

เข้าสู่เฟสของการขยายกำลังผลิตรอบใหม่

ผู้ผลิตและจำหน่ายพลังงานหมุนเวียนครบคลุม 5 ประเทศ

ทางฝ่ายวิเคราะห์เริ่มต้นให้คำแนะนำ SSP จากการที่บริษัทกำลังเข้าสู่รอบการลงทุนใหม่ที่จะเพิ่มกำลังผลิตเกือบเท่าตัวในอีก 4 ปีข้างหน้า โดย SSP เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากโซลาร์ฟาร์ม ลม ชีวมวล และโซลาร์รูฟท็อป ให้ทั้งภาครัฐและเอกชนในไทย ญี่ปุ่น เวียดนาม มองโกเลีย และอินโดนีเซีย

Size ยังเล็ก แต่ศักยภาพสูง

ณ 30 มิ.ย. 69 SSP มีกำลังผลิตติดตั้ง 367 MW (ตามสัญญา PPA 307 MW) จาก 131 โครงการ แบ่งเป็นโซลาร์ฟาร์ม 58% ลม 25% รูฟท็อป 14% และชีวมวล 3% โรงไฟฟ้าหลักคือ SPN 52 MW ลมวินชัย 45 MW และ TTQN/TTTV ในเวียดนามรวม 98 MW ขณะเดียวกัน ด้วยมูลค่าตลาดราว 9.7 พันลบ. SSP ยังเป็นผู้เล่นขนาดเล็กเมื่อเทียบกับกลุ่มโรงไฟฟ้า แต่มีแผนลงทุนชัดเจน บริษัทตั้งเป้ากำลังผลิต 1,000 MW ภายในปี 2575 และ pipeline ปัจจุบัน (CAPEX ราว 23,400 ลบ.) จะขยายกำลังผลิตไปถึง 792 MW ในปี 2573 นอกจากนี้ ร่าง PDP2026 ซึ่งกำหนดเป้าโซลาร์ใหม่ 24,300 MW และลม 2,700 MW ยังเป็นแหล่งโครงการเพิ่มเติมสำหรับส่วนที่เหลือ

ระยะสั้น 3Q69-4Q69 เป็นบวกตามฤดูกาล ระยะกลาง-ยาวมี Bago ช่วยหนุน

เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q69 พ้นจากจุดต่ำใน 2Q69 ตามรูปแบบฤดูกาลที่ 2Q เป็น Low Season และ 4Q69 จะดีขึ้นต่อเนื่องเพราะเข้าสู่ High Season ของลม ขณะที่คาดว่า 3Q69 ยังมีกำไรพิเศษจากการขายโครงการ Yamaga อีกราว 200-300 ลบ. ซึ่งจะช่วยเสริมฐานเงินทุนช่วงลงทุนด้วย ส่วนในภาพระยะกลาง-ยาว โครงการลม Bago 150 MW ในฟิลิปปินส์ (CAPEX 8,000 ลบ., เป้า COD 4Q70) จะเป็นหมุดหมายสำคัญ คาดว่าจะสร้างรายได้ราว 1,220 ลบ./ปี หรือ 22% ของรายได้ปี 71F และหนุนกำไรปกติปี 71F ให้โตอยู่ที่ 1,020 ลบ.(+26%YoY)

คำแนะนำ: ซื้อ ราคาเป้าหมายปี70 ที่ 9.40 บาท

สำหรับคำแนะนำเชิงพื้นฐานของ SSP เราให้คำแนะนำ "ซื้อ" โดยคาดว่ากำไรจะกลับมาเติบโตหลังผ่านจุดต่ำในปี68 เราคาดว่ากำไรปกติปี69F ที่ 672 ลบ.(+7% YoY) จาก SPN ที่ผลิตได้เต็มกำลังหลัง Repowering และ Leo 2 ที่รับรู้รายได้เต็มปี ส่วนกำไรสุทธิจะสูงกว่าที่ 945 ลบ. เพราะรวมกำไรจากการขาย Yamaga ขณะที่ปี70F เราคาดว่ากำไรปกติที่ 812 ลบ.(+21% YoY) จากโครงการใหม่ที่ทยอย COD ปัจจุบัน เราประเมินราคาเป้าหมายของ SSP ที่ 9.40 บาท ประเมินด้วยวิธี DCF ณ สิ้นปี 70 (WACC 5.9%, Terminal growth 1.5%) มี Upside 21% จากราคาปัจจุบัน ซึ่งคิดเป็น P/E ปี 70F ที่ 11.9 เท่า และ P/BV 1.1 เท่า ทั้งนี้ราคาดังกล่าวยังไม่รวม Upside หากได้โครงการใหม่ภายใต้ PDP2026 ส่วนปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ยังต้องติดตามในช่วงนี้ คือ ความเสี่ยงจากกกพ.ทบทวนสัญญารับซื้อไฟฟ้าจากเอกชน

Financial Summary

Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue (THB m)	3,072	3,466	3,146	3,271	3,983
Net profit (THB m)	812	754	562	945	812
Core net profit (THB m)	862	835	628	672	812
Net profit growth (%)	(37.6)	(7.1)	(25.5)	68.0	(14.0)
Core net profit growth (%)	(15.4)	(3.1)	(24.8)	7.0	20.8
EPS (THB/share)	0.59	0.59	0.45	0.76	0.65
Core EPS (THB/share)	0.63	0.65	0.50	0.54	0.65
DPS (THB/share)	0.10	0.20	0.33	0.22	0.26
P/E (x)	13.1	13.2	17.2	10.2	11.9
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	1.3	2.6	4.2	2.8	3.4
ROE (%)	10.3	9.6	7.4	11.8	9.4

Source: Company data, Beyond Research

SET ESG Rating of AA

BUY

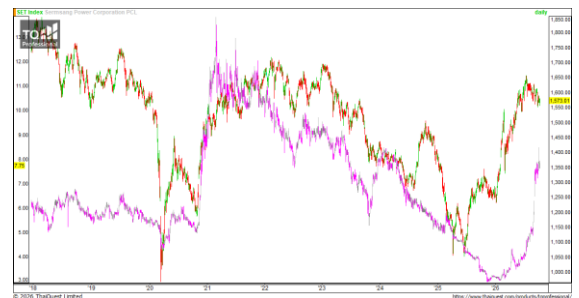
Target Price 2027F (THB)	9.40
VS. IAA Consensus TP (%)	-16.07%
Share Price (THB) 15 OCT 2026	7.75
Upside	21.29%

Share Data

Reuters / Bloomberg	SSP.BK / SSP TB
Market	SET
Sector	ENERG
Market Cap (THB m)	9,678
Par (THB)	1.00
Free Float	36.22%
Dividend Policy	≥40%

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	+6.80	+90.53	+115.7	+142.3
Market	+7.83	+96.60	+106.2	+93.67
12M High/Low (THB)	8.50/ 3.00			



Major Shareholders (%) (06/05/2026)

PRIMARY ENERGY COMPANY LIMITED	33.62
MR. PIYAWAT KRAIPISITKUL	13.17
MISS THANTAPORN KRAIPISITKUL	9.03

Company Profile

SSP is a holding company which invests in companies that generate and sell electricity from renewable energy and other related business, domestically and internationally.

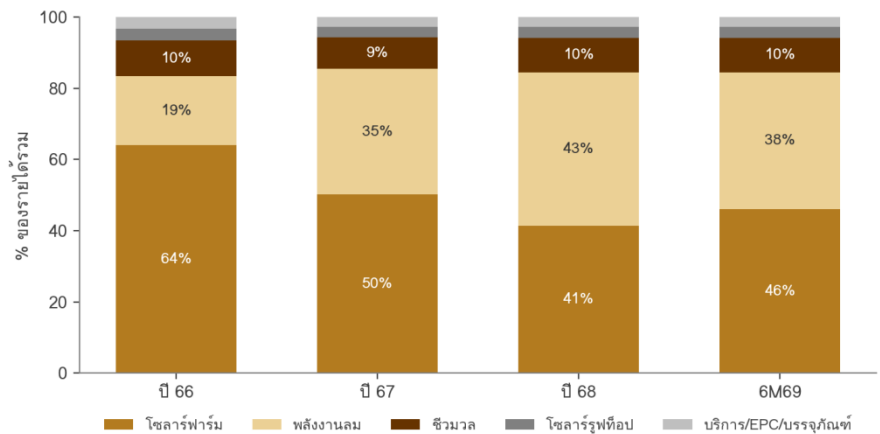
Analyst

Nattawat Poosunthornsri, IAA
Fundamental Analyst Reg.No.087077
Nattawat.po@kfsec.co.th
+662 8296999

Portfolio & Revenue Structure

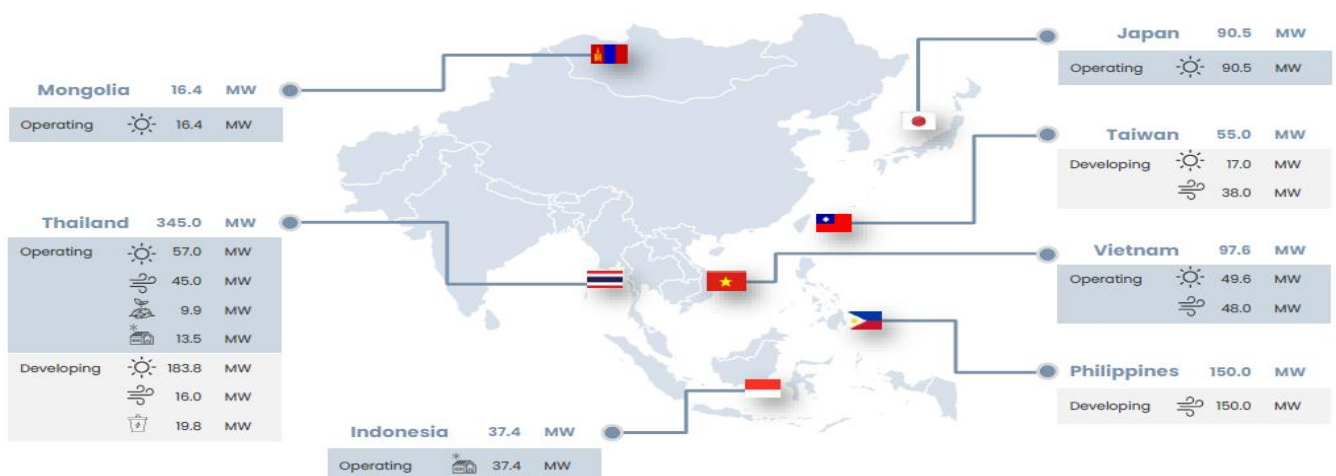
ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2569 SSP มีโรงไฟฟ้า 11 โครงการ และโซลาร์ฟาร์ม 120 โครงการ รวม 131 โครงการใน 5 ประเทศ ได้แก่ ไทย เวียดนาม ญี่ปุ่น อินโดนีเซีย และมองโกเลีย กำลังการผลิตติดตั้งรวม 367 MW หรือราว 349 MW เมื่อคิดตามสัดส่วนการถือหุ้น (Equity Capacity) เมื่อแบ่งตามประเภทพลังงาน โซลาร์ฟาร์มมีสัดส่วนมากที่สุดที่ 58% ของกำลังการผลิตติดตั้ง รองลงมาคือพลังงานลม 25% โซลาร์ฟาร์ม 14% และชีวมวล 3% ทั้งนี้ การขาย Yamaga ใน 3Q69 ทำให้กำลังการผลิตติดตั้งลดลงเหลือ 333 MW (Equity Capacity 318 MW) อย่างไรก็ตาม 4Q69 คาดว่าโรงไฟฟ้าขยะบ้านช่องและเมืองคง ขนาดรวม 19.8 MW จะ COD ทำให้พอร์ต ณ สิ้นปีเพิ่มเป็น 353 MW (Equity Capacity 328 MW)

Exhibit 1: สัดส่วนรายได้ตามประเภทธุรกิจ



Sources: Company Data, Beyond Research

Exhibit2: Operating MW by Geography



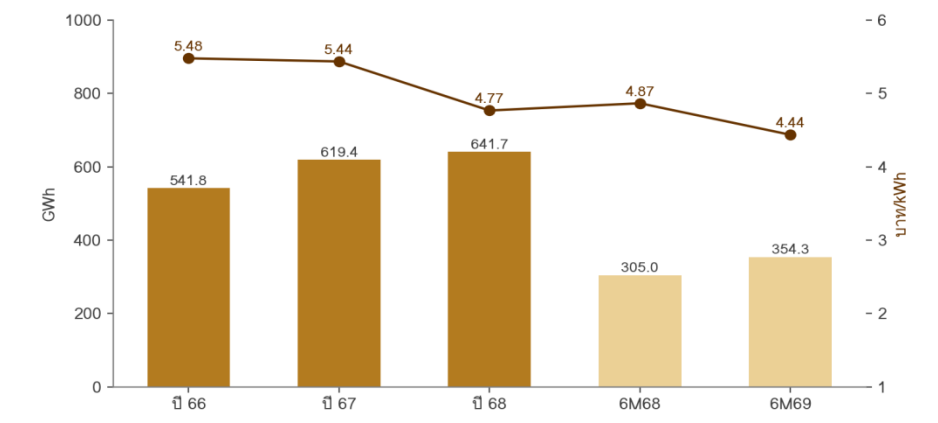
Sources: SSP Earning Call 2Q69

Historical and Present Operation 2566 to 1H69

ในช่วงปี2566-2568 รายได้ของ SSP แกว่งตัวอยู่ระหว่าง 3,000–3,500 ลบ. แต่กำไรปกติลดลงต่อเนื่องจาก 862 ลบ.เหลือ 628 ลบ. โดย ปี2566 รายได้ทรงตัวที่ 3,072 ลบ. (-1%YoY) แม้ไม่มีรายได้จากโครงการฮิดากะซึ่งขายไปในปี2565 และรายได้โซลาร์ถูกกดดันจากค่า Ft ของ SPN ที่ลดลง/ปริมาณขายไฟในญี่ปุ่นลดลง แต่มีแรงหนุนจากรายได้พลังงานลม TTTV และรายได้บริการเข้ามาชดเชย ส่วนกำไรปกติ -15%YoY จากต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น และ SPN เริ่มเสียภาษีหลังสิทธิยกเว้นภาษี BOI ครบ 8 ปี

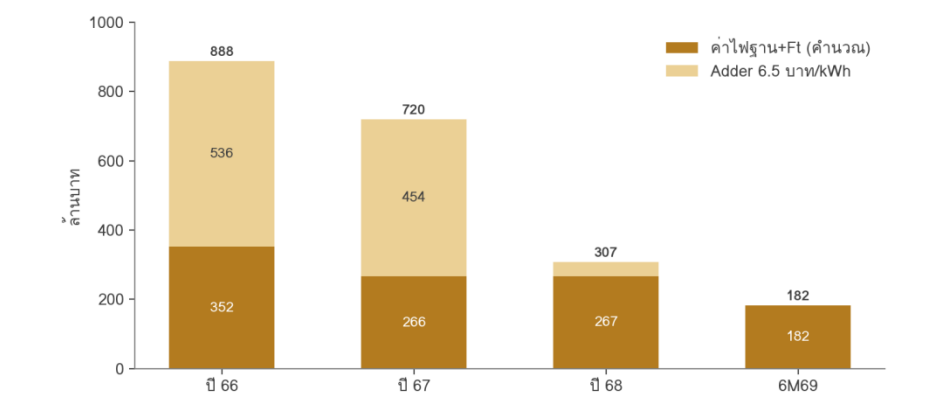
ปี2567 รายได้เพิ่มขึ้นเป็น 3,466 ลบ. +13%YoY จากการรวมงบวินัยหลังเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็น 100% แต่กำไรปกติอ่อนตัวอยู่ที่ 835 ลบ. -3%YoY เพราะต้องรับรู้ค่าเสื่อมราคาและดอกเบี้ยของวินัยเข้ามาด้วย ประกอบกับรายได้โซลาร์ที่ลดลงช่วงที่ SPN เตรียม Repowering

Exhibit 3: ปริมาณจำหน่ายไฟฟ้า (GWh) และค่าไฟเฉลี่ยทั้งพอร์ต



Sources: Company Data, Beyond Research

Exhibit 4: รายได้ SPN แยก Adder กับค่าไฟฐาน+Ft



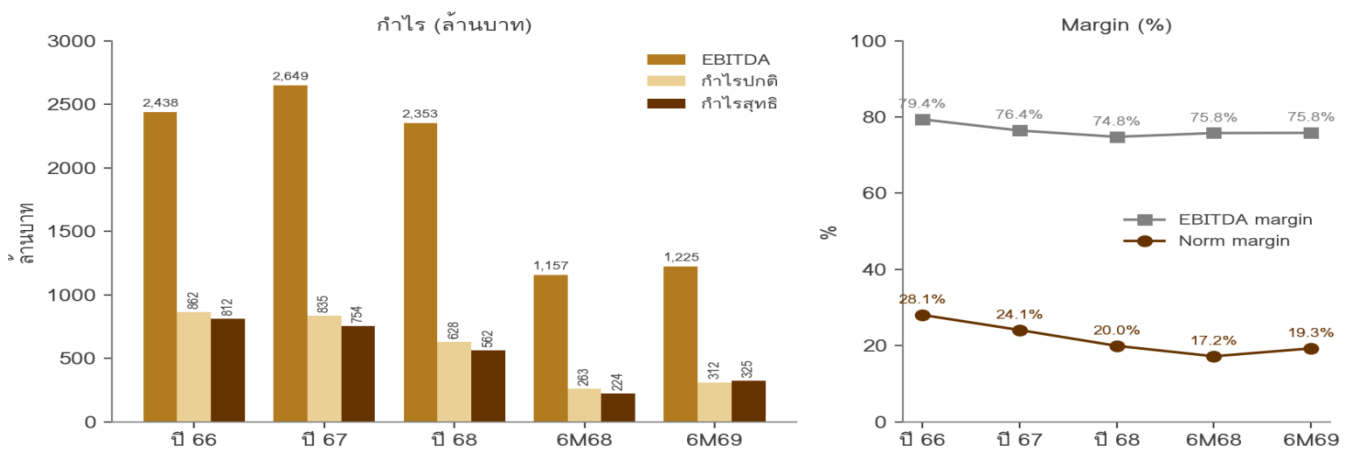
Sources: Beyond Research

Historical and Present Operation 2566 to 1H69 (cont.)

ปี2568 รายได้ออยู่ที่ 3,146 ลบ. -9%YoY แม้ปริมาณขายไฟจะเพิ่มขึ้น 3.6% จากวินชัย เต็มปีและ Leo2 ที่เริ่ม COD แต่ปัจจัยกดดันหลักคือ Adder ของ SPN ที่สิ้นสุดในเดือน ก.พ.25 การ Repowering ของ SPN การหยุดผลิตบางช่วงของ TTTV เพื่อเปลี่ยนสายส่งใต้ทะเล และเงินบาทที่แข็งค่า ส่งผลให้กำไรปกติลดลงเหลือ 628 ลบ. -25%YoY

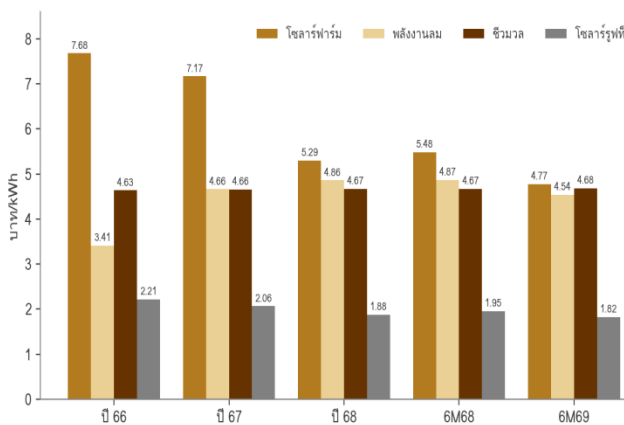
ช่วง 1H69 รายได้ออยู่ที่ 1,616 ลบ. +6%YoY ปริมาณขายไฟเพิ่มขึ้น 16.2% จาก SPN ที่กลับมาผลิตเต็มกำลังหลัง Repowering การรับรู้รายได้ของ Leo2 และ TTTV ที่กลับมาผลิตได้เต็มที่ แต่รายได้เติบโตช้ากว่าปริมาณขายเพราะเงินบาทแข็งค่า ค่า Ft ลดลง และ Adder ของ SPN สิ้นสุดแล้ว ขณะที่กำไรปกติเพิ่มขึ้นเป็น 312 ลบ. +19%YoY จากต้นทุนการเงินที่ลดลง

Exhibit5: EBITDA, กำไรปกติ, กำไรสุทธิ และ margin



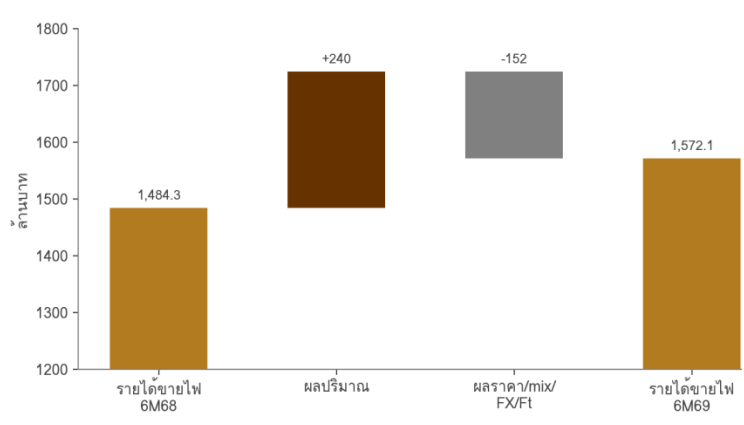
Sources: Company Data, Beyond Research

Exhibit 6: ค่าไฟเฉลี่ยรายประเภทธุรกิจ



Sources: Company Data, Beyond Research

Exhibit 7: Electricity Revenue Waterfall, 6M68 → 6M69

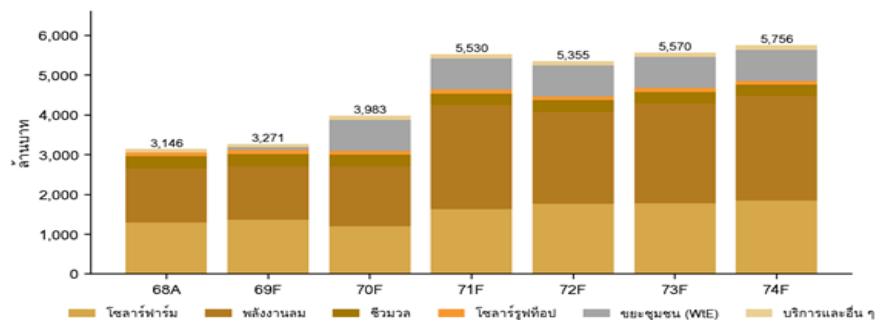


Sources: Company Data, Beyond Research

Forecast Operation 2569F to 2574F

เบื้องต้น ทางฝ่ายวิเคราะห์คาดว่าจะรายได้ของ SSP จะเติบโตตามกำหนด COD ของโครงการใน pipeline จาก 3,146 ลบ. ในปี 68A เป็น 3,271 ลบ. ในปี 69F (+4% YoY) และ 3,983 ลบ. ในปี 70F (+22% YoY) โดยมีโรงไฟฟ้าขยะชุมชน 2 แห่งที่รับรู้รายได้เต็มปีเป็นแรงหนุน ก่อนเพิ่มขึ้นเป็น 5,530 ลบ. ในปี 71F (+39% YoY) จากการรับรู้รายได้เต็มปีของ Bago (คาดการณ์รายได้รวม 1,222 ลบ./ปี และเป็นโครงการที่ใหญ่ที่สุดในพอร์ต), NKH 1, SKN 2-3 และ Xuejia 1 หลังจากนั้นรายได้จะทรงตัวที่ 5,355-5,756 ลบ. ในปี 72F-74F ส่งผลให้รายได้มี CAGR 11% ในช่วงปี 68A-74F ขณะที่กำลังการผลิตติดตั้งเพิ่มจาก 367 MW เป็น 758 MW และปริมาณขายไฟฟ้าเพิ่มจาก 642 GWh เป็น 1,584 GWh (CAGR 16%)

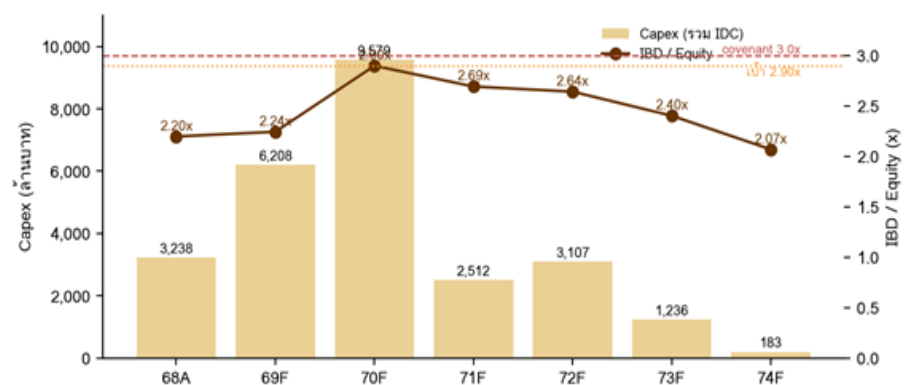
Exhibit 8: ประมาณการรายได้จากการขายและบริการ ตามประเภทธุรกิจ (ลบ.)



Sources: Beyond Research

ด้านฐานะการเงิน การลงทุนสูงในปี 69F-70F ซึ่งมี CAPEX รวม IDC 15,787 ลบ. มีโอกาสทำให้ leverage ratio ในปี 70F สูงกว่านโยบายของ SSP ที่ 2.75x ได้ (2.90x ใน financial model ของเราซึ่งคำนวณจาก IBD รวม lease ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) แต่ยังคงต่ำกว่าเพดาน Covenant ที่ 3x ก่อนที่หนี้สินจะทยอยลดลงต่อเนื่องจนถึงปี 74F ทั้งนี้ประมาณการของเราไม่ได้อนุมานการเพิ่มทุน

Exhibit 9: CAPEX และ IBD/Equity

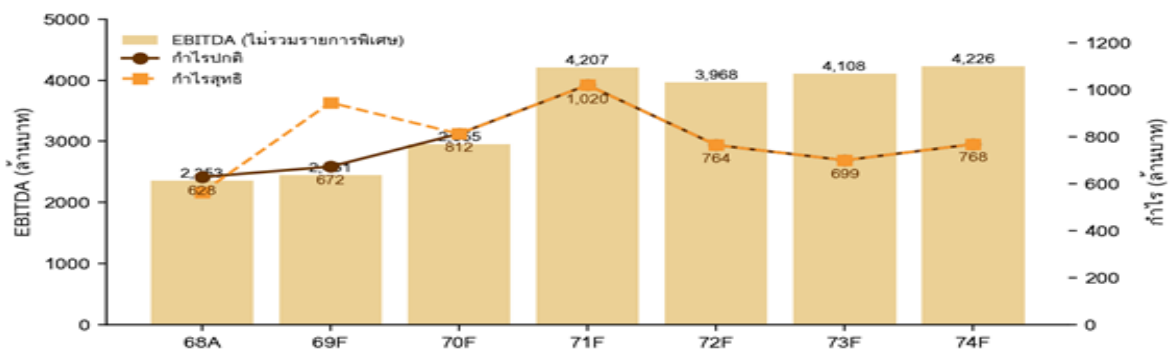


Sources: Beyond Research

Forecast Operation 2569F to 2574F (cont.)

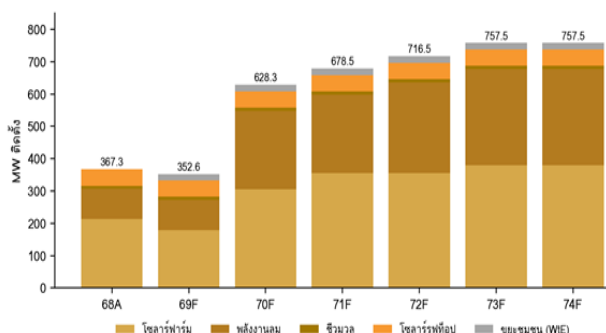
ในแง่ของกำไรปกติ ทางฝ่ายวิเคราะห์คาดว่าจะเพิ่มจาก 628 ลบ. ในปี 68A เป็น 672, 813 และ 1,020 ลบ. ในปี 69F-71F ตามลำดับ ก่อนลดลงเหลือ 767 และ 703 ลบ. ในปี 72F-73F และฟื้นเป็น 773 ลบ. ในปี 74F ส่งผลให้กำไรปกติมี CAGR เพียง 4% ในช่วงปี 68A-74F แม้ EBITDA (ไม่รวมรายการพิเศษ) จะเติบโตเฉลี่ย 10% ต่อปี เนื่องจากค่าเสื่อมราคา (CAGR 13%) และต้นทุนทางการเงิน (CAGR 6%) ดุดับการเพิ่มขึ้นของ EBITDA ไปเกือบทั้งหมด ประกอบกับการสิ้นสุด Adder 3.5 บาท/kWh ของวินชัยในเดือน มี.ค. 2572 ซึ่งทำให้รายได้ที่แทบไม่มีต้นทุนหายไป **ขณะที่ในช่วงปี 68A-71F ที่โครงการใหม่ทยอย COD กำไรปกติยังเติบโตได้ดีที่ CAGR 18%** แต่ยังคงต่ำกว่าการเติบโตของรายได้ (CAGR 21%) เพราะดอกเบี้ยเริ่มรับรู้เต็มจำนวนหลัง COD รวมถึงค่าเสื่อมราคาและส่วนแบ่งกำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในโรงไฟฟ้าขยะที่สูงขึ้น ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจาก 50% เหลือ 40% มาจากการสิ้นสุดของ Adder วินชัยเป็นหลัก หากไม่รวม Adder ดังกล่าว คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะทรงตัวที่ราว 39-42% ตลอดช่วงประมาณการ **ทั้งนี้ ปี 69F จะมีกำไรจากการขาย Yamaga เป็นรายการพิเศษ ราว 200-300 ลบ. ส่งผลให้ คาดกำไรสุทธิอยู่ที่ 945 ลบ.(+68%YoY)**

Exhibit 10: ประมาณการ EBITDA (ไม่รวมรายการพิเศษ), กำไรปกติ และกำไรสุทธิ



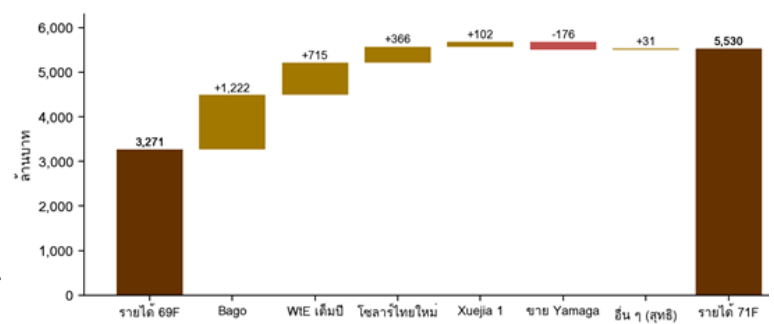
Sources: Beyond Research

Exhibit 11: กำลังการผลิตติดตั้ง ณ สิ้นปี



Sources: Beyond Research

Exhibit 12: Electricity Revenue Waterfall, 69F → 71F

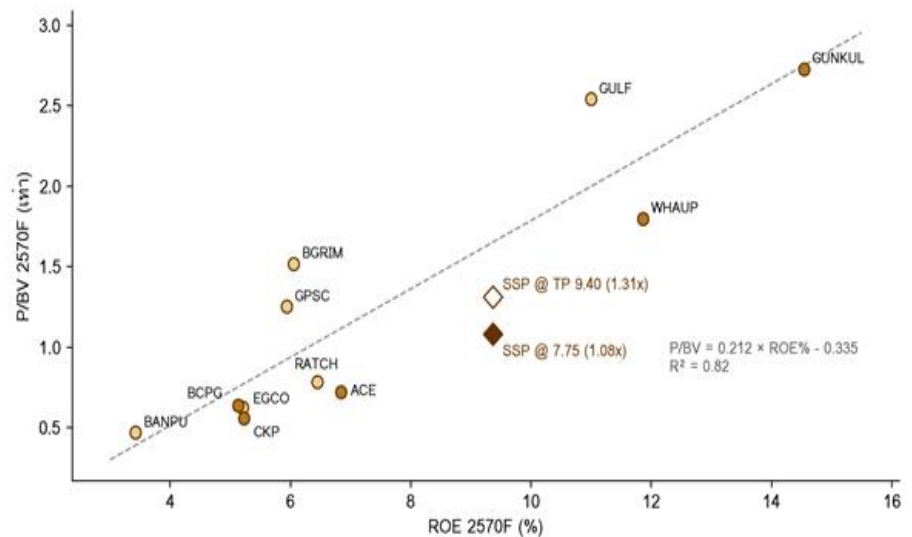


Sources: Beyond Research

Peers & Valuation

สำหรับการประเมินมูลค่าในเชิงพื้นฐาน ทางฝ่ายวิเคราะห์เลือกใช้วิธี DCF เพื่อสะท้อนการลงทุนของ SSP การ COD ของโรงไฟฟ้าใน Pipeline และ Adder ของวินชัยที่จะหมดในปี 72F โดยเราอนุมาน WACC ที่ 5.93% TG ที่ +1.5% จะได้ราคาเหมาะสมเชิงพื้นฐานของ SSP ในปี 2570F ที่ 9.42 บาท/หุ้น หรือ **ราคาเป้าหมาย(TP)ที่ 9.40 บาท** ทั้งนี้ ที่ราคา 9.40 บาท **70F P/E ของ SSP จะอยู่ที่ 14.5x ต่ำกว่า Peers Mean ที่ 19.7x และ Median ที่ 16.3x** ที่ TP (IAA Consensus) ของแต่ละตัว ส่วน **P/BV จะอยู่ที่ 1.31x ต่ำกว่า Mean ที่ 1.53x** แต่สูงกว่า Median 0.91x ซึ่งสอดคล้องกับ ROE ที่สูงกว่า

Exhibit 13: P/BV เทียบ ROE ปี 2570F



Sources: Settrade, Beyond Research

หมายเหตุ: ROE 2570F (แกนนอน) = EPS 2570F ÷ BVPS เฉลี่ยปี 2569F-2570F ตาม IAA Consensus ณ 12 ต.ค. 69 | P/BV 2570F (แกนตั้ง) = ราคาปิด 15 ต.ค. 69 ÷ BVPS 2570F ชุดเดียวกัน | SSP ใช้ประมาณการของ Beyond Research | เส้นประ = เส้นแนวโน้ม (regression) ของ 11 peers

Exhibit 14 : มูลค่าต่อหุ้นโดยนัยจาก multiple ของ peers (ปี 70F)

วิธี	Multiple	ราคาของ SSP (บาท)	มูลค่าโดยนัย (บาท)	เทียบกับราคา 7.75	เทียบกับ TP 9.40
P/E					
เฉลี่ย peers 11 ตัว	16.27x	EPS 0.650	10.58	+36%	+13%
Median peers	13.89x	EPS 0.650	9.03	+17%	-4%
เฉลี่ย Large power	19.14x	EPS 0.650	12.45	+61%	+32%
เฉลี่ย / median Renewable	13.87x / 12.66x	EPS 0.650	9.02 / 8.23	+16% / +6%	-4% / -12%
P/BV					
เฉลี่ย / median peers	1.24x / 0.79x	BVPS 7.157	8.88 / 5.62	+15% / -27%	-6% / -40%
เฉลี่ย / median Renewable	1.29x / 0.72x	BVPS 7.157	9.23 / 5.19	+19% / -33%	-2% / -45%
Regression P/BV-ROE (ไม่นับในช่วง)	1.65x	BVPS 7.157	11.83	+53%	+26%
DCF (วิธีหลัก) / TP ปิดลง	-	-	9.42 / 9.40	+21.5% / +21.3%	-

Sources: Settrade, Beyond Research; multiple ที่ราคาปิด 15 ต.ค. 69

Exhibit15: Valuation ที่ราคาเป้าหมาย (TP ของ Peers อ้างอิงจาก IAA Consensus)

บริษัท	Target (บาท)	Upside	P/E 69F	P/E 70F	P/BV 69F	P/BV 70F	Yield 69F	Yield 70F
SSP (กำไรสุทธิ)	9.40	+21.3%	12.4x	14.5x	1.40x	1.31x	2.3%	2.8%
SSP (กำไรปกติ)			17.5x	14.5x				
Large power								
GULF	79.59	+28.4%	33.1x	30.3x	3.41x	3.26x	1.8%	2.1%
GPSC	59.04	+16.9%	28.1x	25.1x	1.51x	1.47x	2.2%	2.3%
BGRIM	21.38	+10.8%	34.6x	28.9x	1.82x	1.68x	1.8%	2.2%
RATCH*	43.85	+15.4%	16.0x	14.3x	0.94x	0.91x	3.6%	3.6%
EGCO	145.67	+16.1%	18.3x	14.1x	0.74x	0.73x	4.4%	4.5%
Diversified								
BANPU**	17.02	+15.8%	16.8x	16.1x	0.56x	0.54x	4.5%	4.3%
Renewable / mid-small								
BCPG	8.57	+28.9%	11.3x	16.3x	0.85x	0.82x	4.0%	3.2%
GUNKUL	6.54	+31.9%	29.3x	25.6x	3.86x	3.60x	2.1%	2.2%
CKP	2.98	+27.4%	15.0x	13.8x	0.73x	0.71x	2.9%	2.9%
ACE	1.55	+16.5%	14.3x	12.7x	0.90x	0.84x	1.3%	1.3%
WHAUP	8.87	+28.6%	24.2x	20.0x	2.43x	2.31x	2.8%	2.8%
Peers เฉลี่ย (11 ตัว)		+21.5%	21.9x	19.7x	1.61x	1.53x	2.8%	2.9%
Peers median		+16.9%	18.3x	16.3x	0.94x	0.91x	2.8%	2.8%
เฉลี่ย Renewable / mid-small		+26.6%	18.8x	17.7x	1.75x	1.66x	2.6%	2.5%

Sources: Settrade, Beyond Research

หมายเหตุ: ราคาเป้าหมายของ peers = TP เฉลี่ยของ IAA Consensus ณ 12 ต.ค. 69 (ปี 2569F) | ราคาเป้าหมายของ SSP = 9.40 บาท (ปี 2570F) ของ Beyond Research | Upside = ราคาเป้าหมาย ÷ ราคาปิด 15 ต.ค. 69 - 1 | P/E, P/BV และ yield จำนวนที่ราคาเป้าหมาย จากประมาณการ IAA Consensus ณ 12 ต.ค. 69 (SSP ใช้ประมาณการของ Beyond Research) | * RATCH ปี 2570F ใช้ EPS median | ** BANPU ปี 2569F ใช้ P/E median

Opportunity & Potential Upside

จาก Demand การใช้ไฟฟ้าที่สูงขึ้นเพื่อรองรับธุรกิจในอนาคตใหม่ อย่าง Data Center ส่งผลให้ หุ่นกลุ่มโรงไฟฟ้ามีโอกาสในการขยายกำลังผลิตเพื่อรองรับ Demand ดังกล่าว โดย ในส่วนของประเทศไทย มีประเด็นบวกจาก ร่างแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย พ.ศ. 2569–2593 (PDP2026) จัดทำโดย สนพ. เพื่อกำหนดทิศทางการพัฒนาระบบไฟฟ้าระยะยาวให้สอดคล้องกับความต้องการใช้ไฟฟ้า ความมั่นคงทางพลังงาน ต้นทุนที่เหมาะสม และเป้าหมายการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดของประเทศไทย โดยมีกรอบระยะเวลา 25 ปี และมุ่งรองรับเป้าหมาย Net Zero ในปี พ.ศ. 2593

ด้าน SSP เองตั้งเป้ากำลังผลิตติดตั้ง 1,000 MW ภายในปี 2575 (Opp Day 2Q2569) ขณะที่ Pipeline ปัจจุบันขยายไปถึง 792 MW ในปี 2573 ยังขาดราว 208 MW ซึ่ง PDP2026 เป็นแหล่งโครงการที่ชัดที่สุด โดยเฉพาะโซลาร์ในไทยที่ SSP มีประสบการณ์และกำลังสร้าง NKH 1, SKN 2-3, RCB 1 และลม VLSK ส่วน Direct PPA เปิดตลาดให้ธุรกิจโซลาร์รูฟท็อปและ EPC ของบริษัท

ทั้งนี้ ประเมินการกรณีฐานของเราเฉพาะโครงการที่อยู่ใน pipeline แล้ว **ในกรณีที่ SSP กู้เงินลงทุนโครงการใหม่เต็มกำลังโดยคุณหนี้ไม่ให้เกินเพดาน** ตั้งแต่ระดับนโยบายของ SSP เอง (IBD/E 2.75x) ไปจนถึงระดับที่ยังมีส่วนเผื่อจากข้อกำหนดหุ้นกู้ (เราประเมินที่ 2.90x) บริษัทจะลงทุนเพิ่มได้ราว 8,500–10,900 ล้านบาทในปี 71F–74F หรือเทียบเท่าโซลาร์ราว 310–400 MW หรือพลังงานลมราว 135–175 MW บนสมมติฐาน IRR 10%/ kd 4%/ ke 13.35% สำหรับ CAPEX ส่วนเพิ่ม จะส่งผลให้ประมาณการกำไรปี 72F–74F สูงขึ้นจาก Base Case ของเราที่ +2 ถึง 7%, +5 ถึง 12%, +15 ถึง 23% ตามลำดับ และให้มูลค่าส่วนเพิ่มราว 0.70 ถึง 1.00 บาท/หุ้น (PV ของ FCFE ส่วนเพิ่ม) ซึ่งไม่ได้รวมอยู่ใน TP 9.40 บาท

Exhibit 16: กำลังผลิตใหม่ช่วงแรกของ PDP2026 (ปี 2569–2580)

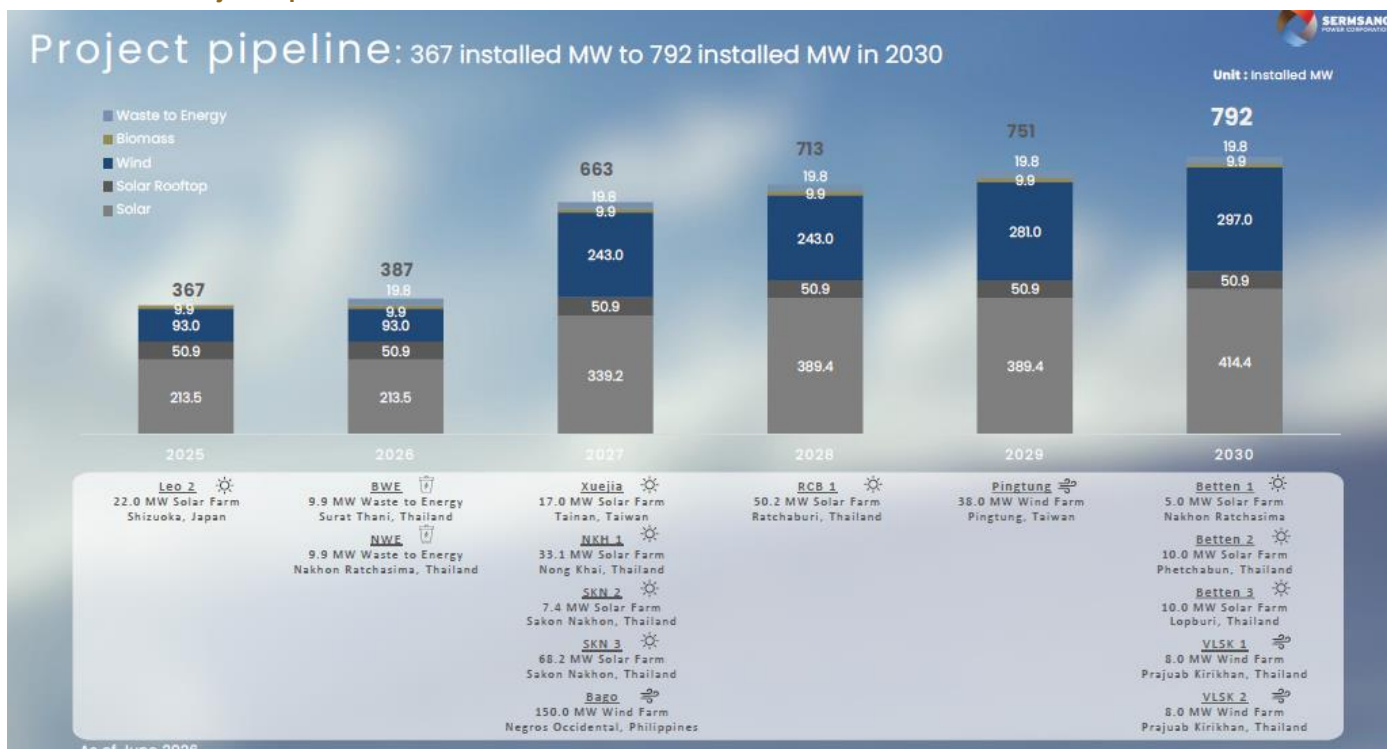
ประเภท	MW	สัดส่วน	เกี่ยวข้องกับ SSP
พลังงานแสงอาทิตย์	24,300	47.7%	สูง — ธุรกิจหลักในไทย
ระบบกักเก็บพลังงาน (BESS)	14,500	28.5%	ปานกลาง — ยังไม่มีในพอร์ต
โรงไฟฟ้าก๊าซพลังความร้อนรวม (CCGT)	9,100	17.9%	ต่ำ
พลังงานลม	2,700	5.3%	สูง — วินชัย, VLSK
SMR (ระยะเริ่มต้น, จ่ายไฟตั้งแต่ปี 2580)	300	0.6%	ไม่เกี่ยวข้อง
รวมกำลังผลิตใหม่	50,900	100.0%	

Sources: Company Data, Beyond Research

Opportunity & Potential Upside (cont.)

สำหรับความเป็นไปได้ของ Upside จากประมาณการ Base Case ของเราประเด็นที่ 2 จะมาจากการเพิ่มประสิทธิภาพของ Asset เดิม อย่างเช่น การ Repowering เพิ่มความสามารถของแผงโซลาร์ของ SPN ในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้ ประมาณการของฝ่ายวิเคราะห์ยังอนุมานให้ปริมาณขายไฟของ SPN ในช่วง 2H69 เท่ากับ 2H68 ซึ่งเป็นช่วงที่การ Repowering ยังทยอยฟื้นตัว ขณะที่ 1H69 SPN จำหน่ายไฟได้ 51,321 MWh เพิ่มขึ้น 53% YoY หลัง Repowering แล้วเสร็จ หากปรับ 2H69 ให้สะท้อนกำลังการผลิตเต็มประสิทธิภาพ โดยใช้ผลผลิต 1H69 คุณณฤดูกาลโซลาร์ในประเทศไทย ปริมาณขายไฟของ SPN จะเพิ่มขึ้นราว 8,100 MWh ต่อปี (CF จาก 20% เป็น 22%) คิดเป็นรายได้เพิ่มราว 29 ลบ./ปี และเนื่องจากต้นทุนของโครงการเกือบทั้งหมดเป็นต้นทุนคงที่ ถ้าโรปรกติจะเพิ่มขึ้นราว 25 ลบ./ปีในช่วงปี 69F-74F จะส่งผลให้กำไรปกติปี 69F เติบโต 11% YoY จากเดิม 7% และ TP จะเพิ่มขึ้นจาก 9.40 บาท เป็น 9.90 บาท

Exhibit 17: SSP Project Pipeline



Sources: SSP Earning Call 2Q69

Risk & Potential Downside

1. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย – ปัจจุบัน โครงสร้างหนี้เป็นอัตราคงที่ 43% และลอยตัว 57% ทั้งนี้ การที่ดอกเบี้ยลดลงในปี 68–69 จึงเป็นปัจจัยบวกต่อ SSP ในทางกลับกัน กรณีที่ดอกเบี้ยโลกเข้าสู่ช่วงขาขึ้น ก็จะเป็นลบต่อ SSP โดย เราทำการประเมินเบื้องต้น **กรณีดอกเบี้ยลอยตัวขึ้น 100 bps** จะส่งผลลบต่อกำไรปกติของปี 70F-71F รว 9-12% และส่งผลลบต่อ TP รว -2.35 บาท(รวมผลกระทบจาก WACC ด้วย)

2. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน – รายได้จากพอร์ตต่างประเทศในปี 71F-74F คิดเป็น รว 48-53% ของรายได้รวม แต่จาก Natural Hedge เบื้องต้น เราประเมินว่าหากบาทแข็ง 5% จะส่งผลลบต่อกำไรปกติในปี 70F-74F รว -3 ถึง 6% และ TP -0.6 ถึง 1.1 บาท (ในทางกลับกัน หากบาทอ่อน 5% จะส่งผลให้ TP +0.6 ถึง 1.1 บาท)

3. ความเสี่ยงหาก Bago ลำชา – Bago (150 MW ลม, Bacolod ฟิลิปปินส์) เป็นโครงการใหญ่ที่สุดใน pipeline: CAPEX 8,000 ลบ. คาดรายได้เต็มปี รว 1,220 ลบ. (22% ของรายได้ 71F) target COD 4Q70 และ PPA ยังอยู่ระหว่างดำเนินการ เบื้องต้นเราประเมินว่าหาก Bago ลำชา 12 เดือน จะส่งผลลบต่อ TP รว -1.00 บาท

4. ความเสี่ยงจากการทบทวนสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากเอกชน (Adder / FIT) – สถานะปัจจุบันยังรอเสนอ กพข. ให้มีมติเป็นนโยบายรัฐก่อน ซึ่งเอกชนยอมแก้หรือยกเลิกสัญญาเพียง รว 2–3% จาก 400–500 สัญญาที่เข้าข่าย (ราคาเดิมรวม Ft 3 บาท กว่า เทียบข้อเสนอ 2.16 บาทสำหรับโซลาร์) ส่งผลให้ภาครัฐอยู่ระหว่างกำหนดกรอบอัตราซื้อขายและเงื่อนไขสัญญาที่เหมาะสมเพื่อเสนอ กพข. พิจารณาเพิ่มเติม ทั้งนี้ เราประเมินความเสี่ยงของ SSP ตาม Exhibit 18 ซึ่งสำหรับ SPN ที่มีผลกระทบสูง หากค่าไฟของ SPN ลดเป็น 2.16 บาทตั้งแต่ปี 70F จะส่งผลลบต่อ TP รว -2.15 บาท

Exhibit18: โครงการของ SSP ที่อาจมีความเสี่ยงจากการทบทวนสัญญา

โครงการ	สัญญาในโมเดล	ผลที่อาจเกิด	ระดับ
SPN (โซลาร์ 52 MW)	ฐาน+Ft 3.55 บาท/kWh, ~90 GWh/ปี	ค่าไฟลดเป็น 2.16 บาท (-39%) และอาจถูกกำหนดวันหมดอายุ	สูง
วินชัย (ลม 45 MW)	ฐาน+Ft 2.86 บาท + Adder 3.5 บาทถึง มี.ค. 72	ค่าไฟฐานต่ำกว่า 2.9015 อยู่แล้ว; Adder รัฐระบุว่าจะไม่ตัด; เหลือความเสี่ยงอายุสัญญา	ต่ำ-กลาง
WVO (โซลาร์ 5 MW)	FIT 4.12 บาท	ราคาอาจถูกทบทวน (~13 ล้านบาท/ปี)	ต่ำ
NKH 1, SKN 2-3, RCB 1, Betten	FIT 2.1679 บาท ลงนามแล้ว ยังไม่ COD	ราคาใกล้ 2.1579 อยู่แล้ว; เสี่ยงถูกยกเลิกถ้า COD ไม่ทัน SCOD	กลาง (ขึ้นกับ SCOD)
VLSK (ลม 16 MW)	FIT 3.1014 บาท, COD ธ.ค. 73	ราคาลดเป็น 2.9015 หรือถูกยกเลิก	ต่ำ
โรงขยะ BWE / NWE	5.99 บาท, COD ธ.ค. 69	ยังไม่ชัดเจนว่าอยู่ในขอบเขต แต่ COD ใกล้แล้ว	ต่ำ (ติดตาม)

Sources: Beyond Research

Financial Statement 2566A-2570F

Balance sheet (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Current assets					
Cash & ST investment	3,157	2,050	2,332	2,000	1,841
Account receivable	623	952	858	941	1,145
Inventories	19	45	28	39	53
Others	983	582	394	370	370
Non-current assets					
Net fixed assets	12,646	15,493	17,725	20,971	29,360
Others	3,640	5,568	5,667	5,548	5,426
Total Assets	21,067	24,690	27,004	29,870	38,196
Current liabilities					
Account payable	260	541	774	700	948
ST borrowing	1,597	3,802	2,647	1,997	2,622
Others	30	89	89	92	94
Long-term liabilities					
Long-term debts	10,603	11,479	14,826	17,611	24,448
Others	111	678	721	734	748
Total liabilities	12,600	16,590	19,057	21,135	28,861
Paid-up capital	4,233	4,143	4,108	4,108	4,108
Retained earnings	4,330	4,462	4,625	5,164	5,702
Others	(529)	(953)	(1,165)	(873)	(873)
Minority interest	433	448	379	335	397
Shareholders' equity	8,467	8,100	7,947	8,735	9,335

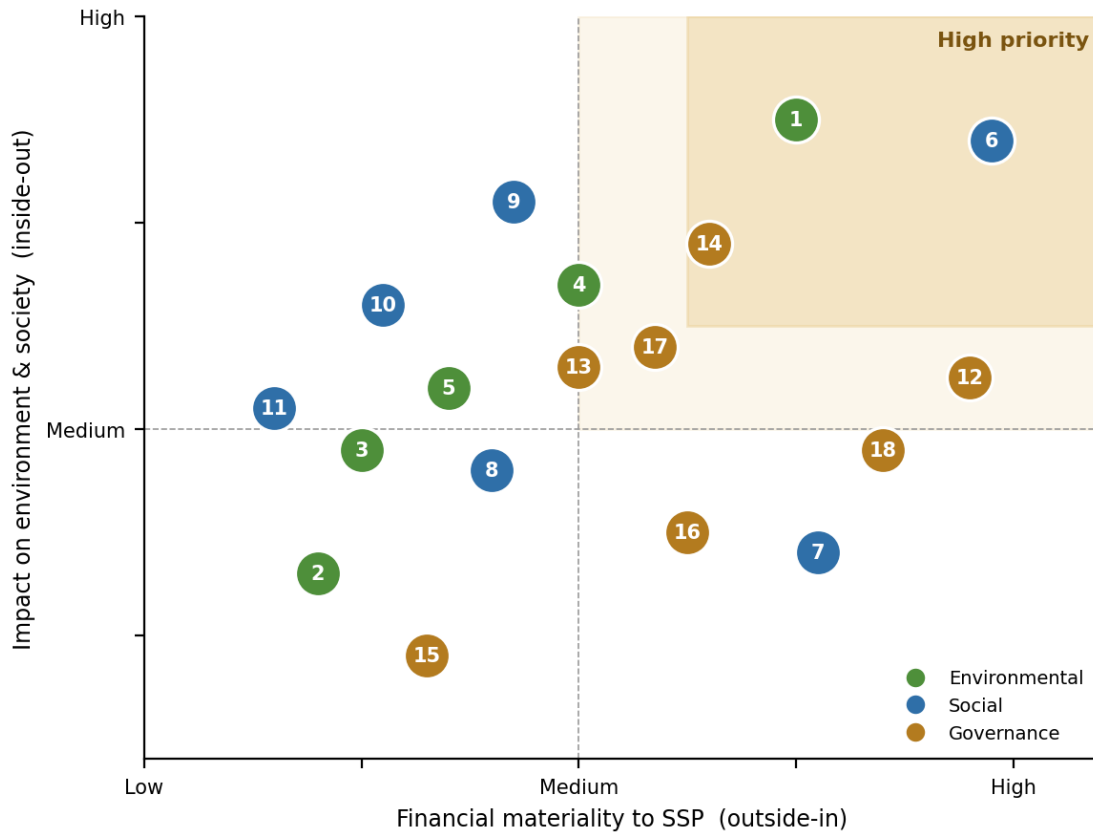
Key ratios					
Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Growth (%y-y)					
Sales	(1.5)	12.8	(9.2)	4.0	21.8
Operating Profit	(5.0)	11.7	(23.1)	3.6	26.8
EBITDA	(14.8)	8.6	(11.2)	16.6	7.7
Net Profit	(37.6)	(7.1)	(25.5)	68.0	(14.0)
Core Profit	(15.4)	(3.1)	(24.8)	7.0	20.8
EPS	(43.3)	(0.6)	(23.4)	68.0	(14.0)
Normalized EPS	(23.1)	3.7	(22.7)	7.0	20.8
Profitability (%)					
Gross Margin	56.2	54.8	50.1	48.1	47.9
Operation Margin	44.5	44.1	37.4	37.3	38.8
EBIT Margin	51.5	46.9	41.7	49.2	41.2
Net Margin	26.4	21.8	17.9	28.9	20.4
ROE	10.3	9.6	7.4	11.8	9.4
ROA	3.8	3.3	2.2	3.3	2.4
Stability					
Interest bearing debt/equity (x)	1.4	1.9	2.2	2.2	2.9
Net debt/equity (x)	1.1	1.6	1.9	2.0	2.7
Interest coverage (x)	2.4	2.1	1.9	2.8	2.7
Interest & ST debt coverage (x)	1.1	0.6	0.7	1.1	0.9
Cash flow interest coverage (x)	3.5	3.2	3.1	3.0	3.7
Current ratio (x)	2.5	0.8	1.0	1.2	0.9
Quick ratio (x)	2.0	0.7	0.9	1.1	0.8
Net debt (THB m)	9,042	13,231	15,141	17,609	25,229
Activity					
Asset turnover (x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Days receivables	79.3	82.9	105.0	100.4	95.6
Days inventory	5.2	7.5	8.5	7.2	8.1
Days payable	65.5	93.2	152.9	158.4	144.9
Cash cycle days	19.0	(2.9)	(39.4)	(50.8)	(41.2)

Source: Company Data, Beyond research

Profit & loss (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Revenue					
Cost of Goods Sold	(1,346)	(1,568)	(1,570)	(1,698)	(2,075)
Gross Profit	1,726	1,897	1,577	1,573	1,908
Operating Expenses	(358)	(369)	(401)	(355)	(362)
Operating Profit	1,368	1,529	1,176	1,219	1,546
Other Income (incl. equity income)	213	96	136	391	97
EBIT	1,581	1,625	1,312	1,609	1,643
Depreciation	857	1,024	1,041	1,135	1,312
EBITDA	2,438	2,649	2,353	2,744	2,955
Interest Expense	(660)	(778)	(697)	(569)	(617)
Pre-tax Profit	921	847	615	1,040	1,025
Current Taxation	(90)	(80)	(52)	(77)	(90)
Minorities	(18)	(13)	(1)	(18)	(123)
Net Profit	812	754	562	945	812
Extraordinary Items	(50)	(81)	(66)	273	0
Core Profit	862	835	628	672	812
EPS (THB)	0.59	0.59	0.45	0.76	0.65
Core EPS (THB)	0.63	0.65	0.50	0.54	0.65
Cash flow (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Operating cash flow					
Net profit	812	754	562	945	812
Depre. & amortization	857	1,024	1,041	1,135	1,312
Change in working capital	56	(18)	(163)	(128)	46
Others	555	766	685	(262)	123
Investment cash flow	(1,125)	(3,282)	(3,081)	(5,207)	(9,579)
Change in PPE&Intangible Asset	(291)	(1,488)	(3,258)	(6,208)	(9,579)
Change in LT investment	0	0	0	0	0
Change in other assets	(834)	(1,794)	177	1,001	0
Free cash flow	1,155	(756)	(956)	(3,517)	(7,284)
Financing cash flow					
Change in share capital	0	0	0	0	0
Net change in debt	(36)	1,338	2,601	3,605	7,461
Dividend paid	(91)	(134)	(259)	(420)	(336)
Others	(985)	(1,418)	(958)	0	0
Net cash flow	44	(970)	428	(332)	(159)
Key assumptions					
Year ending Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E
Installed capacity (MW, year avg.)	295.1	331.5	344.9	357.5	376.0
Blended electricity tariff (THB/kWh)	5.48	5.44	4.77	4.53	4.55
Blended capacity factor (%)	21.0	21.3	21.2	22.4	25.8
Per share (THB)					
EPS	0.59	0.59	0.45	0.76	0.65
Core EPS	0.63	0.65	0.50	0.54	0.65
CFPS	1.66	1.97	1.70	1.35	1.84
BVPS	5.85	5.96	6.06	6.73	7.16
Sales/share	2.24	2.70	2.52	2.62	3.19
EBITDA/share	1.77	2.06	1.88	2.20	2.37
DPS	0.10	0.20	0.33	0.22	0.26
Valuation					
P/E (x)	13.1	13.2	17.2	10.2	11.9
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	1.3	2.6	4.2	2.8	3.4
Dividend payout ratio (%)	15.8	33.2	72.2	29.0	40.0

ESG Assessment

Exhibit19: ESG Materiality Matrix



Sources: Beyond Research

No.	ประเด็น (รหัสตามแผนกลยุทธ์ความยั่งยืนของ SSP)	เหตุผลด้านผลกระทบทางการเงินต่อ SSP (มุมมองฝ่ายวิเคราะห์)
1	P1-1 การลดก๊าซเรือนกระจกและการปรับตัวต่อสภาพภูมิอากาศ	สภาพอากาศกระทบปริมาณผลิตไฟโดยตรง และเป็นแหล่งรายได้ I-REC / T-VER
2	P1-2 การใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ (น้ำ ไฟฟ้า)	ต้นทุนน้ำและไฟใช้เองมีสัดส่วนเล็ก
3	P1-3 การจัดการของเสียและเศรษฐกิจหมุนเวียน	เจ้าชีวมวล / แผงโซลาร์หมดอายุ ผลทางการเงินยังจำกัด
4	P1-4 การควบคุมมลพิษและรักษาสสิ่งแวดล้อม	จุดเสี่ยงหลักคือชีวมวลและโรงไฟฟ้าขยะ
5	P1-5 ความหลากหลายทางชีวภาพ	ฟาร์มลมและ EIA ในได้ห้วย อาจกระทบใบอนุญาต / กำหนดการ COD
6	P2-1 การเข้าถึงพลังงานสะอาดและเพิ่มกำลังผลิต	ขับเคลื่อนการเติบโตหลัก (Bago, Pingtung, Xuejia) และ PDP2026
7	P2-2 ความสัมพันธ์กับลูกค้า / ผู้รับซื้อไฟ	รายได้ราว 90% มาจากผู้รับซื้อรายใหญ่ภายใต้ PPA

No.	ประเด็น (รหัสตามแผนกลยุทธ์ความยั่งยืนของ SSP)	เหตุผลด้านผลกระทบทางการเงินต่อ SSP (มุมมองฝ่ายวิเคราะห์)
8	P2-3 การพัฒนาทุนมนุษย์	พนักงานโตเร็ว ความพึงพอใจต่ำกว่าเป้า
9	P2-4 ความปลอดภัย อาชีวอนามัย	ความเสี่ยงสูงขึ้นช่วงก่อสร้างโครงการใหม่
10	P2-5 การพัฒนาชุมชน	การยอมรับของชุมชนรอบโรงไฟฟ้า
11	P2-6 สิทธิมนุษยชนและแรงงานที่เป็นธรรม	ข้อร้องเรียนเป็นศูนย์ ผลทางการเงินต่ำ
12	P3-1 ความแข็งแกร่งทางการเงินและการเงินสีเขียว	IBD/E ปี 70F ชนพาดาน 2.90x ของโมเดล (covenant 3.0x)
13	P3-2 ความโปร่งใสและการคุ้มครองข้อมูล	ความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ให้กู้
14	P3-3 จริยธรรมและการต่อต้านคอร์รัปชัน	ธุรกิจสัมพันธ์ / ใบอนุญาตกับภาครัฐหลายประเทศ
15	P3-4 คุณภาพและการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง (ISO)	ผ่านมาตรฐานครบในไทยแล้ว
16	P3-5 เทคโนโลยีและนวัตกรรม (เช่น BESS)	โอกาสจาก BESS 14,500 MW ในร่าง PDP2026
17	P3-6 ห่วงโซ่อุปทานที่รับผิดชอบ	แพง / อุปกรณ์นำเข้า คู่ค้าลงนามจรรยาบรรณเพียง 21%
18	P3-7 ความน่าเชื่อถือในการผลิตไฟและการขยายตลาด	Availability ของโรงไฟฟ้า และความเสี่ยง FX / ประเทศใหม่

ESG Assessment

E – Environmental

SSP มีพอร์ตเป็นโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนทั้งหมด (โซลาร์ ลม และชีวมวล) จึงได้เปรียบเชิงโครงสร้างด้านคาร์บอน บริษัทกำหนดเป้าหมายลดก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1–2 ไม่น้อยกว่า 30% ภายในปี 2573 และ 50% ภายในปี 2578 ขอบเขตที่ 3 ไม่น้อยกว่า 30% ภายในปี 2583 และ Net Zero ภายในปี 2593 โดยข้อมูลก๊าซเรือนกระจกของธุรกิจไทยผ่านการทวนสอบจาก MSCI ด้านรายได้ที่เชื่อมกับ ESG โดยตรง บริษัทขึ้นทะเบียน I-REC แล้ว 6 โรง (ไทย 4 เวียดนาม 2) และ TIGRs สำหรับฟาร์มลม TTV รวมถึงโครงการ T-VER 2 โครงการ (WVO และ UPT) ที่คาดว่าจะได้รวมราว 38,000 tCO2e ต่อปี ซึ่งเป็นรายได้เสริมนอกเหนือจาก PPA ด้านความหลากหลายทางชีวภาพ ผลประเมินปี 2568 พบโครงการที่ดำเนินการแล้ว 1 แห่งมีความเสี่ยงระดับปานกลาง อีก 130 แห่งมีความเสี่ยงต่ำ และโครงการใหม่ 14 แห่งอยู่ระหว่างประเมินตามแนวทาง LEAP ของ TNFD ประเด็นที่เราติดตามคือการปล่อยมลพิษและของเสียจากโรงไฟฟ้าชีวมวลและโรงไฟฟ้าขยะ ซึ่งมีโอกาสเกิดข้อพิพาทกับชุมชนสูงกว่าโซลาร์และลม

S – Social

จำนวนพนักงานเพิ่มจาก 68 คนในปี 2566 เป็น 177 คนในปี 2568 ตามการขยายธุรกิจ ชั่วโง่อบรมเฉลี่ย 34.7 ชม./คน/ปี สูงกว่าเป้า 24 ชม. แต่ความพึงพอใจของพนักงานลดลงเหลือ 76.7% (ปีฐาน 84.3%) ต่ำกว่าเป้า 80% ซึ่งเรามองว่าเป็นสัญญาณให้ติดตามการรักษามูลค่าในช่วงที่โครงการต่างประเทศเร่งก่อสร้าง ด้านความปลอดภัย ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นเสียชีวิตหรือสูญเสียอวัยวะ และไม่มีการเจ็บป่วยจากการทำงาน แต่อัตรารู้อุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานของผู้รับเหมาอยู่ที่ 0.2 ครั้งต่อล้านชั่วโมงทำงาน (เป้า 0) ด้านชุมชน ความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 86.7% มีโครงการพัฒนาชุมชน 79 โครงการใน 13 พื้นที่ และไม่มีข้อร้องเรียนด้านสิทธิมนุษยชน ขณะที่ความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 98.2% สอดคล้องกับโครงสร้างรายได้ที่ราว 90% มาจากผู้รับซื้อไฟรายใหญ่ภายใต้สัญญา PPA

G – Governance

คณะกรรมการบริษัทมี 10 คน เป็นกรรมการอิสระ 5 คน (50%) กรรมการหญิง 3 คน (30%) และประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระที่ไม่ใช่บุคคลเดียวกับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ด้านโครงสร้างการกำกับความยั่งยืน มีคณะกรรมการบรรษัทภิบาลและการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยคณะกรรมการบริหารเป็นผู้กำหนดนโยบายและกลยุทธ์ความยั่งยืน และมีคณะทำงานบริหารความยั่งยืนติดตามและรายงานผล ผลประเมิน CGR อยู่ที่ 5 ดาว "ดีเลิศ" ต่อเนื่องเป็นปีที่ 2 ได้รับการรับรอง CAC (อายุการรับรองถึง 30 มิ.ย. 2570) และได้ FTSE Russell ESG Score 4.0 จาก 5.0 ในการประเมินปีแรก

ESG Scores			
List of Third Party	Max	Min	Score
- ESG Book	100	0	-
- Moody's	100	0	-
- MSCI	AAA	CCC	-
-Refinitiv	100	0	66.53
- S&P	100	0	-
ESG Index			
- SETESG Index	-		
- DJSI	-		
ESG Assessment			
- CG Report	▲▲▲▲▲		

ที่มา SETTRADE, SEC ณ วันที่ 14 ต.ค.2569

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Nattawat Poosunthornsri, Register No. 087077, 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

4 ระดับ SET ESG Ratings

AAA

คะแนน 90 - 100

AA

คะแนน 80 - 89

A

คะแนน 65 - 79

BBB

คะแนน 50 - 64

ESG Scoring (As of 08 JAN 2026)

AAA Rating (Score 90-100)

AAV	ACE	ADVANC	AJ	AMATA	AMATAV	ASW	AWC	BAM	BANPU	BAY	BBGI
BBL	BDMS	BEM	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BPP	BTG	CENTEL	CKP	CPALL
CPAXT	CPF	CPN	CRC	DITTO	EASTW	FPI	FPT	GLOBAL	GPSC	GUNKUL	HANA
HENG	HMPRO	III	ILM	IVL	KBANK	KCG	KJL	KKP	KTB	KTC	LH
LOXLEY	MAJOR	MBK	MC	M-CHAI	MFEC	MTI	NER	NOBLE	OR	ORI	OSP
PB	PLANB	PR9	PSH	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	RATCH	S	S&J	SABINA
SAT	SC	SCB	SCC	SCG	SCGP	SIRI	SJWD	SKY	SNP	STA	STECON
STGT	SVOA	TEAMG	TEGH	TFMAMA	THCOM	TISCO	TMT	TOA	TOP	TPBI	TTA
TTB	TTW	TVO	VNG	WHA	WHAUP						

AA Rating (Score 80-89)

ADB	AKP	AOT	AP	ASK	ASP	AURA	BCH	BLA	BRI	BTS	CBG
CIVIL	CK	CMAN	COLOR	COM7	DMT	DRT	EGCO	EPG	ETC	GFPT	GULF
HTC	ICHI	ILINK	IT	ITTHI	JMART	KCE	KUMWEL	LHFG	MINT	MODERN	MOSHI
MSC	MTC	NVD	NYT	PCC	PRM	PSL	QTC	RBF	SA	SAWAD	SCCC
SCGD	SELIC	SFLEX	SHR	SMPC	SNNP	SPALI	SPI	SSP	SUTHA	SYNEX	TASCO
TCAP	TCMC	TGH	THANI	TIPH	TKS	TLI	TOG	TPAC	TPIPP	TRUBB	TSC
TU	UAC	UBE	VIH	WICE	XO	ZEN					

A Rating (Score 65-79)

AEONTS	ALLA	ALT	ALUCON	BA	BH	BLC	CFRESH	CHAO	CHASE	CHG	CM
CPL	CREDIT	ERW	GABLE	HARN	HUMAN	INSET	IRC	ITC	JMT	KSL	M
MGC	MOONG	NEO	PHOL	PLUS	PM	PPS	PQS	PROUD	PRTR	PSP	Q-CON
QLT	SAK	SAPPE	SCAP	SEAFCO	SEAOIL	SENA	SENX	SGC	SICT	SITHAI	SKR
SNC	SPC	SSSC	SYMC	TAN	TBN	TGE	THANA	THIP	THREL	TPA	TPCS
TQM	TRU	TWPC	UPF	UPOIC	VIBHA	WPH					

BBB Rating (Score 50-64)

AKR	ASIMAR	CSC	J	LEO	MEGA	NL	PRIN	SE	SO	SPRC	SUN
TMILL	TSTH	WP	YUASA								

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.

CG Scoring

Companies with **Excellent CG Scoring** (As of 8 JAN 2026)



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	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	EAST	EASTW	ECF	EGCO	EPG	ERW	ETC	ETE
FLOYD	FN	FPI	FPT	FVC	GABLE	GC	GCAP	GFC	GFPT	GGC	GLAND
GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HARN	HENG	HMPRO	HPT	HTC	ICC	ICHI
III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	IP	IRC	IRPC	IT	ITC	ITEL
ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG	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	SEAOL	SELIC	SENA	SENX
SGC	SGF	SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI	SJWD	SKE	SKR	SMPC
SNC	SNNP	SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC	SPI	SPRC	SR	SSF	SSP
SSSC	STA	STARM	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	TLJ	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											

CG Scoring

Company with Very Good CG Scoring (As of 8 JAN 2026)



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	PQS	PREB	PROUD	PSGC	PSP
PSTC	PT	PTECH	PYLON	QLT	RABBIT	RCL	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	XYZ

Company with Good CG Scoring (As of 8 JAN 2026)



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	EFORL	EKH	ESTAR	ETL	FNS
GBX	GENCO	GTB	GYT	ICN	IIG	IMH	IRCP	J	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	QDC	READY	ROCTEC	SALEE	SAMCO	SANKO
SCI	SE	SE-ED	SINGER	SISB	SKN	SKY	SMD100	SMIT	SORKON	SPG	SST
STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TL	TMC	TMI	TNP
TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIJK	WSOL	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.

คะแนน	สัญลักษณ์	การให้คะแนน	Description
90 - 100	★★★★★	ดีมาก	Excellent
80 - 89	★★★★	ดี	Very Good
70 - 79	★★★	พอ	Good
60 - 59	★★	พอใช้	Satisfactory
50 - 49	★	พอ	Pass
ต่ำกว่า 50	ไม่มีสัญลักษณ์	ไม่	Not