

เช็นทรัลพัฒนา

บริษัท เช็นทรัลพัฒนา
จำกัด (มหาชน)

CPN

Bloomberg
ReutersCPN TB
CPN.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

เริ่มปรับตัว

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ CPN ด้วยคำแนะนำ **OUTPERFORM** โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 68 บาท (WACC 7.2% และอัตราการเติบโตระยะยาว 1.5%) เราชอบ CPN เพราะ: 1) คาดกำไรเติบโตแข็งแกร่ง YoY ใน 1H69 โดยได้รับแรงหนุนจากการโอนโครงการ Dusit Residences (ถือหุ้น 30%, ขายแล้ว >90%) และการโอนโครงการที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นจากฐานต่ำใน 1H68 2) มีโอกาสที่กำไรและเงินปันผลจะสูงกว่าคาดจากการขายสินทรัพย์ให้ CPNREIT ใน 2H69 รวมถึงการโอนโครงการ Dusit Residences ที่เร็วกว่าคาด และ 3) valuation ที่ยังไม่แพง การไม่มีโครงการ Easy E-Receipt สะท้อนในราคาหุ้นและอยู่ในสมมติฐานของเราเรียบร้อยแล้ว

ปัจจัยกระตุ้น #1: คาดกำไรเติบโตแข็งแกร่งใน 1H69 เราคาดว่ากำไร 1H69 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY โดยมีแรงขับเคลื่อนหลัก คือ โครงการ Dusit Residences มูลค่า ~1.7 หมื่นลบ. (ถือหุ้น 30%, ขายแล้ว >90%) การโอนกรรมสิทธิ์โครงการนี้จะเริ่มในช่วงปลายปี 2568 และจะเป็นจำนวนมากใน 1H69 เราใช้สมมติฐานการรับรู้รายได้ที่ 65% พร้อมกับอัตรากำไรสุทธิ 20% ซึ่งจะคิดเป็นสัดส่วน ~3.7% ของกำไรปกติปี 2569 นอกจากนี้ การโอนโครงการที่อยู่อาศัยที่ CPN ถือหุ้น 100% มีแนวโน้มปรับตัวใน 1H69 จากการส่งมอบคอนโดที่ขายได้เกือบหมด 2 โครงการ (มูลค่า 2.3 พันลบ.) และฐานรายได้ที่อยู่อาศัยที่ต่ำใน 1H68

ปัจจัยกระตุ้น #2: มีโอกาสที่กำไรปี 2569 จะสูงกว่าคาด เราคาดว่า CPN จะกลับมาขายสินทรัพย์ให้กับ CPNREIT อีกครั้งใน 2H69 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงน่าจะช่วยให้ CPNREIT ระดมทุนเพื่อรองรับการลงทุนในสินทรัพย์ได้ง่ายขึ้น ทำให้มีโอกาสดำเนินกำไรและเงินปันผลของ CPN จะสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมปัจจัยนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา โดยปัจจุบันเราคาดการณ์กำไรปกติปี 2569 ที่ 1.78 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 9.6% โดยได้แรงหนุนจากการโอนโครงการ Dusit Residences (ถือหุ้น 30%; ส่วนแบ่งกำไร 3.7%) การรับรู้รายได้จากโครงการ Dusit Central Park เต็มปี (ถือหุ้น 85%; ส่วนแบ่งกำไร 1.1%) และการโอนโครงการที่อยู่อาศัยที่ CPN ถือหุ้น 100% เพิ่มขึ้น (ส่วนแบ่งกำไร 0.3%) ประมาณการของเราใช้สมมติฐานว่าไม่มีโครงการ Easy E-Receipt ใน 1Q69 เนื่องจากเราคาดว่ารายได้ค่าเช่าจากสาขาเดิมจะทรงตัว ความเสี่ยงด้านลบมีจำกัด เนื่องจากรายได้ค่าเช่า 54% ของพอร์ตโฟลิโอเป็นสัญญาเช่าระยะยาว นอกจากนี้ยังมีโอกาสที่กำไรจะดีกว่าคาดหากการโอนโครงการ Dusit Residences ทำได้เร็วกว่าคาด

ปัจจัยกระตุ้น #3: valuation ยังไม่แพง เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย PE ก่อนช่วง COVID19-19 ระบาด (ปี 2558-2562) ที่ 28.0 เท่า และอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 10.0% (คิดเป็น PEG 2.8 เท่า) ปัจจุบันหุ้น CPN ซื้อขายที่ PE เพียง 14.3 เท่า โดยอิงกับประมาณการกำไรปกติปี 2569 และเมื่อเทียบกับ CAGR ที่เราคาดการณ์ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2568-2571) ที่ 6% PEG จะอยู่ที่ 2.4 เท่า ส่วนลดนี้บ่งชี้ว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มการเติบโตในระยะกลางอย่างเต็มที่ ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation ปัจจุบันยังไม่แพง

กลยุทธ์การลงทุนและคำแนะนำ เราเชื่อว่าราคาหุ้น CPN น่าจะปรับตัว outperform SET เนื่องจากเราคาดว่ากำไรปกติจะกลับมาเติบโตในปี 2569 หลังจากคาดว่าจะลดลงในปี 2568 แนวโน้มกำไรระยะสั้นยังคงเป็นบวก และประเด็นเรื่องการไม่มีโครงการ Easy E-Receipt น่าจะสะท้อนในราคาหุ้นและอยู่ในสมมติฐานของเราเรียบร้อยแล้ว

ความเสี่ยงและความกังวล ความกังวลหลัก คือ การบริโภคในประเทศที่อ่อนแอซึ่งจะทำให้รายได้ค่าเช่าลดลง ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ การปรับตัวและการบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ ต้นทุนการชดเชยคาร์บอนที่สูงขึ้น และผลกระทบต่อคุณภาพการดำเนินงาน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	46,790	51,843	48,403	50,358	52,174
EBITDA	(Btmn)	27,719	31,773	34,007	33,154	34,841
Core profit	(Btmn)	13,916	16,443	15,832	17,346	17,763
Reported profit	(Btmn)	15,062	16,729	17,853	17,346	17,763
Core EPS	(Bt)	3.1	3.7	3.5	3.9	4.0
DPS	(Bt)	1.8	2.1	2.4	2.3	2.4
P/E, core	(x)	17.8	15.1	15.7	14.3	14.0
EPS growth, core	(%)	38.7	18.2	(3.7)	9.6	2.4
P/BV, core	(x)	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0
ROE	(%)	14.6	15.6	13.9	14.2	13.8
Dividend yield	(%)	3.3	3.8	4.3	4.2	4.3
EV/EBITDA	(x)	11.6	9.9	9.3	9.7	9.3

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Dec 30) (Bt)	55.25
Target price (Bt)	68.00
Mkt cap (Btmn)	247.96
12-m high / low (Bt)	58.5 / 41
Avg. daily 6m (US\$mn)	11.30
Foreign limit / actual (%)	30 / 19
Free float (%)	68.7
Outstanding Short Position (%)	0.47

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	3.3	(1.3)	(3.1)
Relative to SET	3.0	(0.2)	7.7

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	17,351	18,830
INVX vs Consensus (%)	(8.8)	(7.9)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q25F core earnings	Up	Up

2024 Sustainability/2024 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	4.38 3/60
Environmental Score and Rank	2.94 6/60
Social Score and Rank	8.35 6/60
Governance Score and Rank	5.34 1/60

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุทธิภัก, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9007

kittisorn.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

CPN เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และเป็นผู้เสนอเพียงรายเดียวที่มีเครือข่ายครอบคลุมทั่วประเทศ โดย CPN นำเสนอระบบนิเวศ "Center of Life" ที่ครอบคลุมผ่านกลยุทธ์การพัฒนาโครงการรูปแบบผสมที่ให้ศูนย์การค้าเป็นศูนย์กลาง (retail-led mixed-use) ระบบนิเวศนี้สร้าง synergy โดยผสมผสานทั้งส่วนค้าปลีก (ศูนย์การค้า), ที่อยู่อาศัย (live), สำนักงาน (work) และโรงแรม (stay) เข้าด้วยกัน บริษัทได้รับการขนานนามว่าเป็น "House of global brands" (แหล่งรวมแบรนด์ระดับโลก) นอกจากนี้ บริษัทยังใช้ประโยชน์จาก "The 1" ซึ่งเป็น loyalty platform ของกลุ่มเซ็นทรัลที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ด้วยฐานสมาชิกกว่า 20 ล้านราย ทำให้ CPN มีความได้เปรียบอย่างมากในการใช้ข้อมูลขนาดใหญ่เพื่อยืดอายุทางธุรกิจ

แนวโน้มธุรกิจ

เรามีนูมมอชิงบวกต่อแนวโน้มธุรกิจของ CPN ซึ่งได้รับแรงหนุนจากแผนการลงทุนเชิงรุกระยะ 5 ปี (ปี 2568-2572) CPN ได้จัดสรรงบลงทุนจำนวนมากถึง 1.2 แสนลบ.เพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในทุกกลุ่มธุรกิจ การลงทุนครั้งนี้ช่วยต่อยอดกลยุทธ์หลักอย่าง "retail-led mixed-use" และสนับสนุนเป้าหมายทางการเงินในการผลักดันรายได้ให้เติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ ~10% ไปจนถึงปี 2572 ทั้งนี้บริษัทมีแผนขยายพื้นที่เช่าสุทธิ (NLA) ของธุรกิจค้าปลีกให้มีมากกว่า 2.8 ล้านตารางเมตรเพื่อมุ่งสู่ "Significant Regional Presence" ควบคู่ไปกับการขยายพอร์ตโฟลิโอธุรกิจที่ไม่ใช่ค้าปลีกอย่างต่อเนื่อง ทั้งการตั้งเป้าผลักดันธุรกิจอาคารสำนักงานให้ก้าวขึ้นสู่ระดับเดียวกับผู้เล่น 2 อันดับแรกของประเทศไทย และการเพิ่มจำนวนห้องพักโรงแรมใหม่อีกประมาณ 1,000 ห้อง โดยได้รับการสนับสนุนจากการมีโครงการใหม่ใน pipeline รองรับชัดเจนไปจนถึงปี 2570 กลยุทธ์นี้จะช่วยให้ CPN มีรายได้จากหลายทางมากขึ้น และเมื่อผนวกกับความมุ่งมั่นต่อเป้าหมาย "Net Zero 2050" จะช่วยส่งเสริมให้ CPN เติบโตอย่างแข็งแกร่งและยั่งยืนในระยะยาว

Bullish views	Bearish views
1. Valuation ในแง่ PE ไม่แพง	1. เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าอาจทำให้การบริโภคในประเทศอ่อนแอ ซึ่งจะส่งผลให้รายได้ค่าเช่าและอัตราค่าเช่าลดลง
2. คาดกำไรเติบโต YoY อย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับแรงหนุนจากการโอนโครงการ Dusit Residences	
3. มีโอกาสที่กำไรจะสูงกว่าค่าจากการขายสินทรัพย์ให้กับ CPNREIT ในครึ่งหลังของปี 2569	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	กำไร 4Q68	เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ	การเติบโต YoY จะได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายด้านการตลาดที่ลดลง รายได้จากโครงการที่อยู่อาศัยที่สูงขึ้น และช่วงไฮซีซั่นของศูนย์การค้า
ปัจจัยที่ต้องจับตาในปี 2569	การขายสินทรัพย์ใน 2H69	บวก	การขายสินทรัพย์ทำให้มีโอกาstkกำไรและเงินปันผลจะสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
การเปลี่ยนแปลง 1ppt ในอัตราค่าเช่าเฉลี่ย	0.4%	0.2 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เราไม่คอยมีความกังวลเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของ CPN เนื่องจากบริษัทให้ความสำคัญกับเรื่องนี้อย่างมากและมีการตั้งเป้าหมายที่ชัดเจน อีกทั้งยังมีประวัติผลงานที่ดีเยี่ยมในการบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้มาโดยตลอด

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	4.38 (2024)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	3/60	CPN	5	Yes	Yes	AAA
Source: Thai Institute of Directors and SET						

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- CPN ตั้งเป้าหมายในการเป็นองค์กรปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 อิงหลักวิทยาศาสตร์ ตามแนวทาง SBTs (Science Based Targets) โดยตั้งเป้าหมายระยะใกล้ ภายในปี 2573 ให้ลดลงร้อยละ 46.2 เทียบกับปีฐาน (ปี 2562)
- CPN มีการนำมาตรฐานรับรองอาคารสีเขียวระดับสากล (เช่น LEED, TREES และ EDGE) มาใช้กับโครงการต่างๆ เพื่อลดการปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากการก่อสร้างและเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรให้คุ้มค่าที่สุดตลอดวงจรชีวิตของอาคาร
- ฝ่ายบริหารดำเนินงานภายใต้มาตรฐาน ISO 50001 โดยตั้งเป้าหมายที่จะใช้ไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียนให้ได้อย่างน้อย 20% และลดปริมาณการใช้น้ำมาใช้ลง 12% ภายในปี 2573
- CPN ดำเนินกลยุทธ์การจัดการขยะภายใต้แนวคิด "Journey to Zero" โดยตั้งเป้าหมายระยะที่ฝังกลบลดลง 60% ภายในปี 2573 ผ่านมาตรการคัดแยกขยะอย่างเข้มงวด และโครงการริเริ่มด้านการรีไซเคิลต่างๆ เช่น โครงการ "Recycle Day"

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)

- CPN ยังคงใช้นโยบายการกำกับดูแลกิจการอย่างเข้มงวด เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและป้องกันการทุจริต โดยยึดตามหลักการสากล 10 ประการของ UN Global Compact
- CPN ได้ผนวกความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการจัดซื้อจัดจ้าง โดยคู่ค้าจะได้รับการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG และต้องปฏิบัติตามจรรยาบรรณคู่ค้าอย่างเคร่งครัด รวมถึงมีการตรวจสอบประเมินผล เพื่อให้มั่นใจว่ามีการปฏิบัติตามเกณฑ์ที่กำหนด
- CPN ดำเนินงานตามระบบการจัดการความปลอดภัยด้านสารสนเทศภายใต้มาตรฐาน ISO 27001 และปฏิบัติตามพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) อย่างเคร่งครัด เพื่อปกป้องข้อมูลของผู้มีส่วนได้เสีย
- CPN ใช้โครงการ "Power of Dream" เพื่อส่งเสริมการสร้างนวัตกรรมภายในองค์กร และลงทุนในด้าน digital transformation เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานและยกระดับประสบการณ์ของลูกค้า

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- CPN มุ่งมั่นที่จะเป็น "องค์กรในดวงใจของพนักงาน" (Employer of Choice) โดยยึดมั่นในแนวทางการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม ส่งเสริมความหลากหลาย และนำโมเดลการเรียนรู้แบบ "70-20-10" มาใช้ในการพัฒนาศักยภาพของพนักงาน
- ภายใต้กลยุทธ์ "Center of Life" และแนวทางการสร้างคุณค่าร่วมกันกับชุมชน (CSV) CPN ได้จัดสรรพื้นที่ค่าปลีกเพื่อใช้ประโยชน์ในชุมชนและสนับสนุนเศรษฐกิจท้องถิ่นผ่านโครงการต่างๆ เช่น "ตลาดจริงใจ ฟาร์มเมอร์มาร์เก็ต"
- การจัดการด้านความปลอดภัยดำเนินงานภายใต้กรอบมาตรฐาน ISO 45001 ซึ่งครอบคลุมทั้งพนักงาน ผู้รับเหมา และผู้เช่า โดยมีการตั้งเป้าหมายที่เข้มงวดคือ ต้องไม่มีผู้เสียชีวิตจากการทำงาน
- นโยบายของบริษัทสอดคล้องตามกรอบ UN Guiding Principles on Business and Human Rights โดยครอบคลุมถึงการประเมินด้านสิทธิมนุษยชนอย่างรอบด้าน (HRDD) และการประเมินความเสี่ยงตลอดห่วงโซ่คุณค่าทุก 4 ปี

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2023	2024
ESG Financial Materiality Score	4.32	4.38
Environment	2.86	2.94
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	4.78	3.72
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	408.92	489.71
Total Energy Consumption ('000 MWh)	564.09	744.86
Waste Recycled ('000 metric tonnes)	10.78	14.93
Total Water Withdrawal ('000 cubic meters)	11,820	12,804
Adopts TNFD Recommendations	No	No
Social	7.57	8.35
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	No	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Women in Workforce (%)	50.08	49.76
Anti-Bribery Ethics Policy	Yes	Yes
Employee Turnover (%)	—	—
Governance	5.53	5.34
Board Size (persons)	12	12
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	11	11
Board Meeting Attendance Pct (persons)	96	97
Number of Women on Board (persons)	4	4
Number of Independent Directors (persons)	4	4

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	32,062	28,977	37,155	46,790	51,843	48,403	50,358	52,174
Cost of goods sold	(Btmn)	(15,037)	(14,784)	(18,033)	(21,509)	(22,592)	(20,191)	(20,928)	(21,617)
Gross profit	(Btmn)	17,025	14,192	19,122	25,281	29,251	28,212	29,430	30,557
SG&A	(Btmn)	(5,514)	(5,414)	(6,618)	(7,726)	(8,693)	(8,235)	(8,467)	(8,668)
Other income	(Btmn)	1,077	1,335	1,502	1,618	2,007	4,027	1,527	1,542
Interest expense	(Btmn)	(1,865)	(1,790)	(2,204)	(2,613)	(3,718)	(3,756)	(3,793)	(3,831)
Pre-tax profit	(Btmn)	10,724	8,324	11,802	16,560	18,847	20,249	18,697	19,600
Corporate tax	(Btmn)	(2,148)	(1,798)	(2,487)	(3,461)	(3,684)	(4,050)	(3,739)	(3,920)
Equity a/c profits	(Btmn)	1,042	704	1,560	2,133	1,795	1,885	2,622	2,319
Minority interests	(Btmn)	(60)	(81)	(114)	(171)	(229)	(231)	(234)	(236)
Core profit	(Btmn)	5,621	3,380	10,030	13,916	16,443	15,832	17,346	17,763
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,936	3,768	730	1,146	287	2,021	0	0
Net Profit	(Btmn)	9,557	7,148	10,760	15,062	16,729	17,853	17,346	17,763
EBITDA	(Btmn)	20,495	18,238	22,555	27,719	31,773	34,007	33,154	34,841
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.25	0.75	2.23	3.10	3.66	3.53	3.87	3.96
Net EPS (Bt)	(Bt)	2.13	1.59	2.40	3.36	3.73	3.98	3.87	3.96
DPS (Bt)	(Bt)	0.70	0.60	1.15	1.80	2.10	2.39	2.32	2.37

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	23,765	23,515	25,242	25,546	38,751	35,252	34,866	35,914
Total fixed assets	(Btmn)	163,224	169,848	172,707	175,798	191,976	202,973	216,409	224,000
Total assets	(Btmn)	221,652	263,421	272,692	279,873	304,236	311,987	325,294	334,191
Total loans	(Btmn)	46,486	80,779	79,745	76,761	69,509	71,000	76,000	76,000
Total current liabilities	(Btmn)	30,433	43,492	42,032	53,868	38,284	34,984	35,366	35,607
Total long-term liabilities	(Btmn)	114,096	137,853	141,040	125,423	156,123	158,515	164,571	165,636
Total liabilities	(Btmn)	144,529	181,346	183,072	179,291	194,407	193,499	199,937	201,243
Paid-up capital	(Btmn)	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803
Total equity	(Btmn)	77,123	82,075	89,620	100,582	109,829	118,488	125,357	132,948
BVPS (Bt)	(Bt)	15.3	16.3	18.2	20.6	22.4	24.3	25.8	27.4

Cash Flow Statement

(Btmn)

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	5,621	3,380	10,030	13,916	16,443	15,832	17,346	17,763
Depreciation and amortization	(Btmn)	9,406	9,624	10,050	10,046	10,708	11,503	12,163	12,909
Operating cash flow	(Btmn)	15,844	13,339	19,210	25,632	17,881	28,564	28,218	29,252
Investing cash flow	(Btmn)	(18,909)	(49,451)	(14,718)	(18,443)	(3,020)	(21,328)	(23,713)	(18,939)
Financing cash flow	(Btmn)	8,230	32,023	(4,376)	(7,267)	(14,678)	(7,934)	(5,712)	(10,408)
Net cash flow	(Btmn)	5,165	(4,088)	116	(78)	182	(699)	(1,207)	(94)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	53.1	49.0	51.5	54.0	56.4	58.3	58.4	58.6
Operating margin	(%)	35.9	30.3	33.7	37.5	39.7	41.3	41.6	42.0
EBITDA margin	(%)	63.9	62.9	60.7	59.2	61.3	70.3	65.8	66.8
EBIT margin	(%)	39.3	34.9	37.7	41.0	43.5	49.6	44.7	44.9
Net profit margin	(%)	29.8	24.7	29.0	32.2	32.3	36.9	34.4	34.0
ROE	(%)	12.4	8.7	12.0	15.0	15.2	15.1	13.8	13.4
ROA	(%)	4.9	2.9	4.0	5.5	5.7	5.8	5.4	5.4
Net D/E	(x)	0.5	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Interest coverage	(x)	11.0	10.2	10.2	10.6	8.5	9.1	8.7	9.1
Debt service coverage	(x)	1.0	0.6	0.8	0.7	1.5	1.6	1.5	1.6
Payout Ratio	(%)	32.9	37.7	48.0	53.6	56.3	60.0	60.0	60.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Shopping mall NLA	(mn sqm.)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
Hotel revenue	(Btmn)	306	301	918	1,554	1,965	2,024	2,085	2,147
Residential revenue	(Btmn)	2,262	2,156	2,870	5,835	6,231	3,116	3,427	3,770

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total revenue	(Btmn)	12,849	11,705	12,876	12,243	13,361	11,921	11,661	11,915
Cost of goods sold	(Btmn)	(5,716)	(5,308)	(5,916)	(5,292)	(6,076)	(4,878)	(4,882)	(4,943)
Gross profit	(Btmn)	7,134	6,396	6,960	6,951	7,285	7,043	6,778	6,972
SG&A	(Btmn)	(2,501)	(1,998)	(2,001)	(1,987)	(2,706)	(2,044)	(1,994)	(1,961)
Other income	(Btmn)	531	1,001	1,121	551	993	743	1,027	1,995
Interest expense	(Btmn)	(693)	(888)	(961)	(969)	(901)	(883)	(880)	(889)
Pre-tax profit	(Btmn)	4,471	4,511	5,119	4,546	4,671	4,859	4,931	6,117
Corporate tax	(Btmn)	(986)	(899)	(1,042)	(980)	(762)	(1,076)	(1,043)	(1,201)
Equity a/c profits	(Btmn)	546	596	524	633	43	522	507	582
Minority interests	(Btmn)	(55)	(54)	(45)	(73)	(58)	(78)	(90)	(74)
Core profit	(Btmn)	3,772	4,121	4,206	4,330	4,194	3,847	3,902	4,186
Extra-ordinary items	(Btmn)	204	33	350	(204)	(301)	380	403	1,238
Net Profit	(Btmn)	3,976	4,154	4,556	4,126	3,893	4,227	4,305	5,424
EBITDA	(Btmn)	7,341	7,620	8,315	7,770	8,068	7,992	8,095	9,293
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.84	0.92	0.94	0.96	0.93	0.86	0.87	0.93
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.89	0.93	1.02	0.92	0.87	0.94	0.96	1.21

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total current assets	(Btmn)	25,546	26,298	27,731	39,988	38,751	42,387	42,440	30,328
Total fixed assets	(Btmn)	175,798	187,098	187,396	187,664	191,976	191,851	192,780	194,302
Total assets	(Btmn)	279,873	293,552	301,917	302,988	304,236	308,960	307,658	299,648
Total loans	(Btmn)	76,761	74,722	75,691	72,435	69,509	68,138	75,107	64,083
Total current liabilities	(Btmn)	53,868	45,065	41,828	34,188	38,284	42,183	48,228	35,852
Total long-term liabilities	(Btmn)	125,423	143,533	158,484	162,510	156,123	153,017	150,696	148,915
Total liabilities	(Btmn)	179,291	188,598	200,313	196,698	194,407	195,200	198,924	184,768
Paid-up capital	(Btmn)	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803	10,803
Total equity	(Btmn)	100,582	104,955	101,604	106,290	109,829	113,760	108,734	114,881
BVPS (Bt)	(Bt)	20.6	21.5	20.8	21.6	22.4	23.3	22.1	23.5

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Core Profit	(Btmn)	3,772	4,121	4,206	4,330	4,194	3,847	3,902	4,186
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,177	2,221	2,235	2,256	2,496	2,250	2,284	2,287
Operating cash flow	(Btmn)	5,882	6,210	6,944	(3,700)	8,055	5,055	4,915	18,379
Investing cash flow	(Btmn)	(3,973)	(5,630)	(4,708)	3,393	(7,982)	(4,172)	(4,184)	(16,867)
Financing cash flow	(Btmn)	(927)	(598)	(636)	(275)	(891)	(1,137)	(784)	(269)
Net cash flow	(Btmn)	983	(18)	1,601	(583)	(818)	(254)	(53)	1,243

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Gross margin	(%)	55.5	54.6	54.1	56.8	54.5	59.1	58.1	58.5
Operating margin	(%)	36.1	37.6	38.5	40.5	34.3	41.9	41.0	42.1
EBITDA margin	(%)	57.1	65.1	64.6	63.5	60.4	67.0	69.4	78.0
EBIT margin	(%)	40.2	46.1	47.2	45.0	41.7	48.2	49.8	58.8
Net profit margin	(%)	30.9	35.5	35.4	33.7	29.1	35.5	36.9	45.5
ROE	(%)	15.9	16.7	17.4	17.1	15.9	14.1	14.8	15.1
ROA	(%)	5.5	5.8	5.8	5.9	5.7	5.1	5.1	5.6
Net D/E	(x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5
Interest coverage	(x)	10.6	8.6	8.7	8.0	9.0	9.0	9.2	10.5
Debt service coverage	(x)	0.7	1.0	1.2	1.7	1.5	1.4	1.1	1.7

Main Assumptions

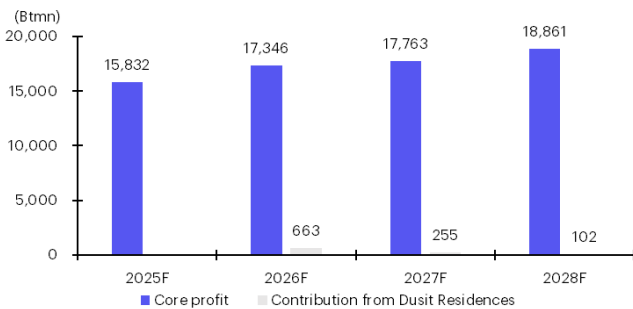
FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Shopping mall NLA	(mn sqm.)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Hotel revenue	(Btmn)	449	491	452	472	550	528	442	455
Residential revenue	(Btmn)	2,193	1,306	1,957	991	1,975	599	491	621

เหตุผลหลักในการลงทุน

1) ปัจจัยกระตุ้นกำไรใน 1H69 จากการโอนโครงการ Dusit Residences เรามองว่าปัจจัยขับเคลื่อนกำไรที่สำคัญจะมาจากโครงการคอนโดมิเนียม Dusit Residences (CPN ถือหุ้น 30%) โครงการนี้มูลค่ากว่า 1.7 พันลบ. ขายได้แล้วกว่า 90% ทำให้รายได้ในอนาคตมีความชัดเจนสูง แม้ว่าจะเริ่มโอนในช่วงปลายปี 2568 แต่เราคาดว่า การรับรู้รายได้ส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในปี 2569-2570 เราใช้สมมติฐานว่าจะมีการโอน 65% ในปี 2569, 25% ในปี 2570 และ 10% ในปี 2571 โดยคาดว่าอัตราค่าโฆษณาจะอยู่ที่ 20% เราคำนวณได้ว่าโครงการนี้เพียงโครงการเดียวจะคิดเป็นสัดส่วนราว 3.7% ของกำไรปกติปี 2569

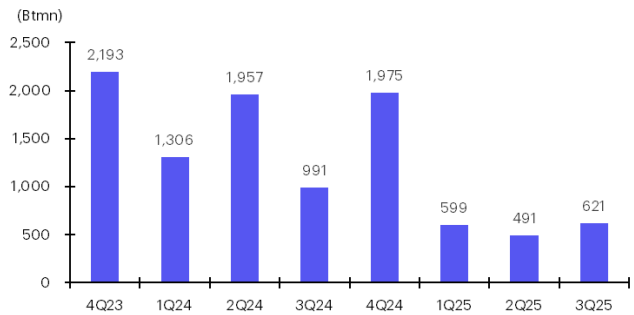
นอกจากนี้ เราคาดว่าพอร์ตโครงการที่อยู่อาศัยที่ CPN ถือหุ้นเองทั้งหมดจะมียอดโอนเพิ่มขึ้น YoY ใน 1H69 จากฐานที่ต่ำใน 1H68 โดยตามกำหนดการโอน ใน 1H68 ไม่มีโครงการใหม่ที่จะเริ่มโอน แต่จะมีโครงการคอนโดมิเนียม 2 โครงการ มูลค่ารวม 2.3 พันลบ. (ESCENT นครสวรรค์ และ ESCENT นครปฐม) เริ่มโอนใน 4Q68 และต่อเนื่องใน 1H69 ซึ่งทั้งสองโครงการขายได้แล้วกว่า 90%

Figure 1: โครงการ Dusit Residences จะคิดเป็นสัดส่วนราว 3.7% ของกำไรปกติปี 2569



Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research

Figure 2: การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยมีฐานต่ำใน 1H68



Source: Company data, InnovestX Research

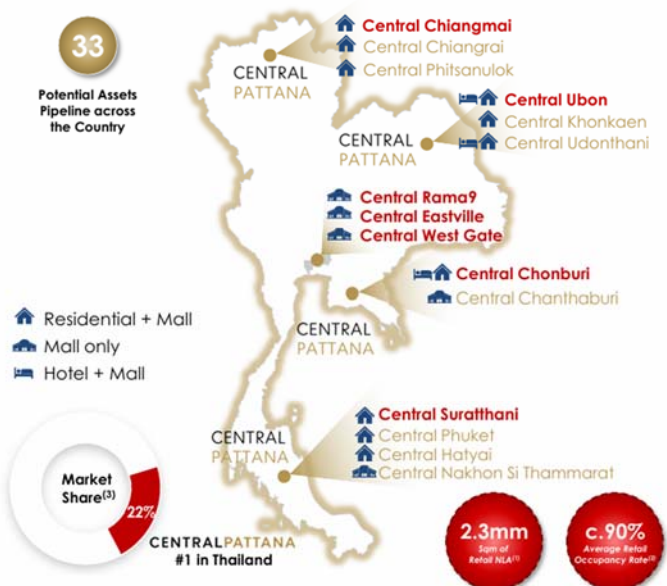
2) โอกาสที่กำไรจะสูงกว่าคาดจากการขายสินทรัพย์ใน 2H69 ตามนโยบาย recycling capital ของ CPN ที่จะมีการขายสินทรัพย์ให้กับ CPNREIT ทุกๆ 2 ปี และหลังจากที่หยุดพักการทำธุรกรรมในปี 2568 เราคาดว่า CPN จะกลับมาขายสินทรัพย์ให้กับ CPNREIT อีกครั้งในปี 2569 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่อยู่ในทิศทางขาลงในปัจจุบัน คาดว่าจะทำให้ส่วนต่างผลตอบแทน (yield spread) กว้างขึ้น ซึ่งจะทำให้การลงทุนใน REIT มีความน่าสนใจและระดมทุนได้ง่ายขึ้น โดยตามแผนของ CPNREIT สินทรัพย์ที่มีโอกาสขายเข้ากองทรัสต์ ได้แก่ เซ็นทรัล เวสต์เกต, เซ็นทรัล อัสดีวิลล์, เซ็นทรัล พระราม 9, เซ็นทรัล เชียงใหม่, เซ็นทรัล ชลบุรี, เซ็นทรัล อุบลราชธานี และเซ็นทรัล สุราษฎร์ธานี หากธุรกรรมแล้วเสร็จใน 2H69 จะทำให้กำไรและเงินปันผลของ CPN สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

Figure 3: สินทรัพย์ที่มีโอกาสขายเข้ากองทรัสต์ CPNREIT ในครึ่งหลังของปี 2569



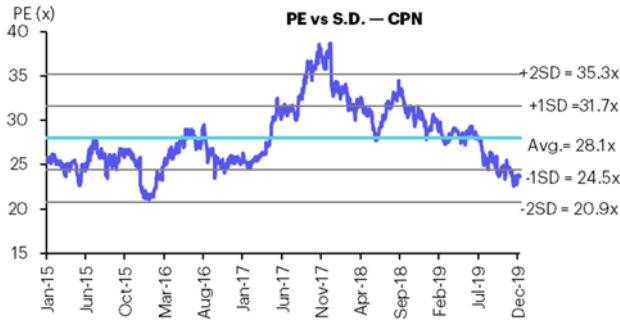
Notes: (1) Based on Central Pattana's total retail NLA including community malls. (2) As of Dec 2024. (3) Based on total retail GLA of 15.3m sqm in Thailand as of Dec 2024.

Source: CPNREIT, InnovestX Research



3) Valuation ยังไม่แพง เพื่อประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนในปัจจุบัน เราได้เปรียบเทียบ valuation ของ CPN กับรูปแบบการซื้อขายในช่วงก่อน COVID-19 ระบาด โดยในช่วงปี 2558-2562 หุ้น CPN มีค่า PE เฉลี่ยย้อนหลังอยู่ที่ 28.0 เท่า เทียบกับอัตราการเติบโตของกำไรเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 10.0% ซึ่งหมายความว่าในอดีตตลาดให้ค่า PEG ที่ 2.8 เท่า ในทางกลับกัน ปัจจุบันหุ้น CPN ซื้อขายที่ PE เพียง 14.3 เท่า โดยอิงกับประมาณการกำไรปี 2569 และเมื่อนำมาเทียบกับ CAGR ที่เราคาดการณ์ในระยะ 3 ปีข้างหน้า (ปี 2568-2571) ที่ 6% PEG จะอยู่ที่ 2.4 เท่า ส่วนลดนี้เมื่อเทียบกับกรอบ valuation ในอดีต บ่งชี้ว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มการเติบโตในระยะกลางอย่างเต็มที่ ดังนั้นเราจึงเชื่อว่า valuation ปัจจุบันยังไม่แพง

Figure 4: CPN เคยซื้อขายที่ PE 28.1 เท่า ก่อน COVID-19 ระบาด



Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research

Figure 5: ...โดย CAGR ของกำไร (ปี 2558-2562) อยู่ที่ 10%

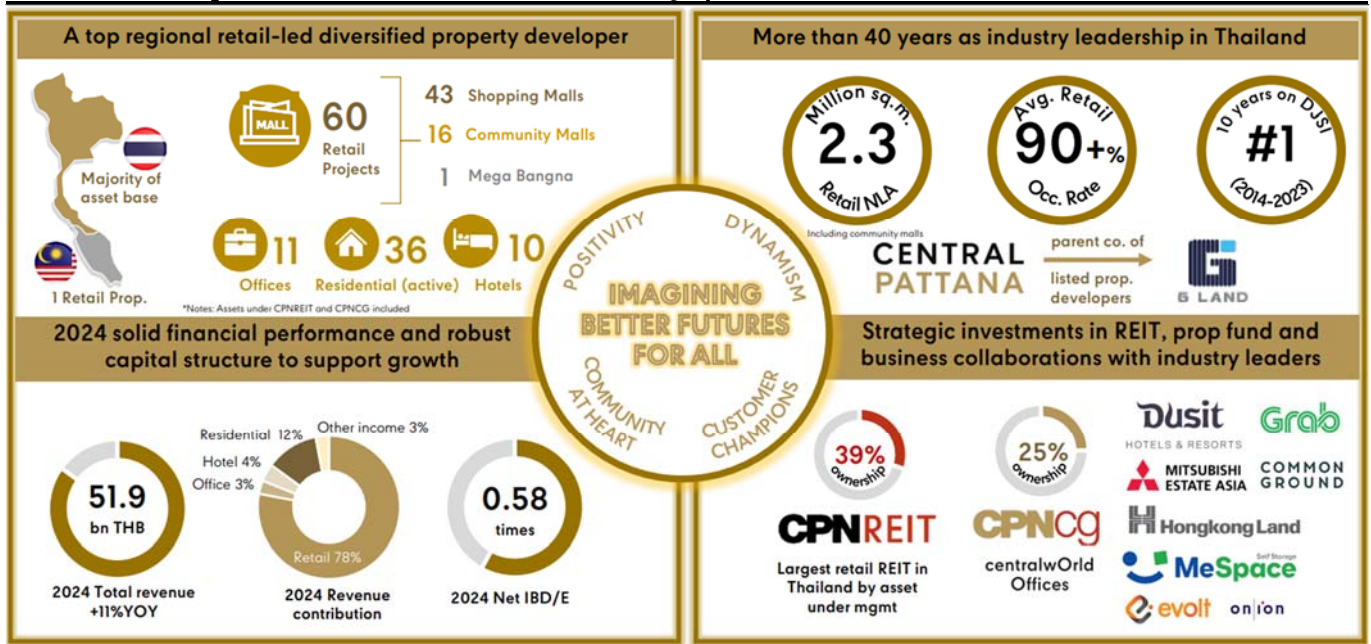


Source: Company data, InnovestX Research

ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยที่มีความได้เปรียบด้านระบบนิเวศ

บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (CPN) เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดของประเทศไทย และเป็นบริษัทแกนนำ (flagship) ของกลุ่มเซ็นทรัล ด้วยประสบการณ์ที่ยาวนานกว่า 40 ปี CPN ได้พัฒนาจากผู้บริหารศูนย์การค้าแบบดั้งเดิมสู่การเป็น "Placemaker" อย่างเต็มตัว โดยพัฒนาระบบนิเวศแบบครบวงจรที่วางตำแหน่งเป็น "ศูนย์กลางการใช้ชีวิต" (Center of Life) ทั้งนี้ ณ 3Q68 โครงการของบริษัทประกอบด้วย ศูนย์การค้า 43 โครงการ คอมมูนิตี้มอลล์ 16 โครงการ เมกาบางนา 1 โครงการ โรงแรม 10 แห่ง อาคารสำนักงาน 11 อาคาร (6 อาคารภายใต้ CPN) และโครงการที่อยู่อาศัยที่อยู่ระหว่างการขายและโอน 36 โครงการ

Figure 6: CPN เป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย

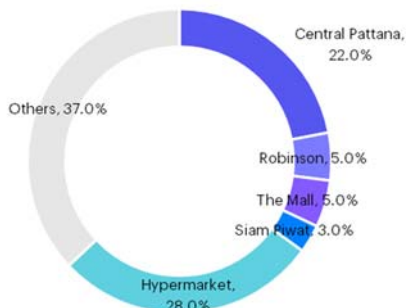


Source: Company data, InnovestX Research

โมเดลธุรกิจขับเคลื่อนด้วยกลยุทธ์ "Retail-Led Mixed-Use" แม้ว่าธุรกิจค้าปลีกยังคงเป็นแหล่งรายได้หลัก (~78% ของรายได้รวมในปี 2567) แต่บริษัทสามารถใช้ประโยชน์จาก synergy ระหว่างธุรกิจที่อยู่อาศัย โรงแรม และอาคารสำนักงาน เพื่อเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์และการหมุนเวียนของผู้เช่าใช้บริการให้สูงสุด โดยปัจจุบัน CPN ครองส่วนแบ่งตลาดพื้นที่ค้าปลีกในประเทศไทยถึง 22%

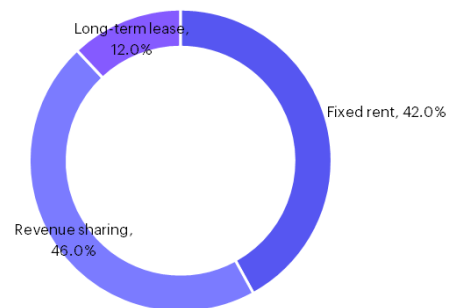
ประการทางธุรกิจที่สำคัญคือการบูรณาการเข้ากับระบบนิเวศของกลุ่มเซ็นทรัล โดยเฉพาะ "The 1" loyalty platform ซึ่งมีสมาชิกกว่า 20 ล้านราย และฐานข้อมูลจากแบรนด์กว่า 3,000 แบรนด์ ทำให้ CPN สามารถนำ big data มาใช้เพื่อทำการตลาดให้เจาะกลุ่มเป้าหมายแบบแม่นยำ และปรับสัดส่วนผู้เช่าให้เหมาะสมที่สุด ทำให้สามารถสร้าง "Center of Life" ที่ตอบโจทย์กลุ่มประชากรในแต่ละพื้นที่ได้อย่างตรงจุด นอกจากนี้ โมเดลรายได้ยังมีความสมดุลระหว่างความมั่นคงและโอกาสเติบโต โดยสัดส่วนสัญญาเช่าประกอบด้วยสัญญาเช่าที่กำหนดค่าเช่าแบบอัตราคงที่ ~42% ส่วนแบ่งรายได้ ~46% และสัญญาเช่าระยะยาว 12% โครงสร้างนี้ทำให้มีกระแสเงินสดที่มั่นคง ในขณะที่เดียวกันก็สามารถได้รับผลประโยชน์ทั้งจากยอดขายของผู้เช่าที่พื้นตัวในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น

Figure 7: ส่วนแบ่งตลาดพื้นที่ค้าปลีกสูงสุด



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 8: โครงสร้างสัญญาเช่าสมดุล



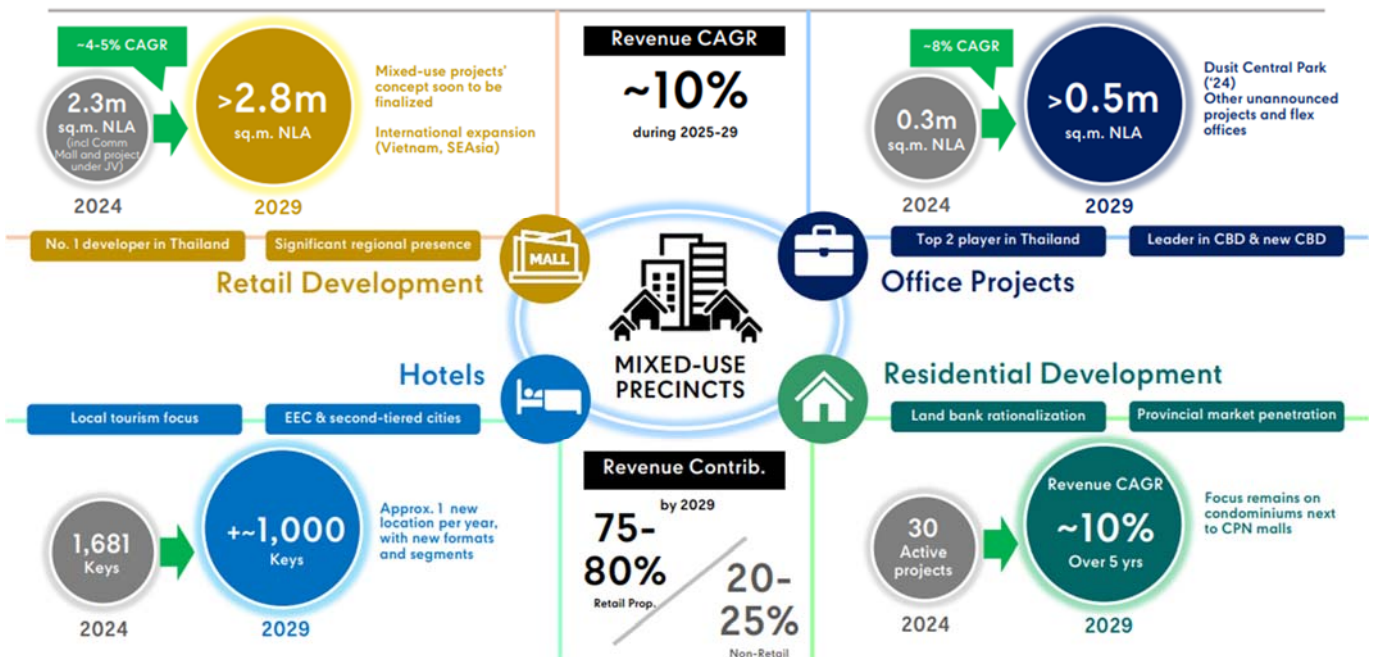
Source: Company data, InnovestX Research

เป้าหมายการเติบโต 5 ปี เพื่อสนับสนุนกำไรในระยะยาว

CPN ได้เปิดเผยแผนการลงทุนระยะ 5 ปี (ปี 2568-2572) ที่แข็งแกร่ง ด้วยงบลงทุนรวม ~1.2 แสนลบ. โดยตั้งเป้ารายได้ในช่วง 5 ปีดังกล่าวเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ ~10% โดยมีการกระจายงบลงทุนในเชิงกลยุทธ์ดังนี้: 6.5 หมื่นลบ. สำหรับการขยายโครงการ mixed-use, 2.5 หมื่นลบ. สำหรับการพัฒนาโครงการใหม่, 2.4 หมื่นลบ. สำหรับการเพิ่มศักยภาพและมูลค่าของสินทรัพย์ งบลงทุนส่วนที่เหลือจะมีการจัดสรรไว้สำหรับธุรกิจใหม่

การเติบโตของบริษัทมีรากฐานสำคัญจากการขยายโครงการ mixed-use โดยคาดว่าพื้นที่ให้เช่าสุทธิ (NLA) ของธุรกิจค้าปลีกจะเพิ่มขึ้นเป็น >2.8 ล้านตารางเมตรภายในปี 2572 (เทียบกับ 2.3 ล้านตารางเมตรในปี 2567) ในขณะที่ธุรกิจที่อยู่อาศัยจะทำหน้าที่เป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนการเติบโต โดยตั้งเป้าเปิดตัวโครงการใหม่ 5-8 โครงการ/ปี เน้นการพัฒนาคอนโดมิเนียมโดยใช้ประโยชน์จาก synergy “ทำเลที่ดีที่สุด” กับศูนย์การค้าเดิมที่มีอยู่ ในขณะเดียวกัน พอร์ตโรงแรมจะขยายเพิ่มขึ้น ~1,000 ห้อง เพื่อรองรับการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวในเมืองรอง นอกจากนี้ กลยุทธ์ “Asset Enhancement” จะเน้นการปรับปรุงศูนย์การค้าหลัก เพื่อให้ปรับขึ้นค่าเช่าได้อย่างต่อเนื่องและปกป้องส่วนแบ่งตลาดจากคู่แข่งรายใหม่ๆ ที่จะเข้ามาในอนาคต

Figure 9: แผนขยายธุรกิจที่แข็งแกร่งเพื่อสนับสนุนการเติบโตของกำไรในระยะกลาง



Source: Company data, InnovestX Research

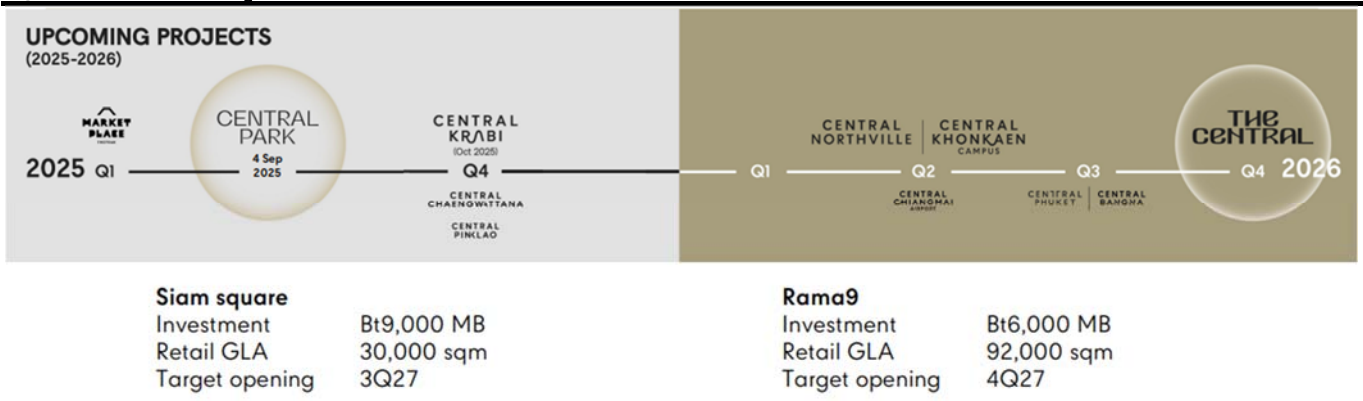
โครงการในแผนงานที่ประกาศแล้ว

โครงการในแผนงานของ CPN ในช่วง 4Q68 ถึงปี 2570 จะเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนกำไร โดยมีโครงการระดับ “แลนด์มาร์ค” ที่โดดเด่นเป็นตัวชูโรง ซึ่งภายหลังจากการเปิดตัวโครงการเรือธงอย่าง Central Park (พื้นที่ค้าปลีกในโครงการ mixed-use “Dusit Central Park” ที่ CPN ถือหุ้น 85%) ใน 3Q68 บริษัทจะเดินหน้าขยายสาขาในต่างจังหวัดอย่างต่อเนื่องด้วยโครงการเซ็นทรัล กระบี่ ใน 4Q68 ที่เน้นจับกลุ่มนักท่องเที่ยวที่มีกำลังซื้อสูงผ่านแนวคิดโครงการแบบกึ่งกลางแจ้ง (Semi-Outdoor) และโครงการเซ็นทรัล ขอนแก่น แคมปัส ใน 2Q69 ที่มีเป้าหมายเป็นกลุ่มนักศึกษามหาวิทยาลัยที่มีศักยภาพสูง

ในขณะเดียวกัน บริษัทกำลังดำเนินโครงการเพิ่มศักยภาพและมูลค่าของสินทรัพย์ครั้งใหญ่สำหรับสินทรัพย์ที่ดำเนินงานมานานอย่าง เซ็นทรัล ปิ่นเกล้า, บางนา, แจ้งวัฒนะ และเชียงใหม่ แอร์พอร์ต ตลอดช่วงปี 2568-2569 เพื่อปรับโฉมเป็น “จุดหมายปลายทางแห่งไลฟ์สไตล์”

เมื่อมองไปข้างหน้าถึงช่วงปลายปี 2569-2570 โครงการในแผนงานยังประกอบไปด้วยโครงการ The Central (เดิมคือ พื้นที่บล็อก A สยามสแควร์) และเมกะโปรเจกต์ย่านพระราม 9 ซึ่งเป็นการต่อยอดกลยุทธ์ของ CPN ในการครองความเป็นเจ้าตลาดในพื้นที่ทำเลทองของกรุงเทพฯ

Figure 10: โครงการที่อยู่ในแผนงานช่วงปี 2568-2570



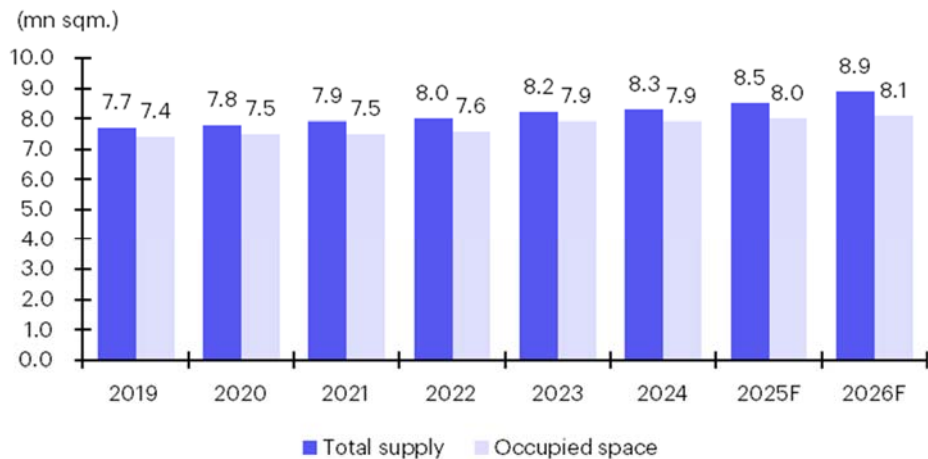
Source: Company data, InnovestX Research

แนวโน้มอุตสาหกรรม

จากข้อมูลของ SCB EIC แนวโน้มตลาดพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าในกรุงเทพฯ สำหรับปี 2568-2569 บ่งชี้ถึงการขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป แม้ว่าจะเผชิญแรงกดดันจากปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค แต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับสูง และเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวยังคงกดดันกำลังซื้อภายในประเทศ โดยเฉพาะกลุ่มผู้มีรายได้อาจยังคงอยู่ในระดับปานกลางถึงต่ำ แม้ว่าจำนวนผู้เช่าใช้บริการในอุตสาหกรรมโดยรวมจะผันผวนตามปัจจัยทางเศรษฐกิจ แต่ผู้ประกอบการรายใหญ่อย่าง CPN ยังคงรักษาความได้เปรียบทางการแข่งขันที่โดดเด่นเอาไว้ได้ เนื่องจากผู้ประกอบการรายใหญ่สามารถรักษาจำนวนผู้เช่าใช้บริการในระดับสูงไว้ผ่านทางการคัดสรรผู้เช่าที่มีคุณภาพ การเพิ่มศักยภาพและมูลค่าของสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง และความแข็งแกร่งของแบรนด์

ในด้านอุปสงค์ คาดว่าพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าได้จะเติบโต +1-2% YoY ในปี 2568-2569 มาอยู่ที่ระดับ -8.0-8.1 ล้านตารางเมตร โดยได้รับแรงหนุนจากการที่ผู้เช่าพื้นที่เลือกย้ายจากอาคารแบบ standalone เข้ามาอยู่ในศูนย์การค้าขนาดใหญ่เพื่อเพิ่มโอกาสในการขายจากจำนวนผู้เช่าใช้บริการที่สูงกว่า ในทางกลับกัน อุปทานพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าคาดว่าจะเติบโต +3-4% YoY ความไม่สมดุลนี้จะกดดันให้อัตราการเช่าในตลาดพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าโดยรวมลดลงจากระดับ 95% แต่ยังมีแนวโน้มไม่ต่ำกว่า 90% สำหรับสินทรัพย์ในพื้นที่ใจกลางเมือง ขณะที่คาดว่าอัตราค่าเช่าจะปรับขึ้นได้ +1-2% YoY โดยผลการดำเนินงานจะมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน; อสังหาริมทรัพย์ในย่านใจกลางธุรกิจ (CBD) ซึ่งเป็นลักษณะโครงการส่วนใหญ่ของ CPN จะยังคงมีอำนาจในการกำหนดราคา ในขณะที่โครงการในแถบชานเมืองมีแนวโน้มที่จะคงอัตราค่าเช่าเท่าเดิมเพื่อรักษาอัตราการเช่าพื้นที่เอาไว้

Figure 11: คาดว่าอัตราการเช่าในตลาดพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าโดยรวมจะลดลงเล็กน้อยในปี 2569



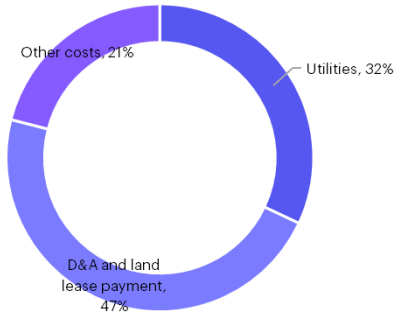
Source: SCB EIC, InnovestX Research

โครงสร้างทางการเงิน

โครงสร้างรายได้ของ CPN ตอกย้ำถึงความเป็นผู้นำในฐานะผู้พัฒนาโครงการรูปแบบผสมที่ให้นิยามการค้าเป็นศูนย์กลาง (retail-led mixed-use) โดยมีรายได้ประจำเป็นฐานรากทางการเงินที่แข็งแกร่งและช่วยป้องกันความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ณ ปี 2567 ธุรกิจค้าปลีกยังคงเป็นฟันเฟืองหลักในการขับเคลื่อนการเติบโต โดยคิดเป็นสัดส่วน ~78% ของรายได้รวม ธุรกิจที่อยู่อาศัยก้าวขึ้นมาเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญอย่างชัดเจน โดยคิดเป็นสัดส่วน 12% ของรายได้ ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์โครงการคอนโดมิเนียมและโครงการแนวราบที่ตั้งอยู่ติดกับศูนย์กลางการค้า ธุรกิจอื่นๆ ที่เหลือประกอบด้วย ธุรกิจโรงแรม (4%) และอาคารสำนักงาน (3%) โครงสร้างรายได้ที่หลากหลายช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนทางเศรษฐกิจ ผ่านการสร้างสมดุลระหว่างกระแสเงินสดจากค่าเช่าที่เข้ามาอย่างสม่ำเสมอจากยอดขายจากธุรกิจที่อยู่อาศัยที่มีแนวโน้มจะเคลื่อนไหวตามวัฏจักรเศรษฐกิจ

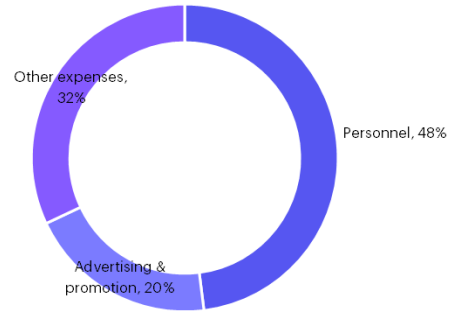
ในด้านต้นทุน CPN แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง โดยบริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นใน 3Q68 อยู่ที่ 59% ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพในกลุ่มธุรกิจให้เช่า ปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนอัตรากำไรคือการลดลงของต้นทุนพลังงาน ซึ่งเป็นส่วนประกอบหลักของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน โดยความสำเร็จนี้เกิดจากการลดปริมาณการใช้ไฟฟ้าและและการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป สำหรับการบริหารจัดการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) บริษัทยังคงรักษานโยบายอย่างเข้มงวด โดยสามารถรักษาอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ให้คงที่อยู่ที่ ~16% เมื่อพิจารณาโครงสร้างค่าใช้จ่าย SG&A ในปี 2567 พบว่าค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรเป็นสัดส่วนที่ใหญ่ที่สุด (48%) รองลงมาคือ ค่าโฆษณาและส่งเสริมการขาย (20%) ซึ่งสะท้อนถึงการลงทุนอย่างต่อเนื่องในกิจกรรมทางการตลาดเพื่อรักษาจำนวนผู้เช่าใช้บริการภายในพอร์ตโครงการของบริษัทไว้

Figure 12: โครงสร้างต้นทุนค่าเช่าและบริการ



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 13: โครงสร้างค่าใช้จ่าย SG&A



Source: Company data, InnovestX Research

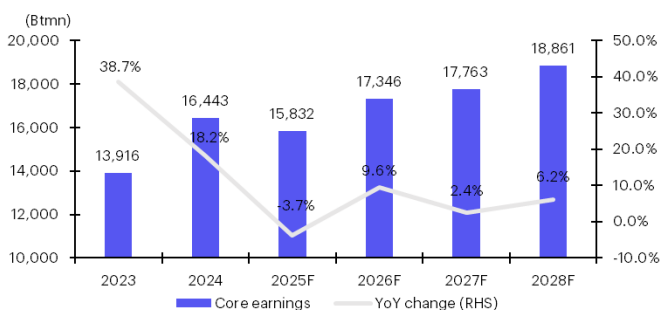
คาดการณ์กำไรปกติกลับมาเติบโตเป็นบวกในปี 2569

เราคาดว่ากำไรปกติของ CPN จะลดลง 3.7% มาอยู่ที่ 1.58 หมื่นลบ. ในปี 2568 จากธุรกิจที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอ โดยใน 9M68 รายได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 1.7 พันลบ. ลดลงถึง 59.8% YoY ส่งผลให้กำไรปกติในช่วงดังกล่าวอยู่ที่ 1.19 หมื่นลบ. ลดลง 5.7% YoY อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าโมเมนตัมจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2569 โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 9.6% ขึ้นไปแตะระดับ 1.73 หมื่นลบ. ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ ได้แก่ การโอนกรรมสิทธิ์โครงการ Dusit Residences (CPN ถือหุ้น 30%) การรับรู้รายได้เต็มปีจากโครงการ Dusit Central Park (CPN ถือหุ้น 85%) ยอดโอนโครงการที่อยู่อาศัยที่สูงขึ้น ทั้งนี้ โครงการ Dusit Residences เพียงโครงการเดียวคาดว่าจะช่วยหนุนกำไรปกติในปี 2569 ได้ถึง 3.7% ขณะที่ Dusit Central Park จะช่วยหนุน 1.1% และธุรกิจที่อยู่อาศัยหนุนอีก 0.3%

สมมติฐานของเราคาดการณ์ไว้แล้วว่าไม่มีโครงการ Easy E-Receipt ใน 1Q69 เราคาดการณ์อัตราการเติบโตของค่าเช่าสาขาเดิมในปี 2569 ไว้ที่ 0% (เทียบกับช่วง 9M68 ที่เติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลาง) อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลกระทบต่อ CPN จะมีจำกัด เนื่องจากโครงสร้างค่าเช่าของบริษัทประกอบด้วยค่าเช่าคงที่ 42% และสัญญาเช่าระยะยาว 12% ซึ่งค่าเช่าก็เป็นอัตราคงที่เช่นกัน

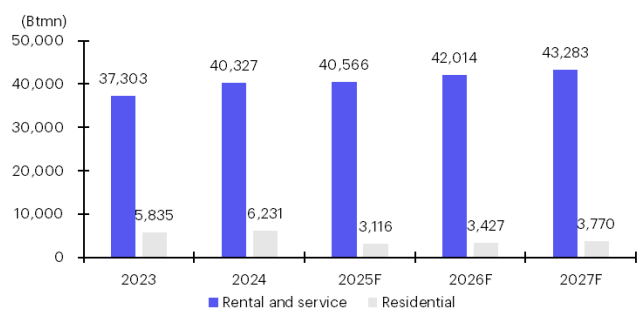
เราเชื่อว่าสมมติฐานของเรายึดหลักความระมัดระวัง และยังมีโอกาสที่จะเห็นตัวเลขที่ดีกว่าคาด โดยเฉพาะจากการโอนโครงการ Dusit Residences ซึ่งปัจจุบันเราตั้งสมมติฐานยอดโอนไว้ที่ 65% และอัตรากำไรสุทธิที่ 20% ในปี 2569 แต่เนื่องจากโครงการนี้ขายได้เร็วกว่า 90% จึงมีความเป็นไปได้ว่าความเร็วในการโอนกรรมสิทธิ์อาจจะสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

Figure 14: คาดกำไรปกติจะกลับมาเติบโตเป็นบวก YoY ในปี 2569



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 15: คาดรายได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัยยกดันกำไรปี 2568 และเพิ่มขึ้นในปี 2569 ขณะที่ธุรกิจให้เช่าและบริการยังแข็งแกร่ง



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 16: สมมติฐานที่สำคัญ

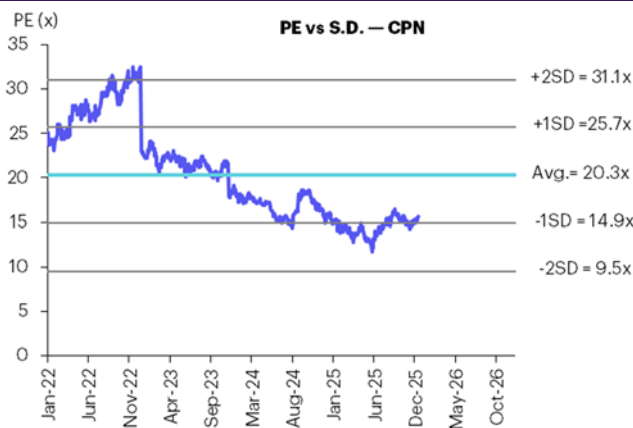
	2566	2567	2568F	2569F	2570F
พื้นที่ให้เช่าสุทธิ (NLA) ของศูนย์การค้า (ตร.ม.)	1,700,937	1,694,881	1,686,732	1,756,046	1,796,046
อัตราเช่า (%)	90.6	91.7	91.5	91.9	91.9
อัตราค่าเช่าเฉลี่ยสำหรับศูนย์การค้า (บาท/ตร.ม./เดือน)	1,718	1,762	1,780	1,780	1,815
รายได้จากธุรกิจที่อยู่อาศัย (ลบ.)	5,835	6,231	3,116	3,427	3,770
รายได้จากธุรกิจโรงแรม (ลบ.)	1,554	1,965	2,024	2,085	2,147

Source: Company data, InnovestX Research

เริ่มต้นจัดทำทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "OUTPERFORM" ราคาเป้าหมาย 68 บาท

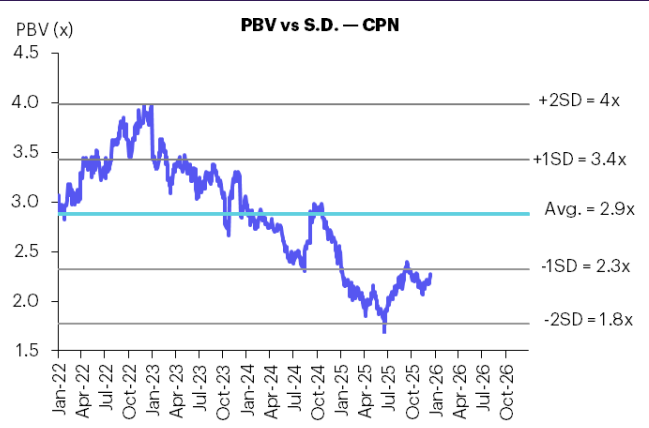
เราประเมินมูลค่าของ CPN ด้วยวิธี DCF เพื่อสะท้อนกระแสเงินสดที่มั่นคงของงบบริษัท โดยสมมติฐานของเราอิงกับ WACC ที่ 7.2% และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่ 1.5% เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ CPN เนื่องจากคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาเติบโตแรงตัวขึ้นในปี 2569 หลังจากที่ลดลง 3.7% ในปี 2568 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์โครงการ Dusit Residences และการรับรู้รายได้เต็มปีจากศูนย์การค้าใหม่ที่เปิดดำเนินการในปี 2568 นอกจากนี้ เรายังมองว่ามีโอกาสที่กำไรและเงินปันผลจะสูงกว่าค่าในปี 2569 จากการขายสินทรัพย์ให้กับ CPNREIT เนื่องจาก CPN มีแผนขายสินทรัพย์ทุกๆ 2 ปี และไม่มีการขายสินทรัพย์ในปี 2568 ในด้าน valuation ปัจจุบันหุ้น CPN ซื้อขายที่ PE ปี 2569 ที่ 14.3 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ -1SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง 4 ปี ซึ่งน่าจะช่วยลดความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงได้ ดังนั้นเราจึงเริ่มต้นจัดทำทวิเคราะห์ CPN ด้วยคำแนะนำ "OUTPERFORM" โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 68 บาท

Figure 17: PE Band



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 18: PBV Band



Source: Company data, InnovestX Research

ให้ความสำคัญกับ ESG

CPN ได้ผนวกแนวคิดด้านความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์หลักภายใต้วิสัยทัศน์ "Imagining for Sustainable Future" โดยมีการดำเนินงานตามแผนงานมุ่งสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) อย่างเป็นรูปธรรม ทั้งนี้บริษัทได้รับการคัดเลือกให้เป็นสมาชิกในดัชนี DJSI World ต่อเนื่องเป็นปีที่ 6 และ DJSI Emerging Markets ต่อเนื่องเป็นปีที่ 10 โดยครองอันดับ 1 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย

ในด้านสิ่งแวดล้อม เป้าหมายปี 2568 (เทียบกับปีฐาน 2562) ซึ่งเป็นข้อมูลล่าสุดที่เราได้ ได้แก่ ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 22% ลดการใช้น้ำลง 20% และลดปริมาณขยะฝังกลบ 20% ผลการดำเนินงานใน 1H68 ยังคงเป็นไปตามแผนที่วางไว้ โดยสามารถลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ 20.5% และลดปริมาณขยะฝังกลบได้ 53.7% ขณะที่ประสิทธิภาพการใช้พลังงานเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนให้อัตราค่าไฟเพิ่มขึ้น โดยปริมาณการใช้ไฟฟ้าลดลง 5.6% YoY ใน 1H68 ซึ่งได้แรงหนุนจากการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปที่ส่งผลโดยตรงทำให้อัตราค่าไฟขั้นต้นขยายตัวใน 3Q68 นอกจากนี้ มาตรฐานด้านธรรมาภิบาลยังคงมีความแข็งแกร่งสะท้อนจาก MSCI ESG Rating ที่ระดับ "BBB" และโครงสร้างคณะกรรมการที่ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 34% เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในความโปร่งใสและการตรวจสอบได้

Figure 19: นโยบายและเป้าหมายด้าน ESG ชัดเจน



Source: Company data, InnovestX Research

Figure 20: Valuation summary (price as of Dec 30, 2025)

Company name	Country	Mkt Cap (US\$ mn)	Core PE (x)		Core EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		EV/ EBITDA (x)	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Home Improvement			20.3	18.9	(0.9)	7.7	5.2	2.6	32.3	14.9	13.2	12.3
Aspirasi Hidup Indonesia Tbk PT	Indonesia	420	9.5	8.2	(17.1)	15.8	1.0	1.0	11.1	12.4	5.4	4.8
Nitori Holdings Co Ltd	Japan	10,038	18.7	17.9	(1.7)	4.1	1.6	1.5	8.8	8.6	9.4	8.7
DCM Holdings Co Ltd	Japan	1,523	11.9	10.9	0.2	9.5	0.8	0.8	6.9	7.2	n.a.	n.a.
Komeri Co Ltd	Japan	1,177	11.0	10.4	7.8	6.0	0.7	0.6	5.9	6.0	5.4	5.1
Home Depot Inc/The	United States	344,795	23.7	23.2	(2.5)	2.2	32.0	23.1	215.9	121.4	15.9	15.6
Costco Wholesale Corp	United States	384,236	47.8	42.7	9.1	12.0	13.3	11.4	30.3	28.5	28.9	26.3
Lowe's Cos Inc	United States	136,412	19.8	19.0	(1.9)	4.4	(12.7)	(20.2)	(52.9)	(79.9)	14.0	13.4
Convenience Store / Food Retail			17.8	16.3	57.1	9.5	7.4	5.6	29.7	245.4	8.0	7.9
Seven & i Holdings Co Ltd	Japan	37,492	22.9	20.8	38.0	10.1	1.5	1.4	6.2	6.9	10.0	10.3
Valor Holdings Co Ltd	Japan	1,164	12.2	11.3	11.1	8.0	n.a	n.a	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DFI Retail Group Holdings Ltd	Hong Kong	5,347	20.3	18.9	207.3	7.2	17.2	10.5	54.4	906.4	6.5	6.5
President Chain Store Corp	Taiwan	7,404	19.8	18.5	1.6	7.3	5.2	5.0	26.3	26.7	8.7	8.4
Kroger Co/The	United States	39,667	13.8	12.1	27.7	14.7	5.5	5.6	32.1	41.7	6.6	6.4
Hypermarket / Supermarket			17.6	15.6	22.6	0.2	2.5	2.3	7.9	11.4	8.4	8.0
Seven & i Holdings Co Ltd	Japan	37,492	22.9	20.8	38.0	10.1	1.5	1.4	6.2	6.9	10.0	10.3
E-MART Inc	South Korea	1,555	9.9	8.4	136.7	17.7	0.2	0.2	2.1	2.4	8.0	7.8
Puregold Price Club Inc	Philippines	1,860	9.8	9.0	6.5	8.8	1.1	1.0	11.1	11.3	6.2	5.7
Carrefour SA	France	12,305	9.4	8.1	39.9	16.4	0.9	0.9	9.8	10.8	5.0	4.8
Casino Guichard Perrachon SA	France	111	n.a.	n.a.	(101.1)	(107.7)	0.1	0.1	(35.2)	(17.6)	4.6	3.9
Tesco PLC	Britain	38,192	16.5	14.5	13.3	13.5	2.7	2.6	16.3	17.3	8.0	7.7
J Sainsbury PLC	Britain	9,995	15.1	12.9	28.9	16.7	1.1	1.1	7.5	7.8	5.6	5.4
Walmart Inc	United States	892,021	43.2	38.7	12.9	11.6	9.0	8.1	21.7	21.7	21.2	19.5
Kroger Co/The	United States	39,667	13.8	12.1	27.7	14.7	5.5	5.6	32.1	41.7	6.6	6.4
Department Store			15.3	13.2	106.2	21.4	1.2	1.1	8.0	8.5	10.7	10.0
Shinsegae Inc	South Korea	1,660	20.1	9.3	4.6	117.7	0.5	0.5	2.6	5.6	9.0	8.2
Hyundai Department Store Co Ltd	South Korea	1,392	8.8	7.5	713.9	17.0	0.4	0.4	5.1	5.7	6.1	5.9
SM Prime Holdings Inc	Philippines	11,144	13.5	12.6	7.0	6.9	1.4	1.3	10.8	10.7	12.3	11.4
Isetan Mitsukoshi Holdings Ltd	Japan	5,346	14.0	13.7	13.7	2.1	1.3	1.3	9.8	9.3	8.6	8.4
J Front Retailing Co Ltd	Japan	3,799	17.5	18.3	(15.9)	(4.0)	1.3	1.3	7.9	7.6	9.6	9.6
Marui Group Co Ltd	Japan	3,784	20.8	18.6	10.5	12.0	2.4	2.3	11.3	12.7	20.1	17.8
Takashimaya Co Ltd	Japan	3,313	12.5	12.8	9.3	(2.1)	1.0	0.9	8.5	7.8	9.0	8.9
Thailand Modern Trade			13.9	12.8	(1.4)	7.8	1.5	1.4	11.7	11.6	9.7	9.2
CP ALL PCL	Thailand	12,342	14.0	12.6	12.2	10.8	2.7	2.5	20.8	20.7	10.7	10.1
Home Product Center PCL	Thailand	2,746	14.5	13.5	(6.1)	7.0	3.2	3.1	22.3	22.8	9.3	8.9
CP AXTRA PCL	Thailand	5,212	15.0	13.6	(34.9)	9.9	0.5	0.5	3.6	4.0	8.8	8.3
Siam Global House PCL	Thailand	1,092	16.5	14.9	(12.7)	10.7	1.3	1.2	8.1	8.5	11.7	10.9
Berli Jucker PCL	Thailand	1,837	13.3	12.2	8.0	9.6	0.5	0.5	3.6	3.9	10.0	9.8
Central Pattana PCL	Thailand	7,894	14.3	13.2	3.6	8.7	2.2	2.1	16.2	16.3	11.8	10.9
Dohome PCL	Thailand	368	16.1	13.7	5.8	17.5	0.8	0.8	5.1	5.7	12.4	11.4
Index Livingmall PCL	Thailand	219	9.0	8.7	1.9	3.3	1.1	1.0	12.0	11.9	5.3	5.2
Central Retail Corp PCL	Thailand	3,456	12.1	13.1	10.1	(7.6)	1.4	1.4	13.5	10.8	7.2	7.4
Average			16.8	15.2	32.8	8.7	3.1	2.3	16.0	37.6	9.9	9.4

Source: Bloomberg

ข้อสงวนสิทธิ์:

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นสามัญ แอล เอ โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจักษ์ ขววิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเนื้อหาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต เอกซ์ จำกัด

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

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

Companies with Very Good CG Scoring

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

Companies with Good CG Scoring

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

Corporate Governance Report

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

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมายหรือการฉ้อโกง 1 ข้อจะคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลดังกล่าวเป็นอย่างดี

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมายหรือการฉ้อโกง เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้สมัครรับรอง)

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

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

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

N/A

24CS, 88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARI, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EFORL, EKH, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIY, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEWS, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

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