

# ศุภาลัย

บริษัท ศุภาลัย  
จำกัด (มหาชน)

# SPALI

Bloomberg SPALI TB  
Reuters SPALI.BK



## พรีวิว 2Q67: คาดกำไรเพิ่มขึ้นแรง QoQ

เราคาดว่า SPALI จะรายงานกำไรสุทธิ 2Q67 ที่ 1.7 พันลบ. (+0.7% YoY และ +179% QoQ) โดยได้รับการสนับสนุนจากการโอน backlog คอนโดและส่วนแบ่งกำไรจากโครงการในออสเตรเลีย ในขณะที่คาดว่ากำไรสุทธิ 3Q67 จะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ โดยได้แรงหนุนจากการโอนคอนโดที่มีอยู่ในปัจจุบันและคอนโดใหม่ อย่างไรก็ตาม ยอด presales ใน 1H67 ที่อ่อนแอกว่าคาด ส่งผลทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลงสู่ระดับทรงตัวที่ 6 พันลบ. เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ SPALI โดยปรับราคาเป้าหมายปี 2567 ลดลงสู่ 19.60 บาท (จาก 23.80 บาท) อ้างอิง PE 6.4 เท่า (-0.25SD) โดยมีความกังวลมากขึ้นต่อแนวโน้มปี 2568 สืบเนื่องมาจาก backlog ระดับต่ำ

**คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q67 เพิ่มขึ้นแรง QoQ และเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากการโอน backlog คอนโด** เราประเมินกำไรสุทธิ 2Q67 ของ SPALI ได้ที่ 1.7 พันลบ. (+0.7% YoY และ +179% QoQ) ซึ่งได้แรงหนุนจากรายได้รวม 8.1 พันลบ. (-0.3% YoY แต่ +77.7% QoQ) โดย 69% เป็นรายได้จากโครงการแนวราบ และ 31% เป็นรายได้จากคอนโดซึ่งได้รับการสนับสนุนจากการโอนคอนโดใหม่ 3 โครงการ: *ซีดีโฮม สยามบิณน้ำ-รัตนาริเมศร์, ศุภาลัย ไอคอน สากร* และ *ศุภาลัย พรีเมียร์ สามเสน-ราชวอเตอร์* อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยคาดว่าจะอยู่ที่ 36.6% เทียบกับ 36.3% ใน 1Q67 และ 35% ใน 2Q66 เพราะถูกจุดรั้งโดยโครงการแนวราบและอัตรากำไรขั้นต้นโครงการในออสเตรเลียที่อยู่ในระดับต่ำกว่า 35% ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคอนโดยังแข็งแกร่งที่สุดกว่า 40% ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ JV ในออสเตรเลียน่าจะแข็งแกร่งที่ 200 ล. เพิ่มขึ้น 56.8% YoY และเป็นศูนย์ใน 1Q67 ดังนั้นกำไรสุทธิ 1H67 น่าจะอยู่ที่ 2.32 พันลบ. (-16.4%)

**ยอด presales 1H67 คิดเป็น 37% ของเป้าหมาย, อาจพลาดเป้า** SPALI รายงานยอด presales ใน 2Q67 ที่ 6.4 พันลบ. (-20% YoY และ -7% QoQ) โดย 65% เกิดจากโครงการแนวราบ (มูลค่าลดลง 17% YoY และ 20% QoQ) ในขณะที่ 35% เกิดจากคอนโด (มูลค่าลดลง 30% YoY แต่เพิ่มขึ้น 31% QoQ) ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากยอดขายจากโครงการพร้อมอยู่ (RTM) ยอด presales ใน 1H67 อยู่ที่ 1.33 หมื่นลบ. คิดเป็น 37% ของเป้าหมายยอด presales ที่บริษัทวางไว้ในปี 2567 ที่ 3.6 หมื่นลบ. (+24% YoY) เราคาดว่า SPALI จะทำยอด presales ได้พลาดเป้าที่บริษัทวางไว้ในปี 2567 ราว 15%

**ปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง; คาดกำไรสุทธิ 3Q67 เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ** ปัจจุบัน SPALI มี backlog มูลค่า 1.64 หมื่นลบ. (แนวราบ 49% และคอนโด 51%) โดย 77% จะรับรู้เป็นรายได้ในปี 2567 และส่วนที่เหลืออีก 23% จะรับรู้เป็นรายได้ในปี 2568-2569 สำหรับ 3Q67 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจาก backlog คอนโดรอโอน โดยเฉพาะจากโครงการ *ศุภาลัย ไอคอน สากร* และยอดโอนใหม่ที่โครงการ *ศุภาลัย ลอฟท์ สถานีภาชีเจริญ* อย่างไรก็ตาม เนื่องจากรายได้ 1H67 ต่ำกว่าคาด และมีโอกาสสูงที่ SPALI จะทำยอด presales ได้พลาดเป้าที่บริษัทวางไว้ เราจึงปรับประมาณการรายได้ปี 2567 ลดลง 8% สู่ 3.08 หมื่นลบ. (+0.7%) และปรับประมาณการกำไรสุทธิลดลง 10% สู่ 6 พันลบ. ทรงตัว YoY

**ปัจจัยเสี่ยงและความกังวล** การเลื่อนลงทุนโครงการใหม่ในออสเตรเลียจากต้น 2Q67 เป็นปลาย 3Q67 อาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสด สถานะหนี้สิน และส่วนแบ่งกำไรตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป นอกจากนี้ backlog ในปี 2568-2569 ก็อยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ

**ความเสี่ยงด้าน ESG** แม้ SPALI ได้มีการขออนุญาต EIA (การประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม) ก่อนการพัฒนาโครงการ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม แต่ยังมีกรณีคดีฟ้องร้องเกิดขึ้นในคอนโดบางโครงการ ซึ่งเราประเมินว่าเป็นความเสี่ยง ESG ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม (มีผลกระทบต่อชุมชนบริเวณใกล้เคียง) และธรรมาภิบาล

### Forecast and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	34,486	31,177	30,582	30,810	32,261
EBITDA	(Btmn)	9,514	7,386	7,561	7,825	8,205
Core Profit	(Btmn)	8,173	5,989	6,011	6,315	6,699
Reported Profit	(Btmn)	8,173	5,989	6,011	6,315	6,699
Core EPS (Full dilution)	(Bt)	4.18	3.07	3.08	3.23	3.43
DPS	(Bt)	1.45	1.45	1.23	1.29	1.37
P/E, core	(x)	4.1	5.6	5.6	5.3	5.0
EPS growth, core	(%)	27.0	(26.7)	0.4	5.1	6.1
P/BV, core	(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	(%)	18.5	12.4	11.5	11.4	11.2
Dividend yield	(%)	8.5	8.5	7.2	7.6	8.0
EBITDA growth	(%)	12.7	(22.4)	2.4	3.5	4.9

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

Stock data	
Last close (Jul 25) (Bt)	17.20
Target price (Bt)	19.60
Mkt cap (Btbn)	33.59
Mkt cap (US\$mn)	927
Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.21
Sector % SET	5.59
Shares issued (mn)	1,953
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	21.8 / 17
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.15
Foreign limit / actual (%)	35 / 16
Free float (%)	63.0
Dividend policy (%)	≥ 35

Share performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(6.0)	(10.4)	(17.7)
Relative to SET	(4.0)	(5.7)	(2.9)

Source: SET, InnovestX Research

2023 Sustainability/ 2022 ESG Score	
SET ESG Ratings	AA

ESG Bloomberg Rank in the sector	
ESG Score Rank	12/59
Environmental Score Rank	11/59
Social Score Rank	12/59
Governance Score Rank	8/59

**ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG**  
ในปี 2566 SPALI ได้ถูกจัดอยู่ในรายชื่อหุ้น SET ESG Ratings ที่ระดับ AA โดยหนึ่งไปเป้าหมายของบริษัท คือ ลดการใช้ก๊าซเรือนกระจกลง 25% ภายในปี 2567  
Source: Bloomberg Finance L.P.

**นักวิเคราะห์**  
**เต็มพร ตันติวัตน์**  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1020  
termporn.tantivivat@scb.co.th

**จุดเด่น**

SPALI ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภท 1) ที่อยู่อาศัย ทั้งบ้านและที่ดินจัดสรร อาคารชุด ในทำเลทั่วเขตกรุงเทพมหานคร ปริมณฑล รวมถึงต่างจังหวัด 2) เพื่อการพาณิชย์ ได้แก่ อาคารสำนักงานให้เช่า และ 3) ธุรกิจรีสอร์ท โรงแรมในต่างจังหวัด SPALI ตั้งเป้าเป็นผู้นำด้านพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างยั่งยืน โดยมีส่วนร่วมในการพัฒนาสังคม และสิ่งแวดล้อมอีกทั้งยังวางแผนสร้างสรรค์และพัฒนานวัตกรรมสินค้าและบริการเพื่อสร้างคุณค่าให้กับบริษัทมากที่สุด

ในปี 2553-2566 SPALI เปิดตัวโครงการรวม 317 โครงการ มูลค่า 3.65 แสนล. และทำยอด presales ได้รวมทั้งหมด 3.40 แสนล. หรือเฉลี่ย 2.42 หมื่นล.ต่อปี

**แนวโน้มธุรกิจ**

SPALI ตั้งเป้ายอดขาย presales ปี 2567 ที่ 3.6 หมื่นล. (+25%) โดย 76% เป็นโครงการแนวราบ (มูลค่าเพิ่มขึ้น 37%) และ 24% เป็นคอนโด (มูลค่าลดลง 3%) บริษัทวางแผนเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2567 มูลค่ารวม 5.0 หมื่นล. (+69%) ทำจุดสูงสุดใหม่ โดย 87% เป็นโครงการแนวราบ (มูลค่าเพิ่มขึ้น 86%) และ 13% เป็นคอนโด 4 โครงการ (มูลค่าเพิ่มขึ้น 5%) เราเชื่อว่าการเร่งเปิดโครงการใหม่มีเป้าหมายเพื่อต่อยอด backlog ตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป

ยอด presales ใน 1H67 อยู่ที่ 1.33 หมื่นล. คิดเป็น 37% ของเป้าหมาย presales ที่บริษัทวางไว้ในปี 2567 ที่ 3.6 หมื่นล. (+24% YoY) เราคาดว่า SPALI จะทำยอด presales ได้พลาตเป้าที่บริษัทวางไว้ในปี 2567 ราว 15%

Bullish views	Bearish views
1. ฐานะการเงินแข็งแกร่ง	1. backlog ต่ำในปี 2567-2569
2. ความภักดีต่อแบรนด์โดดเด่นในกลุ่มตลาดระดับกลาง/กลางถึงล่าง	2. อัตราการปฏิเสธสินเชื่อในกลุ่มตลาดระดับกลาง/กลาง-ล่าง คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงใน 1H67
3. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงเฉลี่ย 5-7% ต่อปี	3. บริษัทจะเร่งเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2567 แม้อุปสงค์อ่อนแอใน 1H67 เพื่อเพิ่ม backlog

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
มาตรการกระตุ้นอสังหาริมทรัพย์ที่ประกาศเมื่อวันที่ 9 เม.ย.	<p>1) การลดค่าจดทะเบียนการโอน สำหรับที่อยู่อาศัย ราคาไม่เกิน 7 ลบ./หน่วย จากร้อยละ 2 เหลือร้อยละ 0.01 และลดค่าจดทะเบียนการจำนอง จากร้อยละ 1 เหลือร้อยละ 0.01 มีผลจนถึงวันที่ 31 ธ.ค. 2567</p> <p>2) การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์: คณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ โดยยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเป็นเวลา 3 ปี ในวงเงินไม่เกินร้อยละ 100 ของเงินลงทุน สำหรับการสร้างที่อยู่อาศัยสำหรับผู้มีรายได้น้อยตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่กำหนด</p>	บวก	เรามองว่ามาตรการสองข้อนี้จะส่งผลบวกต่อผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว (สูงสุด 3 ปี) เซกเมนต์ที่ได้ประโยชน์สูงสุด คือ เซกเมนต์ระดับล่าง (ต่ำกว่า 1.5 ลบ. ต่อหน่วย) และระดับสูงถึงปานกลาง-สูง (ต่ำกว่า 7 ล้านบาท/หน่วย)

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 10% ในรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์	11%	4 บาท/หุ้น

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

ในปี 2566 SPALI ได้ถูกจัดอยู่ในรายชื่อหุ้น SET ESG Ratings ที่ ระดับ AA โดยหนึ่งในเป้าหมายของบริษัท คือ ลดการใช้ก๊าซเรือนกระจกลง 25% ภายในปี 2567 **ความเสี่ยงจาก ESG:** แม้ SPALI ได้มีการขออนุญาต EIA (การประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม) ก่อนการพัฒนาโครงการ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านสิ่งแวดล้อม แต่ยังมีกรณีพิพาทร้องเกิดขึ้นในคอนโดบางโครงการ ซึ่งเราประเมินว่าเป็นความเสี่ยง ESG ในด้านสิ่งแวดล้อม สังคม (มีผลกระทบต่อชุมชนบริเวณใกล้เคียง) และธรรมาภิบาล

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>42.36 (2022)</b>
Rank in Sector	12/59

<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
SPALI	5	No	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- SPALI ตั้งเป้าหมายการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมด้วยการลดก๊าซเรือนกระจก 25% ภายในปี 2565-2567 เพื่อสร้างสมดุลของการพัฒนาธุรกิจและลดผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในการบรรลุเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนของโลก (SDGs)
- อาคารศุภาลัย แกรนด์ ทาวเวอร์ มีการ Reused ใช้น้ำจากการกลั่นตัวจากระบบปรับอากาศหลัก (Chiller Plant) ภายในอาคารนำกลับไปใช้ในระบบปรับอากาศขนาดเล็ก (Cooling Tower) นำน้ำจากระบบทำความเย็นนี้กลับมารดน้ำต้นไม้โดยรอบโครงการ เป็นการใช้น้ำในระบบทำความเย็นมาใช้ให้เกิดประโยชน์ถึง 2 ครั้ง ทำให้ประหยัดปริมาณน้ำรดน้ำต้นไม้ อีกทั้งได้ริเริ่มโครงการ “เปลี่ยนขยะให้เป็นศูนย์” โดยเชิญชวนผู้เช่าและพนักงานศุภาลัยร่วมกันแยกขยะก่อนทิ้ง

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- SPALI ได้กำหนดเป้าหมายดำเนินการด้านความยั่งยืน ทั้งด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อม ภายใต้แนวคิด “ศุภาลัย ใส่ใจ...สร้างสรรค์สังคมไทย” ควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจที่เติบโตและแข็งแกร่งมาตลอดระยะเวลากว่า 32 ปี โดยขับเคลื่อนการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืนตามแนวทาง CSR IN PROCESS
- SPALI มั่นใจในนโยบายว่าด้วยสิทธิมนุษยชน และการปฏิบัติตามรายงานการวิเคราะห์ผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม
- SPALI มีการนำ social tools เพื่อใช้ในการรับฟังความคิดเห็นของลูกค้าผ่านทางช่องทาง social platform ต่าง ๆ อาทิ Facebook, Instagram, Twitter Youtube, Pantip และเว็บไซต์ต่าง ๆ โดยเริ่มใช้มาตั้งแต่ปี 2560 เพื่อนำความคิดเห็นของลูกค้ามาปรับปรุงและพัฒนาสินค้าและบริการอย่างสม่ำเสมอ

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

- SPALI ยึดถือหลักบรรษัทภิบาลที่ดีในการบริหารจัดการองค์กร โดยมีรางวัลการันตี CG ระดับ 5 ดาวที่ได้รับมาอย่างต่อเนื่อง
- SPALI ได้รับการจัดอันดับ “หุ้นยั่งยืน ระดับ AA” ประจำปี 2566 (SET ESG Ratings: AA) จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ESG Disclosure Score**

	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>42.11</b>	<b>42.36</b>
<b>Environment</b>	<b>17.97</b>	<b>17.97</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Environmental Supply Chain Management	Yes	Yes
Water Policy	Yes	Yes
<b>Social</b>	<b>24.61</b>	<b>25.36</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Policy Against Child Labor	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate - Employees	—	—
Fair Remuneration Policy	No	No
Number of Employees - CSR	1,645	1,725
<b>Governance</b>	<b>83.59</b>	<b>83.59</b>
Size of the Board	10	10
Number of Executives / Company Managers	13	13
Number of Non Executive Directors on Board	6	6
Number of Board Meetings for the Year	12	12
Board Meeting Attendance Pct	100	99
Size of Compensation Committee	3	3
Num of Independent Directors on Compensation Cmte	2	2
Number of Compensation Committee Meetings	2	2

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมี การทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านธรรมาภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงาน ที่อาจจะเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

**Financial statement**
**Profit and Loss Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Total revenue	(Btmn)	23,557	20,588	29,160	34,486	31,177	30,582	30,810	32,261
Cost of goods sold	(Btmn)	14,280	12,754	17,518	21,070	20,071	19,227	19,177	20,067
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>9,277</b>	<b>7,834</b>	<b>11,642</b>	<b>13,416</b>	<b>11,106</b>	<b>11,355</b>	<b>11,633</b>	<b>12,194</b>
SG&A	(Btmn)	2,855	2,589	3,321	4,029	3,857	3,916	3,922	4,104
Other income	(Btmn)	400	381	487	1,015	641	406	370	387
Interest expense	(Btmn)	233	242	259	277	467	560	544	544
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,589</b>	<b>5,384</b>	<b>8,550</b>	<b>10,125</b>	<b>7,423</b>	<b>7,285</b>	<b>7,536</b>	<b>7,933</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,355	1,266	1,943	2,212	1,586	1,558	1,592	1,688
Equity a/c profits	(Btmn)	234	209	533	390	247	340	422	505
Minority interests	(Btmn)	65	76	69	130	94	55	51	51
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,403</b>	<b>4,251</b>	<b>7,070</b>	<b>8,173</b>	<b>5,989</b>	<b>6,011</b>	<b>6,315</b>	<b>6,699</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,403</b>	<b>4,251</b>	<b>7,070</b>	<b>8,173</b>	<b>5,989</b>	<b>6,011</b>	<b>6,315</b>	<b>6,699</b>
EBITDA	(Btmn)	6,540	5,363	8,444	9,514	7,386	7,561	7,825	8,205
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>2.52</b>	<b>1.98</b>	<b>3.30</b>	<b>4.18</b>	<b>3.07</b>	<b>3.08</b>	<b>3.23</b>	<b>3.43</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	2.52	1.98	3.30	4.18	3.07	3.08	3.23	3.43
DPS (Bt)	(Bt)	1.00	1.00	1.25	1.45	1.45	1.23	1.29	1.37

**Balance Sheet**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Total current assets	(Btmn)	55,984	62,401	65,188	69,093	77,734	78,139	81,057	79,468
Total fixed assets	(Btmn)	4,528	5,806	6,244	10,831	8,391	7,369	7,157	7,225
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>60,511</b>	<b>68,207</b>	<b>71,432</b>	<b>79,924</b>	<b>86,126</b>	<b>85,508</b>	<b>88,213</b>	<b>86,692</b>
Total loans	(Btmn)	18,683	27,313	23,866	28,353	33,849	30,502	29,337	21,337
Total current liabilities	(Btmn)	17,768	23,882	23,817	27,772	27,157	22,402	21,270	17,650
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,894	6,928	4,689	4,690	7,504	8,512	8,490	6,468
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>22,662</b>	<b>30,811</b>	<b>28,506</b>	<b>32,461</b>	<b>34,661</b>	<b>30,914</b>	<b>29,760</b>	<b>24,118</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,143	2,143	2,144	1,953	1,953	1,953	1,953	1,953
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>37,086</b>	<b>36,579</b>	<b>42,070</b>	<b>46,514</b>	<b>50,475</b>	<b>53,659</b>	<b>57,570</b>	<b>61,743</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>17.31</b>	<b>17.07</b>	<b>19.62</b>	<b>23.82</b>	<b>25.84</b>	<b>27.47</b>	<b>29.48</b>	<b>31.61</b>

**Cash Flow Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Core Profit	(Btmn)	5,403	4,251	7,070	8,173	5,989	6,011	6,315	6,699
Depreciation and amortization	(Btmn)	118	117	123	127	138	122	115	115
Operating cash flow	(Btmn)	3,420	(1,456)	4,273	3,664	584	4,262	3,995	7,952
Investing cash flow	(Btmn)	6	199	(441)	(954)	(4,984)	2,172	963	95
Financing cash flow	(Btmn)	(931)	(3,243)	2,397	(3,119)	1,010	641	(7,545)	(3,621)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,495</b>	<b>(4,500)</b>	<b>6,228</b>	<b>(409)</b>	<b>(3,391)</b>	<b>7,074</b>	<b>(2,586)</b>	<b>4,426</b>

**Key Financial Ratios**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Gross margin	(%)	39.4	38.1	39.9	38.9	35.6	37.1	37.8	37.8
Operating margin	(%)	27.3	25.5	28.5	27.2	23.3	24.3	25.0	25.1
EBITDA margin	(%)	27.8	26.0	29.0	27.6	23.7	24.7	25.4	25.4
EBIT margin	(%)	29.0	27.3	30.2	30.2	25.3	25.7	26.2	26.3
Net profit margin	(%)	22.9	20.6	24.2	23.7	19.2	19.7	20.5	20.8
ROE	(%)	15.2	11.5	18.0	18.5	12.4	11.5	11.4	11.2
ROA	(%)	9.1	6.6	10.1	10.8	7.2	7.0	7.3	7.7
Net D/E	(x)	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3
Interest coverage	(x)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8
Debt service coverage	(x)	39.7	50.5	38.0	34.6	47.2	40.0	40.0	40.0
Payout Ratio	(x)	39.4	38.1	39.9	38.9	35.6	37.1	37.8	37.8

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total revenue	(Btmn)	8,198	11,133	9,682	5,734	8,165	7,166	10,111	4,580
Cost of goods sold	(Btmn)	4,967	6,728	6,071	3,638	5,306	4,546	6,580	2,919
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,231</b>	<b>4,404</b>	<b>3,612</b>	<b>2,096</b>	<b>2,859</b>	<b>2,620</b>	<b>3,531</b>	<b>1,661</b>
SG&A	(Btmn)	940	1,124	1,248	815	957	982	1,103	781
Other income	(Btmn)	357	229	364	168	279	26	169	94
Interest expense	(Btmn)	61	75	81	96	103	137	132	145
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,587</b>	<b>3,435</b>	<b>2,646</b>	<b>1,353</b>	<b>2,078</b>	<b>1,527</b>	<b>2,465</b>	<b>829</b>
Corporate tax	(Btmn)	564	729	596	318	483	327	459	199
Equity a/c profits	(Btmn)	83	85	165	66	127	4	49	0
Minority interests	(Btmn)	(30)	(42)	(43)	(21)	(22)	(13)	(38)	(17)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,075</b>	<b>2,748</b>	<b>2,171</b>	<b>1,080</b>	<b>1,701</b>	<b>1,191</b>	<b>2,018</b>	<b>614</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,075</b>	<b>2,748</b>	<b>2,171</b>	<b>1,080</b>	<b>1,701</b>	<b>1,191</b>	<b>2,018</b>	<b>614</b>
EBITDA	(Btmn)	2,761	3,626	2,924	1,548	2,346	1,701	2,681	1,011
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.28</b>	<b>1.11</b>	<b>0.55</b>	<b>0.87</b>	<b>0.61</b>	<b>1.03</b>	<b>0.31</b>
Net EPS	(Bt)	0.97	1.28	1.11	0.55	0.87	0.61	1.03	0.31

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total current assets	(Btmn)	71,304	69,167	69,093	72,030	74,828	77,417	77,734	82,985
Total fixed assets	(Btmn)	9,782	10,478	10,831	10,313	9,856	8,577	8,391	7,810
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>81,085</b>	<b>79,646</b>	<b>79,924</b>	<b>82,343</b>	<b>84,684</b>	<b>85,994</b>	<b>86,126</b>	<b>90,795</b>
Total loans	(Btmn)	28,650	26,727	24,467	26,193	28,400	28,955	27,164	30,055
Total current liabilities	(Btmn)	32,196	29,688	27,772	31,211	31,992	28,473	27,157	27,917
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,737	4,546	4,690	2,693	3,490	8,299	7,504	10,419
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>36,933</b>	<b>34,234</b>	<b>32,461</b>	<b>33,904</b>	<b>35,482</b>	<b>36,772</b>	<b>34,661</b>	<b>38,336</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,143	2,143	1,953	1,953	1,953	1,953	1,953	1,953
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>43,276</b>	<b>44,495</b>	<b>46,514</b>	<b>47,499</b>	<b>48,246</b>	<b>48,268</b>	<b>50,475</b>	<b>51,473</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>19.78</b>	<b>20.33</b>	<b>23.33</b>	<b>23.84</b>	<b>24.21</b>	<b>24.23</b>	<b>25.34</b>	<b>25.85</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Core Profit	(Btmn)	2,075	2,748	2,171	1,080	1,701	1,191	2,018	614
Depreciation and amortization	(Btmn)	30	31	32	33	37	34	35	36
Operating cash flow	(Btmn)	(2,033)	1,595	3,270	(1,521)	(1,967)	(2,488)	(180)	(2,289)
Investing cash flow	(Btmn)	(4,094)	(4,780)	(5,073)	712	1,885	3,501	3,980	1,135
Financing cash flow	(Btmn)	7,258	3,950	1,735	1,630	2,321	1,488	(407)	2,802
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,130</b>	<b>765</b>	<b>(68)</b>	<b>821</b>	<b>2,239</b>	<b>2,502</b>	<b>3,393</b>	<b>1,648</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	39.4	39.6	37.3	36.6	35.0	36.6	34.9	36.3
Operating margin	(%)	27.9	29.5	24.4	22.3	23.3	22.9	24.0	19.2
EBITDA margin	(%)	33.7	32.6	30.2	27.0	28.7	23.7	26.5	22.1
EBIT margin	(%)	33.3	32.3	29.9	26.4	28.3	23.3	26.2	21.3
Net profit margin	(%)	25.3	24.7	22.4	18.8	20.8	16.6	20.0	13.4
ROE	(%)	19.2	25.0	19.1	9.2	14.2	9.9	16.3	4.8
ROA	(%)	10.8	13.7	10.9	5.3	8.1	5.6	9.4	2.8
Net D/E	(x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
Interest coverage	(x)	45.1	48.2	36.0	16.2	22.8	12.4	20.3	7.0
Debt service coverage	(x)	0.4	0.6	0.6	0.3	0.4	0.3	0.5	0.2



**Figure 1: Earnings Preview**

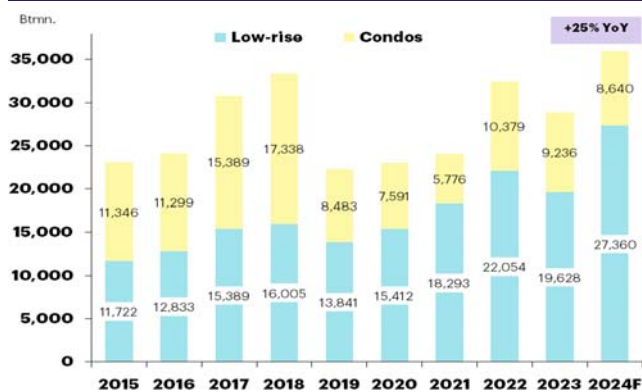
**Profit and Loss Statement**

FY December 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	YoY%Chg	QoQ%Chg	1H23	1H24F	%change
Sales	8,165	7,166	10,111	4,580	8,138	-0.3%	77.7%	13,899	12,718	-8.5%
Costs of Sales	(5,306)	(4,546)	(6,580)	(2,919)	(5,162)	-2.7%	76.8%	(8,944)	(8,081)	-9.6%
Gross Profit	2,859	2,620	3,531	1,661	2,976	4.1%	79.2%	4,955	4,637	-6.4%
SG&A Expense	(957)	(982)	(1,103)	(781)	(979)	2.3%	25.3%	(1,772)	(1,760)	-0.7%
EBIT	1,903	1,638	2,428	880	1,997	5.0%	127.0%	3,183	2,877	-9.6%
Depreciation Expense	37	34	35	36	29	-22.9%	-20.3%	69	65	-5.8%
EBITDA	1,940	1,671	2,463	916	2,026	4.4%	121.2%	3,252	2,942	-9.5%
Interest Expense	(103)	(137)	(132)	(145)	(139)	34.3%	-4.5%	(199)	(283)	42.5%
Other Income	279	26	169	94	98	-65.0%	3.6%	447	192	-57.0%
Pre-tax Profit	2,078	1,527	2,465	829	1,956	-5.9%	135.9%	3,431	2,786	-18.8%
Corporate Tax	(483)	(327)	(459)	(199)	(431)	-10.7%	116.7%	(800)	(630)	-21.3%
After-tax profit	1,596	1,200	2,006	630	1,525	-4.4%	142.0%	2,631	2,155	-18.1%
Extraordinary Items	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0	0	0.0%
Gn (Ls) from Affiliates	127	4	49	0	200	56.8%	n.m.	193	200	3.4%
Minority Interest	(22)	(13)	(38)	(17)	(13)	-42.1%	-23.7%	(43)	(30)	-30.9%
Net Profit	1,701	1,191	2,018	614	1,712	0.7%	179.0%	2,781	2,326	-16.4%
EPS (Bt)	0.87	0.61	1.03	0.31	0.88	0.7%	179.0%	1.42	1.19	-16.4%
<b>Financial Ratio</b>										
Gross Margin (%)	35.0%	36.6%	34.9%	36.3%	36.6%			35.7%	36.5%	
EBIT Margin (%)	23.3%	22.9%	24.0%	19.2%	24.5%			22.9%	22.6%	
EBITDA Margin (%)	23.8%	23.3%	24.4%	20.0%	24.9%			23.4%	23.1%	
Net Margin (%)	20.8%	16.6%	20.0%	13.4%	21.0%			20.0%	18.3%	

Source: SPALI, InnovestX Research

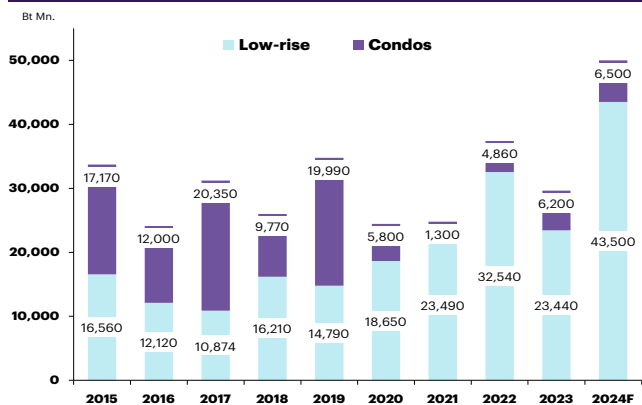
**Appendix**

**Figure 2: Presales 2015-2024F (Target)**



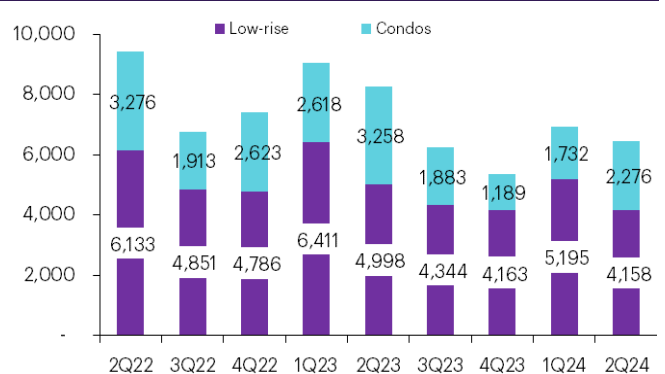
Source: InnovestX Research

**Figure 4: New Launch 2015-2024F (Target)**



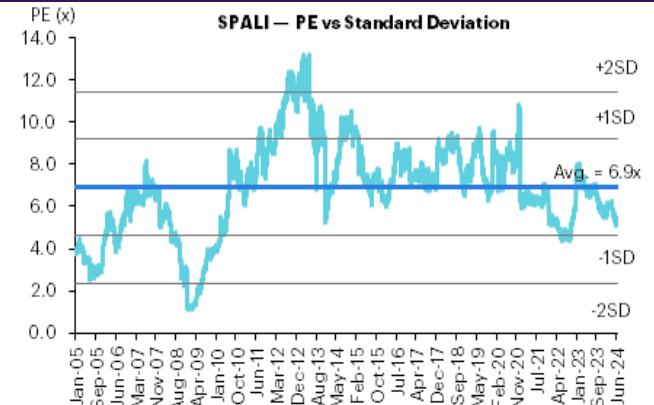
Source: InnovestX Research

**Figure 3: Quarterly presales 4Q21-2Q24**



Source: InnovestX Research

**Figure 5: PER band**



Source: InnovestX Research

**Figure 6: Valuation summary** (price as of Jul 25, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
AP	Outperform	8.15	15.00	92.7	4.2	4.0	3.8	3.0	4.8	6.7	0.6	0.6	0.5	16	15	14	8.6	8.7	9.2	8.0	5.2	5.0
LH	Neutral	5.65	8.20	52.9	9.0	10.3	9.1	(10)	(13)	13	1.3	1.3	1.3	15	13	14	8.9	7.7	8.7	9.0	9.0	8.6
LPN	Underperform	3.18	2.40	(20.9)	13.1	14.4	10.8	(42)	(9)	34	0.4	0.4	0.4	3	3	3	4.0	3.6	4.8	25.6	18.1	14.4
PSH	Underperform	9.10	6.70	(20.2)	14.8	13.7	12.1	(51)	8	13	0.5	0.5	0.5	3	3	4	10.5	6.2	7.0	7.9	9.2	8.2
QH	Underperform	1.77	2.40	43.6	7.6	7.9	6.6	4	(4)	19	0.6	0.6	0.6	9	8	9	8.3	8.0	9.5	2.1	0.1	0.6
SIRI	Neutral	1.69	2.14	34.6	5.1	5.7	5.5	14	(10)	4	0.6	0.6	0.6	12	10	10	9.8	7.9	8.2	23.1	20.6	16.5
SPALI	Neutral	17.20	19.60	21.1	5.6	5.6	5.3	(27)	0	5	0.7	0.6	0.6	12	12	11	8.4	7.2	7.5	8.5	8.2	7.7
<b>Average</b>					<b>8.5</b>	<b>8.8</b>	<b>7.6</b>	<b>(16)</b>	<b>(3)</b>	<b>14</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>12.0</b>	<b>10.1</b>	<b>8.7</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย กวีเคราห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**
**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, IIL, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMP, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCHK, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**
**Certified (ได้คุ้มครอง)**

2S, AAI, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRR, BSBM, BTC, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERSTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, IIL, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนาสมัคร)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQU, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTGC, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STG, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTV, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.