

### SPCG: ผู้บุกเบิกธุรกิจ solar farm ในเมืองไทย

#### Action : เริ่มต้นคำแนะนำ "ถือ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 20.60 บาท

แม้บริษัทจะมีจุดแข็งหลักๆ ได้แก่ 1) บริษัทมีรายได้และกำไรที่มั่นคงจากการมีสัญญาขายไฟฟ้าที่แน่นอน 2) บริษัทมีการจ่ายปันผลสูง 6% ต่อปี อย่างสม่ำเสมอ 3) บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งโดยมี D/E เพียง 0.40 เท่า สะท้อนศักยภาพการลงทุนในโครงการใหม่ได้อีกมาก 4) บริษัทมีพันธมิตรที่แข็งแกร่งในอุตสาหกรรมอย่าง Kyocera Corporation อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยังไม่มีข้อมูลชัดเจนเกี่ยวกับโครงการลงทุนในช่วง 2020 - 2024 เพื่อชดเชยรายได้จาก Adder รวบรวมได้ 3,000 ลบ. ซึ่งจะทยอยหมดลงในช่วงดังกล่าว อีกทั้งราคาหุ้นปัจจุบันเหลือ upside จำกัด จึงเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ถือ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 2021F ที่ 20.60 บาท อิง SOTP

#### Catalyst : มีโครงการ solar farm ขนาดใหญ่ที่ญี่ปุ่นที่จะ COD ในปี 2023

**Business:** SPCG ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานแสงอาทิตย์ ซึ่งมีการดำเนินการผลิตไฟฟ้าและลงทุนในโครงการ solar farm ในประเทศไทยและญี่ปุ่น โดยเป็นบริษัทที่พัฒนาโครงการ solar farm แห่งแรกในประเทศไทย อีกทั้งมีธุรกิจจำหน่ายและติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (solar roof) ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาบริษัทมีโรงไฟฟ้า solar ในไทยเป็นตัวหลักในการสร้างรายได้และกำไร โดยในปัจจุบันทางบริษัทมีกำลังการผลิตที่ดำเนินการขายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (COD) แล้วตามสัดส่วนที่ถือหุ้น 180.9 MW (เป็นโครงการในประเทศไทยทั้งหมด) และบริษัทมีการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นอีก 2 โครงการ (1. Tottori Yonago (30 MW) ซึ่งเป็นโครงการที่บริษัทไปลงทุนในที่ดินและรับรู้ในรูปแบบเงินปันผล 2. Ukujima Mega Solar Project (480 MW) ที่บริษัทถือหุ้น 17.92%)

**Outlook:** SPCG เดินหน้าเพิ่มกำลังการผลิต เพื่อเพิ่มจำนวน MW และเร่งหาโครงการใหม่ๆ เพื่อมาทดแทนกำไรที่จะเริ่มหายไปจาก Adder ของโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในไทยที่จะทยอยหมดลงในปี 2020 - 2024 โดยปัจจุบันบริษัทได้ตั้งเป้าลงทุนในธุรกิจใหม่ที่จะเน้นนวัตกรรมมากขึ้น ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินลงทุนรวม 10,000 ลบ. และปัจจุบันมีโครงการ Ukujima Mega Solar Project ที่อยู่ระหว่างการพัฒนาและคาดว่าจะ COD ในปี 2023F (รวมในประมาณการแล้ว)

**ประเมินกำไร** ปี 20F อยู่ที่ 2,615 ลบ. (-2% y-y) ลดลงเล็กน้อยเนื่องจากคาดว่าโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะสามารถผลิตไฟฟ้าได้น้อยลง ประกอบกับธุรกิจ solar roof ยังชะลอตัวตามสภาวะเศรษฐกิจ โดยในปี 2020F - 2022F บริษัทยังไม่มีโครงการใหม่เข้ามาเพิ่มกำไร และคาดว่าจะค่อยๆ หดตัวตาม Adder ที่ทยอยหมดลง ส่วนปี 2023F เป็นต้นไป แม้ว่าจะมีกำไรจาก Ukujima มาเสริมรวมปีละ 300 - 400 ลบ. แต่คาดว่าจะหดตัวต่อเนื่องในปี 2023F - 2025F เนื่องจากไม่สามารถชดเชย Adder ที่หมดหมดในปี 2023F - 2024F ได้

#### Valuation: มูลค่าพื้นฐาน 20.60 บาท อิง SOTP

เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ "ถือ" โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2021F อิง SOTP ที่ 20.60 บาท (มูลค่าของธุรกิจ solar farm อยู่ที่ 15.70 บาท และธุรกิจ solar roof อยู่ที่ 4.90 บาท) โดยในปัจจุบันบริษัทมี PER 20F ที่ 7.3 เท่า (ค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12.7 เท่า) และคาด dividend yield 6% ต่อปี โดยคาดกำไรปี 21F ที่ 2,455 ลบ. (-6% y-y) โดยประมาณการยังไม่รวมธุรกิจนวัตกรรมใหม่ที่บริษัทตั้งเป้าลงทุน (ซึ่งต้องรอความชัดเจนว่าเป็นธุรกิจรูปแบบไหน)

Forecasts & Valuation					
Year-end 31 Dec (THBm)	FY 18	FY 19	FY 20F	FY 21F	FY 22F
Revenue	6,046	5,323	5,055	5,049	4,919
Revenue Growth (%)	-1%	-12%	-5%	0%	-3%
EBITDA	4,178	4,076	3,956	3,765	3,427
Norm. Profit	2,614	2,669	2,615	2,455	2,126
Net Profit	2,614	2,669	2,615	2,455	2,126
EPS (THB)	2.68	2.74	2.68	2.52	2.18
EPS Growth (%)	4%	2%	-2%	-6%	-13%
PER (x)	7.3	7.1	7.3	7.7	8.9
BV/share (THB)	12.56	14.19	15.66	16.92	17.90
P/BV (x)	1.6	1.4	1.2	1.2	1.1
DPS (THB)	1.20	1.22	1.21	1.26	1.20
Dividend yield (%)	6.2%	6.3%	6.2%	6.5%	6.2%

Source: Company data, CNS IRIS

Rating	<b>Neutral</b>
TP21F (SOTP)	THB 20.60
Closing price	THB 19.50
Upside/Downside	6%

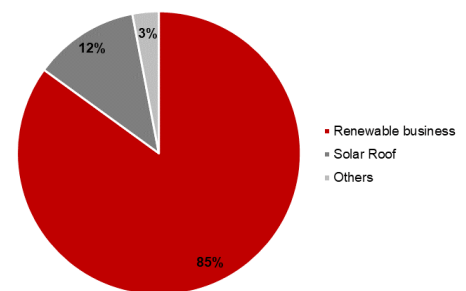
#### Anchor Themes

แนวโน้มพลังงานแสงอาทิตย์กำลังขยายตัวอย่างต่อเนื่องทั่วโลก เนื่องจากเทคโนโลยีทำให้ต้นทุนการผลิตลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และรัฐบาลมีนโยบายเพิ่มสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในช่วง 15 ปีข้างหน้า

#### Key Data

Shares in Issue (mn)	973.99
Market Cap (THBmn)	18,992.80
12-mth High/Low (THB)	22.70/12.00
3-mth avg daily turnover (THBmn)	36.99
Foreign Limit/Actual (%)	49.00/34.39
Expected Free Float (%)	34.62
NVDR (%)	3.91
Dividend Policy (%)	At least 40
Par Value (THB)	1.00

#### Revenue Structure



#### Strategy Analysts

**Anuwat Srikajornratkul**  
Analyst Registration No. 045698  
Anuwat.srikajornratkul@th.nomura.com  
02-081-2779, 02-638-5779

**Suksit Wongwanich**  
Assistant Analyst

## Core Business: ดำเนินธุรกิจด้านพลังงานแสงอาทิตย์

บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน) ดำเนินการผลิตและลงทุนในธุรกิจไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยและญี่ปุ่น โดยเป็นผู้พัฒนาโครงการโซลาร์ฟาร์มแห่งแรกในประเทศไทยและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยปัจจุบันทางกลุ่มบริษัทที่มีกำลังการผลิตตามสัดส่วนที่ถือหุ้นรวม 267 MW (solar farm ในไทย 181 MW, solar farm ในญี่ปุ่น 86 MW)

### โครงการที่ดำเนินการขายไฟฟ้าแล้ว

#### 1. ธุรกิจในประเทศไทย

- 1) โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (solar farm) เป็นธุรกิจหลักของบริษัท (70-85% ของรายได้) ปัจจุบันบริษัทมีโครงการทั้งหมด 36 โครงการ โดยมีกำลังการผลิตภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (Power Purchase Agreement (“PPA”)) กับการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ทั้งหมด 205.9 MW โดยทุกโครงการได้รับส่วนเพิ่มราคาซื้อไฟฟ้า (Adder) ในอัตรา 8 บาท ต่อ kWh เป็นระยะเวลา 10 ปีตั้งแต่เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (Commercial Operation Date (“COD”)) โดยโครงการแรก COD ในปี 2010 และโครงการสุดท้าย COD ในปี 2014 โดยใน 3 ปีล่าสุดทางบริษัทมีรายได้จาก Adder ปีละราว 3,000 ลบ. อีกทั้งโครงการเหล่านี้ยังได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นเวลา 8 ปี และได้รับการลดหย่อนภาษีนิติบุคคลอีก 50% ในปีที่ 9-13

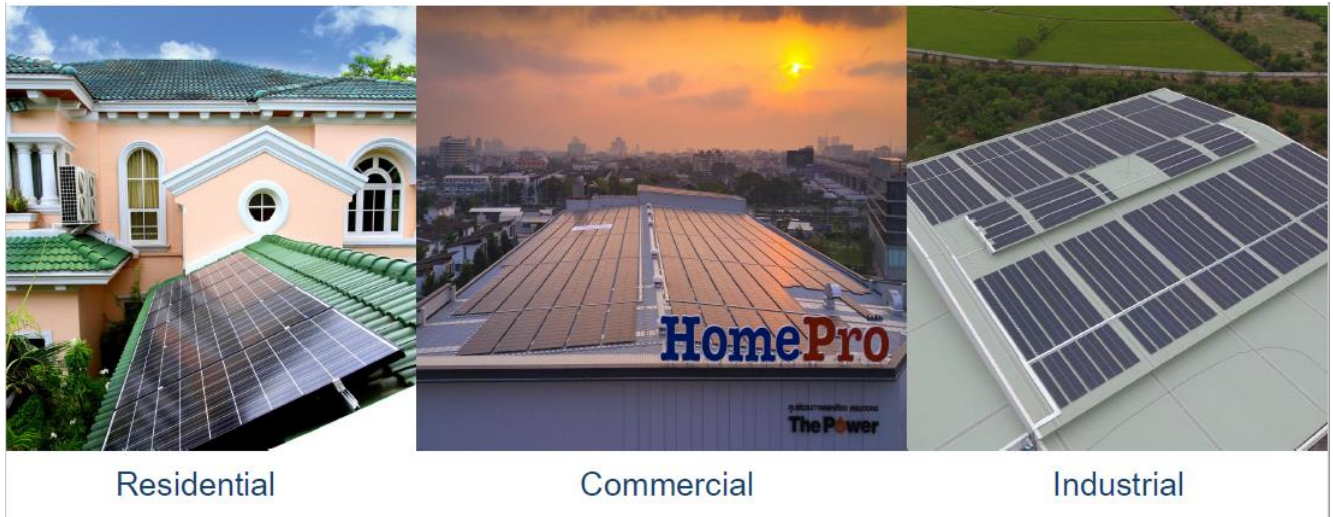
Figure 1: SPCG solar farm



Source: Company data

- 2) ธุรกิจผลิต จำหน่าย และให้บริการติดตั้งหลังคาเหล็กและหลังคาพลังงานแสงอาทิตย์
  - 2.1) ธุรกิจหลังคาเหล็กและโครงสร้างพร้อมบริการครบวงจร (Steel Roof) บริษัทเป็นผู้ผลิตจัดจำหน่าย และติดตั้งวัสดุหลังคาและผนังประเภทแผ่นเหล็กเคลือบสังกะสีผสมอลูมิเนียมขึ้นรูปลอน ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูง โดยใน 3 ปีล่าสุด บริษัทมีรายได้จากธุรกิจนี้ราว 2-4% ของรายได้รวม
  - 2.2) ธุรกิจจำหน่ายและติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (Solar Roof) บริษัทเป็นผู้พัฒนา solar roof รายแรกในประเทศไทย โดยมีกลุ่มลูกค้า 3 กลุ่ม คือ 1) บ้านที่อยู่อาศัย 2) อาคารพาณิชย์ อาคารสำนักงาน ส่วนราชการ 3) โรงงานอุตสาหกรรม โดยมีพันธมิตร คือ Kyocera Corporation ซึ่งเป็นผู้นำทางการผลิตแผง solar panel ในระดับโลก โดยรายได้จาก solar roof คิดเป็นสัดส่วนราว 10 – 25% ของรายได้รวม

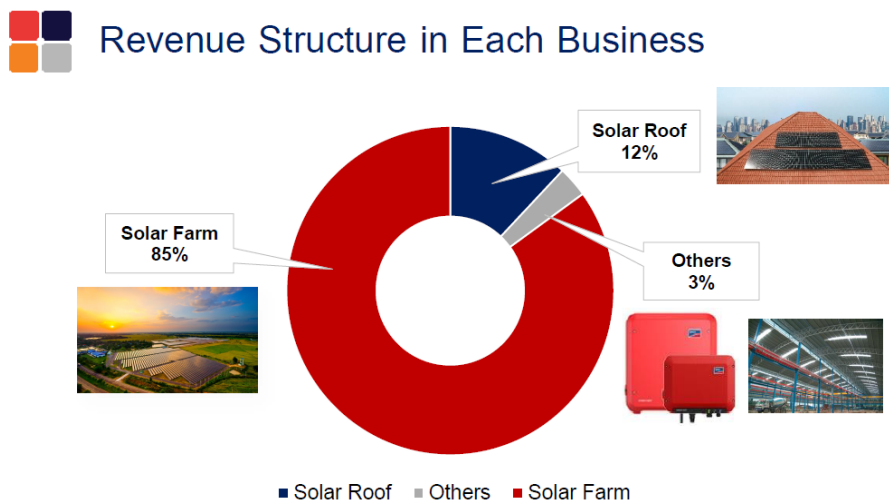
Figure 2: SPCG solar roof business



Source: Company data

2. **ธุรกิจในประเทศญี่ปุ่น** โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั้งหมด 1 โครงการ คือ Tottori Yonago Mega Solar Farm (ร่วมลงทุนกับ Kyocera Corporation และ Tokyo Century Leasing Corporation) มีกำลังการผลิตภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวม 30 MW โดยมีสัญญา FIT ที่ 36 เยน ต่อ kWh โดยมีอายุสัญญา 20 ปีจาก COD (COD เม.ย. 2018) โดยโครงการดังกล่าวเป็นการลงทุนในที่ดินของโครงการ และรับรู้รายได้เป็นเงินปันผล โดยบริษัทใช้เงินลงทุนทั้งสิ้น 129 ลบ.

Figure 3: Revenue Structure in 2Q20



Source: Company data

### โครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างและการพัฒนา

โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศญี่ปุ่น มีเพียง 1 โครงการ คือ Ukujima Mega Solar Project ตั้งอยู่บนเกาะ Ukujima เมืองนางาซากิ กำลังการผลิตรวม 480 MW มีอัตราซื้อแบบ FiT สูงถึง 40 เยน ต่อ kWh และมีอายุสัญญา 17.25 ปี จาก SCOD (สิ้นสุด 30 ก.ย. 2040) และคาดว่าจะ COD ได้ภายในปี 2023 ซึ่งโครงการนี้ SPCG ถือหุ้น 17.92% (โดยเป็นการไปลงทุนร่วมกับบริษัทต่างๆ ได้แก่ Kyocera Corporation, Kyudenko Corporation, Tokyo Century Corporation, Furukawa Electric Company Limited, Tsuboi Corporation และผู้ลงทุนรายย่อยอื่นๆ) โดยเงินลงทุนของ SPCG อยู่ที่ 9,000 ล้านบาท (2,700 ลบ.) จากเงินลงทุนทั้งโครงการที่ 178,758 ล้านบาท (54,200 ลบ.)

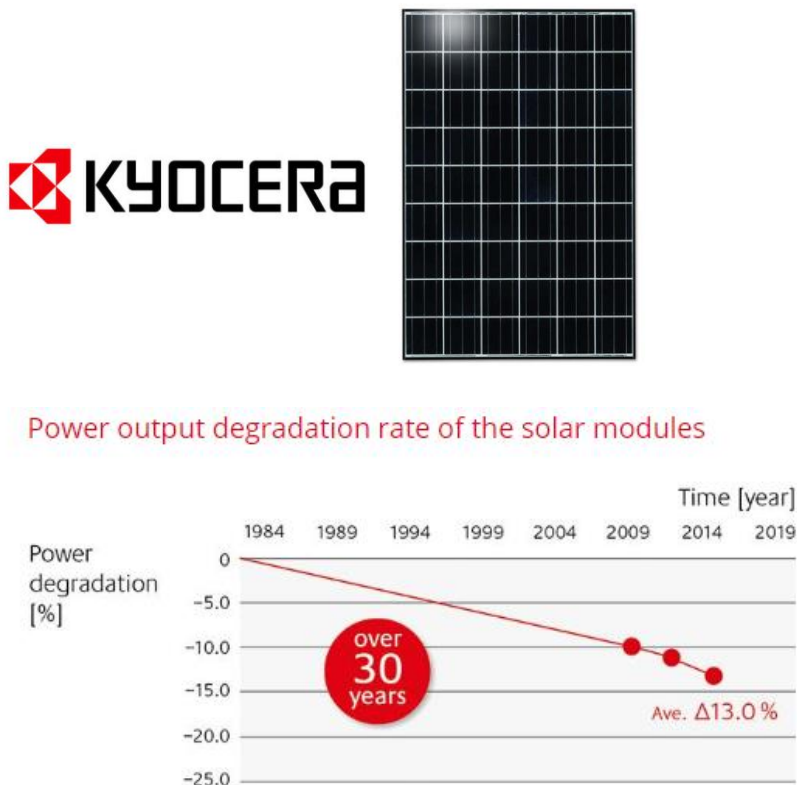
## ลงทุนโครงการใหม่และขยายธุรกิจ solar roof เพื่อหารายได้มาชดเชย Adder ที่ใกล้หมด

ในระยะเวลาตั้งแต่ที่บริษัทดำเนินงานมา โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยเป็นตัวเลือกในการสร้างรายได้และกำไร (รายได้จากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์คิดเป็น 70-85% ของรายได้ทั้งหมดใน 3 ปีที่ผ่านมา) แต่เนื่องจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศทั้ง 36 โครงการของบริษัทมีสัญญาซื้อขายในรูปแบบ Adder (ส่วนเพิ่มราคาไฟฟ้ามีระยะเวลา 10 ปี) ซึ่งจะทยอยหมดอายุในช่วงปี 2020 – 2024 โดยรายได้จาก Adder รวบรวมแล้ว 3,000 ล้านบาท จะทยอยหายไป 4 ปีข้างหน้า ซึ่งส่งผลไปยังกำไรสุทธิของบริษัทโดยตรง ดังนั้นทางบริษัทจึงต้องลงทุนในโครงการใหม่และขยายกิจการในส่วนธุรกิจ solar roof เพื่อมาชดเชยรายได้และกำไรที่หายไป

### แผง solar cell ของ Kyocera

SPCG ได้เลือกใช้แผง solar cell คุณภาพสูงของ Kyocera จากประเทศญี่ปุ่น ในทั้ง 36 โครงการของบริษัท โดย Kyocera เป็นผู้ผลิตและพัฒนาที่ประกอบธุรกิจด้านพลังงานแสงอาทิตย์มายาวนานกว่า 40 ปี โดยมีการรับประกันประสิทธิภาพที่สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ไม่น้อยกว่า 90% ภายใน 12 ปี และไม่น้อยกว่า 80% ใน 25 ปี โดยแผง solar ของ Kyocera ที่ติดตั้งจริงเป็นเวลา 25 ปี ยังสามารถผลิตไฟฟ้าได้สูงถึง 91.4% และแผงที่ SPCG ใช้ในโครงการแรก Korat 1 (10 ปี) ณ ปัจจุบัน ยังสามารถผลิตไฟฟ้าได้สูงถึง 96% โดยการใช้แผงคุณภาพสูง ทำให้บริษัทสามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้โดยที่ประสิทธิภาพลดน้อยมากในช่วงที่มี Adder ส่งผลให้อัตรากำไรของบริษัทคงตัวอยู่ในระดับสูง และสามารถสร้างรายได้และกระแสเงินสดจากช่วง Adder ได้อย่างเต็มที่

Figure 4: Kyocera solar panel and efficiency



Source: Kyocera



## Industry Overview and Outlook

### Investment cost and Tariff

ในระยะแรก (5-10 ปีก่อน) ที่ประเทศต่างๆ เริ่มมีนโยบายพัฒนาการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ทางรัฐบาลประเทศต่างๆ ได้มีการอุดหนุนราคาซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน เนื่องจากต้องการจูงใจให้มีการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน (ต้นทุนการผลิตยังอยู่ในระดับที่สูงมาก)

โดยในประเทศไทยได้มีการรับซื้อไฟฟ้าในอัตราส่วนเพิ่ม (Adder) และระบบ Feed-in Tariff (FiT) ที่ราคาสูงกว่าการรับซื้อไฟฟ้าปกติ โดยในส่วนของพลังงานแสงอาทิตย์ เริ่มจาก Adder 8 บาท ลดลงมาเป็น 6.5 บาท (ระยะเวลา Adder 10 ปี) และเปลี่ยนมาใช้ระบบ FiT ที่ 5.66 บาท (ระยะเวลา 25 ปี) และยังมีโครงการสหกรณ์ที่มี FiT 4.12 บาท โดยในระยะแรกช่วง Adder การลงทุนใน Solar farm มีค่าใช้จ่ายกว่า 100 ลบ. ต่อ MW โดย SPCG เป็นบริษัทแรกที่พัฒนาโครงการและได้รับ Adder 8 บาท ทุกโครงการ โดยในช่วงแรกใช้เงินลงทุน 105 ลบ. ต่อ MW อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันต้นทุนในการลงทุน solar farm ลดลงมากเหลือราว 30 - 50 ลบ. ต่อ MW และยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ในปัจจุบันทางภาครัฐไม่มีนโยบายการสนับสนุนทางด้านราคาแล้ว

การลงทุนในประเทศญี่ปุ่นนั้น ในส่วนของพลังงานแสงอาทิตย์ มีอัตราค่ารับซื้อไฟฟ้าสูงถึง 40 เยน (12 บาท) ต่อ kWh ในช่วงแรก และค่อยๆ ลดลงเหลือ 24 เยน (7.2 บาท) ต่อ kWh ในช่วงปี 2017 โดยในปัจจุบันทางรัฐบาลไม่มีการสนับสนุนทางด้านราคาแล้ว แต่เปลี่ยนเป็นรูปแบบการประมูลราคาแทน ส่วนการลงทุนมีค่าใช้จ่ายกว่า 100 ลบ. ต่อ MW ในการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นนั้นจะมีต้นทุนทางการเงินที่ค่อนข้างต่ำ เนื่องจากสภาวะดอกเบี้ยในประเทศญี่ปุ่นอยู่ในระดับต่ำ

### นโยบายส่งเสริมพลังงานทดแทนระยะสั้นในประเทศไทยเริ่มมีข้อจำกัด

จากข้อมูลของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต พบว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องไปในทิศทางเดียวกับ GDP ซึ่งความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นจาก 24,010 MW ในปี 2553 เป็น 30,853 MW ในปี 2562 (คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 2.8 ต่อปี) โดยในแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับ พ.ศ.2561-2580 (PDP 2018) มีประมาณการกำลังการผลิตไฟฟ้า ณ สิ้นปี 2580 ที่ 77,211 MW (กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ สิ้นปี 2560 จำนวน 46,090 MW บวกกำลังผลิตโรงไฟฟ้าใหม่ 56,431 ลบกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าเก่าที่หมดอายุในช่วงปี 2561-2580 จำนวน 25,310 MW) โดยกำลังการผลิตไฟฟ้าใหม่ มาจากโรงไฟฟ้าหมุนเวียน 20,766 MW (คิดเป็น 36.8% ของกำลังการผลิตใหม่)

ในส่วนของอุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ตามแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก (AEDP) มีแผนเพิ่มพลังงานแสงอาทิตย์ 10,000 MW พลังงานแสงอาทิตย์ทุ่นลอยน้ำ 2,725 MW พลังงานลม 1,485 MW ชีวมวล 3,376 MW ก๊าซชีวภาพ 546 MW โดยราคาซื้อไฟฟ้าจะไม่เกินกว่าอัตราเฉลี่ยขายส่ง (Grid Parity) นอกเหนือจากนี้ยังมีโรงไฟฟ้าตามนโยบายการส่งเสริมของภาครัฐที่มุ่งเน้นไปที่การแก้ไขปัญหาสังคมส่วนรวม แบ่งเป็น ชยะชุมชน 400 MW และชีวมวลประชารัฐในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ 120 MW

Figure 5: Renewable energy plan in Thailand's PDP 2018

พลังงานหมุนเวียน / อนุรักษ์พลังงาน	กำลังผลิตตามสัญญา	กำลังผลิตที่เชื่อถือได้
พลังงานแสงอาทิตย์*	10,000	4,250
ชีวมวล	3,376	2,296
ก๊าซชีวภาพ	546	325
พลังงานแสงอาทิตย์ทุ่นลอยน้ำร่วมกับโรงไฟฟ้าพลังน้ำ	2,725	1,158
พลังงานลม	1,485	189
ขยะอุตสาหกรรม	44	26
มาตรการอนุรักษ์พลังงานด้านไฟฟ้า	-	4,000
<b>รวม ณ ปี 2580</b>	<b>18,176</b>	<b>12,244</b>

Source: Ministry of Energy

เบื้องต้นคาดว่าในอีก 5-6 ปีข้างหน้า ทางภาครัฐจะยังไม่มีการรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเข้าสู่ระบบมากนัก เนื่องจากสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าสำรองยังคงสูง และรอให้ต้นทุนการผลิตไฟฟ้าและระบบกักเก็บพลังงานมีราคาตกลงและเสถียรขึ้น ส่งผลให้โอกาสการลงทุนในประเทศไทยค่อนข้างจำกัดในรอบระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า

### การลงทุนในประเทศไทยปัจจุบัน

เนื่องด้วยเหตุการณ์โรงไฟฟ้านิวเคลียร์ฟูกูชิมะไดอิจิเกิดแผ่นดินไหวและสึนามิครั้งใหญ่ในปี 2554 ทำให้โรงไฟฟ้านิวเคลียร์ที่เหลือในประเทศ 48 แห่ง ต้องปิดเพื่อทดสอบความปลอดภัย ทำให้สัดส่วนประเภทเชื้อเพลิงที่ใช้ผลิตไฟฟ้าเปลี่ยนแปลง และต้องนำเข้าเชื้อเพลิงฟอสซิลมาทดแทน ส่งผลให้อัตราการพึ่งพาตัวเองทางด้านพลังงานลดลงจาก 19.9% ในปี 2553 เหลือ 6.0% ในปี 2555 รัฐบาลจึงได้ออกมาตรการต่างๆ เพื่อสร้างเสถียรภาพทางพลังงาน โดยหนึ่งในนโยบายที่สำคัญคือ การส่งเสริมการใช้พลังงานหมุนเวียนภายในประเทศ สภานิติบัญญัติญี่ปุ่นได้ประกาศใช้พระราชบัญญัติซึ่งกำหนดให้ผู้ประกอบการไฟฟ้าต้องรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Feed-in Tariff ในราคาและระยะเวลาที่กำหนด กระทรวงเศรษฐกิจการค้าและอุตสาหกรรมญี่ปุ่น (METI) วางเป้าหมายในการเพิ่มสัดส่วนปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนเป็นร้อยละ 22-24 ของกำลังการผลิตไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2573 (คาดว่าจะมาจาก พลังงานแสงอาทิตย์ 7%, พลังงานชีวมวล 4.2%, พลังงานลม 1.7%, พลังงานน้ำ 9%)

ตามแผนกลยุทธ์พลังงานของประเทศญี่ปุ่นปี 2557 มีนโยบายสนับสนุนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ โดย FIT เริ่มต้นที่ 40 เยน (12 บาท) ต่อ kWh สำหรับโครงการที่ยื่นคำขอในช่วงแรก (1 กรกฎาคม 2555 – 31 มีนาคม 2556) และค่อยๆ ลดลงมาเหลือ 24 เยน (7.2 บาท) ต่อ kWh (1 เมษายน 2559 – 31 มีนาคม 2560) และหลังจากนั้นเป็นการประมูลราคา ส่งผลให้กำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าที่ลงทะเบียนในการรับซื้อแบบ FIT เพิ่มขึ้นจาก 5 GW (ในปี 2555) เป็น 79 GW (ในปี 2559)

ในปัจจุบันพบว่าโอกาสพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศไทยปัจจุบันมีค่อนข้างจำกัด เนื่องด้วยข้อจำกัดด้านความสามารถของระบบโครงข่ายไฟฟ้าจากผู้ประกอบกิจการไฟฟ้าเอกชน สัดส่วนการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ใกล้เคียงกับแผนที่ METI วางไว้แล้ว และอัตราการรับซื้อไฟฟ้าที่ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ

## Financial Analysis

### ผลประกอบการ 1H20

ผลประกอบการในครึ่งปีแรกปี 20F ใกล้เคียงกับช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยรายได้ 1H20 อยู่ที่ 2,644 ลบ. (flat y-y) แม้ใน 2Q20 มีโรงไฟฟ้า 1 โครงการที่ Adder ได้หมดลง แต่กำไรสุทธิยังเติบโตได้ดี +5% y-y อยู่ที่ 1,412 ลบ. สาเหตุหลักมาจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น โดยอัตรากำไรขั้นต้น (Gross profit margin) ยังอยู่ในระดับสูงที่ 71% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 1H19 ที่ 69% เนื่องจากมีการลดต้นทุนการจัดการและบำรุงรักษา solar farm และอัตรากำไรสุทธิ (Net profit margin) ที่ 53% เพิ่มขึ้นจาก 1H19 ที่ 51% แม้ว่า SG&A/Sales จะปรับตัวสูงขึ้นเป็น 6.1% (จาก 4.8% ใน 1H19) ตามธุรกิจ solar roof ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย

### แนวโน้มผลประกอบการ

คาดว่ากำไรของบริษัทในปี 2020F จะลดลงเล็กน้อยเป็น 2,615 ลบ. (-2%y-y) และรายได้อยู่ที่ 5,055 ลบ. (-5% y-y) โดยสาเหตุหลักคือปิดโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์สามารถผลิตไฟฟ้าได้น้อยลงกว่าปีก่อน และมีโรงไฟฟ้าที่ Adder สิ้นสุด 1 โรง ในขณะที่รายได้การติดตั้ง solar rooftop แม้ว่าจะดีขึ้นเล็กน้อยจากปี 2019 แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากสถานะเศรษฐกิจทำให้การลงทุนในการติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์มีจำกัด

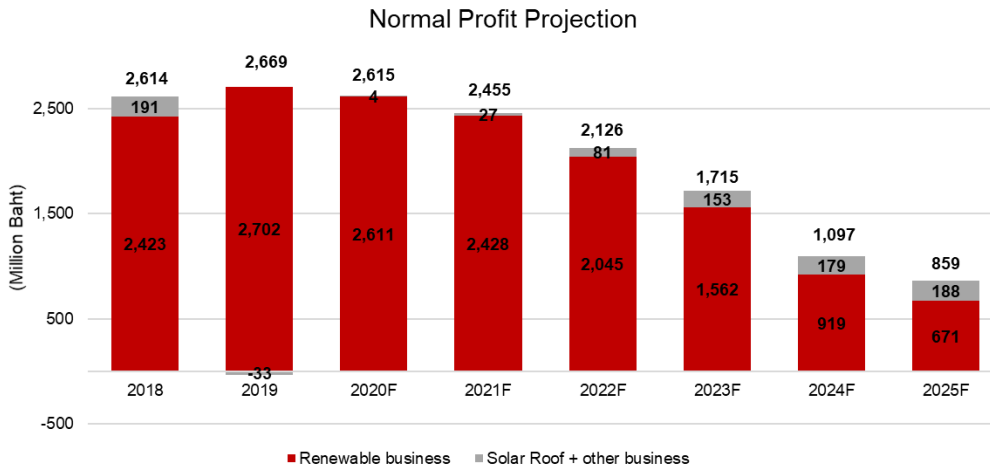
แนวโน้มผลประกอบการในช่วง 5 ปีข้างหน้า ประเมินว่ากำไรจะค่อยๆปรับตัวลดลงในช่วง 1-4 ปีต่อจากนี้หากไม่มีโครงการขนาดใหญ่เข้ามาใหม่ ถึงแม้ว่าจะมีกำไรจากโครงการ Ukujima (คาด COD ปี 2023F) เข้ามาปีละ 300 – 400 ลบ. และธุรกิจ solar roof ที่คาดว่าจะสร้างกำไรปีละ 100 – 200 ลบ. แต่เนื่องจาก Adder ของ solar farm ในประเทศไทยที่จะทยอยหมดลงตั้งแต่ปี 2020 – 2024 เป็นสัดส่วนที่ใหญ่ของรายได้ (รายได้จาก Adder รวบรวมปีละ 3,000 ลบ.) คาดว่าส่งผลให้ Gross profit margin จะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 30 - 35% ตั้งแต่ปี 2024F และประเมินว่า SG&A จะสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นตามธุรกิจ solar roof ที่คาดว่าจะขยายตัวขึ้น โดยจุดเปลี่ยนที่สำคัญ คือต้องรอโครงการใหม่ๆที่จะเข้ามาช่วยสร้างการเติบโตระยะกลาง-ยาวภายใต้ฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะกล่าวในหัวข้อถัดไป

Figure 6: Quarterly Financial Table

Year end 31 Dec (THBm)	Profit & Loss (THB mn)								1H19	1H20	% Y-Y
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	% Y-Y	% Q-Q			
<b>Total Revenue</b>	<b>1,360</b>	<b>1,277</b>	<b>1,200</b>	<b>1,485</b>	<b>1,462</b>	<b>1,183</b>	-7%	-19%	<b>2,638</b>	<b>2,644</b>	0%
Gross Profit	926	891	800	1,009	1,005	868	-3%	-14%	1,817	1,874	3%
SG&A	(61)	(66)	(68)	(98)	(80)	(82)	23%	2%	(128)	(162)	27%
<b>EBIT</b>	<b>885</b>	<b>843</b>	<b>745</b>	<b>943</b>	<b>919</b>	<b>838</b>	-1%	-9%	<b>1,728</b>	<b>1,757</b>	2%
Interest expense	(96)	(95)	(86)	(83)	(69)	(68)	-29%	-2%	(191)	(137)	-29%
Tax	(6)	(11)	(10)	(10)	(13)	(22)			(17)	(35)	
<b>Net Profit</b>	<b>694</b>	<b>653</b>	<b>575</b>	<b>755</b>	<b>749</b>	<b>663</b>	2%	-11%	<b>1,348</b>	<b>1,412</b>	5%
<b>Norm Profit</b>	<b>693</b>	<b>647</b>	<b>575</b>	<b>755</b>	<b>762</b>	<b>620</b>	-4%	-19%	<b>1,340</b>	<b>1,382</b>	3%
Gross profit margin (%)	69%	70%	67%	69%	69%	74%			69%	71%	
Net profit margin (%)	51%	51%	48%	51%	51%	56%			51%	53%	
SG&A/Sales (%)	4.5%	5.2%	5.7%	6.6%	5.5%	6.9%			4.8%	6.1%	

Source: Company data, CNS IRIS Division

Figure 7: Normal profit projection



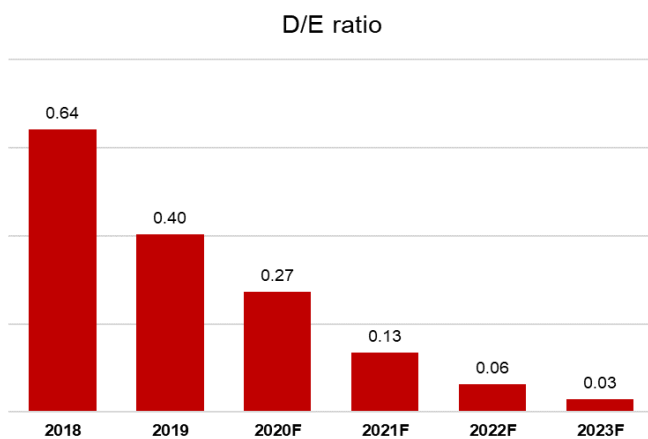
Source: Company data, CNS IRIS Division

### ฐานะทางการเงิน

บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมาก โดยมีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) ณ 2Q20 เพียง 0.39 เท่า คงที่จากสิ้นปี 2019 ที่ 0.40 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 1.55 เท่า) และคาดว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหากไม่มีโครงการใหม่ บริษัทจะสามารถชำระคืนเงินกู้ทั้งหมดได้ในปี 2023F แต่หากบริษัทมีโครงการใหม่และจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก บริษัทสามารถใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (ราวปีละ 3,000 – 4,000 ลบ.) และสามารถกู้ยืมเงินได้อีกมากโดยไม่มี ความจำเป็นต้องเพิ่มทุน

ถ้าบริษัทสามารถหาโครงการขนาดใหญ่ที่ต้องใช้เงินลงทุนราว 10,000 ลบ. ตามที่บริษัทตั้งเป้าไว้ โดยใช้เงินกู้ทั้งหมด คาดว่าบริษัทจะมี D/E ณ สิ้นปี 2020F เพิ่มขึ้นเพียง 0.87x เท่านั้น (สมมติฐานว่าใช้เงินจากการออกหุ้นกู้ 10,000 ลบ. ซึ่งที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2563 ได้อนุมัติแล้ว)

Figure 8: Debt to Equity ratio



Source: Company data, CNS IRIS Division

### มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

SPCG เป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงอย่างสม่ำเสมอ โดยใน 3 ปีล่าสุด มีการจ่ายปันผลที่ 1.15 – 1.22 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield เฉลี่ย 5.8% โดยหลังจากที่ Adder หมุด คาดว่าบริษัทมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลในระดับที่ต่ำลงแต่คาดว่าจะยังอยู่ในระดับที่น่าพอใจเฉลี่ยราว 4% ต่อปี ซึ่งบริษัทมีนโยบายจะนำกำไรสะสมบางส่วนมาช่วยจ่าย (โดยปัจจุบันมีกำไรสะสม ณ สิ้น 2Q20 เหลือ 9,317 ลบ หรือคิดเป็น 9.57 บาท/หุ้น)



## Risk

1. ส่วนเพิ่มราคาซื้อขายไฟฟ้า (Adder) ซึ่งเป็นสัดส่วนหลักของรายได้และกำไรของบริษัทจะทยอยหมดลงตั้งแต่ปี 2020 - 2024
2. นโยบายสนับสนุนโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจากภาครัฐ ซึ่งหากภาครัฐในประเทศต่างที่บริษัทสนใจลงทุน (ไทย, ญี่ปุ่น) ไม่มีนโยบายสนับสนุนไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน ทำให้บริษัทไม่สามารถหาโครงการใหม่ๆมาทดแทนโครงการเดิมได้ ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีรายได้และกำไรที่ลดลง
3. ความไม่แน่นอนของธรรมชาติซึ่งมีผลโดยตรงต่อปริมาณไฟฟ้าที่สามารถผลิตได้ และส่งผลต่อกำไรสุทธิของบริษัทโดยตรง
4. การแข่งขันทางด้านราคา เนื่องจากมีบริษัทคู่แข่งจำนวนมากสนใจลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และการติดตั้งโซลาร์บนหลังคา อาจทำให้เกิดการแข่งขันทางด้านราคาอย่างรุนแรง ทำให้บริษัทมีอัตราการทำกำไรที่ต่ำลง หรือไม่สามารถหาโครงการที่มีผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ได้

## Valuation

เริ่มต้นคำแนะนำ "ถือ" ด้วยมูลค่าเหมาะสมปี 2021F ที่ 20.60 บาท ด้วยวิธี Sum-of-the-Parts (SOTP) และ DCF (ด้วยสมมติฐาน Cost of Equity 6.2%, Beta = 0.70, WACC 5.2%) โดยมูลค่าของธุรกิจ solar farm อยู่ที่ 15.70 บาท และธุรกิจ solar roof อยู่ที่ 4.90 บาท โดยในปัจจุบันบริษัทมี PER 20F ที่ 7.3 เท่า (ค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12.7 เท่า) และคาด dividend yield สูง 6% ต่อปี โดยคาดว่าบริษัทจะพยายามหาโครงการใหม่เพื่อมาชดเชยรายได้และกำไรจาก Adder ที่จะทยอยหมดอายุใน 1-4 ปีข้างหน้า

Figure 9: Valuation Key Assumption

Assumption	
Equity Beta	0.70
Risk-free rate	2.0%
Expected Market Return	8.0%
Cost of Equity (CAPM)	6.2%
Cost of Debt	3.5%
Tax rate	20.0%
WACC	5.2%

Source: CNS IRIS Division

Figure 10: Valuation Table

Current Projects	PPA MW	Equity MW	Scheme	COD	Location	THB/Share
1 Project 1	5.9	5.0	Adder 8 Baht	2010	Thailand	0.26
2 Project 2-6	29.4	18.9	Adder 8 Baht	2011	Thailand	1.03
3 Project 7-9	17.6	10.6	Adder 8 Baht	2012	Thailand	0.62
4 Project 10-12	17.6	17.6	Adder 8 Baht	2013	Thailand	1.23
5 Project 13-16	23.5	23.5	Adder 8 Baht	2013	Thailand	1.61
6 Project 17-19	17.6	17.6	Adder 8 Baht	2013	Thailand	1.31
7 Project 20-21	11.8	11.8	Adder 8 Baht	2013	Thailand	0.92
8 Project 22-25	23.5	23.5	Adder 8 Baht	2014	Thailand	1.94
9 Project 26	5.9	5.9	Adder 8 Baht	2014	Thailand	0.45
10 Project 27	5.9	4.4	Adder 8 Baht	2014	Thailand	0.37
11 Project 28-30	17.6	17.6	Adder 8 Baht	2014	Thailand	1.51
12 Project 31	5.9	4.4	Adder 8 Baht	2014	Thailand	0.38
13 Project 32	5.9	5.9	Adder 8 Baht	2014	Thailand	0.49
14 Project 33-34	11.8	8.8	Adder 8 Baht	2014	Thailand	0.79
15 Project 35-36	6.0	5.3	Adder 8 Baht	2013	Thailand	0.50
16 Tottori Yonago (Solar Farm)	-	-	-	2018	Japan	0.10
<b>Total Current Project</b>	<b>205.9</b>	<b>180.9</b>				<b>13.42</b>
Under Construction/Development	PPA MW	Equity MW	Scheme	COD	Location	THB/Share
1 Ukujima Mega Solar Project	480.0	86.0	FIT 40 JPY	Expected 2023F	Nagasaki, Japan	4.35
<b>Total Under Construction/Development</b>	<b>480.0</b>	<b>86.0</b>				<b>4.35</b>
Other Business						THB/Share
Solar Roof & Other business						4.94
Debt						(2.10)
<b>Total</b>	<b>685.9</b>	<b>266.9</b>				<b>20.60</b>

Source: Company data, CNS IRIS Division

Figure 11: Peers Comparison (Renewable energy – Solar)

Name	Ticker	Mkt Cap (m.THb)	ROE(%)			EPS			EPS Growth(%)			PER(X)		PBV(X)	
			2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
SPCG PCL*	SPCG TB	18,993	20.4%	18.1%	15.7%	2.74	2.68	2.52	2.1%	-2.0%	-6.1%	7.3	7.7	1.3	1.2
ENERGY ABSOLUTE PCL	EA TB	147,335	26.7%	0.24	0.24	1.63	1.73	2.03	17.3%	5.8%	17.9%	22.9	19.4	5.2	4.4
GUNKUL ENGINEERING PCL	GUNKUL TB	20,729	23.2%	20.1%	18.4%	0.24	0.23	0.27	92.0%	-5.0%	17.5%	10.4	8.8	1.7	1.5
SUPER ENERGY CORP PCL	SUPER TB	24,068	15.1%	-	-	0.08	-	-	104.5%	-	-	-	-	-	-
BCPG PCL	BCPG TB	24,787	11.7%	10.0%	9.6%	0.90	0.89	0.88	-18.9%	-0.7%	-1.1%	13.9	14.0	1.2	1.3
THAI SOLAR ENERGY PCL	TSE TB	6,647	12.6%	-	-	0.40	-	-	349.4%	-	-	-	-	-	-
SERMSANG POWER CORP CO LTD	SSP TB	6,500	16.4%	15.4%	16.4%	0.59	0.78	0.81	13.5%	31.4%	4.5%	9.1	8.7	1.5	1.4
Average		35,580	18.0%	17.6%	16.8%				80.0%	5.9%	6.5%	12.7	11.7	2.2	1.9

Source: Bloomberg, CNS IRIS Division

Figure 12: SPCG Solar Farm Project in Thailand

	Solar Farm Project	PPA (MW)	% Holding	Equity MW	Location	COD
1	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 1) จำกัด	5.88	85%	5.00	นครราชสีมา	21 เม.ย. 2553
2	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (สกลนคร 1) จำกัด	5.88	70%	4.12	สกลนคร	9 ก.พ. 2554
3	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (นครพนม 1) จำกัด	5.88	70%	4.12	นครพนม	22 เม.ย. 2554
4	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 2) จำกัด	5.88	56%	3.29	นครราชสีมา	13 ก.ย. 2554
5	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (เลย 1) จำกัด	5.88	56%	3.29	เลย	15 ก.ย. 2554
6	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 1) จำกัด	5.88	70%	4.12	ขอนแก่น	15 ก.พ. 2555
7	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 3) จำกัด	5.88	60%	3.53	นครราชสีมา	9 มี.ค. 2555
8	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 4) จำกัด	5.88	60%	3.53	นครราชสีมา	14 พ.ค. 2555
9	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 7) จำกัด	5.88	60%	3.53	นครราชสีมา	30 พ.ค. 2555
10	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 5) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครราชสีมา	15 ม.ค. 2556
11	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 8) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครราชสีมา	15 ม.ค. 2556
12	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 9) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครราชสีมา	16 ม.ค. 2556
13	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 3) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	17 ม.ค. 2556
14	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 4) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	17 ม.ค. 2556
15	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 5) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	18 ม.ค. 2556
16	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 8) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	18 ม.ค. 2556
17	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (โคราช 6) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครราชสีมา	26 มี.ย. 2556
18	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (บุรีรัมย์ 1) จำกัด	5.88	100%	5.88	บุรีรัมย์	26 มี.ย. 2556
19	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (บุรีรัมย์ 2) จำกัด	5.88	100%	5.88	บุรีรัมย์	26 มี.ย. 2556
20	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 2) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	29 ก.ค. 2556
21	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 7) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	1 ต.ค. 2556
22	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (นครพนม 2) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครพนม	27 ก.พ. 2557
23	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (หนองคาย 1) จำกัด	5.88	100%	5.88	หนองคาย	28 ก.พ. 2557
24	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (บุรีรัมย์ 3) จำกัด	5.88	100%	5.88	บุรีรัมย์	6 มี.ค. 2557
25	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (นครพนม 3) จำกัด	5.88	100%	5.88	นครพนม	10 มี.ค. 2557
26	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (อุดรธานี 1) จำกัด	5.88	100%	5.88	อุดรธานี	1 เม.ย. 2557
27	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (เลย 2) จำกัด	5.88	75%	4.41	เลย	24 เม.ย. 2557
28	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (สกลนคร 2) จำกัด	5.88	100%	5.88	สกลนคร	25 เม.ย. 2557
29	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (สุรินทร์ 3) จำกัด	5.88	100%	5.88	สุรินทร์	29 เม.ย. 2557
30	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 9) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	20 พ.ค. 2557
31	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 10) จำกัด	5.88	75%	4.41	ขอนแก่น	20 พ.ค. 2557
32	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (ขอนแก่น 6) จำกัด	5.88	100%	5.88	ขอนแก่น	30 พ.ค. 2557
33	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (สุรินทร์ 1) จำกัด	5.88	75%	4.41	สุรินทร์	27 มี.ย. 2557
34	บริษัท โซล่า เพาเวอร์ (สุรินทร์ 2) จำกัด	5.88	75%	4.41	สุรินทร์	27 มี.ย. 2557
35	บริษัท เอเจ เทคโนโลยี จำกัด	3	75%	2.25	ลพบุรี	25 มี.ย. 2556
36	บริษัท ทิพยนารายณ์ จำกัด	3	100%	3.00	ลพบุรี	25 มี.ย. 2556

Source: Company data, CNS IRIS Division

# Key Data on SPCG

Relative Performance Chart  
SPCG vs SET Index



## Statement of financial position

As at 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Cash	129	460	489	669	768
Investment	1,857	2,644	1,851	926	740
Accounts Receivable	1,227	1,025	972	970	944
Inventory	906	763	427	555	722
Other Current Assets	138	122	129	167	217
<b>Total Current Assets</b>	<b>4,257</b>	<b>5,015</b>	<b>3,868</b>	<b>3,287</b>	<b>3,391</b>
Fixed Assets	17,704	16,100	15,445	14,810	14,163
Other non-current assets	837	789	2,383	2,630	2,889
<b>Total Assets</b>	<b>22,798</b>	<b>21,903</b>	<b>21,697</b>	<b>20,728</b>	<b>20,443</b>
Accounts Payable	545	368	405	405	405
Short-term debt	2,468	1,727	2,237	1,290	694
Other Current Liabilities	96	86	94	94	94
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>3,109</b>	<b>2,180</b>	<b>2,736</b>	<b>1,789</b>	<b>1,193</b>
LT Loans	5,791	4,095	1,895	645	0
Other Liabilities	16	24	24	24	24
<b>Total Liabilities</b>	<b>8,917</b>	<b>6,299</b>	<b>4,654</b>	<b>2,458</b>	<b>1,217</b>
Paid-up Capital	974	974	974	974	974
Share Premium	4,045	4,045	4,045	4,045	4,045
Retained Earnings	7,221	8,770	10,208	11,436	12,392
<b>Total Equity</b>	<b>13,881</b>	<b>15,604</b>	<b>17,042</b>	<b>18,270</b>	<b>19,226</b>
Minority Interest	1,645	1,787	1,787	1,787	1,787
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>22,798</b>	<b>21,903</b>	<b>21,697</b>	<b>20,728</b>	<b>20,443</b>

## Cashflow statement

Year-end 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net Profit	2,924	3,011	2,950	2,769	2,398
Depreciation & amortization	689	668	680	662	677
Net change in working capital &	71	531	625	-52	-161
<b>Net operating cash flows</b>	<b>3,684</b>	<b>4,210</b>	<b>4,254</b>	<b>3,379</b>	<b>2,914</b>
<b>Net investing cash flows</b>	<b>-802</b>	<b>242</b>	<b>-1,024</b>	<b>468</b>	<b>-239</b>
Debt issue	-2,361	-2,443	-1,768	-2,268	-1,318
Equity issue	1,085	0	0	0	0
Dividend paid	-1,327	-1,319	-1,177	-1,227	-1,169
<b>Net financing cash flows</b>	<b>-3,098</b>	<b>-4,121</b>	<b>-3,201</b>	<b>-3,667</b>	<b>-2,576</b>
Net cash	-217	331	29	180	99
<b>Beginning cash balance</b>	<b>346</b>	<b>129</b>	<b>460</b>	<b>489</b>	<b>669</b>
<b>Ending cash balance</b>	<b>129</b>	<b>460</b>	<b>489</b>	<b>669</b>	<b>768</b>

## Statement of comprehensive income

Year-end 31 Dec (THBmn)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Total Revenue</b>	<b>6,046</b>	<b>5,323</b>	<b>5,055</b>	<b>5,049</b>	<b>4,919</b>
Cost of goods sold	2,223	1,621	1,448	1,586	1,797
<b>Gross profit</b>	<b>3,706</b>	<b>3,626</b>	<b>3,527</b>	<b>3,379</b>	<b>3,034</b>
SG&A	336	294	340	370	381
EBIT	3,488	3,408	3,277	3,103	2,750
Depreciation & amortization	689	668	680	662	677
<b>EBITDA</b>	<b>4,178</b>	<b>4,076</b>	<b>3,956</b>	<b>3,765</b>	<b>3,427</b>
Share of profit from investments in joint venture	-	-	-	-	-
Interest expense	503	360	256	171	88
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>2,985</b>	<b>3,048</b>	<b>3,021</b>	<b>2,932</b>	<b>2,662</b>
Tax	61	37	71	162	264
Other extraordinary Items	-	-	-	-	-
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	-	-
Minority interests	310	342	335	314	272
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,614</b>	<b>2,669</b>	<b>2,615</b>	<b>2,455</b>	<b>2,126</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>2,614</b>	<b>2,669</b>	<b>2,615</b>	<b>2,455</b>	<b>2,126</b>
<b>EPS (THB)</b>	<b>2.68</b>	<b>2.74</b>	<b>2.68</b>	<b>2.52</b>	<b>2.18</b>

## Valuation and ratios

Year-end 31 Dec	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Per Share (THB)</b>					
EPS	2.68	2.74	2.68	2.52	2.18
DPS	1.20	1.22	1.21	1.26	1.20
BVPS	12.56	14.19	15.66	16.92	17.90
EV	28.14	26.94	25.07	22.64	21.26
<b>Multiplier (x)</b>					
PER	7.27	7.11	7.26	7.74	8.93
P/BV	1.55	1.37	1.25	1.15	1.09
EV/EBITDA	6.56	6.44	6.17	5.86	6.04
Dividend yield	6.2%	6.3%	6.2%	6.5%	6.2%
<b>Growth (%)</b>					
Revenue growth	-1%	-12%	-5%	0%	-3%
EBITDA growth	1%	-2%	-3%	-5%	-9%
Reported net profit growth	4%	2%	-2%	-6%	-13%
Norm profit growth	4%	2%	-2%	-6%	-13%
EPS growth	4%	2%	-2%	-6%	-13%
<b>Profitability Ratio (%)</b>					
Gross margin	62.5%	69.1%	70.9%	68.1%	62.8%
EBITDA margin	69.1%	76.6%	78.3%	74.6%	69.7%
EBIT margin	57.7%	64.0%	64.8%	61.5%	55.9%
Net margin	44.1%	50.9%	52.6%	49.4%	44.0%
ROE	23.3%	20.4%	18.1%	15.7%	12.8%
ROA	12.8%	13.5%	13.5%	13.1%	11.6%
ROCE	17.7%	17.3%	17.3%	16.4%	14.3%
<b>Asset Utilization (x)</b>					
Fixed asset turnover	0.27	0.24	0.23	0.24	0.24
Receivable turnover	4.83	5.12	5.12	5.12	5.12
Inventory turnover	2.45	2.13	3.39	2.86	2.49
Payable turnover	4.08	4.40	3.58	3.92	4.44
<b>Liquidity ratio (x)</b>					
Current ratio	1.37	2.30	1.41	1.84	2.84
Quick ratio	1.08	1.95	1.26	1.53	2.24
<b>Leverage ratios (x)</b>					
Liabilities / equity	0.64	0.40	0.27	0.13	0.06
Interest-bearing debt / equity	0.60	0.37	0.24	0.11	0.04
Interest coverage	6.93	9.46	12.80	18.12	31.24
Debt service coverage	1.21	1.49	2.02	1.59	2.56

## คำแนะนำการลงทุน และความหมายของคำแนะนำการลงทุน

Stock Rating หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท แบ่งเป็น 4 ระดับ

Buy หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาด 15%

Trading Buy หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่า ราคาตลาดระหว่าง 5% - 15%

Neutral หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาดไม่เกิน 5% หรือต่ำกว่าราคาตลาดไม่เกิน 5%

Reduce หมายถึง ราคาพื้นฐานต่ำกว่าราคาตลาด 5%

## คำจำกัดความ

Sector หมายถึง กลุ่มอุตสาหกรรมที่บริษัทจัดอยู่

Sector Rating หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 3 ระดับ

Bullish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Buy" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Buy" และ "Trading Buy"

Neutral หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Neutral" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Neutral"

Bearish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Reduce" หรือ "Sell" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Reduce" หรือ "Sell"

Current หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท ณ ปัจจุบัน

Previous หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท ก่อนหน้านี

Market Prices หมายถึง ราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน

Fair Price หมายถึง ราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน

Net Profit หมายถึง กำไรสุทธิ (ล้านบาท)

EPS หมายถึง กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)

EPS Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของกำไรต่อหุ้น (%)

PER หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / กำไรสุทธิต่อหุ้น (เท่า)

P/BV หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (เท่า)

EBITDA หมายถึง กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (บาท)

EBITDA Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของ กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (%)

EV / EBITDA หมายถึง มูลค่ากิจการ / กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (เท่า)

DPS หมายถึง เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)

Dividend Yield หมายถึง อัตราผลตอบแทนของเงินปันผล (%)

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดทำมาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่รับประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะทำการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ตลอดเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีจุดมุ่งหมายให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้ง การลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) (CNS) มีกรรมกรบางท่านร่วมกันกับบริษัทจดทะเบียน ดังนี้

ชื่อผู้บริหาร	ชื่อบริษัท	ตำแหน่ง	วันที่เริ่มต้น
นาง ดนุชา คุณพนิชกิจ	VNT	ประธานกรรมการตรวจสอบ	27/11/2560
นาง ดนุชา คุณพนิชกิจ	VNT	กรรมการอิสระ	25/05/2555

ข้อมูลปรับปรุงล่าสุด 27 เมษายน 2563

อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่าย Investment Research and Investor Services ของ CNS อย่างเป็นทางการ

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT OF THAI LISTED COMPANIES 2019 (as 30 September 2020)

AAV	ADVANC	AIRA	AKP	AKR	AMA	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP
ARROW	BAFS	BANPU	BAY	BCP	BCPG	BOL	BRR	BTS	BTW	BWG
CFRESH	CHEWA	CHO	CK	CKP	CM	CNT	COL	COMAN	CPALL	CPF
CPI	CPN	CSS	DELTA	DEMCO	DRT	DTAC	DTC	EA	EASTW	ECF
EGCO	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA
HARN	HMPRO	ICC	ICHI	III	ILINK	INTUCH	IRPC	IVL	JKN	JSP
K	KBANK	KCE	KKP	KSL	KTB	KTC	KTIS	LH	LHFG	LIT
LPN	MAKRO	MALEE	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFEC	MINT	MONO	MTC
NCH	NCL	NKI	NSI	NVD	NYT	OISHI	OTO	PAP	PCSGH	PDJ
PG	PHOL	PJW	PLANB	PLANET	PORT	PPS	PR9	PREB	PRG	PRM
PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QTC	RATCH
RS	S	S & J	SABINA	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC
SCN	SDC	SEAFCO	SEAOL	SE-ED	SELIC	SENA	SIS	SITHAI	SNC	SORKON
SPALI	SPI	SPRC	SSSC	STA	STEC	SVI	SYNTEC	TASCO	TCAP	THAI
THANA	THANI	THCOM	THIP	THREL	TIP	TISCO	TK	TKT	TMB	TMILL
TNDT	TOA	TOP	TRC	TRU	TRUE	TSC	TSR	TSTH	TTA	TTCL
TTW	TU	TVD	TVO	U	UAC	UV	VGI	VIH	WACOAL	WAVE
WHA	WHAUP	WICE	WINNER							

2S	ABM	ADB	AF	AGE	AH	AHC	AIT	ALLA	ALT	AMANAH
AMARIN	APCO	APCS	AQUA	ARIP	ASAP	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	ASN
ASP	ATP30	AUCT	AYUD	B	BA	BBL	BDMS	BEC	BEM	BFIT
BGC	BGRIM	BIZ	BJC	BJCHI	BLA	BPP	BROOK	CBG	CEN	CENTEL
CGH	CHG	CHOTI	CHOW	CI	CIMBT	COLOR	COM7	COTTO	CRD	CSC
CSP	DCC	DCON	DDD	DOD	EASON	ECL	EE	EPG	ERW	ESTAR
ETE	FLOYD	FN	FNS	FORTH	FPI	FPT	FSMART	FSS	FVC	GENCO
GJS	GL	GLOBAL	GULF	HPT	HTC	HYDRO	ICN	IFS	INET	INSURE
IRC	IRCP	IT	ITD	ITEL	J	JCK	JMART	JMART	JMT	JWD
KBS	KCAR	KGI	KIAT	KOOL	KWC	KWM	L&E	LALIN	LANNA	LDC
LHK	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR	MBAX	MEGA	METCO	MFC
MK	MODERN	MOONG	MPG	MSC	MTI	NEP	NETBAY	NEX	NINE	NOBLE
NOK	NTV	NWR	OCC	OGC	ORI	OSP	PATO	PB	PDG	PDI
PL	PLAT	PM	PPP	PRECHA	PRIN	PRINC	PSTC	PT	QLT	RCL
RICHY	RML	RWI	S11	SAAM	SALEE	SAMCO	SANKO	SAPPE	SAWAD	SCG
SCI	SCP	SE	SFP	SIAM	SINGER	SIRI	SKE	SKR	SKY	SMIT
SMK	SMPC	SMT	SNP	SONIC	SPA	SPC	SPCG	SPVI	SR	SRICHA
SSC	SSF	SST	STANLY	STPI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SWC	SYMC
SYNEX	T	TACC	TAE	TAKUNI	TBSP	TCC	TCMC	TEAM	TEAMG	TFG
TFMAMA	THG	THRE	TIPCO	TITLE	TIW	TKN	TKS	TM	TMC	TMD
TMI	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOG	TPA	TPAC	TPBI	TPCORP
TPOLY	TRITN	TRT	TSE	TSTE	TVI	TVT	TWP	TWPC	UBIS	UEC
UMI	UOBKH	UP	UPF	UPOIC	UT	UWC	VNT	WIJK	XO	YUASA
ZEN	ZMICO									

A	ABICO	ACAP	AEC	AEONTS	AJ	ALUCON	AMC	APURE	AS	ASEFA
AU	B52	BCH	BEAUTY	BGT	BH	BIG	BLAND	BM	BR	BROCK
BIBM	B52	BTNC	CCET	CCP	CGD	CHARAN	CHAYO	CITY	CMAN	CMC
CMO	CMR	CPL	CPT	CSR	CTW	CWT	D	DIMET	EKH	EMC
EP	ESSO	FE	FTE	GIFT	GLAND	GLOCON	GPI	GREEN	GTB	GYT
HTECH	HUMAN	IHL	INGRS	INOX	JTS	JUBILE	KASET	KCM	KKC	KWG
KYE	LEE	LPH	MATCH	MATI	M-CHAI	MCS	MDX	META	MGT	MJD
MM	MVP	NC	NDR	NER	NNCL	NPK	NUSA	OCEAN	PAF	PF
PICO	PIMO	PK	PLE	PMTA	POST	PPM	PROUD	PTL	RCI	RJH
ROJNA	RPC	RPH	SF	SGF	SGP	SKN	SLP	SMART	SOLAR	SPG
SQ	SSP	STI	SUPER	SVOA	TCCC	THE	THMUI	TIGER	TNH	TOPP
TPCH	TIPIP	TPLAS	TQM	TTI	TYCN	UTP	VCOM	VIBHA	VPO	WIN
WORK	WP	WPH	ZIGA							

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ
80 - 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านกรรกา กับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ที่ <http://www.thai-iod.com/en/projects-2.asp>



**ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR** ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562 (ปรับปรุงล่าสุด 30 กันยายน 2563)**ได้รับการรับรอง**

2S	ADVANC	AI	AIE	AIRA	AKP	AMA	AMANA H	AP	AQUA	ARROW	ASK	ASP
AYUD	B	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BCH	BCP	BCPG	BGC	BGRIM	BJCHI	BKI
BLA	BPP	BROOK	BRR	BSBM	BTS	BWG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHEWA	CHOTI
CHOW	CIG	CIMBT	CM	CMC	COL	COM7	CPALL	CPF	CPI	CPN	CSC	DCC
DELTA	DEMCO	DIMET	DRT	DTAC	DTC	EASTW	ECL	EGCO	FE	FNS	FPI	FPT
FSS	FTE	GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GJS	GPSC	GSTEEL	GUNKUL	HANA
HARN	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	IFS	INET	INSURE	INTUCH	IRPC	ITEL	IVL	K
KASET	KBANK	KBS	KCAR	KCE	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	KWC	L&E	LANNA
LHFG	LHK	LPN	LRH	M	MAKRO	MALEE	MBAX	MBK	MBKET	MC	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MONO	MOONG	MPG	MSC	MTC	MTI	NBC	NEP	NINE	NKI	NMG
NNCL	NSI	NWR	OCC	OCEAN	OGC	ORI	PAP	PATO	PB	PCSGH	PDG	PDI
PDJ	PE	PG	PHOL	PL	PLANB	PLANET	PLAT	PM	PPP	PPPM	PPS	PREB
PRG	PRINC	PRM	PSH	PSL	PSTC	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON
QH	QLT	QTC	RATCH	RML	RWI	S & J	SABINA	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC
SCG	SCN SORKO N	SEAOIL	SE-ED	SELIC	SENA	SGP	SIRI	SITHAI	SMIT	SMK	SMPC	SNC
SNP	SPACK	SPC	SPI	SPRC	SRICHA	SSF	SSSC	SST	STA	SUSCO	SVI	
SYNTEC	TAE	TAKUNI	TASCO	TBSP	TCAP	TCMC	TFG	TFI	TFMAMA	THANI	THCOM	THIP
THRE	THREL	TIP	TIPCO	TISCO	TKT	TMB	TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP
TNR	TOG	TOP	TPA	TPCORP	TPP	TRU	TRUE	TSC	TSTH	TTCL	TU	TVD WACO L
TVI	TVO	TWPC	U	UBIS	UEC	UKEM	UOBKH	UWC	VGI	VIH	VNT	
WHA	WHAUP	WICE	WIIK	XO	ZEN							

**ประกาศเจตนารมณ์**

7UP	ABICO	AF	ALT	AMARIN	AMATA V	ANAN	APURE	B52	BKD	BM	BROCK	
BUI	CHO	CI	COTTO	DDD	EA	EFORL	EP	ERW	ESTAR	ETE	EVER	FSMART
GPI	ILINK	IRC	J	JKN	JMART	JMT	JSP	JTS	KWG	LDC	MAJOR	META
NCL	NOBLE	NOK	PK	PLE	ROJNA	SAAM	SAPPE	SCI	SE	SHANG	SINGER	SKR
SPALI	SSP	STANLY	SUPER	SYNEX	THAI	TKS	TOPP	TRITN	TTA	UPF	UV	WIN

ZIGA

**ระดับ (Level)****ผลการประเมิน****ได้รับการรับรอง**

(Certified)

การแสดงให้เห็นถึงการนำไปปฏิบัติโดยมีการสอบทานความครบถ้วนเพียงพอของกระบวนการทั้งหมดจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ การได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต หรือได้ผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก

**ประกาศเจตนารมณ์**

(Declared)

การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดยการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติ (Collective Action Coalition) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด