

กำลังเข้าสู่ยุคใหม่ของการเติบโต

SPCG เข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านสู่ระยะการเติบโตครั้งใหม่

SPCG อยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่ระยะการเติบโตใหม่ หลังสิ้นสุดสิทธิประโยชน์จากราคารับซื้อไฟฟ้าส่วนเพิ่ม (Adder) ครบทั้ง 36 โครงการในประเทศ บริษัทจึงปรับกลยุทธ์มุ่งเน้นการขยายการลงทุนในธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์เชิงพาณิชย์ (Solar Rooftop) เพื่อสร้างกระแสรายได้ต่อเนื่องในประเทศ ควบคู่กับการขยายพอร์ตการลงทุนในต่างประเทศผ่าน 3 โครงการพลังงานหมุนเวียนในประเทศญี่ปุ่น อีกทั้ง SPCG ยังได้รับแรงสนับสนุนจาก นโยบายภาครัฐของไทย ที่ผลักดันการติดตั้งระบบ Solar Rooftop อย่างต่อเนื่อง โดยมีแนวโน้มการเติบโตเฉลี่ยราว 15% ต่อปี ในระยะกลางถึงยาว ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยเสริมโครงสร้างรายได้ของบริษัทให้มีความยั่งยืนมากขึ้น

โครงการใหญ่ในญี่ปุ่นเริ่ม COD ก.ค. 2027 หนุนกำไรฟื้นตัวครั้งหลังปี

โครงการหลักใน Ukujima Mega Solar Project จะเริ่มหมุนรายได้ในครั้งหลัง ซึ่งมีขนาด 480 เมกะวัตต์ (MW) จะเริ่มจำหน่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) ในปี 2027 โดยโครงการนี้จะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญต่อกำไร สะท้อนถึงการปรับพอร์ตธุรกิจจากรายได้ในประเทศ” สู่การเติบโตจากต่างประเทศ

สื่อบทบาทผู้พัฒนาโครงการพลังงานสะอาดระดับภูมิภาค

เราเชื่อว่า SPCG อยู่ในช่วงการเปลี่ยนผ่านกลยุทธ์จาก Adder ที่หมดลง สะท้อนถึงการปรับพอร์ตธุรกิจจากฐานรายได้เดิมที่พึ่งพาโครงการในประเทศ สู่รายได้จากต่างประเทศซึ่งกระจายความเสี่ยงมากขึ้น นอกจากนี้ โครงการขนาดใหญ่ในญี่ปุ่นยังเป็น “Strategic Growth Catalyst” ที่ตอกย้ำจุดยืนของ SPCG ในการเป็นผู้พัฒนาโครงการพลังงานสะอาดระดับภูมิภาค พร้อมสร้างความยั่งยืนให้กับผลประโยชน์ในระยะยาว

Ukujima Project เป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตหลักในปี 2027

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SPCG ในช่วงปี 2025–27 จะอยู่ที่ 475 ล้านบาท, 517 ล้านบาท และ 542 ล้านบาท ตามลำดับ โดยแม้ว่าผลประโยชน์ในปี 2025 จะชะลอตัวจากปีก่อนหน้า เนื่องจากโครงการโรงไฟฟ้าในประเทศส่วนใหญ่ สิ้นสุดสิทธิประโยชน์จาก Adder และได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างประเทศไทยและกัมพูชา ซึ่งกดดันรายได้จากบางโครงการในประเทศ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาเติบโตอย่างมีนัยสำคัญในปี 2027 โดยได้รับแรงหนุนจากการรับรู้กำไรเต็มปีของโครงการ Ukujima Mega Solar Project ขนาด 480 เมกะวัตต์ (MW) COD

โอกาสเติบโตใน Solar Roof และ Solar farm ในประเทศญี่ปุ่น

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 13.00 ด้วยวิธี Sum of the part; SoTP ด้วยโดยคิดส่วนแยกกิจการออกเป็น 3 กิจการได้แก่ โรงไฟฟ้า Solar ในประเทศไทย ซึ่งเป็นฐานรายได้หลักที่สร้างกระแสเงินสดมั่นคง, ธุรกิจการ Solar Roof ที่มีศักยภาพเติบโตสูงภายใต้นโยบายสนับสนุนจากภาครัฐ และโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น ที่สร้างการเติบโตเชิงกลยุทธ์ระยะยาวจากโครงการขนาดใหญ่ร่วมกับพันธมิตรชั้นนำ

Financial Summary

Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (THB m)	4,126	2,049	1,718	1,790	1,863
Net profit (THB m)	1,838	683	475	517	542
Core net profit (THB m)	1,831	632	475	517	542
Net profit growth (%)	(20.3)	(62.9)	(30.5)	9.0	4.8
Core net profit growth (%)	(22.9)	(65.5)	(24.9)	9.0	4.8
EPS (THB/share)	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51
Core EPS (THB/share)	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51
DPS (THB/share)	1.09	1.32	0.88	0.35	0.37
P/E (x)	7.15	14.12	18.91	17.35	16.55
P/BV (x)	0.68	0.48	0.50	0.49	0.49
Dividend yield (%)	48.56	75.85	50.00	50.00	50.00
ROE (%)	9.83	3.62	2.59	2.85	2.96

Source: Company data, BYD Research

SET ESG Rating of N/A

BUY

Target Price 12M (THB)	13.00
VS. IAA Consensus TP (%)	n.a.
Share Price (THB)	8.50
Upside	+52.9%

Share Data

Reuters / Bloomberg	SPCG .BK / SPCG TB
Market	SET
Sector	ENERG
Market Cap (THB m)	8,974
Par (THB)	1.00
Free Float	35.32%
Dividend Policy	≥ 30%

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	(0.58)	2.41	5.59	0.59
Market	(1.62)	(0.85)	(1.68)	8.31
12M High/Low (THB)	8.75 / 6.60			



Major Shareholders (%)

MISS WANDEE KHUNCHORNYAKONG	28.09
UBS AG SINGAPORE BRANCH	9.02

Company Profile

Run business in investment by holding shares in subsidiary companies and associates to operate 4 types of businesses, which are as follows; 1) Business of investment and development of Solar Farm, 2) Business of distribute and installation of solar roof (Solar Roof), 3) Authorized sales and service partner of SMA Solar Technology AG (SMA), Germany.4) Business of manufacture

*คณะกรรมการของบริษัทหลักทรัพย์ บียอนด์ จำกัด (มหาชน) บางท่านไปเป็นคณะกรรมการเอสพีวีซี จำกัด (มหาชน) อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยมีความเป็นอิสระในการทำบทวิเคราะห์ดังกล่าว

Analyst

Adisak Prombun
Adisak.p@beyondsecurities.co.th

+662 8200 200

Tassanapol ngernseng

Tassanapol.ng@beyondsecurities.co.th

+662 8200 393

ผู้นำพลังงานแสงอาทิตย์รายแรกของไทย

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) (SPCG) ผู้ริเริ่มลงทุนและพัฒนาโครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Farm) แห่งแรกในประเทศไทยและภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดย SPCG เริ่มจำหน่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (Commercial Operation Date; COD) ให้กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาคตั้งแต่ปี 2010 และมีโครงการทั้งสิ้นจำนวน 36 โครงการ รวมกำลังการทั้งสิ้น 260 MW ตั้งอยู่บนพื้นที่ 10 จังหวัด แบ่งเป็นภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ได้แก่ จังหวัดนครราชสีมา, สกลนคร, นครพนม, ขอนแก่น, บุรีรัมย์, สุรินทร์, หนองคาย, อุตรดิตถ์ และเลย ด้านภาคกลางอยู่ที่ จังหวัดลพบุรี

จากความถนัดโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์สู่การเติบโตจากต่างประเทศ SPCG หากการเติบโตจากต่างประเทศด้วยการขยายการลงทุนโครงการโซลาร์ฟาร์มในประเทศญี่ปุ่น 4 โครงการ

1. โครงการ “Tottori Yonago Mega Solar Farm” ณ เมืองทอโตริ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 30 MW
2. โครงการ “Ukujima Mega Solar Project” ณ เมืองซาเซโบ จังหวัดนางาซากิ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 480 MW
3. โครงการ “Fukuoka Miyako Mega Solar” ณ เกาฟคิว เมืองมียาโกะ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 67 MW
4. โครงการ Kanoya Ohura Mega Solar ณ เกาฟคิว เมืองคาโนยะ จังหวัดคาโกชิม่า กำลังการผลิตติดตั้งรวม 8.02 MW

นอกจากนี้บริษัทยังคงเป็นผู้จำหน่ายและติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ Solar Roof และเครื่องแปลงกระแสไฟฟ้า (Inverter) ภายใต้แบรนด์จากประเทศเยอรมนี อย่าง SMA Solar Technology AG (SMA)

Exhibit 1: Business Overview

Solar Farm



Investment and development of Solar Farm / Engineering, Procurement and Construction (EPC) / Operation, Maintenance and Monitoring (OM&M).

Solar Roof



Full service in the design and installation of solar roof systems.

SMA Authorized Sales Agent



Authorized Sales Agent of SMA Solar Technology AG (SMA), Germany.

Sources: Company Data, Beyond research

ผู้ดำเนินโครงการ Solar Farm ทั้ง 36 แห่ง

SPCG ผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เป็นธุรกิจหลักภายใต้การดำเนินการของบริษัทย่อย อย่าง บริษัท โซล่า เพาเวอร์ จำกัด (SPC) จำนวน 34 โครงการ และ บริษัท โซลาร์ เพาเวอร์ แอสเซ็ท จำกัด จำนวน 2 โครงการ รวมกำลังการผลิตทั้งหมด 260 MW ซึ่งได้ COD ตั้งแต่ปี 2010 และได้พัฒนาจนครบทั้งหมดทั้ง 36 ในปี 2014 การมีฐานโครงการที่สร้างรายได้อย่างมั่นคงภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าระยะยาว พร้อมได้รับสิทธิประโยชน์จาก ส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 8 บาทต่อหน่วย เป็นระยะเวลา 10 ปี ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่เสริมเสถียรภาพของรายได้ในจนถึงปี 2024

แม้ว่าสิทธิประโยชน์จาก Adder ของทุกโครงการจะครบกำหนดระยะเวลาแล้ว แต่ SPCG ยังคงมุ่งเน้นการสร้างการเติบโตอย่างต่อเนื่องผ่านการ ขยายการลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยเฉพาะในตลาดที่มีศักยภาพด้านพลังงานหมุนเวียนสูง กลยุทธ์นี้สะท้อนถึงการปรับตัวจาก “Revenue Stability Phase” สู่ “Expansion Phase” ผ่านการเพิ่มสัดส่วนรายได้จากโครงการใหม่ในต่างภูมิภาค เช่น ญี่ปุ่น และ เขตพื้นที่เศรษฐกิจแห่งใหม่ (EEC) ซึ่งในปัจจุบันการขยายไปยังพื้นที่ EEC ยังอยู่ระหว่างการพิจารณาปัจจัยความเสี่ยง

Exhibit 2: Business structure of 36 solar farm projects of SPC and SPA

No.	Name of Solar Farm	Capacity under the PPA (MW)	Agreement dated	COD	Due date for receiving the adder for the purchase price of electricity
1	Solar Power (Korat 1) Company Limited	5.88	May 15, 2009	April 21, 2010	April 20, 2020
2	Solar Power (Sakon Nakorn 1) Company Limited	5.88	June 19, 2009	February 9, 2011	February 8, 2021
3	Solar Power (Nakorn Phanom 1) Company Limited	5.88	June 18, 2009	April 22, 2011	April 21, 2021
4	Solar Power (Korat 2) Company Limited	5.88	July 27, 2009	September 13, 2011	September 12, 2021
5	Solar Power (Loei 1) Company Limited	5.88	July 29, 2009	September 15, 2011	September 14, 2021
6	Solar Power (Khon Kaen 1) Company Limited	5.88	July 28, 2009	February 15, 2012	February 14, 2022
7	Solar Power (Korat 3) Company Limited	5.88	January 8, 2010	March 9, 2012	March 8, 2022
8	Solar Power (Korat 4) Company Limited	5.88	January 8, 2010	May 14, 2012	May 13, 2022
9	Solar Power (Korat 7) Company Limited	5.88	January 8, 2010	May 30, 2012	May 29, 2022
10	Solar Power (Korat 5) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 15, 2013	January 14, 2023
11	Solar Power (Korat 8) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 15, 2013	January 14, 2023
12	Solar Power (Korat 9) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 17, 2013	January 16, 2023
13	Solar Power (Khon Kaen 3) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 17, 2013	January 16, 2023
14	Solar Power (Khon Kaen 4) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 18, 2013	January 17, 2023
15	Solar Power (Khon Kaen 5) Company Limited	5.88	January 8, 2010	January 18, 2013	January 17, 2023
16	Solar Power (Khon Kaen 8) Company Limited	5.88	January 8, 2010	June 26, 2013	June 25, 2023
17	Solar Power (Korat 6) Company Limited	5.88	January 8, 2010	June 26, 2013	June 25, 2023
18	Solar Power (Buriram 1) Company Limited	5.88	January 8, 2010	June 26, 2013	June 25, 2023
19	Solar Power (Buriram 2) Company Limited	5.88	January 8, 2010	July 29, 2013	July 28, 2023
20	Solar Power (Khon Kaen 2) Company Limited	5.88	January 8, 2010	October 1, 2013	September 30, 2023
21	Solar Power (Khon Kaen 7) Company Limited	5.88	February 27, 2014	February 27, 2014	February 26, 2024
22	Solar Power (Nakorn Phanom 2) Company Limited	5.88	January 8, 2010	February 28, 2014	February 27, 2024
23	Solar Power (Nong Khai 1) Company Limited	5.88	January 8, 2010	March 6, 2014	March 5, 2024
24	Solar Power (Buriram 3) Company Limited	5.88	January 8, 2010	March 10, 2014	March 9, 2024
25	Solar Power (Nakorn Phanom 3) Company Limited	5.88	January 8, 2010	April 1, 2014	March 31, 2024
26	Solar Power (Udon Thani 1) Company Limited	5.88	January 8, 2010	April 24, 2014	April 23, 2024
27	Solar Power (Loei 2) Company Limited	5.88	January 8, 2010	April 25, 2014	April 24, 2024
28	Solar Power (Sakon Nakorn 2) Company Limited	5.88	January 8, 2010	April 25, 2014	April 24, 2024
29	Solar Power (Surin 3) Company Limited	5.88	March 11, 2010	April 29, 2014	April 28, 2024
30	Solar Power (Khon Kaen 9) Company Limited	5.88	March 11, 2010	May 20, 2014	May 19, 2024
31	Solar Power (Khon Kaen 10) Company Limited	5.88	January 8, 2010	May 20, 2014	May 19, 2024
32	Solar Power (Khon Kaen 6) Company Limited	5.88	January 8, 2010	May 30, 2014	May 29, 2024
33	Solar Power (Surin 1) Company Limited	5.88	January 8, 2010	June 27, 2014	June 26, 2024
34	Solar Power (Surin 2) Company Limited	3	January 8, 2010	June 27, 2014	June 26, 2024
35	AJ Technology Company Limited	3	August 18, 2011	June 25, 2013	June 24, 2023
36	Tipayanarai Company Limited	3	August 18, 2011	June 25, 2013	June 24, 2023

Sources: Company Data, Beyond research

โครงการขยายในพื้นที่ EEC ยังอยู่ระหว่างการพิจารณาของศาล

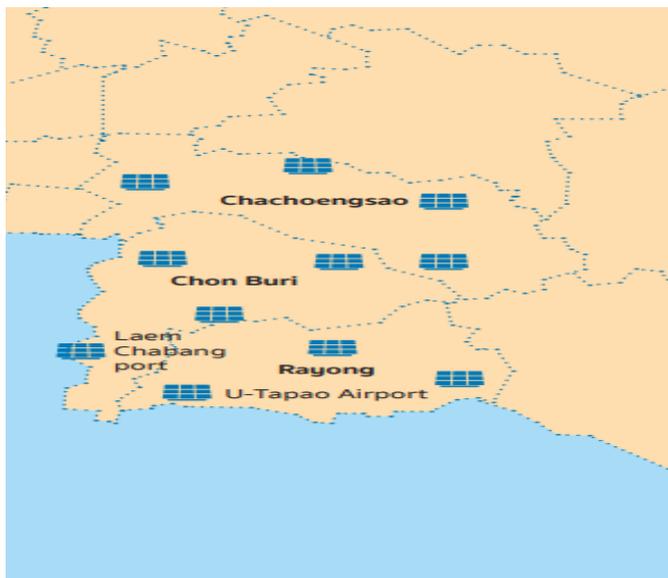
แผนที่ที่จะขยายโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในพื้นที่เมืองใหม่ เขตพิเศษภาคตะวันออก (EEC) โดยร่วมมือกับบริษัท พีอีเอ เอ็นคอม อินเตอร์ เนชั่นแนล จำกัด (PEA ENCOM) ภายใต้บริษัท เซท เอนเนอจี จำกัด (SET ENERGY) จะลงทุนทั้งหมดไม่เกิน 23,000 ล้านบาท และมีกำลังการผลิตไม่น้อยกว่า 500 MW

อ้างอิงจากหมายเหตุประกอบงบ 2Q25 ด้วยระเบียบคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงานว่าด้วยการขอรับใบอนุญาตและการอนุญาตการประกอบกิจการพลังงาน พ.ศ. 2551 กำหนดว่า ผู้ขอรับใบอนุญาตผลิตไฟฟ้าต้องมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับภาครัฐมาแสดงด้วย บริษัท เซท เอนเนอจีฯ จึงมีหนังสือขอให้เร่งรัดกระบวนการให้บริษัท เซท เอนเนอจีฯ เป็นคู่สัญญาฝ่ายผู้ผลิตไฟฟ้าตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และขอสงวนสิทธิขยายระยะเวลาดำเนินการตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์สำหรับใช้ในพื้นที่เมืองใหม่ EEC

และในวันที่วันที่ 22 เมษายน 2567 กพท. มีหนังสือถึงบริษัท พีอีเอ เอ็นคอมฯ และบริษัท เซท เอนเนอจีฯ แจ้งว่า กพท. ขอยกเลิกหนังสือแจ้งให้ความยินยอมในการโอนสิทธิและหน้าที่ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และบริษัท เซท เอนเนอจีฯ ไม่ใช่คู่สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กพท.ที่จะขอขยายระยะเวลาดำเนินการตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าได้ ส่งผลให้บริษัท เซท เอนเนอจีฯ ไม่สามารถดำเนินโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์สำหรับใช้ใน พื้นที่เมืองใหม่ EEC ได้ ด้วยเหตุนี้ บริษัท เซท เอนเนอจีฯ และบริษัท (ผู้ถือหุ้น ร้อยละ 75) จึงใช้สิทธิฟ้องเรียกร้องค่าเสียหายจาก กพท. ต่อศาลปกครองกลางโดยยื่นฟ้องต่อศาลปกครองกลางในวันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2025 เพื่อขอให้ศาลปกครองกลางได้พิจารณาพิพากษาให้กพท. ชดใช้ค่าเสียหายให้แก่บริษัท เซท เอนเนอจีฯ และบริษัท

ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้โครงการนี้ SET ENERGY และ SPCG อยู่ระหว่างการฟ้องร้องต่อศาลแพ่ง โดยมีโจทก์การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) และหากศาลพิพากษาให้ชนะคดีคาดว่าจะได้รับการชดใช้ค่าเสียหายจาก PEA ไม่น้อยกว่า 2,000 ล้านบาท

Exhibit 3: Project solar farm in EEC



Sources: Company Data, Beyond research

Exhibit 4: Work under construction



Sources: Company Data, Beyond research

Regional Expansion through Strategic Partnership

SPCG ขยายการเติบโตไปยังต่างประเทศอย่างประเทศญี่ปุ่นที่เป็นหนึ่งในผู้นำด้านพลังงานแสงอาทิตย์ โดยสาเหตุหลักของการเติบโตมาจาก นโยบาย FiT (Feed in Tariff) คือมาตรการส่งเสริมการใช้พลังงานหมุนเวียน จะกำหนดให้หน่วยงานสาธารณูปโภคต้องซื้อไฟฟ้าหมุนเวียนในราคาคงที่ ซึ่งเป็นแรงจูงใจในการพัฒนาโครงการใหม่ๆ และกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วในช่วง 2012 – 23 สัดส่วนไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนเพิ่มขึ้นจาก 2.9% มาอยู่ที่ 15.3% ในปี 2023 และประเทศญี่ปุ่นตั้งเป้าหมายสัดส่วนไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจะต้องอยู่ที่ 27% ในปี 2030 และ 40 – 50% ในปี 2040

Exhibit 5: Japan's renewable Power generation and Targets

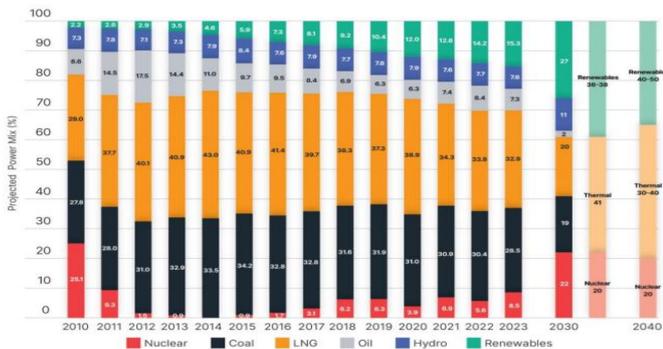
	FY2010	FY2023	FY2030	FY2040
Renewables (Total)	9.50%	22.90%	36-38%	40-50%
	109,100GWh	225,300GWh	-336,000GWh	- 600,000GWh
Solar	0.30%	9.80%	14-16%	23-29%
	3,500GWh	96,500GWh	-146,000GWh	-348,000GWh
Wind	0.30%	1.10%	5%	4-8%
	4,000GWh	10,500GWh	51,000GWh	-96,000GWh
Hydro	7.30%	7.60%	11%	8-10%
	83,800GWh	74,800GWh	98,000GWh	-120,000GWh
Geothermal	0.20%	0.30%	1%	1-2%
	2,600GWh	3,400GWh	11,000GWh	11,000-24,000 GWh
Biomass	1.30%	4.10%	5%	5-6%
	15,200GWh	40,100GWh	47,000GWh	55,000-72,000 GWh

Sources: Reglobal, Beyond research

ในทางตรงกันข้ามผลกระทบต่อจากนโยบาย FiT ส่งผลให้ราคาขายไฟปรับตัวสูงขึ้นกระทบต่อผู้บริโภคในบางช่วง และราคาขายอุปกรณ์ Solar cell ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นส่งผลทำให้ในปี 2022 ได้นำนโยบาย FiP (Feed in Premium) โดยจะมอบเบี้ยเบี้ยประกันแบบผันแปรนอกเหนือจากราคาตลาดไฟฟ้าขายส่ง ซึ่งส่งเสริมให้ผู้ผลิตมีส่วนร่วมในตลาดขายส่งและพัฒนารูปแบบธุรกิจที่ยืดหยุ่นมากขึ้น

ส่งผลให้พลังงานหมุนเวียน ซึ่งรวมถึงพลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม พลังงานน้ำ พลังงานชีวมวล และพลังงานความร้อนใต้พิภพ มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 22.9% ในการผลิตไฟฟ้าในปี 2023 จาก 9.5% ในปี 2010

Exhibit 6: Power generation in japan (2010 – 23) and target 2030 and 2040



Sources: Reglobal, Beyond research

Exhibit 7: Renewables generation and y-y growth in Japan



Sources: Reglobal, Beyond research

SPCG หาโอกาสการเติบโตจากต่างประเทศผ่านการร่วมลงทุนกับบริษัทชั้นนำในประเทศญี่ปุ่นถึง 3 โครงการ

1. โครงการ "Tottori Yonago Mega Solar Farm" ณ เมืองทอตโตะริ กำลังการผลิตติดตั้งรวม 30 MW ร่วมกับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์จากญี่ปุ่น ได้แก่ Kyocera Corporation และ Tokyo Century Leasing Corporation (TCL) ซึ่งสะท้อนถึงความร่วมมือด้านเทคโนโลยีและการบริหารจัดการโครงการในระดับสากล

Exhibit 8: Tottori Yonago mega solar farm project



Sources: Company Data, Beyond research

Exhibit 9: Tottori Yonago mega solar farm project



Sources: Company Data, Beyond research

2. โครงการ "Ukujima Mega Solar Project" ตั้งอยู่ที่เมืองซาเซโบ จังหวัดนางาซากิ ประเทศญี่ปุ่น มีกำลังการผลิตติดตั้งรวม 480 เมกะวัตต์ (MW) ซึ่งถือเป็นหนึ่งในโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศญี่ปุ่น โครงการนี้เป็นการร่วมทุนกับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ระดับชั้นนำ ได้แก่ Kyocera Corporation, Japan Kyudenko Corporation, Tokyo Century Corporation, Furukawa Electric Limited Corporation และผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่น ๆ โดย SPCG ถือหุ้นในสัดส่วน 17.92%

Exhibit 10: Ukujima Mega Solar Project



Sources: Company Data, Beyond research

- โครงการ Kanoya Ohura Mega Solar ณ เกาะคิซุ เมืองคาโนยะ จังหวัดคาโกชิม่า กำลังการผลิตตั้งรวม 8.02 MW โครงการนี้ร่วมทุนระหว่าง Mitsubishi HC Capital Inc., Sumitomo Mitsui Finance and Leasing Company, Limited และ TESS Holding Co., Ltd.

โครงการในประเทศญี่ปุ่นทั้ง 3 โครงการสะท้อนถึงกลยุทธ์ของ SPCG ในการสร้างพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่หลากหลายทั้งในเชิงภูมิศาสตร์และขนาดโครงการ เพื่อเพิ่มเสถียรภาพของรายได้และลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาลาดใดตลาดหนึ่ง

Exhibit 11: Kanoya Ohura Mega Solar project



Sources: Company Data, Beyond research

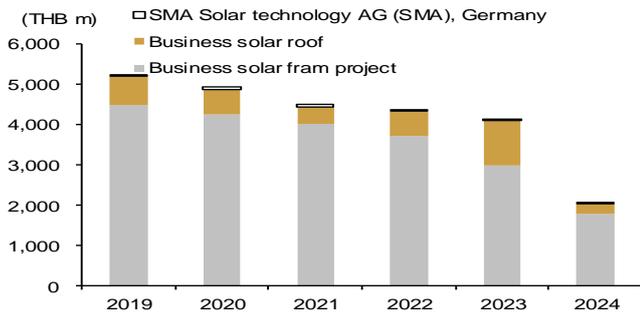
ทั้ง 3 โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น จะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญต่อผลประกอบการของ SPCG ในระยะกลาง โดยบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ในลักษณะ ส่วนแบ่งรายได้จากการผลิตไฟฟ้า (Equity Income) สำหรับโครงการ Tottori Yonago Mega Solar Farm และ รายได้จากค่าเช่าที่ดิน (Land Lease Income) สำหรับโครงการ Kanoya Ohura Mega Solar Project ซึ่งจะสร้างกระแสเงินสดประจำอย่างมั่นคงให้กับบริษัท

ขณะเดียวกัน โครงการขนาดใหญ่ที่สุดอย่าง Ukujima Mega Solar Project ขนาด 480 เมกะวัตต์ (MW) คาดว่าจะ เริ่มจำหน่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) ในปี 2027 และจะกลายเป็น แรงขับเคลื่อนรายได้หลักในระยะยาว กลยุทธ์การกระจายแหล่งรายได้ผ่านพอร์ตโครงการในญี่ปุ่นทั้งขนาดกลางและขนาดใหญ่ สะท้อนถึงการปรับโครงสร้างธุรกิจของ SPCG จาก "รายได้ภายในประเทศ" สู่ "รายได้ระดับภูมิภาค" เพื่อสร้างเสถียรภาพของรายได้

ได้รับอนุมัติจากมาตรการส่งเสริม Solar Rooftop

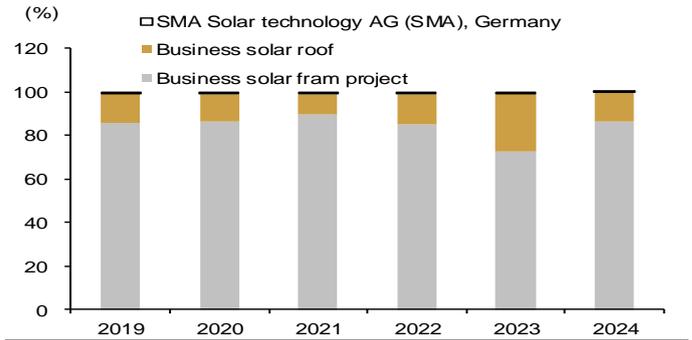
เราเชื่อว่า SPCG จะเป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจาก นโยบายภาครัฐที่ส่งเสริม การติดตั้งระบบ Solar Rooftop ซึ่งมีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ยราว 15% ต่อปี ในระยะ กลางถึงยาว มาตรการสนับสนุนของรัฐบาลที่มุ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG Emission) และการปรับปรุงกฎระเบียบให้เอื้อต่อการติดตั้งมากขึ้น—โดยเฉพาะการ ยกเลิกขั้นตอนขออนุญาตและเปลี่ยนเป็นระบบ “แจ้งล่วงหน้า 30 วัน”—จะช่วยเร่งการ ขยายตัวของตลาดโซลาร์ภาคครัวเรือนและอุตสาหกรรมในประเทศไทย

Exhibit 12: Revenue breakdown by Business



Sources: Company Data, Beyond research

Exhibit 13: Proportion revenue



Sources: Company Data, Beyond research

ภาครัฐได้ส่งเสริมให้ประชาชนติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์บนหลังคา บ้านเพื่อผลิตไฟฟ้าใช้ เอง ตั้งแต่ปี 2019 และได้มีการปรับเปลี่ยนนโยบายให้จูงใจแก่ผู้เข้าร่วมโครงการมาก ขึ้น เช่น เพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้าส่วนเกินที่ 2.20 บาทต่อหน่วย ในปี 2022 จาก 1.68 บาทต่อหน่วยในปี 2019 และ ตั้งเป้าหมายรับซื้อไฟฟ้ารวมที่ 90 MW ภายในปี 2030 เฉลี่ยปีละ 10 MW สำหรับพื้นที่การไฟฟ้าฟานครหลวง 5 MW และ การไฟฟ้าส่วน ภูมิภาค 5 MW ทำสัญญารับซื้อ 10 ปี ส่งผลให้การติดตั้ง Solar Rooftop เพิ่มขึ้น อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในปี 2024 มีผู้สมัครเข้าร่วมโครงการ 10,107 ราย ส่งผลให้รวม กำลังการผลิตเกินโควตาที่ 90 MW และ การไฟฟ้าฝ่ายจำหน่ายต้องประกาศ หยุด รับคำขอใหม่ชั่วคราว

ในวันที่ 29 กรกฎาคม 2025 ครม. เห็นชอบ อนุมัติหลักการร่าง พ.ร.บ. ส่งเสริมการใช้ ไฟฟ้าจาก Solar Rooftop โดยลดขั้นตอนในการขออนุญาตหรือการจดแจ้งยกเว้น เกี่ยวกับการติดตั้ง Solar Rooftop แต่ต้องแจ้งการติดตั้ง Solar Rooftop ต่อ อธิบดีกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน (พพ.)

Exhibit 14: Citizen Solar Project



Sources: Energy news center, Beyond research

Exhibit 15: Approves unlocking of Solar Rooftop

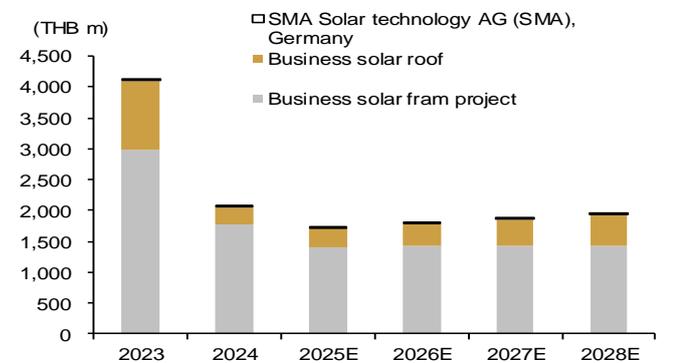


Sources: Greennetwork, Beyond research

เปลี่ยนผ่านสู่การเติบโตจากต่างประเทศ

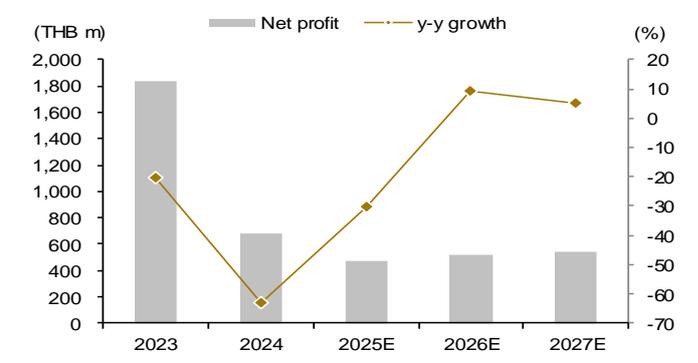
เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SPCG ในช่วงปี 2025–27 จะอยู่ที่ 475 ล้านบาท, 517 ล้านบาท และ 542 ล้านบาท ตามลำดับ โดยในปี 2025 บริษัทจะเผชิญแรงกดดันต่อการเติบโตของผลประกอบการ เนื่องจากสิทธิประโยชน์จาก Adder ครบกำหนดในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ถึง 36 โครงการ ส่งผลให้รายได้จากส่วนเพิ่มราคาขายไฟฟ้าหมดลง ขณะเดียวกัน ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่าง ประเทศไทยและกัมพูชา ได้ส่งผลกระทบต่อการทำงานของ บริษัท โซลาร์ เพาเวอร์ (สุรินทร์ 2) จำกัด ซึ่งมีกำลังการผลิต 5.88 เมกะวัตต์ (MW) คาดว่าจะกระทบต่อรายได้ราว 10 ล้านบาท จากสมมติฐานของเรา

Exhibit 16: Revenue breakdown by Business



Sources: Company data, Beyond research

Exhibit 17: Net profit and y-y growth



Sources: Company data, Beyond research

ภายใต้สมมติฐานประมาณการของเรา รายได้รวมของบริษัทในปี 2025 คาดว่าจะปรับลดลงมาที่ 1,718 ล้านบาท จาก 2,049 ล้านบาทในปี 2024 ก่อนจะค่อยๆฟื้นตัวในปี 2026–2027 ที่ระดับ 1,790 ล้านบาท และ 1,863 ล้านบาท ตามลำดับ การฟื้นตัวดังกล่าวสะท้อนถึงช่วงเปลี่ยนผ่านของบริษัทจากโครงการเดิมที่หมดสิทธิประโยชน์ Adder สู่โครงสร้างรายได้ใหม่ที่ขับเคลื่อนโดย การลงทุนในต่างประเทศและการขยายธุรกิจ Solar Rooftop ภายในประเทศ ซึ่งจะเป็ปัจจัยหนุนการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะกลางถึงยาว

Exhibit 18: Solar Rooftop for residential



Sources: Company data, Beyond research

Exhibit 19: Solar Rooftop for commercial



Sources: Company data, Beyond research

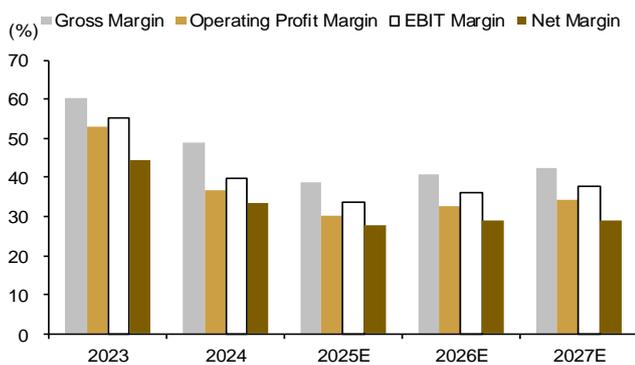
เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) ของ SPCG ในช่วงปี 2025–2027 จะปรับลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ระดับ ประมาณ 40% จากเดิมที่อยู่ราว 49% เนื่องจากสัดส่วนรายได้จากรธุรกิจ Solar Rooftop เพิ่มขึ้น ซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่า โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เดิม อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ารักษาระดับกำไรขั้นต้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผ่านการบริหารต้นทุนและประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดี

ด้านอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Margin) คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ราว 40% จากผลของค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการติดตั้งระบบโซลาร์และค่าใช้จ่ายด้านการรับประกันผลงาน (Warranty Cost) ซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะของธุรกิจติดตั้ง ทั้งนี้ การขยายเข้าสู่ธุรกิจ Solar Rooftop ถือเป็น กลยุทธ์เชิงรุกเพื่อสร้างการเติบโตใหม่ (Strategic Growth Shift) ที่แม้จะกดดันมาร์จิ้นในระยะสั้น แต่จะช่วยเพิ่มฐานรายได้และกระแสเงินสดในระยะยาว พร้อมต่อยอดสู่โอกาสในตลาดพลังงานหมุนเวียนแบบครบวงจร

แม้ว่ากำไรสุทธิของ SPCG จะมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในระยะสั้น แต่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานยังคงแข็งแกร่ง อยู่ที่ระดับประมาณ 1.1 พันล้านบาท โดยได้รับแรงหนุนจากการที่บริษัทได้ชำระคืนหุ้นกู้ครบถ้วนในปี 2024 ส่งผลให้สถานะทางการเงินของบริษัทเปลี่ยนเป็น Net Cash Position ซึ่งช่วยเสริมความยืดหยุ่นทางการเงินและลดภาระดอกเบี้ยจ่าย

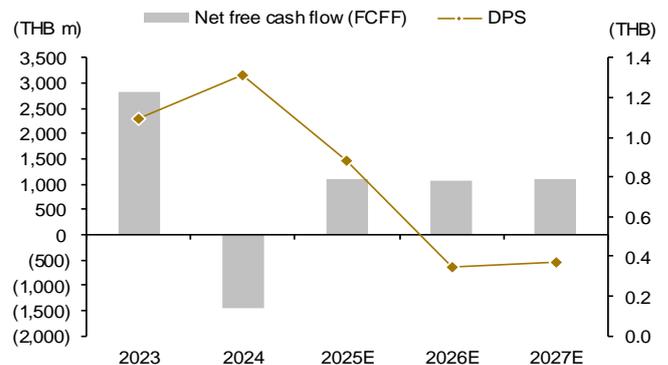
ภายใต้โครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่งนี้ เราเชื่อว่า SPCG จะยังคงสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างต่อเนื่อง และรักษาผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในระดับที่มั่นคง กลยุทธ์ดังกล่าวสะท้อนถึงแนวทางการบริหารทางการเงินที่เน้นความมั่นคง (Financial Discipline) ควบคู่กับการขยายการลงทุนอย่างยั่งยืนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียน

Exhibit 20: Profitability ratio



Sources: Company data, Beyond research

Exhibit 21: Net free cash flow and DPS



Sources: Company data, Beyond research

ศักยภาพการเติบโตระยะยาวจากฐานธุรกิจที่มั่นคงและโอกาสการเติบโตในประเทศญี่ปุ่น

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 13.00 ด้วยวิธี Sum of the part; SoTP ด้วยโดยคิดส่วนแยกกิจการออกเป็น 3 กิจการได้แก่ โรงไฟฟ้า Solar ในประเทศไทย ซึ่งเป็นฐานรายได้หลักที่สร้างกระแสเงินสดมั่นคง, ธุรกิจการ Solar Roof ที่มีศักยภาพเติบโตสูงภายใต้นโยบายสนับสนุนจากภาครัฐ และโรงไฟฟ้าในประเทศญี่ปุ่น ที่สร้างการเติบโตเชิงกลยุทธ์ระยะยาวจากโครงการขนาดใหญ่ร่วมกับพันธมิตรชั้นนำ

ในเชิงกลยุทธ์การเติบโต SPCG มุ่งขยายการลงทุนไปสู่ ตลาดต่างประเทศที่มีนโยบายสนับสนุนพลังงานหมุนเวียนชัดเจน โดยเฉพาะประเทศญี่ปุ่น ซึ่งเป็นหนึ่งในตลาดพลังงานสะอาดที่มีเสถียรภาพสูงและให้ผลตอบแทนระยะยาวที่มั่นคง การขยายพอร์ตไปยังโครงการในญี่ปุ่นช่วยเสริมความแข็งแกร่งของกระแสรายได้ในช่วงที่โครงการในประเทศครบกำหนดสิทธิประโยชน์จาก Adder

ขณะเดียวกัน ในประเทศ SPCG ยังได้รับแรงหนุนจาก นโยบายภาครัฐที่ส่งเสริมการติดตั้ง Solar Rooftop ทั้งในภาคครัวเรือนและภาคอุตสาหกรรม ซึ่งคาดว่าจะเป็แรงขับเคลื่อนสำคัญช่วยชดเชยรายได้ที่ลดลงจากโครงการเดิม และต่อยอดสู่โอกาสการเติบโตใหม่ในระยะกลางถึงยาว ภายใต้แนวทางการพัฒนาโมเดลธุรกิจพลังงานแบบครบวงจร (Integrated Renewable Energy Platform)

Exhibit 22: Valuation summary of SoTP

Valuation summary of SoTP	THB m	THB shares	Valuation methodology
Solar farm project	9,335	9.00	DCF with WACC 8.4%, Risk free rate 2.3%, Risk premium 8.5%
Solar Rooftop	1,000	1.00	PER 10x
Solar farm project in Japan	3,000	3.00	DCF with WACC 10%, Risk free rate 2.3%, Risk premium 8.5%
Total	13,000	13.00	

Sources: Beyond research

INITIATED COVERAGE

SPCG PUBLIC COMPANY LIMITED

12 NOV 2025



Balance sheet (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Year ending Dec					
Current assets					
Cash & ST investment	4,443	120	344	1,090	1,837
Account receivable	775	423	354	369	384
Inventories	192	278	280	281	285
Others	94	2,979	2,968	2,971	2,973
Non-current assets					
Net fixed assets	16,231	15,590	15,033	14,473	13,910
Others	2,161	2,030	2,030	2,030	2,030
Total Assets	23,897	21,419	21,009	21,213	21,418
Current liabilities					
Account payable	317	145	146	147	149
ST borrowing	1,499	0	0	0	0
Others	195	58	58	58	58
Long-term liabilities					
Long-term debts	0	0	0	0	0
Others	38	35	35	35	35
Total liabilities	2,048	239	240	241	243
Paid-up capital	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
Retained earnings	14,076	13,483	13,023	13,174	13,322
Others	(1,669)	(1,670)	(1,670)	(1,670)	(1,670)
Minority interest	2,712	2,638	2,686	2,739	2,794
Shareholders' equity	20,974	21,848	21,180	20,769	20,972

Key ratios	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Year ending Dec					
Growth (%YoY)					
Sales	(5.3)	(50.3)	(16.2)	4.2	4.1
Operating Profit	(20.9)	(65.7)	(30.6)	12.3	9.0
EBITDA	(17.2)	(49.8)	(15.8)	5.7	4.5
Net Profit	(20.3)	(62.9)	(30.5)	9.0	4.8
Core net profit	(22.9)	(65.5)	(24.9)	9.0	4.8
EPS	(20.3)	(62.9)	(30.5)	9.0	4.8
Core EPS	(22.9)	(65.5)	(24.9)	9.0	4.8
Profitability (%)					
Gross Margin	60.2	49.0	38.6	41.0	42.5
Operation Margin	53.1	36.7	30.4	32.7	34.3
EBIT Margin	55.2	39.9	33.9	36.2	37.8
Net Margin	44.6	33.3	27.6	28.9	29.1
ROE	9.8	3.6	2.6	2.8	3.0
ROA	8.3	3.1	2.5	2.7	2.8
Stability					
Interest bearing debt/equity (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt/equity (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	42.9	38.2	723.2	806.0	874.8
Interest & ST debt coverage (x)	1.5	38.2	723.2	806.0	874.8
Cash flow interest coverage (x)	1.4	(6.7)	5.0	4.8	4.9
Current ratio (x)	2.7	18.7	19.3	23.0	26.5
Quick ratio (x)	2.6	2.7	3.4	7.1	10.7
Net debt (THB m)	(2,943.9)	(120.0)	(343.7)	(1,089.5)	(1,836.7)
Activity					
Asset turnover (X)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Days receivables	82.3	106.7	82.6	29.9	28.9
Days inventory	54.2	82.0	96.6	96.9	96.3
Days payable	75.6	80.7	50.5	50.6	50.3
Cash cycle days	60.9	108.0	128.7	76.2	74.9

Profit & loss (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Year ending Dec					
Revenue	4,126	2,049	1,718	1,790	1,863
Cost of Goods Sold	(1,642)	(1,045)	(1,054)	(1,056)	(1,071)
Gross Profit	2,484	1,004	663	734	792
Operating Expenses	(292)	(253)	(142)	(148)	(154)
Operating Profit	2,192	751	522	586	638
EBIT	2,278	818	582	648	704
Depreciation	652	653	657	660	663
EBITDA	2,930	1,471	1,238	1,308	1,367
Non-Operating Income	86	67	60	63	65
Other Incomes	86	67	60	63	65
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(21)	(1)	(1)	(1)	(1)
Interest Expense	(21)	(1)	(1)	(1)	(1)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2,225	796	581	648	703
Extraordinary Items	7	51	0	0	0
Current Taxation	(258)	(101)	(58)	(78)	(105)
Minorities	(136)	(64)	(48)	(53)	(55)
Net Profit	1,838	683	475	517	542
Core net profit	1,831	632	475	517	542
EPS (THB)	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51
Core EPS (THB)	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51

Cash flow (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Year ending Dec					
Operating cash flow	2,841	(1,591)	1,210	1,160	1,186
Net profit	1,838	683	475	517	542
Depre.& amortization	652	653	657	660	663
Change in working capital	351	(2,927)	78	(17)	(19)
Others	0	0	0	0	0
Investment cash flow	(14)	128	(100)	(100)	(100)
Net CAPEX	34	55	(100)	(100)	(100)
Change in LT investment	112	131	0	0	0
Change in other assets	(160)	(59)	0	0	0
Free cash flow	2,827	(1,463)	1,110	1,060	1,086
Financing cash flow	12,803	11,143	(886)	(314)	(339)
Change in share capital	1	(1)	0	0	0
Net change in debt	(649)	(1,499)	0	0	0
Dividend paid	(1,153)	(1,389)	(934)	(367)	(394)
Others	14,604	14,032	48	53	55
Net cash flow	15,630	9,680	224	746	747

Per share (THB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51
Core EPS	1.73	0.60	0.45	0.49	0.51
CFPS	2.48	1.28	1.12	1.16	1.19
BVPS	18.12	17.56	17.13	17.27	17.41
Sales/share	3.91	1.94	1.63	1.69	1.76
EBITDA/share	2.78	1.39	1.17	1.24	1.29
DPS	1.09	1.32	0.88	0.35	0.37
Valuation					
P/E (x)	7.15	14.12	18.91	17.35	16.55
P/BV (x)	0.68	0.48	0.50	0.49	0.49
Dividend yield (%)	8.81	15.57	10.41	4.08	4.39
Dividend payout ratio (%)	48.56	75.85	50.00	50.00	50.00

Source: Company data, Beyond Research

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Tassanapol Ngernseng, Register No. 119672, Beyond Securities Public Company Limited

The individual(s) identified above certify(ies) that all views expressed in this research report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein. This report has been prepared by Beyond Securities Public Company Limited ("BYD"). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, BYD makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. The information and expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. BYD has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, BYD does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of BYD. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY: Expected return of 10% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.

REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation. * In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

Overweight: The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

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

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market

recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

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

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AAA Rating

ACE	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BBL	BCPG	BEM	BGC	BGRIM	BKIH	BPP
BTG	CENTEL	CKP	CPALL	CPF	CPN	DITTO	GPSC	GULF	IVL	KBANK	KTB
KTC	MC	M-CHAI	MFEC	MTC	NOBLE	OR	ORI	PB	PR9	PTT	PTTGC
RATCH	SABINA	SCC	SCGP	SIRI	SJWD	STA	STGT	TEGH	TFMAMA	THCOM	TISCO
TMT	TOP	TPBI	TPIPP	TTB	TVO	WHA	WHAUP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AA Rating

ADB	ADVANC	AKP	AMATAV	AP	ASW	AWC	BAM	BBGI	BCH	BJC	BLA
BRI	BTS	CBG	CK	COM7	CPAXT	CRC	DMT	DRT	EASTW	EGCO	EPG
ETC	FPI	FPT	GLOBAL	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	HTC	III	ILM	INTUCH
KKP	LH	MAJOR	MINT	MTI	NRF	NYT	OSP	PLANB	PPS	PSH	PSL
QTC	S	S&J	SAT	SAWAD	SC	SCB	SCCC	SCG	SGP	SHR	SMPC
SNP	SSP	STECON	SUTHA	SVOA	SYNEX	TASCO	TCAP	TFG	TGH	THANI	TPAC
TIPL	TRUBB	TTA	TTW	VGI	WICE	ZEN	PTTEP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

A Rating

AH	ALLA	AOT	ASK	BDMS	CFRESH	CHASE	CM	COLOR	DELTA	GCAP	HARN
ICHI	ILINK	IRC	IT	ITEL	JMART	JTS	KCE	KCG	KUMWEL	LHFG	LOXLEY
MBK	MEGA	MFC	MODERN	MOONG	MOSHI	MSC	NER	NVD	PCC	PCSGH	PHOL
PM	RBF	RS	SAK	SAPPE	SCGD	SELIC	SFLEX	SGC	SICT	SITHAI	SNC
SNNP	SPALI	SPI	SSSC	TGE	THIP	THREL	TKS	TLI	TOA	TOG	TPCS
TQM	TSC	TSTH	TTCL	TU	TWPC	UAC	UBE	VIH	WACOAL	XO	

INITIATED COVERAGE

SPCG PUBLIC COMPANY LIMITED

12 NOV 2025

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

BBB Rating

AKR BA BLC DEMCO GABLE INSET JMT MICRO PDJ PRIME Q-CON QLT
SENA SKR SO SUN

ESG Qualification Criteria

Listed companies that are selected for inclusion in SET ESG Ratings must receive a score of at least 50% in each dimension (Corporate Governance & Economic, Environmental, and Social). That listed companies are chosen from the selection of listed companies that voluntarily participate in SET's annual Sustainability Assessment, and that pass the Eligibility Criteria.

SET ESG Ratings is divided into 4 levels

AAA

score
90 - 100

AA

score
80 - 89

A

score
65 - 79

BBB

score
50 - 64

Companies with Excellent CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



AAV	ABM	ACE	ACG	ADVANC	AE	AF	AGE	AH	AIT	AJ	AKP
AKR	ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH
BCP	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BLA	BPP
BR	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BTW	BWG	CBG	CENTEL	CFRESH	CHASE
CHEWA	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CNT	COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF
CPL	CPN	CPW	CRC	CRD	CREDIT	CSC	CV	DCC	DDD	DELTA	DEMCO
DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	ECF	ECL	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FPI	FPT	FVC	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	INTUCH	IP	IRC	IRPC
IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	KTMS	KUMWEL	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT
LOXLEY	LPN	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI	MVP	NCH
NER	NKI	NOBLE	NRF	NSL	NTSC	NVD	NWR	NYT	OCC	OR	ORI
OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PEER	PG	PHOL	PIMO	PLANB	PLAT
PLUS	PM	PORT	PPP	PPS	PR9	PRG	PRIME	PRM	PRTR	PSH	PSL
PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH	QTC	RATCH	RBF	RPC	RPH	RS	RT
RWI	S	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK	SAMART	SAMTEL	SAT	SAV	SAWAD
SC	SCAP	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGD	SCGP	SCM	SCN	SDC	SEAFCO
SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SGC	SGF	SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI
SJWD	SKE	SKR	SM	SMPC	SNC	SNNP	SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC
SPI	SPRC	SR	SSF	SSP	SSSC	STA	STGT	STI	SUC	SUN	SUTHA
SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH	TFG	TFMAMA
TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THG	THIP	THRE	THREL	TIPH	TISCO	TK
TKS	TKT	TLI	TM	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA	TOG	TOP
TPAC	TPBI	TPIPL	TPIPP	TPS	TQM	TQR	TRP	TRUBB	TRUE	TRV	TSC
TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVDH	TVO	TVT	TWPC	UAC
UBE	UBIS	UKEM	UPF	UPOIC	UV	VARO	VGI	VIH	WACOAL	WGE	WHA
WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	ZEN							

INITIATED COVERAGE



SPCG PUBLIC COMPANY LIMITED

12 NOV 2025

Company with Very Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



2S	AAI	ADB	AEONTS	AHC	AIRA	APCO	APCS	APURE	ARIP	ARROW	ASIAN
ATP30	AUCT	AYUD	BA	BBIK	BC	BE8	BH	BIZ	BOL	BSBM	BTC
CH	CI	CIG	CM	COCOCO	COMAN	CPI	CSS	DTCENT	EVER	FE	FORTH
FSMART	FSX	FTI	GEL	GPI	HUMAN	IFS	INSURE	JCK	JDF	JMART	KGI
KJL	KTIS	KUN	L&E	LHK	MATCH	MBAX	MEGA	METCO	MICRO	NC	NCAP
NCL	NDR	ONEE	PATO	PDG	PJW	POLY	POS	PREB	PROUD	PSG	PSP
PSTC	PT	PTECH	PYLON	QLT	RABBIT	RCL	RSXYZ	SAPPE	SECURE	SFLEX	SFT
SINO	SMT	SPCG	SPVI	STANLY	STPI	SUPER	SUSCO	SVOA	SVT	TACC	TAE
TCC	TEKA	TFM	TITLE	TKN	TMD	TNR	TPA	TPCH	TPCS	TPLAS	TPOLY
TRT	TURTLE	TVH	UBA	UP	UREKA	VCOM	VIBHA	VRANDA	WARRIX	WIN	WP

Company with Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



A5	ADD	AIE	ALUCON	AMC	AMR	ARIN	ASEFA	ASIA	ASN	BIG	BIOTEC
BIS	BJCHI	BLC	BVG	CEN	CGH	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHOTI	CITY	CMC
CPANEL	CSP	DEXON	DOD	DPAINT	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH	ESTAR	ETL
FNS	GBX	GENCO	GTB	GYT	ICN	IIG	IMH	IRCP	J	JCKH	JMT
JPARK	JR	JSP	JUBILE	KBS	KCAR	KIAT	KISS	KK	KWC	LDC	LEO
MCA	META	MGC	MITSIB	MK	NAM	NOVA	NTV	NV	OGC	PACO	PANEL
PHG	PIN	PRAPAT	PRI	PRIN	PROEN	PROS	PTC	READY	ROCTEC	SABUY	SALEE
SAMCO	SANKO	SCI	SE	SE-ED	SINGER	SISB	SKN	SKY	SMD100	SMIT	SORKON
SPG	SST	STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TMC	TMI
TNP	TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIJK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

Corporate Governance Report (CGR)

The disclosure of survey results of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment (MAI) public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. 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. Beyond Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	การประเมิน	Description
มากกว่า 80		ดีเลิศ	Excellent
70 - 79		ดีมาก	Very Good
60 - 59		ดี	Good
50 - 49		พอใช้	Satisfactory
40 - 49		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 40	No logo give	N/A	N/A