

11 กรกฎาคม 2559

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

**PACE**

**บมจ. เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น**

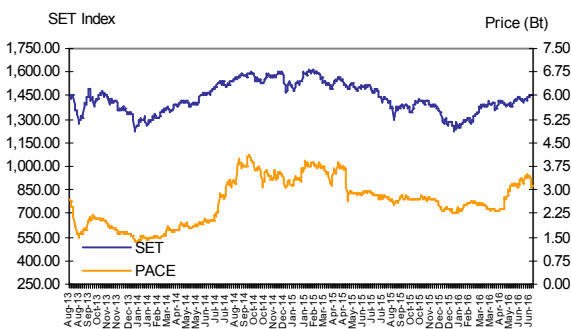
<b>Current BUY</b>	Previous -	Close 3.12	2016 TP 4.25	Exp Return + 36.2%	Anti-corrupt 3A	CGR 2015 3
--------------------	------------	------------	--------------	--------------------	-----------------	------------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	-409	-1,788	456	1,306
Net profit	-381	-1,785	456	1,306
EPS (Bt)- Normalized	-0.20	-0.63	0.13	0.38
% growth Y-Y	nm	nm	nm	186.2
EPS (Bt)	-0.19	-0.63	0.13	0.38
% growth Y-Y	nm	nm	nm	186.2
Dividend (Bt)	nm	nm	nm	nm
BV/share (Bt)	0.73	0.75	0.85	1.23
EV/EBITDA (x)	nm	nm	19.9	10.6
PER (x)	nm	nm	23.5	8.2
PER (x) - Normalized	nm	nm	23.5	8.2
PBV (x)	4.2	4.1	3.7	2.5
Dividend yield (%)	nm	nm	nm	nm
YE no. of shares (million)	2,054	3,262	3,438	3,438
No. of share - full dilution	2,054	3,262	3,438	3,438
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (08/07/2016)	3.12
SET index	1,455.65
Foreign limit/actual (%)	49.00/10.03
Paid up shares (million)	3,261.68
Free float (%)	39.94
Market cap (Bt mn)	10,176.44
Avg. daily T/O (Bt mn) (2016 YTD)	33.89
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	3.54, 2.26, 3.13

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Jitra Amornthum**  
 Register No.: 014530  
 Assistant Analyst: Nattawat Kittisommanakun  
 Tel.: 02-646-9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**รายได้และกำไรเร่งตัวจากการโอน เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ”**

ช่วงเวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ของ PACE จะเริ่มตั้งแต่บัดนี้เป็นต้นไปจากการทยอยรับรู้รายได้ของโครงการ MahaNakhon และ MahaSamutr นอกจากนี้บริษัทยังมี Project on hand อยู่อีก 3 โครงการที่จะช่วยให้รายได้มีเสถียรภาพไปจนถึงปี 2018 ขณะที่ธุรกิจ Dean and Deluca ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องและคาดว่าจะกลับมาทำกำไรได้ในปี 2017 จากการประหยัดต่อขนาดภายหลังการเร่งลงทุนในช่วงปี 2015-2016

**คอนโดมิเนียมระดับบนเติบโตสวนทางภาวะเศรษฐกิจ**

ภาพรวมเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ยังอ่อนแอ ส่งผลกระทบต่อตลาดคอนโดมิเนียมระดับกลาง/ล่างผ่าน 1) อัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่พุ่งสูงขึ้นในช่วงสองปีที่ผ่านมา และ 2) Take up rate ที่ลดต่ำลงโดยเฉพาะโครงการที่เจาะกลุ่มลูกค้าระดับกลาง-ล่าง (70,000 บาท/ตรม.ลงไป) อย่างไรก็ตามตลาดคอนโดมิเนียมระดับบน (Luxury ขึ้นไป) กลับเติบโตสวนทางภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา เห็นได้จากการเติบโตของราคาขายต่อตารางเมตรที่สูงถึง 18.5% ในปี 2015 อย่างไรก็ตามการเติบโตของราคาดังกล่าวส่วนหนึ่งมาจากต้นทุนที่ดินที่สูงขึ้นและการหันมาจับฐานลูกค้าตลาดบนและชาวต่างชาติที่ยังมีกำลังซื้อเหลืออยู่

**PACE เป็นหนึ่งในผู้เล่นที่มีความเชี่ยวชาญในตลาดคอนโดมิเนียมระดับบน**

จุดที่ทำให้ PACE แตกต่างจาก Developer รายอื่นคือการพัฒนาสินค้าที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัวและเน้น Segment ที่สูงกว่าตลาด Luxury ทั่วไป ด้วยความ Premium ของตัวสินค้าและทำเลที่มีศักยภาพส่งผลให้ยอดขายเป็นไปได้อย่างราบรื่น (ขายได้ก่อนการขอ EIA เสร็จสิ้นสำหรับบางโครงการ) ปัจจุบัน PACE มีโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังพัฒนาอยู่ทั้งสิ้น 3 โครงการ (Super luxury ทั้งหมด) คือ 1) MahaNakhon มูลค่าสัญญา 14,500 ลบ. ยอดขายสะสม 70% 2) MahaSamutr มูลค่าสัญญา 4,000 ลบ. ยอดขายสะสม 38% และ 3) Nimit Langsuan มูลค่าโครงการ 7,584 ลบ. ยอดขายสะสม 90% และยังมีอีก 2 โครงการที่ยังไม่เปิดตัวแต่บริษัทซื้อที่ดินเรียบร้อยแล้วมูลค่ารวม 6,800 ล้านบาท ด้วยงานในมือจำนวนมากจะทำให้ PACE มีรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์สม่ำเสมอไปจนถึงปี 2018

**รายได้อสังหาริมทรัพย์จะเพิ่มขึ้นมากและคาดว่าจะพลิกเป็นกำไรได้ในปีนี้**

เราคาดว่ารายได้จากอสังหาริมทรัพย์ของ PACE จะโตอย่างก้าวกระโดดจากฐานต่ำที่ 151 ลบ. ในปีที่ผ่านมาเป็น 6,741 ลบ. และทำให้รายได้รวมของปีเติบโตได้ราว 200% ขณะที่กำไรสุทธิคาดว่าจะพลิกจากขาดทุน -1,788 ลบ. มาเป็นกำไรที่ 456 ลบ. ในปีนี้จากการโอนโครงการ MahaNakhon และ MahaSamutr ขณะที่รายได้จากธุรกิจร้านอาหาร Dean and Deluca (D&D) คาดเติบโตแบบอนุรักษ์นิยมที่ 5% และจะพลิกมาทำกำไรได้ในปี 2017 ภายหลังจากที่ค่าใช้จ่ายเริ่มลดลงจากการประหยัดต่อขนาดภายหลังการลงทุนขยายสาขาและวางระบบงานในช่วงปีนี้และปีที่ผ่านมา

**เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเหมาะสมที่ 4.25 บาท**

เราประเมินมูลค่าหุ้น PACE ด้วยวิธี Sum of The Parts บนองค์ประกอบ 3 ส่วนคือ 1) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 2) ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม 3) Net asset value ของที่ดินในประเทศญี่ปุ่น โดย EPS ของปี 2017 ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจ D&D อยู่ที่ 0.32 บาท/หุ้นและ 0.06 บาท/หุ้นตามลำดับ อ้างอิง Historical P/E เฉลี่ยสิบปีย้อนหลังของ Property sector ที่ 10 เท่า และ 24.5 เท่าของธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มในตลาด US ได้ราคาเหมาะสมปี 2017 ที่ 4.65 บาท คิดลดด้วย Rate of return ที่ 14.31% กลับมาเป็นราคาเหมาะสมของปี 4.10 บาท เมื่อรวมกับ NAV ต่อหุ้นของที่ดินในตำบล Niseko ประเทศญี่ปุ่นอีก 0.15 บาท จะได้ราคาเหมาะสมของ PACE ในปีนี้ที่ 4.25 บาท เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ”

ประเด็นการลงทุน

ตลาดคอนโดมิเนียมระดับบนคือโอกาสท่ามกลางวิกฤติ

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอยังคงเป็นอุปสรรคต่อเศรษฐกิจไทยและตลาดอสังหาริมทรัพย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ขณะที่ชนชั้นกลางซึ่งเป็นตัวจักรสำคัญของระบบเศรษฐกิจ ยังคงเผชิญกับปัญหาหนี้ครัวเรือนสูงซึ่งเป็นเหตุผลหลักที่สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อแก่ลูกค้ากลุ่มดังกล่าว และส่งผลให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่อยู่อาศัยสูงขึ้นมากในช่วงสองปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะสินเชื่อของคอนโดมิเนียมระดับ Main class (ราคา 90,000 บาทต่อตารางเมตรลงไป) ส่งผลให้ผู้ประกอบการบางส่วนเริ่มหันมาพัฒนาโครงการระดับสูงมากขึ้น (ราคา 120,000 บาทต่อตารางเมตรขึ้นไป)

นอกจากอุปสรรคจาก Demand ที่กล่าวไว้ข้างต้น ปัญหาด้าน Supply ยังคงเร่งตัวขึ้นผ่านต้นทุนราคาที่ดินที่ปรับเพิ่มอย่างรุนแรงในช่วง 2 ปีที่แล้วตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือที่ดินย่าน CBD หลายๆแห่งที่ราคาทะยานขึ้นไปสูงกว่าตารางวาละล้านบาท เมื่อต้นทุนค่าที่สูงขึ้นผู้ประกอบการส่วนมากจะผลักภาระไปให้ผู้บริโภคผ่านกลไกการตั้งราคาขายทันทีเพื่อรักษาอัตรากำไรของตนเองและส่งผลให้ Segmentation โดยรวมของตลาดถูกขยับขึ้นไปโดยปริยาย

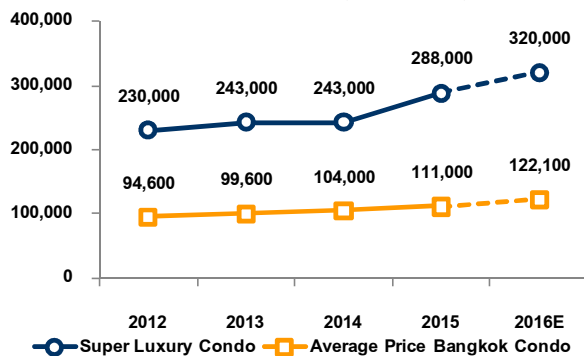
ผลกระทบจากการขยับ Segment เพื่อหนีจากตลาดระดับกลางและล่างที่ยังอ่อนแอและ Cost plus จากต้นทุนค่าที่ทำให้เราคาดว่าคอนโดมิเนียมระดับบนจากนี้ไปจะเป็นส่วนผสมระหว่าง "ของดีราคาแพง" และ "ของธรรมดาที่ขายถูกไม่ได้" (โดยเฉพาะช่วงราคา 120,000 ถึง 200,000 บาทต่อตารางเมตร) ซึ่งสินค้าในรูปแบบหลังจะสูญเสียส่วนแบ่งทางการตลาดให้แก่ผู้ประกอบการที่มีความเชี่ยวชาญในการพัฒนาสินค้าระดับสูงมากกว่าในภาพรวมตลาด High-end ยังคงเติบโตได้ดีทั้งด้าน "ราคา" จากฐานลูกค้าระดับบนที่ยังมีกำลังซื้อเหลืออยู่มากและดีมานด์จากลูกค้าต่างชาติ และ "ปริมาณ" จากกลุ่มสินค้าเดิมที่ขยับราคาขายขึ้นตามต้นทุนค่าที่ดิน แต่อย่างไรก็ตามท้ายที่สุดแล้วผู้ประกอบการที่สามารถตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้าระดับบนได้เท่านั้นที่จะอยู่รอดในการแข่งขันรอบนี้

Table 1: Segmentation by Price

Segment	Price (Bt/Sqm.)	Segment	Price (Bt/Sqm.)
Ultimate	Unlimited	Upper class	120,000
Super luxury	250,000	Main class	90,000
Luxury	200,000	Economy	70,000
High class	160,000	Super economy	50,000

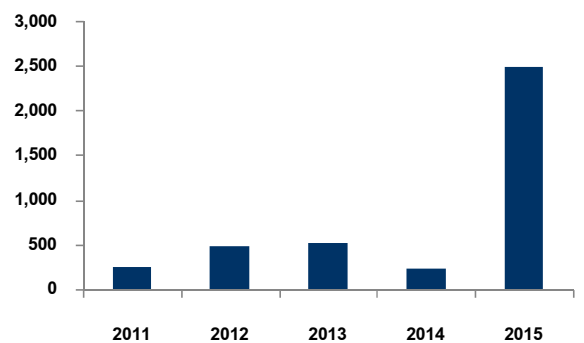
Sources: www.thinkofliving.com

Figure 1: Condominium Prices (Baht/sqm.)



Sources: PACE's 2015 annual report

Figure 2: Supply of Luxury Residential (Million baht)



Sources: PACE's 2015 annual report

### PACE เป็นหนึ่งในผู้เล่นที่มีความเชี่ยวชาญในตลาดคอนโดมิเนียมระดับบน

จากที่กล่าวไว้ข้างต้นว่าคอนโดมิเนียมราคาสูงจะเริ่มเห็นการแข่งขันมากขึ้นโดยเฉพาะในช่วงราคาขาย 120,000 ถึง 200,000 บาทต่อตารางเมตร แต่อย่างไรก็ตามราคาสินค้าของ PACE อยู่ใน Segment ที่สูงกว่ามากจาก ความ Premium ของตัวสินค้าและทำเลที่มีศักยภาพ ส่งผลให้การขายของบริษัทเป็นไปได้อย่างราบรื่น (สามารถ ขายได้ก่อนการขอ EIA เสร็จสิ้นในบางโครงการ) ปัจจุบัน PACE มีโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่กำลังพัฒนาอยู่ ทั้งหมด 3 โครงการ แบ่งเป็นแนวราบ 1 โครงการ และ คอนโดมิเนียมอีก 2 โครงการ มีรายละเอียดดังนี้

#### 1. โครงการ MahaNakhon

เป็นโครงการ Freehold มูลค่ารวม 21,000 ล้านบาท โครงการตั้งอยู่บนถนนนราธิวาสราชนครินทร์ BTS สถานีช่องนนทรี ตัวโครงการเป็น mix-used ขนาดใหญ่ ประกอบด้วย i) คอนโดมิเนียม Super luxury บริหารงานโดย The Ritz-Carlton Hotel มูลค่า 14,500 ล้านบาท ii) โรงแรม Luxury boutique 5 ดาว: The Bangkok Edition iii) ไลฟ์สไตล์รีเทล: MahaNakhon CUBE และจุดชมวิว (Sky Observation Deck) ที่สูงที่สุดในกรุงเทพมหานคร ปัจจุบันโครงการในส่วนคอนโดมิเนียมมียอดขายสะสมราว 70% เริ่มโอนไปแล้วบางส่วนในช่วง เม.ย. ที่ผ่านมา และคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังปีนี้

#### 2. โครงการ MahaSamutr

เป็นโครงการวิลล่าตากอากาศจำนวน 80 หลังพร้อมคันทรีคลับ ล้อมรอบไปด้วยทะเลสาบน้ำจืดที่ใหญ่ที่สุดในเอเชีย ตัวโครงการตั้งอยู่ที่ซอย 112 อำเภอหัวหิน มูลค่าโครงการส่วนของวิลล่าอยู่ที่ 4,000 ล้านบาท ยอดขายสะสมปัจจุบันอยู่ที่ 38% คาดเริ่มโอนในช่วง 2H16

#### 3. โครงการ Nimit Langsuan:

เป็นคอนโดมิเนียม Super luxury ตั้งอยู่ที่ซอยหลังสวน 187 ยูนิท มูลค่าโครงการ 7,584 ล้านบาท ยอดขายสะสมปัจจุบันประมาณ 90% ตัวโครงการได้รับใบอนุญาต EIA แล้วคาดว่าจะสร้างเสร็จพร้อมโอนได้ในปี 2018

นอกจากนี้ PACE ยังมีโครงการในอนาคตที่อยู่ในแผนงานและจัดซื้อที่ดินเรียบร้อยแล้ว คาดว่าจะเปิดตัวในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ คือ 1) คอนโดมิเนียม Super luxury บนถนนนราธิวาสราชนครินทร์ จำนวน 36 ยูนิท มูลค่าโครงการราว 2,800 ล้านบาท หากก่อสร้างได้เลยคาดว่าจะเริ่มโอนได้ในช่วงปลายปี 2018 และ 2) โครงการบ้านพักตากอากาศในจังหวัดฮอกไกโดประเทศญี่ปุ่นที่บริษัทมีมติออกหุ้น PP จำนวน 176.35 ล้านหุ้นมูลค่าหุ้นละ 3 บาท มูลค่าทั้งสิ้น 529.05 ล้านบาทเพื่อเป็นการชำระค่าที่ดินให้แก่ Bell Investment Ltd. และ Asension Trading Ltd. โดยมูลค่าโครงการเบื้องต้นอยู่ที่ 4,000 ล้านบาท บริษัทคาดว่าจะเริ่มงานขายได้ในช่วง 1Q17 และก่อสร้างแล้วเสร็จพร้อมโอนในปี 2019

### งานในมือที่สูงขึ้นช่วยลดความเสี่ยงของรายได้ลงไปมาก

ในอดีต PACE มีช่วงห่างของการรับรู้รายได้สั่งขายค่อนข้างสูงเห็นได้จากโครงการ Ficus Lane ซึ่งเป็นโครงการสั่งขายตัวแรกของบริษัทโอนครั้งแรกในปี 2006 โครงการถัดมาคือ Saladaeng Residence เริ่มโอนในปี 2011 และโครงการล่าสุด MahaNakhon ที่เริ่มโอนในปีนี้ ความห่างของช่วงเวลาโอนทั้ง 3 โครงการนั้นกว้างถึง 5 ปี อย่างไรก็ตามด้วยแผนงานในปัจจุบันที่บริษัทเริ่มมีโครงการระหว่างพัฒนาในมือมากขึ้น ความห่างของช่วงเวลาโอนในอนาคตจะลดลงเหลือเพียงหนึ่งถึงสองปีเท่านั้น ทำให้ความเสี่ยงของรายได้จากปีนั้นจนถึงปี 2018 ลดน้อยลง

**Table 1: Transfer plan**

Project name	Value	Transfer plan
Ficus Lane	900	2006
Saladaeng Residences	2,310	2011
MahaNakhon: The Ritz-Carlton Residences	14,500	2016
MahaSamutr: Villas	4,000	2016
Nimit Langsuan	7,584	2018
*** Luxury Condo @ Narathiwas Rd. (New project)	2,800	2018
*** Villa @ Niseko, Hokkaido (New project)	4,000	2019

Sources: Company data & FSS Estimates

**ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มช่วยเพิ่มเสถียรภาพของรายได้**

“ความไม่แน่นอนของรายได้” เป็นลักษณะเฉพาะตัวของ Cyclical Business ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เองถูกจัดอยู่ในธุรกิจประเภทนี้เช่นเดียวกัน ซึ่งความผันผวนของรายได้จะสูงมากสำหรับ Developer ที่มิงงานในมือไม่มากหรือเน้นการพัฒนาโครงการขนาดใหญ่ ดังนั้น การเข้าซื้อกิจการ Food and Beverage 100% ของ Dean & Deluca (D&D) ในช่วงปลายปี 2014 มูลค่า US\$140 ล้าน หรือประมาณ 4.55 พันล้านบาท D&D ประกอบธุรกิจร้านอาหาร เครื่องดื่ม และซูเปอร์มาร์เก็ตที่มีชื่อเสียงระดับโลก เป็นธุรกิจที่มีการซื้อซ้ำ จะช่วยลดความผันผวนของรายได้จากอสังหาริมทรัพย์ได้เป็นอย่างดี และช่วยเสริมธุรกิจคอนโตรระดับพรีเมียมแบบ mixed-use ของ PACE ได้อีกทางหนึ่ง

ปัจจุบัน D&D มีสาขาทั้งสิ้น 48 สาขาทั่วโลก เป็นส่วนของ PACE เอง 18 สาขา (สหรัฐฯ 12 สาขาและไทย 6 สาขา) ส่วนที่ร่วมทุนกับ D&D Japan (PACE ถือหุ้น 50% Dean & Deluca Japan ถือ 50%) จำนวน 6 สาขา และสาขาที่เป็นลักษณะ Licensee อีก 24 สาขาทั่วโลกทั้งสิงคโปร์ เกาหลีใต้ คูเวต และสหรัฐอเมริกาเบมิเรตส์ ผลการดำเนินงานยังประสบผลขาดทุนจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูง เราคาดว่าภาระขยายสาขาจะทำให้บริษัทเริ่มมีกำไรในปี 2017 ในอนาคต PACE มีแผนจะนำ D&D สาขาสหรัฐฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐฯ

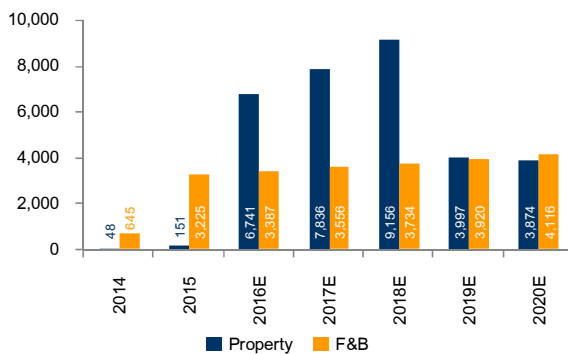
**การคาดการณ์ผลประกอบการ**

**ช่วงเวลาที่യാแยของรายได้กำลังจะผ่านพ้นไป**

การเริ่มโอนโครงการ MahaNakhon จะเป็นปัจจัยเร่งให้รายได้จากอสังหาริมทรัพย์เติบโต เราคาดว่ารายได้ อสังหาในปีนี้จะจบได้ที่ 6,741 ล้านบาท (อสังหาเพื่อขาย 6,600 ล้านบาท และ รายได้ค่าเช่า 141 ล้านบาท) คิดเป็นการเติบโตที่สูงถึง 4,364% Y-Y เนื่องจากในปี 2015 บริษัทไม่มีการรับรู้รายได้จากโครงการใหม่เลย และจากโครงการที่กำลังพัฒนาอยู่ทั้ง 3 ตัวคือ MahaNakhon MahaSamutr และ Nimit Langsuan จะช่วยให้รายได้ อสังหาเติบโตได้จนถึงปี 2018 นอกจากนี้การที่บริษัทยังมีอีก 2 โครงการใหม่ในแผน คือ Luxury condo บน ถนนนราธิวาส และ บ้านพักตากอากาศที่ญี่ปุ่นที่จะมาเติมช่องว่างของรายได้ช่วงปี 2019 เป็นต้นไป การทยอยเติมโครงการเข้ามาในพอร์ตทำให้เรามองว่าแผนงานนับจากนี้ไปของ PACE จะดูราบรื่นมากขึ้นและน่าจะเกิด Sustainable growth ได้หากบริษัทสามารถวางแผนงานอุดรายได้เช่นนี้อย่างต่อเนื่อง

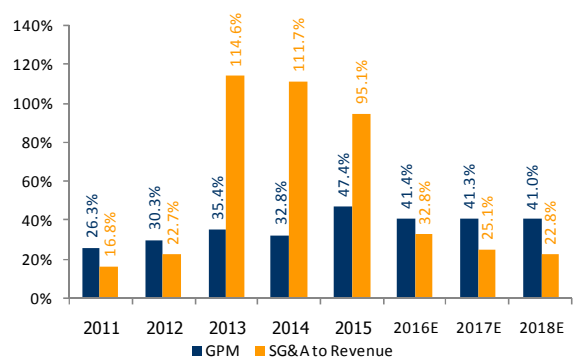
ขณะเดียวกันรายได้ในส่วนของ D&D น่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการทยอยเปิดสาขาใหม่ทั้งในและต่างประเทศ เราประมาณการรายได้ของปีที่ 3,387 ล้านบาทบนสมมติฐานการเติบโตแบบอนุรักษ์นิยมที่ 5% ต่อปี สะท้อนมุมมองของเราที่คาดว่า D&D จะยังไม่ขยายสาขาอย่างก้าวกระโดดมากนัก โดยอิงจากข้อมูลในอดีต ช่วงปี 2014 – 2015 เราพบว่า D&D ขยายสาขาใหม่ได้เพียง 4 แห่งทั่วโลกเท่านั้น

Figure 3: PACE’s Revenues



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 4: PACE’s GPM and SG&A to Revenue



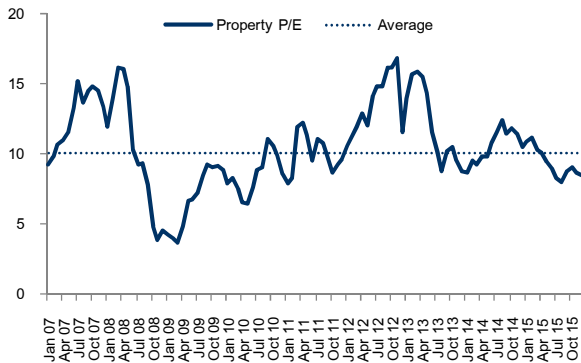
Sources: Company data & FSS Estimates

**คาดการณ์กำไรสุทธิจะพลิกกลับเป็นบวกในปีหน้าและเติบโตก้าวกระโดด 186% ในปี 2017**

อัตรากำไรขั้นต้นของทั้ง 2 ธุรกิจค่อนข้างสูง โดยเฉพาะโครงการอสังหาริมทรัพย์ตัวใหม่ (MahaNakhon, MahaSamutr, Nimit Langsuan) มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในช่วง 35% – 40% สูงกว่า Developer โดยทั่วไปอยู่ประมาณ 5% (Developer ทั่วไปมักจะรักษาระดับ GPM ไว้ที่ประมาณ 30% – 35%) ขณะที่ธุรกิจของ D&D มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ประมาณ 50% – 55% ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของ PACE เฉลี่ยจะประคองตัวอยู่ในช่วง 41% ในช่วงปี 2016 – 2018 ทั้งนี้ สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเราอยู่ที่ 37% สำหรับธุรกิจอสังหาฯ เพื่อขาย 35% สำหรับธุรกิจอสังหาฯ เพื่อเช่า และ 51% สำหรับธุรกิจของ D&D ในส่วนของผลประกอบการรวม เราคาดว่า PACE จะเริ่มกลับมาทำกำไรได้ในปี 2016 ที่ 456 ล้านบาทและเติบโตกระโดดที่ 186.2% ในปี 2017 จากเดิมที่ขาดทุนหนักถึง -1,869 ล้านบาทในปี 2015 แรงแหวนที่สำคัญมาจากการโอนโครงการอสังหาฯ ที่ต่อเนื่องมากขึ้นและธุรกิจ D&D ที่คาดว่าจะพลิกกลับมาทำกำไรได้ในปี 2017 จากผลของ Economy of scale ที่เพิ่มขึ้นภายหลังการลงทุนขยายสาขาและวางระบบงานในช่วงปีนี้และปีที่ผ่านมา

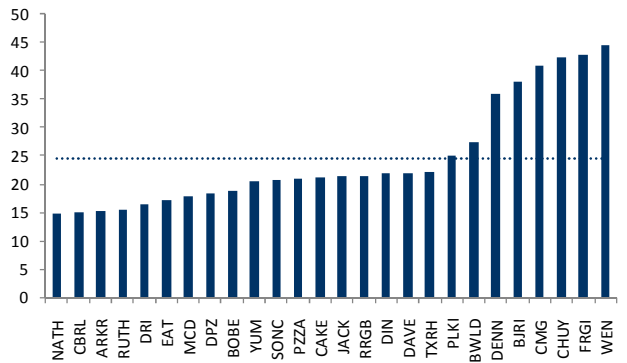
**การประเมินมูลค่าหุ้น และความเสี่ยง**

Figure 5: Property Sector's Historical P/E



Sources: FSS Estimates

Figure 6: US Food and Beverage P/E



Sources: FSS Estimates & Bloomberg

เนื่องจากธุรกิจ D&D น่าจะยังขาดทุนในปี 2016 และคาดว่าจะพลิกเป็นกำไรในปีหน้าเราจึงเลือกประเมินมูลค่าหุ้น PACE ด้วยวิธี Sum of The Parts บนฐานกำไรของปี 2017 ดังนี้

- ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์: ประเมินมูลค่าธุรกิจอิง PE เฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 10 เท่าและ EPS ปี 2017 ของธุรกิจอสังหาฯที่ 0.32 บาท/หุ้น ได้มูลค่าของธุรกิจอสังหาฯในปีหน้าที่ 3.21 บาท/หุ้น
- ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม: ประเมินมูลค่าธุรกิจอิง PE เฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมใน US ที่ 24.5 เท่าและ EPS ปี 2017 ของธุรกิจ D&D ที่ 0.06 บาท/หุ้น ได้มูลค่าของธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มในปีหน้าที่ 1.44 บาท/หุ้น
- Net Asset Value ของที่ดินในตำบลนิเซโกะ จังหวัดสอโกไกโด ประเทศญี่ปุ่นอยู่ที่ 529.05 ล้านบาท คิดเป็น NAV ปี 2016 ต่อหุ้นที่ 0.15 บาท

คิดลดมูลค่าของธุรกิจอสังหาฯและ D&D ด้วย CAPM: Required Return ที่ 14.31% อิง Adjusted beta ของ PACE ที่ 1.33 หน่วยและ Market Risk Premium ที่ 9.32% ได้มูลค่า 2 ธุรกิจที่ 4.10 บาท เมื่อรวมกับ NAV ของที่ดินใหม่จะได้มูลค่าหุ้นตาม Sum of The Parts ที่ 4.25 บาท

## ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของรายได้

สินค้าระดับ Luxury ขึ้นไปมักจะใช้เวลาในการก่อสร้างค่อนข้างนาน เนื่องจากตัวอาคารมีลักษณะสูง และต้องใช้ความประณีตอย่างมากในการตกแต่งเพื่อตอบสนองความคาดหวังของกลุ่มลูกค้า High-end ซึ่งอาจจะส่งผลให้การก่อสร้างล่าช้าไปกว่าคาด นอกจากนี้ PACE มักจะขายคอนโดมิเนียมก่อนได้รับใบอนุญาตจาก EIA ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อประมาณการรายได้และกำไรของบริษัท

- ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อการพัฒนาและราคาที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้น

ราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้นกว่า 15% ในช่วงปีที่ผ่านมาส่งผลกระทบต่อต้นทุนการก่อสร้างของ PACE เนื่องจากต้นทุนหลักส่วนหนึ่งของ Developer คือค่าที่ดิน (ประมาณ 30% ของ Project value หรือสูงกว่าหากเป็น Prime location เพื่อพัฒนาโครงการระดับหรู) นอกจากนี้ Supply ที่ดินในย่าน CBD เริ่มมีน้อยลงและอาจส่งผลให้บริษัทไม่สามารถหาที่ดินใหม่ ๆ มาพัฒนาโครงการได้

- ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวอย่างต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในกลุ่ม High end ได้ ถึงแม้ Segment นี้ไม่ถูกกระทบด้วยภาระหนี้แต่ Sentiment โดยรวมของตลาดอาจจุดให้ Demand ของกลุ่มนี้ลดลงไปได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	291	694	3,376	10,128	11,392
Costs of sales	188	466	1,776	5,930	6,688
Gross profit	103	227	1,600	4,197	4,704
SG&A costs	334	775	3,210	3,326	2,860
Operating profit	-231	-548	-1,610	872	1,844
Other income	-563	61	135	314	353
EBIT	-231	-548	-1,610	872	1,844
EBITDA	-195	-460	-1,252	1,248	2,246
Interest charge	65	206	583	615	565
Tax on income	-18	-85	-189	114	326
Share from JV	-	-	-	-	-
Earnings after tax	-841	-607	-1,869	456	1,306
Minority interests	-46	-226	-84	-	-
Normalized earnings	-327	-409	-1,788	456	1,306
Extraordinary items	-468	28	3	-	-
Net profit	-795	-381	-1,785	456	1,306

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Net profit	-841	-607	-1,869	456	1,306
Depre. & amortization	35	88	358	377	403
Chg. in working capital	379	-5,026	-910	2,212	-15
Other adjustments	57	4,691	-1,346	-	-
Operating cash flow	-369	-854	-3,767	3,045	1,693
Capital expenditure	-2,896	-4,064	-3,379	-369	-431
Others	2,177	-4,193	2,196	-	-
Investing cash flow	-720	-8,257	-1,184	-369	-431
Free cash flow	-1,089	-9,111	-4,951	2,676	1,262
Net borrowings	2,167	9,113	3,898	-1,935	-795
Equity capital raised	2,121	-260	2,403	334	-
Dividends paid	-	-	-	-	-
Others	-2,295	-358	-1,124	-377	-403
Financing cash flow	1,993	8,548	5,177	-1,600	-795
Net change in cash	905	-615	227	699	65

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash & equivalents	1,039	425	651	1,350	1,415
Current investment	-	586	258	253	285
Account receivable	16	49	106	319	359
Inventory	423	5,811	8,531	6,501	7,058
Other cur. asset	59	548	725	798	877
Total cur. asset	1,537	7,418	10,270	9,221	9,993
Investment	3,673	3,949	7,060	7,167	7,276
PPE	286	3,915	4,122	4,391	4,683
Other asset	3,081	4,134	4,480	4,659	4,845
Total assets	8,577	19,417	25,932	25,437	26,797
Short term loans	568	2,528	3,231	-	-
Accounts payable	205	873	1,178	1,245	1,404
Current maturities	2	1,928	11,168	9,039	8,085
Other cur. liabilities	137	2,465	3,210	3,764	4,427
Total cur. liabilities	912	7,794	18,787	14,049	13,917
Long-term debt	4,014	9,242	3,197	6,622	6,781
Other LT liabilities	1,503	872	1,821	1,848	1,876
Total LT liabilities	5,517	10,114	5,017	8,469	8,656
Total liabilities	6,429	17,908	23,805	22,519	22,573
Registered capital	2,054	2,054	3,262	3,438	3,438
Paid up capital	2,054	2,054	3,262	3,438	3,438
Share premium	1,370	1,370	1,509	1,862	1,862
Legal reserve	16	16	16	38	104
Retained earnings	-690	-1,068	-2,853	-2,420	-1,179
Others	-	-137	195	-	-
Minority Interest	-602	-725	0.001	0.001	0.001
Shareholders' equity	2,148	1,509	2,128	2,918	4,224

Source: Company data, FSS research

Important Ratios (Consolidated)					
	2013	2014	2015	2016E	2017E
Growth (%)					
Revenue	-69.0	138.1	386.8	200.0	12.5
EBITDA	-67.1	-66.3	-37.1	12.3	19.7
Net profit	-2013.6	nm	nm	nm	186.2
Normalized earnings	-894.8	nm	nm	nm	186.2
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	35.4	32.8	47.4	41.4	41.3
EBITDA margin	-67.1	-66.3	-37.1	12.3	19.7
EBIT margin	-79.2	-79.0	-47.7	8.6	16.2
Normalized profit margin	-112.4	-59.0	-53.0	4.5	11.5
Net profit margin	-273.1	-54.9	-52.9	4.5	11.5
Normalized ROA	-35.9	-5.2	-9.5	3.2	9.4
Normalize ROE	-15.2	-27.1	-84.1	15.6	30.9
Normalized ROCE	-21.5	-22.4	-98.3	18.1	36.6
Risk (x)					
D/E	2.99	11.86	11.19	7.72	5.34
Net D/E	1.65	8.41	7.84	4.82	3.12
Net debt/EBITDA	-18.15	-27.59	-13.33	11.26	5.86
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-0.47	-0.19	-0.63	0.13	0.38
Normalized EPS	-0.19	-0.20	-0.63	0.13	0.38
EBITDA	-0.11	-0.22	-0.44	0.36	0.65
FCF	-0.64	-4.44	-1.75	0.78	0.37
Book value	1.26	0.73	0.75	0.85	1.23
Dividend	nm	nm	nm	nm	nm
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valuations (x)					
P/E	nm	nm	nm	23.5	8.2
Normalized P/E	nm	nm	nm	23.5	8.2
P/BV	2.5	4.2	4.1	3.7	2.5
EV/EBTDA	nm	nm	nm	19.9	10.6
Dividend yield (%)	nm	nm	nm	nm	nm

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 2</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา ไทยซัมมิท</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา ชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 124/2/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>
<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชภย ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วิภาวดี-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิคม อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น” เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน



**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)