

Thailand

Neutral (no change)

Highlighted Companies

AP (Thailand)

ADD, TP THB9.65, THB9.20 close

เราชอบ AP เพราะบริษัทมีสัดส่วนที่อยู่อาศัยระดับกลาง (5-10 ล้านบาท/ยูนิต) สูง ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นกลุ่มที่จะได้ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย, มาตรการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และการผ่อนคลายเกณฑ์ LTV นอกจากนี้ บริษัทยังมีการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจที่ P/E 6.0x ในปี FY26 (vs. ค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 8.1x)

Sansiri

ADD, TP THB1.60, THB1.46 close

เราชอบ SIRI เนื่องจาก 1) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของ บริษัท น่าจะ outperform คู่แข่งในประเทศด้าน presales และ 2) มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ 8.2-9.0% ในปี 2025-26 อีกทั้งเราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2026-27 ของ SIRI อาจมี upside risk จากค่าตอบแทนตามผลการดำเนินงาน (earnout) และค่าตอบแทนจากการใช้แบรนด์

Supalai

ADD, TP THB19.00, THB18.40 close

เราคาดว่า SPALI จะมีกำไรสุทธิเติบโตในปี 2026 จากการเพิ่มขึ้นของรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และส่วนแบ่งกำไรจาก JV ในออสเตรเลีย พร้อมทั้งมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจที่ 7.5-7.9% ในปี 2025-26 นอกจากนี้ ผลกำไรของบริษัทยังกระจายความเสี่ยงได้มากกว่าคู่แข่งเพราะส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นจาก 14.5% ในปี 2024 เป็น 24.1-24.6% ในปี 2026-27

Summary Valuation Metrics

P/E (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
AP (Thailand)	6.72	5.97	5.55
Sansiri	6.52	6.01	5.41
Supalai	9.16	7.46	6.81
P/BV (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
AP (Thailand)	0.63	0.59	0.55
Sansiri	0.52	0.50	0.47
Supalai	0.65	0.62	0.59
Dividend Yield	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
AP (Thailand)	5.73%	6.38%	6.86%
Sansiri	8.16%	8.98%	9.99%
Supalai	7.48%	7.91%	8.08%

Analyst(s)



Pornthipa RAYABSANGDUAN
T (66) 2 821 8131
E pornthipa.ra@cgsi.com

Property Development

4Q25F: โมเมนตัมของกำไรน่าจะดีขึ้น

- กลุ่มอสังหาริมทรัพย์น่าจะมีการดำเนินงานปกติ 5.62 พันล้านบาท (+9.8% qoq, +3% yoy) ใน 4Q25
- บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่จะยังมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในปี 2026 ท่ามกลางความท้าทายด้านเศรษฐกิจมหภาค เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิต่อหุ้นจะกลับมาเติบโต 14.9% yoy ในปี 2026
- ยังแนะนำ Neutral กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ โดยมี AP, SPALI และ SIRI เป็นหุ้น Top pick

4Q25F: กำไรจากการดำเนินงานปกติน่าจะเติบโต 9.8% qoq และ 3% yoy

เราประมาณการว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ศึกษา (AP, LH, LPN, PSH, QH, SPALI, SIRI, ORI และ SC) จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มขึ้น 9.8% qoq และ 3.0% yoy เป็น 5.62 พันล้านบาทใน 4Q25 ซึ่งน่าจะเป็นสถิติสูงสุดในปี 2025 ขณะที่รายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะเติบโต 24.5% qoq และ 0.9% yoy เป็น 4.55 พันล้านบาทใน 4Q25 จากการโอนกรรมสิทธิ์ backlog และการขายสต็อกโครงการเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จากการขายอสังหาริมทรัพย์น่าจะลดลงจาก 29.9% ใน 3Q25 เป็น 29.3% ใน 4Q25 จากการให้ส่วนลดเชิงรุกเพื่อกระตุ้นการโอนกรรมสิทธิ์ก่อนสิ้นปี 2025 ส่วนผลประกอบการรายบริษัท เราประมาณการว่า AP, LH, QH, SPALI, SIRI และ SC จะมีกำไรเติบโต qoq ใน 4Q25

บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่จะยังมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในปี 2026

เราประมาณการว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะยังมีกำไรเติบโต 22.4% yoy เป็น 1.902 พันล้านบาทในปี 2025 เพราะยอดโอน, GPM จากการขายอสังหาริมทรัพย์ และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมทุน (JV) และบริษัทร่วมลดงขณะที่คาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาเติบโต 14.9% yoy ในปี 2026 จากฐานที่ต่ำในปี 2025 โดยมีปัจจัยหนุนจากยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่สูงขึ้น และ GPM จากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่ทรงตัว โดยเราเชื่อว่าปีนี้ บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ อย่างเช่น AP, SIRI และ SPALI จะมีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นในช่วงที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัว ด้วยการเปิดตัวโครงการใหม่อย่างต่อเนื่อง บวกกับสินเชื่อที่อยู่อาศัยมีอัตราดอกเบี้ยที่น่าพอใจและขออนุมัติจากธนาคารได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้ เราคาดว่าการแข่งขันด้านราคาจะลดลงใน 2H26 เพราะอุปทานใหม่และสต็อกโครงการมีน้อยลง

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในกรุงเทพฯ จะฟื้นตัวเล็กน้อยในปี 2026

ในปี 2025 ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในพื้นที่กรุงเทพฯ (กทม.) ชะลอตัวต่อเนื่องเป็นปีที่สาม โดยข้อมูลจากศูนย์ข้อมูลวิจัยและประเมินค่าอสังหาริมทรัพย์ไทย (AREA) แสดงให้เห็นว่าปีที่แล้ว บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปิดตัวโครงการใหม่ในกทม. จำนวน 259 โครงการ รวม 41,490 ยูนิต มูลค่ารวม 2,906 แสนล้านบาท (-29.8% yoy) ส่วนจำนวนยูนิตที่ขายได้ในปี 2025 ลดลงเหลือ 50,472 ยูนิต มูลค่ารวม 2,859 แสนล้านบาท (-12% yoy) เพราะได้รับผลกระทบจากปัญหาหนี้ครัวเรือนสูง, เกณฑ์การปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่เข้มงวดมากขึ้น, เศรษฐกิจที่อ่อนตัว, เหตุการณ์แผ่นดินไหวในเดือนมี.ค. 2025 รวมทั้งการที่ลูกค้าชะลอการตัดสินใจซื้อบ้าน ดังนั้น มูลค่าโครงการพร้อมขายในสิ้นปี 2025 จึงเพิ่มขึ้น 0.7% yoy เป็น 1.286 แสนล้านบาทเนื่องจากสต็อกโครงการบ้านเดี่ยวเพิ่มขึ้น (+9.8% yoy) โดย AREA คาดการณ์ว่ายูนิตเปิดใหม่และ presales ใน กทม. จะเพิ่มขึ้น 5% เป็น 43,565 ยูนิตและ 52,996 ยูนิต ตามลำดับในปี 2026 ทั้งจากฐานที่ต่ำ, การลดดอกเบี้ย และอุปสงค์จากลูกค้าชาวต่างชาติในแหล่งท่องเที่ยวสำคัญ

ยังแนะนำ Neutral กลุ่มอสังหาริมทรัพย์; โดยมี AP, SPALI และ SIRI เป็น Top pick

เราแนะนำให้คงน้ำหนักการลงทุน (Neutral) ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เพราะความท้าทายด้านเศรษฐกิจมหภาคยังคงกระทบความต้องการอสังหาริมทรัพย์ แต่การประเมินมูลค่าที่ P/E 8.1x ในปี 2026 (-1.0SD จากค่าเฉลี่ยห้าปี) ยังน่าสนใจ อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้เลือกลงทุนในหุ้นคุณภาพสูง ซึ่งเราเลือก AP, SPALI และ SIRI เป็นหุ้น Top pick เพราะคาดว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิกลับมาเติบโตแข็งแกร่งในปี 2026 และมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ 6.2-6.4% ในปี 2025-26 ทั้งนี้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะยังมี downside risk หากเศรษฐกิจมหภาคมีความไม่แน่นอนสูงขึ้นจากอัตราการเติบโตของ GDP ที่ชะลอตัวและมาตรการภาษีของสหรัฐ รวมถึงยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ต่ำกว่าคาด ส่วน upside risk จะมาจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยใน 1H26 และการขยายสิทธิการเช่าที่ดินของชาวต่างชาติเป็น 99 ปี ซึ่งอาจทำให้ลูกค้าต่างชาติสนใจซื้อที่อยู่อาศัยระดับไฮ-เอนด์มากขึ้น

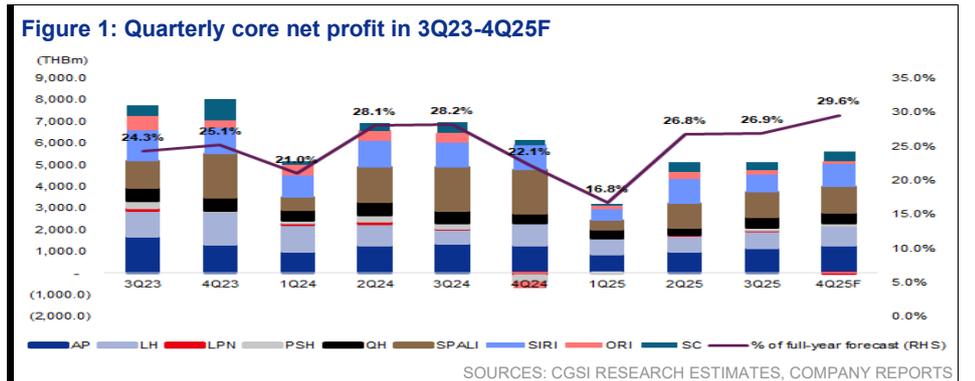


Figure 2: Peer comparison

Company	Bloomberg Ticker	Recom.	Price (THB)	Target price (THB)	Mkt cap (US\$m)	Core P/E (x)			Core EPS growth			P/BV (x)			Div yield (%)			ROE (%)		
						2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
AP Thailand	AP TB	Add	9.20	9.65	931	6.7	6.0	5.6	-12.9%	12.5%	7.6%	0.63	0.59	0.55	5.7%	6.4%	6.9%	9.6%	10.2%	10.2%
Land and Houses	LH TB	Hold	4.38	3.96	1,683	16.5	14.3	13.0	-18.9%	15.2%	9.8%	1.00	0.98	0.96	5.2%	4.7%	5.0%	6.1%	6.9%	7.4%
LPN Development	LPN TB	Reduce	1.59	1.54	74	23.0	20.8	19.1	-9.1%	10.8%	9.0%	0.19	0.19	0.19	4.3%	4.6%	4.7%	0.8%	0.9%	1.0%
Pruksa Holding	PSH TB	Reduce	3.76	3.40	265	19.8	18.8	15.9	-8.8%	5.2%	18.7%	0.19	0.19	0.19	5.0%	5.1%	6.0%	1.0%	1.0%	1.2%
Quality Houses	QH TB	Hold	1.42	1.36	489	8.9	8.4	8.0	-20.1%	5.5%	5.3%	0.51	0.49	0.48	6.0%	6.3%	6.8%	5.8%	6.0%	6.1%
Supalai	SPALI TB	Add	18.40	19.00	1,156	9.2	7.5	6.8	-36.6%	22.8%	9.5%	0.65	0.62	0.59	7.5%	7.9%	8.1%	7.2%	8.4%	8.9%
Sansiri	SIRI TB	Add	1.46	1.60	774	7.2	6.0	5.4	-24.0%	20.2%	11.2%	0.52	0.50	0.47	8.2%	9.0%	10.0%	7.3%	8.4%	9.0%
Origin Property	ORI TB	Hold	2.04	2.18	161	5.3	5.0	4.8	-9.7%	5.9%	4.4%	0.25	0.24	0.23	1.4%	1.5%	1.7%	4.8%	4.9%	4.9%
SC Asset	SC TB	Add	1.89	1.78	260	6.4	5.6	5.2	-1.6%	13.4%	8.4%	0.32	0.31	0.30	7.0%	7.3%	7.9%	5.2%	5.7%	5.9%
Average						9.3	8.1	7.4	-24.5%	16.2%	8.9%	0.55	0.53	0.51	6.2%	6.4%	6.8%	5.9%	6.5%	6.9%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS, BLOOMBERG
 Share prices as of 13 February 2026

4Q25F: โมเมนตัมของกำไรน่าจะดีขึ้น

Preview ผลประกอบการ 4Q25 ▶

เราประมาณการว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ศึกษา (AP, LH, LPN, PSH, QH, SPALI, SIRI, ORI และ SC) จะทำกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 12.2% qoq แต่ลดลง 19.3% yoy เป็น 5.97 พันล้านบาทใน 4Q25 โดย SIRI น่าจะบันทึกกำไรที่รับรู้ครั้งเดียว (หลังหักภาษี) จำนวน 120 ล้านบาทใน 4Q25 จากการขายที่ดินให้กับบริษัทร่วมทุน (JV) สองแห่งเพื่อนำมาพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมและที่อยู่อาศัยแนวราบ ซึ่งจะเปิดตัวในปี 2026 ขณะที่เรคาดว่า SC มีกำไรที่รับรู้ครั้งเดียว (หลังหักภาษี) จำนวน 125 ล้านบาทจากการขายหุ้นในบริษัทย่อยให้กับบริษัทร่วมทุนสองแห่ง และรายการพิเศษอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนใน JV ใน 4Q25

บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เราทำการศึกษาน่าจะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติโดยรวม (ไม่รวมกำไรที่รับรู้ครั้งเดียว แต่รวมดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ที่มีลักษณะคล้ายหุ้น) เพิ่มขึ้น 9.8% qoq และ 3.0% yoy เป็น 5.62 พันล้านบาทใน 4Q25 ซึ่งน่าจะเป็นสถิติสูงสุดในปี 2025 โดยกำไรคาดจะเติบโต yoy เนื่องจากรายได้จากรูจิสซิงหา และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จากการขายอสังหาริมทรัพย์สูงขึ้น รวมทั้ง SG&A ที่ลดลง

เรคาดว่า AP, LH, QH, SPALI, SIRI และ SC จะมีกำไรปกติเติบโต qoq ใน 4Q25 ในขณะที่ LPN, PSH และ ORI น่าจะมีกำไรปกติลดลง qoq ทั้งนี้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เราศึกษาจะทยอยประกาศผลประกอบการใน 4Q25 ตั้งแต่วันที่ 23 ก.พ. 2026 เป็นต้นไป

Figure 3: Core net profit

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy	2025F	% of 25F	4Q25 release date
AP	1,293.1	1,154.4	1,280.7	10.9%	-1.0%	4,945.3	4,305.5	-12.9%	4,305.5	100.0%	26-Feb-26
LH	1,014.7	786.6	896.4	14.0%	-11.7%	3,912.3	3,172.1	-18.9%	3,172.1	100.0%	27-Feb-26
LPN	(115.5)	49.6	(5.5)	-111.0%	95.3%	110.5	76.8	-30.5%	100.5	76.4%	25-Feb-26
PSH	(296.9)	121.5	117.3	-3.5%	139.5%	318.8	245.8	-22.9%	415.8	59.1%	27-Feb-26
QH	467.2	480.2	505.2	5.2%	8.2%	2,150.1	1,721.8	-19.9%	1,717.1	100.3%	23-Feb-26
SPALI	1,988.3	1,167.8	1,197.3	2.5%	-39.8%	6,189.5	3,874.4	-37.4%	3,874.4	100.0%	24-Feb-26
SIRI	1,137.7	818.3	1,062.2	29.8%	-6.6%	4,551.8	3,557.3	-21.8%	3,557.3	100.0%	27-Feb-26
ORI	(266.1)	183.8	95.3	-48.1%	135.8%	1,051.8	710.1	-32.5%	949.8	74.8%	27-Feb-26
SC	234.0	356.2	473.4	32.9%	102.3%	1,283.2	1,360.7	6.0%	1,263.2	107.7%	24-Feb-26
Total	5,456.2	5,118.5	5,622.5	9.8%	3.0%	24,513.4	19,024.6	-22.4%	19,355.7	98.3%	

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 4: Net profit

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy	2025F	% of 25F
AP	1,293.1	1,154.4	1,280.7	10.9%	-1.0%	5,020.1	4,305.5	-14.2%	4,305.5	100.0%
LH	2,592.9	786.6	896.4	14.0%	-65.4%	5,490.6	3,895.5	-29.1%	3,895.5	100.0%
LPN	(115.5)	49.6	(5.5)	-111.0%	95.3%	110.5	76.8	-30.5%	100.5	76.4%
PSH	(296.5)	106.0	117.3	10.7%	139.6%	456.1	312.9	-31.4%	415.8	75.2%
QH	467.2	480.2	505.2	5.2%	8.2%	2,150.1	1,721.8	-19.9%	1,717.1	100.3%
SPALI	1,988.3	1,167.8	1,197.3	2.5%	-39.8%	6,189.5	3,874.4	-37.4%	3,874.4	100.0%
SIRI	1,243.4	1,000.9	1,283.8	28.3%	3.2%	5,252.9	4,312.8	-17.9%	4,312.4	100.0%
ORI	(266.1)	183.8	95.3	-48.1%	135.8%	1,051.8	710.1	-32.5%	949.8	74.8%
SC	486.0	389.8	598.4	53.5%	23.1%	1,705.5	1,519.3	-10.9%	1,376.8	110.3%
Total	7,392.7	5,319.2	5,969.0	12.2%	-19.3%	27,427.2	20,729.2	-24.4%	20,947.8	99.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

เรคาดว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เราทำการศึกษาน่าจะมีรายได้จากรูจิสซิงหาเพิ่มขึ้น 24.5% qoq และ 0.9% yoy เป็น 4.55 หมื่นล้านบาทใน 4Q25 เนื่องจากผู้ประกอบการเร่งโอนกรรมสิทธิ์ก่อนสิ้นปี 2025 ขณะที่รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยแนวราบน่าจะเพิ่มขึ้น 15.1% qoq แต่ลดลง 7.9% yoy เป็น 3.24 หมื่นล้านบาทใน 4Q25 ซึ่งรายได้ที่ลดลงมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ซบเซาเพราะอัตราการปฏิเสธการให้สินเชื่อบ้านเพิ่มสูงขึ้น, เศรษฐกิจชะลอตัว และลูกค้าส่วนหนึ่งเลื่อนการตัดสินใจซื้อบ้าน ส่วนรายได้จากการขายคอนโดมิเนียมน่าจะเพิ่มขึ้น 55.1% qoq และ 31.3% yoy เป็น 1.29 หมื่นล้านบาทใน 4Q25 ซึ่งส่วนใหญ่มาจากการโอนกรรมสิทธิ์ backlog และการขายสต็อกโครงการเพิ่มขึ้น

Figure 5: Revenue from residential sales

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	9,017.7	8,870.9	10,240.0	15.4%	13.6%	35,688.5	36,242.3	1.6%
LH	3,866.1	3,110.6	3,467.2	11.5%	-10.3%	16,099.5	13,335.2	-17.2%
LPN	1,399.2	1,005.9	1,380.4	37.2%	-1.3%	5,490.0	4,161.0	-24.2%
PSH	4,416.4	2,389.0	4,874.0	104.0%	10.4%	17,346.2	12,435.3	-28.3%
QH	1,607.2	1,960.6	1,833.2	-6.5%	14.1%	6,957.1	6,149.5	-11.6%
SPALI	8,733.4	6,279.0	7,280.0	15.9%	-16.6%	30,816.6	23,895.7	-22.5%
SIRI	9,085.3	6,899.7	9,100.0	31.9%	0.2%	34,758.2	29,190.3	-16.0%
ORI	1,482.6	1,345.7	850.0	-36.8%	-42.7%	6,836.1	5,378.6	-21.3%
SC	5,477.1	4,666.3	6,451.9	38.3%	17.8%	18,955.2	18,184.8	-4.1%
Total	45,084.9	36,527.9	45,476.7	24.5%	0.9%	172,947.6	148,972.7	-13.9%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 6: Low-rise housing revenue

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	8,784.0	8,611.0	9,100.0	5.7%	3.6%	32,233.0	34,304.0	6.4%
LH	3,572.0	2,880.0	3,093.2	7.4%	-13.4%	15,185.0	12,435.2	-18.1%
LPN	256.9	276.1	275.9	-0.1%	7.4%	1,041.8	1,081.0	3.8%
PSH	3,071.0	1,799.0	2,651.0	47.4%	-13.7%	10,843.0	8,315.0	-23.3%
QH	1,403.3	1,269.9	1,143.2	-10.0%	-18.5%	6,025.9	4,496.2	-25.4%
SPALI	6,417.3	4,772.1	5,678.4	19.0%	-11.5%	20,647.2	18,773.8	-9.1%
SIRI	6,391.0	4,157.0	5,005.0	20.4%	-21.7%	25,190.0	18,250.0	-27.6%
ORI	529.1	465.3	300.0	-35.5%	-43.3%	2,847.5	1,862.8	-34.6%
SC	4,753.0	3,921.0	5,161.5	31.6%	8.6%	16,353.0	15,107.5	-7.6%
Total	35,177.7	28,151.3	32,408.2	15.1%	-7.9%	130,366.4	114,625.4	-12.1%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 7: Condo revenue

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	169.0	211.0	990.0	369.2%	485.8%	3,097.0	1,648.0	-46.8%
LH	294.0	231.0	374.0	61.9%	27.2%	915.0	900.0	-1.6%
LPN	1,142.3	729.9	1,104.5	51.3%	-3.3%	4,448.3	3,080.0	-30.8%
PSH	1,345.0	590.0	2,223.0	276.8%	65.3%	4,090.0	3,912.0	-4.4%
QH	203.8	690.8	690.0	-0.1%	238.5%	931.2	1,653.3	77.5%
SPALI	2,316.1	1,507.0	1,601.6	6.3%	-30.8%	10,169.5	5,122.0	-49.6%
SIRI	2,694.0	2,743.0	4,095.0	49.3%	52.0%	9,568.0	10,940.0	14.3%
ORI	953.5	880.4	550.0	-37.5%	-42.3%	3,988.6	3,515.8	-11.9%
SC	724.0	745.0	1,290.4	73.2%	78.2%	2,602.0	3,077.4	18.3%
Total	9,841.8	8,328.0	12,918.5	55.1%	31.3%	39,809.5	33,848.5	-15.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

เราประมาณการว่า GPM เฉลี่ยจากการขายอสังหาริมทรัพย์ จะอยู่ที่ 29.3% ใน 4Q25 หรือลดลงจาก 29.9% ใน 3Q25 แต่เพิ่มขึ้นจาก 28.5% ใน 4Q24 โดย GPM ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ถูกกดดันจากการจัดโปรโมชั่นและให้ส่วนลดราคาเชิงรุกอย่างต่อเนื่องเพื่อกระตุ้นการโอนกรรมสิทธิ์ ซึ่งในกลุ่มที่เราศึกษา LPN และ PSH น่าจะมี GPM จากการขายอสังหาริมทรัพย์ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ qoq เป็น 16.9% และ 30.0% ตามลำดับใน 4Q25 จากการให้ส่วนลดราคาเพิ่มเพื่อระบายสต็อก

Figure 8: Gross margin from residential sales

(%)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	31.7%	30.4%	30.1%	-0.3%	-1.6%	32.4%	30.2%	-2.2%
LH	24.4%	23.3%	23.8%	0.6%	-0.6%	24.9%	24.6%	-0.4%
LPN	11.4%	23.2%	16.9%	-6.3%	5.5%	17.4%	20.3%	2.9%
PSH	24.6%	37.6%	30.0%	-7.6%	5.4%	27.8%	31.8%	4.0%
QH	25.2%	24.2%	27.2%	3.0%	2.1%	28.7%	24.7%	-4.0%
SPALI	38.0%	35.8%	34.3%	-1.4%	-3.6%	37.7%	35.0%	-2.7%
SIRI	27.7%	29.8%	31.0%	1.2%	3.3%	31.7%	30.1%	-1.6%
ORI	24.2%	27.2%	25.0%	-2.2%	0.8%	29.0%	27.2%	-1.7%
SC	22.2%	26.3%	26.3%	0.0%	4.1%	26.5%	27.2%	0.7%
Total	28.5%	29.9%	29.3%	-0.6%	0.8%	30.6%	29.6%	-1.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

ขณะเดียวกัน SG&A รวมน่าจะเพิ่มขึ้น 19.7% qoq แต่ลดลง 9.7% yoy เป็น 1.01 หมื่นล้านบาทใน 4Q25 หรือคิดเป็น 19.5% ของรายได้รวม โดย SG&A คาดจะลดลง yoy เพราะ ORI น่าจะมีผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (ECL) ลดลงเหลือ 60 ล้านบาทใน 4Q25 จากความล่าช้าในการพัฒนาโครงการร่วมทุนบางโครงการ (vs. ECL 626.5 ล้านบาทใน 4Q24) นอกจากนี้ เรายังประมาณการว่ากลุ่มอสังหาฯ จะมีส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทร่วมทุนเพิ่มขึ้น 11.1% qoq แต่ลดลง 22.8% yoy เป็น 1.93 พันล้านบาทใน 4Q25 ซึ่งส่วนแบ่งกำไรน่าจะลดลง yoy เนื่องจาก 1) LH, QH และ PSH มีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมลดลง, 2) AP และ SIRI มีการโอนกรรมสิทธิ์โครงการ JV ลดลง และ 3) SC มีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับโครงการ JV เพิ่มขึ้น

Figure 9: SG&A expenses

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	1,818.4	1,773.8	1,820.3	2.6%	0.1%	7,126.1	6,997.2	-1.8%
LH	1,221.8	1,023.7	1,109.1	8.3%	-9.2%	4,796.6	4,248.6	-11.4%
LPN	366.0	276.8	310.0	12.0%	-15.3%	1,166.1	1,100.6	-5.6%
PSH	1,517.2	898.6	1,409.6	56.9%	-7.1%	4,856.9	4,137.8	-14.8%
QH	519.6	478.3	498.8	4.3%	-4.0%	2,033.0	1,904.9	-6.3%
SPALI	1,193.4	974.4	982.5	0.8%	-17.7%	4,301.6	3,808.2	-11.5%
SIRI	2,055.3	1,315.0	2,069.2	57.3%	0.7%	7,813.4	6,274.1	-19.7%
ORI	1,386.1	773.9	693.0	-10.5%	-50.0%	3,285.9	2,604.2	-20.7%
SC	1,108.7	927.8	1,213.0	30.7%	9.4%	4,102.2	3,799.6	-7.4%
Total	11,186.6	8,442.3	10,105.6	19.7%	-9.7%	39,481.9	34,875.2	-11.7%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

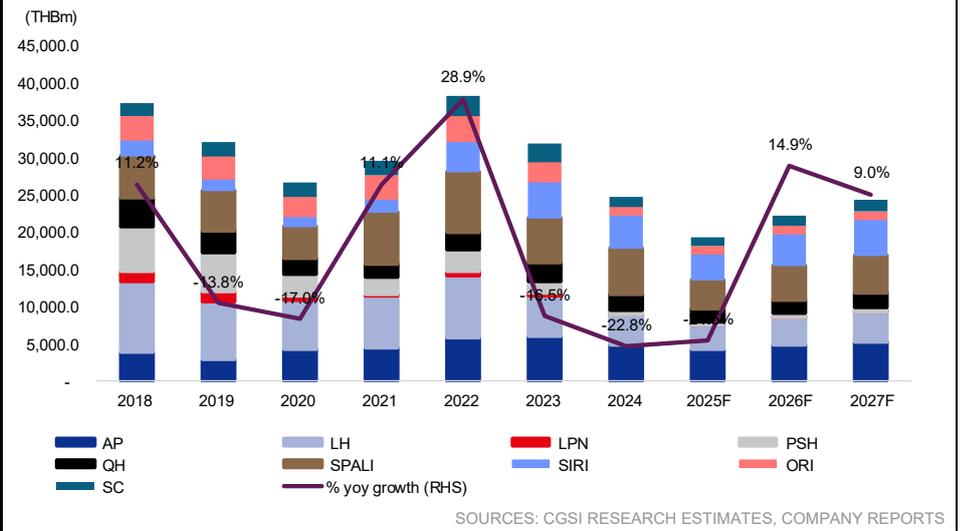
Figure 10: Share of profit from JV and associates

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq	% yoy	2024	2025F	% yoy
AP	340.6	314.8	163.9	-47.9%	-51.9%	971.7	707.9	-27.2%
LH	871.7	803.9	810.8	0.9%	-7.0%	3,362.1	3,127.3	-7.0%
LPN	(8.3)	(10.2)	(7.0)	31.3%	15.5%	(52.8)	(55.3)	-4.6%
PSH	(39.6)	(51.4)	(51.0)	0.7%	-28.8%	(80.7)	(198.6)	-146.1%
QH	459.7	427.6	443.3	3.7%	-3.6%	1,737.0	1,756.6	1.1%
SPALI	117.0	152.8	135.0	-11.7%	15.3%	393.7	865.4	119.8%
SIRI	386.6	58.3	225.0	285.9%	-41.8%	1,141.6	641.3	-43.8%
ORI	294.3	80.6	280.0	247.6%	-4.9%	181.0	619.4	242.2%
SC	77.2	(39.0)	(70.0)	-79.4%	-190.7%	171.9	(175.5)	-202.1%
Total	2,499.3	1,737.3	1,930.1	11.1%	-22.8%	7,825.5	7,288.5	-6.9%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

สำหรับผลประกอบการทั้งปี เราประมาณการว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติจะลดลง 22.4% yoy เป็น 1.902 หมื่นล้านบาทในปี 2025 เนื่องจากยอดโอนกรรมสิทธิ์, GPM จากการขายอสังหาฯ และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุนและบริษัทร่วมลดลง ขณะที่รายได้จากรัฐกิจอสังหาฯ น่าจะลดลง 13.9% yoy เป็น 1.49 แสนล้านบาทในปี 2025 เพราะทั้งรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยแนวราบและคอนโดมิเนียมลดลง นอกจากนี้ เราตั้งสมมติฐานว่า GPM จากการขายอสังหาฯ ของบริษัทพัฒนาอสังหาฯ ที่ทำการศึกษา น่าจะลดลงมาอยู่ที่ 29.6% ใน 2025 จาก 30.6% ใน 2024 ซึ่งเป็นผลมาจากการแข่งขันที่รุนแรงและการลดราคาเพื่อเร่งการระบายสต็อกโครงการ

Figure 11: Total core net profit of developers under our coverage



Preview ผลประกอบการ 4Q25 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เราทำการศึกษา:

AP: กำไรสุทธิใน 4Q25 น่าจะเป็นสถิติสูงสุดในปี 2025 ➤

Figure 12: 4Q25F results preview - AP

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	%qoq chg	%yoy chg	2024	2025F	%yoy chg
Revenue from residential sales	9,017.7	8,870.9	10,240.0	15.4%	13.6%	35,688.5	36,242.3	1.6%
Total revenue	9,312.4	9,123.5	10,516.0	15.3%	12.9%	36,988.4	37,276.6	0.8%
Cost of sales	6,193.5	6,202.9	7,189.4	15.9%	16.1%	24,315.9	25,397.7	4.4%
Gross profit	3,118.9	2,920.7	3,326.6	13.9%	6.7%	12,672.5	11,879.0	-6.3%
SG&A expenses and others	1,818.4	1,773.8	1,820.3	2.6%	0.1%	7,126.1	6,997.2	-1.8%
EBIT	1,300.6	1,146.9	1,506.2	31.3%	15.8%	5,546.4	4,881.8	-12.0%
EBITDA	1,365.5	1,206.1	1,565.4	29.8%	14.6%	5,821.4	5,122.5	-12.0%
Other income	99.1	59.0	59.0	0.0%	-40.5%	268.9	267.5	-0.5%
Interest expense	204.0	136.9	140.0	2.2%	-31.4%	709.4	590.3	-16.8%
Pre-tax profit	1,195.7	1,069.0	1,425.2	33.3%	19.2%	5,105.9	4,559.0	-10.7%
Share of profit (loss) from investment in JV	340.6	314.8	163.9	-47.9%	-51.9%	971.7	707.9	-27.2%
Extraordinary items	-	-	-	n.a.	n.a.	74.8	-	n.a.
Net profit	1,293.1	1,154.4	1,280.7	10.9%	-1.0%	5,020.1	4,305.5	-14.2%
Core net profit	1,293.1	1,154.4	1,280.7	10.9%	-1.0%	4,945.3	4,305.5	-12.9%
Gross margin from residential sales	31.7%	30.4%	30.1%	-0.3%	-1.6%	32.4%	30.24%	-2.2%
Overall gross margin	33.5%	32.0%	31.6%	-0.4%	-1.9%	34.3%	31.9%	-2.4%
SG&A-to-revenue ratio	19.5%	19.4%	17.3%	-2.1%	-2.2%	19.3%	18.8%	-0.5%
Net margin	13.9%	12.7%	12.2%	-0.5%	-1.7%	13.6%	11.6%	-2.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

LH: กำไรสุทธิอ่อนตัวลง yoy ใน 4Q25 เพราะยอดโอนที่อยู่อาศัยแนวราบลดลง ➤
Figure 13: 4Q25F results preview - LH

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq chg	% yoy chg	2024	2025F	% yoy chg
Revenue from residential sales	3,866.1	3,110.6	3,467.2	11.5%	-10.3%	16,099.5	13,335.2	-17.2%
Rental income	2,280.3	2,020.0	2,240.9	10.9%	-1.7%	9,121.5	8,056.6	-11.7%
Total revenue	6,146.4	5,130.5	5,708.1	11.3%	-7.1%	25,221.0	21,391.8	-15.2%
Cost of sales	4,418.0	3,775.6	4,187.5	10.9%	-5.2%	18,131.9	15,665.8	-13.6%
Gross profit	1,728.3	1,354.9	1,520.6	12.2%	-12.0%	7,089.1	5,726.0	-19.2%
SG&A expenses and others	1,221.8	1,023.7	1,109.1	8.3%	-9.2%	4,796.6	4,248.6	-11.4%
EBIT	506.5	331.2	411.5	24.2%	-18.8%	2,292.5	1,477.4	-35.6%
EBITDA	997.2	831.8	937.1	12.7%	-6.0%	4,327.9	3,508.3	-18.9%
Other income	248.7	163.9	191.5	16.9%	-23.0%	602.7	777.2	28.9%
Interest expense	568.7	494.9	490.5	-0.9%	-13.8%	2,081.3	2,096.5	0.7%
Pre-tax profit	186.5	0.1	112.5	76938.7%	-39.7%	813.9	158.1	-80.6%
Other extraordinary items	1,578.3	-	-	n.a.	-100.0%	1,578.3	723.4	-54.2%
Gain (loss) from affiliates	871.7	803.9	810.8	0.9%	-7.0%	3,362.1	3,127.3	-7.0%
Net profit	2,592.9	786.6	896.4	14.0%	-65.4%	5,490.6	3,895.5	-29.1%
Core net profit	1,014.7	786.6	896.4	14.0%	-11.7%	3,912.3	3,172.1	-18.9%
EPS (THB)	0.22	0.07	0.08	14.0%	-65.4%	0.46	0.33	-29.1%
Core EPS (THB)	0.08	0.07	0.08	14.0%	-11.7%	0.33	0.27	-18.9%
Gross margin from residential sales (%)	24.4%	23.3%	23.8%	0.6%	-0.6%	24.9%	24.6%	-0.4%
Overall gross margin (%)	28.1%	26.4%	26.6%	0.2%	-1.5%	28.1%	26.8%	-1.3%
SG&A-to-revenue ratio (%)	19.9%	20.0%	19.4%	-0.5%	-0.4%	19.0%	19.9%	0.8%
Net margin (%)	42.2%	15.3%	15.7%	0.4%	-26.5%	21.8%	18.2%	-3.6%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

LPN: คาดกลับมาขาดทุนสุทธิใน 4Q25 ➤
Figure 14: 4Q25F results preview - LPN

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq chg	% yoy chg	2024	2025F	% yoy chg
Revenue from residential sales	1,399.2	1,005.9	1,380.4	37.2%	-1.3%	5,490.0	4,161.0	-24.2%
Total revenue	2,031.3	1,698.1	2,100.4	23.7%	3.4%	7,992.0	6,842.1	-14.4%
Cost of sales	1,741.4	1,332.3	1,735.7	30.3%	-0.3%	6,488.5	5,473.1	-15.6%
Gross profit	289.9	365.8	364.7	-0.3%	25.8%	1,503.5	1,369.0	-8.9%
SG&A expenses and others	366.0	276.8	310.0	12.0%	-15.3%	1,166.1	1,100.6	-5.6%
EBIT	(76.2)	89.0	54.7	-38.5%	-171.8%	337.4	268.3	-20.5%
EBITDA	(46.5)	116.8	82.5	-29.4%	-277.4%	460.8	381.6	-17.2%
Other income	2.3	24.8	2.3	-90.7%	-0.5%	19.2	60.6	215.4%
Interest expense	30.8	36.0	52.0	44.6%	69.1%	86.1	149.2	73.3%
Pre-tax profit	(104.6)	77.8	5.0	-93.6%	-104.8%	270.5	179.7	-33.6%
Share of profit (loss) from investment in affiliates	(8.3)	(10.2)	(7.0)	-31.3%	-15.5%	(52.8)	(55.3)	4.6%
Extraordinary items	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
Net profit	(115.5)	49.6	(5.5)	-111.0%	95.3%	110.5	76.8	-30.5%
Core net profit	(115.5)	49.6	(5.5)	-111.0%	95.3%	110.5	76.8	-30.5%
Gross margin from residential sales	11.4%	23.2%	16.9%	-6.3%	5.5%	17.4%	20.3%	2.9%
Overall gross margin	14.3%	21.5%	17.4%	-4.2%	3.1%	18.8%	20.0%	1.2%
SG&A-to-revenue ratio	18.0%	16.3%	14.8%	-1.5%	-3.3%	14.6%	16.1%	1.5%
Net margin	-5.7%	2.9%	-0.3%	-3.2%	5.4%	1.4%	1.1%	-0.3%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

PSH: กำไรสุทธิใน 4Q25 น่าจะเติบโต qoq ➤
Figure 15: 4Q25F results preview - PSH

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	%qoq chg	%yoy chg	2024	2025F	%yoy chg
Revenue from residential sales	4,416.4	2,389.0	4,874.0	104.0%	10.4%	17,346.2	12,435.3	-28.3%
Revenue from hospital	586.7	571.0	578.5	1.3%	-1.4%	2,186.8	2,193.4	0.3%
Total revenue	5,160.9	3,044.9	5,452.5	79.1%	5.6%	19,690.9	14,858.0	-24.5%
Cost of sales	3,942.1	2,017.9	3,868.8	91.7%	-1.9%	14,432.0	10,436.3	-27.7%
Gross profit	1,218.8	1,027.0	1,583.7	54.2%	29.9%	5,258.9	4,421.6	-15.9%
SG&A expenses and others	1,517.2	898.6	1,409.6	56.9%	-7.1%	4,856.9	4,137.8	-14.8%
EBIT	(298.4)	128.4	174.1	35.6%	-158.3%	402.0	283.8	-29.4%
EBITDA	(187.0)	242.3	288.0	18.9%	-254.0%	830.8	728.8	-12.3%
Other income	227.3	200.4	170.0	-15.2%	-25.2%	1,107.5	838.1	-24.3%
Interest expense	175.0	115.9	120.0	3.5%	-31.4%	770.7	485.1	-37.1%
Pre-tax profit	(246.1)	212.9	224.1	5.3%	-191.1%	738.8	636.8	-13.8%
Share of profit (loss) from investment in JV	(39.6)	(51.4)	(51.0)	-0.7%	28.8%	(80.7)	(198.6)	146.1%
Extraordinary items	(0.0)	-	-	n.a.	-100.0%	197.18	-	-100.0%
Net profit	(296.5)	106.0	117.3	10.7%	139.6%	456.1	312.9	-31.4%
Core net profit	(296.9)	121.5	117.3	-3.5%	139.5%	318.8	245.8	-22.9%
Gross margin from residential sales	24.6%	37.6%	30.0%	-7.6%	5.4%	27.8%	31.8%	4.0%
Overall gross margin	23.6%	33.7%	29.0%	-4.7%	5.4%	26.7%	29.8%	3.1%
SG&A-to-revenue ratio	29.4%	29.5%	25.9%	-3.7%	-3.5%	24.7%	27.8%	3.2%
Net margin	-5.7%	3.5%	2.2%	-1.3%	7.9%	2.3%	2.1%	-0.2%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

QH: กำไรสุทธิใน 4Q25 จะเติบโต yoy จากการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดมิเนียม รวมทั้ง GPM จากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ➤
Figure 16: 4Q25F results preview - QH

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	%qoq chg	%yoy chg	2024	2025F	%yoy chg
Revenue from residential sales	1,607.2	1,960.6	1,833.2	-6.5%	14.1%	6,957.1	6,149.5	-11.6%
Rental income	377.1	339.1	375.0	10.6%	-0.5%	1,482.1	1,436.9	-3.0%
Total revenue	1,984.2	2,299.7	2,208.2	-4.0%	11.3%	8,439.2	7,586.4	-10.1%
Cost of sales	1,431.2	1,719.5	1,588.8	-7.6%	11.0%	5,814.8	5,596.3	-3.8%
Gross profit	553.0	580.2	619.4	6.8%	12.0%	2,624.4	1,990.1	-24.2%
SG&A expenses and others	519.6	478.3	498.8	4.3%	-4.0%	2,033.0	1,904.9	-6.3%
EBIT	33.4	101.9	120.6	18.3%	260.7%	591.4	85.2	-85.6%
EBITDA	114.1	181.7	200.4	10.2%	75.6%	883.3	402.4	-54.4%
Other income	72.2	61.5	62.0	0.9%	-14.1%	260.2	234.5	-9.9%
Interest expense	65.3	48.5	48.0	-1.1%	-26.5%	246.8	205.4	-16.8%
Pre-tax profit	40.3	114.9	134.6	17.2%	233.9%	604.9	114.3	-81.1%
Gain (loss) from affiliates	459.7	427.6	443.3	3.7%	-3.6%	1,737.0	1,756.6	1.1%
Extra items	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
Net profit	467.2	480.2	505.2	5.2%	8.2%	2,150.1	1,721.8	-19.9%
Core net profit	467.2	480.2	505.2	5.2%	8.2%	2,150.1	1,721.8	-19.9%
Gross margin from low-rise housing	25.9%	24.0%	27.8%	3.8%	1.9%	29.6%	25.0%	-4.6%
Gross margin from condo	20.2%	24.7%	26.3%	1.6%	6.1%	23.0%	24.1%	1.1%
Gross margin from residential sales	25.2%	24.2%	27.2%	3.0%	2.1%	28.7%	24.7%	-4.0%
Overall gross margin	27.9%	25.2%	28.0%	2.8%	0.2%	31.1%	26.2%	-4.9%
SG&A-to-revenue ratio	26.2%	20.8%	22.6%	1.8%	-3.6%	24.1%	25.1%	1.0%
Net margin	23.5%	20.9%	22.9%	2.0%	-0.7%	25.5%	22.7%	-2.8%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

SPALI: กำไรสุทธิใน 4Q25 คาดจะเติบโต qoq แต่ลดลง yoy ➤
Figure 17: 4Q25F results preview - SPALI

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq chg	% yoy chg	2024	2025F	% yoy chg
Residential revenue	8,733.4	6,279.0	7,280.0	15.9%	-16.6%	30,816.6	23,895.7	-22.5%
Rental revenue	103.6	92.4	95.0	2.8%	-8.3%	377.8	396.6	5.0%
Total revenue	8,837.0	6,371.4	7,375.0	15.8%	-16.5%	31,194.4	24,292.4	-22.1%
Cost of sales	5,497.6	4,119.9	4,855.1	17.8%	-11.7%	19,431.3	15,942.7	-18.0%
Gross profit	3,339.4	2,251.5	2,519.9	11.9%	-24.5%	11,763.2	8,349.6	-29.0%
SG&A expenses and others	1,193.4	974.4	982.5	0.8%	-17.7%	4,301.6	3,808.2	-11.5%
EBIT	2,146.0	1,277.2	1,537.4	20.4%	-28.4%	7,461.5	4,541.5	-39.1%
EBITDA	2,225.5	1,344.3	1,604.6	19.4%	-27.9%	7,664.6	4,807.0	-37.3%
Other income	356.1	293.5	60.5	-79.4%	-83.0%	790.3	475.3	-39.9%
Interest expense	204.6	177.5	174.0	-2.0%	-15.0%	708.5	732.0	3.3%
Pre-tax profit	2,297.4	1,393.1	1,423.9	2.2%	-38.0%	7,543.3	4,284.8	-43.2%
Other extraordinary items	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
Share of profit (loss) from affiliates	117.0	152.8	135.0	-11.7%	15.3%	393.7	865.4	119.8%
Net profit (loss)	1,988.3	1,167.8	1,197.3	2.5%	-39.8%	6,189.5	3,874.4	-37.4%
Core net profit (loss)	1,988.3	1,167.8	1,197.3	2.5%	-39.8%	6,189.5	3,874.4	-37.4%
EPS (THB)	1.02	0.60	0.61	2.5%	-39.8%	3.17	2.00	-36.9%
Core EPS (THB)	1.02	0.60	0.61	2.5%	-39.8%	3.17	2.00	-36.9%
Gross margin from residential sales (%)	38.0%	35.8%	34.3%	-1.4%	-3.6%	37.7%	35.0%	-2.7%
Overall gross margin (%)	37.8%	35.3%	34.2%	-1.2%	-3.6%	37.7%	34.4%	-3.3%
SG&A-to-revenue ratio (%)	13.5%	15.3%	13.3%	-2.0%	-0.2%	13.8%	15.7%	1.9%
Net margin (%)	22.5%	18.3%	16.2%	-2.1%	-6.3%	19.8%	15.9%	-3.9%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

SIRI: รายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และ GPM ที่เพิ่มขึ้นช่วยหนุนกำไรสุทธิใน 4Q25 ➤
Figure 18: 4Q25F results preview - SIRI

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	% qoq chg	% yoy chg	2024	2025F	% yoy chg
Revenue from residential sales	9,085.3	6,899.7	9,100.0	31.9%	0.2%	34,758.2	29,190.3	-16.0%
Total revenue	9,971.1	7,709.0	9,927.0	28.8%	-0.4%	37,786.4	32,577.2	-13.8%
Cost of sales	7,350.3	5,509.6	6,957.5	26.3%	-5.3%	26,044.6	23,190.2	-11.0%
Gross profit	2,620.8	2,199.4	2,969.5	35.0%	13.3%	11,741.8	9,387.0	-20.1%
SG&A expenses and others	2,055.3	1,315.0	2,069.2	57.3%	0.7%	7,813.4	6,274.1	-19.7%
EBIT	565.5	884.4	900.3	1.8%	59.2%	3,928.4	3,112.9	-20.8%
EBITDA	748.2	1,088.4	1,104.4	1.5%	47.6%	4,745.2	3,906.8	-17.7%
Other income	427.8	309.9	345.0	11.3%	-19.4%	1,260.9	1,405.5	11.5%
Interest expense	216.9	98.2	98.2	0.0%	-54.7%	415.7	477.6	14.9%
Pre-tax profit	776.4	1,096.0	1,147.1	4.7%	47.7%	4,773.5	4,040.7	-15.4%
Share of profit (loss) from investment in JV	386.6	58.3	225.0	285.9%	-41.8%	1,141.6	641.3	-43.8%
Extraordinary items	23.4	81.1	120.0	48.0%	413.7%	373.2	389.1	-4.3%
Net profit	1,243.4	1,000.9	1,283.8	28.3%	3.2%	5,252.9	4,312.8	-17.9%
Core net profit	1,137.7	818.3	1,062.2	29.8%	-6.6%	4,551.8	3,557.3	-21.8%
Interest expense on perpetual debenture	(82.4)	(101.6)	(101.6)	0.0%	23.2%	(327.9)	(366.4)	-11.7%
Gross margin from residential sales	27.7%	29.8%	31.0%	1.2%	3.3%	31.7%	30.1%	-1.6%
Overall gross margin	26.3%	28.5%	29.9%	1.4%	3.6%	31.1%	28.8%	-2.3%
SG&A-to-revenue ratio	20.6%	17.1%	20.8%	3.8%	0.2%	20.7%	19.3%	-1.4%
Net margin	12.5%	13.0%	12.9%	-0.1%	0.5%	13.9%	13.2%	-0.7%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

SC: รายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โตแข็งแกร่งใน 4Q25 ➤
Figure 19: 4Q25F results preview - SC

(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	%qoq chg	%yoy chg	2024	2025F	%yoy chg
Revenue from residential sales	5,477.1	4,666.3	6,451.9	38.3%	17.8%	18,955.2	18,184.8	-4.1%
Total revenue	5,848.8	5,125.8	6,925.2	35.1%	18.4%	20,302.4	19,942.0	-1.8%
Cost of sales	4,406.9	3,635.5	4,958.7	36.4%	12.5%	14,455.0	13,953.3	-3.5%
Gross profit	1,441.9	1,490.3	1,966.5	31.9%	36.4%	5,847.4	5,988.7	2.4%
SG&A expenses and others	1,108.7	927.8	1,213.0	30.7%	9.4%	4,102.2	3,799.6	-7.4%
EBIT	333.1	562.5	753.5	34.0%	126.2%	1,745.2	2,189.1	25.4%
EBITDA	373.0	593.8	791.5	33.3%	112.2%	1,897.4	2,329.6	22.8%
Other income	34.1	34.1	35.5	4.1%	4.2%	98.6	147.8	49.9%
Interest expense	90.8	92.6	91.0	-1.7%	0.2%	379.2	376.5	-0.7%
Pre-tax profit	276.4	504.0	698.0	38.5%	152.6%	1,464.6	1,960.5	33.9%
Share of profit (loss) from investment in JV	77.2	(39.0)	(70.0)	79.4%	-190.7%	171.9	(175.5)	-202.1%
Extraordinary items	252.0	33.6	125.0	n.a.	n.a.	422.4	158.6	n.a.
Net profit	486.0	389.8	598.4	53.5%	23.1%	1,705.5	1,519.3	-10.9%
Core net profit	234.0	356.2	473.4	32.9%	102.3%	1,283.2	1,360.7	6.0%
Gross margin from residential sales	22.2%	26.3%	26.3%	0.0%	4.1%	26.5%	27.2%	0.7%
Overall gross margin	24.7%	29.1%	28.4%	-0.7%	3.7%	28.8%	30.0%	1.2%
SG&A-to-revenue ratio	19.0%	18.1%	17.5%	-0.6%	-1.4%	20.2%	19.1%	-1.2%
Net margin	4.0%	6.9%	6.8%	-0.1%	2.8%	6.3%	6.8%	0.5%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

ORI: ค่าใช้จ่ายจากการยกเลิกโครงการก่อสร้างใน 4Q25 ➤
Figure 20: 4Q25F results preview - ORI

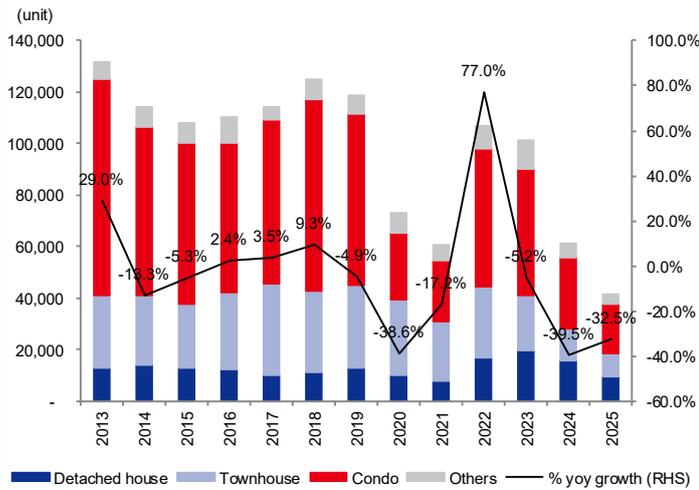
(THBm)	4Q24	3Q25	4Q25F	%qoq chg	%yoy chg	2024	2025F	%yoy chg
Revenue from residential sales	1,482.6	1,345.7	850.0	-36.8%	-42.7%	6,836.1	5,378.6	-21.3%
Total revenue	2,249.4	2,092.0	1,486.0	-29.0%	-33.9%	10,922.7	8,390.0	-23.2%
Cost of sales	1,124.5	980.2	1,004.7	2.5%	-10.7%	6,618.7	5,453.8	-17.6%
Gross profit	725.4	818.0	481.3	-41.2%	-33.7%	4,303.9	2,936.2	-31.8%
SG&A expenses and others	1,386.1	773.9	693.0	-10.5%	-50.0%	3,285.9	2,604.2	-20.7%
EBIT	(660.7)	44.1	(211.7)	-580.0%	-68.0%	1,018.1	332.0	-67.4%
EBITDA	(510.1)	102.9	(152.9)	-248.7%	-70.0%	1,676.6	742.6	-55.7%
Other income	50.7	52.8	50.0	-5.3%	-1.3%	184.0	232.1	26.1%
Interest expense	153.0	227.4	250.0	9.9%	63.4%	677.2	847.5	25.1%
Pre-tax profit	(763.0)	(130.5)	(411.7)	215.4%	-46.0%	524.8	(283.4)	-154.0%
Share of profit (loss) from investment in JV	294.3	80.6	280.0	247.6%	-4.9%	181.0	619.4	242.2%
Gain on disposals of investments in subsidiaries	37.5	239.9	150.0	-37.5%	299.6%	702.9	435.9	-38.0%
Extraordinary items	-	-	-	n.a.	n.a.	-	-	n.a.
Net profit	(266.1)	183.8	95.3	-48.1%	135.8%	1,051.8	710.1	-32.5%
Core net profit	(266.1)	183.8	95.3	-48.1%	135.8%	1,051.8	710.1	-32.5%
Gross margin from residential sales	24.2%	27.2%	25.0%	-2.2%	0.8%	29.0%	27.2%	-1.7%
Overall gross margin	32.2%	39.1%	32.4%	-6.7%	0.1%	39.4%	35.0%	-4.4%
SG&A-to-revenue ratio	61.6%	37.0%	46.6%	9.6%	-15.0%	30.1%	31.0%	1.0%
Net margin	-11.3%	7.5%	5.2%	-2.3%	16.5%	8.8%	7.9%	-0.9%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

อุปทานใหม่ในกทม. ลดลงต่อเนื่องเป็นปีที่สามในปี 2025 ▶

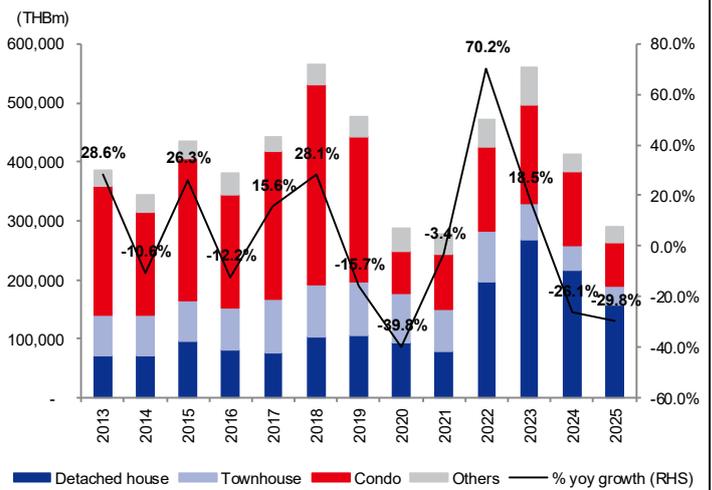
ข้อมูลจากศูนย์ข้อมูลวิจัยและประเมินค่าอสังหาริมทรัพย์ไทย (AREA) แสดงให้เห็นว่าปีที่แล้ว บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เปิดตัวโครงการใหม่ในพื้นที่กรุงเทพฯ จำนวน 259 โครงการ รวม 41,490 ยูนิต หรือลดลง 32.5% yoy จาก 61,453 ยูนิตในปี 2024 จึงนับเป็นการลดลงต่อเนื่องเป็นปีที่สาม โดยสาเหตุเกิดจากการกำลังซื้อที่ลดลง, เศรษฐกิจที่ขยายตัวช้า และบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มุ่งเน้นการระบายสต็อกโครงการ ดังนั้นอุปทานใหม่ประเภทบ้านเดี่ยว, บ้านแฝด, ทาวน์เฮาส์ และ คอนโดมีเนียมจึงลดลง 39.6%, 27.4%, 25.3% และ 32.7% ในปี 2025 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้ประกอบการยังเลื่อนกำหนดเปิดโครงการบางส่วน ทั้งจากอุปสงค์ที่อ่อนตัวและเพื่อรักษากระแสเงินสด

Figure 21: Newly launched units in Bangkok Metropolitan Area (BMA) in 2013-25



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

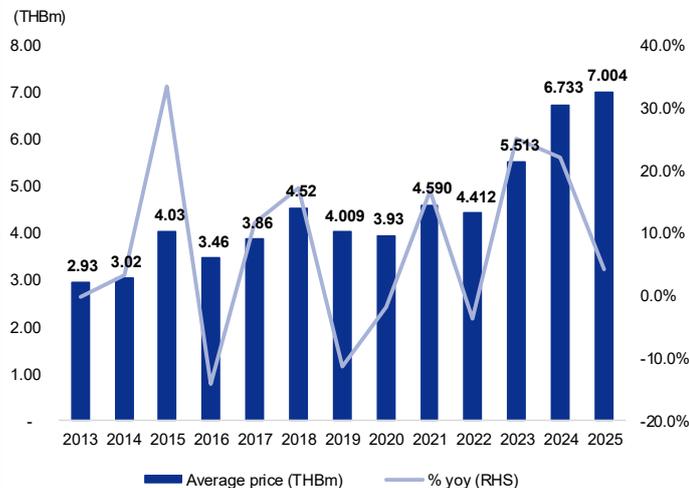
Figure 22: New launch value in Bangkok Metropolitan Area (BMA) in 2013-25



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

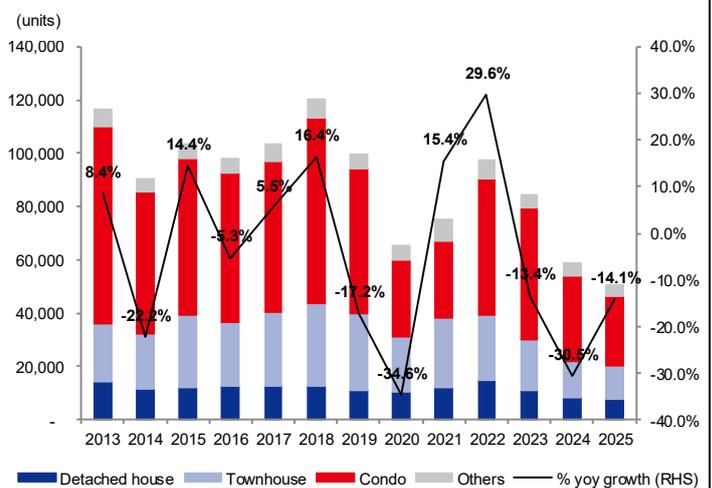
มูลค่าโครงการใหม่ในปี 2025 ลดลง 29.8% yoy มาอยู่ที่ 2.906 แสนล้านบาทเนื่องจากโครงการใหม่ทุกระดับราคามีจำนวนลดลง โดยเฉพาะโครงการระดับกลางถึงสูงที่มีราคา 2-10 ล้านบาท/ยูนิต (-39.3% yoy) และโครงการระดับ luxury ที่มีราคาสูงกว่า 20 ล้านบาท/ยูนิต (-31.5% yoy) ส่วนโครงการระดับไฮ-เอนด์ที่มีราคา 10-20 ล้านบาท/ยูนิต ลดลงเพียง 4.2% yoy ขณะที่ราคาขายเฉลี่ย (ASP) ของโครงการใหม่ในกทม. เพิ่มขึ้น 4.0% yoy เป็น 7.0 ล้านบาท/ยูนิตในปี 2025 เมื่อเทียบกับ 6.73 ล้านบาท/ยูนิตในปี 2024

Figure 23: Average price of newly launched projects in Bangkok Metropolitan Area (BMA)



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

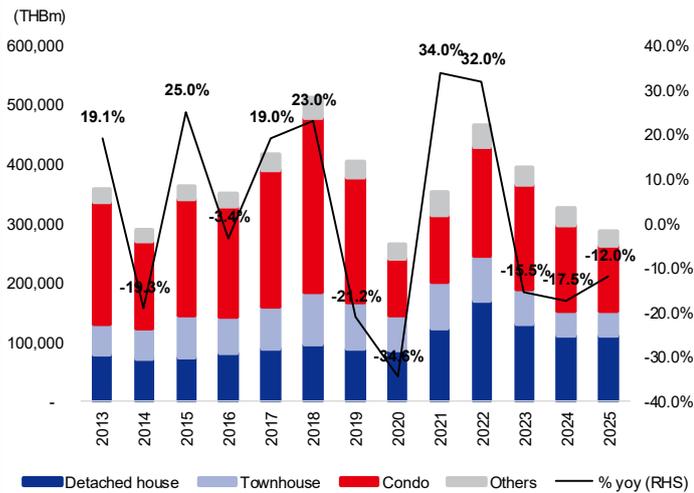
Figure 24: Presales (units sold) in Bangkok Metropolitan Area (BMA) in 2013-25



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

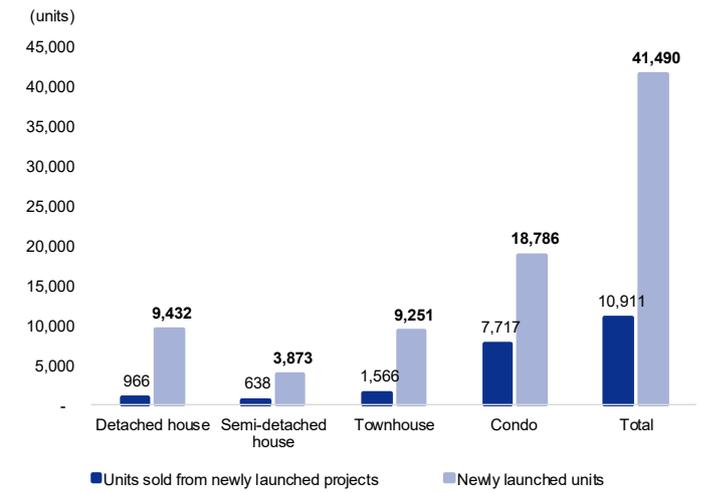
ขณะที่ในด้านอุปสงค์ จำนวนยูนิตในกทม. ที่ขายได้ในปี 2025 ลดลง 14.1% yoy เหลือ 50,472 ยูนิต เนื่องจากโครงการที่อยู่อาศัยทุกประเภทมี presales อ่อนตัวลง: บ้านเดี่ยว (-6.6% yoy), บ้านแฝด (-17.5% yoy), ทาวน์เฮาส์ (-7.3% yoy) และคอนโดมิเนียม (-17.7% yoy) ซึ่งเกิดจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวเพราะธนาคารใช้เกณฑ์การปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยที่เข้มงวดมากขึ้น รวมทั้งผลกระทบจากปัญหานี้คร่าวเรือ้นสูง, เศรษฐกิจที่อ่อนตัว, เหตุการณ์แผ่นดินไหวช่วงปลายเดือนมี.ค. 2025 และลูกค้าบางส่วนชะลอการตัดสินใจซื้อบ้าน ดังนั้น ยอด presales โดยรวมจึงลดลง 12% yoy เป็น 2.859 แสนล้านบาทในปี 2025 จาก presales ที่ลดลง โดยเฉพาะในกลุ่มโครงการระดับกลางถึงโลว์-เอนด์ ราคา 2-10 ล้านบาท/ยูนิต (-17.2% yoy)

Figure 25: Presales value in Bangkok Metropolitan Area (BMA) in 2013-25



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

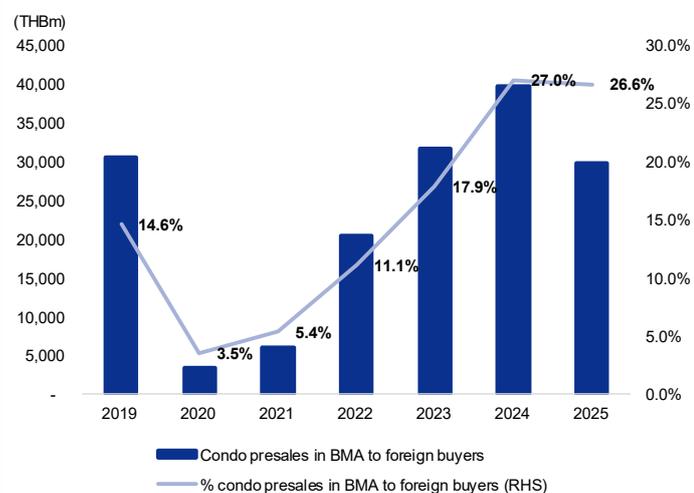
Figure 26: Newly launched units vs. units sold from newly launched projects in Bangkok Metropolitan Area (BMA) in 2024



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

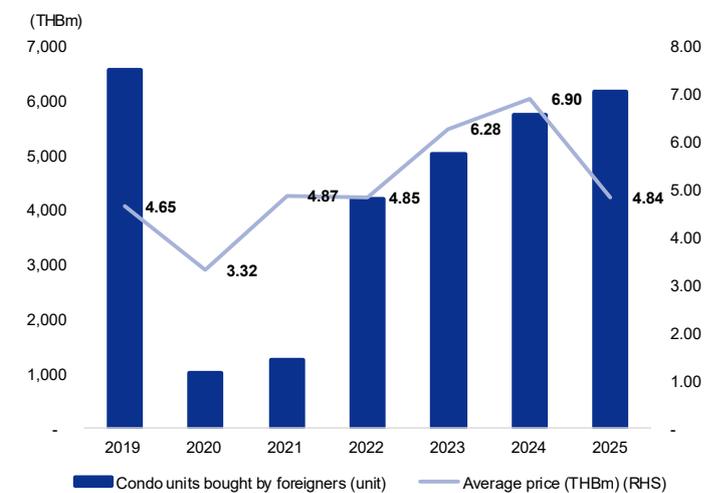
ตามข้อมูลของ AREA ยอดขายคอนโดมิเนียมให้กับลูกค้าต่างชาติในพื้นที่กทม. ลดลง 24.8% yoy จาก 3.96 หมื่นล้านบาทในปี 2024 เป็น 2.98 หมื่นล้านบาทในปี 2025 ซึ่งสาเหตุหลักเป็นเพราะอุปสงค์จากลูกค้าชาวจีนชะลอตัวลง ขณะที่ยอดขายคอนโดมิเนียมให้กับลูกค้าต่างชาติคิดเป็น 26.6% ของยอดขายคอนโดมิเนียมในกทม. โดยรวมในปี 2025 เทียบกับ 27% ในปี 2024 ส่วนราคาขายเฉลี่ยของคอนโดมิเนียมที่ขายให้กับลูกค้าต่างชาติลดลง 29.9% yoy จาก 6.9 ล้านบาท/ยูนิตในปี 2024 เป็น 4.8 ล้านบาท/ยูนิตในปี 2025

Figure 27: Foreign buyers' condo presales in Bangkok Metropolitan Area (BMA)



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

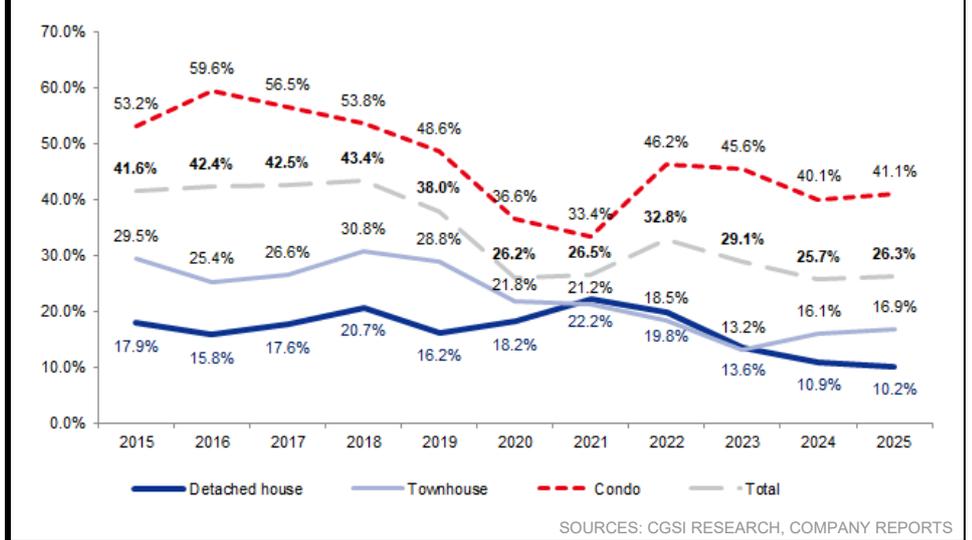
Figure 28: Average price of condo units bought by foreigners



SOURCES: CGSI RESEARCH, AGENCY FOR REAL ESTATE AFFAIRS (AREA)

อัตรายอดขาย (take-up rate) โดยรวมอิงจากจำนวนยูนิตที่ขายได้ของโครงการใหม่เพิ่มขึ้นจาก 25.7% ในปี 2024 เป็น 26.3% ในปี 2025 เนื่องจากอัตรายอดขายของที่อยู่อาศัยประเภท คอนโดมิเนียม, ทาวน์เฮาส์ และบ้านแฝดเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้อัตรายอดขายของบ้านแฝด, ทาวน์เฮาส์ และ คอนโดมิเนียมอยู่ที่ 16.5% (2024: 14.5%), 16.9% (2024: 16.1%) และ 41.1% (2024: 40.1%) ในปี 2025 ตามลำดับ ส่วนอัตรายอดขายของที่อยู่อาศัยประเภทบ้านเดี่ยวลดลงเป็น 10.2% (2024: 10.9%)

Figure 29: Take-up rates of newly launched residential projects



จำนวนยูนิตพร้อมขายในสิ้นปี 2025 ลดลง 5.4% yoy จาก 234,478 ยูนิตในสิ้นปี 2024 เป็น 221,805 ยูนิต เนื่องจากจำนวนคอนโดมิเนียมและทาวน์เฮาส์พร้อมขายลดลงเหลือ 67,473 ยูนิต (-14.2% yoy) และ 72,852 ยูนิต (-4.3% yoy) ตามลำดับ ขณะที่มูลค่ารวมของยูนิตพร้อมขายในสิ้นปีที่แล้วเพิ่มขึ้นเล็กน้อยหรือ 0.7% yoy เป็น 1,286.2 พันล้านบาทเนื่องจากสต็อกบ้านเดี่ยว (+9.8% yoy) และบ้านแฝด (+2.1% yoy) เพิ่มขึ้น แต่สต็อกทาวน์เฮาส์และคอนโดมิเนียมลดลง 4.2% และ 12.4% yoy ตามลำดับ

Figure 30: Available units for sale by housing type

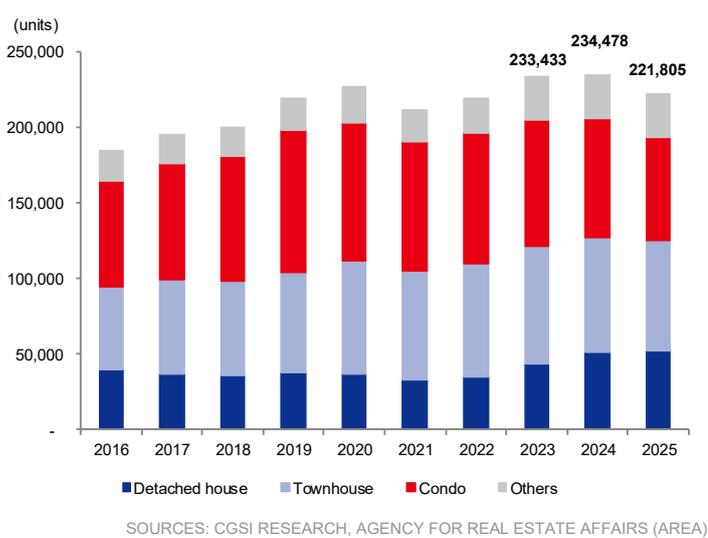
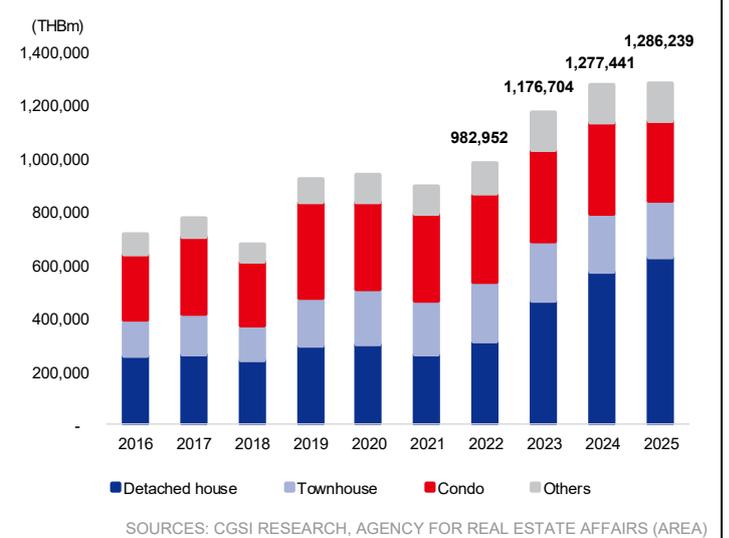


Figure 31: Available for sale value by housing type



AREA คาดการณ์ว่าจำนวนยูนิตเปิดใหม่และ presales ในกทม. จะเพิ่มขึ้น 5% yoy เป็น 43,565 ยูนิตและ 52,996 ยูนิตในปี 2026 ตามลำดับ ซึ่งเป็นผลมาจากฐานที่ต่ำในปี 2025, การปรับลดอัตราดอกเบี้ย และอุปสงค์จากลูกค้าชาวต่างชาติเพิ่มขึ้น โดย AREA ประเมินว่ามูลค่าโครงการใหม่ในกทม. จะเพิ่มขึ้น 8% yoy เป็น 3.139 แสนล้านบาทในปี 2026 จากการเปิดตัวโครงการคอนโดมิเนียมเพิ่มมากขึ้น

เราประมาณการยอดขาย presales รวมของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะเพิ่มขึ้น 3.5% yoy เป็น 2.056 แสนล้านบาทในปี 2026 นำโดยการฟื้นตัวของ presales คอนโดมิเนียม (+6.7% yoy) ทั้งนี้เราเชื่อว่ากลุ่มคอนโดมิเนียมในไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q25 หลังเหตุการณ์แผ่นดินไหว ซึ่งจะเห็นได้จาก presales ที่ฟื้นตัวใน 2H25 และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องในปี 2026 จากฐานที่ต่ำ บวกกับลูกค้าชาวต่างชาติและนักลงทุนกลับมาให้ความสนใจกับโครงการที่ตั้งอยู่ย่านใจกลางกรุงเทพฯ และแหล่งท่องเที่ยวสำคัญ อีกทั้งอุปทานใหม่จากผู้เ็นรายเล็กที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงจะมีน้อยลง ขณะเดียวกัน เราคาดว่าโครงการเปิดใหม่ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ทำการศึกษาลดลง 5.1% yoy ในปี 2026 เนื่องจากผู้ประกอบการยังเน้นขายโครงการที่มีอยู่และระบายสต็อก นอกจากนี้ เราเชื่อว่าจะมีการเปิดตัวโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบใหม่ลดลงไป 12.3% yoy ในปี 2026 แต่โครงการคอนโดมิเนียมน่าจะเพิ่มขึ้น 12% yoy เพราะมีบางโครงการกำหนดเปิดตัวจาก 2H25 มาถึงปี 2026 ซึ่งส่วนใหญ่คาดว่าจะมีราคาตั้งแต่ 70,000-150,000 บาท/ตร.ม. ซึ่งเป็นราคาที่ลูกค้าในประเทศยังสามารถเข้าถึงได้

Figure 32: Total presales of developers under our coverage in 2018-26F

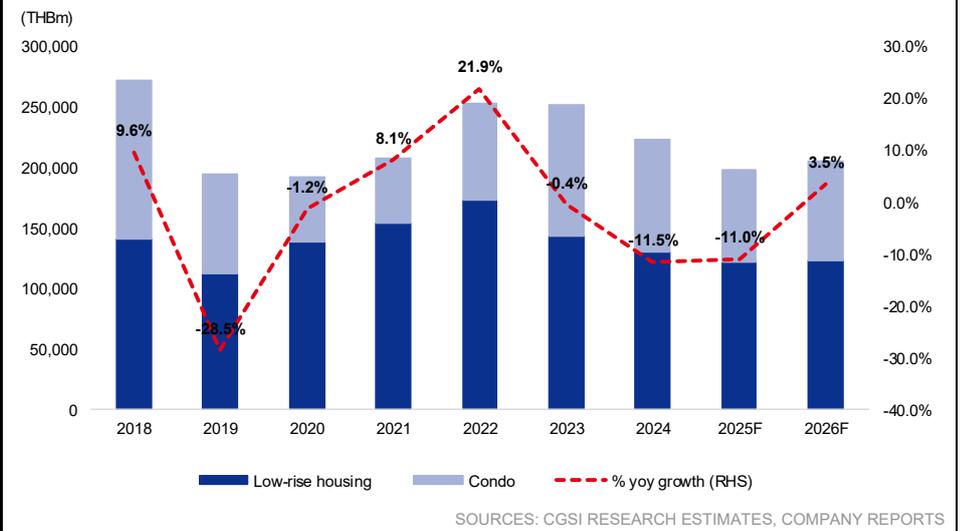


Figure 33: New launches of developers under our coverage in 2018-26F

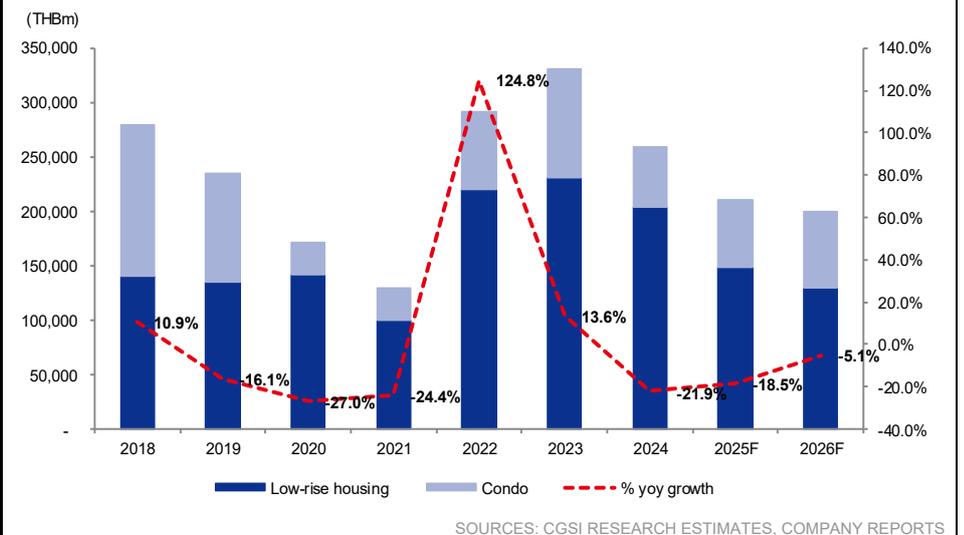
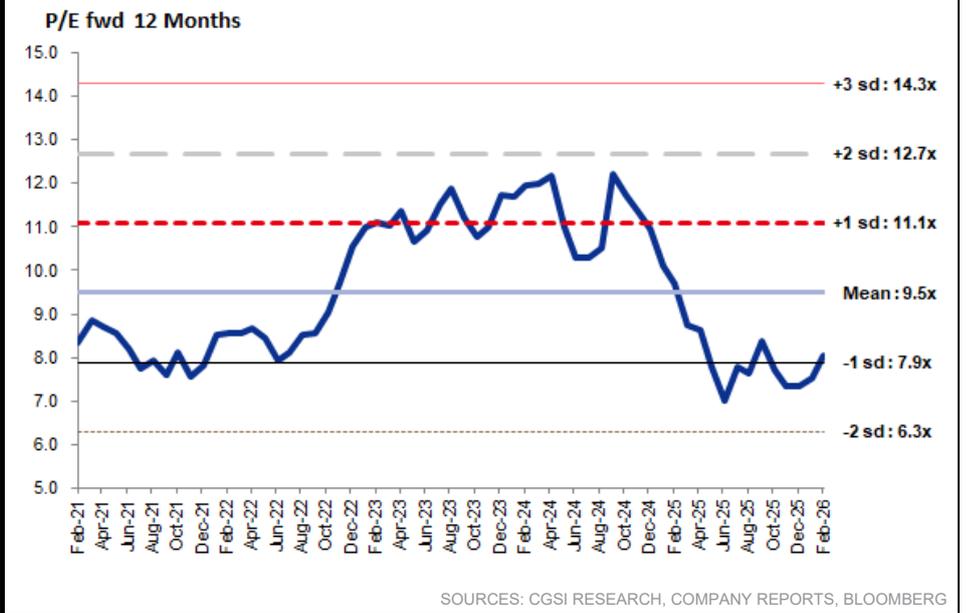


Figure 34: Residential property sector's forward P/E band





ESG in a nutshell

Residential property developers under our coverage have excellent ESG disclosures and implementation, in our view. SIRI, ORI, AP, LH, PSH, and SC have had high ESG standards among listed Thai peers in 2024. SIRI and ORI received Stock Exchange of Thailand (SET) ESG ratings of AAA, while AP, LH, PSH and SC received SET ESG ratings of AA in 2024. We believe this reflects the professionalism of the developers in their business operations, which adhere to the principles of corporate governance and sustainability.

Keep your eye on

Related-party transactions.

Implications

Residential property companies and their subsidiaries have had a number of business transactions with related persons or entities that may create potential conflicts of interest. For example, LH purchases construction materials from Q-CON (QCON, Non-rated, CP: THB7.10), an associate company. However, the terms and prices of the purchases are as per normal business practices and comparable with those offered by third parties, according to LH.

ESG highlights

SIRI received an ESG rating of AAA in 2024 from the SET, an upgrade from AA in 2023. The company was also recognised for its sustainability excellence in supply chain management and business excellence in CFO and Investor Relations by SET in 2024.

SIRI has emphasised ESG in terms of: 1) Environmental initiatives i.e. net zero emissions and green living tree story; 2) Social initiatives, i.e. Live equally and Zero Dropout; and 3) Governance: excellent corporate governance scoring by the Thai Institute of Directors.

AP, LH, PSH and SC received SET ESG ratings of AA in 2024, which reflect these developers' increasing focus on ESG performance, in our view.

Implications

We believe that SIRI performed better on the ESG recognition front than its local peers. The company was conferred various awards for sustainability, corporate governance and excellent product quality. This should help SIRI's share price gain traction among investors as it increases its focus on ESG, in our view.

Trends

Smart home technology is becoming increasingly appealing to homebuyers. Property developers have invested in home automation systems, including them in their product offerings to customers.

Implications

Technology plays a major role in how consumers live and get things done around the house. We believe that smart living innovation increases property values, attracts more customers, and would play an increasingly bigger role in residential property development.

SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG, COMPANY REPORTS

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

คำแนะนำในหุ้น

- ADD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- HOLD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- REDUCE:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

- OVERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- NEUTRAL:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
- UNDERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2568


AAI	AAV	ACE	ADB	ADVANC	AEONTS	AF	AGE	AIRA	AJ	AKP	AKR
ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	AOT	AP	ARIP	ASIAN	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AUCT	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL
BCH	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BH	BIZ	BJC	BKIH
BLA	BLC	BOL	BPP	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BWG	CBG	CENTEL
CFRESH	CGH	CHASE	CHEWA	CHG	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CMC	CNT
COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF	CPL	CPN	CPW	CRC	CREDIT	DCC	DDD
DELTA	DEMCO	DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FORTH	FPI	FPT	FSMART	FSX	FTI	GABLE	GC	GCAP
GFC	GFPT	GGC	GLAND	GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG
HMPRO	HPT	HTC	ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	INSURE
IP	IRC	IRPC	IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	J	JAS	JMART	JMT
JTS	KBANK	KCAR	KCC	KCE	KCG	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	SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SFLEX	SGC	SGF
SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI	SJWD	SKR	SKY	SMPC	SNC	SNNP
SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC	SPCG	SPI	SPRC	SR	SSF	SSP	SSSC
STA	STARM	STECON	STGT	STI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SVOA	SYMC	SYNEX
SYNTEC	TACC	TAN	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH	TEKA	TFG	TFMAMA
TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIPH	TISCO	TKS	TKT
TLI	TM	TMD	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA	TOG	TOP	TPAC
TPBI	TQM	TRUBB	TRUE	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU
TVDH	TVH	TVO	TWPC	UAC	UBE	UBIS	UP	UPF	UPOIC	UV	VGI
VIBHA	VIH	VNG	WACOAL	WGE	WHA	WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	WP	WPH
ZEN											



2S	A5	ABM	ACG	ADD	AE	AH	AIT	ALUCON	AMC	ANAN	APCO
APCS	ATP30	BA	BBIK	BC	BCP	BE8	BIG	BPS	BR	BSBM	BTC
BTW	BVG	BYD	CFARM	CH	CIG	CM	CMAN	CMO	COCOCO	COMAN	CPI
CRD	CSC	DEXON	DTCENT	EAST	EKH	ESTAR	EURO	EVER	FE	FVC	GEL
HUMAN	ICN	IFS	JDF	JPARK	JSP	JUBILE	K	KGI	KTIS	KTMS	KUN
LALIN	LANNA	LEO	LHK	LPN	MAGURO	MATCH	MBAX	M-CHAI	MCOT	METCO	MICRO
MVP	NC	NCH	NCL	NDR	NEO	NL	NSL	NTSC	NTV	OKJ	PATO
PDG	PEACE	PEER	PREB	PRI	PRIME	PRIN	PRINC	PROUD	PSGC	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	TIPIPL	TIPIPP	TPS
TQR	TRP	TRT	TURTLE	TVT	UBA	UREKA	VCOM	VRANDA	WARRIX	WAVE	WIN
XO	XPG	XYZ	ZIGA								



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	WIIK	WORK	YUASA	ZAA			

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน
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	SCCG	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	TFI	TFMAMA	TGE
TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIPCO	TIPH	TISCO	TKN	TKS	TKT
TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNR	TNG	TOG	TOP	TOPP	TPA	TPAC
TPCS	TPLAS	TRT	TRU	TRUE	TSC	TSI	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL
TU	TURTLE	TVDH	TVO	TWPC	UBE	UBIS	UEC	UKEM	UPF	UV	VCOM
VGI	VIBHA	VIH	WACOAL	WHA	WHAUP	WICE	WIJK	WPH	XO	YUASA	ZEN
ZIGA											

ประกาศเจตนาธรรมณ์

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											

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

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	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	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	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	MITSI	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	ONSENS	ORN	PACO	PAF	PANEL	PEACE	PEER
PERM	PF	PHG	PICO	PIN	PIS	PJW	PLT	PMTA	POLY	PORT	PPM
PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRI	PRIN	PSP	PTL	QTCCG	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					