REITs & IFFs

SET PF&REIT index	Close: 2/10/2025	125.46	-0.30 / -0.24%	Bt91mn
Bloomberg ticker:	SETPREIT			

innovestX บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

พร้อมเข้าสู่ช่วงขาขึ้น

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม REIT และ IFF และเชื่อว่ากลุ่มนี้ยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ แม้ว่าในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ราคาปรับตัวขึ้นมาแล้ว 4.7% เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 3.2% จากการศึกษาด้วยการเปรียบเทียบปัจจัยขับเคลื่อนหลักๆ 5 ประการในปัจจุบันกับช่วงปี 2560-2562 (ช่วงขาขึ้นครั้งก่อน) พบว่า 3 ใน 5 ปัจจัย (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย yield spread และ valuation) ในปัจจุบันดูดีกว่าช่วงปี 2560-2562 top picks ของเรา คือ DIF (ราคาเป้าหมาย 10 บาท) และ LHHOTEL (ราคาเป้าหมาย 14 บาท) นอกจากนี้ เรายังให้คำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ LHSC (ราคาเป้าหมาย 14 บาท) และ FTREIT (ราคาเป้าหมาย 12.6 บาท) และแนะนำ NEUTRAL สำหรับ 3BBIF (ราคาเป้าหมาย 6.5 บาท) GVREIT (ราคาเป้าหมาย 6.6 บาท) และ BTSGIF (ราคาเป้าหมาย 2.9 บาท)

ปัจจัยชี้วัดที่สำคัญบ่งชี้ถึงโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ เราได้ทำการศึกษาว่ากลุ่ม REIT และ IFF จะมีโอกาสปรับตัวขึ้นเหมือนที่เคยเกิดขึ้นในช่วงปี 2560-2562 หรือไม่ โดยเปรียบเทียบ 5 ปัจจัย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย, yield spread, valuation, แนวโน้มอุตสาหกรรม และอายุสิทธิการเช่า ระหว่างปัจจุบันกับช่วงปี 2560-2562 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าปัจจัยส่วนใหญ่ ยกเว้นแนวโน้มอุตสาหกรรม และอายุสิทธิการเช่า ในปัจจุบันดีกว่าช่วงปี 2560-2562 ดังนั้นเราคาดว่าราคาหุ้นในกลุ่มนี้มีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นต่อได้อีก แม้ว่าจะปรับตัวขึ้นมาแล้ว 4.7% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาเทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 3.2%

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย yield spread และ valuation ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เอื้อต่อการลงทุน อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2560 อยู่ที่ 1.5% และ 1.25% ณ สิ้นปี 2562 ขณะที่ INVX คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ 1.25% ณ สิ้นปี 2568 และ 0.75% ณ สิ้นปี 2569 อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่ม REIT และ IFF ดูน่าสนใจยิ่งขึ้น สำหรับ yield spread เราพิจารณาจาก 2 มุม คือ การเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสำหรับ SETHD ซึ่งผลลัพธ์ชี้ว่า spread ในปัจจุบันสูงกว่าในช่วงปี 2560-2562 ในด้าน valuation เราดูที่อัตราส่วน P/NAV ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากกว่าในช่วงปี 2560-2562 หุ้นกลุ่ม REIT และ IFF ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเราซื้อขายที่ระดับ +1-2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต เทียบกับปัจจุบันที่ซื้อขายที่ระดับ -1-2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต

แนวโน้มอุตสาหกรรมแตกต่างกันและอายุสิทธิการเช่าสั้นลง เมื่อเปรียบเทียบกับช่วงขาขึ้นครั้งก่อนในปี 2560-2562 แนวโน้มของแต่ละอุตสาหกรรมมีทิศทางที่แตกต่างกัน โดยกลุ่มโทรคมนาคม (DIF, 3BBIF) มีแนวโน้มที่ดีขึ้น เนื่องจากผู้สนับสนุนกองทุนมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (FTREIT) เป็นอีกกลุ่มที่เรามองว่ามีแนวโน้มที่แข็งแกร่งขึ้น ดังที่เห็นได้จากความต้องการเช่าโรงงานและคลังสินค้าที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราภาษีสินค้าสวมสิทธิ์ (transshipment rate) สำหรับกลุ่มท่องเที่ยว จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติยังไม่กลับไปถึงระดับปี 2562 แต่เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัว ส่วนกลุ่มอาคารสำนักงาน ค้าปลีก และการขนส่ง แนวโน้มในปัจจุบันยังดูดีน้อยกว่าปี 2562

ยังคงเลือก DIF เป็น top pick แต่เปลี่ยน top pick อีกตัวจาก LHSC มาเป็น LHHOTEL จาก 5 ปัจจัยที่เราได้ทำการศึกษา เราชอบหุ้นที่มีกระแสรายได้มั่นคงคือ DIF (ราคาเป้าหมายปลายปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF อยู่ที่ 10 บาท) นอกจากนี้ เรายังชอบหุ้นที่เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวในกลุ่มท่องเที่ยว ดังนั้นเราจึงปรับคำแนะนำสำหรับ LHHOTEL ขึ้นจาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM พร้อมกับปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DDM ใหม่เป็นราคาเป้าหมายปลายปี 2569 ที่ 14 บาท (จาก 14.5 บาท) เพื่อสะท้อนผลกระทบจากการ roll-over และการปรับประมาณการกำไร

ความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับกลุ่ม REIT และ IFF ความเสี่ยงที่สำคัญ คือ การกลับทิศของแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยอย่างไม่คาดคิด ซึ่งจะส่งผลลบต่อกลุ่ม REIT และ IFF เนื่องจากจะทำให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลดูน่าสนใจน้อยลง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 25F	P/E (x) 26F	P/BV (x) 25F	P/BV (x) 26F
3BBIF	Neutral	6.5	6.50	10.9	8.3	7.8	0.8	0.7
BTSGIF	Neutral	2.7	2.90	38.9	3.3	3.5	0.8	1.1
DIF	Outperform	9.1	10.00	20.2	8.1	7.9	0.6	0.6
FTREIT	Outperform	10.2	12.60	31.0	12.3	11.8	0.9	0.9
GVREIT	Neutral	6.4	6.60	15.5	7.4	7.7	0.6	0.6
LHSC	Outperform	12.1	14.00	25.1	8.3	8.2	1.0	1.0
LHHOTEL	Outperform	12.3	14.00	22.8	8.1	7.4	0.9	0.9
Average					**8.0**	**7.8**	**0.8**	**0.8**

Source: InnovestX Research

Price performance

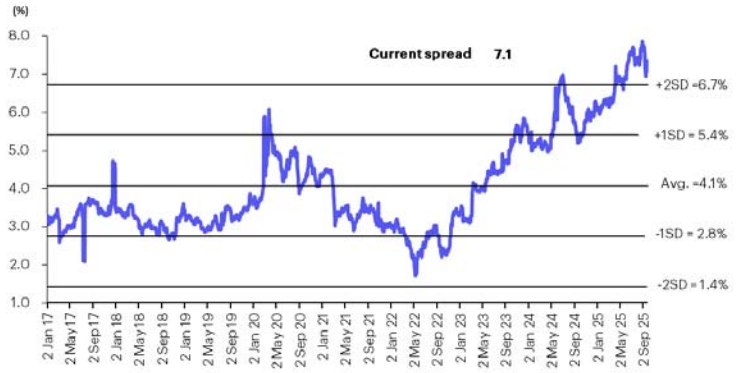
	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
3BBIF	4.0	8.4	(0.8)	0.8	(6.1)	11.8
BTSGIF	7.3	1.5	(17.9)	4.0	(12.1)	(7.5)
DIF	9.7	12.4	(6.2)	6.3	(2.6)	5.7
FTREIT	9.1	13.3	(7.3)	5.7	(1.9)	4.5
GVREIT	3.2	(1.5)	(5.2)	0.1	(14.7)	6.8
LHSC	5.2	5.2	8.0	2.0	(8.9)	21.7
LHHOTEL	5.1	10.8	(10.2)	1.9	(4.0)	1.1

Source: SET, InnovestX Research

นักวิเคราะห์

กิตติศร พฤติภัทร, CFA, FRM
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
0-2793-9007
kittisorn.p@innovestx.co.th

Yield spread ของกลุ่ม REIT และ IFF ยังอยู่ในระดับที่น่าสนใจ



Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

กลุ่ม REIT และ IFF จะเข้าสู่ช่วงขาขึ้นเหมือนในช่วงปี 2560-2562 หรือไม่?

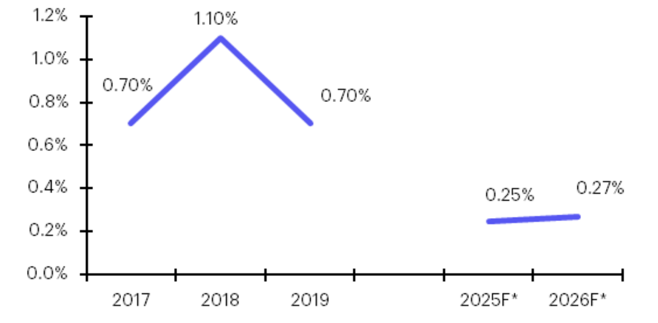
เนื่องจากเราเชื่อว่าประเทศไทยกำลังเข้าสู่วัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาลง ดังนั้นเราจึงเชื่อว่ากลุ่ม REIT และ IFF จะเป็นหนึ่งในกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากวักฏจักรนี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลงจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่มนี้ดูน่าสนใจมากขึ้นเมื่อเทียบกับสินทรัพย์อื่น ทั้งนี้ ช่วงขาขึ้นครั้งก่อนของกลุ่ม REIT และ IFF เกิดขึ้นในช่วงปี 2560-2562 และเราก็พยายามที่จะศึกษาว่าประวัติศาสตร์จะซ้ำรอยอีกครั้งในปี 2568-2569 หรือไม่

ทั้งนี้เพื่อประเมินโอกาสที่กลุ่ม REIT และ IFF จะเข้าสู่ช่วงขาขึ้นรอบใหม่ เราจึงย้อนกลับไปศึกษาในช่วงปี 2560-2562 ซึ่งเป็นช่วงที่กลุ่มนี้มีการปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่ง โดยพิจารณาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่สร้างโมเมนตัมเชิงบวกในช่วงเวลานั้น เราพบว่าในช่วงนั้นมีโมเมนตัมเชิงบวกจากตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจทุกตัวเกิดขึ้นพร้อมกัน ทำให้เกิดแรงขับเคลื่อนที่แข็งแกร่งและเป็นไปในทิศทางเดียวกันทั่วทั้งกลุ่ม จากการศึกษาของเรา มีโอกาสที่เราจะเห็นกลุ่ม REIT และ IFF เข้าสู่ช่วงขาขึ้นอีกครั้งในปี 2568-2569

เปรียบเทียบปัจจัยชี้วัดที่สำคัญในปัจจุบันเทียบกับปี 2560-2562

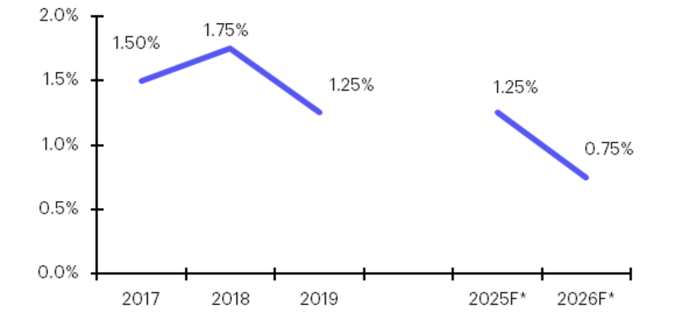
1) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากกว่าปี 2560-2562): สภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญสำหรับกลุ่ม REIT เนื่องจากทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของกองทรัสต์ลดลง และทำให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อีกทั้งยังส่งผลทำให้เกิดพฤติกรรม “search for yield” ด้วย ในช่วงปี 2560-2562 อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทยอยู่ในระดับต่ำและมีเสถียรภาพที่ 0.7-1.1% ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายก็มีแนวโน้มลดลงจาก 1.5% ในปี 2560 มาอยู่ที่ 1.25% ในปี 2562 ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ 1.5% INVX คาดว่า ณ สิ้นปี 2568 อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ 1.25% และจะลดลงมาอยู่ที่ 0.75% ในปี 2569 ดังนั้นเราเชื่อว่าสถานการณ์อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT มากกว่าในช่วงปี 2560-2562

Figure 1: เปรียบเทียบอัตราเงินเฟ้อทั่วไป



Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.
*Note: *Based on INVX estimates*

Figure 2: ...และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (สิ้นปี)

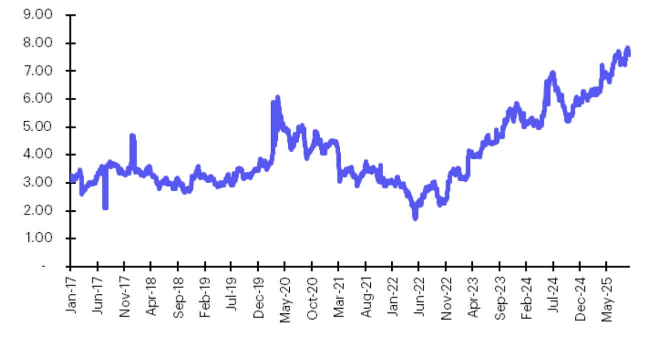


Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.
*Note: *Based on INVX estimates*

2) Yield spread (ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากกว่าปี 2560-2562): yield spread คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่ม REIT และ IFF กับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ตัวเลขที่สูงขึ้นหมายถึงความน่าสนใจที่มากขึ้น ปัจจุบัน spread อยู่ที่ 7.1% เทียบกับ 3.2% ในช่วงปี 2560-2562 เนื่องจาก spread ในปัจจุบันกว้างกว่าในช่วงปี 2560-2562 เราจึงมองว่าสถานการณ์ปัจจุบันน่าสนใจกว่า

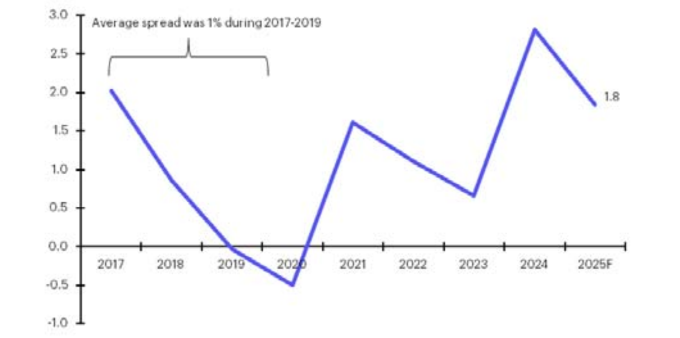
นอกจากนี้ เรายังพิจารณาทางเลือกอื่นในการเปรียบเทียบกับกลุ่ม REIT และ IFF ซึ่งก็คือดัชนี SETHD ซึ่งเป็นดัชนีหุ้นไทยที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นบริษัทจดทะเบียน 30 บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง จ่ายปันผลสม่ำเสมอ และมีสภาพคล่องดี ในช่วงปี 2560-2562 อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของ SETHD อยู่ที่ 3.9–5.3% เทียบกับกลุ่ม REIT และ IFF ที่ 5.3–5.9% ซึ่งบ่งชี้ถึง spread โดยเฉลี่ยที่ 1% เทียบกับ 1.8% ในปัจจุบัน ปัจจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าปัจจุบันกลุ่ม REIT & IFFมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจกว่า SETHD เมื่อเทียบกับช่วงปี 2560-2562

Figure 3: Yield spread (เทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล) ในปัจจุบันสูงกว่าปี 2560-2562



Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

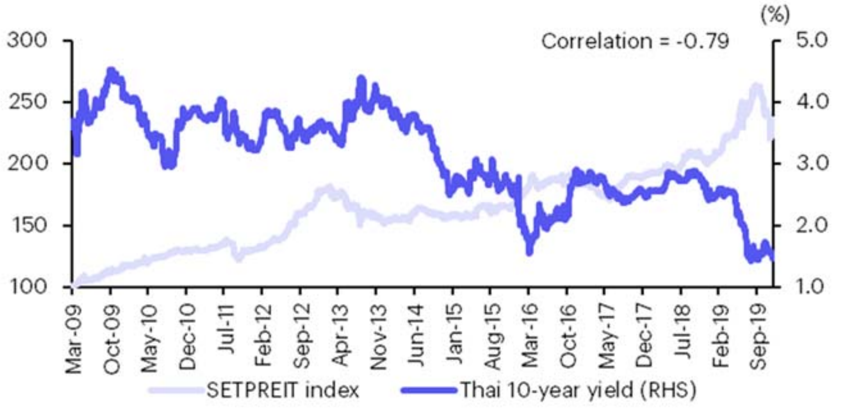
Figure 4: ...เมื่อเทียบกับ SETHD ก็เห็นผลแบบเดียวกัน



Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

จากการศึกษาของเราตั้งแต่ปี 2552-2562 (ไม่รวมช่วง COVID-19 เนื่องจากเป็นสถานการณ์ที่ผิดปกติ) พบว่าค่า correlation ระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีกับดัชนี REIT & IFFอยู่ที่ -0.79 ค่า correlation ที่ติดลบค่อนข้างสูงนี้แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงจะเป็นบวกต่อกลุ่ม REIT & IFFเนื่องจากเราเชื่อว่าประเทศไทยกำลังเข้าสู่วัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาลง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรจึงน่าจะยังคงมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องจนถึง 2Q69 ซึ่งจะเป็นบวกต่อกลุ่ม REIT & IFFs

Figure 5: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี กับดัชนี REIT & IFFมีค่า correlation ติดลบค่อนข้างสูงในปี 2552-2562



Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

3) Valuation (ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากกว่าปี 2560-2562): หนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กลุ่ม REIT และ IFF ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ valuation ที่ต่ำของกลุ่ม ซึ่งดูเหมือนว่าจะสะท้อนสถานการณ์เลวร้ายที่สุดไปแล้ว หุ้นกลุ่ม REIT และ IFF ภายใต้การวิเคราะห์ของเราซื้อขายในระดับที่ต่ำกว่า NAV ค่อนข้างมากมาก อัตราส่วนราคาต่อ NAV (P/NAV) ที่ต่ำกว่า 1.0 เท่า หมายความว่ามูลค่าตลาดของ REIT & IFFนั้นน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนสามารถเข้าซื้อสินทรัพย์ที่สร้างรายได้สูงส่วนหนึ่งได้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงค่อนข้างมาก จึงเป็นโอกาสที่จะสร้าง margin of safety ให้กับนักลงทุน

Figure 6: DIF - P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 7: 3BBIF – P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 8: LHHOTEL - P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 9: LHSC – P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 10: FTREIT - P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 11: GVREIT – P/NAV

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

Figure 12: BTSGIF - P/NAV

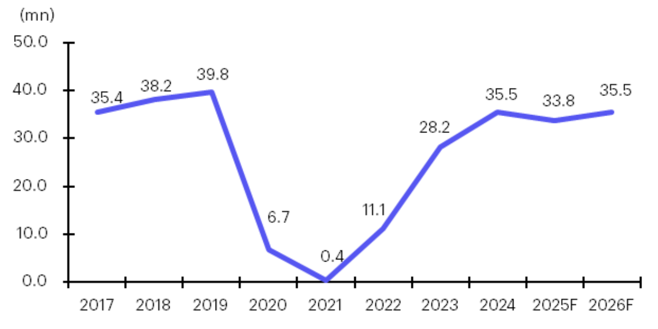
Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

4) แนวโน้มอุตสาหกรรม (ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF น้อยกว่าปี 2560-2562): แนวโน้มอุตสาหกรรมน่าจะเป็นเพียงปัจจัยเดียวที่เราเชื่อว่าปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF น้อยกว่าปี 2560-2562 ยกเว้นกลุ่มโทรคมนาคม (DIF และ 3BBIF) ซึ่งแนวโน้มของอุตสาหกรรมนี้ในปัจจุบันค่อนข้างใกล้เคียงกับปี 2560-2562

กลุ่มท่องเที่ยว (LHHOTEL): แม้ว่าเราจะเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทย แต่ก็ยังต่ำกว่าระดับปี 2560-2562 ซึ่งอยู่ที่ 35.4-39.8 ล้านคนต่อปี เทียบกับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 33.8 ล้านคนในปี 2568 และ 35.5 ล้านคนในปี 2569 โดยในปี 2567 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 35.5 ล้านคน ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปี 2569

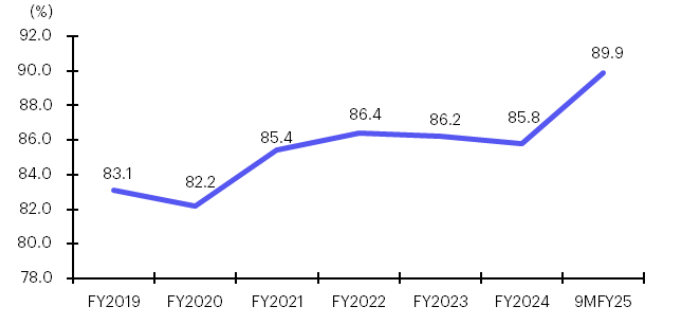
กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (FTREIT): อุตสาหกรรมนี้แข็งแกร่งมากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2560-2562 ซึ่งสะท้อนให้เห็นได้จากอัตราการเช่าพื้นที่คลังสินค้าและโรงงานที่เพิ่มขึ้นของ FTREIT อย่างไรก็ตาม มีความกังวลใหม่เกี่ยวกับอัตราภาษีสินค้าสวมสิทธิ์ (transshipment rate) ที่ส่งมายังสหรัฐฯ

Figure 13: นักท่องเที่ยวต่างชาติยังกลับมาไม่ถึงระดับปี 2562



Source: InnovestX Research, Ministry of Tourism and Sports

Figure 14: อัตราการเช่าคลังสินค้าและโรงงานของ FTREIT เพิ่มขึ้น

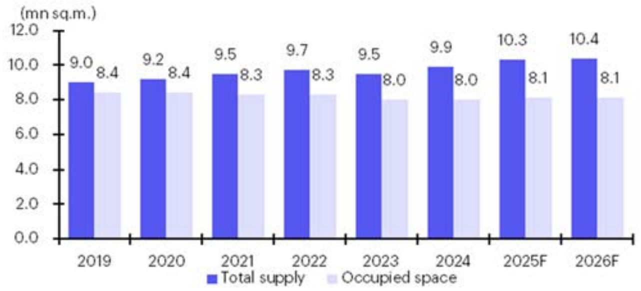


Source: InnovestX Research, FTREIT

กลุ่มอาคารสำนักงาน (GVREIT): ในปี 2569 คาดว่าตลาดให้เช่าอาคารสำนักงานของไทยจะทรงตัว โดยจะมีการเติบโตเกือบเป็นศูนย์ ซึ่งเป็นผลมาจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ความเชื่อมั่นระดับต่ำของนักลงทุน และบริษัทต่างชาติชะลอการลงทุนเนื่องจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจโลกและนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ

เมื่อมองไปข้างหน้าในช่วงปี 2570-2572 ตลาดจะเผชิญกับความท้าทายที่สำคัญจากสถานการณ์พื้นที่สำนักงานล้นตลาดที่ยืดเยื้อ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะทำให้ความต้องการพื้นที่สำนักงานใหม่ลดลงในระยะยาว และสร้างแรงกดดันทั้งต่ออัตราค่าเช่าและอัตราการเช่า

Figure 15: พื้นที่สำนักงานว่างเพิ่มขึ้น



Source: InnovestX Research, SCB EIC

Figure 16: แนวโน้มแย่ลงเนื่องจากอุปทานเพิ่มขึ้น

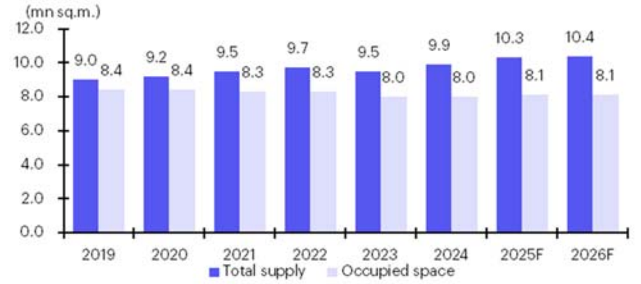
ปัจจัยชี้วัดที่สำคัญ	2015-2019	2025F	2026F
พื้นที่ให้เช่าได้	+1.9%	+0.9%	+0-1%
อุปทานทั้งหมด	+1.5%	+4.9%	+0.5-1.5%
ค่าเช่าเฉลี่ย	+5.5%	-0.9%	+0-1%
อัตราการเช่า	93%	78%	78%

Source: InnovestX Research, SCB EIC

กลุ่มศูนย์การค้า (LHSC): ผลการดำเนินงานของกอง REIT เพื่อการค้าปลีกมีความเชื่อมโยงกับภาคการบริโภคและการท่องเที่ยวมากขึ้น อย่างไรก็ตาม สภาพแวดล้อมในปัจจุบันถือว่าท้าทายมากขึ้น เนื่องจากระดับหนี้ครัวเรือนสูง และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวช้า

ในปี 2569 คาดว่าอุปทานพื้นที่ให้เช่าใหม่จะเพิ่มขึ้น 3.5% ถึง 4.5% YoY โดยมีโครงการขนาดใหญ่ในย่านมิดทาวน์และชานเมืองเป็นตัวขับเคลื่อนหลัก ซึ่งเป็นผลต่อเนื่องมาจากการชะลอตัวลงของอุปทานในย่านใจกลางเมือง หลังจากที่ขยายตัว 6% YoY ในปี 2568 เรามองว่าศูนย์การค้าย่านใจกลางเมืองจะแข็งแกร่งกว่าพื้นที่อื่นๆ เนื่องจากมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดค่อนข้างจำกัด

Figure 17: พื้นที่ค้าปลีกว่างเพิ่มขึ้นเล็กน้อย



Source: InnovestX Research, SCB EIC

Figure 18: อัตราการเช่าน่าจะลดลงเล็กน้อย

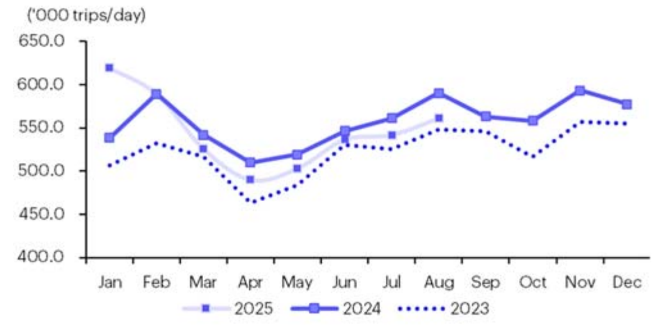
ปัจจัยชี้วัดที่สำคัญ	2015-2019	2025F	2026F
พื้นที่ให้เช่าได้	+3.1%	+1.1%	+1.5-2.5%
อุปทานทั้งหมด	+2.4%	+2.7%	+3.5-4.5%
ค่าเช่าเฉลี่ย	-4.1%	+1.5%	+0.5-1.5%
อัตราการเช่า	94%	93%	92%

Source: InnovestX Research, SCB EIC

กลุ่มขนส่ง (BTSGIF): จำนวนผู้โดยสาร (โดยเฉพาะรถไฟฟ้า BTS (สายสีเขียวหลัก) ซึ่งอยู่ภายใต้ BTSGIF) อยู่ในช่วงฟื้นตัว แม้ว่าจำนวนผู้โดยสารยังต่ำกว่าระดับก่อนเกิดสถานการณ์ COVID-19 นอกจากนี้ เรายังพบว่าจำนวนผู้โดยสารลดลงเล็กน้อยใน 8M68 จากหลายปัจจัย เช่น แผ่นดินไหว เศรษฐกิจที่อ่อนแอ และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง

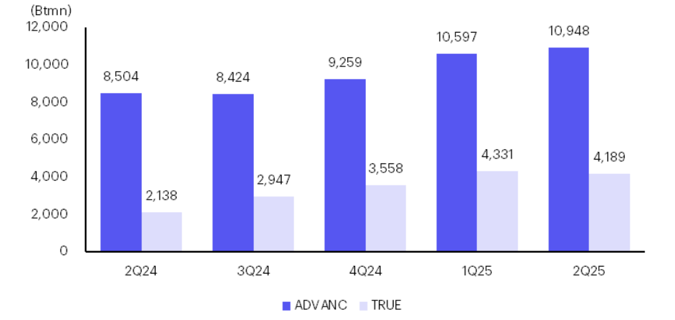
กลุ่มโทรคมนาคม (DIF, 3BBIF): เป็นเพียงกลุ่มเดียวที่เราเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นจากการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้ผู้สนับสนุนกองทุนทั้ง DIF และ 3BBIF มีความแข็งแกร่งทางการเงินมากขึ้น TRUE ซึ่งเป็นผู้สนับสนุนของ DIF กลับมามีกำไรเมื่อเทียบกับปี 2562 ที่ขาดทุน ขณะที่ 3BBIF มีการเปลี่ยนผู้สนับสนุนจาก JAS เป็น ADVANC ซึ่งมีความแข็งแกร่งทางการเงินมากกว่าอย่างชัดเจน

Figure 19: จำนวนผู้โดยสาร BTS เริ่มฟื้นตัว แต่ยังต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID-19



Source: InnovestX Research, BTSGIF

Figure 20: DIF และ 3BBIF มีผู้สนับสนุนที่แข็งแกร่งขึ้น สะท้อนให้เห็นจากโมเมนตัมกำไรปกติของ ADVANC และ TRUE



Source: InnovestX Research, ADVANC, TRUE

5) อายุสิทธิการเช่า (ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF น้อยกว่าปี 2560-2562): อายุสิทธิการเช่าที่สั้นลงจะทำให้กองทุนมีความน่าสนใจน้อยลง โดยเฉพาะกองทุนที่ถือสิทธิการเช่า โดยรวมแล้ว อายุสิทธิการเช่าที่เหลือจะสั้นลงในปี 2568 โดยขนาดของกองทุนจะแตกต่างกันไปในแต่ละกองทุน

Figure 21:อายุสิทธิการเช่าของแต่ละกองทุน

ชื่อ	อายุสิทธิการเช่าคงเหลือใน ปี 2562 (ปี)	อายุสิทธิการเช่าคงเหลือใน ปี 2568 (ปี)	ความเห็น
DIF	24.0	18.0	แม้ว่า DIF จะเป็นกองทุนที่ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน แต่สัญญาเช่ากลับมีระยะเวลาสั้นลง
3BBIF	13.0	13.0	มีการปรับค่าเช่าในปี 2566 ซึ่งขยายสัญญาเช่าออกไป แต่อัตราค่าเช่าลดลง ทั้งนี้ 3BBIF ก็เป็นกองทุนที่ถือกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินเช่นเดียวกัน
LHSC	21.0	18.5	
LHHOTEL	22.10	20.9	
FTREIT	25.0	19.3	สำหรับส่วนของทรัพย์สินที่ถือสิทธิการเช่า ซึ่งคิดเป็น 28% ของ NLA
GVREIT	21.5	15.5	
BTSGIF	10.0	4.0	

Source: Company data, InnovestX Research

สรุปการเปรียบเทียบปัจจัย

จากปัจจัย 5 ประการที่เราทำการศึกษา เราพบว่าสถานการณ์ปัจจุบันเอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากกว่าในปี 2562 เนื่องจากปัจจัยส่วนใหญ่ เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย yield spread และ valuation บ่งชี้ว่ามีความน่าสนใจมากขึ้นในปัจจุบัน สำหรับแนวโน้มอุตสาหกรรม ผลออกมาแตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม โดยกลุ่มโทรคมนาคมและนิคมอุตสาหกรรมมีแนวโน้มดีขึ้น แม้ว่ากลุ่มหลังมีแรงกดดันจากอัตราภาษีสินค้าสวมสิทธิ์ (transshipment rate) แต่เรายังไม่เห็นผลกระทบต่อการดำเนินงานในระยะสั้น

Figure 22: สรุปการเปรียบเทียบปัจจัย

ปัจจัย	ผล
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย	เอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากขึ้นในปัจจุบัน
Yield spread	เอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากขึ้นในปัจจุบัน
Valuation	เอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF มากขึ้นในปัจจุบัน
แนวโน้มอุตสาหกรรม	แตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม
อายุสิทธิการเข้า	เอื้อต่อกลุ่ม REIT และ IFF น้อยลงในปัจจุบัน

Source: Company data, InnovestX Research

ความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย

เมื่อเข้าสู่ช่วงดอกเบี้ยขาลง ผลกระทบต่อกลุ่ม REIT และ IFF จะขึ้นอยู่กับโครงสร้างหนี้ของแต่ละกองทุน โดยสามารถสรุปได้เป็น 2 กลุ่มหลัก:

- **กลุ่มที่ได้รับประโยชน์:** กองทุนที่มีหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 100% เช่น DIF 3BBIF (JASIF) และ LHSC จะได้รับประโยชน์อย่างชัดเจน โดยการลดดอกเบี้ย 0.25% คาดว่าจะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิของแต่ละกองทุนเพิ่มขึ้นได้ 0.5% 0.4% และ 0.8% ตามลำดับ ส่วนกองทุนที่มีโครงสร้างหนี้แบบผสมก็ยังได้รับประโยชน์ LHHOTEL (มีหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 58%) จะเห็นกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 0.8% จากการลดอัตราดอกเบี้ยในระดับเดียวกัน
- **กลุ่มที่ได้รับผลกระทบจำกัดในระยะสั้น:** กองทุนที่มีหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยคงที่ทั้งหมดจะไม่ได้รับผลกระทบในทันที GVREIT และ FTREIT ไม่มีมีหนี้สินแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งหมายความว่าการลดอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิของกองทุนค่อนข้างจำกัด โดยจะเห็นผลกระทบเชิงบวกเมื่อกองทรัสต์รีไฟแนนซ์หนี้

Figure 23: ความอ่อนไหวต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ชื่อ	% หนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว	% ผลกระทบต่อกำไรจากการลดดอกบี้ย 25bps	ความเห็น
DIF	100	0.5	
3BBIF	100	0.4	
LHSC	100	0.8	
LHHOTEL	58	0.8	
FTREIT	น้อยมาก	จำกัด	กองทรัสต์ใช้หุ้นกู้เป็นแหล่งเงินทุนหลัก
GVREIT	น้อยมาก	จำกัด	กองทรัสต์ใช้หุ้นกู้เป็นแหล่งเงินทุนหลัก
BTSGIF	0	0	ไม่มีหนี้

Source: Company data, InnovestX Research

DIF และ LHHOTEL เป็น top picks ของเรา

โดยรวมแล้ว เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม REIT และ IFF โดยมองว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่มนี้ยังอยู่ในระดับที่น่าสนใจ สะท้อนให้เห็นได้จาก yield spread นอกจากนี้ valuation ในแง่ของ P/NAV ก็ยังไม่แพง เนื่องจากแนวโน้มอุตสาหกรรมแตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรม เราจึงเลือกลงทุนอย่างระมัดระวัง โดยเลือกกองทุนที่มีรายได้มั่นคง และกองทุนที่เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัว

ดังนั้นเราจึงยังคงเลือก DIF เป็นหนึ่งใน top picks ของเรา เนื่องจากมีรายได้ที่มั่นคงและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดี แม้ว่าราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 9.7% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ปัจจุบันเราเลือก LHHOTEL เป็น top pick แทน LHSC เราเชื่อว่าราคาหุ้น LHHOTEL สะท้อนจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลงไปเรียบร้อยแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น LHHOTEL underperform SET และกลุ่ม REIT และ IFF อยู่ 9.3% และ 4.1% ตามลำดับ นับตั้งแต่ที่เราปรับลดคำแนะนำลงในเดือนพ.ค. นอกจากนี้ เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัว โดยเฉพาะในตลาดที่ไม่ใช่จีน ซึ่งบ่งชี้ว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวน่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q68

Figure 24: สรุปปัจจัยสำคัญสำหรับกอง REIT และ IFF แต่ละกอง

ชื่อ	แนวโน้มอุตสาหกรรม	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเทียบกับกลุ่ม YTD	ได้ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย	Valuation ในแง่ P/NAV
DIF	บวก	สูง	Outperform	ได้	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
3BBIF	บวก	สูง	Outperform	ได้	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
LHSC	ลบเล็กน้อย	สูง	Outperform	ได้	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
LHHOTEL	ดีขึ้น	สูง	Underperform	ได้	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
FTREIT	บวก และมีความไม่แน่นอน	สูง	Outperform	จำกัด	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
GVREIT	ลบ	สูง	Outperform	จำกัด	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
BTSGIF	บวก และมีความไม่แน่นอน	สูง	Underperform	ไม่ได้	ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

Source: Company data, InnovestX Research

DIF - เราแนะนำ OUTPERFORM โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 10 บาท (WACC ที่ 6.1% และไม่มี terminal value) เราชอบ DIF เนื่องจากมีกระแสรายได้ที่มั่นคงและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 9.7% ในปี 2568 และ 9.6% ในปี 2569F แม้ว่า DIF จะมี IRR ต่ำกว่ากองทุนอื่นๆ แต่เราเชื่อว่ามีความชัดเจนด้านรายได้สูง นอกจากนี้ DIF ยังได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลงด้วย เนื่องจากโครงสร้างหนี้เป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว 100%

Figure 25: ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	14,252	14,102	14,690	14,926	15,002
EBITDA	(Btmn)	13,895	13,773	13,830	14,019	14,079
Core profit	(Btmn)	11,858	11,670	11,833	12,182	12,413
Reported profit	(Btmn)	7,940	663	11,833	12,182	12,413
Core EPS	(Bt)	1.12	1.10	1.11	1.15	1.17
DPS	(Bt)	0.93	0.89	0.88	0.87	0.88
P/E, core	(x)	8.1	8.2	8.1	7.9	7.8
EPS growth, core	(%)	(3.9)	(1.6)	1.4	2.9	1.9
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	6.9	7.0	7.3	7.4	7.4
Distribution yield	(%)	10.3	9.8	9.7	9.6	9.7
EV/EBITDA	(x)	8.6	8.5	8.1	7.8	7.5

Source: Company data, InnovestX Research

LHHOTEL – เราปรับคำแนะนำสำหรับ LHHOTEL ขึ้นจาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM โดยปรับราคาเป้าหมายใหม่จาก 14.5 บาท เป็นราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DDM ที่ 14 บาท (WACC ที่ 6.1% และไม่มี terminal value) หลังจากเราปรับปีฐานที่ใช้ประเมินราคาเป้าหมายเป็นสิ้นปี 2569 นอกจากนี้เรายังปรับสมมติฐานเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงาน 1H68 ที่อ่อนแอกว่าคาดด้วย โดยปรับประมาณการกำไรปกติปี 2568 ลดลง 10.4% และปี 2569 ลดลง 5% อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวได้ผ่านจุดต่ำสุดไปเรียบร้อยแล้ว ดังที่เห็นได้จากการปรับตัวลดลงน้อยลง YoY นำโดยตลาดที่ไม่ใช่จีน นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะเห็นกำไรเติบโต QoQ ใน 3Q68 แม้ว่า YoY น่าจะยังคงติดลบ แต่จะติดลบน้อยลงเมื่อเทียบกับ 2Q68 ซึ่งรายงานกำไรปกติลดลง 22.3% YoY ราคาหุ้น LHHOTEL ปรับตัว underperform SET อยู่ 9.3% และกลุ่ม REIT และ IFF อยู่ 4.1% นับตั้งแต่เราปรับลดคำแนะนำลงเป็น NEUTRAL ในเดือนพ.ค. 2568 ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการใหม่ของเรา อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลยังคงอยู่ในระดับที่ดีที่ 8.9% ในปี 2568 และ 10% ในปี 2569

Figure 26: ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	1,321	2,351	2,148	2,285	2,380
EBITDA	(Btmn)	1,228	2,257	2,051	2,187	2,277
Core profit	(Btmn)	949	1,794	1,600	1,751	1,862
Reported profit	(Btmn)	1,577	2,577	1,600	1,751	1,862
Core EPS	(Bt)	1.58	1.71	1.53	1.67	1.78
DPS	(Bt)	1.15	1.33	1.10	1.23	1.21
P/E, core	(x)	7.8	7.2	8.1	7.4	6.9
EPS growth, core	(%)	103.5	8.5	(10.8)	9.4	6.4
P/BV, core	(x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	(%)	10.2	13.9	11.7	12.4	12.7
Distribution yield	(%)	9.3	10.8	8.9	10.0	9.9
EV/EBITDA	(x)	18.8	10.1	11.0	10.1	9.4

Source: Company data, InnovestX Research

LHSC – เราแนะนำสำหรับ OUTPERFORM สำหรับ LHSC โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 14 บาท (WACC ที่ 6% และไม่มี terminal value) หลังจากเราปรับปีฐานที่ใช้ประเมินราคาเป้าหมายเป็นสิ้นปี 2569 และปรับประมาณการกำไรปี 2568 และปี 2569 เพิ่มขึ้น 17% และ 16% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงาน 1H68 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด เราชอบ LHSC เนื่องจากกองทรัสต์มีสัญญาเช่าประเภทอัตราค่าเช่าและบริการคงที่ในสัดส่วนสูงที่ 70% ซึ่งจะทำให้รายได้ของกองทรัสต์มีความยืดหยุ่นสูง เราคาดว่า LHSC จะให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 9.4% ในปี 2568 และ 9.4% ในปี 2569

Figure 27: ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	1,258	1,563	2,619	2,662	2,695
EBITDA	(Btmn)	554	742	1,268	1,269	1,288
Core profit	(Btmn)	522	702	1,160	1,163	1,188
Reported profit	(Btmn)	554	789	1,160	1,163	1,188
Core EPS	(Bt)	1.07	0.89	1.46	1.47	1.50
DPS	(Bt)	0.94	1.05	1.14	1.14	1.17
P/E, core	(x)	11.3	13.7	8.3	8.2	8.1
EPS growth, core	(%)	108.2	(17.1)	65.3	0.3	2.1
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	8.8	9.1	12.2	11.9	11.8
Distribution yield	(%)	7.7	8.7	9.4	9.4	9.6
EV/EBITDA	(x)	11.7	15.1	7.8	7.6	7.3

Source: Company data, InnovestX Research

FTREIT – แม้ว่าจะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอัตราภาษีสินค้าสวมสิทธิ์ (transshipment rate) แต่เรายังไม่เห็นผลกระทบต่อการดำเนินงานในระยะสั้น ความต้องการยังคงแข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มโรงงาน จากการหารือกับผู้จัดการกองทรัสต์ พบว่ารายได้จากลูกค้า 3.4% มาจากตลาดสหรัฐฯ ดังนั้นเราเชื่อว่าในที่สุดแล้วปัญหาอัตราภาษีสินค้าสวมสิทธิ์ (transshipment rate) จะส่งผลกระทบต่อลูกค้าเดิมค่อนข้างจำกัด ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ FTREIT โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี FY2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 12.6 บาท (WACC ที่ 5.8% และ LTG ที่ 0.3%) เราคาดว่า FTREIT จะให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.8% ในปี FY2569 (ต.ค. 2568 – ก.ย. 2569)

Figure 28: ประมาณการและ valuation

Year to 30 Sep	Unit	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Revenue	(Btmn)	3,725	3,908	4,116	4,316	4,340
EBITDA	(Btmn)	2,894	2,998	3,206	3,367	3,388
Core profit	(Btmn)	2,494	2,558	2,732	2,836	2,857
Reported profit	(Btmn)	2,852	2,402	2,732	2,836	2,857
Core EPS	(Bt)	0.81	0.78	0.83	0.86	0.87
DPS	(Bt)	0.75	0.75	0.76	0.79	0.80
P/E, core	(x)	12.5	13.0	12.3	11.8	11.7
EPS growth, core	(%)	(1.0)	(3.8)	6.3	3.8	0.8
P/BV, core	(x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	(%)	7.4	7.4	7.6	7.8	7.8
Distribution yield	(%)	7.3	7.3	7.5	7.8	7.8
EV/EBITDA	(x)	15.8	15.5	14.4	14.2	14.0

Source: Company data, InnovestX Research

GVREIT – เราคงคำแนะนำ NEUTRAL โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DDM ที่ 6.6 บาท (WACC ที่ 6.2% และไม่มี terminal value) หลังจากเราปรับปีฐานที่ใช้ประเมินราคาเป้าหมายเป็นสิ้นปี 2569 แม้ว่าผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทภายใต้กลุ่มเฟรเซอร์สย้ายไปที่ ONE Bangkok จะคิดเป็น 7.8% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด เทียบกับ 18% ตามที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ แต่ปัญหาเรื่องอุปทานยังคงมีอยู่ อุปทานใหม่จาก Dusit Central Park จะเป็นอีกปัจจัยกดดัน อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีที่ 11.7% ในปี FY2569 น่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลงได้

Figure 29: ประมาณการและ valuation

Year to 30 Sep	Unit	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Revenue	(Btmn)	1,153	1,134	1,155	1,118	1,138
EBITDA	(Btmn)	817	800	797	766	780
Core profit	(Btmn)	719	709	709	678	693
Reported profit	(Btmn)	566	458	709	678	693
Core EPS	(Bt)	0.88	0.87	0.87	0.83	0.85
DPS	(Bt)	0.79	0.79	0.79	0.75	0.77
P/E, core	(x)	7.2	7.4	7.4	7.7	7.5
EPS growth, core	(%)	(2.4)	(1.4)	(0.1)	(4.3)	2.2
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	8.0	8.0	8.1	7.7	7.8
Distribution yield	(%)	12.3	12.4	12.4	11.7	12.0
EV/EBITDA	(x)	8.6	8.9	8.8	9.2	9.0

Source: Company data, InnovestX Research

BTSGIF – เราแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BTSGIF โดยปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DDM ใหม่จาก 3.2 บาท เป็น 2.9 บาท (WACC ที่ 5.9% และไม่มี terminal value) เราปรับราคาเป้าหมายลดลงเพื่อสะท้อนจำนวนผู้โดยสารที่ต่ำกว่าคาดในช่วง 5MFY69 (เม.ย.-ส.ค. 2568) BTSGIF รายงานจำนวนผู้โดยสารเฉลี่ยที่ 526,600 เที่ยว/วัน ลดลง 3.5% YoY เทียบกับสมมติฐานเดิมของเราที่คาดว่าจะเติบโต 5% แม้เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้ แต่จะเติบโตถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ค่อนข้างยาก ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารในปี FY2569 ลดลงเป็น 0% ส่งผลทำให้เราปรับประมาณการกำไรปกติปี FY2569 ลดลง 7%

Figure 30: ประมาณการและ valuation

Year to 31 Mar	Unit	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Revenue	(Btmn)	4,689	4,515	4,671	4,357	4,935
EBITDA	(Btmn)	4,634	4,473	4,619	4,305	4,882
Core profit	(Btmn)	4,648	4,491	4,646	4,346	4,922
Reported profit	(Btmn)	(5,112)	(1,189)	(642)	(1,813)	(2,391)
Core EPS	(Bt)	0.80	0.78	0.80	0.75	0.85
DPS	(Bt)	0.80	0.77	0.79	0.74	0.84
P/E, core	(x)	3.3	3.4	3.3	3.5	3.1
EPS growth, core	(%)	36.7	(3.4)	3.4	(6.5)	13.3
P/BV, core	(x)	0.5	0.6	0.8	1.1	2.5
ROE	(%)	13.2	16.3	20.9	26.4	50.6
Distribution yield	(%)	29.9	28.9	29.9	27.9	31.7
EV/EBITDA	(x)	3.3	3.4	3.3	3.6	3.1

Source: Company data, InnovestX Research

3BBIF – แม้ว่า 3BBIF จะมีกระแสรายได้ที่มั่นคงเช่นเดียวกับ DIF แต่เรามองว่าราคาหุ้นมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้จำกัด เราชอบ DIF มากกว่า 3BBIF เนื่องจาก DIF มีทรัพย์สินที่หลากหลายกว่า โดยมีทั้งเสาโทรคมนาคมและเส้นใยแก้วนำแสง ในขณะที่ 3BBIF ลงทุนในเส้นใยแก้วนำแสงเพียงอย่างเดียว ดังนั้นเราจึงยังคงคำแนะนำ NEUTRAL โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 6.5 บาท (WACC ที่ 5.3% และ LTG ที่ 0%)

Figure 31: Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	9,437	7,429	7,583	7,735	7,889
EBITDA	(Btmn)	8,774	6,723	6,593	6,884	6,938
Core profit	(Btmn)	7,961	5,979	6,231	6,618	6,734
Reported profit	(Btmn)	(11,139)	5,279	6,231	6,618	6,734
Core EPS	(Bt)	1.00	0.75	0.78	0.83	0.84
DPS	(Bt)	0.78	0.70	0.65	0.68	0.69
P/E, core	(x)	6.5	8.6	8.3	7.8	7.7
EPS growth, core	(%)	(10.1)	(24.9)	4.2	6.2	1.8
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	10.5	8.9	9.3	9.7	9.7
Distribution yield	(%)	12.1	10.9	10.1	10.5	10.6
EV/EBITDA	(x)	7.3	9.2	9.2	8.6	8.3

Source: Company data, InnovestX Research

Figure 32: สรุปข้อมูล ESG และมุมมองเราเกี่ยวกับ ESG

	DIF	3BBIF	LHHOTEL	LHSC
SET ESG rating	na.	na.	na.	na.
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2023)	0.33	na.	na.	na.
Rank in the Sector	9/39	na.	na.	na.
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	• ทรัพย์สินของกองทุนเป็นเสาโทรคมนาคม ซึ่งได้รับการออกแบบมาเพื่อใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด	• กองทุนลงทุนในสายเคเบิลใยแก้วนำแสง ซึ่งเป็น passive assets ที่ไม่มีการใช้พลังงานโดยตรง	• นำมาตรการประหยัดพลังงานมาใช้ในการดำเนินงานของโรงแรม • ดำเนินโครงการอนุรักษ์น้ำในทุกพื้นที่ของโรงแรม • ดำเนินโครงการลดขยะและรีไซเคิลในการดำเนินงานของโรงแรม	• ใช้ระบบไฟส่องสว่างและอุปกรณ์ที่ประหยัดพลังงานในศูนย์การค้า • ติดตั้งอุปกรณ์ประหยัดน้ำและดำเนินแนวทางการจัดการน้ำอย่างมีประสิทธิภาพ • ดำเนินโครงการคัดแยกขยะและรีไซเคิลภายในศูนย์การค้า
ประเด็นด้านสังคม	• กองทุนให้ความสำคัญกับความแข็งแรงของโครงสร้างและความปลอดภัยของเสาโทรคมนาคม • กองทุนบริหารจัดการโดยผู้จัดการกองทุนมืออาชีพ	• กองทุนให้ความสำคัญกับการดูแลรักษาและความปลอดภัยของเครือข่ายสายเคเบิลใยแก้วนำแสงอย่างเหมาะสม • กองทุนบริหารจัดการโดยผู้จัดการกองทุนมืออาชีพ	• รักษามาตรฐานด้านสุขภาพและความปลอดภัยระดับสูงสำหรับแขกและพนักงาน • จัดให้มีโปรแกรมการฝึกอบรมและพัฒนาอย่างครอบคลุมสำหรับพนักงานโรงแรม • กองทรัสต์ทำงานร่วมกับคู่ค้าที่ยึดมั่นในมาตรฐานจริยธรรมและคุณภาพ	• มีมาตรการรักษาความปลอดภัยที่เข้มงวดสำหรับลูกค้าและผู้เช่า • ผู้จัดการทรัพย์สินดำเนินโครงการฝึกอบรมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่อง • กองทรัสต์ส่งเสริมให้คู่ค้าดำเนินธุรกิจตามแนวทางที่ยั่งยืนและมีจริยธรรม
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	• ผู้จัดการกองทุนมีจรรยาบรรณและนโยบายต่อต้านการทุจริตที่เข้มงวด • กองทุนมีกรอบการบริหารความเสี่ยงที่ครอบคลุม โดยมีกระบวนการในการระบุ ประเมิน และลดความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ	• ผู้จัดการกองทุนดำเนินงานภายใต้กรอบธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง พร้อมนโยบายต่อต้านการทุจริตอย่างชัดเจน • กองทุนมีนโยบายการจัดการความเสี่ยงที่แข็งแกร่งเพื่อจัดการกับความเสี่ยงด้านปฏิบัติการและการเงินที่อาจเกิดขึ้น	• กองทรัสต์ยึดมั่นในมาตรฐานจริยธรรมขั้นสูงและมีนโยบายต่อต้านการทุจริตอย่างเด็ดขาด • มีกระบวนการจัดการความเสี่ยงเชิงรุกเพื่อจัดการความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการลงทุนของโรงแรม • มีมาตรการเพื่อปกป้องความเป็นส่วนตัวและความปลอดภัยของข้อมูลของแขกและบริษัท	• กองทรัสต์มีนโยบายธรรมาภิบาลที่เข้มแข็ง พร้อมนโยบายต่อต้านการทุจริตอย่างชัดเจน • มีการดำเนินกรอบการบริหารความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ เพื่อจัดการกับความเสี่ยงทางธุรกิจในหลากหลายด้าน • มีนโยบายเพื่อรักษาความเป็นส่วนตัวและความปลอดภัยของข้อมูลลูกค้าและผู้เช่าอย่างเคร่งครัด

Source: Bloomberg Finance L.P., SET, company data and InnovestX Research (Note 2023 Bloomberg ESG Financial Materiality Scores have not yet available. Bloomberg ESG Financial Materiality Scores rate companies on their level of management of financially material industry specific ESG issues. Values range from 0 to 10; 10 is best. To review the fully transparent methodology, see ESG Financial Materiality Score Model in Bloomberg.).

Figure 33: ESG summary and our view on ESG

	GVREIT	FTREIT	BTSGIF
SET ESG rating	na.	na.	na.
Bloomberg ESG Financial Materiality Score (2023)	na.	na.	na.
Rank in the Sector	na.	na.	na.
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	• กองทรัสต์ลงทุนในอาคารสำนักงานเกรด A ที่ออกแบบและติดตั้งระบบเพื่อประหยัดพลังงาน • อาคารมีระบบบริหารจัดการน้ำที่มีประสิทธิภาพและช่วยลดการใช้น้ำ • มีการดำเนินโครงการจัดการขยะอย่างครอบคลุม รวมถึงการรีไซเคิลภายในอาคาร	• กองทรัสต์มีนโยบายด้านการจัดการก๊าซเรือนกระจกและการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ • มีการใช้หลอดไฟ LED เป็นมาตรฐานในทุกทรัพย์สิน และเปิดโอกาสให้ผู้เช่าสามารถติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ได้ • มีการติดตั้งอุปกรณ์ประหยัดน้ำและระบบรีไซเคิลน้ำเพื่อการนำกลับมาใช้ใหม่ มีนโยบายด้านการจัดการขยะที่ชัดเจนและครอบคลุม	• ทรัพย์สินหลักของกองทุนคือระบบรถไฟฟ้า BTS ซึ่งมุ่งเน้นการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน
ประเด็นด้านสังคม	• กองทรัสต์ให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของอาคารและสุขภาพในการทำงานสำหรับผู้เช่าและพนักงาน • ผู้จัดการกองทรัสต์มุ่งเน้นการพัฒนาวิชาชีพและศักยภาพของพนักงานอย่างต่อเนื่อง • ผู้จัดการกองทรัสต์มีการประเมินคู่ค้าโดยพิจารณาจากคุณภาพ ความน่าเชื่อถือ และมาตรฐานด้านจริยธรรม	• การปฏิบัติตามมาตรฐานด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยสำหรับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย • มีนโยบายและโปรแกรมสำหรับการฝึกอบรมและพัฒนาพนักงาน • มีนโยบายการจัดซื้อจัดจ้างอย่างยั่งยืนเพื่อบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานอย่างมีความรับผิดชอบ	• ให้ความสำคัญสูงสุดกับความปลอดภัยของผู้โดยสารและพนักงาน • กองทุนได้รับการบริหารจัดการโดยผู้จัดการมืออาชีพ โดยผู้ให้บริการระบบรถไฟฟ้าบีทีเอสมีโปรแกรมพัฒนาบุคลากรของตนเอง
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	• กองทรัสต์ดำเนินงานตามหลักจริยธรรมทางธุรกิจอย่างเคร่งครัด พร้อมนโยบายต่อต้านการทุจริตที่ชัดเจน • มีกรอบการบริหารความเสี่ยงที่ครอบคลุมเพื่อปกป้องสินทรัพย์และผลตอบแทนของกองทรัสต์ • มีมาตรการรักษาความปลอดภัยของข้อมูลในระดับสูง เพื่อปกป้องข้อมูลของผู้เช่าและข้อมูลทางธุรกิจอย่างรัดกุม	• มีการกำหนดและดำเนินการตามนโยบายที่ชัดเจนเกี่ยวกับจริยธรรมทางธุรกิจและการต่อต้านการทุจริต • มีการจัดตั้งกรอบการบริหารความเสี่ยงอย่างเป็นทางการเพื่อระบุและลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น • มีนโยบายและขั้นตอนเพื่อรับรองความเป็นส่วนตัวและความปลอดภัยของข้อมูล	• กองทุนดำเนินงานโดยให้ความสำคัญอย่างยิ่งต่อธรรมาภิบาลและความโปร่งใสในการบริหารจัดการ • มีกรอบการบริหารความเสี่ยงที่ครอบคลุมทุกด้านของการดำเนินงานของกองทุน

Source: Bloomberg Finance L.P., SET, company data and InnovestX Research (Note 2023 Bloomberg ESG Financial Materiality Scores have not yet available. Bloomberg ESG Financial Materiality Scores rate companies on their level of management of financially material industry specific ESG issues. Values range from 0 to 10; 10 is best. To review the fully transparent methodology, see ESG Financial Materiality Score Model in Bloomberg.).

Figure 34: Valuation summary (price as of Oct 2, 2025)

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
3BBIF	Neutral	6.45	6.50	10.9	8.6	8.3	7.8	(25)	4	6	0.8	0.8	0.7	9	9	10	10.9	10.1	10.5	9.2	9.2	8.6
BTSGIF	Neutral	2.66	2.90	38.9	3.4	3.3	3.5	(3)	3	(6)	0.6	0.8	1.1	16	21	26	28.9	29.9	27.9	3.4	3.3	3.6
DIF	Outperform	9.05	10.00	20.2	8.2	8.1	7.9	(2)	1	3	0.6	0.6	0.6	7	7	7	9.8	9.7	9.6	8.5	8.1	7.8
FTREIT	Outperform	10.20	12.60	31.0	13.0	12.3	11.8	(4)	6	4	0.9	0.9	0.9	7	8	8	7.3	7.5	7.8	15.5	14.4	14.2
GVREIT	Neutral	6.40	6.60	15.5	7.4	7.4	7.7	(1)	(0)	(4)	0.6	0.6	0.6	8	8	8	12.4	12.4	11.7	8.9	8.8	9.2
LHSC	Outperform	12.10	14.00	25.1	13.7	8.3	8.2	(17)	65	0	1.0	1.0	1.0	9	9	12	8.7	9.4	9.4	15.1	7.8	7.6
LHHOTEL	Outperform	12.30	14.00	22.8	7.2	8.1	7.4	8	(11)	9	1.0	0.9	0.9	14	12	12	10.8	8.9	10.0	10.1	11.0	10.1
Average					**8.8**	**8.0**	**7.8**	**(6)**	**10**	**2**	**0.8**	**0.8**	**0.8**	**10**	**11**	**12**	**12.7**	**12.6**	**12.4**	**10.1**	**9.0**	**8.7**

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฎอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฎในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด ("INVX") เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) ("เอสซีบี เอกซ์") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด ("INVX") ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) ("เอสซีบี เอกซ์") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก 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 ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, 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, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOIL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIIK, XO, XPG, 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.
To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.
*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, 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, SEAOIL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, 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, 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, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

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

N/A

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