

# เซ็นทรัลพัฒนา

บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา  
จำกัด (มหาชน)

## CPN

Bloomberg CPN TB  
Reuters CPN.BK



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## พรีวิว 4Q68: คาดกำไรปกติเติบโต YoY และ QoQ

เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q68 ของ CPN จะอยู่ที่ 4.2 พันลบ. (+4.7% YoY, +0.4% QoQ) โดยได้รับแรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของธุรกิจศูนย์การค้า (+6.1% YoY และ QoQ) และการควบคุมค่าใช้จ่าย แม้กำไรปกติปี 2568 อาจลดลง 1.9% YoY มาอยู่ที่ 1.61 หมื่นลบ. แต่ยังคงเป็นไปตามที่เราคาดไว้ สำหรับแนวโน้มปี 2569 ยังคงเป็นบวก โดยคาดว่ากำไรจะเติบโต 9.6% YoY สู่ระดับ 1.74 หมื่นลบ. โดยได้แรงหนุนจากการโอนโครงการ *Dusit Residences* นอกจากนี้เรายังเล็งเห็น upside จากการขายสินทรัพย์เข้ากอง CPNREIT ใน 2H69 ขณะที่ valuation ยังไม่แพง แม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วในช่วงที่ผ่านมา คงคำแนะนำ **OUTPERFORM** ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 68 บาท (WACC 7.2% และอัตราการเติบโตระยะยาว 1.5%)

**คาดการณ์กำไรปกติ 4Q68 เติบโต YoY และ QoQ** เราคาดว่า CPN จะรายงานกำไรปกติ 4Q68 ที่ 4.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 4.7% YoY และ 0.4% QoQ โดยการเติบโต YoY จะได้รับแรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของธุรกิจศูนย์การค้า รวมถึงการควบคุมค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ทั้งนี้แม้ค่าใช้จ่าย SG&A จะเพิ่มขึ้น QoQ แต่เราคาดว่ากำไรปกติจะยังเติบโตได้เล็กน้อย QoQ ซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ธุรกิจที่พักอาศัยที่สูงขึ้น โดยใน 4Q68 เราคาดว่า CPN จะเริ่มโอนโครงการคอนโดมิเนียม 2 โครงการ มูลค่ารวม 2.3 พันลบ. สำหรับรายได้จากธุรกิจให้เช่า (85.3% ของรายได้รวม) คาดว่าจะอยู่ที่ 1.15 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 6.1% YoY และ 6.1% QoQ จากการรับรู้รายได้ของศูนย์การค้าแห่งใหม่ เช่น *Dusit Central Park* และกระบี่ ด้านรายได้จากธุรกิจที่พักอาศัย (10.8% ของรายได้รวม) คาดว่าจะอยู่ที่ 1.5 พันลบ. ลดลง 26.4% YoY แต่ปรับตัวขึ้นแรง 132.4% QoQ ส่วนธุรกิจโรงแรม (3.9% ของรายได้รวม) คาดว่าจะมีรายได้ 530 ลบ. ลดลง 3.7% YoY แต่เพิ่มขึ้น 16.6% QoQ โดยการลดลง YoY สอดคล้องกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในภาพรวม ขณะที่การเติบโต QoQ เป็นผลมาจากปัจจัยฤดูกาล เมื่ออิงกับตัวเลขประมาณการ 4Q68 ของเรา กำไรปกติปี 2568 จะอยู่ที่ 1.61 หมื่นลบ. ลดลง 1.9% YoY ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ ทั้งนี้ CPN จะประกาศผลประกอบการในวันที่ 23 ก.พ.

**มุมมองมองเชิงบวกต่อแนวโน้มปี 2569** เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มปี 2569 โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 9.6% YoY สู่ระดับ 1.74 หมื่นลบ. ซึ่งจะได้รับแรงหนุนจากการโอนโครงการ *Dusit Residences* (ถือหุ้น 30%; ส่วนแบ่งกำไร 3.7%), การรับรู้รายได้เต็มปีจาก *Dusit Central Park* (ถือหุ้น 85%; ส่วนแบ่งกำไร 1.1%) และการโอนโครงการที่พักอาศัยที่บริษัทเป็นเจ้าของเองเพิ่มเติม (ส่วนแบ่งกำไร 0.3%) นอกจากนี้ การกลับมาขายสินทรัพย์เข้ากอง CPNREIT ใน 2H69 จะเป็นอีกปัจจัยที่ช่วยเพิ่ม upside ต่อประมาณการกำไรและเงินปันผลของเรา โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงน่าจะช่วยเอื้อต่อการระดมทุนเพื่ออัดฉีดสินทรัพย์ใหม่

**คาด outperform ตลาดได้อย่างต่อเนื่อง** ราคาหุ้น CPN ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 11.3% นับตั้งแต่เราออกบทวิเคราะห์หัดบับแรกเมื่อวันที่ 5 ม.ค. เทียบกับ SET ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6.9% เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้อีก เนื่องจาก valuation ปัจจุบันที่ PE 15.9 เท่า ในปี 2569 (หรือคิดเป็น PEG 2.6 เท่า อ้างอิง CAGR 3 ปีในช่วงปี 2568-2571) ถือว่ายังไม่แพงเมื่อเทียบกับช่วงก่อน COVID-19 (ปี 2558-2562) ที่มี PEG เฉลี่ยอยู่ที่ 2.8 เท่า

**ความเสี่ยงและความกังวล** ความกังวลหลัก คือ การบริโภคในประเทศที่อ่อนแอซึ่งจะทำให้รายได้ค่าเช่าลดลง ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ การปรับตัวและการบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้ ต้นทุนการชดเชยคาร์บอนที่สูงขึ้น และผลกระทบต่อคุณภาพต่อศูนย์การค้า

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	46,790	51,843	48,403	50,358	52,174
EBITDA	(Btmn)	27,719	31,773	34,007	33,154	34,841
Core profit	(Btmn)	13,916	16,443	15,832	17,346	17,763
Reported profit	(Btmn)	15,062	16,729	17,853	17,346	17,763
Core EPS	(Bt)	3.1	3.7	3.5	3.9	4.0
DPS	(Bt)	1.8	2.1	2.4	2.3	2.4
P/E, core	(x)	19.8	16.8	17.4	15.9	15.5
EPS growth, core	(%)	38.7	18.2	(3.7)	9.6	2.4
P/BV, core	(x)	3.0	2.7	2.5	2.4	2.2
ROE	(%)	14.6	15.6	13.9	14.2	13.8
Dividend yield	(%)	2.9	3.4	3.9	3.8	3.9
EV/EBITDA	(x)	12.6	10.8	10.1	10.6	10.1

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Feb 5) (Bt)	61.50
Target price (Bt)	68.00
Mkt cap (Btbn)	276.01
12-m high / low (Bt)	62 / 41
Avg. daily 6m (US\$m)	10.86
Foreign limit / actual (%)	30 / 19
Free float (%)	68.7
Outstanding Short Position (%)	0.42

### Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	10.3	18.3	21.8
Relative to SET	4.9	13.8	16.4

### INXV core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	17,731	18,799
INXV vs Consensus (%)	(10.7)	(7.7)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INXV 4Q25F core earnings	Up	Up

### 2025 Sustainability/2024 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector	
ESG Score and Rank	4.38 2/61
Environmental Score and Rank	2.94 3/61
Social Score and Rank	8.35 1/61
Governance Score and Rank	5.34 1/61

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

### นักวิเคราะห์

กิตติสร พุทธิภัก, CFA, FRM  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2793-9007  
kittisorn.p@innovestx.co.th

**จุดเด่น**

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

**แนวโน้มธุรกิจ**

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

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

**ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ**

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

**การวิเคราะห์ความอ่อนไหว**

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

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เราไม่คู่ควรกับความกังวลเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (ESG) ของ CPN เนื่องจากบริษัทให้ความสำคัญกับเรื่องนี้อย่างมากและมีการตั้งเป้าหมายที่ชัดเจน อีกทั้งยังมีประวัติผลงานที่ดีเยี่ยมในการบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้มาโดยตลอด

### ESG Ratings and Indices

<b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b>	<b>4.38 (2024)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJBIC</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
Rank in Sector	2/61	CPN	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

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

### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

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

### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)

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

### ESG Financial Materiality Score and Disclosure

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

Source: Bloomberg Finance L.P.

### Disclaimer

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

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

### Balance Sheet (Btmn)

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

### Cash Flow Statement

#### (Btmn)

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

### Key Financial Ratios

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

### Main Assumptions

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

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

### Balance Sheet (Btmn)

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

### Cash Flow Statement (Btmn)

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

### Key Financial Ratios

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

### Main Assumptions

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

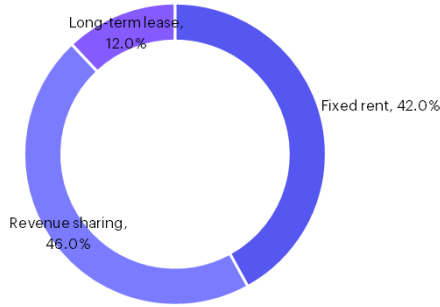
Figure 1: 4Q25F results preview

Unit: (Btmn)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	YoY	QoQ
Revenue from rental and services	10,834	10,792	10,724	10,835	11,500	6.1%	6.1%
Revenue from hotel	550	528	442	455	530	16.6%	-3.7%
Revenue from real estate	1,976	602	494	626	1,455	132.4%	-26.4%
<b>Total revenue</b>	<b>13,361</b>	<b>11,921</b>	<b>11,661</b>	<b>11,915</b>	<b>13,485</b>	<b>13.2%</b>	<b>0.9%</b>
Cost of rental and services	(4,527)	(4,306)	(4,375)	(4,354)	(4,658)	7.0%	2.9%
Cost of hotel	(183)	(171)	(159)	(154)	(180)	16.9%	-1.4%
Cost of real estate	(1,366)	(400)	(349)	(435)	(989)	127.6%	-27.6%
<b>Total cost</b>	<b>(6,076)</b>	<b>(4,878)</b>	<b>(4,882)</b>	<b>(4,943)</b>	<b>(5,827)</b>	<b>17.9%</b>	<b>-4.1%</b>
<b>Gross profit</b>	<b>7,285</b>	<b>7,043</b>	<b>6,778</b>	<b>6,972</b>	<b>7,658</b>	<b>9.8%</b>	<b>5.1%</b>
SG&A	(2,706)	(2,044)	(1,994)	(1,961)	(2,650)	35.1%	-2.1%
<b>Operating profit</b>	<b>4,579</b>	<b>4,999</b>	<b>4,784</b>	<b>5,011</b>	<b>5,008</b>	<b>-0.1%</b>	<b>9.4%</b>
Other income/ (expense)	993	743	1,027	1,995	570	-71.4%	-42.6%
Equity income	43	522	507	582	585	0.6%	1271.6%
<b>EBIT</b>	<b>5,614</b>	<b>6,264</b>	<b>6,319</b>	<b>7,588</b>	<b>6,163</b>	<b>-18.8%</b>	<b>9.8%</b>
Interest expense	(901)	(883)	(880)	(889)	(890)	0.1%	-1.2%
<b>EBT</b>	<b>4,714</b>	<b>5,381</b>	<b>5,438</b>	<b>6,699</b>	<b>5,273</b>	<b>-21.3%</b>	<b>11.9%</b>
Income tax	(762)	(1,076)	(1,043)	(1,201)	(1,002)	-16.5%	31.4%
Minority interests	(58)	(78)	(90)	(74)	(70)	-5.7%	20.3%
<b>Net profit</b>	<b>3,893</b>	<b>4,227</b>	<b>4,305</b>	<b>5,424</b>	<b>4,201</b>	<b>-22.6%</b>	<b>7.9%</b>
<b>Adjusted core profit</b>	<b>4,011</b>	<b>3,847</b>	<b>3,902</b>	<b>4,186</b>	<b>4,201</b>	<b>0.4%</b>	<b>4.7%</b>
<b>Ratio analysis</b>							
EBITDA margin (%)	54.5	59.1	58.1	58.5	56.8		
SGA/Total revenue (%)	20.3	17.1	17.1	16.5	19.7		
Reg. fee/service revenue (%)	34.3	41.9	41.0	42.1	37.1		
Net profit margin (%)	29.1	35.5	36.9	45.5	31.2		

Source: InnovestX Research, CPN

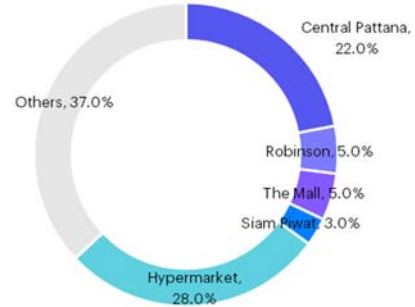
**Appendix**

**Figure 2: Rental structure**



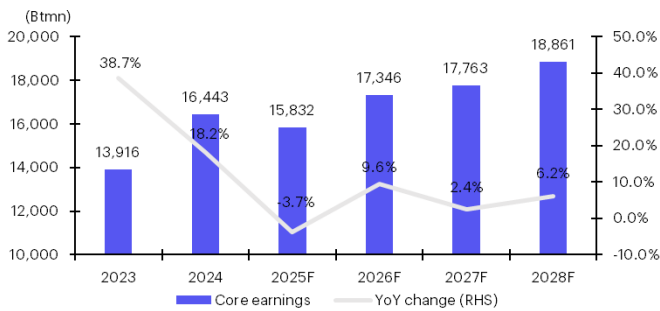
Source: CPN and InnovestX Research

**Figure 3: Highest market share in retail sector**



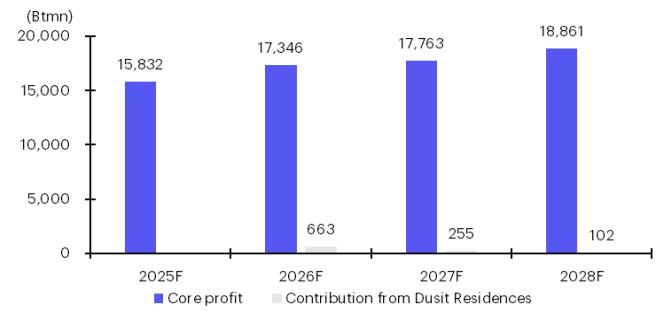
Source: CPN and InnovestX Research

**Figure 4: Expect core earnings turning to positive YoY growth in 2026F**



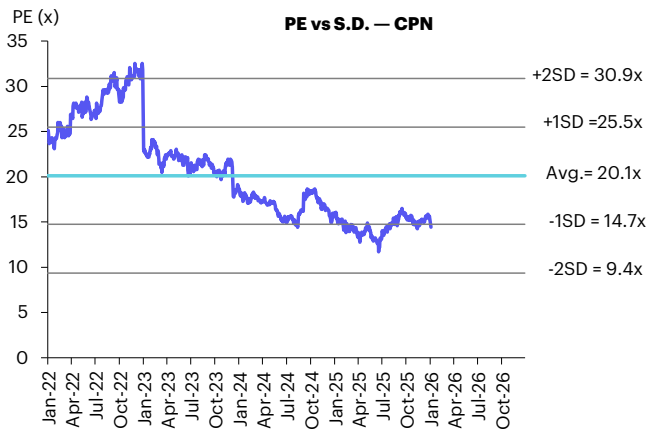
Source: CPN and InnovestX Research

**Figure 5: Dusit Residences to contribute 3.7% of 2026F core profit**



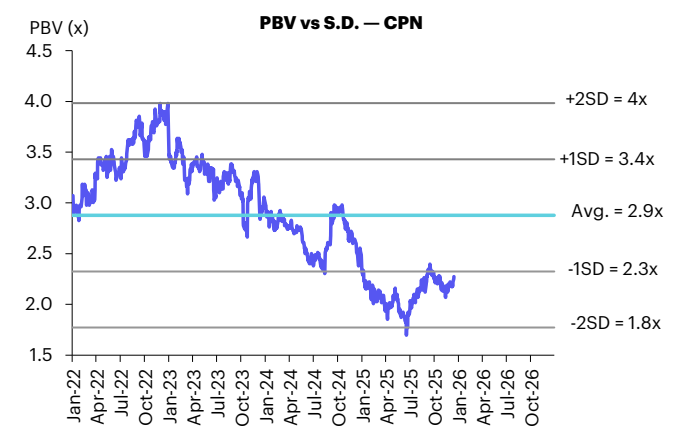
Source: CPN and InnovestX Research

**Figure 6: PE Band**



Source: InnovestX Research

**Figure 7: PBV Band**



Source: InnovestX Research

Figure 8: Valuation summary (price as of Feb 5, 2026)

Company name	Country	Mkt Cap (US\$ mn)	Core PE (x)		Core EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		EV/ EBITDA (x)	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
<b>Home Improvement</b>			<b>22.3</b>	<b>20.8</b>	<b>(1.8)</b>	<b>7.4</b>	<b>5.7</b>	<b>2.8</b>	<b>32.8</b>	<b>15.1</b>	<b>14.5</b>	<b>13.5</b>
Aspirasi Hidup Indonesia Tbk PT	Indonesia	412	9.5	8.2	(18.3)	15.9	1.0	1.0	11.0	12.3	5.3	4.6
Nitori Holdings Co Ltd	Japan	10,365	19.6	19.2	(3.3)	2.4	1.6	1.6	8.7	8.4	9.7	9.1
DCM Holdings Co Ltd	Japan	1,563	12.3	11.2	0.2	9.5	0.8	0.8	6.9	7.2	n.a.	n.a.
Komeri Co Ltd	Japan	1,179	11.4	10.9	4.1	4.9	0.7	0.6	5.7	5.7	5.5	5.3
Home Depot Inc/The	United States	380,654	26.1	25.6	(2.4)	2.1	34.8	25.4	219.9	122.4	17.5	17.1
Costco Wholesale Corp	United States	439,116	54.7	48.7	9.1	12.2	15.2	12.8	30.3	28.4	33.3	30.3
Lowe's Cos Inc	United States	154,200	22.5	21.4	(2.0)	4.8	(14.3)	(22.8)	(53.2)	(78.6)	15.5	14.8
<b>Convenience Store / Food Retail</b>			<b>18.5</b>	<b>17.0</b>	<b>57.0</b>	<b>9.3</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>30.4</b>	<b>245.8</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>
Seven & i Holdings Co Ltd	Japan	38,360	23.5	21.3	37.9	10.4	1.5	1.5	6.3	6.9	9.9	10.2
Valor Holdings Co Ltd	Japan	1,241	13.0	12.1	11.1	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DFI Retail Group Holdings Ltd	Hong Kong	5,753	21.7	20.1	207.9	7.7	11.8	8.3	54.7	906.9	6.8	6.8
President Chain Store Corp	Taiwan	7,190	19.6	18.4	0.7	6.8	5.1	4.8	25.6	25.8	7.9	7.7
Kroger Co/The	United States	42,192	14.7	13.0	27.7	13.6	5.9	5.9	35.0	43.5	7.0	6.8
<b>Hypermarket / Supermarket</b>			<b>18.7</b>	<b>16.9</b>	<b>23.1</b>	<b>(3.4)</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>8.3</b>	<b>11.5</b>	<b>8.8</b>	<b>8.4</b>
Seven & i Holdings Co Ltd	Japan	38,360	23.5	21.3	37.9	10.4	1.5	1.5	6.3	6.9	9.9	10.2
E-MART Inc	South Korea	1,983	10.4	11.7	145.5	(11.2)	0.3	0.3	3.0	2.2	8.9	8.5
Puregold Price Club Inc	Philippines	1,760	9.3	8.6	6.0	7.8	1.0	0.9	11.1	11.3	5.9	5.4
Carrefour SA	France	12,908	9.9	8.5	38.6	16.2	1.0	1.0	9.2	10.7	5.2	5.0
Casino Guichard Perrachon SA	France	115	n.a.	n.a.	(101.1)	(107.7)	0.1	0.1	(35.2)	(17.6)	4.6	3.9
Tesco PLC	Britain	38,876	16.6	14.7	13.7	13.3	2.7	2.7	16.3	17.3	8.0	7.8
J Sainsbury PLC	Britain	10,270	15.8	13.7	26.3	15.3	1.3	1.3	7.3	7.7	5.6	5.5
Walmart Inc	United States	1,011,733	49.0	43.9	13.0	11.6	10.2	9.2	21.7	21.7	24.1	22.1
Kroger Co/The	United States	42,192	14.7	13.0	27.7	13.6	5.9	5.9	35.0	43.5	7.0	6.8
<b>Department Store</b>			<b>18.5</b>	<b>15.3</b>	<b>102.0</b>	<b>25.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>7.8</b>	<b>8.5</b>	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>
Shinsegae Inc	South Korea	2,178	30.5	12.6	(8.0)	141.3	0.7	0.7	2.3	5.7	10.0	9.1
Hyundai Department Store Co Ltd	South Korea	1,577	10.2	8.7	705.4	17.8	0.5	0.5	5.1	5.7	6.4	6.4
SM Prime Holdings Inc	Philippines	10,442	12.6	11.9	6.8	5.9	1.3	1.2	10.8	10.6	11.6	10.9
Isetan Mitsukoshi Holdings Ltd	Japan	6,617	17.0	16.8	15.9	0.9	1.6	1.6	9.9	9.3	10.6	10.3
J Front Retailing Co Ltd	Japan	4,527	21.0	21.8	(15.9)	(4.0)	1.6	1.5	7.9	7.6	10.8	10.8
Marui Group Co Ltd	Japan	3,625	20.0	17.8	10.5	12.2	2.3	2.2	11.6	13.0	19.7	17.5
Takashimaya Co Ltd	Japan	4,341	18.1	17.3	(0.4)	4.6	1.3	1.2	7.1	7.4	10.8	10.7
<b>Thailand Modern Trade</b>			<b>15.0</b>	<b>13.9</b>	<b>(3.2)</b>	<b>7.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>11.5</b>	<b>11.5</b>	<b>10.1</b>	<b>9.6</b>
CP ALL PCL	Thailand	12,697	14.4	13.1	13.2	9.8	2.9	2.6	20.8	20.6	10.9	10.4
Home Product Center PCL	Thailand	2,777	14.8	13.9	(6.5)	6.8	3.3	3.1	22.2	22.7	9.4	9.0
CP AXTRA PCL	Thailand	5,056	16.2	14.9	(41.0)	9.2	0.5	0.5	3.4	3.6	8.8	8.5
Siam Global House PCL	Thailand	1,233	19.1	17.7	(13.9)	8.2	1.5	1.4	8.0	8.4	13.1	12.2
Berli Jucker PCL	Thailand	1,893	14.3	13.1	4.8	9.6	0.5	0.5	3.5	3.8	10.3	10.0
Central Pattana PCL	Thailand	8,691	15.8	14.7	4.4	7.7	2.5	2.3	16.3	16.1	12.6	11.8
Dohome PCL	Thailand	392	18.1	15.4	1.3	17.7	0.9	0.9	5.0	5.6	12.9	11.8
Index Livingmall PCL	Thailand	210	8.8	8.4	1.7	3.9	1.0	1.0	12.0	11.9	5.2	5.1
Central Retail Corp PCL	Thailand	3,722	13.5	14.1	7.3	(4.2)	1.6	1.5	12.8	11.1	7.5	7.6
<b>Average</b>			<b>18.4</b>	<b>16.6</b>	<b>31.5</b>	<b>8.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>16.2</b>	<b>37.6</b>	<b>10.5</b>	<b>10.0</b>

Source: InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

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

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

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 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, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF\*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, 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, TASC, 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, TOPP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TT, 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, LAINNA, LEO, LHK, LPN\*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP\*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC\*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI\*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR\*, TIPCO, TITLE, TK, TKN\*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL\*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE\*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

**Companies with Good CG Scoring**

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

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้คุณภาพผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังอย่าง ดังกล่าวประกอบด้วย

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

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, LAINNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, SNC, 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, TASC, 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, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TT, 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 (ประกาศเจตนา)**

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, AMAR, 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, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKG, 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, DTCT, 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, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, 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, SEAFCCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKL, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMU, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

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