

# พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 30/9/2026 173.68 -3.73 / -2.10% Bt3,163mn  
 Bloomberg ticker: SETPROP

## 2027: ปีแห่งการเลือกหุ้นรายตัว

หุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า SET Index โดยเฉลี่ยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา 18-47% จากยอด presales และผลประกอบการที่อ่อนตัว อย่างไรก็ตาม เรามองว่า downside ในระดับราคาปัจจุบันเริ่มมีค่อนข้างจำกัด โดยการฟื้นตัวของผลประกอบการในช่วง 2H26-2027 จะเป็นปัจจัยช่วยสนับสนุนราคาหุ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะเติบโต 22% YoY ในช่วง 2H26 จากยอดโอนที่แข็งแกร่งขึ้นและฐานที่ต่ำ ตามด้วยการเติบโต 9% ในปี 2027 จากรายได้ที่เติบโตขึ้นรวมถึงการฟื้นตัวของอัตราค่าเช่าจากการลดรายการส่งเสริมการขายและการปรับขึ้นราคาขายในบางโครงการ ทั้งนี้ ผังเมืองรวมกรุงเทพมหานครฉบับใหม่ถือเป็น upside เพิ่มเติม ขณะที่ต้นทุนที่สูงขึ้นและปรับราคาขายขึ้นได้จำกัดยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงหลัก โดยเราเลือก AP, SIRI และ SPALI เป็นหุ้นเด่น

**ตลาดเติบโต แต่ผู้ประกอบการอสังหาฯ จดทะเบียนไม่ได้เติบโตตาม** เราคาดว่ามูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยปี 2026 จะอยู่ที่ 8.81 แสนลบ. (+1.8%) และจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 9.0 แสนลบ. (+2%) ในปี 2027 อย่างไรก็ตาม สองในสามเป็นที่ย่อยอาศัยมือสอง (2Q26: +24% YoY) โดยส่วนใหญ่เป็นยูนิตราคา 1.5-5 ลบ. ซึ่งแข่งขันโดยตรงกับอุปทานใหม่ ขณะที่ทรัพย์สินรอการขายจากสถาบันการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นเท่าตัว ส่งผลให้ผู้ประกอบการอสังหาฯ ลดการเปิดตัวโครงการใหม่ โดยคาดว่ามูลค่าโครงการเปิดใหม่ในปี 2026 จะอยู่ที่ 1.55 แสนลบ. (-9% YoY) ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี เพื่อบริหารจัดการระดับสินค้าคงเหลือ

**คายยอด presales ทรงตัวในปี 2026, +5% ในปี 2027** เราคายยอด presales รวมของกลุ่มในปี 2026 อยู่ที่ 1.53 แสนลบ. ทรงตัว YoY และต่ำกว่าเป้าหมาย 8% โดย presales ใน 3Q26 จะอยู่ที่ 3.8-3.9 หมื่นลบ. และ 4Q26 จะอยู่ที่ประมาณ 4.0 หมื่นลบ. หนุนโดย AP และ SIRI (>60% ของยอด presales ใน 3Q26) สำหรับปี 2027 เราคาดว่ายอด presales จะอยู่ที่ 1.6 แสนลบ. โดยคาดว่าจะมีการเร่งซื้อในช่วง 1H27 ก่อนที่มาตรการภาครัฐจะสิ้นสุดลง

**ค่ากำไรสุทธิ 2H26 ฟื้นตัว YoY และเติบโต 9% ในปี 2027** เราประเมินกำไรสุทธิ 2H26 ที่ 1.13 หมื่นลบ. (+22% YoY, +38% HoH) นำโดย LH และ AP รายได้น่าจะเพิ่มขึ้น 6% YoY โดยได้รับแรงหนุนจาก backlog คอนโดและการโอนบ้านแนวราบพร้อมอยู่ รวมถึงค่าใช้สอยของ LH และ SIRI ขณะที่อัตราค่าเช่าขึ้นต้น (29.1%) ยังคงต่ำกว่าระดับ 29.9% ใน 2H25 จากการให้ส่วนลดอย่างต่อเนื่อง สำหรับปี 2027 เราคาดว่ารายได้จะเติบโต 9.9% และกำไรสุทธิจะอยู่ที่ 2.13 หมื่นลบ. (+9%) backlog รองรับรายได้ปี 2027 เพียง 18% โดย AP LH และ SIRI ถือครอง backlog คิดเป็น 93% ของทั้งกลุ่ม ในขณะที่ QH LPN และ PSH จะต้องเร่งขายและโอนภายในปี 2567 (UNDERPERFORM) ด้านอัตราค่าเช่าขึ้นต้นคาดว่าจะฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดที่ 28.0% ในปี 2026 สู่ระดับ 29.2% ในปี 2027 จากการให้ส่วนลดน้อยลง

**มาตรการภาครัฐสิ้นสุดกลางปี 2027; ผังเมืองใหม่เป็นอพลัส** อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.00% และ GDP ที่คาดว่าจะเติบโต 2% ในปี 2027 จะส่งผลบวกต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ค่อนข้างจำกัด มาตรการผ่อนคลายน LTV และการลดค่าธรรมเนียมการโอนและจดจำนองเหลือ 0.01% (สำหรับที่อยู่อาศัยราคาไม่เกิน 7 ลบ.) มีผลถึงวันที่ 30 มิ.ย. 2027 และครอบคลุมถึงที่อยู่อาศัยมือสองด้วย ซึ่งจะช่วยกระตุ้นกิจกรรมซื้อขายในตลาดโดยรวมมากกว่าช่วยเพิ่มยอดขายให้แก่ผู้ประกอบการอสังหาฯ การสิ้นสุดพร้อมกันของมาตรการดังกล่าวจะผลักดันให้ยอดขายเร่งตัวขึ้นใน 1H27 ซึ่งจะส่งผลทำให้ยอดขายใน 2H27 ชะลอตัวลง ในขณะที่ต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้นอาจผลักดันให้มีการปรับขึ้นราคา 3-5% ในปี 2027 ผังเมืองรวมใหม่ (คาดว่าจะประกาศใช้ในปี 2027) ซึ่งจะเพิ่มอัตราส่วนพื้นที่อาคารรวมต่อพื้นที่ดิน (FAR) ตามแนวรถไฟฟ้า จะสร้างอพลัสให้กับประมาณการของเรา แต่อาจทำให้การเปิดตัวโครงการใน 1H27 ในบางพื้นที่ล่าช้าออกไป

**AP, SIRI และ SPALI ยังคงเป็น Top Picks** ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ของเรา โดย AP มี backlog ที่แข็งแกร่งที่สุด ช่วยหนุนการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ด้าน SIRI ได้รับประโยชน์จากค่าใช้สอยจำนวนมากในช่วง 4Q26 รวมถึงยอด presales ที่ยังคงเป็นไปตามเป้าหมาย ส่วน SPALI มีธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในออสเตเลียคอยหนุน ขณะเดียวกัน LH น่าจะเห็นผลประกอบการระยะสั้นที่แข็งแกร่งใน 4Q26 จากการเริ่มโอนโครงการ "วันเวลา ณ เจ้าพระยา" และการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT

**ความเสี่ยงที่สำคัญ:** ยอด presales ต่ำกว่าคาด, ไม่มีมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติมหลังเดือน มิ.ย. 2027, การปฏิเสธสินเชื่อ, ต้นทุนสูงขึ้น, อุปทานบ้านมือสอง, การเลื่อนเปิดตัวโครงการ และอุปสงค์ต่างชาติที่อ่อนแอลง สำหรับความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ การปล่อยก๊าซเรือนกระจก, การจัดการของเสียและน้ำ, การประเมิน EIA, การบริหารจัดการคุณภาพผลิตภัณฑ์ และนโยบายด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย (S)

Figure 1: แนวโน้มกำไรใน 2H26F

| Company | Core EPS growth (%) |      |     | 3Q26F Earnings forecast |      | 4Q26F Earnings forecast |      | 2H26F Earnings forecast |           |
|---------|---------------------|------|-----|-------------------------|------|-------------------------|------|-------------------------|-----------|
|         | 25A                 | 26F  | 27F | YoY                     | QoQ  | YoY                     | QoQ  | 2H26F YoY               | 2H26F HoH |
| AP      | (14)                | 7    | 7   | up                      | up   | up                      | up   | up                      | up        |
| LH      | (32)                | 2    | 13  | down                    | up   | up                      | up   | up                      | up        |
| LPN     | n.m.                | n.m. | 325 | down                    | down | down                    | up   | up                      | up        |
| PSH     | n.m.                | n.m. | 9   | down                    | down | down                    | up   | up                      | up        |
| QH      | (20)                | 6    | 2   | down                    | down | down                    | up   | down                    | up        |
| SIRI    | (19)                | (4)  | 5   | up                      | up   | down                    | down | down                    | up        |
| SPALI   | (35)                | 8    | 15  | up                      | down | down                    | down | up                      | up        |

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ดูข้อมูลวงจรรายได้ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

### Valuation summary

|                | Rating       | Price (Bt) | TP (Bt) | ETR (%) | P/E (x)     | P/BV (x)   | 26F        | 27F        | 26F | 27F |
|----------------|--------------|------------|---------|---------|-------------|------------|------------|------------|-----|-----|
| AP             | Outperform   | 7.8        | 11.00   | 48.6    | 5.3         | 4.9        | 0.5        | 0.5        |     |     |
| LH             | Neutral      | 3.5        | 4.20    | 27.8    | 11.0        | 9.7        | 0.8        | 0.8        |     |     |
| LPN            | Underperform | 1.6        | 1.16    | (24.8)  | 58.3        | 13.7       | 0.2        | 0.2        |     |     |
| PSH            | Underperform | 3.8        | 3.20    | (13.6)  | 18.8        | 17.2       | 0.2        | 0.2        |     |     |
| QH             | Underperform | 1.4        | 1.30    | 3.2     | 7.9         | 7.7        | 0.5        | 0.4        |     |     |
| SIRI           | Outperform   | 1.4        | 1.80    | 33.7    | 5.8         | 5.5        | 0.5        | 0.5        |     |     |
| SPALI          | Outperform   | 15.9       | 19.00   | 25.8    | 7.2         | 6.2        | 0.6        | 0.5        |     |     |
| <b>Average</b> |              |            |         |         | <b>16.3</b> | <b>9.3</b> | <b>0.5</b> | <b>0.4</b> |     |     |

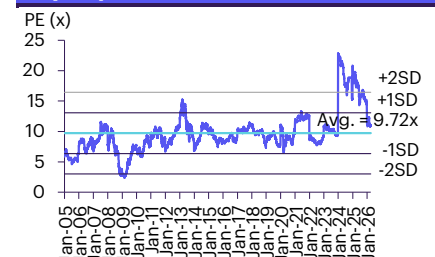
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

### Price performance

| Absolute | Relative to SET |       |        |
|----------|-----------------|-------|--------|
|          | 1M              | 3M    | 12M    |
| AP       | (4.9)           | 2.6   | (12.4) |
| LH       | (5.5)           | (8.5) | (19.9) |
| LPN      | (1.3)           | (1.9) | (10.3) |
| PSH      | (2.1)           | 13.7  | (8.6)  |
| QH       | (4.9)           | (0.7) | (0.7)  |
| SIRI     | (2.0)           | (0.7) | (1.4)  |
| SPALI    | (2.5)           | (0.6) | (12.6) |

Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

### Property sector's PER



Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

### นักวิเคราะห์

เติมพร ตันติวิวัฒน์, IAA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9018

termporn.t@innovestx.co.th

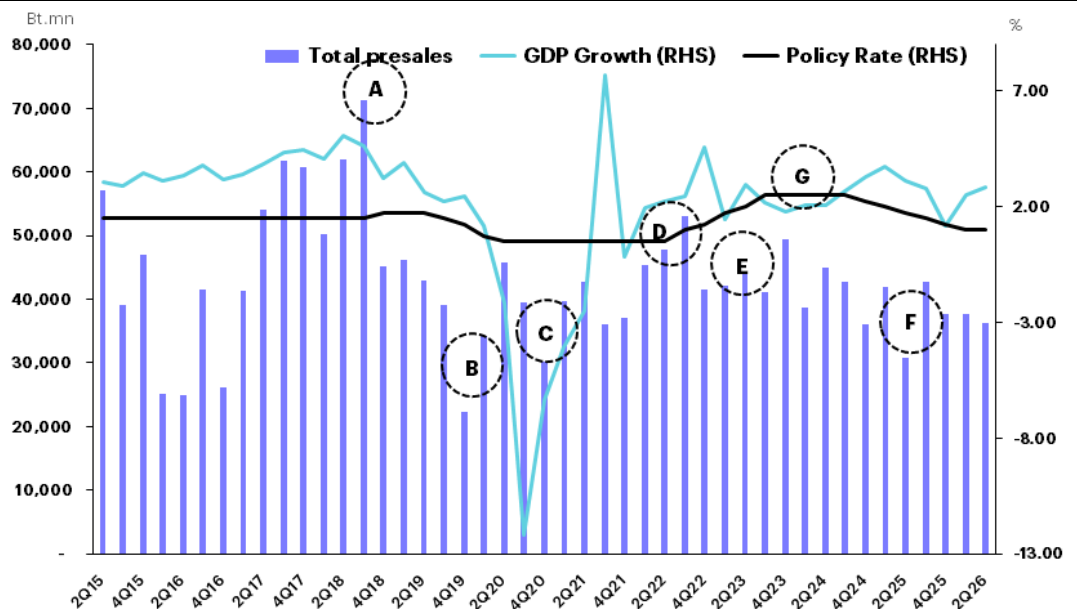
**กลุ่มอสังหาริมทรัพย์: คงคำแนะนำ NEUTRAL เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มทรงตัวที่ 1.00% ขณะที่คาด GDP เติบโต 2.0% ในปี 2026-27**

**ไม่มีปัจจัยหนุนจากดอกเบี้ยอีกต่อไป: อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวอยู่ที่ 1.00% ตลอดปี 2027** ปัจจุบันเราคาดว่า GDP ของไทยจะเติบโต 2.0% ทั้งในปี 2026 และ 2027 โดยในปี 2026 การเติบโตจะได้รับแรงหนุนจากการลงทุนภาคเอกชน (+11.0%) และมูลค่าการส่งออก (+12.5% ในรูป US\$) ที่แข็งแกร่ง ส่วนในปี 2027 คาดว่าการส่งออกจะชะลอตัวกลับมาเติบโตในระดับปกติ (+5.0%) และการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชนจะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 6.3% อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น (+4.5%) และการบริโภคภาคเอกชนที่ทรงตัว (+2.7%) จะช่วยชดเชยผลกระทบดังกล่าว ส่งผลให้ GDP ยังคงเติบโตที่ 2.0% ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะอยู่ในระดับต่ำที่ 1.9% ในปี 2026 และ 1.2% ในปี 2027 เราจึงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ 1.00% ตลอดปี 2027 ซึ่งหมายความว่าไม่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

ในกลุ่มที่อยู่อาศัย มาตรการช่วยเหลือเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังมีผลบังคับใช้ คือ การลดค่าธรรมเนียมการโอนและค่าจดจำนองสำหรับที่อยู่อาศัยราคาไม่เกิน 7 ลบ. ซึ่งได้ขยายระยะเวลาถึงวันที่ 30 มิ.ย. 2027 มาตรการดังกล่าวช่วยลดต้นทุนการทำธุรกรรม แต่ไม่เพียงพอที่จะเป็นเครื่องมือหลักในการสร้างอุปสงค์ใหม่ อย่างไรก็ตาม ในปี 2026 มาตรการนี้ได้ช่วยสนับสนุนการเติบโตของตลาดบ้านมือสองในกลุ่มระดับกลางถึงล่าง

**หนี้ครัวเรือนเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องติดตาม** สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP อยู่ที่ 85.9% ณ 1Q26 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 6 ปี และคาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ 83.5-84.5% ณ สิ้นปี 2026 การลดลงดังกล่าวเป็นผลจาก GDP ในรูปตัวเงิน (nominal GDP) ที่เติบโตเร็วกว่าหนี้ครัวเรือน ซึ่งเพิ่มขึ้นเพียง 0.5% เนื่องจากสถาบันการเงินมีความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นส่งผลให้ครัวเรือนจำนวนมากหันไปใช้บริการโรงรับจำนำเพิ่มขึ้น

**Figure 2: ยอด presales เทียบกับอัตราดอกเบี้ยและอัตราการเติบโตของ GDP**



A : Foreign demand for condos hit a new high  
B : First LTV effective  
C : COVID-19 effects  
D : LTV easing 4Q21-4Q22  
E : Policy Rate up from 0.5% to 2.5% in 2Q22 to 3Q23  
F : Earthquake March 2025

Source: InnovestX Investment Strategy & Research, BoT and REIC

**คาดยอด presales ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะเติบโตเป็นศูนย์และพลาดเป้าหมายในปีนี้ แม้อุตสาหกรรมโดยรวมยังเติบโต**

ยอด presales ของบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จำนวน 7 บริษัทที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI และ SPALI) ทำจุดสูงสุดในปี 2022 (+21% YoY) ในช่วงที่มีการผ่อนคลายมาตรการ LTV รอบก่อน อย่างไรก็ตาม หลังจากปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเวลา 3 ปี ยอด presales รวมได้ลดลงต่ำกว่าระดับในปี 2020 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดการแพร่ระบาด COVID-19 โดยอยู่ที่ราว 1.53 แสนลบ. ในปี 2025 ขณะที่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ต่างคาดการณ์ว่าในปี 2026 ไปได้ 1.662 แสนลบ. (+9% YoY) แต่ประมาณการของเราอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ราว 1.53 แสนลบ. (ทรงตัว YoY) ซึ่งสะท้อนถึงกรณีที่ดีที่สุดที่ยอด presales สามารถรักษาระดับใกล้เคียงกับปี 2025 ได้

การที่ยอด presales มีแนวโน้มต่ำกว่าเป้าหมายดังกล่าว เป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจมหภาคที่ซบเซา การคุมเข้มสินเชื่ออย่างเข้มงวดจากสถาบันการเงิน และยอดขายบ้านมือสองที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นคู่แข่งโดยตรงกับโครงการเปิดใหม่ ส่งผลให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ต้องเร่งระบายสินค้าคงเหลือในตลาดที่อยู่อาศัยใหม่ผ่านการทำโปรโมชั่นและการลดราคา

สำหรับช่วง 2H26 เราคาดว่าจะยอดขาย presales ของกลุ่มใน 3Q26 จะอยู่ที่ 3.8-3.9 หมื่นลบ. (ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ) โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการเปิดตัวโครงการเชิงรุกจาก AP และ SIRI ซึ่งรวมกันแล้วน่าจะคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของยอดขาย presales รวม โมเมนตัมดังกล่าวจะต่อเนื่องไปยัง 4Q26 โดยคาดว่าจะยอดขาย presales จะอยู่ที่ราว 4.0 หมื่นลบ. ภายใต้ทิศทางเดียวกับ 3Q26 คือ ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ

**Figure 3: Presales ปี 2026-27F ของผู้ประกอบการอสังหาฯ 7 ราย**


Source: InnovestX Investment Strategy & Research

**Figure 4: ยอด presales รายไตรมาสเพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ**


Source: InnovestX Investment Strategy & Research

**Figure 5: สรุปรายละเอียดมาตรการผ่อนคลายนโยบาย LTV**

| รายการ                                    | รายละเอียด                                                   |
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| วันสิ้นสุดเดิม                            | 30 มิ.ย. 2026                                                |
| วันสิ้นสุดใหม่                            | 30 มิ.ย. 2027                                                |
| ระยะเวลาขยายมาตรการ                       | 1 ปี                                                         |
| วงเงินกู้ต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) สูงสุด | 100%                                                         |
| กรณีที่ได้รับสิทธิ (1)                    | ที่อยู่อาศัยมูลค่าต่ำกว่า 10 ลบ. ตั้งแต่สัญญาที่ 2 เป็นต้นไป |
| กรณีที่ได้รับสิทธิ (2)                    | ที่อยู่อาศัยมูลค่า 10 ลบ. ขึ้นไป ตั้งแต่สัญญาที่ 1           |
| ช่วงเวลาของสัญญาที่เข้าเกณฑ์              | 1 ก.ค. 2026 - 30 มิ.ย. 2027                                  |
| ลักษณะมาตรการ                             | มาตรการชั่วคราว                                              |

Source: InnovestX Investment Strategy & Research and BoT

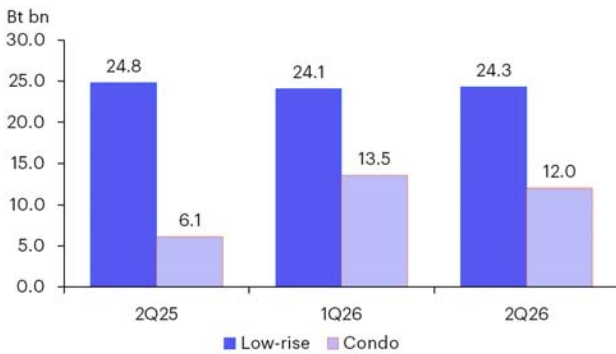
### Product mix: แนวราปรถงตัว ขณะที่คอนโดฟื้นตัวจากฐานต่ำ

ใน 1H26 โครงการแนวราปรถงคิดเป็น 65% ของยอดขาย presales (4.8 หมื่นลบ.) ขณะที่คอนโดคิดเป็น 35% (2.6 หมื่นลบ.) สำหรับช่วงถัดไป เราคาดว่าจะยอดขาย presales โครงการแนวราปรถงจะถ่วงตัวอยู่ที่ 2.4-2.5 หมื่นลบ.ต่อไตรมาส ส่งผลให้การเติบโตจะมาจากคอนโดมิเนียมเป็นหลัก โดยประมาณการยอดขาย presales 3Q26 ของเราที่ 3.8 - 3.9 หมื่นลบ. และ 4Q26 ที่ประมาณ 4.0 หมื่นลบ. สะท้อนว่ายอดขาย presales คอนโดใน 2H26 จะอยู่ที่ประมาณ 2.9-3.0 หมื่นลบ. (+14-18% HoH) และทำให้สัดส่วนคอนโดเพิ่มขึ้นเป็นราว 37-38% ของยอดขาย presales รวม

อุปสงค์ยังเป็นปัจจัยสนับสนุนแนวโน้มดังกล่าว โดยการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดทั่วประเทศใน 1H26 เติบโตเร็วกว่าที่อยู่อาศัยแนวราบ (+24.1% เทียบกับ +14.6% ในแง่ของจำนวนยูนิต) ขณะที่คอนโดในกรุงเทพฯ และปริมณฑลมีอัตราการขายสูงกว่าที่อยู่อาศัยแนวราบ (2.4% เทียบกับ 1.4% ของยูนิตคงเหลือขายต่อเดือน) นอกจากนี้ มูลค่าสินค้าคงเหลือของคอนโดยังทรงตัวอยู่ที่ 4.32 แสนลบ. และการเปิดโครงการใหม่ใน 2H26 ยังให้น้ำหนักไปที่โครงการแนวราปรถงเป็นหลัก ดังนั้นยอดขายที่เพิ่มขึ้นจึงคาดว่าจะมาจากกระแสนิยมและโครงการพร้อมอยู่เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งจะช่วยลดสินค้าคงเหลือ แต่ยังมีข้อจำกัดในการปรับขึ้นราคา

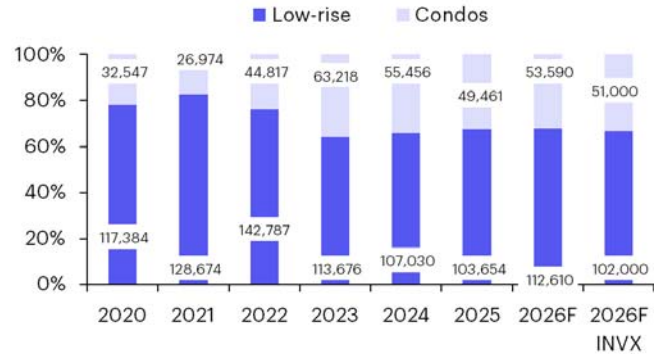
สำหรับปี 2027 เราคาดว่าสัดส่วนจะใกล้เคียงกับระดับใน 2H26 ภายใต้ประมาณการยอดขาย presales ที่ 1.6 แสนลบ. โดยยอดขายของทั้งคอนโดและแนวราปรถงมีแนวโน้มเร่งตัวใน 1H27 ก่อนที่มาตรการภาครัฐที่เกี่ยวข้องจะสิ้นสุดลงในเดือนมิ.ย. 2027

Figure 6: ยอด presales แนวราบทรงตัว, คอนโดมีเนียมฟื้นตัว



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

Figure 7: ยอด presales ทั้งปีได้แรงหนุนจากคอนโด



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

## ตลาดโดยรวมเทียบกับบริษัทจดทะเบียน — ทิศทางของอุปสงค์

ข้อมูลจาก REIC สะท้อนว่าตลาดที่อยู่อาศัยทั่วประเทศฟื้นตัวได้แข็งแกร่งกว่าบริษัทจดทะเบียนอย่างมีนัยสำคัญ โดยใน 1H26 จำนวนยูนิตโอนกรรมสิทธิ์เติบโต 17.6% มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์เติบโต 9.8% และยอดสินเชื่อที่อยู่อาศัยปล่อยใหม่เติบโต 12.2% ขณะที่ยอด presales ของ 7 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เติบโตเพียง 1.6% (7.4 หมื่นลบ. เทียบกับ 7.28 หมื่นลบ.)

ตลาดที่อยู่อาศัยมือสองเติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมโดยรวมใน 2Q26 โดยมียอดโอน 62,343 ยูนิต (+24.0% YoY) คิดเป็นมูลค่า 1.245 แสนลบ. (+2.9% YoY) การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยมือสองเติบโตสูงกว่าการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยใหม่ (+22.9% ในแง่ยูนิต / +8.8% ในแง่มูลค่า) ส่งผลให้ส่วนแบ่งการตลาดรวมขยายตัวขึ้นเป็น 65.6% ในแง่ของปริมาณและ 51.3% ในแง่ของมูลค่า หลังจากครึ่งปีแรกที่แข็งแกร่ง ซึ่งทำได้ 52% ของประมาณการทั้งปี เราคาดว่ายอดโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยรวมทั้งปี 2026 จะแตะ 323,479 ยูนิต (+2.3% YoY) มูลค่า 8.81 แสนลบ. (+1.8% YoY) ปรับเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดือนพ.ค.) โดยหากสมมติให้ส่วนแบ่งการตลาดของบ้านมือสองทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 65% ปริมาณการโอนบ้านมือสองคาดว่าจะสูงถึงประมาณ 210,000 ยูนิต (+4% YoY) ในปี 2026 ขณะที่มูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์รวมของตลาดที่อยู่อาศัยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสู่ประมาณ 9 แสนลบ. (+2% YoY) ในปี 2027

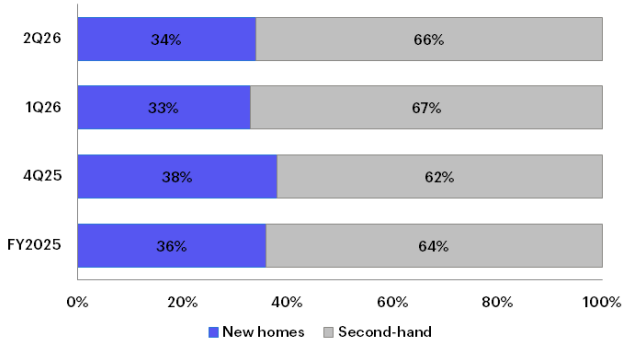
## ปัจจัยขับเคลื่อนตลาดที่สำคัญจนถึงปี 2027

- **เครื่องยนต์ขับเคลื่อนระดับภูมิภาค:** กรุงเทพฯ และปริมณฑล (BMR) เป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตหลัก โดยบันทึกยอดโอนกรรมสิทธิ์ 26,388 ยูนิต (+35.0% YoY) คิดเป็นมูลค่า 5.9 หมื่นลบ. (+29.4% YoY) หรือคิดเป็น 42% ของยอดโอนบ้านมือสองทั่วประเทศ ทั้งนี้ กรุงเทพฯ ขึ้นเป็นผู้นำโมเมนตัมด้วยปริมาณการโอนที่เพิ่มขึ้น 38.7% YoY
- **อุปสงค์ตามกลุ่มสินค้า:** อุปสงค์กระจุกตัวในคอนโดและกลุ่มราคาปานกลาง (ราคา 1.5-5 ลบ.) โดยที่อยู่อาศัยในช่วงราคา 2.01-3.00 ลบ. มีจำนวนยูนิตโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้น 29.7% YoY และคิดเป็น 24% ของมูลค่าตลาดรวม ขณะที่การโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมือสองเพิ่มขึ้น 39.4% YoY ในแง่จำนวนยูนิต และ 41.0% YoY ในแง่มูลค่า สำหรับที่อยู่อาศัยระดับบน (ราคามากกว่า 10 ล้านบาท) จำนวนยูนิตโอนกรรมสิทธิ์ลดลง 1.3% YoY แต่ยังมีมูลค่าการโอนเพิ่มขึ้น 10.9% YoY
- **อุปทานและการลดภาระหนี้ของธนาคาร:** จำนวนประกาศขายที่อยู่อาศัยมือสองเพิ่มขึ้นเป็น 195,941 ยูนิต (+6.1% YoY) คิดเป็นมูลค่า 9.412 แสนลบ. (+24.9% YoY) สะท้อนการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างไปสู่สินทรัพย์ระดับบนมากขึ้น โดยมูลค่าประกาศขายที่อยู่อาศัยราคามากกว่า 10 ลบ. เพิ่มขึ้น 39.6% YoY นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ยังเร่งขายสินทรัพย์ด้วยคุณภาพอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้จำนวนยูนิตที่ธนาคารนำออกมาประกาศขายเพิ่มขึ้นถึง 122.9% YoY.

## ผลกระทบด้านการลงทุนสำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์จดทะเบียน

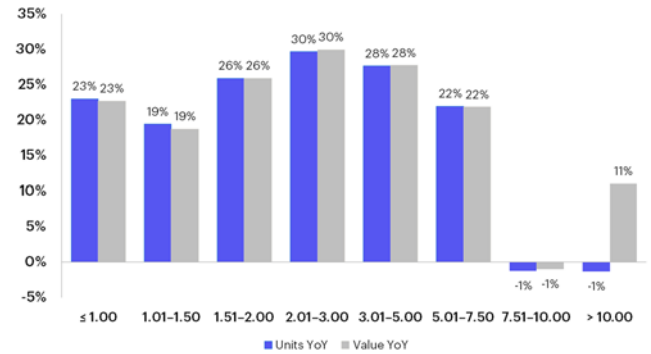
- **การถูกแย่งส่วนแบ่งตลาด:** แม้ว่าปริมาณธุรกรรมในตลาดที่อยู่อาศัยโดยรวมจะขยายตัว แต่การเติบโตดังกล่าวยังไม่สามารถส่งผ่านมายังยอด presales ของผู้ประกอบการอสังหาฯ จดทะเบียนได้อย่างเต็มที่ โดยอุปทานที่อยู่อาศัยมือสองในกลุ่มราคา 1.5-5 ลบ. และตลาดคอนโดในกรุงเทพฯ กำลังดูดซับอุปสงค์ที่แท้จริงของตลาด และแข่งขันโดยตรงกับโครงการใหม่ของผู้ประกอบการอสังหาฯ ส่งผลให้ยอดขายคอนโดของ LPN และ PSH เผชิญแรงกดดัน รวมถึงต้องใช้ในการส่งเสริมการขายและกลยุทธ์ด้านราคาเพื่อกระตุ้นยอดขายมากขึ้น
- **แรงกดดันต่อกลุ่มที่อยู่อาศัยระดับบน:** การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของอุปทานที่อยู่อาศัยมือสองระดับบน (มูลค่าอุปทานมากกว่า 10 ลบ. เพิ่มขึ้น 39.6% YoY) ส่งผลให้การแข่งขันรุนแรงขึ้น และกระทบต่ออำนาจการกำหนดราคาในตลาดที่อยู่อาศัยใหม่ระดับพรีเมียม โดย LH เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการอสังหาฯ ที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าว
- **ความเป็นกลางของนโยบายภาครัฐ:** การขยายระยะเวลามาตรการลดหย่อนค่าธรรมเนียมการโอนกรรมสิทธิ์เหลือ 0.01% (สำหรับอสังหาริมทรัพย์ราคาไม่เกิน 7.0 ลบ. ถึงวันที่ 30 มิ.ย. 2027) มีผลบังคับใช้ครอบคลุมทั้งธุรกรรมที่อยู่อาศัยใหม่และมือสอง ส่งผลให้มาตรการดังกล่าวไม่ได้สร้างความได้เปรียบเชิงการแข่งขันให้แก่ผู้ประกอบการอสังหาฯ ที่มีสินค้าคงเหลือในตลาดที่อยู่อาศัยใหม่โดยเฉพาะแต่อย่างใด

Figure 8: 2 ใน 3 ของการโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยเป็นบ้านมือสอง



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

Figure 9: การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยมือสองแยกตามระดับราคา



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

Figure 10: การโอนกรรมสิทธิ์ที่อยู่อาศัยมือสองจำแนกตามประเภทที่อยู่อาศัยใน 2Q26

| ประเภทอสังหาริมทรัพย์ | ยูนิต 2Q25 | ยูนิต 2Q26 | ยูนิต YoY | มูลค่า 2Q25 (au.) | มูลค่า 2Q26 (au.) | มูลค่า YoY | สัดส่วนยูนิต 2Q26 |
|-----------------------|------------|------------|-----------|-------------------|-------------------|------------|-------------------|
| คอนโดมิเนียม          | 11,758     | 16,386     | 39.4%     | 19,988            | 28,188            | 41.0%      | 26.3%             |
| ทาวน์เฮ้าส์           | 11,133     | 13,808     | 24.0%     | 18,465            | 22,657            | 22.7%      | 22.1%             |
| บ้านแฝด               | 1,719      | 2,097      | 22.0%     | 4,051             | 4,953             | 22.3%      | 3.4%              |
| อาคารพาณิชย์          | 4,401      | 5,192      | 18.0%     | 11,785            | 12,795            | 8.6%       | 8.3%              |
| บ้านเดี่ยว            | 21,281     | 24,860     | 16.8%     | 47,016            | 55,920            | 18.9%      | 39.9%             |
| รวม                   | 50,292     | 62,343     | 24.0%     | 101,305           | 124,513           | 22.9%      |                   |

| อุปทานที่อยู่อาศัยมือสองสะสมจำแนกตามประเภทอสังหาริมทรัพย์ |            |            |           |                   |                   |            |                   |
|-----------------------------------------------------------|------------|------------|-----------|-------------------|-------------------|------------|-------------------|
| ประเภทอสังหาริมทรัพย์                                     | ยูนิต 2Q25 | ยูนิต 2Q26 | ยูนิต YoY | มูลค่า 2Q25 (au.) | มูลค่า 2Q26 (au.) | มูลค่า YoY | สัดส่วนยูนิต 2Q26 |
| บ้านเดี่ยว                                                | 81,788     | 83,269     | 1.8%      | 424,787           | 487,479           | 14.8%      | 42.5%             |
| คอนโดมิเนียม                                              | 39,306     | 49,199     | 25.2%     | 169,941           | 285,129           | 67.8%      | 25.1%             |
| ทาวน์เฮ้าส์                                               | 55,176     | 54,757     | -0.8%     | 119,488           | 128,538           | 7.6%       | 27.9%             |
| อาคารพาณิชย์                                              | 5,421      | 5,760      | 6.3%      | 30,120            | 31,188            | 3.5%       | 2.9%              |
| บ้านแฝด                                                   | 3,031      | 2,956      | -2.5%     | 9,242             | 8,883             | -3.9%      | 1.5%              |
| รวม                                                       | 184,722    | 195,941    | 6.1%      | 753,578           | 941,217           | 24.9%      |                   |

Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

### คาดผังเมืองรวมฉบับใหม่มีผลบังคับใช้ในปี 2027

ร่างผังเมืองรวมกรุงเทพมหานครฉบับใหม่ (ฉบับที่ 4) ได้เริ่มเปิดรับฟังความคิดเห็นสาธารณะเป็นเวลา 90 วัน ตั้งแต่วันที่ 10 ส.ค. 2026 และจะสิ้นสุดในช่วงต้นเดือนพ.ย. หลังจากนั้นจะเข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการผังเมืองและสภากรุงเทพมหานคร โดยคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในปี 2027 แม้ว่าจะถูกเลื่อนการบังคับใช้จากเดิมที่คาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในปี 2025 และ 2026 มาก่อนหน้านี้ ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงสำคัญที่ส่งผลโดยตรงต่อผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่

- พื้นที่โซนสีส้มเพิ่มขึ้น 23.5% เพิ่มขึ้น 23.5% หรือราว 100 ตร.กม. โดยส่วนใหญ่อยู่ในพื้นที่กรุงเทพมหานครตอนเหนือและตะวันออก ขณะที่พื้นที่เกษตรกรรมลดลงมากกว่า 78%
- ค่า FAR เพิ่มขึ้นตามแนวเส้นทางคมนาคมหลัก โดยเฉพาะในพื้นที่ตอนเมืองที่เพิ่มจาก 2.5-3 เท่า เป็น 3.5-4 เท่า และพื้นที่ริมน้ำที่เพิ่มจาก 4-5 เท่า เป็น 6-7 เท่า ส่งผลให้พื้นที่ก่อสร้างที่สามารถพัฒนาได้เพิ่มขึ้นราว 40-50%
- หลักเกณฑ์การรับสิทธิประโยชน์ FAR Bonus เพิ่มจาก 5 เป็น 10 รายการ โดยยังคงเพดานรวมไว้ที่ 20% พร้อมทั้งเพิ่มเครื่องมือผังเมืองใหม่ ได้แก่ PUD (Planned Unit Development) และ TDR (Transfer of Development Rights) โดย PUD เปิดโอกาสให้เจ้าของที่ดินแปลงใหญ่ตั้งแต่ 100 ไร่ขึ้นไป สามารถจัดสรรการใช้ประโยชน์ที่ดินภายในโครงการได้อย่างยืดหยุ่นภายใต้ค่า FAR รวมเดียวกัน ขณะที่ TDR อนุญาตให้อโอนสิทธิการพัฒนาระหว่างที่ดินประเภทเดียวกันในอัตรา 1:1 หรือรับโอนสิทธิจากพื้นที่ที่อนุรักษ์ที่อยู่ภายในรัศมี 500 เมตรจากสถานียขนส่งมวลชน โดยมีเพดานไม่เกิน 20% ของค่า FAR

อัตราผลตอบแทนที่มูลค่าของที่ดินที่มีอยู่เดิม โดยเฉพาะในทำเลโซนเหนือและโซนตะวันออก ซึ่งรวมถึง SIRI และ AP ซึ่งสอดคล้องกับดัชนีราคาที่ดินในย่านบางเขน-สายไหม-ดอนเมือง-มีนบุรี ที่พุ่งขึ้น 21.1% YoY ใน 2Q26 ในขณะที่ความกังวลมาจากราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้นก่อนล่วงหน้าก่อนที่อุปทานใหม่จะเข้าสู่ตลาด ซึ่งในขณะนี้พื้นที่กรุงเทพฯ และปริมณฑลยังคงมีสินค้าคงเหลืออยู่ 202,414 ยูนิต และมีอัตราการจัดซื้อเพียง 1.8% ต่อเดือน นอกจากนี้ ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์อาจจะลดการเปิดตัวโครงการใหม่ออกไปในระหว่างที่รอผังเมืองใหม่ ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันต่อการเปิดตัวโครงการใหม่ใน 1H27 โดยประเด็นนี้ยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา

## ผลกระทบต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

## ผลกระทบเชิงบวก

- **มูลค่าที่ดินปรับเพิ่มขึ้นทันที** เมื่อผังเมืองฉบับใหม่มีผลบังคับใช้ โดยเฉพาะที่ดินที่อยู่ในพื้นที่ที่ได้รับการปรับเพิ่มค่า FAR หรือปรับเปลี่ยนเป็นพื้นที่ผังเมืองสีส้มหรือสีแดง ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ที่มีที่ดินในพื้นที่กรุงเทพฯ ตอนเหนือ (ดอนเมือง สายไหม รังสิต) และตะวันออก (มีนบุรี คลองสามวา ลาดกระบัง) จะได้รับประโยชน์มากที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับดัชนีราคาที่ดินเปล่าในพื้นที่บางเขน-สายไหม-ดอนเมือง-มีนบุรี-คลองสามวา-ลาดกระบัง ที่เพิ่มขึ้น 21.1% YoY ใน 2Q26 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตสูงเป็นอันดับ 2 ของกรุงเทพฯ
- **ต้นทุนต่อหน่วยของโครงการแนวสูงลดลง** เนื่องจากเมื่อค่า FAR เพิ่มขึ้น ต้นทุนที่ดินต่อพื้นที่ขายจะลดลงตามสัดส่วน จึงเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยชดเชยต้นทุนก่อสร้างที่ปรับตัวสูงขึ้น
- **การปรับลดเกณฑ์ที่จอดรถ** ใกล้เคียงกับขมวดลน จาก 1 คันต่อพื้นที่ใช้สอย 120 ตร.ม. เป็น 1 คันต่อ 240 ตร.ม. จะช่วยลดต้นทุนการก่อสร้างอาคารจอดรถของโครงการคอนโดที่อยู่ใกล้ระบบขนส่งมวลชนอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่งผลบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นมากกว่าการปรับลดมาตรฐานวัสดุก่อสร้าง
- **มาตรการ TDR และ PUD เพิ่มความยืดหยุ่นในการพัฒนาโครงการ** สำหรับบริษัทที่ถือครองที่ดินแปลงขนาดใหญ่ และยังมีโอกาสให้เจ้าของที่ดินในพื้นที่อนุรักษสามารถสร้างรายได้จากการขายสิทธิการพัฒนาเพิ่มเติมได้อีกด้วย

## ผลกระทบเชิงลบและความเสี่ยง

- **ต้นทุนที่ดินมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นทันทีหลังร่างผังเมืองมีความชัดเจนเพิ่มขึ้น** เนื่องจากผู้ขายที่ดินรับรู้ถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นจากผังเมืองฉบับใหม่ล่วงหน้าก่อนการซื้อขายจะเกิดขึ้นจริง ส่งผลให้ประโยชน์จากการปรับเพิ่มค่า FAR ถูกสะท้อนเข้าไปในราคาที่ดินบางส่วนแล้ว ดังนั้น บริษัทที่มีแผนเข้าซื้อที่ดินใหม่ในปี 2027 อาจได้รับประโยชน์จากการปรับผังเมืองน้อยกว่าผู้ที่ถือครองที่ดินเดิม
- **อุปทานใหม่จากพื้นที่ที่ได้รับการขยายเพิ่ม**ราว 100 ตร.กม. อาจเข้าสู่ตลาดในช่วงที่อุปทานคงเหลือยังอยู่ในระดับสูง โดย ณ 2Q26 กรุงเทพฯ และปริมณฑล (BMR) ยังมีพื้นที่อยู่อาศัยคงเหลือจำนวน 202,414 ไร่ และมีอัตราการดูดซับเฉลี่ยเพียง 1.8% ต่อเดือน (ที่อยู่อาศัยแนวราบ 1.4% และคอนโด 2.4%) ดังนั้น แม้การขยายพื้นที่พัฒนาใหม่จะเป็นปัจจัยบวกต่อการเติบโตในระยะยาว แต่ในระยะสั้นอาจเพิ่มความเสี่ยงต่อภาวะอุปทานล้นตลาด
- **ช่วงเปลี่ยนผ่านอาจส่งผลให้การเปิดตัวโครงการใหม่ล่าช้า** เนื่องจากผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์จะรอให้ผังเมืองฉบับใหม่มีผลบังคับใช้ก่อนยื่นขออนุญาตพัฒนาโครงการในพื้นที่ที่ได้รับการปรับเพิ่มค่า FAR ส่งผลให้จำนวนโครงการเปิดใหม่ในช่วง 1H27 อาจต่ำกว่าระดับปกติ และเลื่อนการเปิดตัวไปกระจุกตัวในช่วง 2H27 มากขึ้น

Figure 11: สรุปการเปลี่ยนแปลงสำคัญของผังเมืองรวมกรุงเทพมหานครฉบับใหม่ (ร่าง)

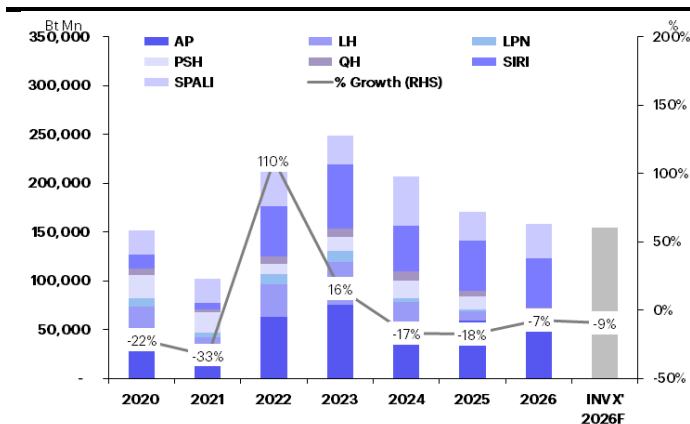
| รายการ                                        | ผังเมืองเดิม | ร่างฉบับที่ 4 | % เปลี่ยนแปลง            | ยูนิท / หมายเหตุ                    |
|-----------------------------------------------|--------------|---------------|--------------------------|-------------------------------------|
| พื้นที่อยู่อาศัยหนาแน่นปานกลาง (พื้นที่สีส้ม) |              |               | 23.5%                    | เพิ่มขึ้น ~100 ตร.กม. (~62,500 ไร่) |
| ถนนตามผังเมือง                                | 148          | 96            | -35.1%                   | Routes — 52 dropped                 |
| พื้นที่รับน้ำหลาก                             | 150          | 50            | -66.7%                   | sq.km                               |
| พื้นที่ชนบทและเกษตรกรรม                       |              |               | -78.0%                   | Down more than 78%                  |
| ตัวอย่างการเปลี่ยนแปลงค่า FAR                 |              |               |                          |                                     |
| ท่าเรือ                                       | FAR เดิม     | FAR ใหม่      | พื้นที่ก่อสร้างเพิ่มขึ้น |                                     |
| ดอนเมือง                                      | 2.5-3.0      | 3.5-4.0       | +33-40%                  |                                     |
| รังสิต                                        | 4.0-5.0      | 6.0-7.0       | +40-50%                  |                                     |
| พื้นที่พาณิชยกรรมใจกลางเมือง (สูงสุด)         | 10.0         | 10.0          | 0%                       |                                     |

Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

### การเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2026 มีแนวโน้มทำจุดต่ำสุดในรอบ 5 ปี...และข้อมูลสินค้าคงเหลือล่าสุดสะท้อนว่าเป็นกลยุทธ์ที่เหมาะสม

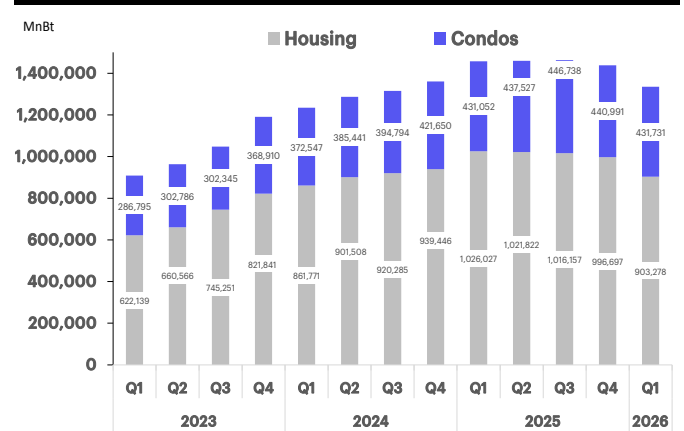
แม้ว่าโครงการเปิดใหม่ใน 1H26 จะมีมูลค่ารวม 6.6 หมื่นลบ. แต่การเปิดตัวของตลาดยังคงจำกัดอยู่ในบางเซ็กเมนต์สำหรับช่วง 2H26 เราคาดว่าโครงการใหม่จะเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล แต่ยังไม่เพียงพอที่จะบรรลุเป้าหมายที่ผู้ประกอบการอสังหาฯ ตั้งไว้ ส่งผลให้มูลค่าโครงการเปิดใหม่ในปี 2026 มีแนวโน้มลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีที่ 1.55 แสนลบ. (-9% YoY) หรือต่ำกว่าเป้าหมายของผู้ประกอบการอสังหาฯ ราว 5% การชะลอการเปิดโครงการดังกล่าวสะท้อนถึงการบริหารอุปทานอย่างมีวินัย มากกว่าการตอบสนองต่อภาวะตลาดที่อ่อนแอ โดยมูลค่าสินค้าคงเหลือที่ยังไม่สามารถขายได้ในตลาดที่อยู่อาศัยใหม่ลดลง 8.4% YoY มาอยู่ที่ 1.34 ล้านลบ. ณ สิ้น 1Q26 ซึ่งเป็นผลจากการปรับลดลงต่อเนื่องของสินค้าคงเหลือในกลุ่มที่อยู่อาศัยแนวราบตลอด 4 ไตรมาสที่ผ่านมา สู่ระดับ 9.03 แสนลบ. (-12% YoY) อย่างไรก็ตาม การระบายสต็อกที่อยู่อาศัยแนวราบได้อย่างต่อเนื่องตลอด 2H26 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยวางรากฐานให้อัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มขยายตัว และสนับสนุนให้กำไรจากการดำเนินงานปกติเติบโตแข็งแกร่งขึ้นในปี 2027

Figure 12: INVX คาดมูลค่าโครงการเปิดใหม่ปี 2026F ลดลง 9%



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 13: มูลค่าโครงการเปิดใหม่ใน 2Q26 เพิ่มขึ้น 42% YoY, 36% QoQ



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

### ต้นทุนปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ราคาขายมีแนวโน้มปรับขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นไม่มีข้อพิพาท

ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นมีสาเหตุหลักจากราคาน้ำมันดิบโลกที่ปรับตัวสูงขึ้นและอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนของผู้ประกอบการอสังหาฯ โดยเฉพาะต้นทุนการขนส่งและต้นทุนแฝงของวัสดุก่อสร้างอื่นๆ นอกจากนี้ ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างในเดือนส.ค. 2026 ยังสะท้อนแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

เราคาดว่าผู้ประกอบการอสังหาฯ จะทยอยปรับขึ้นราคาขายที่อยู่อาศัยตั้งแต่ปี 2027 เพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น โดย INVX คาดว่าราคาขายเฉลี่ยจะปรับเพิ่มขึ้นราว 3-5% อย่างไรก็ตาม การปรับขึ้นราคาดังกล่าวมีเป้าหมายเพื่อรักษาระดับอัตรากำไร มากกว่าจะผลักดันให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ในตลาดยังคงอ่อนแอ และยังมีแรงกดดันด้านราคาจากที่อยู่อาศัยมือสองซึ่งมีราคาต่ำกว่า

ขณะเดียวกัน ต้นทุนที่ดินโดยรวมยังมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากการบังคับใช้ผังเมืองรวมฉบับใหม่ที่อาจทำให้มูลค่าที่ดินในบางพื้นที่ปรับเพิ่มขึ้น ซึ่งมีแนวโน้มผลักดันราคาที่ดินให้สูงขึ้นในภาพรวมสำหรับผู้ประกอบการอสังหาฯ ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยในปี 2027F จะปรับเพิ่มขึ้นสู่ 29.2% จากระดับต่ำสุดที่ 28.0% ในปี 2026 โดยได้รับแรงหนุนจากการลดการจัดโปรโมชันและการให้ส่วนลดด้านราคา

Figure 14 : แรงแผ่ดินด้านต้นทุนจะเพิ่มโอกาสในการปรับราคาขายขึ้นในปี 2027

| องค์ประกอบต้นทุน | แนวโน้มล่าสุด             | ข้อมูลอ้างอิง                                                                                                       | แนวโน้มปี 2027                                                                                                                                                  |
|------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| วัสดุก่อสร้าง    | เร่งตัวขึ้น               | ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างเดือนส.ค. 2026 อยู่ที่ 113.1 จุด (+6.1% YoY) เร่งตัวขึ้นจาก 112.8 จุด (+5.8% YoY) ในเดือนก.ค. | ยังคงอยู่ในระดับสูงเนื่องจากราคาพลังงาน กองแดง และอุปสงค์จากโครงการภาครัฐ โดยสำนักงานนโยบายและยุทธศาสตร์การค้า (สนค.) คาดว่าจะขยายตัวอย่างต่อเนื่องในเดือนถัดไป |
| แรงงาน           | ทรงตัว                    | ค่าแรงขั้นต่ำอยู่ที่ 337-400 บาท/วัน มีผลตั้งแต่ 1 ก.ค. 2025 และยังไม่มีการปรับขึ้นในปี 2026                        | ยังคงมีแรงกดดันทางการเมืองต่อการปรับขึ้นค่าแรง ซึ่งอาจเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านต้นทุนเพิ่มเติมในอนาคต                                                                |
| แรงงานต่างด้าว   | ขยายระยะเวลา              | มติคณะรัฐมนตรีเมื่อ 2 ธ.ค. 2025 ขยายใบอนุญาตทำงานของแรงงานต่างด้าวจนถึงปี 2027                                      | ต้องติดตามการขยายมาตรการเพิ่มเติมในอนาคต เนื่องจากหากไม่มีการต่ออายุ อาจส่งผลกระทบต่อแผนการก่อสร้างมากกว่าต้นทุน                                                |
| ที่ดิน           | ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง | ดัชนีราคาที่ดินเปล่าในกรุงเทพฯ และปริมณฑล (BMR) ใน 2Q26 อยู่ที่ 440.9 จุด (+6.2% YoY แต่ -1.8% QoQ)                 | ผังเมืองรวมกรุงเทพมหานครฉบับใหม่จะเป็นปัจจัยหนุนเพิ่มเติม โดยเฉพาะในพื้นที่ที่ได้รับการปรับเพิ่มค่า FAR ซึ่งอาจผลักดันราคาที่ดินให้สูงขึ้น                      |

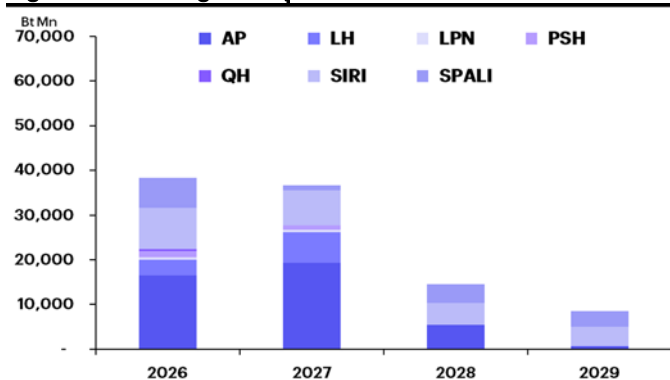
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

## Backlog ของกลุ่มกระจุกตัวอยู่ในผู้ประกอบการอสังหาฯ เพียง 3 ราย

Backlog รวมของผู้ประกอบการอสังหาฯ 7 รายภายใต้การวิเคราะห์ของเราอยู่ที่ 9.79 หมื่นลบ. ณ เดือนก.ย. 2026 โดยแบ่งเป็น backlog ของโครงการที่บริษัทพัฒนาเองจำนวน 7.07 หมื่นลบ. (72%) และ backlog จากโครงการร่วมทุน (JV) จำนวน 2.72 หมื่นลบ. (28%) ทั้งนี้ ความสามารถในการมองเห็นรายได้ในระยะสั้นยังคงกระจุกตัวอยู่ในบางบริษัท โดย AP SIRI และ SPALI มีสัดส่วนรวมกันถึง 85% ของ backlog ทั้งหมด ขณะที่ backlog จากโครงการ JV เกือบทั้งหมดอยู่ภายใต้ AP และ SIRI ผ่านโครงการคอนโดร่วมทุนกับพันธมิตรญี่ปุ่น ในทางกลับกัน QH (452 ลบ.), LPN (1.2 พันลบ.) และ PSH (2.3 พันลบ.) มี backlog อยู่ในระดับต่ำมาก ทั้งนี้จาก backlog ทั้งหมด มีจำนวน 3.83 หมื่นลบ. (39%) ที่มีกำหนดการโอนกรรมสิทธิ์ใน 2H26

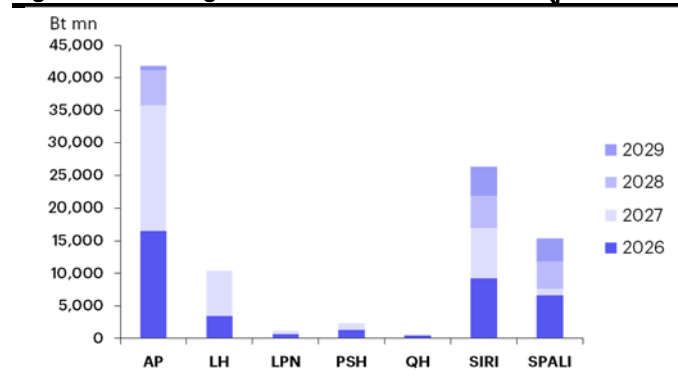
**Backlog ที่จะรับรู้ในปี 2027 อยู่ในมือผู้พัฒนาอสังหาฯ เพียง 3 ราย** โดย secured revenue สำหรับปี 2027 กระจุกตัวอยู่ในผู้ประกอบการอสังหาฯ เพียง 3 ราย ได้แก่ AP (1.93 หมื่นลบ. หรือ 53%), SIRI (7.8 พันลบ. หรือ 21%) และ LH (6.9 พันลบ. หรือ 19%) ซึ่งรวมกันคิดเป็น 93% ของ backlog จำนวน 3.66 หมื่นลบ. ที่มีกำหนดโอนในปี 2027 ขณะที่ผู้ประกอบการอสังหาฯ อีก 4 รายเผชิญภาวะ backlog ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดย QH ไม่มี Backlog สำหรับปี 2027 เลย ส่วน LPN PSH และ SPALI มี backlog อยู่เพียงเล็กน้อย ส่งผลให้ต้องพึ่งพาการขายและโอนกรรมสิทธิ์ภายในปีเดียวกันเป็นหลัก การมี backlog รองรับรายได้ในระดับจำกัด ประกอบกับแนวโน้มการเปิดโครงการใหม่ในปี 2026 ที่อาจลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และการสิ้นสุดมาตรการผ่อนคลาย LTV รวมถึงมาตรการลดค่าธรรมเนียมการโอนและจดจำนองในเดือนมิ.ย. 2027 ส่งผลให้ AP มีความชัดเจนของกำไรปี 2027 อยู่ในระดับสูง ขณะที่ SIRI และ LH อยู่ในระดับที่น่าพอใจ ส่วน QH LPN PSH และ SPALI มีความแน่นอนของรายได้และกำไรในปี 2027 ค่อนข้างจำกัด โดยกรณีของ SPALI การเติบโตของกำไรจะพึ่งพาส่วนแบ่งกำไรจากโครงการในออสเตรเลียมากกว่า backlog ในประเทศ

Figure 15: Backlog ของกลุ่มในช่วง 2H26-2028



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

Figure 16: Backlog ของแต่ละบริษัทจำแนกตามปีที่รับรู้รายได้



Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research

## ปี 2026...กำไรฟื้นตัว แต่อัตรากำไรยังไม่ฟื้น

ภายหลังการประกาศผลประกอบการ 1H26 เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2026 ของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์จะอยู่ที่ 1.95 หมื่นลบ. (+9.9% YoY จากฐานต่ำที่ 1.78 หมื่นลบ. ในปี 2025) ขณะที่คาดว่ารายได้จะอยู่ที่ 1.5 แสนลบ. (+4.6% YoY) อย่างไรก็ตาม ประเด็นสำคัญอยู่ที่อัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งคาดว่าจะลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 28.0% ในปี 2026F (ลดลงจาก 29.6% ในปี 2025 และต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 31.0%) หลังจากอัตรากำไรขั้นต้นใน 1H26 ลดลงมาอยู่ที่ 26.8% (เทียบกับ 29.3% ใน 1H25) เนื่องจากผู้ประกอบการอสังหาฯ เร่งทำโปรโมชันและลดราคาเพื่อระบายสต็อก โดยทุกบริษัทภายใต้การวิเคราะห์มีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันต่ออัตรากำไรในปี 2026 ขณะที่ SIRI เป็นเพียงบริษัทเดียวที่คาดว่ากำไรจะลดลง (-3.3% YoY) จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจาก 29.7% มาอยู่ที่ 26.4%

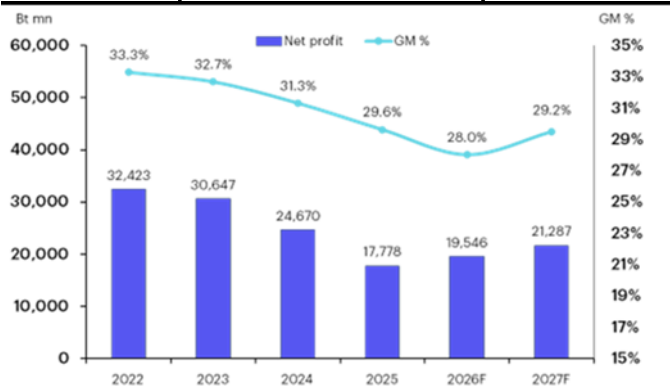
เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวใน 2H26F โดยได้รับแรงหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์โครงการที่ก่อสร้างแล้วเสร็จ รวมถึงมาตรการผ่อนคลายน LTV และมาตรการลดค่าธรรมเนียมการโอนและจดจำนองเหลือ 0.01% ดังนั้นกำไรจึงมีแนวโน้มที่จะกระจุกตัวในช่วงครึ่งปีหลัง โดยสัดส่วนกำไรระหว่าง 1H26 และ 2H26F อยู่ที่ 42:58 ทั้งนี้ คาดว่ากำไรใน 2H26F จะอยู่ที่ 1.13 หมื่นลบ. (+22% YoY, +38% HoH) เทียบกับกำไร 1H26 ที่ 8.2 พันลบ. (-3.3% YoY) โดย LH (+109% HoH) และ AP (+36% HoH) จะเป็นผู้นำการฟื้นตัวใน 2H26 ขณะที่ PSH และ LPN จะกลับมาทำกำไรหลังจากขาดทุนใน 2H25

### 2027...การเติบโตยังเปราะบาง แม้คาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้น 10% สู่ 2.12 หมื่นลบ.

สำหรับปี 2027 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์มี backlog รอรับสัญญาได้อยู่ที่ 3.66 หมื่นลบ. (backlog ของโครงการที่บริษัทพัฒนาเองจำนวน 2.94 หมื่นลบ.) ซึ่งสามารถรองรับรายได้ได้เพียง 18% ของประมาณการรายได้ปี 2027 ของเราที่ 1.649 แสนลบ. (+9.9% YoY) เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวจาก 28% สู่ 29.2% เนื่องจากแรงกดดันจากการทำโปรโมชันเริ่มลดลง ซึ่งจะส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 10% สู่ 2.12 หมื่นลบ.

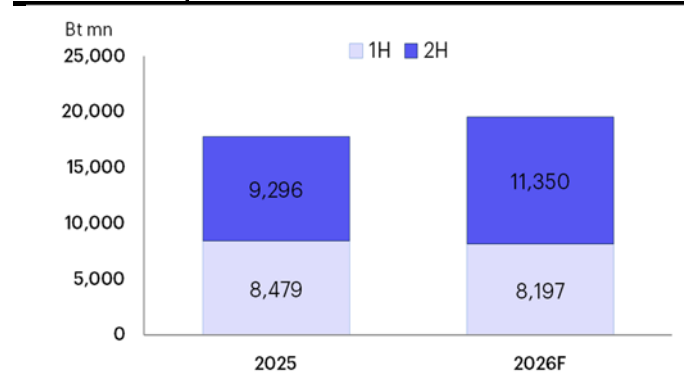
อย่างไรก็ตาม ความชัดเจนของรายได้และกำไรในปี 2027 ยังคงแตกต่างกันอย่างมากในแต่ละบริษัท โดย AP มี backlog รองรับแล้วคิดเป็น 30% ของประมาณการรายได้ปี 2027F ขณะที่ LH อยู่ที่ 28% และ SIRI อยู่ที่ 20% ซึ่งทั้งสามบริษัทถือครอง backlog ที่จะรับรู้ในปี 2027 รวมกันถึง 93% ในทางกลับกัน SPALI (4%), PSH (6%), LPN (7%) และ QH (ไม่มี backlog) เข้าสู่ปี 2027 โดยมีรายได้ที่ลือชื่อล่วงหน้าในระดับต่ำมาก ด้วยข้อจำกัดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คาดว่าจะคงอยู่ที่ 1.00% และแนวโน้มโอกาสปรับลดลงเพิ่มเติม การเติบโตในปี 2027 จึงขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้ประกอบการอสังหาฯ ในการเร่งขายและโอนกรรมสิทธิ์ภายในปี 2027 เป็นหลัก ขณะที่ความเสี่ยงสำคัญอยู่ที่การสิ้นสุดมาตรการผ่อนคลายน LTV และมาตรการลดค่าธรรมเนียมการโอนและจดจำนองในวันที่ 30 มิ.ย. 2027 ซึ่งอาจทำให้ยอดขายและยอดโอนกรรมสิทธิ์เร่งตัวขึ้นใน 1H27

Figure 17: กำไรสุทธิและอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่ม



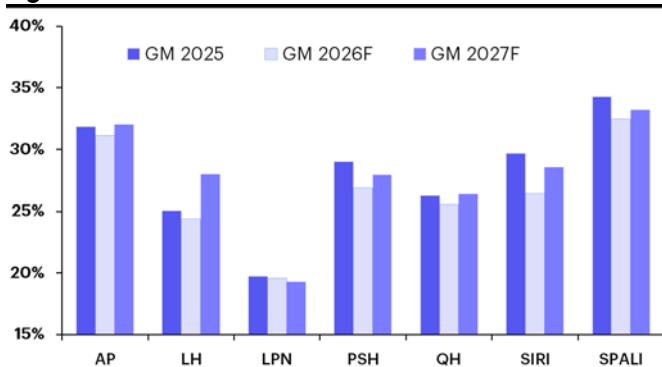
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 18: กำไรสุทธิครึ่งปีหลังเด่นกว่าครึ่งปีแรก: 1H vs 2H



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 19: อัตรากำไรขั้นต้นรายบริษัท



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 20: รายได้ที่มี backlog รองรับแล้ว: 2026F เทียบ 2027F



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

### หุ้นเด่นของเราคือ AP SIRI และ SPALI ขณะที่ LH มีแนวโน้มโดดเด่นในระยะสั้น

เรายังคงเลือก AP SIRI และ SPALI เป็นหุ้นเด่นของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยแต่ละบริษัทมีปัจจัยบวกสนับสนุนการลงทุนที่แตกต่างกัน เราชอบ AP จากการมี backlog สูงที่สุดในกลุ่มทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ SIRI ได้รับแรงหนุนจากกำไรพิเศษจำนวนมากที่คาดว่าจะรับรู้ใน 4Q26 และแนวโน้ม presales ปี 2026 ที่คาดว่าจะเติบโตตามเป้าหมายที่วางไว้ แม้จะทรงตัวเมื่อเทียบกับปีก่อน ส่วน SPALI ได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์ในออสเตรเลีย นอกจากนี้ เราคาดว่า LH จะมีผลการดำเนินงานโดดเด่นในระยะสั้น โดยได้รับแรงหนุนจากกำไรที่แข็งแกร่งเป็นพิเศษใน 4Q26 จากการเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการคอนโด *วันเวลา ณ เจ้าพระยา* และกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์เข้ากองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เพิ่มเติม

**AP (หุ้นเด่น, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 11.0 บาท/หุ้น - ได้รับแรงหนุนจาก backlog ที่แข็งแกร่ง)** ปัจจุบัน AP มี backlog สูงที่สุดในกลุ่มที่ 4.18 หมื่นลบ. โดยคาดว่าจะ 50-55% จะทยอยรับรู้เป็นรายได้ในช่วง 2H26 นอกจากนี้ ยอด presales ยังมีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยเราคาดว่าจะเติบโต 3-5% YoY ส่งผลให้กำไรสุทธิใน 2H26 มีแนวโน้มเติบโตทั้ง YoY และ HoH และสนับสนุนให้กำไรสุทธิปี 2026 เพิ่มขึ้น 7.5% YoY สู่ระดับ 4.64 พันลบ.

**SIRI (หุ้นเด่น, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 1.80 บาท/หุ้น - กำไรพิเศษใน 4Q26 และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง)** เราคาดว่ายอดขาย presales ปี 2026 ของ SIRI จะเป็นไปตามหรือสูงกว่าเป้าหมายเล็กน้อย โดยจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว YoY ที่ประมาณ 4.1 หมื่นลบ. สำหรับผลประกอบการ กำไรสุทธิใน 4Q26 มีแนวโน้มทำระดับสูงสุดของปีจากการรับรู้รายได้จาก backlog กำไรพิเศษรวมราว 450 ลบ. จากหลายรายการ รวมถึงอ็อปไซด์เพิ่มเติมจากการขายที่ดินให้แก่ JV ซึ่งยังไม่ได้รวมอยู่ในประมาณการของเรา นอกจากนี้ คาดว่าเงินปันผลสำหรับ 2H26 จะสูงกว่า 1H26 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับมากกว่า 8% ต่อปี

**SPALI (หุ้นเด่น, ราคาเป้าหมาย 19.0 บาท/หุ้น) ปัจจัยกระตุ้นประกอบด้วย backlog ใน 2H26 ที่แข็งแกร่ง และส่วนแบ่งกำไรจากออสเตเรีย** ซึ่งจะผลักดันให้กำไรสุทธิใน 2H26 เติบโตทั้ง YoY และ QoQ นอกจากนี้ การเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจออสเตเรียตลอดปี 2027 จะช่วยชดเชยยอดขายในประเทศที่มีแนวโน้มทรงตัว ส่งผลให้ส่วนแบ่งกำไรจากออสเตเรียทำจุดสูงสุดใหม่ และสนับสนุนให้กำไรสุทธิปี 2027 เติบโต 15%

**LH (NEUTRAL, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 4.20 บาท/หุ้น) - กำไร 2H26 เติบโตโดดเด่นจาก backlog และกำไรพิเศษ** เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2H26 ของ LH จะเติบโตโดดเด่นที่สุดในกลุ่ม โดยได้รับแรงหนุนจากการเริ่มรับรู้รายได้ของโครงการคอนโด *วันเวลา ณ เจ้าพระยา* และกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยให้กำไรสุทธิปี 2026 ทรงตัวจากปีก่อน ก่อนที่จะเร่งตัวขึ้นในปี 2027 จากการรับรู้รายได้ของโครงการดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง

**LPN (UNDERPERFORM, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 1.16 บาท/หุ้น) - อัตรากำไรขั้นต้นมี downside** หลังจากรายงานผลประกอบการ 1H26 ที่อ่อนแอ โดยมีขาดทุนสุทธิราว 21 ลบ. เราคาดว่าผลประกอบการใน 2H26 จะปรับตัวดีขึ้นจากการทยอยรับรู้รายได้จาก backlog อย่างไรก็ตาม ประมาณการกำไรสุทธิปี 2026 ของเราที่ 39 ลบ. ยังมีความเสี่ยง downside จากแรงกดดันด้านอัตรากำไร ซึ่งลดลงสู่ระดับต่ำเพียง 17% ใน 2Q26

**PSH (UNDERPERFORM, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 3.20 บาท/หุ้น) - ได้รับแรงหนุนจากธุรกิจอื่นๆ** เราคาดว่าธุรกิจที่ไม่ใช่สังหาริมทรัพย์ของ PSH จะช่วยหนุนผลประกอบการ 2H26 ผ่านความแข็งแกร่งตามฤดูกาลของรายได้ค่าเช่าและกิจการโรงพยาบาล เราคาดว่าปี 2026 PSH จะพลิกกลับมาทำกำไรสุทธิที่ 445 ลบ. พื้นที่จากผลขาดทุนจากการลงทุนในปีก่อนหน้านี้

**QH (UNDERPERFORM, ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 ที่ 1.30 บาท/หุ้น) - ธุรกิจหลักยังอ่อนแอ, ได้รับแรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม** ปัจจุบัน QH มี backlog อยู่เพียง 452 ลบ. ซึ่งทั้งหมดคาดว่าจะรับรู้เป็นรายได้ภายในปี 2026 ท่ามกลางอุปสงค์ที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอ โดยยอดขายที่แข็งแกร่งยังจำกัดอยู่เพียงบางทำเล และบางกลุ่มสินค้า ประกอบกับการแข่งขันที่รุนแรงและจำนวนโครงการเปิดใหม่ที่มีจำกัด ทำให้ยอดขาย presales มีความเสี่ยงพลาดเป้าที่ 7.2 พันลบ. (+14% YoY) เนื่องจากธุรกิจหลักยังฟื้นตัวได้ช้าและความสามารถในการทำกำไรยังไม่กลับสู่ระดับปกติ กำไรสุทธิจึงยังคงพึ่งพาส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเป็นหลัก เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2026 ไว้ที่ 1.8 พันลบ. (+6.4% YoY) โดยคาดว่ากำไรประมาณ 95% จะมาจากส่วนแบ่งกำไร

**Figure 21: แนวโน้มกำไรใน 2H26F**

|              | Reported Core profit (Bt mn) |               |               |               |               | INVX Core profit (Bt mn) |               | Consensus Core profit (Bt mn) |               | % diff (INVX/consensus) |            |
|--------------|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------|---------------|-------------------------------|---------------|-------------------------|------------|
|              | 2020                         | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F                    | 2026F         | 2025F                         | 2026F         | 2025F                   | 2026F      |
| AP           | 4,543                        | 5,877         | 6,054         | 5,020         | 4,317         | 4,640                    | 4,950         | 4,927                         | 5,261         | -6%                     | -6%        |
| LH           | 6,936                        | 8,313         | 7,482         | 5,491         | 3,716         | 3,774                    | 4,254         | 4,323                         | 4,801         | -13%                    | -11%       |
| QH           | 1,670                        | 2,396         | 2,503         | 2,150         | 1,728         | 1,838                    | 1,870         | 2,011                         | 2,011         | -9%                     | -7%        |
| PSH          | 2,243                        | 2,772         | 1,347         | 259           | (540)         | 445                      | 485           | 513                           | 479           | -13%                    | 1%         |
| LPN          | 302                          | 612           | 353           | 111           | (20)          | 39                       | 165           | 99                            | 109           | -61%                    | 52%        |
| SIRI         | 2,017                        | 4,301         | 5,429         | 5,253         | 4,513         | 4,354                    | 4,586         | 4,392                         | 4,576         | -1%                     | 0%         |
| SPALI        | 7,070                        | 8,173         | 5,989         | 6,190         | 4,015         | 4,333                    | 4,976         | 4,650                         | 5,013         | -7%                     | -1%        |
| <b>Total</b> | <b>24,782</b>                | <b>32,444</b> | <b>29,157</b> | <b>24,473</b> | <b>17,729</b> | <b>19,423</b>            | <b>21,287</b> | <b>20,916</b>                 | <b>22,250</b> | <b>-7%</b>              | <b>-4%</b> |

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

**Figure 22: คำแนะนำและ valuation**

|       | คำแนะนำ               | ราคาเป้าหมายกลางปี 2027 | Valuation                                                                                |
|-------|-----------------------|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| AP    | OUTPERFORM (หุ้นเด่น) | 11.0 บาท                | อิง PE เฉลี่ย 18 ปีที่ 7 เท่า                                                            |
| SIRI  | OUTPERFORM (หุ้นเด่น) | 1.80 บาท                | อิง PE ที่ 7.1 เท่า (+0.25SD จาก PE เฉลี่ย 18 ปี), การกระจายฐานรายได้สู่ธุรกิจอื่น       |
| SPALI | OUTPERFORM (หุ้นเด่น) | 19.0 บาท                | อิง PE เฉลี่ยที่ 8 เท่า (+0.25SD จาก PE เฉลี่ย 18 ปี), การเติบโตของการลงทุน              |
| LH    | NEUTRAL               | 4.20 บาท                | อิง PE เฉลี่ย 18 ปีที่ 13.3 เท่า                                                         |
| LPN   | UNDERPERFORM          | 1.16 บาท                | อิง PE เฉลี่ย 18 ปีที่ 11 เท่า                                                           |
| PSH   | UNDERPERFORM          | 3.20 บาท                | อิง PE เฉลี่ย 18 ปีที่ 14 เท่า หนุนโดยธุรกิจอื่นๆ                                        |
| QH    | UNDERPERFORM          | 1.30 บาท                | อิง PE ที่ 7.6 เท่า (-0.5SD จาก PE เฉลี่ย 18 ปี) เพื่อสะท้อนการดำเนินงานหลักที่ยังอ่อนแอ |

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

### ความเสี่ยงต่อมุมมองของเรา

ความเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการกำไรของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ได้แก่ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคเพิ่มเติม และทำให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ หากผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ ไม่สามารถลดการทำให้โปรโมชันได้ตามเป้าหมาย อัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มอาจเผชิญแรงกดดันต่อเนื่อง และอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานกว่าที่คาด ส่งผลให้การฟื้นตัวของผลประกอบการล่าช้าออกไป

อีกทั้ง หากมาตรการสนับสนุนทางภาษีต่าง ๆ ไม่ได้รับการต่ออายุ ความชัดเจนของอุปสงค์ในภาคอสังหาริมทรัพย์อาจลดลงใน 3Q27

**Figure 23 :Valuation summary**(price as of Sep 30, 2026)

|                | Rating       | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)    |             |            | EPS growth (%) |          |           | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)  |          |          | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|--------------|------------------|-------------------|------------|------------|-------------|------------|----------------|----------|-----------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |              |                  |                   |            | 25A        | 26F         | 27F        | 25A            | 26F      | 27F       | 25A        | 26F        | 27F        | 25A      | 26F      | 27F      | 25A            | 26F        | 27F        | 25A           | 26F         | 27F         |
| AP             | Outperform   | 7.75             | 11.00             | 48.6       | 5.6        | 5.3         | 4.9        | (14)           | 7        | 7         | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 10       | 10       | 10       | 6.7            | 6.7        | 7.1        | 9.8           | 7.9         | 8.7         |
| LH             | Neutral      | 3.46             | 4.20              | 27.8       | 11.1       | 11.0        | 9.7        | (32)           | 2        | 13        | 0.8        | 0.8        | 0.8        | 7        | 7        | 8        | 6.3            | 6.4        | 7.2        | 20.0          | 8.6         | 8.8         |
| LPN            | Underperform | 1.56             | 1.16              | (24.8)     | n.m.       | 58.3        | 13.7       | n.m.           | n.m.     | 325       | 0.2        | 0.2        | 0.2        | (0)      | 0        | 1        | 6.3            | 0.9        | 3.6        | 41.4          | 18.1        | 11.9        |
| PSH            | Underperform | 3.82             | 3.20              | (13.6)     | n.m.       | 18.8        | 17.2       | n.m.           | n.m.     | 9         | 0.2        | 0.2        | 0.2        | (1)      | 1        | 1        | 2.9            | 2.7        | 2.9        | 27.0          | 9.6         | 8.8         |
| QH             | Underperform | 1.35             | 1.30              | 3.2        | 8.4        | 7.9         | 7.7        | (20)           | 6        | 2         | 0.5        | 0.5        | 0.4        | 6        | 6        | 6        | 6.5            | 6.9        | 7.0        | 0.4           | (0.0)       | (1.2)       |
| SIRI           | Outperform   | 1.44             | 1.80              | 33.7       | 5.6        | 5.8         | 5.5        | (19)           | (4)      | 5         | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 9        | 8        | 9        | 9.0            | 8.7        | 9.1        | 23.8          | 31.5        | 21.3        |
| SPALI          | Outperform   | 15.90            | 19.00             | 25.8       | 7.7        | 7.2         | 6.2        | (35)           | 8        | 15        | 0.6        | 0.6        | 0.5        | 8        | 8        | 9        | 7.9            | 6.3        | 7.2        | 16.7          | 14.6        | 12.0        |
| <b>Average</b> |              |                  |                   |            | <b>7.7</b> | <b>16.3</b> | <b>9.3</b> | <b>(24)</b>    | <b>4</b> | <b>54</b> | <b>0.5</b> | <b>0.5</b> | <b>0.4</b> | <b>5</b> | <b>6</b> | <b>6</b> | <b>6.5</b>     | <b>5.5</b> | <b>6.3</b> | <b>19.9</b>   | <b>12.9</b> | <b>10.0</b> |

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 24: ESG ratings และมุมมองของเราต่อ ESG

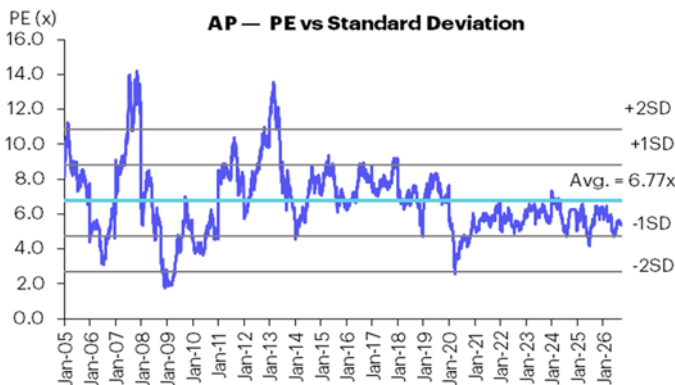
|                                                  | AP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | LH                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | QH                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>SET ESG Ratings 2025</b>                      | AA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | AAA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Not Included                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b> | 2.94                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 3.46                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2.71                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม</b>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ตั้งเป้าบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2050 โดยมีเป้าหมายระหว่างทางในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 5% ภายในปี 2025 และ 20% ภายในปี 2029 เทียบกับปีฐาน 2024</li> <li>การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 ในปี 2025 อยู่ที่ 1,168 tCO<sub>2</sub>e (Scope 1 อยู่ที่ 419 และ Scope 2 อยู่ที่ 743) ลดลงจาก 1,372 tCO<sub>2</sub>e ในปี 2024 โดยข้อมูลได้รับการรับรองตามมาตรฐาน ISO 14064-1 และ TGO ทำให้ตัวเลขมีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม ขอบเขตการรายงานครอบคลุมหลัก ๆ เฉพาะสำนักงานใหญ่ ขณะที่ Scope 3 ยังไม่รวมอยู่ในเป้าหมาย</li> <li>การใช้พลังงานแสงอาทิตย์เพิ่มขึ้น 12.5% YoY โดยเปิดเผยเป็นสัดส่วนเปอร์เซ็นต์ แต่ไม่มีการระบุขนาดกำลังการผลิตติดตั้งจริง ด้านโครงการวัสดุก่อสร้างระบุว่าสามารถช่วยลดความเสี่ยงการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้สูงสุด 70.2 tCO<sub>2</sub>e ต่อบ้านหนึ่งหลัง มีสัดส่วนวัสดุรีไซเคิล 13% และใช้ไม้ที่ได้รับการรับรองจาก FSC พร้อมตั้งเป้าหมายการกักเก็บคาร์บอนอย่างน้อย 1,000 tCO<sub>2</sub>e ภายในปี 2029</li> <li>ไม่พบการรับรองอาคารสีเขียว (LEED, TREES, EDGE หรือ WELL) และไม่มีการเปิดเผยจำนวนสถานีชาร์จรถ EV</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 5% ภายในปี 2025 และ 8% ภายในปี 2027 เทียบกับปีฐาน 2022 โดย LH เป็นบริษัทเดียวใน 7 บริษัทที่ไม่มีการกำหนดเป้าหมาย Net Zero หรือ Carbon Neutrality</li> <li>รายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอยู่ที่ 3,081 tCO<sub>2</sub>e (ปี 2022), 4,572 tCO<sub>2</sub>e (ปี 2023), 46,275 tCO<sub>2</sub>e (ปี 2024) และ 10,352 tCO<sub>2</sub>e (ปี 2025) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เพิ่มขึ้นมากกว่า 10 เท่า ก่อนจะลดลง 78% ในปีถัดมา สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงขอบเขตการรายงาน หรือวิธีการคำนวณ มากกว่าการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เกิดขึ้นจริง ส่งผลให้เป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซในรูปแบบเปอร์เซ็นต์ไม่สามารถประเมินผลได้จากข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยในปัจจุบัน</li> <li>มาตรการด้านอาคารและที่อยู่อาศัยสีเขียวที่เปิดเผยส่วนใหญ่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ ได้แก่ การติดตั้งระบบสายไฟรองรับการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าภายในบ้านโดยไม่เปิดเผยจำนวนจุดชาร์จ การใช้ผนังคอนกรีตสำเร็จรูปเพื่อลดของเสียจากการก่อสร้างในไซต์งาน และการติดตั้งระบบพลังงานแสงอาทิตย์ในคลับเฮาส์และโรงบำบัดน้ำเสีย อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้เปิดเผยขนาดกำลังการผลิต จำนวนโครงการ หรือปริมาณการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (tCO<sub>2</sub>e) ที่เกิดขึ้นจากมาตรการดังกล่าว</li> <li>ไม่พบการรับรองอาคารสีเขียว</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>ตั้งเป้าบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2050 โดยใช้ปี 2022 เป็นปีฐาน ซึ่งมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 1,069 tCO<sub>2</sub>e ครอบคลุม Scope 1-3 อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้กำหนดเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซในระยะกลางเป็นเปอร์เซ็นต์ที่ชัดเจน</li> <li>การปล่อยก๊าซเรือนกระจกจริงในปี 2025 อยู่ที่ 5,467 tCO<sub>2</sub>e ประกอบด้วย Scope 1 จำนวน 168 tCO<sub>2</sub>e, Scope 2 จำนวน 568 tCO<sub>2</sub>e และ Scope 3 จำนวน 4,731 tCO<sub>2</sub>e ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ถึงประมาณ 5 เท่า ส่งผลให้ไม่สามารถวัดความคืบหน้าของเป้าหมายได้ตามรูปแบบที่บริษัทเปิดเผย เนื่องจากขอบเขตการรายงานในปีฐานและปัจจุบันไม่สอดคล้องกัน</li> <li>QH มีการเผยแพร่รายงานรับรองข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจก โดยผู้ตรวจสอบอิสระภายนอกสำหรับปี 2022, 2023, 2024 และ 2025 ซึ่งถือเป็นแนวปฏิบัติด้านการรับรองข้อมูลที่ดีกว่า LH และ LPN</li> <li>ระบบ solar rooftop ช่วยลดความเสี่ยงการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ 82.6 tCO<sub>2</sub>e ในปี 2025 ขณะที่การใช้ไฟฟ้าลดลงเหลือ 5.89 ล้าน kWh จาก 6.49 ล้าน kWh ส่งผลให้บริษัทบรรลุเป้าหมายการลดการใช้ไฟฟ้า 10% ภายในปี 2026 ได้เร็วกว่ากำหนด 1 ปี อย่างไรก็ตาม อัตราการใช้เคลือบยังอยู่ในระดับต่ำที่เพียง 7.5% ของปริมาณสะสมรวม 400,525 กก.</li> <li>ไม่พบการรับรองอาคารสีเขียว และไม่มีการเปิดเผยจำนวนจุดชาร์จรถยนต์ไฟฟ้า</li> </ul> |
| <b>ประเด็นด้านสังคม</b>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>บริษัทรายงานว่า ไม่มีผู้เสียชีวิตจากการทำงานในปี 2025 และกำหนด LTIFR และ TRIR เป็นตัวชี้วัดหลักด้านความปลอดภัย อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้เปิดเผยค่าของตัวชี้วัดดังกล่าว รวมถึงไม่มีข้อมูลการบาดเจ็บของผู้รับเหมาและผู้รับเหมาร่วม</li> <li>ไม่มีการเปิดเผยนโยบายเกี่ยวกับแรงงานต่างด้าวหรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจัดหางาน</li> <li>ตัวเลขการมีส่วนร่วมกับชุมชนที่เปิดเผยบนเว็บไซต์ด้านความยั่งยืนยังคงเป็นข้อมูลปี 2023 (4,172 ชั่วโมง และ 9,684 คน) สะท้อนว่าข้อมูลบางส่วนยังไม่ได้รับการอัปเดต แม้โดยรอบเว็บไซต์จะมีการบริหารจัดการข้อมูลที่ดี</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>บริษัทไม่ได้เปิดเผยอัตราการเกิดอุบัติเหตุ, ค่า LTIFR หรือจำนวนผู้เสียชีวิตจากการทำงาน โดยข้อมูลด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยที่เปิดเผยมีเพียงจำนวนพนักงานที่เข้ารับการฝึกอบรม 83 คน</li> <li>บริษัทไม่ได้เปิดเผยนโยบายแรงงานต่างด้าวและมาตรฐานด้านแรงงานสำหรับผู้รับเหมาร่วม</li> <li>เมื่อเทียบกับขนาดของกิจกรรมการก่อสร้าง LH มีการเปิดเผยข้อมูลด้านสังคมน้อยที่สุดในกลุ่ม 7 บริษัท</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>รายงานอุบัติเหตุที่ก่อให้เกิดหยาดงานเป็นศูนย์ ผู้เสียชีวิตเป็นศูนย์ และอัตราการบาดเจ็บ 0% ในปี 2025 แต่การเปิดเผยข้อมูลสุดท้ายที่ระบุจำนวนพนักงานรวม 871 คน แสดงว่าขอบเขตจำกัดอยู่เพียงสำนักงานใหญ่และพนักงานฝ่ายสนับสนุน ไม่ใช่แรงงานก่อสร้าง จึงควรพิจารณาด้วยศูนย์นี้ว่าเป็นผลจากขอบเขตการรายงาน</li> <li>บริษัทไม่ได้เปิดเผยนโยบายแรงงานต่างด้าวและมาตรฐานด้านแรงงานสำหรับผู้รับเหมาร่วม</li> <li>การใช้ไฟฟ้าลดลงเหลือ 250,675 ลูกบาศก์เมตร ในปี 2025</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>ประเด็นด้านธรรมาภิบาล</b>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการมีจำนวน 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 8 ท่าน (67%) ซึ่งเป็นสัดส่วนสูงสุดในกลุ่ม และได้รับการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ)</li> <li>ได้รับรางวัล CAC Change Agent Award ในปี 2024 และ 2025 ขณะที่ผู้ก่อตั้ง คุณอนุพงษ์ อัครวาทิน ยังคงดำรงตำแหน่ง Co-CEO</li> <li>มีการร่วมทุนในสัดส่วน 51:49 กับบริษัทย่อยของ Mitsubishi Estate ในหลายโครงการอย่างต่อเนื่อง โดยมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างชัดเจนและเป็นรูปแบบธุรกิจที่ดำเนินมาอย่างยาวนาน จึงไม่ถือเป็นประเด็นที่น่ากังวล</li> <li>ไม่พบคดีความ การถูกดำเนินคดีทางวินัยโดย SEC หรือ SET หรือประเด็นด้านบัญชีในช่วงปี 2024-2026</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการมีจำนวน 9 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระเพียง 3 ท่าน (33.3%) ซึ่งเป็นระดับขั้นต่ำตามเกณฑ์ และเป็นคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กที่สุดในกลุ่ม บริษัทได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ)</li> <li>คุณอนันต์ อัครวาทิน ซึ่งเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท ถือหุ้นสัดส่วน 24.23% ณ เดือนเมษายน 2026</li> <li>LH ถือหุ้น 24.98% ใน QH ส่งผลให้ทั้งสองบริษัทมีความเชื่อมโยงกันในเชิงโครงสร้างผู้ถือหุ้น</li> <li>ไม่พบข้อมูลการได้รับการรับรอง Thai CAC โดยบริษัทเปิดเผยเพียงนโยบายต่อต้านคอร์รัปชัน ทั้งนี้ควรตีความว่าเป็นการไม่พบข้อมูล มากกว่าการยืนยันว่าไม่มีการรับรอง เนื่องจากฐานข้อมูลสมาชิก CAC ไม่สามารถตรวจสอบได้โดยอัตโนมัติ</li> <li>ไม่พบประเด็นการฟ้องร้องหรือการดำเนินการทางกฏหมายใดๆ</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการมีจำนวน 11 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 ท่าน (36.4%) และมีสัดส่วนกรรมการผู้ผูก 36.4% ขณะที่ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระและแยกตำแหน่งออกจาก CEO สะท้อนโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มตามข้อมูลเปิดเผย ทั้งนี้ บริษัทได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ)</li> <li>LH ถือหุ้น 24.98% ณ เดือนเมษายน 2026 ขณะที่ผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกถือหุ้นรวมกันเพียง 42.1% สะท้อนโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ค่อนข้างกระจายตัว</li> <li>QH ไม่ได้รับการคัดเลือกเข้า SET ESG Ratings ในปี 2023-2025 ส่งผลให้ไม่มีสิทธิได้รับเงินลงทุนจากกองทุน Thai ESG และไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของดัชนี SETESG ซึ่งถือเป็นจุดแตกต่างที่มีนัยสำคัญแม้ว่าจะได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 ดาวก็ตาม</li> <li>ไม่พบประเด็นการฟ้องร้องหรือการดำเนินการทางกฏหมายใดๆ</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

Source: Bloomberg Finance L.P., company data and InnovestX Investment Strategy &amp; Research

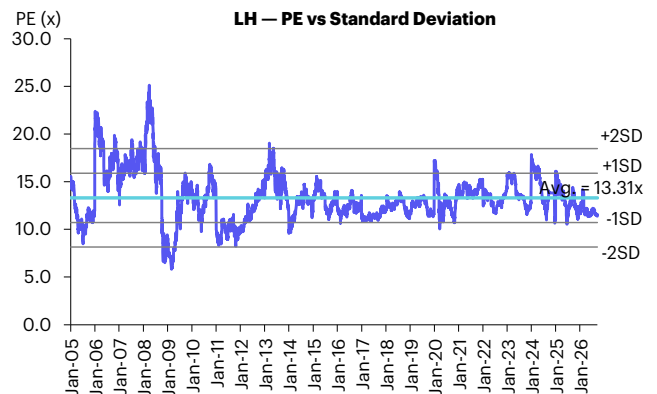
|                                           | PSH                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | SPALI                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | LPN                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | SIRI                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| SET ESG Ratings 2025                      | AAA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | AA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Not Included                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | AAA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Bloomberg ESG Financial Materiality Score | 3.38                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 3.05                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 3.34                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 3.27                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม                    | <ul style="list-style-type: none"><li>มีกรอบเป้าหมายด้านการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ชัดเจนและครอบคลุมที่สุดในกลุ่ม: ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 30% ภายในปี 2030 เทียบกับปีฐาน 2022, บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2050 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) ภายในปี 2065</li><li>การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 อยู่ที่ 17,485 t (ปี 2022), 15,759 t (ปี 2023), 13,810 t (ปี 2024) และ 11,532 tCO2e (ปี 2025) ซึ่งลดลง 34.4% เมื่อเทียบกับปี 2022 โดยบรรลุเป้าหมายปี 2030 แล้ว ขณะที่บริษัทในเครือที่อยู่ในกลุ่มที่เปิดเผยข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกแบบต่อปีของหลายปีและสามารถตรวจสอบย้อนกลับได้</li><li>การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 3 อยู่ที่ 898,096 tCO2e ในปี 2024 หรือสูงกว่าการปล่อย Scope 1+2 รวม 78 เท่า อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้เปิดเผยข้อมูลสำหรับปี 2025 ซึ่งเป็นประเด็นที่ควรสังเกตเป็นอย่างยิ่งจากบริษัท</li><li>มีประเด็นกุดถ้อย 3 รายการในรายงานความเสี่ยง ได้แก่ การใช้พลังงานสะอาดที่ด้อยลงจาก 899 GJ เหลือ 667 GJ, สัดส่วนสถาบันประกอบการที่ได้รับการรับรอง ISO 45001 ลดลงจาก 5% เหลือ 0% และสัดส่วนชีพพลายเออร์ Tier-1 ที่ได้รับการประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ลดลงจาก 100% เหลือ 67%</li><li>ไม่มีการรับรองจากภายนอก และไม่มีการเปิดเผยด้านสภาวะทางสังคมที่ไฟฟ้า</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>ตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 ลง 40% ภายในปี 2030 เทียบกับกรณี Business-as-Usual (BAU) และบรรลุ Carbon Neutrality ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม การอ้างอิงกรณี BAU โดยไม่มีการระบุปีฐานและไม่มีการกำหนดแผนการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในเชิงปริมาณแบบมีรูปธรรม ทำให้ไม่สามารถตรวจสอบความถูกต้องของเป้าหมายดังกล่าวได้ ขณะที่ Scope 3 ไม่ได้อยู่ภายใต้เป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกดังกล่าว</li><li>ไม่พบการเปิดเผยข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1, 2 และ 3 ในหน่วย tCO2e ในรายงาน 56-1 One Report 2025 ส่งผลให้ SPALI เป็นบริษัทที่ตรวจสอบผลการดำเนินงานด้านการปล่อยก๊าซที่สูงสุดในกลุ่มเปรียบเทียบทั้ง 7 แห่ง แม้จะได้รับการประเมิน ESG ในระดับสูง</li><li>บริษัทได้รับเงินกู้ประเภท Sustainability-linked Loan มูลค่า 2,242 ล้านบาท จากธนาคารกรุงไทยเมื่อวันที่ 13 กรกฎาคม 2026 โดยอัตราดอกเบี้ยจะขึ้นอยู่กับวงเงินสินเชื่อซึ่งขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานด้าน ESG ของบริษัท ซึ่งพิจารณาจากคะแนน ESG ของ FTSE Russell และเป้าหมายการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1+2 ทั้งนี้ ถือเป็นเพียงสัญญาทาง ESG ที่ไม่ผูกพันกับบริษัท แต่หากบริษัทไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ จะส่งผลให้บริษัทต้องจ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดการประเมินระดับ KPI ที่ใช้ในการประเมินในการกำหนดอัตราดอกเบี้ย</li><li>ได้รับการรับรองมาตรฐาน LEED สำหรับอาคารสำนักงานหลาย อาคาร การรับรองการจัดทำบัญชีก๊าซเรือนกระจกตามมาตรฐาน ISO 14064-1:2018 โดย Bureau Veritas และการรับรองด้านประสิทธิภาพพลังงานอาคารเบอร์ 5 ครบทั้ง 7 แผนงานในหนึ่งโครงการ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลรางวัลและการรับรองที่เปิดเผยบนเว็บไซต์มีการอัปเดตถึงปี 2024 เท่านั้น</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>บริษัทตั้งเป้าหมาย Net Zero ภายในปี 2050 โดยระบุเป้าหมายในด้านการปล่อย NDC 3.0 ของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ได้กำหนดเป้าหมายระยะกลางในไตรมาสที่ฐาน และไม่เปิดเผยขอบเขตการจัดทำบัญชีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก</li><li>ผลการดำเนินงานด้านการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เปิดเผยในเชิงปริมาณยังไม่มีขนาดค่อนข้างจำกัด โดยสามารถลดการปล่อยได้ 5.3 tCO2e จากโครงการนำร่องภายใต้โครงการคัลเลอร์บัส LPC Green Skill ซึ่งได้รับการรับรอง LESS จากการรับรองการลดการปล่อยก๊าซและสิ่งแวดล้อม และไม่มีแผนขยายไปยังโครงการต่อไปโดยมีเป้าหมาย 10 แห่งในปี 2026 เน้นการพัฒนาและอาจมีปีสิ้นสุด 4.1% ของการใช้ไฟฟ้าในสำนักงานและบ้านตัวอย่าง</li><li>การได้รับการรับรองคาร์บอนฟุตพริ้นต์ของอาคารจากกรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ (TGO) ต่อเนื่องในปีที่ 5-6 ถือเป็นได้รับการรับรองด้านการปล่อยข้อมูลมากกว่าการสะท้อนผลการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ชัดเจนจริง</li><li>บริษัทได้รับการรับรอง LEED v4 Gold จำนวน 1 รายการในเดือนพฤษภาคม 2025 สำหรับอาคาร PUNN Smart Workspace ซึ่งเป็นสำนักงานของบริษัทเอง โดยไม่พบโครงการที่อยู่อาศัยที่ได้รับการรับรองมาตรฐานดังกล่าว</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>บริษัทเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานที่เปิดเผยการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1, 2 และ 3 อย่างครอบคลุมทั้งทาง Scope 1+2 และ 3 โดยปี 2025 ตั้งเป้าลดการปล่อยลง 16% ภายในปี 2030 ลดลง 70% ภายในปี 2040 และบรรลุ Net Zero ภายในปี 2050 ดังนั้น อัตราการลดการปล่อยจึงมีอัตราเป็น 2030 อัตราลดลงในแง่ทางจำกัดกว่าโลกรวมที่ 1.5°C อย่างไรก็ตาม ไม่พบการรับรองเป้าหมายดังกล่าวจาก Science Based Targets initiative (SBTi)</li><li>บริษัทมีการปรับปรุงข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างต่อเนื่องทั้งปีงบประมาณ โดยปี 2022 ปีงบประมาณ 2022 อยู่ที่ 229,486 tCO2e โดยระบุเป้าหมายการปล่อย Scope 1+2 ลง 20% ภายในปี 2025 และ 50% ภายในปี 2033 ขณะที่ปีฐานปัจจุบันอยู่ที่ปี 2010 เท่า ส่งผลให้ข้อมูลดังกล่าวอาจไม่สอดคล้องกับสามารถเปรียบเทียบกันได้โดยแท้จริง</li><li>บริษัทเปิดเผยข้อมูลการให้พลังงานสะอาดจากโซลาร์รูฟท็อป 975,374 kWh ต่อปี ครอบคลุมโครงการที่อยู่อาศัยและคิดเป็น 10% ของการใช้พลังงานทั้งหมด นอกจากนี้ บริษัทยังตั้งเป้าสัดส่วนการใช้วัสดุจากโรงงานที่ 20% ภายในปี 2025 และเพิ่มเป็น 50% ภายในปี 2033</li><li>แม้แล้วเสร็จแต่ได้สร้างรางวัลอาคารเขียวแห่งแรกของประเทศไทยที่ได้รับการรับรอง LEED ประเภทอาคารได้รับตั้งแต่ปี 2017 และบริษัทไม่ได้เปิดเผยจำนวนโครงการที่ได้รับการรับรองในปัจจุบัน</li></ul> |
| ประเด็นด้านสังคม                          | <p>เราเองว่าความเสียหายหลักของกลุ่ม ESG อยู่ที่ความปลอดภัยในการก่อสร้างและการบริหารจัดการแรงงานต่างด้าว (S) โดยไม่เพียง PSH และ SPALI ที่เปิดเผยอัตราความถี่จากการทำงานที่สามารถนำมาใช้วิเคราะห์ได้ ขณะที่ไม่มีบริษัทในกลุ่ม 7 บริษัทเปิดเผยนโยบายแรงงานต่างด้าวหรือการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจ้างงาน แม้แรงงานต่างด้าวจะเป็นกำลังแรงงานหลักของภาคก่อสร้างก็ตาม</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>SPALI มีการเปิดเผยข้อมูลด้านความปลอดภัยที่ครอบคลุมที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่ม: อัตราการเกิดอุบัติเหตุถึงขั้นบาดเจ็บจาก (LTIFR) ปี 2025 อยู่ที่ 0.90 โดยแบ่งเป็น 1.86 สำหรับพนักงานและ 0.17 สำหรับผู้รับเหมาและคู่ค้า โดยไม่มีผู้เสียชีวิตและไม่มีการกล่าวถึงงานที่จบ การตรวจสอบผู้รับเหมาของภาคก่อสร้าง 0 โครงการ โดยไม่มีการเปิดเผยผลการตรวจสอบปี 2 จาก 2 โครงการ และโครงการแล้วเสร็จ 140 จาก 140 โครงการ</li><li>การที่อัตราการบาดเจ็บของพนักงานสูงกว่าผู้รับเหมาถึง 10 เท่า บ่งชี้ว่ายังขาดการป้องกันที่เพียงพอของผู้รับเหมาอย่างถูกบันทึกในองค์กร แต่อย่างน้อย SPALI ก็มีการเปิดเผยข้อมูลแยกส่วนดังกล่าว ซึ่งเป็นบริษัทอยู่ในกลุ่มที่เปิดเผย</li><li>ประเด็นด้านการคุ้มครองผู้รับใช้โดยยังคงเป็นประเด็นสำคัญ: เมื่อวันที่ 28 สิงหาคม 2024 ศาลแพ่งกรุงเทพใต้มีคำสั่งให้คู่ทาลียจ่ายเงินจำนวน 6.21 ล้านบาท พร้อมดอกเบี้ย 5% ให้แก่ผู้ฟ้อง 12 ราย และชำระเงินจำนวน 1.55 ล้านบาท เป็นค่าดำเนินการแก้แค้นของคู่กรณีผู้ฟ้องหลังจากศาลพิจารณาวินิจฉัยว่า พนักงานจ้างและผู้จัดการคนดังกล่าวจ้างงานผิด และก่อให้เกิดความเสียหายแก่คู่กรณีผู้ฟ้อง โดยศาลไม่พบเจตนาทุจริต จึงไม่คู่ควรให้จ่ายค่าเสียหายเพื่อการลงโทษ ทั้งนี้ ไม่ปรากฏผลการอุทธรณ์ในบันทึกสาธารณะ</li><li>ไม่มีการเปิดเผยนโยบายเกี่ยวกับแรงงานต่างด้าว</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"><li>ประเด็นด้านสังคมถือเป็นจุดแข็งที่โดดเด่นของ LPN และสาขาลูกค้าผลได้ของ LPN โดย LPC ซึ่งเป็นกิจการเพื่อสังคมของบริษัท มีการจ้างงานกลุ่มเปราะบางรวม 1,827 คน ผู้สมัครวัยผู้สูงอายุ 1,557 คน ผู้สูงอายุ 254 คน และผู้พิการ 16 คน ขณะที่พนักงานทั้งหมดมีจำนวน 5,675 คน โดย 72.2% เป็นผู้หญิง</li><li>แรงงานก่อสร้างต่างด้าวได้รับการตรวจสุขภาพและฉีดวัคซีนเป็นประจำทุกปี ซึ่งทำให้ LPN เป็นบริษัทเพียงรายเดียวในกลุ่ม 7 บริษัทที่เปิดเผยแนวปฏิบัติเฉพาะเกี่ยวกับการดูแลแรงงานต่างด้าว</li><li>อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันการจ้างงานกลุ่มหลักส่วนใหญ่ยังคงเป็นการจ้างบริษัทในเครือ LPN เป็นบริษัทเพียงรายเดียวในกลุ่ม 7 บริษัทที่เปิดเผยแนวปฏิบัติเฉพาะเกี่ยวกับการจ้าง หรือจ้างงานผู้เสียชีวิตจากการทำงาน ขณะที่การบริหารจัดการความปลอดภัยของผู้รับเหมาทุกภาคส่วนที่เพียงในระดับกฎหมายและกระบวนการกำกับดูแล โดยไม่มีการเปิดเผยชีวิตเชิงปริมาณที่ชัดเจน</li></ul>                                                                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"><li>บริษัทรายงาน LTIFR ปี 2025 ที่ระดับศูนย์สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา โดยไม่มีผู้เสียชีวิตจากการทำงานและไม่มีการกล่าวถึงการประจวบยี่สิบ พร้อมตีความผลลดการประกาศจากเจ้าของอาคารเป็นผล 5 จากปีฐาน 2025 ภายในปี 2030</li><li>อย่างไรก็ตาม LTIFR ของผู้รับเหมาที่อยู่ในระดับศูนย์อาจไม่สอดคล้องกับขนาดกิจกรรมก่อสร้างของเอสเอสซี โดยในปี 2025 บริษัทอาจยังไม่สามารถรวบรวมและรายงานอุบัติเหตุผู้รับเหมาได้อย่างครอบคลุม มากกว่าที่จะสะท้อนผลการดำเนินงานด้านความปลอดภัยที่ไม่มีผู้เสียชีวิตที่แท้จริง</li><li>ในด้านมาตรฐานแรงงาน บริษัทเปิดเผยเพียง คำมั่นสัญญาไว้ในนโยบายปฏิบัติด้านแรงงาน และไม่ได้ดำเนินการตามมาตรฐานต่างด้าว เป้าหมายด้านเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการจ้างงานจากแรงงานหรือจำนวนการตรวจประเมินชีพพลายเออร์ตามที่รายงาน</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| ประเด็นด้านธรรมาภิบาล                     | <ul style="list-style-type: none"><li>คณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 11 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 9 ท่าน (81.9%) ได้รับการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) และบริษัทระบุว่าไม่มีสมาชิก CAC</li><li>โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงจากการกระจุกตัวซึ่งไม่เกิดขึ้นของสมมติฐานการรวม โดยกลุ่มของนาย วรวิทย์ พันธ์พินิจ ถือหุ้น 60.23% และกลุ่มครอบครัวถือหุ้น 71.9% ขณะที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรกถือหุ้นรวมกัน 79.6% และ Free float (กลุ่มที่ยัง 20% ณ เดือนสิงหาคม 2026 ทั้งนี้ บริษัทระบุว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะไม่เป็นสถานะเป็นผู้ถือหุ้นที่กระตือรือร้น (acting in concert)</li><li>SET ESG Rating ปรับขึ้นเป็นอันดับรองต่อจาก BBB ในปี 2023 เป็น AA ในปี 2024 และ AAA ในปี 2025 ซึ่งเป็น การปรับเพิ่มถึง 3 ระดับภายในระยะเวลา 2 ปี ซึ่งควรพิจารณาปัจจัยสนับสนุนของผลการดำเนินงานเพิ่มเติม</li><li>ไม่พบคดีความหรือการดำเนินมาตรการบังคับใช้ทางกฎหมายที่มีนัยสำคัญ</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"><li>คณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 ท่าน (41.7%) แต่ กรรมการอิสระต่างดำเนินการตามหลักการและแนวทางที่กำหนดโดยคณะกรรมการ (CEO) อีกทั้งการจ้าง 4 จาก 12 ท่านเป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้บริหาร นับเป็นโครงสร้างคณะกรรมการที่ค่อนข้างดีที่สุดในกลุ่ม 7 บริษัท</li><li>ได้ประกาศแผนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) ตัดต่อเป็นปีที่ 13 และได้รับรางวัล CAC Change Agent Award ในปี 2025 ตัดต่อเป็นปีที่ 4</li><li>คดีผู้ถือหุ้นฟ้องปี 2024 ซึ่งศาลมีคำสั่งให้บริษัทชดเชยค่าเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น ถือเป็นกรณีเดียวในกลุ่มที่พบเหตุการณ์ลักษณะดังกล่าว และสะท้อนประเด็นด้านการกำกับดูแลกิจการและการควบคุมคุณภาพโครงการ นอกเหนือจากผลกระทบด้านสังคม</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"><li>คณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 10 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 ท่าน (40%) โดยประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ แม้ว่าคณะกรรมการ (CEO) จะดำรงตำแหน่งดังกล่าวมาตั้งแต่ปี 2005 ซึ่งเป็นกรรมการมานานเพียงยาวนานถึง 20 ปี แต่การให้ความหมายของนายเนติธีร์-ธรรมา</li><li>ได้ประกาศแผนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 4 ดาว (ดีมาก) ซึ่งเป็นบริษัทเดียวใน 7 บริษัทที่ได้ต่ำกว่า 5 ดาว</li><li>มีสมาชิกในครอบครัวดำรงตำแหน่งระดับบริหาร: คุณชายยุทธ วัชรพริ้งพันธ์ ดำรงตำแหน่งรองประธานกรรมการและคุณดารณี วัชรพริ้งพันธ์ ดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ซึ่งได้รับการแต่งตั้งให้เป็นประธานคณะกรรมการควบคุมรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อมในเดือนธันวาคม 2025 ด้วย</li><li>บริษัทได้รับการรับรองจาก Thai CAC และผ่านการต่ออายุการรับรองเป็นครั้งที่ 3 โดยได้รับใบรับรองจาก CAC Certification Ceremony 2/2025</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"><li>คณะกรรมการบริษัทมีจำนวน 12 ท่าน โดยข้อมูลส่วนใหญ่ใช้ดัชนีการวัดที่กรรมการอิสระ 5 ท่าน ขณะที่รายการการประเมิน AOM ปี 2025 ระบุนับ 6 ท่าน ส่งผลให้สัดส่วนกรรมการอิสระอยู่ที่ 42.50% และค่าความน่าเชื่อถือลดลงของข้อมูลเปิดเผย ทั้งนี้ ประธานกรรมการ (คุณกัญญา ฤทธะกุล) และกรรมการผู้ถือหุ้นใหญ่ (คุณอุทัย อุทัยแสงสุข) เป็นคนละบุคคล</li><li>ได้ประกาศแผนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (IOD CG Report) ระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) ตัดต่อเป็นปีที่ 6 และได้รับการรับรองในกลุ่ม ASEAN Asset Class PLCs 2024 ภายใต้เกณฑ์ ASEAN CG Scorecard ซึ่งเป็นบริษัทเดียวในกลุ่มที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล</li><li>การรับรองจาก Thai CAC ได้รับการต่ออายุเมื่อวันที่ 30 กันยายน 2023 เป็นที่ 30 กันยายน 2026 โดยยังไม่มีหลักฐานการต่ออายุรอบล่าสุด</li><li>การประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2026 ได้อนุมัติวาระการขยายระยะเวลา/ต่ออายุการจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบมอบอำนาจทั่วไป (General Mandate) จำนวนไม่เกิน 1.4 พันล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่ 7.4% ของที่จัดสรรในเบื้องต้นถึง 8,761 พันหุ้น โดยมีผู้ถือหุ้นที่คัดค้านในที่ประชุมถึงกว่าห้าปีเป็นของอำนาจดังกล่าว แต่ไม่ได้รับคำชี้แจงที่ชัดเจนครบถ้วนจากบริษัท</li></ul>                                                                                            |

Figure 26: ESG Comparison

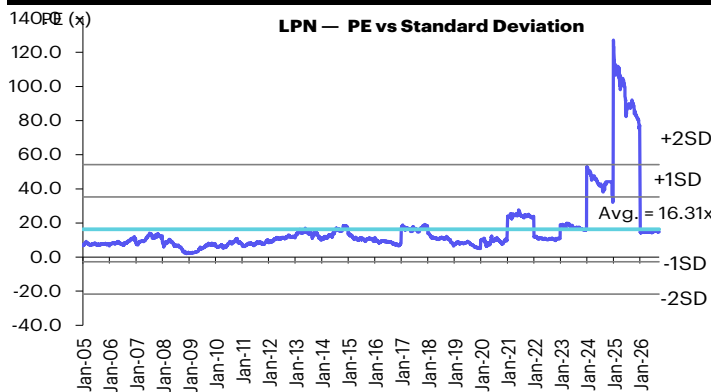
| Metric                                            | AP                                        | LH                                         | QH                                           | PSH                                                                  | SPALI                                                  | LPN                                                   | SIRI                                                            |
|---------------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| SET ESG Rating 2025                               | AA                                        | AAA                                        | Not included                                 | AAA                                                                  | AA                                                     | Not included                                          | AAA                                                             |
| SET ESG Rating 2024                               | AA                                        | AA                                         | Not included                                 | AA                                                                   | A                                                      | Not included                                          | AAA                                                             |
| SET ESG Rating 2023                               | AA                                        | A                                          | Not included                                 | BBB                                                                  | AA                                                     | Not included                                          | AA                                                              |
| Change 2023 to 2025                               | flat                                      | up 2 notches                               | n.a.                                         | up 3 notches                                                         | flat (A in 2024)                                       | n.a.                                                  | up 1 notch                                                      |
| IOD CG Report (stars)                             | 5                                         | 5                                          | 5                                            | 5                                                                    | 5                                                      | 4                                                     | 5                                                               |
| Thai CAC                                          | Certified<br>(Change Agent<br>2024, 2025) | Not found —<br>policy only                 | Not found                                    | Company<br>states member                                             | Certified, 4th<br>renewal                              | Certified, 3rd<br>renewal<br>(2/2025)                 | Recertified 30<br>Sep 2023,<br>expires 30 Sep<br>2026           |
| Global ESG<br>assessment                          | None found                                | None found                                 | None found                                   | None found                                                           | None found                                             | None found                                            | None found                                                      |
| Thai ESG fund eligible                            | Yes                                       | Yes                                        | No                                           | Yes                                                                  | Yes                                                    | No                                                    | Yes                                                             |
| ENVIRONMENT                                       |                                           |                                            |                                              |                                                                      |                                                        |                                                       |                                                                 |
| Net zero / carbon<br>neutral year                 | CN 2050                                   | None                                       | CN 2050                                      | CN 2050, NZ<br>2065                                                  | CN 2050                                                | NZ 2050                                               | NZ 2050                                                         |
| Interim target                                    | -5% 2025, -20%<br>2029 (2024<br>base)     | -5% 2025, -8%<br>2027 (2022<br>base)       | None                                         | -30% by 2030<br>(2022 base)                                          | -40% vs BAU by<br>2030                                 | None                                                  | -16% 2025, -<br>42% 2030, -<br>70% 2040<br>(2022 base)          |
| Scope 3 in the target                             | No                                        | Tracked, not<br>targeted                   | In base year<br>only                         | Disclosed, not<br>in target                                          | No                                                     | Not disclosed                                         | Yes                                                             |
| Latest reported<br>emissions (tCO <sub>2</sub> e) | 1168                                      | 10352                                      | 5467                                         | 11532                                                                | n.a.                                                   | n.a.                                                  | 2013926                                                         |
| Multi-year series<br>published                    | Partial                                   | Yes, but not<br>usable                     | Yes                                          | Yes (best in<br>group)                                               | No                                                     | No                                                    | Yes                                                             |
| Third-party assurance                             | ISO 14064-1 /<br>TGO                      | Not found                                  | Verification<br>statements<br>2022-2025      | Not stated                                                           | ISO 14064-1<br>(Bureau Veritas)                        | TGO CFO                                               | Not found                                                       |
| Green building<br>certification                   | None found                                | None found                                 | None found                                   | None found                                                           | LEED (office<br>tower)                                 | LEED v4 Gold<br>(own office,<br>2025)                 | First LEED in<br>Thailand, but<br>dates to 2017                 |
| Solar disclosure                                  | +12.5% YoY, no<br>absolute                | Clubhouses<br>only, no<br>capacity         | 82.6 tCO <sub>2</sub> e<br>avoided 2025      | 899 to 667 GJ<br>(fell)                                              | Not found                                              | 4.1% of sales-<br>office power                        | 975,347 kWh/yr<br>= 10%                                         |
| SOCIAL                                            |                                           |                                            |                                              |                                                                      |                                                        |                                                       |                                                                 |
| LTIFR published                                   | No                                        | No                                         | Zero, but 871-<br>employee<br>boundary       | Yes: 0.67 / 0.19<br>/ 0.07                                           | Yes: 0.90<br>overall, 1.86<br>emp / 0.17<br>contractor | No                                                    | Zero for both —<br>not credible                                 |
| Fatalities, latest year                           | 0                                         | Not disclosed                              | 0                                            | 0                                                                    | 0                                                      | Not disclosed                                         | 0                                                               |
| Contractor safety<br>data                         | No                                        | No                                         | No                                           | No                                                                   | Yes, 142<br>inspections                                | No                                                    | Reported as<br>zero                                             |
| Migrant-worker policy                             | None found                                | None found                                 | None found                                   | None found                                                           | None found                                             | None found                                            | None found                                                      |
| Notable social item                               | Community<br>data still 2023              | Thinnest<br>disclosure of<br>the seven     | Zero-injury<br>claim is a scope<br>artefact  | 100% OHS<br>coverage; ISO<br>45001 sites to<br>0%                    | Court-ordered<br>consumer<br>compensation<br>2024      | 1,827<br>vulnerable<br>workers<br>employed via<br>LPC | Discloses its<br>own energy-<br>intensity miss                  |
| GOVERNANCE                                        |                                           |                                            |                                              |                                                                      |                                                        |                                                       |                                                                 |
| Board size                                        | 12                                        | 9                                          | 11                                           | 11                                                                   | 12                                                     | 10                                                    | 12                                                              |
| Independent<br>directors                          | 8                                         | 3                                          | 4                                            | 9                                                                    | 5                                                      | 4                                                     | 5 or 6                                                          |
| % independent                                     | 66.7%                                     | 33.3%                                      | 36.4%                                        | 81.9%                                                                | 41.7%                                                  | 40.0%                                                 | 45.8%                                                           |
| Chairman<br>independent                           | No                                        | No                                         | Yes                                          | No                                                                   | No — Chairman<br>is also CEO                           | Yes (since<br>2005)                                   | No                                                              |
| Major shareholder<br>control                      | Founder is co-<br>CEO                     | Anant 24.2%                                | LH holds 25.0%                               | Family approx<br>71.9%                                               | 4 of 12<br>directors are<br>family                     | Family hold<br>Vice-Chair and<br>CEO                  | Dispersed                                                       |
| Litigation/<br>enforcement                        | None found                                | None found                                 | None found                                   | None found                                                           | Civil judgment<br>28 Aug 2024                          | None found                                            | None found                                                      |
| Key governance flag                               | Cleanest board<br>in the group            | 3 independent<br>of 9 — statutory<br>floor | Off the SET<br>ESG list despite<br>5-star CG | Ownership<br>concentration;<br>rating up 3<br>notches in 2<br>cycles | Combined<br>Chairman/CEO<br>plus family<br>board       | 4-star CG, the<br>only one below<br>5                 | 1.4bn-share<br>mandate (7.4%<br>dilution) with<br>Bt87.6bn cash |

**Figure 27: AP PER Band**

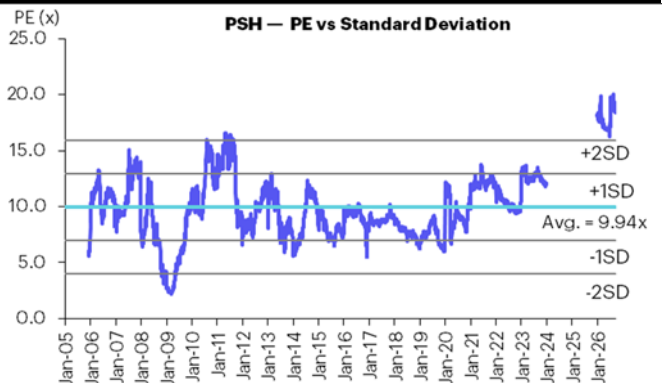
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 28: LH PER Band**

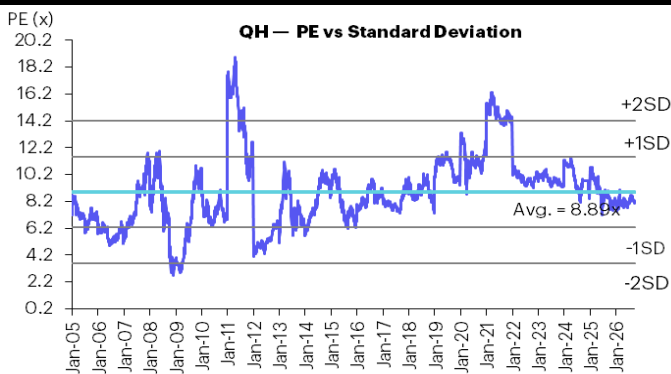
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 29: LPN PER Band**

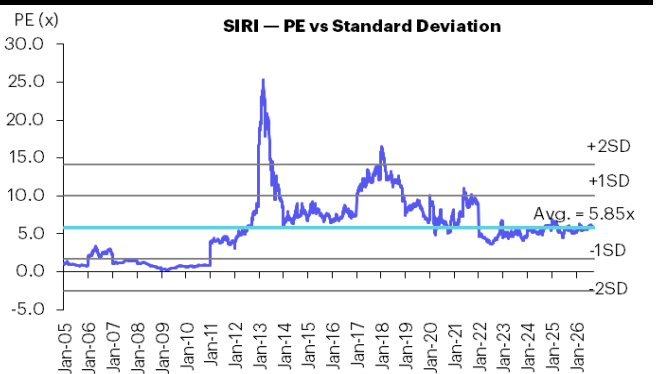
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 30: PSH PER Band**

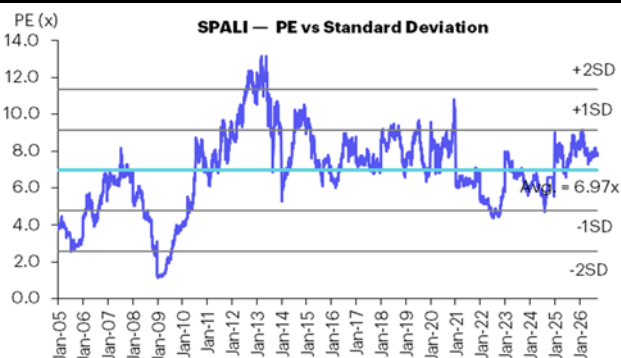
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 31: QH PER Band**

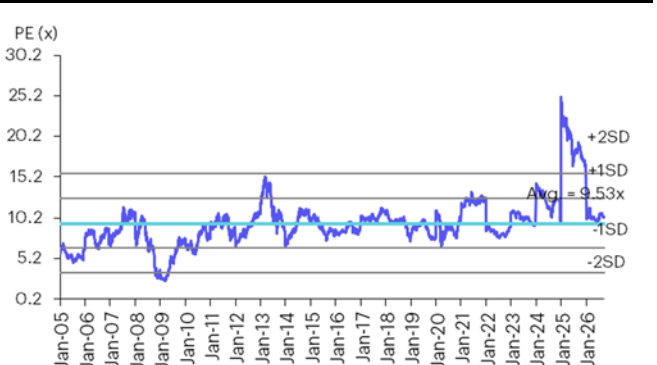
Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 32: SIRI PER Band**

Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 33: SPALI PER Band**

Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**Figure 34: Sector PER**

Source: InnovestX Investment Strategy &amp; Research and Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้นักลงทุนเท่านั้น 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ 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, ARIP, 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, ITCL, 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, SEOIL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPSC, SNC, SNNP, 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, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, 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, RUH, 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, TRC\*, TRU, TSE, TSR\*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIJK, 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.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกถอดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าว ดังกล่าวประกอบด้วย

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศฯ แล้ว มีคณะกรรมการ หรือข้อตกลงทางจดทะเบียนหลักทรัพย์กับ

## Anti-corruption Progress Indicator

## Certified (ได้รับตรัสรับรอง)

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, ITCL, 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, PPPM, 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, SMT, SMPSC, SNC, SNNP, 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, TMILL, 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, WIJK, 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

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, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, 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, DTICI, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, 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, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, 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, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, 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, PHAT, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIH, 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, TRV, 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, UNIX, 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.