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2034 เพิ่มขึ้นจาก 3.923 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2025 คิดเป็น CAGR 4.7% โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการบรรจุภัณฑ์ที่ยั่งยืน ผลิตภัณฑ์ที่สามารถรีไซเคิลและย่อยสลายได้ รวมถึงการเติบโตของธุรกิจอีคอมเมิร์ซที่ต้องการบรรจุภัณฑ์ที่เบาและแข็งแรงมากขึ้น ตามข้อมูลของ Fortune Business Insights ขณะที่ตลาดบรรจุภัณฑ์แบบอ่อนตัว (flexible packaging) ทั่วโลกมีมูลค่า 2.939 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2025 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ 4.409 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2033 คิดเป็น CAGR 5.3% ตามข้อมูลของ Grand View Research โดยการขยายตัวของตลาดได้รับแรงหนุนจากความต้องการโซลูชันบรรจุภัณฑ์ที่ยั่งยืนและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น ควบคู่กับการใช้งานบรรจุภัณฑ์แบบอ่อนตัว (flexible packaging) อย่างแพร่หลายในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ยา และเครื่องสำอาง ในขณะที่เดียวกัน ตลาดบรรจุภัณฑ์แบบคงรูป (rigid packaging) ทั่วโลกคาดว่าจะเติบโตจาก 4.758 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2025 สู่ 7.981 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2034 คิดเป็น CAGR 6% ตามข้อมูลของ Fortune Business Insights โดยการเติบโตดังกล่าวได้รับแรงหนุนจากการใช้งานวัสดุบรรจุภัณฑ์ที่มีความยั่งยืนและมีนวัตกรรมเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมอาหาร การแพทย์ และเครื่องสำอาง

Figure 1: ความต้องการ containerboard ในไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

	ไทย	เวียดนาม	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
ความต้องการ containerboard (ล้านตัน)	2.6	2.2	2.9	0.9
% เติบโตในปี 2025	3%	6%	5%	5%
อัตราการเติบโตของอุปสงค์ส่งออกกระดาษลูกฟูกในปี 2025	6%	18%	12%	3%
สัดส่วนการใช้ containerboard ในแต่ละประเทศ				
อาหารและเครื่องดื่ม	34%	38%	63%	56%
สินค้าอุปโภคบริโภค	20%	10%	20%	16%
เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ (E&E)	8%	21%	3%	7%
สินค้าเกษตร/ผลไม้สด	7%			15%
ยานยนต์	6%		3%	
สิ่งก่อสร้างและรองเท้า		21%	5%	
อาหารแช่แข็ง	14%			
อาหารกระป๋อง	6%			
อื่นๆ	5%	10%	6%	6%

Source: SCGP, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 2: ความต้องการบรรจุภัณฑ์ที่กระดาชทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตที่ CAGR 2.9% ในปี 2025-2030



Source: MarketsandMarkets Research, and InnovestX Investment Strategy & Research

อาเซียนยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตหลัก อุปสงค์ containerboard (หรือกระดาษสำหรับผลิตบรรจุภัณฑ์ลูกฟูก) เติบโตสอดคล้องกับความต้องการที่แข็งแกร่งของอุตสาหกรรมปลายน้ำทั่วภูมิภาค โดย Fastmarkets คาดว่าอุปสงค์ containerboard ในเอเชียจะเติบโต 3.8% ในปี 2026 เทียบกับการเติบโต 5.8% ในปี 2025 (อัตราการใช้จ่ายการผลิตอยู่ที่ 69%) ขณะที่กำลังการผลิตในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 7.4% ต่อปีในปี 2020-2024 โดยส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนจีน อินโดนีเซียเป็นตลาด containerboard ที่ใหญ่ที่สุดในบรรดา 4 ประเทศที่เราติดตาม (2.9 ล้านตัน, 63% เป็นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม) ด้าน GDP ของเวียดนามเติบโต 8.4% ใน 2Q26 โดยมีดัชนี PMI อยู่ที่ 53.8 ในช่วง 2Q26 ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนของอินโดนีเซียยังคงอยู่ที่ราว 57% ของ GDP สำหรับอุปสงค์กล่องลูกฟูกเติบโต 11.5% YoY ในอินโดนีเซีย, 18.1% ในเวียดนาม, 5.8% ในไทย และ 2.7% ในฟิลิปปินส์ ในปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ การผลิตเพื่อส่งออกที่นำโดย FDI และการฟื้นตัวของการบริโภคภาคเอกชน ทั้งนี้ SCGP อยู่ระหว่างการขยายกำลังการผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษลูกฟูกอีก 26,800 ตันต่อปี ที่ VKPC ในนครโฮจิมินห์ (มูลค่า 748 ลบ.; กำหนดเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ ก.ย. 2027) เพื่อรองรับการเติบโตในเวียดนามซึ่งเป็นตลาดที่เติบโตเร็วที่สุด

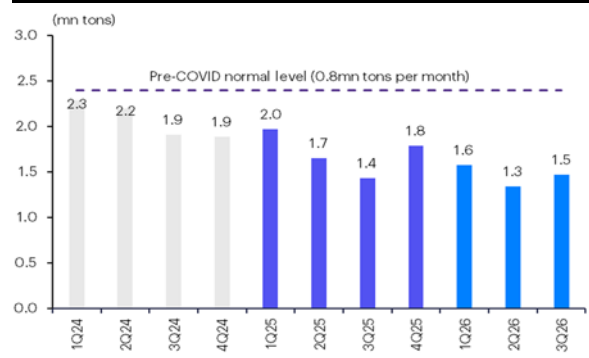
อุปสงค์ของจีนยังคงอ่อนแอ แต่เริ่มเห็นสัญญาณปรับตัวดีขึ้น การนำเข้า containerboard ของจีนลดลง 17% สู่ 6.84 ล้านตันในปี 2025 (จาก 8.29 ล้านตันในปี 2024) และลดลงอีก 19% YoY สู่ 2.92 ล้านตันใน 1H26 อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นการปรับตัวดีขึ้นบ้าง เนื่องจากปริมาณการนำเข้าบรรจุภัณฑ์ใน 3Q26 อยู่ที่ 1.5 ล้านตัน (+2.6% YoY และ +9.5% QoQ) แม้ว่าจะยังคงต่ำกว่าระดับปกติก่อนเกิด COVID-19 ที่ 2.4 ล้านตันต่อไตรมาส การที่จีนจำกัดการนำเข้าเยื่อกระดาษรีไซเคิลแบบแห้งในเดือนต.ค. 2025 ช่วยหนุนผู้ส่งออกกระดาษบรรจุภัณฑ์ในอาเซียนได้ในระดับหนึ่ง แต่ก็ส่งผลให้ราคา OCC กระดาษตัวลงอย่างหนักและแตะจุดต่ำสุดในเดือน ม.ค. 2026 (Moore & Associates) ทั้งนี้ จีนยังคงเป็นผู้นำเข้ากระดาษบรรจุภัณฑ์รายหลักของอาเซียน

Figure 3: แนวโน้มการเติบโตของตลาดบรรจุกภัณฑ์ในประเทศไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

เฉลี่ยปี 2025-2029	ไทย	เวียดนาม	อินโดนีเซีย	ฟิลิปปินส์
ประชากร (ล้านคน)	72	100	283	118
2026F GDP growth (%)	2.1	8.4	5.1	3.4
การเติบโตของตลาด (% CAGR 2025-2029)				
บรรจุกภัณฑ์กระดาษ	2.8	9.7	5.6	7.2
บรรจุกภัณฑ์พลาสติก	4.1	4.6	6.1	5.8

Source: IMF (Oct 2026), Euromonitor, SCB EIC, VnExpress International, GMI Research SCGP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 4: การนำเข้า containerboard ของจีนยังอยู่ในระดับต่ำกว่าภาวะปกติอย่างมีนัยสำคัญ แต่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวใน 3Q26



Source: General Administration of Customs of China via SCGP (as of Sep 20, 2026), and InnovestX Investment Strategy & Research

สงครามตะวันออกกลางหนุนราคาน้ำมัน Brent ในระยะสั้น ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐ-อิสราเอลกับอิหร่านเริ่มขึ้นเมื่อวันที่ 28 ก.พ. 2026 โดยช่องแคบฮอร์มุซถูกปิดกั้นโดยพฤตินัยเป็นเวลาประมาณ 236 วัน (ณ วันที่ 22 ต.ค.) ส่งผลให้ปริมาณการเดินเรือเชิงพาณิชย์เหลือเพียงราว 5% ของระดับก่อนเกิดวิกฤตที่ 85 เทียบต่อวัน ขณะที่เปรียบเทียบความเสี่ยงจากสงคราม เพิ่มขึ้นเป็น 32 เท่าของระดับก่อนเกิดวิกฤต ราคาน้ำมัน Brent พุ่งขึ้นเกือบแตะ US\$120/บาร์เรล ก่อนลดลงมาอยู่ที่ US\$112/บาร์เรล ณ วันที่ 22 ต.ค. ทั้งนี้ รายงาน STEO เดือน ต.ค. ของ EIA ตั้งสมมติฐานว่าการส่งออกน้ำมันจากตะวันออกกลางจะยังคงถูกจำกัดตลอด 4Q26 และคาดว่าน้ำมัน Brent จะมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ US\$105/บาร์เรล ใน 4Q26 ก่อนปรับลดลงสู่ราว US\$87/บาร์เรล ภายในสิ้น 2Q27 จากการกลับมาของกำลังการผลิตส่วนใหญ่ที่เคยหยุดชะงัก และลดลงต่อสู่ US\$74/บาร์เรล ใน 4Q27 ส่งผลให้ EIA คาดว่าน้ำมัน Brent จะมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ US\$84/บาร์เรล ในปี 2027 เทียบกับสมมติฐานของ INNVX ที่ US\$80/บาร์เรล

ปัจจัยบวกสำคัญต่อห่วงโซ่อุปทานบรรจุกภัณฑ์กระดาษ เราเห็นปัจจัยบวกสำคัญ 5 ประการต่อห่วงโซ่อุปทานกระดาษบรรจุกภัณฑ์ ได้แก่ 1) อุปสงค์ในการทดแทนที่สูงขึ้น เนื่องจากกระดาษเป็นวัสดุบรรจุกภัณฑ์ที่ได้รับผลกระทบจากสงครามน้อยที่สุด ขณะที่ราคาเม็ดพลาสติก (PE และ PP) ปรับเพิ่มขึ้น 55-60% จากระดับก่อนสงคราม 2) อำนาจในการกำหนดราคาที่สูงขึ้น โดยราคา Testliner ในอาเซียนเพิ่มขึ้น US\$37/ตัน จาก 3Q25 มาอยู่ที่ US\$410/ตัน ใน 3Q26 มากกว่าราคา AOCC ที่เพิ่มขึ้น US\$15/ตัน ในช่วงเวลาเดียวกัน 3) การเร่งตัวของอุปสงค์จากการใช้ซ้ำของผู้บริโภคที่ยังแข็งแกร่งและการสะสมสินค้าคงคลังช่วงปลายปี ซึ่งช่วยสนับสนุนความต้องการบรรจุกภัณฑ์สำหรับสินค้าอุปโภคบริโภคและอาหารสำเร็จรูป 4) การปรับโครงสร้างห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก ซึ่งทำให้เวียดนาม อินโดนีเซีย และไทย ยังคงได้รับประโยชน์จากการกระจายฐานการผลิต และ 5) ความได้เปรียบด้านต้นทุนของผู้ประกอบการแบบครบวงจร รวมถึงผู้ผลิตที่ใช้เส้นใยรีไซเคิลและพลังงานชีวมวล เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่บูรณาการธุรกิจน้อยกว่าและพึ่งพาเชื้อเพลิงฟอสซิลในสัดส่วนสูง

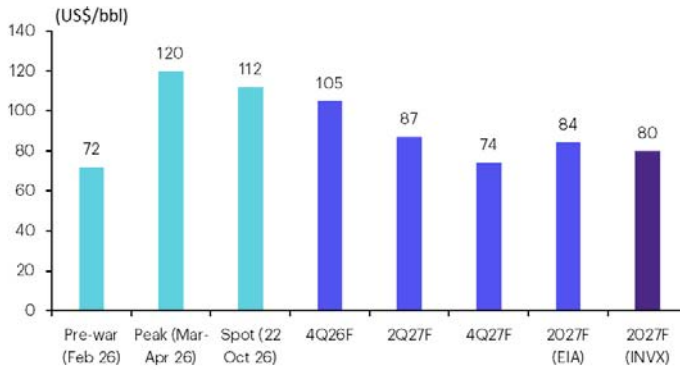
ปัจจัยลบสำคัญ ต้นทุนค่าแรงและค่าขนส่งที่สูงขึ้น การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคากาแฟและสารเคมีที่ใช้ในการผลิต รวมถึงการขาดแคลนเม็ดพลาสติกสำหรับบรรจุกภัณฑ์ประเภทโพลีเมอร์ เวชภัณฑ์ และอาหาร (15% ของรายได้ SCGP) โดยบริษัทได้ดำเนินการมาตรการรับมือผ่านการจัดหาสินค้าล่วงหน้า การเพิ่มสัดส่วนการจัดหา RCP จากภายในประเทศโดยตรง (การจัดหาโดยตรง 30%, พาร์ตเนอร์ 14% และซัพพลายเออร์อื่น 16% ของปริมาณ RCP ที่บริษัทจัดหาเข้ามาใน 1Q26; ขณะที่การนำเข้าผ่าน Peute ซึ่งเป็นบริษัทในเครืออยู่ที่ 16% เทียบกับรายอื่น 24%) การเคลื่อนย้ายสินค้าคงคลังไปไว้ใกล้ลูกค้ามากขึ้น และการนำถบบรรทุกไฟฟ้า (EV) จำนวน 25 คันมาใช้งาน

Figure 5: สงครามตะวันออกกลาง: ตารางแสดงผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานของอุตสาหกรรมบรรจุกภัณฑ์

ประเด็น	การเปลี่ยนแปลงสำคัญตั้งแต่ ก.พ. 2026	ผลกระทบต่อ SCGP / กลุ่มอุตสาหกรรม	ผลกระทบสุทธิ
น้ำมันและพลังงาน	ราคาน้ำมัน Brent อยู่ที่ US\$72/บาร์เรลก่อนเกิดสงคราม ปรับขึ้นแตะระดับสูงสุดใกล้ US\$120/บาร์เรล และอยู่ที่ US\$112/บาร์เรล ณ วันที่ 22 ต.ค. 2026 ขณะที่ EIA คาดราคาจะอยู่ที่ US\$105/บาร์เรลใน 4Q26F และ US\$84/บาร์เรลในปี 2027F เทียบกับสมมติฐานของ INNVX ที่ US\$80/บาร์เรลในปี 2027F	ต้นทุนเชื้อเพลิงและค่าขนส่งที่สูงขึ้นใน 3Q26 คาดว่าจะทยอยลดลงตั้งแต่ 2Q27 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนอัตรากำไร	ลบในระยะสั้น
ค่าขนส่งและประกันภัย	ปริมาณการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซเหลือเพียง 5% ของระดับปกติ ขณะที่เปรียบเทียบความเสี่ยงจากสงครามเพิ่มขึ้นเป็น 32 เท่าของระดับก่อนเกิดวิกฤต	ต้นทุนการนำเข้ากระดาษรีไซเคิล (RCP) เพิ่มขึ้น โดย SCGP ปรับกลยุทธ์หันมาใช้ RCP ในประเทศมากขึ้น และย้ายสินค้าคงคลังเข้าใกล้ลูกค้ามากขึ้น	ลบ
เม็ดพลาสติก	ราคา PE และ PP ปรับขึ้น 55-60% จากระดับก่อนสงคราม ขณะที่เม็ดพลาสติกยังเป็นสินค้าควบคุมในประเทศไทย	กดดันอัตรากำไรในกลุ่มบรรจุกภัณฑ์โพลีเมอร์ การแพทย์ และอาหาร (คิดเป็น 15% ของรายได้) แต่ได้รับการชดเชยจากการเปลี่ยนมาใช้บรรจุกภัณฑ์กระดาษแทน	ผสม
ความต้องการบรรจุกภัณฑ์กระดาษ	เป็นวัสดุที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุด โดยได้รับแรงหนุนจากการเปลี่ยนจากพลาสติกเป็นกระดาษ และการกักตุนสินค้าอาหารบรรจุกภัณฑ์	มีอำนาจในการกำหนดราคาที่ดีขึ้น โดยราคา testliner เพิ่มขึ้น US\$37/ตัน YoY ใน 3Q26 เทียบกับราคา AOCC ที่เพิ่มขึ้น US\$15/ตัน	บวก
กาแฟ	ราคากาแฟอินโดนีเซีย 5,000 kcal ปรับตัวขึ้น 50% YTD สู่ US\$100/ตัน ขณะที่ราคากาแฟ Newcastle อยู่ที่ US\$136-150/ตัน ตามข้อมูล IEA	กาแฟยังเป็นเชื้อเพลิงหลักของ SCGP แม้บริษัทจะมีการจัดหากาแฟเพียงพอและตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนเชื้อเพลิงทางเลือกเป็น 40%	ลบ
ลูกค้าและอุปสงค์	ลูกค้าที่ส่งออกไปยังตะวันออกกลางคิดเป็นประมาณ 1% ของยอดขาย SCGP โดยมีความเสี่ยงที่อุปสงค์จะชะลอตัวกระทบยอดขายราว 2-4%	ผลกระทบทางตรงค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก SCGP มีฐานรายได้หลักจากตลาดอาเซียน โดยประเทศไทย อินโดนีเซีย และเวียดนาม คิดเป็น 77% ของรายได้รวม	เป็นกลาง
ห่วงโซ่อุปทาน	แนวโน้มการกระจายฐานการผลิตทั่วโลก ส่งผลให้เวียดนาม อินโดนีเซีย และไทยได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงของห่วงโซ่อุปทาน	สนับสนุนการได้ลูกค้ารายใหม่ เช่น ผู้ประกอบการจีนที่ย้ายฐานการผลิตเข้าสู่ภาคตะวันออกของไทยผ่าน Jin Zhong Fa	บวก

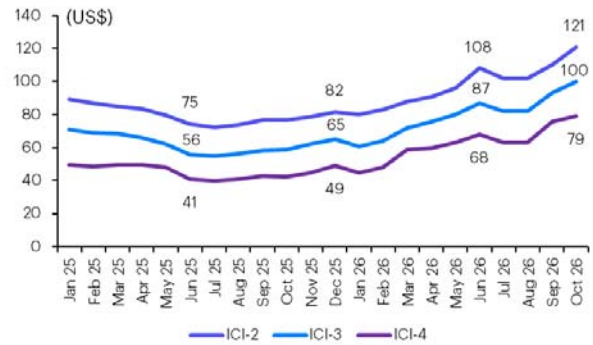
Source: SCGP (SCG Exclusive Talk, May 2026; Investor Meeting, Sep 2026), SCB EIC, EIA, IEA, straits.live and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 6:ราคาน้ำมัน Brent พุ่งขึ้นจากสงคราม แต่ EIA คาดว่าจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติในปี 2027



Source: SCB EIC, Gulf News, Invezz, EIA STEO (Oct 2026), InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 7: ราคาถ่านหิน: ถ่านหินเกรดอินโดนีเซียปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 50% YTD



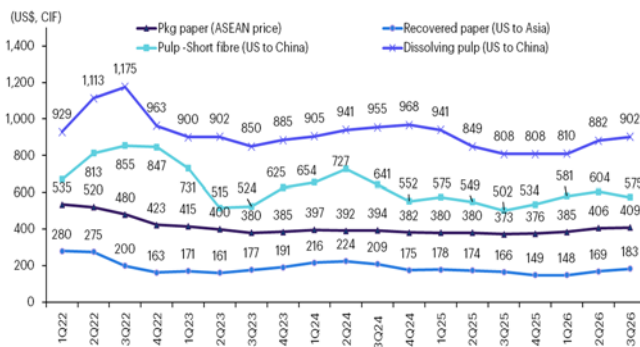
Source: IEA Coal Mid-Year Update 2026, InnovestX Investment Strategy & Research

ราคาวัตถุดิบหลัก (AOCC) มีแนวโน้มแตะจุดต่ำสุดในปี 2026 และทยอยปรับตัวต่อเนื่องจนถึง 1H27 ราคา American Old Corrugated Containers (AOCC, ส่งออกจากสหรัฐฯ ไปยังเอเชีย) อยู่ที่ US\$167/ตัน ในปี 2025 ก่อนปรับลดลงสู่จุดต่ำสุดที่ US\$148/ตัน ใน 1Q26 หลังจีนออกมาตรการจำกัดการนำเข้าเยื่อรีไซเคิล และปรับตัวกลับมาอยู่ที่ US\$169/ตัน ใน 2Q26 และ US\$183/ตัน ใน 3Q26 การปรับตัวดังกล่าวได้รับแรงหนุนจากต้นทุนค่าระวางเรือบรรทุกน้ำมัน ค่าระวางตู้คอนเทนเนอร์ และค่าเบี้ยประกันที่อยู่ในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ การเติมสต็อกวัตถุดิบของโรงงานในสหรัฐฯ ภายหลังการปรับขึ้นราคากระดาษบรรจุภัณฑ์ในปี 2026 รวมถึงอัตราการเก็บรวบรวม OCC ในสหรัฐฯ ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม การปิดกำลังการผลิตในอเมริกาเหนือช่วยชดเชยปัจจัยดังกล่าวโดยทำให้มี OCC จากสหรัฐฯ เหลือสำหรับการส่งออกมากขึ้น เราคาดว่าราคา AOCC จะอยู่ในช่วง US\$190-200/ตัน ใน 4Q26, US\$165-185/ตัน ในปี 2027 และ US\$160-175/ตัน ในปี 2028 เมื่อค่าขนส่งกลับเข้าสู่ภาวะปกติ ทั้งนี้ SCGP นำเศษกระดาษ (RCP) กลับมาใช้ใหม่จำนวน 3.8 ล้านตัน ในปี 2025 (97% ของเยื่อกระดาษที่ใช้ผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์) โดย 65% จัดหาจากภายในประเทศ ต้นทุน RCP ที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ US\$10/ตัน จะส่งผลต่อผลประกอบการราว 1.25 พันลบ./ปี ก่อนการส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาขาย

แรงกดดันด้านต้นทุนถ่านหินยังมีอยู่ แต่ SCGP มีแผนที่จะเพิ่มการใช้เชื้อเพลิงทางเลือก ราคาถ่านหินของอินโดนีเซีย (ดัชนีอ้างอิง ICI) ปรับตัวขึ้นอย่างมากในปี 2026 จากมาตรการจำกัดการส่งออกของอินโดนีเซีย ปัญหาการหยุดชะงักของอุปทาน และความต้องการใช้ถ่านหินที่เพิ่มขึ้นจากการสลับไปใช้เชื้อเพลิงอื่น โดย ICI-3 (5,000 kcal/kg GAR) ซึ่งเป็นดัชนีอ้างอิงสำคัญ ปรับเพิ่มขึ้น 47% จาก US\$68/ตัน ในเดือนม.ค. 2026 สู่ US\$100/ตัน ในเดือนต.ค. 2026 แม้ว่าราคาถ่านหินมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูงตลอดช่วงที่เหลือของปี 2026 แต่ forward curve สะท้อนว่าการปรับฐานในปี 2027 น่าจะเกิดขึ้นในระดับที่จำกัดกว่าน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ สำหรับ SCGP ผลกระทบต่อกำไรลดทอนลงได้บางส่วนจากการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกในสัดส่วนสูงและการจัดซื้อแบบรวมศูนย์ภายในกลุ่ม SCG อย่างไรก็ตาม บริษัทได้เร่งเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกเป็น 36% ใน 1H26 (เทียบกับเป้าหมายที่ 40%) เพื่อชดเชยผลกระทบจากต้นทุนถ่านหินที่อยู่ในระดับสูงบางส่วน

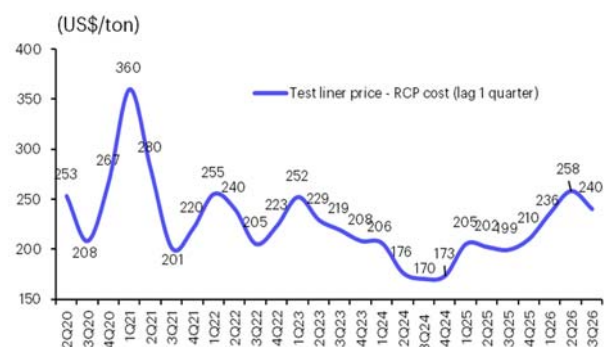
SCGP มีสัดส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียนต่ำกว่าผู้ผลิตที่ใช้เยื่อบริสุทธิ์เป็นวัตถุดิบ แต่มีความโดดเด่นด้านการใช้เส้นใยรีไซเคิลตามแนวทางเศรษฐกิจหมุนเวียน ผู้ประกอบการกระดาษและบรรจุภัณฑ์ระดับโลกอย่าง Smurfit Westrock มีสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงที่มาจากเชื้อเพลิงชีวภาพ 55% ในปี 2025 (ก๊าซธรรมชาติ 36%) ส่วน Mondi ซึ่งเป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์จากสหราชอาณาจักร มีการใช้พลังงานหมุนเวียนคิดเป็น 77% ของพลังงานทั้งหมด ซึ่งสะท้อนถึงการมีโรงงานที่ใช้เยื่อบริสุทธิ์เป็นวัตถุดิบและมีระบบกู้คืนพลังงานจาก black liquor ขณะที่ SCGP ซึ่งใช้เส้นใยรีไซเคิลเป็นวัตถุดิบหลัก คิดเป็น 95% ของวัตถุดิบที่ใช้ผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์ มีการผลิตพลังงานชีวมวลเพื่อใช้เองในระดับต่ำกว่า ทำให้ราคาถ่านหินและเป้าหมายการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกที่ 40% มีความสำคัญมากขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับผู้ประกอบการอื่น SCGP มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 อยู่ที่ 4.32 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (tCO₂e) ในปี 2025 เทียบกับ Nine Dragons ที่ 18.8 ล้าน tCO₂e ใน FY6/25 (+10.6% YoY) ขณะที่ Asia Pulp & Paper ของอินโดนีเซียใช้พลังงานหมุนเวียน 58% ของการใช้พลังงานทั้งหมด (ส่วนใหญ่มาจาก black liquor และเปลือกไม้) แต่ยังคงพึ่งพาถ่านหินในสัดส่วน 36.8% ซึ่งมีโครงสร้างใกล้เคียงกับ SCGP ทั้งนี้ ระดับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยรวมสะท้อนขนาดกิจการเป็นสำคัญ ดังนั้น การเปรียบเทียบความเข้มข้นการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (tCO₂e ต่อหน่วยผลผลิต) จึงเป็นวิธีที่เหมาะสมกว่าสำหรับการเปรียบเทียบบริษัทในกลุ่มเดียวกัน

Figure 8: แนวโน้มราคาสถิตภัณฑ์และวัตถุดิบสำคัญ



Source: SCGP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 9: ราคา Testliner เทียบกับต้นทุน RCP (Lag 1 ไตรมาส)



Source: SCGP and InnovestX Investment Strategy & Research, Note: Revenue recognizes current-quarter; COGS incorporates 1-quarter lagged RCP raw material cost.

Figure 10: สรุปแนวโน้มต้นทุนและราคาสถิตภัณฑ์

รายการ	2025A	1Q26 / 2Q26 / 3Q26	4Q26F	2027F	2028F	ปัจจัยขับเคลื่อนหลัก
AOCC (US\$/ตัน, CIF Asia)	167	148 / 169 / 183	190-200	165-185	160-175	ค่าระวางเรือและค่าประกันภัย การกลับมาสะสมสต็อกของโรงงานในสหรัฐฯ เทียบกับการปิดกำลังการผลิตของโรงงานในอเมริกาเหนือ
Testliner (US\$/ตัน, ASEAN)	377	385 / 406 / 410	405-415	390-405	380-400	การส่งผ่านต้นทุนช่วยหนุนราคา ขณะที่อุปทานส่วนเกินในอาเซียนจำกัด Upside
ส่วนต่างราคา (US\$/ตัน)	210	237 / 237 / 227	220-230	215-225	215-225	แคบลงเล็กน้อยเนื่องจากราคา AOCC ยังคงทรงตัวในระดับสูง
Brent (US\$/บาร์เรล)	72 (ก่อนเกิดสงคราม)	112 (22 ต.ค. 2026)	105	84 (EIA) 80 (INNVX)	n.a.	EIA STEO ต.ค. 2026: การขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซฟื้นตัวภายในสิ้น 2Q27
ถ่านหิน Newcastle (US\$/ตัน)	105	150 (1H26) / 136 (Aug 26)	130-145	115-130	110-125	IEA: Forward curve สะท้อนถึงทิศทางปรับลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป
ถ่านหินอินโดนีเซีย ICI3 5,000 kcal (US\$/ตัน)	n.a.	68 (Jan 26) / 100 (Oct 26)	80-100	65-80	65-75	มาตรการควบคุมการส่งออกของอินโดนีเซียและการเปลี่ยนการใช้พลังงานจากถ่านหินเป็นถ่านหิน
ราคาเม็ดพลาสติก (PE/PP)	Base	+55-60% (จาก ก.พ. 2026)	อยู่ในระดับสูง	เริ่มกลับสู่ภาวะปกติ	กลับสู่ภาวะปกติ	เคลื่อนไหวตามราคาแนฟทาและน้ำมัน Brent
เยื่อกระดาษเส้นใยสั้น (US\$/ตัน)	540	581 / 604 / 575	560-600	520-570	500-550	โรงงานขนาดใหญ่ระดับโลกแห่งใหม่ Arauco Sucuriu กำลังการผลิต 3.5 ล้านตันต่อปี มีกำหนดเริ่มดำเนินงานปลายปี 2027
เยื่อเคมีละลายได้ (US\$/ตัน)	852	810 / 882 / 902	900-920	850-950	850-950	อุปสงค์จากอุตสาหกรรมสิ่งทอ เทียบกับอุปทานจากโรงงานที่สามารถผลิตประเภทการผลิตได้

Source: SCGP, EIA, IEA, SCB EIC, Fastmarkets; forecasts (F) for AOCC, testliner, coal and pulp are InnovestX estimates. Sensitivity: every US\$10/t change in RCP cost = -US\$38mn p.a. for SCGP (3.8mt RCP), InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 11: สัดส่วนการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของ SCGP เทียบกับคู่แข่งในระดับภูมิภาคและระดับโลก

บริษัท	ฐานธุรกิจ	รูปแบบการใช้เส้นใย	สัดส่วนเชื้อเพลิง / พลังงาน	ก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 (ล้าน tCO2e)	เป้าหมาย
SCGP	ไทย / อาเซียน	ใช้เส้นใยรีไซเคิล (คิดเป็น 95% ของวัตถุดิบสำหรับผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์)	เชื้อเพลิงทางเลือก 37.7% (2025), 36% (1H26); เป้าหมาย 40% (2026)	4.32 (2025); -13.4% เทียบกับปี 2020	ลดลง 25% ภายในปี 2030 เทียบกับปี 2020; การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net zero) ปี 2050
Asia Pulp & Paper	อินโดนีเซีย / อาเซียน	ใช้ทั้งเส้นใยจากสวนป่าแบบครบวงจรและเส้นใยรีไซเคิล; เส้นใยรีไซเคิล = 47% ของวัตถุดิบที่ใช้ทั้งหมด	พลังงานหมุนเวียนคิดเป็น 58% ของการใช้พลังงานในปี 2025 ส่วนใหญ่มาจาก black liquor และเปลือกไม้ ขณะที่ถ่านหินคิดเป็น 36.8% และก๊าซธรรมชาติ 4.3%	12.08 (2025); +0.2% YoY และ +1.1% เทียบกับปี 2023	SBTi: ลด Scope 1+2 ลง 54.6% ภายในปี 2033 เทียบกับปี 2023; SRV: ลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนลง 30% ภายในปี 2030 เทียบกับปี 2018
Smurfit Westrock	สหรัฐฯ / ยุโรป	เส้นใยใหม่ (Virgin) และรีไซเคิล	เชื้อเพลิงชีวภาพ 55%, ก๊าซธรรมชาติ 36% สำหรับเชื้อเพลิงทางเลือก (2025)	10.8 (2025)	ลดลง 28% ภายในปี 2030 เทียบกับปี 2019
Mondi	ยุโรป	หลักๆ คือเส้นใยใหม่ (Virgin)	พลังงานหมุนเวียน 77% ของพลังงานทั้งหมด (2025)	2.08, -48% เทียบกับปี 2019 (2025)	ลดลง 46.2% ภายในปี 2030 เทียบกับปี 2019
Nine Dragons	จีน	รีไซเคิล	หลักๆ คือถ่านหิน	18.8 (FY6/25, +10.6% YoY)	n.a.

Source: SCGP Investor Meeting (Sep 2026), Smurfit Westrock 2025 Sustainability Report (via Packaging Dive), Mondi, Nine Dragons 2025 ESG Report, InnovestX Investment Strategy & Research, Note: Metrics may not be directly comparable because peer disclosures use different denominators, including direct fuel, total energy, and alternative fuel consumption.

ธีการลงทุนหลักของกลุ่มบรรจุกภัณฑ์ เรามองว่า 7 ธีสำคัญที่จะสนับสนุนกลุ่มบรรจุกภัณฑ์ในช่วงปี 2027-2028 โดยปัจจัยขับเคลื่อนหลักมาจากการบริโภคภายในประเทศของอาเซียนและการย้ายฐานการผลิตตามการปรับโครงสร้างห่วงโซ่อุปทานโลก โดยอุปสงค์กล่องลูกฟูกเติบโต 18.1% ในเวียดนาม และ 11.5% ในอินโดนีเซียในปี 2025 ขณะที่บรรจุกภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ (fiber packaging) คาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 2.8-9.7% ในปี 2025-2029F และปัจจุบันไทย อินโดนีเซีย และเวียดนามคิดเป็นสัดส่วน 77% ของรายได้ของ SCGP การใช้วัสดุกระดาษทดแทนพลาสติกเร่งตัวขึ้น เนื่องจากราคาเม็ดพลาสติกพุ่งขึ้น 55-60% จากระดับก่อนเกิดความขัดแย้ง และกฎระเบียบ PPWR ของสหภาพยุโรปมีผลบังคับใช้ในเดือนส.ค. 2026 โดยตลาดบรรจุกภัณฑ์สำหรับธุรกิจบริการอาหารคาดว่าจะเติบโตที่ CAGR 5.8% จนถึงปี 2035 ขณะที่อำนาจในการกำหนดราคายังคงแข็งแกร่ง โดยราคา Testliner เพิ่มขึ้น US\$37/ตัน YoY ใน 3Q26 เทียบกับราคา AOCC ที่เพิ่มขึ้น US\$15/ตัน ส่งผลให้ส่วนต่างราคาอยู่ที่ US\$229-237/ตัน ในปี 2026 เทียบกับ US\$210/ตัน ในปี 2025 ส่วนอินโดนีเซียเริ่มฟื้นตัว โดย Fajar มีกำไร 107 พันล้านรูเปียห์ใน 2Q26 หลังจากขาดทุนติดต่อกัน 5 ไตรมาส และ การลงทุนใน MYPAK ช่วยเพิ่มระดับการบูรณาการการผลิตในอินโดนีเซียเป็น 26% จาก 18% นอกจากนี้ยังได้รับการสนับสนุนเพิ่มเติมจากความสามารถในการเปลี่ยนผ่านทางพลังงาน (ตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกเป็น 40% จาก 36%) การลดภาระหนี้สินและการจ่ายปันผล (หนี้สินสุทธิ/EBITDA ลดลงสู่ 2.4 เท่า จาก 3.3 เท่า โดยมีอัตราการจ่ายปันผลที่ 63% ในปี 2025) ตลอดจนธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่มีมูลค่าสูงขึ้น เช่น วัสดุสิ้นเปลืองในห้องปฏิบัติการ (CAGR 7.3%) เข็มฉีดยา และแผ่นยิปซัม โดย SCGP ได้รับประโยชน์จากทั้ง 7 ธีดังกล่าว ขณะที่ APP TPAC และ SFLEX ได้รับประโยชน์เพียงบางธี ซึ่งสนับสนุนมุมมองของเราที่ยังคงเลือก SCGP เป็นหุ้นเด่นของกลุ่ม

Figure 12: ธีการลงทุนที่สำคัญสำหรับกลุ่มบรรจุกภัณฑ์

ธี	ตัวเลขสำคัญ	ผู้ได้รับประโยชน์
1. การบริโภคภายในภูมิภาคอาเซียนและการย้ายฐานห่วงโซ่อุปทาน	ความต้องการกล่องลูกฟูกปี 2025 เติบโต 18.1% ในเวียดนาม และ 11.5% ในอินโดนีเซีย; คาด CAGR ของธุรกิจบรรจุกภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ (fiber packaging) ปี 2025-29F อยู่ที่ 2.8-5.9%; ไทย/อินโดนีเซีย/เวียดนามคิดเป็น 77% ของรายได้ SCGP	SCGP, APP, TPAC
2. การเปลี่ยนมาใช้กระดาษแทนพลาสติก	ราคาเม็ดพลาสติกพุ่งขึ้น +55-60% จากระดับก่อนเกิดความขัดแย้ง; กฎระเบียบ EU PPWR เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 12 ส.ค. 2026; อัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) ของบรรจุกภัณฑ์อาหารอยู่ที่ 5.8% จนถึงปี 2035	SCGP (บรรจุกภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษ, บรรจุกภัณฑ์อาหาร), ผู้แปรรูปพลาสติกระดับโลก
3. การบริหารจัดการส่วนต่างราคาและอำนาจในการกำหนดราคา	ราคากระดาษ Testliner เพิ่มขึ้น US\$37/ตัน เทียบกับ AOCC ที่เพิ่มขึ้น US\$15/ตัน ใน 3Q26 เทียบกับ 3Q25; spread อยู่ที่ US\$229-237/ตัน ในปี 2026 เทียบกับ US\$210/ตัน ในปี 2025	SCGP
4. การฟื้นตัวของธุรกิจอินโดนีเซีย	Fajar มีกำไรสุทธิ 107 พันล้านรูเปียห์อินโดนีเซียใน 2Q26 หลังจากขาดทุนติดต่อกัน 5 ไตรมาส; ระดับการบูรณาการเพิ่มขึ้นจาก 18% เป็น 26% ร่วมกับ MYPAK	SCGP
5. การเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานเพื่อเป็นเกราะป้องกันด้านต้นทุน	สัดส่วนเชื้อเพลิงทางเลือกอยู่ที่ 36% ใน 1H26 และมุ่งสู่เป้าหมาย 40% ในปี 2026; ทุกการลดการใช้ถ่านหินลง 1ppt ช่วยลดความผันผวนของต้นทุน	SCGP, ผู้ผลิตเยื่อกระดาษจากเส้นใยบริสุทธิ์รายใหญ่ทั่วโลก
6. การลดภาระหนี้และการจ่ายปันผล	Net debt/EBITDA ลดลงมาอยู่ที่ 2.6 เท่าใน 1H26 จาก 3.3 เท่าในปี 2024; จ่ายปันผลระหว่างกาลที่ 0.40 บาท/หุ้น; อัตราการจ่ายปันผลอยู่ที่ 63% ในปี 2025	SCGP, SFLEX, TPAC
7. กลุ่มอุปกรณ์ทางการแพทย์และกลุ่มธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่มีมูลค่าสูง	CAGR ของวัสดุสิ้นเปลืองในห้องปฏิบัติการอยู่ที่ 7.3% จนถึงปี 2029; เข็มและไซริงค์ฉีดยาของ VEM-TH; กระดาษบุยิปซัม (400 พันตันต่อปี, 4Q28)	SCGP

Source: SCGP, SCB EIC, Market.us, MarketsandMarkets, EU PPWR and InnovestX Research

กลยุทธ์ของ SCGP ผู้บริหารยังคงเดินหน้ากลยุทธ์ฟื้นฟูธุรกิจของ Fajar Paper โดยมุ่งเน้นการลดต้นทุนเชิงโครงสร้างและการเพิ่มการบูรณาการธุรกิจปลายน้ำเพื่อรับมือกับสภาวะแวดล้อมด้านราคาที่ยังคงท้าทาย โดย Fajar Paper กลับมามีกำไรสุทธิ 107 พันล้านรูเปียห์ใน 2Q26 (เทียบกับขาดทุน 185 พันล้านรูเปียห์ใน 2Q25) ซึ่งเป็นกำไรรายไตรมาสครั้งแรกนับตั้งแต่ 3Q22 ปัจจัยหนุนหลักมาจากการฟื้นตัวของราคาขายกระดาษบรรจุกภัณฑ์ ความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้และสัญญาภาษีต้นทุนสูง รวมถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต ทั้งนี้ คุณวิษญู จิตรภักดี เกษียณอายุจากตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารของ SCGP และ คุณดนัยเดช เกตุสุวรรณ (ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสายการเงินคนปัจจุบัน) จะขึ้นดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารคนใหม่ มีผลตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2027 โดยเราคาดว่า การเปลี่ยนผ่านผู้บริหารจะเป็นไปอย่างราบรื่น และจะไม่ส่งผลกระทบต่อความต่อเนื่องของกลยุทธ์ทางธุรกิจของบริษัท

ประเด็นสำคัญเชิงกลยุทธ์ในช่วงปี 2026-2027 ประกอบด้วย: 1) การเพิ่มประสิทธิภาพด้านต้นทุนและการฟื้นตัวของอัตรากำไร โดยผู้บริหารกำลังเร่งเพิ่มประสิทธิภาพการจัดหาวัตถุดิบและปรับเปลี่ยนสัดส่วนการใช้พลังงานด้วยการเพิ่มสัดส่วนเชื้อเพลิงทางเลือก พร้อมทั้งทยอยลดการใช้ถ่านหินลง เพื่อลดต้นทุนพลังงานโดยรวม; 2) การควบรวมและซื้อกิจการ (M&P) ของ MYPAK (ผู้ผลิตบรรจุกภัณฑ์จากเยื่อและกระดาษในอินโดนีเซีย) ซึ่งจะช่วยยกระดับการบูรณาการการผลิตของ SCGP ในอินโดนีเซียจาก 18% เป็น 26% อย่างมีนัยสำคัญ และสนับสนุนการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงงานผลิตในประเทศ และ 3) อัตราการใช้กำลังการผลิต โดย SCGP กำลังปรับเส้นทางการจำหน่ายกระดาษบรรจุกภัณฑ์ส่วนเกินของ Fajar Paper เพื่อขยายฐานลูกค้า และรองรับอุปสงค์การส่งออกที่เติบโตในอินเดียและเวียดนาม

ประมาณการกำไรปกติปี 2026-2028 ของเราตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าส่วนต่างราคาระหว่าง testliner และ AOCC จะขึ้นไปสูงสุดที่ US\$232/ตัน ในปี 2026F ซึ่งได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ที่ถูกเร่งเข้ามาล่วงหน้าในช่วงสงครามตะวันออกกลาง ก่อนที่จะกลับเข้าสู่ระดับปกติที่ US\$215-225/ตัน ในปี 2027-2028F เนื่องจากราคา AOCC ยังคงทรงตัวในระดับสูง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบจากส่วนต่างราคาที่อาจแคบลงจะถูกชดเชยได้เต็มที่จากการฟื้นตัวของ Fajar ปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น ระดับการบูรณาการที่สูงขึ้น สัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกที่มากขึ้น และต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลง

Figure 13: สมมติฐานการคาดการณ์ที่สำคัญของ SCGP (2026F-2028F)

Item	2025A	2026F	2027F	2028F	Basis / key driver
AOCC (US\$/t, CIF Asia)	167	171	165-185	160-175	1Q-3Q26 actual 148/169/183; 4Q26F 190-200
Testliner (US\$/t, ASEAN)	377	403	390-405	380-400	Cost pass-through; ASEAN overcapacity caps upside
Testliner-AOCC spread (US\$/t)	210	232	215-225	215-225	Mild narrowing from 2027 as AOCC stays firm
Alternative fuel share (%)	37.7	40 (target)	>40	>40	Coal phase-down; 36% in 1H26
Revenue growth (%)	-6	10	3	3	Broad-based demand recovery and Fajar consolidation
EBITDA margin (%)	14	14	16	16	Margin expansion from Fajar's turnaround and higher alternative fuel share
Core profit (Bt mn)	4,283	7,495	7,628	8,013	Earnings recovery driven by margin expansion and lower interest expense

Source: SCGP, Fastmarkets and InnovestX Investment Strategy & Research; 2026F AOCC/testliner are 1Q-3Q26 actuals plus 4Q26F mid-point

SCGP เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มบรรจุกภัณฑ์ เนื่องจากมีแผนธุรกิจเชิงกลยุทธ์ที่แข็งแกร่ง และได้รับประโยชน์อย่างชัดเจนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ขยายตัว การฟื้นตัวของ Fajar Paper และต้นทุนดอกเบี๊ยที่ลดลง (ต้นทุนนี้เฉลี่ยประมาณ 3.2%) เราคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ SCGP ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 39 บาท อิง PE ที่ 22 เท่า (-1.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี) ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2027 ที่ 8.6 เท่า ปัจจัยบวกต่อประมาณการ ได้แก่ การกลับมาเปิดใช้ช่องแคบฮอร์มุซได้เร็วกว่าคาด (ส่งผลให้ต้นทุนพลังงาน ค่าขนส่ง และราคาเม็ดพลาสติกลดลง) และการเข้าซื้อกิจการที่ช่วยเพิ่มมูลค่า (จบลงทุนขยายธุรกิจ 5.5 พันลบ. ในปี 2026)

ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) การปิดช่องแคบฮอร์มุซที่ยืดเยื้อ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนพลังงาน ค่าระวางขนส่ง และต้นทุนเม็ดพลาสติกยังคงอยู่ในระดับสูง; 2) ราคา AOCC/RCP ที่ปรับตัวขึ้นแรงกว่าคาด โดยต้นทุน RCP ที่เปลี่ยนแปลงทุกๆ US\$10/ตัน จะส่งผลกระทบต่อ SCGP ประมาณ 1.25 พันลบ. ต่อปี ก่อนการส่งผ่านต้นทุนไปยังลูกค้า; 3) อุปทานกระดาษ containerboard สั้นตลาดในจีนที่อาจไหลเข้าสู่ตลาดอาเซียนและกดดันราคา testliner; 4) การอ่อนค่าของเงินรูเปียห์อินโดนีเซีย (ประมาณ IDR17,800/US\$) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในรูปดอลลาร์สหรัฐของ Fajar; 5) การฟื้นตัวของ Fajar หรือการผนวกรวมกิจการจากดีล M&P ที่ล่าช้ากว่าคาด; และ 6) การไม่สามารถเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกได้ตามเป้าหมาย 40% ส่งผลให้ SCGP ยังคงมีความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาถ่านหินต่อไป

Figure 14: สรุปการลงทูลและ valuation

	คำแนะนำ	ราคาเป้าหมายกลางปี 2027	รายการลงทุน	Valuation	SET ESG ratings
SCGP	OUTPERFORM	39 บาท/หุ้น, อ้างอิง -0.5SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี	เราคาดว่ากำไรสุทธิจะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาที่สูงขึ้น การฟื้นตัวของ Fajar และต้นทุนดอกเบี๊ยที่ลดลง (ต้นทุนนี้เฉลี่ย 3.2%) ขณะที่ปัจจัยเสี่ยงด้านบวก ได้แก่ การกลับมาเปิดเส้นทางขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซได้เร็วกว่าคาด (ต้นทุนพลังงาน ค่าระวางขนส่ง และต้นทุนเม็ดพลาสติกลดลง) รวมถึงดีล M&P ที่สร้างมูลค่าเพิ่ม (จบลงทุนเพื่อขยายธุรกิจจำนวน 5.5 พันลบ. ในปี 2026)	ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 39 บาท อิงกับ PE ที่ 22 เท่า หรือ -0.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี และคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2027F ที่ 8.6 เท่า	AAA

Source: InnovestX Research

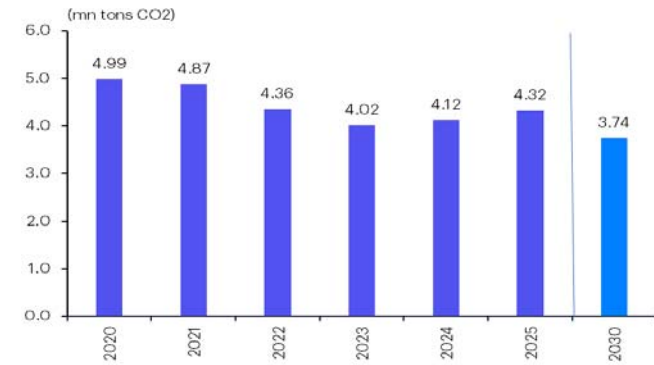
ESG และการเปลี่ยนผ่านสู่สังคมคาร์บอนต่ำ โปรไฟล์ ESG ของ SCGP ไม่ได้เป็นเพียงการปฏิบัติตามข้อกำหนดด้านความยั่งยืนเท่านั้น แต่ยังเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันในระยะยาว โดยโมเดลธุรกิจที่ใช้เส้นใยรีไซเคิล การเปลี่ยนผ่านไปสู่การใช้เชื้อเพลิงทางเลือก และพอร์ตผลิตภัณฑ์บรรจุกภัณฑ์หมุนเวียนช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาพลังงานฟอสซิล พร้อมทั้งสนับสนุนการเข้าถึงลูกค้าข้ามชาติที่มีเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในห่วงโซ่อุปทาน การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 ของ SCGP ลดลง 13.4% จากปี 2020 สู่ระดับ 4.32 ล้าน tCO₂e ในปี 2025 อย่างไรก็ตาม บริษัทยังจำเป็นต้องลดการปล่อยก๊าซอีก 13.4% จากระดับปี 2025 เพื่อให้บรรลุเป้าหมายปี 2030 ที่ 3.74 ล้าน tCO₂e ความท้าทายสำคัญอยู่ที่การลดการปล่อยก๊าซ Scope 3 ซึ่งคิดเป็น 62% ของการปล่อยก๊าซทั้งหมด และต้องอาศัยความร่วมมือกับซัพพลายเออร์ การเพิ่มการใช้วัตถุดิบคาร์บอนต่ำ และการปรับปรุงการจัดการผลิตภัณฑ์เมื่อสิ้นสุดอายุการใช้งาน อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่ต้องติดตามคือ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นปีที่สอง จาก 4.02 ล้าน tCO₂e ในปี 2023 เป็น 4.32 ล้าน tCO₂e ในปี 2025 (+7.5%) สะท้อนว่าเส้นทางสู่เป้าหมายปี 2030 ยังมีความท้าทาย และการบรรลุเป้าหมายดังกล่าวจำเป็นต้องพลิกกลับแนวโน้มการปล่อยก๊าซที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะผ่านการเร่งเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกให้มากขึ้น

นัยต่อการลงทุน ความเป็นผู้นำด้าน ESG ของ SCGP ช่วยสนับสนุนความแข็งแกร่งของกำไรผ่านความผันผวนของต้นทุนพลังงานที่ลดลง การรักษาลูกค้าที่แข็งแกร่งขึ้น และการลดความเสี่ยงจากกฎระเบียบด้านคาร์บอน อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกที่ 36% ใน 1H26 ยังต่ำกว่าบริษัทชั้นนำระดับโลก ส่งผลให้ยังมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน ขณะเดียวกันก็ยังมีโอกาสในการเพิ่มประสิทธิภาพอีกมาก เรามองว่า ESG เป็นปัจจัยสนับสนุนมูลค่าหุ้นมากกว่าจะเป็นปัจจัยหนุนกำไรในระยะสั้น นอกจากนี้ ESG ยังเชื่อมโยงโดยตรงกับต้นทุนทางการเงิน

เงินของบริษัท โดยสินเชื่อยาวที่เชื่อมโยงกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Sustainability-Linked Loan: SLL) มูลค่า 5 พันลบ. ของ SCGP กำหนดอัตราดอกเบี้ยให้เชื่อมโยงกับเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก การลดการใช้ไฟฟ้า และยอดขายผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

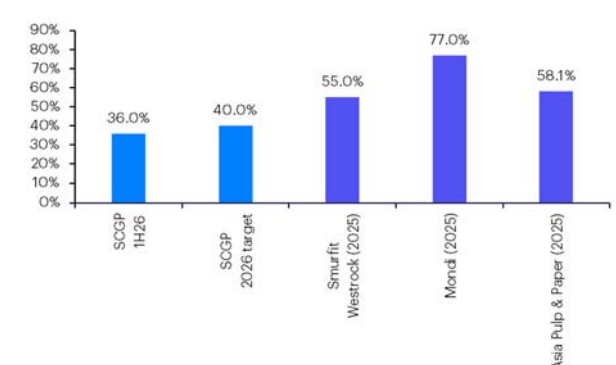
ประเด็นสำคัญ: SCGP ผสานจุดแข็งจากฐานธุรกิจที่ใช้เส้นใยรีไซเคิลเข้ากับการได้รับการจัดอันดับ ESG ในระดับแข็งแกร่ง และมีแผนการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่มีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม โอกาสสำคัญในระยะต่อไปอยู่ที่การเร่งเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือก และการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 3 ตลอดห่วงโซ่คุณค่า ทั้งในส่วนของบริษัทและการจัดการผลิตภัณฑ์เมื่อสิ้นสุดอายุการใช้งาน

Figure 15: ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 และเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกปี 2030 ของ SCGP



Source: SCGP Sustainability Report 2025, Investor Meeting (Sep 2026) and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 16: สัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือก/เชื้อเพลิงหมุนเวียน: SCGP เทียบกับคู่แข่งระดับโลก



Source: SCGP, Smurfit Westrock and Mondi 2025 sustainability reporting, InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 17: ตารางสรุปปัจจัยการลงทุนด้านคาร์บอนและ ESG ของ SCGP

Area	SCGP metric	Positioning	Investment relevance
Climate	Scope 1+2: 4.32mn tCO2e in 2025; -25% by 2030 from 2020; net zero 2050	Clear pathway; 13.4% reduction achieved from 2020	Lower carbon-price and regulatory risk
Energy	Alternative fuel: 37.7% in 2025 and 36% in 1H26; 40% 2026 target	Above many ASEAN peers but below Mondi/Smurfit Westrock	Lower coal exposure and cost volatility
Circularity	-95% recycled paper input; 99.7% recyclable, reusable or compostable packaging	Core regional strength	Supports plastic-to-paper substitution and MNC customer access
External ratings	S&P CSA 84/100 (top 1%); EcoVadis Platinum; SET ESG AAA	Top-tier disclosure and recognition	Improves eligibility for ESG capital and supplier panels
Key gap	Scope 3: 7.10mn tCO2e, or 62% of total 2025 emissions	Value-chain challenge	Requires suppliers, product redesign and take-back solutions

Source: SCGP Sustainability Report 2025, Investor Meeting (Sep 2026), SET, S&P Global and InnovestX Research

ประเด็นการลงทุนด้าน ESG ที่สำคัญสำหรับ SCGP: 1) เม็ดเงินลงทุนในหุ้น ESG: การได้รับการจัดอันดับ SET ESG Rating ที่ระดับ AAA ของ SCGP ส่งผลให้บริษัทเป็นหุ้นหลักที่ต้องมีในพอร์ตของกองทุน ThaiESG รวม 37 กองทุน ซึ่งถูกกำหนดให้ต้องถือครองหุ้นไทยที่ผ่านเกณฑ์ ESG ในสัดส่วนอย่างน้อย 65% ของ NAV ตลอดระยะเวลาการถือครอง 5 ปี 2) ส่วนเพิ่มของมูลค่าหุ้นจากสัดส่วนรายได้ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (green-revenue premium): สัดส่วนยอดขาย 59% ที่มาจากผลิตภัณฑ์ Green Choice และการใช้กระดาษทดแทนพลาสติก (ได้รับอานิสงส์จากกฎระเบียบบรรจุภัณฑ์ของสหภาพยุโรป หรือ EU PPWR และวิกฤตราคาเม็ดพลาสติกที่พุ่งสูงขึ้น) ช่วยสนับสนุนทั้งปริมาณการขายและราคาขาย 3) โอกาสได้รับการปรับเพิ่มอันดับใน MSCI: การลดลงของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 อย่างมีนัยสำคัญ และการเพิ่มสัดส่วนการใช้เชื้อเพลิงทางเลือกให้มากกว่า 40% จะช่วยลดช่องว่างเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกันที่ได้รับการจัดอันดับระดับ AA/AAA ซึ่งซื้อขายที่ระดับมูลค่าสูงกว่า สะท้อนถึงมูลค่าเพิ่มที่บริษัทมีโอกาสได้รับ 4) ความพร้อมต่อกฎระเบียบ EUDR: การใช้เส้นใยรีไซเคิลและเส้นใยที่ได้รับการรับรอง FSC ช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันเมื่อเทียบกับคู่แข่งในอินโดนีเซียและจีนที่ยังเผชิญความท้าทายด้านการตรวจสอบย้อนกลับของวัตถุดิบหรือประเด็นการตัดไม้ทำลายป่า และ 5) การป้องกันความเสี่ยงด้านลบ: SCGP ได้คัดกรองโครงการลงทุนต่างๆ โดยกำหนดราคาคาร์บอนภายในองค์กร (internal carbon price) ไว้แล้ว ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงที่สินทรัพย์ที่มีการปล่อยคาร์บอนสูงจะกลายเป็นสินทรัพย์ด้อยค่า

Figure 18: ตารางสรุปประเด็นการลงทุนด้าน ESG

Idea	Evidence	Catalyst / timing	Stock impact
ESG fund flows	SET ESG AAA (3rd year); ThaiESGX >=65% of NAV in ESG-qualified stocks	Annual ESGX subscription window	Positive
Green-revenue premium	Green Choice 59% of sales; 99.7% recyclable packaging	PPWR, plastic substitution	Positive
MSCI upgrade potential	MSCI A vs. AAA (Mondi, Stora Enso), AA (Amcor)	2026-27 emissions turning down; 40% alt fuel	Re-rating optionality
EUDR readiness	~95% recycled fiber; FSC plantations; 65% local RCP	EUDR from Dec 30, 2026	Positive
Carbon resilience	ICP US\$25/t; 16 projects, 266ktCO2e/yr abated	Thai Climate Change Act / ETS	Risk mitigant
Key risk: emissions trend	Scope 1+2 +4.9% YoY in 2025; 13% cut needed by 2030	2026 sustainability report	Negative if no turn

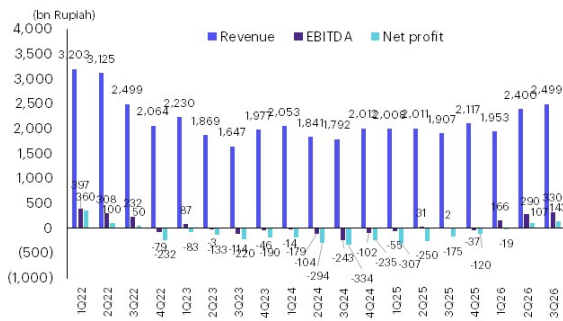
Source: SCGP, Thailand Business News, EUWID, and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 19: สรุปข้อมูล ESG

	SCGP
SET ESG ratings	AAA
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2024)	6.43
Rank in Sector	1/22
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- SCGP ตั้งเป้าลดการใช้พลังงานลง 13% จากระดับปี 2007 ภายในปี 2025 (เทียบกับ 5.8% ในปี 2021) ขณะที่บริษัทมีเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 25% จากระดับปี 2020 ภายในปี 2030 (เทียบกับ 2.4% ในปี 2021) และตั้งเป้าบรรลุเป้าหมาย Net Zero ภายในปี 2050 - ภายในปี 2025 SCGP ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยมลพิษจากอากาศต่อผลิตภัณฑ์ 5% เทียบกับปี 2020 (เทียบกับการลดการปล่อยฝุ่นละอองต่อผลิตภัณฑ์ลงได้ 6.7% ในปี 2021) ลดการใช้พลังงานจากภายนอก 35% เทียบกับปี 2014 (เทียบกับ 26.3% ในปี 2021) ลดปริมาณของเสียต่อตันผลิตภัณฑ์ที่ต้องกำจัดในประเทศไทยโดยการเผาทำลายโดยไม่ได้พลังงาน 100% เทียบกับปี 2024 (เทียบกับ 99.9% ในปี 2021) และตั้งเป้าหมายฟื้นฟูรักษาความหลากหลายทางชีวภาพและระบบนิเวศน้อยอย่างน้อย 10% ของพื้นที่ป่าเศรษฐกิจตามมาตรฐานการจัดป่าไม้ที่ยั่งยืน FSC (เทียบกับ 12.9% ในปี 2021) - ภายในปี 2025 SCGP ตั้งเป้าหมายสัดส่วนปริมาณบรรจุภัณฑ์ที่สามารถรีไซเคิลได้ ใช้ซ้ำได้ หรือสลายตัวได้เท่ากับ 100% ของปริมาณบรรจุภัณฑ์ทั้งหมด (เทียบกับ 99.7% ในปี 2021) - ในปี 2021 SCGP ได้ลงนามรับการสนับสนุนสินเชื่อระยะยาวที่เชื่อมโยงกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืน (Sustainability – linked loan: SLL) มูลค่ารวม 5 พันลบ. โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เชื่อมโยงกับความสามารถในการดำเนินการให้บรรลุเป้าหมายด้านความยั่งยืน ได้แก่ การลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสู่ชั้นบรรยากาศ การลดการใช้น้ำจากภายนอก และการเพิ่มสัดส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์และบริการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม - เรามองเห็นว่าปัจจัยสิ่งแวดล้อมเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการดำเนินงานของ SCGP ในอนาคต เนื่องจากคาดว่าจะมีกฎระเบียบที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับผู้ประกอบการที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง จากการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิ 5 ล้านตัน ณ ปีฐาน 2020 แต่บริษัทได้มีนโยบาย และเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดก๊าซเรือนกระจกให้เป็นศูนย์ ทำให้คะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมยังอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มฯ
ประเด็นด้านสังคม	- ภายในปี 2030 SCGP ตั้งเป้าหมายรายได้จากการขายสินค้า บริการ และโซลูชันที่ได้รับฉลาก SCG Green Choice 66.7% ของรายได้จากการขายรวม (เทียบกับ 45% ในปี 2021) และรายได้จากการขายสินค้า บริการ และโซลูชันที่ใช้กันอย่างมีประสิทธิภาพเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และได้รับฉลาก SCG Green Choice 33.3% ของรายได้จากการขายรวม (เทียบกับ 13% ในปี 2021) - SCGP ตั้งเป้าหมายเป็นองค์กรต้นแบบด้านสิทธิมนุษยชนทั้งทางตรงจากการดำเนินงานในกิจกรรมทางธุรกิจของ SCGP และทางอ้อมโดยการสนับสนุนและส่งเสริมคู่ธุรกิจในช่วงโซ่คุณค่าทางธุรกิจ และตั้งเป้าหมายจำนวนการละเมิดสิทธิมนุษยชนเป็น 0 (เทียบกับ 0 รายในปี 2021 และจำนวนพนักงานผ่านการอบรมและทดสอบด้านสิทธิมนุษยชน ผ่าน Ethics e-Testing 100% ในปี 2021) - SCGP ตั้งเป้าหมายความพึงพอใจของชุมชน 90% (เทียบกับ 89% ในปี 2021), ความพึงพอใจโดยรวมของลูกค้า 100% (เทียบกับ 80% ในปี 2021), ความผูกพันต่อองค์กรของพนักงาน 78% (เทียบกับ 76% ในปี 2021) และอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานของพนักงานและคู่ธุรกิจ 0.08 รายต่อ 1 ล้านชั่วโมงการทำงาน (เทียบกับ 0.608 รายในปี 2021) - เรามองว่า SCGP อยู่ในตำแหน่งที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม โดยเฉพาะมาตรการความปลอดภัย และสวัสดิภาพของพนักงาน รวมถึงการจัดการห่วงโซ่อุปทานที่มีประสิทธิภาพ
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- SCGP มีการเผยแพร่และสื่อสารทำความเข้าใจบรรณารักษ์ซีซี แพคเกจจิ้ง กับบริษัททั้งหมดใน SCGP (ทำได้ 100% ในปี 2021) และไม่มีคอร์รัปชัน (การปฏิบัติที่ผิดนโยบายต่อต้านคอร์รัปชันเป็น 0 ในปี 2021) - ในปี 2021 คณะกรรมการของ SCGP ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดยในจำนวนนี้ 11 คน เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (92% ของกรรมการทั้งคณะ) 8 คน เป็นกรรมการอิสระ (67% ของกรรมการทั้งคณะ) และ 3 คน เป็นกรรมการเพศหญิง (25% ของกรรมการทั้งคณะ) - ในปี 2021 บริษัทได้มีคะแนน CG ในระดับ “ดีเลิศ” และผลตัวชี้วัดการประเมินความคืบหน้าในเรื่องการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน (anti-corruption progress indicator) ได้รับการรับรอง - เรามองเห็นว่าบริษัทมีการนำเสนองานที่ครอบคลุมมิติด้านธรรมาภิบาล แต่ยังคงต้องปรับปรุงด้านบทบาทของคณะกรรมการบริษัท รวมถึงนโยบายด้านผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ยังถือว่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 20: ผลการดำเนินงานของ Fajar Paper



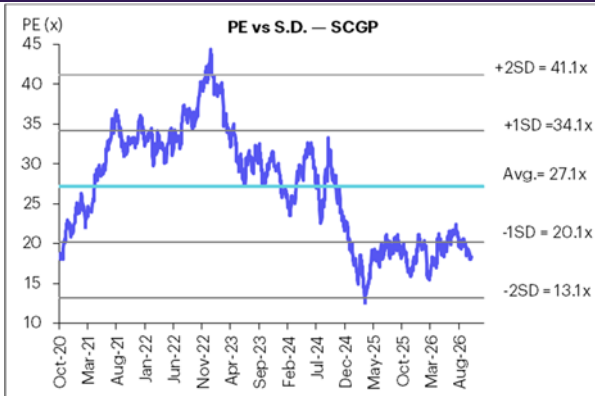
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 21: ปริมาณการขายและ ASP ของ Fajar Paper



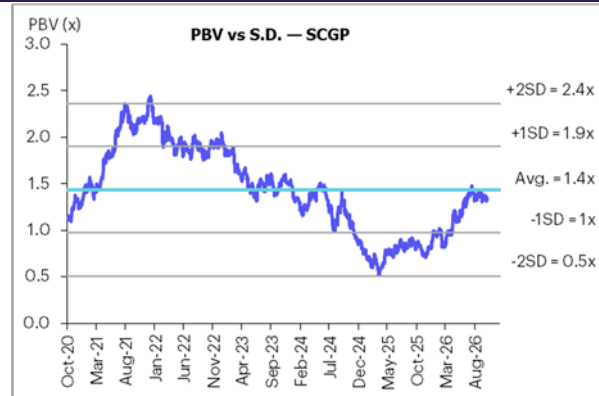
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 22: SCGP PE Band



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 23: SCGP PBV Band



Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 24: Valuation summary (price as of Oct 27, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
SCGP	Outperform	29.25	39.00	36.9	33.7	16.8	16.5	(4)	101	2	1.4	1.3	1.3	5	8	8	2.1	3.6	3.6	10.2	9.0	7.6
SFLEX	-	3.12	-	-	8.4	7.8	7.3	17	8	6	1.9	1.7	1.6	24	23	22	5.1	5.6	5.9	7.5	n.a.	n.a.
Average					21.1	12.3	11.9	7	55	4	1.7	1.5	1.4	14	16	15	3.6	4.6	4.8	8.9	9.0	7.6

Source: InnovestX Investment Strategy & Research, noted that: consensus estimates for SFLEX.

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่กลุ่มทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, ITTEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOIL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RIJ, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจลง 1 ช่องคะแนน เช่น การกระทำเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อ ดังกล่าวประกอบด้วย
* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง นิตินัย-กรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้รับรับรอง)

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTREC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A
88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHAT, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.