

30 มีนาคม 2559

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

SIRI

บมจ. แอสเสอรี่

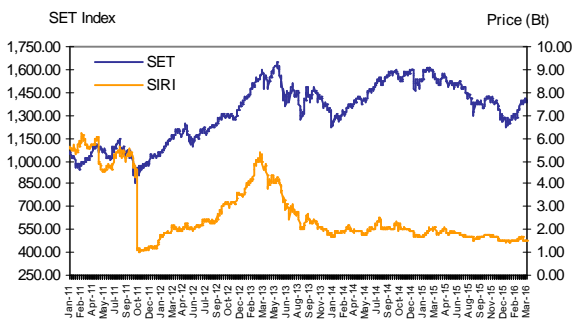
<b>Current</b> <b>HOLD</b>	Previous -	Close 1.54	2016 TP 1.60	Exp Return + 3.9%	Anti-corrupt 1	CGR 2015 3
-------------------------------	---------------	---------------	-----------------	----------------------	-------------------	---------------

Consolidated earnings				
BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	2,644	2,738	2,780	3,160
Net profit	3,393	3,506	2,781	3,160
EPS (Bt)- Normalized	0.26	0.19	0.20	0.22
% growth Y-Y	37.1	3.5	1.5	13.7
EPS (Bt)	0.33	0.25	0.20	0.22
% growth Y-Y	75.8	3.3	-20.7	13.7
Dividend (Bt)	0.09	0.12	0.09	0.10
BV/share (Bt)	2.40	1.91	2.01	2.13
EV/EBITDA (x)	14.1	11.4	11.9	11.8
PER (x)	4.7	6.3	7.9	6.9
PER (x) - Normalized	6.0	8.0	7.9	6.9
PBV (x)	0.6	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	6.01	7.80	5.89	6.69
YE no. of shares (million)	13,628	14,286	14,286	14,286
No. of share - full dilution	13,628	14,286	14,286	14,286
Par (Bt)	1.07	1.07	1.07	1.07

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (29/03/2016)	1.54
SET index	1,392.85
Foreign limit/actual (%)	39.00/28.72
Paid up shares (million)	14,285.50
Free float (%)	85.79
Market cap (Bt mn)	21,999.67
Avg. daily T/O (Bt mn) (2016 YTD)	104.31
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	1.70, 1.44, 1.56

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

Upside ปีนี้ยังแคบ แนะนำเพียง “ถือ”

ช่วงเวลาที่ดีของ SIRI ยังไม่ใช่ปีนี้ จากการเติบโตของรายได้ที่ต่ำ ขณะที่ JV ที่ทำร่วมกับ BTS แม้มี Synergy แต่คาดว่าจะยังรับรู้เป็นผลขาดทุนในปีนี้ ก่อนจะพลิกเป็นบวกในปี 2017 และจะมากขึ้นตั้งแต่ปี 2018 เราคาดการณ์รายได้ของ SIRI ในปี 2016 ลดลง 6.2% Y-Y ด้วย Backlog ที่มีอยู่ 1.6 หมื่นล้านบาท รองรับคาดการณ์รายได้ของเราไม่ถึง 50% และคาดการณ์กำไรโตเพียง 1.5% Y-Y เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 1.60 บาท อิง PE 8 เท่าเท่าค่าเฉลี่ยในอดีต ด้วย upside ที่แคบ จึงแนะนำเพียง ถือ

เป้าหมายปีนี้ท้าทาย...ถ้าทำได้จะเห็นผลบวกเพิ่มเติมในปี 2018

ปีนี้ SIRI ตั้งเป้าเปิดตัวโครงการใหม่ (รวมโครงการของ JV ที่ทำร่วมกับ BTS) ทั้งสิ้น 21 โครงการ มูลค่ารวมที่ 50,421 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง +121% Y-Y แบ่งเป็นแนวราบ 30.4% และคอนโดมิเนียม 59.6% ด้านเป้าขายตั้งไว้สูงเช่นกันที่ 42,000 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +47.3% Y-Y ถือเป็นเป้าหมายที่ท้าทายท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ยังไม่เอื้ออำนวย แม้ว่าบริษัทจะตั้งเป้าไปที่กลุ่มลูกค้าระดับบนที่มีกำลังซื้อสูง ทว่ายอดขายในช่วง 2 เดือนแรก ร่วมกับกิจกรรมส่งเสริมการขาย “ข้าหมด...อดมาตรการ” ที่บริษัทจัดขึ้นในช่วงกลางเดือน มี.ค. ที่ผ่านมามี SIRI ยังคงสร้างยอดขายได้เพียง 7.6% ของที่ตั้งเป้าไว้ ทำให้เป้ายอดขายยังคงไม่แน่นอนนัก โดยแรงหนุนที่จะเข้ามาช่วยให้การขายไปได้ตามแผนที่วางไว้จะมาจก 1) แรงซื้อของลูกค้าก่อนหมดมาตรการรัฐในเดือน เม.ย. 2) การเปิดตัว The LINE จำนวน 6 โครงการ มูลค่ารวม 22,700 ล้านบาท 3) การเปิดตัวโครงการของ SIRI อีก 5 โครงการ มูลค่ารวม 12,400 ล้านบาท ถ้าทำได้ตามเป้าที่วางไว้จะเป็นผลบวกต่อผลประกอบการในช่วงปี 2018 เป็นต้นไป

ผลประกอบการปีนี้ยังไม่น่าประทับใจ

เราคาดการณ์รวมของปี 2016 ที่ 34,682 ล้านบาท ลดลง 6.2% Y-Y ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 36,000 ล้านบาทราว 3.7% จาก Backlog ที่ไม่สูงมากโดย 2M16 มี Backlog อยู่ 15,891 ล้านบาท Secured ประมาณการของเราเพียง 45.8% รายได้ที่เหลือราว 19,000 ล้านบาท ยังต้องพึ่งพาการขาย Inventory ของแนวราบและคอนโดมิเนียมที่ยังไม่ปิดการขายแต่เริ่มโอนในปีนี้ (ปัจจุบันเราเห็นเพียง 2 โครงการ คือ Dcondo - Rangsit II และ HASU HAUS) นอกจากนี้ ยังมีแรงหนุนจากโครงการ Wireless 98 ที่ยังไม่รวมเข้าไปใน Backlog และเริ่มรับรู้ในปลายปีนี้ก็อีก 2,800 ล้านบาท โดยสมมติฐาน Gross margin ของเราอยู่ที่ 29.7% ชัยชนะเล็กน้อยจาก 29.4% ในปีที่แล้ว จากคาดการณ์ที่ว่าลดราคาเพื่อระบายสต็อกจะไม่รุนแรงเท่าปีที่ผ่านมา ขณะที่ SG&A to revenue อยู่ที่ 14.0% จากเดิม 13.5% ในปีที่ผ่านมา สะท้อนค่าใช้จ่ายที่จะเพิ่มขึ้นจากการเปิดตัวโครงการจำนวนมากในปีนี้ ส่งผลให้ประมาณการกำไรปกติปีนี้ที่ 2,780 ล้านบาท เติบโตเพียง 1.5% Y-Y

Joint Venture จะเป็นตัวขับเคลื่อนหลักในอนาคต

SIRI ทำสัญญาร่วมทุนกับกลุ่ม BTS ในสัดส่วน 50:50 เพื่อพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมร่วมกัน เป้าหมายเบื้องต้นที่ 25 โครงการ มูลค่ารวม 1 แสนล้านบาท ในระยะเวลา 5 ปี (2015-2020) เรามองว่าการร่วมมือกันครั้งนี้มี Synergy ที่เห็นได้ชัดเจนคือ Land bank จำนวนมากและความสัมพันธ์อันดีต่อกลุ่มนักธุรกิจชาวต่างชาติของกลุ่ม BTS ซึ่งจะช่วยให้การหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการย่านใจกลางเมืองเป็นไปได้ง่ายขึ้นในช่วงเวลาที่ราคาที่ดินทะยานขึ้นสูง และลูกค้าใหม่ๆ จากกลุ่มนักธุรกิจจีน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าในปีนี้น่าจะรับรู้ผลขาดทุนราว 200 ล้านบาท แต่คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก JV จะเริ่มพลิกเป็นบวกในปี 2017 จากการเริ่มโอน The LINE - Ratchathewi

เริ่มต้นคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเหมาะสมที่ 1.60 บาท

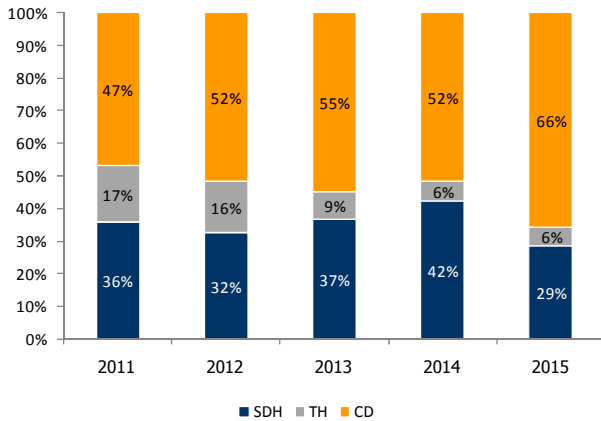
เราประเมินมูลค่าหุ้น SIRI ด้วยวิธี PE Multiple ด้วยค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลังของ SIRI ที่ 8 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ของอุตสาหกรรมที่ประมาณ 11 เท่า) ได้ราคาเป้าหมายของปี 2016 ที่ 1.60 บาท แนะนำเพียง “ถือ” โดยคาดการณ์เงินปันผลของปี 2016 ที่ 0.09 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend yield ราว 6%

ประเด็นการลงทุน

แม้ภาพ Macro ไม่หนุนสินค้าแนวสูง แต่การมีธุรกิจแนวจะช่วยสร้างความมั่นคงให้รายได้

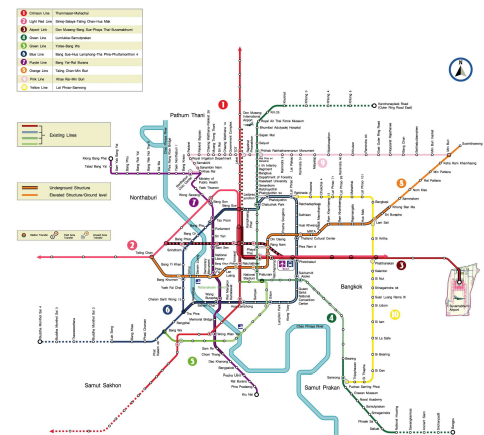
ภาพการขยายตัวของโครงการรถไฟฟ้าที่ชัดเจนมากขึ้นในปัจจุบัน ไม่ได้ส่งผลบวกโดยตรงต่อการดำเนินธุรกิจของ SIRI มากนัก เนื่องจากสัดส่วนรายได้ในอดีตของบริษัทพึ่งพิง Condo เป็นหลัก และแผนการเปิดตัวโครงการใหม่ในปีนี้ยังคงมุ่งเน้นไปที่ Condo ระดับ Upper class และ High-end ตามแนวรถไฟฟ้าในย่าน CBD แต่พัฒนาการของระบบรางจะเอื้อต่อการขยายตัวของตลาดแนวราบมากกว่า จากการปลดล๊อค Supply ที่ดินโซนใหม่ แม้ว่าราคาที่ดินจะปรับตัวเมื่อแผนรถไฟฟ้ามีความชัดเจนขึ้น แต่คาดว่าต้นทุนค่าที่ดินโดยรวมจะยังไม่สูงเท่าโซน CBD ขณะที่ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้นในการหลีกเลี่ยงความแออัดในตัวเมืองออกไปสู่ออบนอกได้ เราคาดว่าตลาดยังต้องใช้เวลาปรับตัวอีกพักใหญ่ถึงจะเริ่มเห็นการขึ้นโครงการ Condo ระยะที่ขยับออกจากตัวสถานี (ประมาณ 1-2 กิโลเมตร) สำหรับแนวรถไฟฟ้าที่ไกลออกไปจากใจกลางเมือง

Figure 1: SIRI's Revenue breakdown



Sources: Company data & FSS Estimates

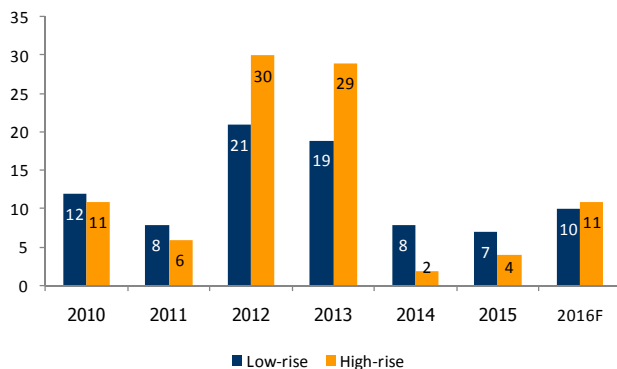
Figure 2: MRT Project



Sources: Mass Rapid Transit Authority of Thailand

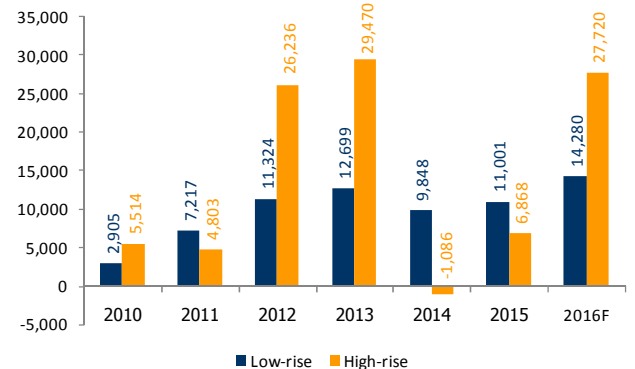
อย่างไรก็ตามหากพิจารณายอดขายและการเปิดตัวในอดีต พบว่าในช่วงปี 2014 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ Developer ในตลาดลดการเปิดตัวโครงการเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหา Oversupply จะเห็นว่ายอดขายแนวราบยังคงประคองตัวอยู่ได้ โดยปรับตัวลงจาก 12,699 ล้านบาทในปี 2013 มาอยู่ที่ 9,848 ล้านบาทในปี 2014 ขณะที่ยอดขาย Condo ปรับตัวลงอย่างรุนแรงจาก 29,470 ล้านบาทในปี 2013 ลงมาติดลบที่ -1,086 ในปี 2014 จากยอดขายยกเลิกการจองที่สูงในสินค้ากลุ่ม Condo ระดับล่าง และ Condo ในต่างจังหวัด ประกอบกับปัญหาการขอ EIA สำช้าในบางโครงการ นอกจากนี้การเปิดตัวโครงการใหม่ที่น้อยเพียง 2 โครงการทำให้ยอดขายใหม่ไม่เพียงพอที่จะกลบยอดยกเลิกที่เกิดขึ้นในปีนั้นได้

Figure 3: SIRI's New Launch (Number of Projects)



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 4: SIRI's Presales (mn.bt.)



Sources: Company data & FSS Estimates

เหตุการณ์ในปี 2014 ทำให้เห็นข้อดีของการมีธุรกิจบางส่วนในบ้านเดี่ยวและทาวน์โฮม คือการที่บริษัทสามารถรักษายอดขายเพื่อแปลงเป็นรายได้ในปีที่โครงการ Condo มีปัญหา ซึ่งอาจจะได้เห็นอีกครั้งเมื่อ SIRI หันไปเปิดตัวโครงการ Condo ผ่าน JV มากกว่าการเปิดโครงการของตนเอง (เนื่องจากโครงการ JV จะไม่มีการ Consolidate งบการเงินเข้ามา ทำให้รายได้รวมน้อยกว่าปกติ ถึงแม้บริษัทจะโอน Condo ได้มากขึ้นก็ตาม)

#### Joint Venture จะเป็นตัวขับเคลื่อนกำไรในอนาคต

SIRI มีการทำข้อตกลงร่วมทุนกับกลุ่ม BTS ในสัดส่วนร้อยละ 50:50 เพื่อพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมร่วมกัน เป้าหมายเบื้องต้นที่ 25 โครงการ มูลค่ารวม 1 แสนล้านบาท ภายในระยะเวลา 5 ปี (2015-2020) โดย Synergy ของการร่วมทุนที่เห็นได้ชัดมาจาก Land bank ตามแนวรถไฟฟ้าและความสัมพันธ์อันดีต่อกลุ่มนักธุรกิจชาวต่างชาติของกลุ่ม BTS ผสมกับความเชี่ยวชาญในการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมระดับบนของ SIRI

Figure 5: SIRI & BTS Partnership



Sources: Sansiri

Figure 6: JV's flagship brand



Sources: Sansiri

โดยปีที่ผ่านมาได้เปิดตัว The LINE จำนวน 3 โครงการ มูลค่ารวมกว่า 10,000 ล้านบาท คือ The LINE – Sukhumvit 71 (มูลค่าโครงการ 1,884 ล้านบาท รั้งรายได้ 4Q16) The LINE – Ratchathewi (มูลค่าโครงการ 2,927 ล้านบาท รั้งรายได้ในปี 2017) และ The LINE – Jatujak Mochit (มูลค่าโครงการ 5,727 ล้านบาท รั้งรายได้ในปี 2018) สำหรับปี 2016 บริษัทตั้งเป้าหมายการเปิดตัวคอนโดมิเนียมผ่าน JV อีก 6 โครงการ มูลค่ารวม 23,000 ล้านบาท ซึ่งการก่อสร้างอาคารสูงจะใช้เวลาประมาณ 2.0-2.5 ปี จึงคาดการณ์ว่าส่วนแบ่งกำไรจาก JV จะเข้ามามากในช่วงปี 2018 เป็นต้นไป จาก Backlog ที่มีอยู่ราว 8,000 ล้านบาท ยังไม่รวม The LINE ตัวใหม่ๆที่จะทำการขายในปีนี้

#### เป้าหมายตั้งไว้สูงแต่ตลาดยังไม่ตอบรับมากนัก

เป้าหมายยอดขายของปีนี้สูงมากถึง 42,000 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +47.3% Y-Y อย่างไรก็ตามในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา SIRI ทำยอดขายได้เพียง 2,409 ล้านบาท เมื่อรวมยอดขายในส่วนของ Event "ซ้าหมดอตมาตรการ" ที่บริษัทจัดขึ้นในช่วงกลางเดือน มี.ค. อีก 800 ล้านบาท ยังทำยอดขายได้เพียง 7.6% จากที่ตั้งเป้าไว้ ถือว่าการขายไปได้ไม่เร็วมาก และแสดงให้เห็นว่า Demand ของผู้บริโภคยังคงไม่ฟื้นตัว สอดคล้องกับยอดขายรวมของตลาด 2M16 ที่ยังหดตัวที่ -5.8% Y-Y เราคาดว่าปัจจัยหนุนของยอดขายในช่วงที่เหลือของปีจะมาจาก 1) แรงซื้อของลูกค้าก่อนหมดมาตรการรัฐในเดือน เม.ย. 2) การเปิดตัว The LINE จำนวน 6 โครงการ มูลค่ารวม 22,700 ล้านบาท 3) การเปิดตัวโครงการระดับบนของ SIRI อีก 5 โครงการ มูลค่ารวม 12,400 ล้านบาท

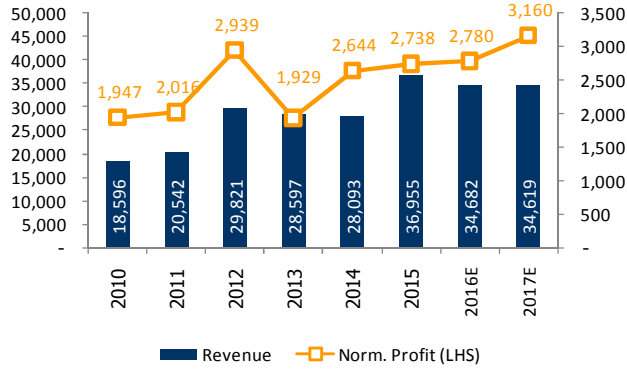
#### Financial Performance

#### ตลาดจะเริ่มสนใจผลประกอบการปี 2017 และ 2018 มากกว่าปีนี้

คาดการณ์รายได้รวมปี 2016 ยังไม่โดดเด่นที่ 34,682 ล้านบาท ลดลง 6.2% Y-Y และต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 36,000 ล้านบาท ราว 3.7% จากยอด Backlog ที่ไม่สูง โดย 2M16 มี Backlog อยู่ 15,891 ล้านบาท Secured ประมาณการของเราแล้ว 45.8% รายได้ที่เหลือราว 19,000 ล้านบาท ยังต้องพึ่งพาการขาย Inventory ของแนวราบและคอนโดมิเนียมที่ยังไม่ปิดการขายแต่เริ่มโอนในปีนี้อย่างแน่นอน นอกจากนี้ยังมีแรงหนุนจากโครงการ Wireless 98 ที่ยังไม่รวมเข้าไปใน Backlog และเริ่มรับรู้ปลายปีนี้อีก 2,800 ล้านบาท โดยสมมติฐาน Gross margin ของเราอยู่ที่ 29.7% ขยับขึ้นเล็กน้อยจาก 29.4% ในปีที่แล้ว จากคาดการณ์ที่ว่าการลดราคาเพื่อระบายสต็อกจะไม่รุนแรงเท่าปีที่ผ่านมา ขณะที่ SG&A to revenue ของเราอยู่ที่ 14.0% จากเดิม 13.5% ในปีที่ผ่านมา

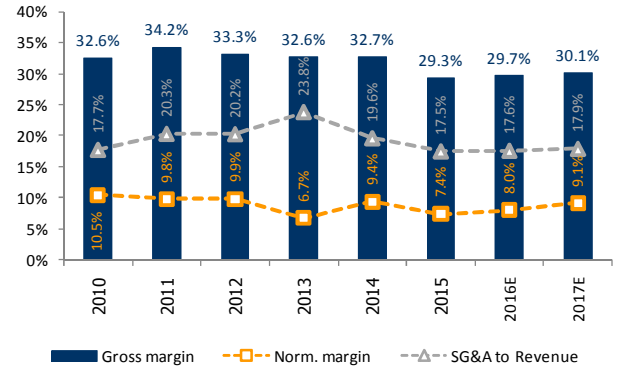
สะท้อนค่าใช้จ่ายที่จะเพิ่มขึ้นจากการเปิดตัวโครงการจำนวนมากในปีนี้ คาดการณ์ส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจาก JV ของปีนี้ยังติดลบที่ -192 ล้านบาท ส่งผลให้ประมาณการกำไรปกติปีนี้ที่ 2,780 ล้านบาท เติบโตเพียง 1.5% Y-Y อย่างไรก็ตามเราคาดว่าส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจาก JV จะพลิกกลับมาเป็นบวกที่ 159 ล้านบาท ในปี 2017 และ 418 ล้านบาท ในปี 2018 จากการเริ่มโอนโครงการ Condo ขนาดใหญ่ คือ The LINE – Ratchathewi และ The LINE – Jatujak Mochit ตามลำดับ โดย Upside จะมาจากการเปิดตัวโครงการ The LINE ใหม่ๆในปี

Figure 7: SIRI's Revenue and Norm. Profit



Sources: Company data & FSS Estimates

Figure 8: SIRI's GPM, SG&A to Revenue, and Norm. margin

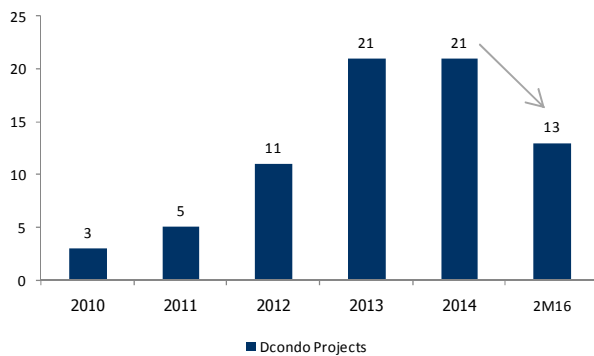


Sources: Company data & FSS Estimates

**Product mix ของ Condo กำลังดีขึ้น**

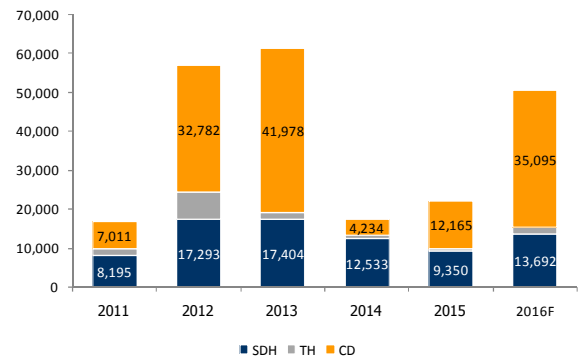
ภาพรวมสินค้าแนวสูงของ SIRI กำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านไปสู่ทางที่ดีขึ้น จากเดิมที่มีสินค้ากลุ่ม Affordable ที่อัตรากำไรไม่สูงมาก และเจาะฐานลูกค้าระดับล่างซึ่งได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และภาวะหนี้ที่ยังสูง (โดยเฉพาะแบรนด์ Dcondo) ที่บริษัททุ่มเปิดตัวโครงการไปเมื่อ 3 ปีก่อน โดยจำนวนโครงการเพื่อขาย (Available for sale) ของกลุ่ม Dcondo ขึ้นไปสูงสุดที่ 21 โครงการ ในปี 2013 และ 2014 อย่างไรก็ตามบริษัทเริ่มมีการบริหารสต็อกของสินค้ากลุ่มนี้แล้ว โดยมีการจัดโปรโมชั่นในการขายและลดราคาในบางยูนิต ส่งผลให้ปัจจุบันจำนวน Available for sale ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 13 โครงการเท่านั้น หากมองสัดส่วนของ Dcondo ต่อ Condo พร้อมขายทั้งหมดพบว่าสัดส่วนนี้ลดลงจาก 36% เหลือ 28% ณ 2M16 เราจึงคาดว่าราคาของสินค้ากลุ่มนี้จะน้อยลงมากและไม่กระทบ GPM เช่นในปีที่ผ่านมา

Figure 9: Dcondo – Available for sales (Projects)



Sources: Company data

Figure 10: SIRI's New Launch (Value)

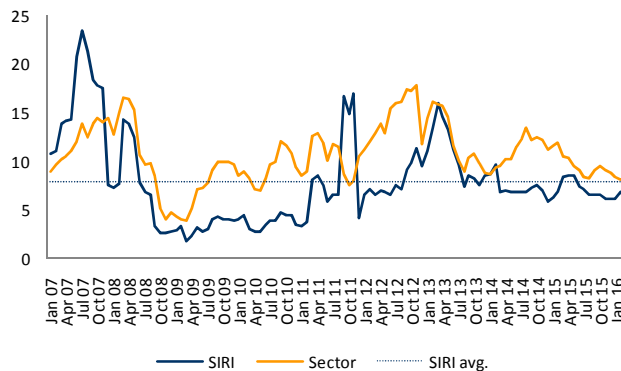


Sources: Company data

การเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2016 นั้นบริษัทตั้งเป้าหมายไว้ที่ 21 โครงการ มูลค่ารวม 50,421 ล้านบาท (รวมโครงการของ JV รวม 22,700 ล้านบาท) โดยกลยุทธ์หลักปีคือการโฟกัสกลุ่มสินค้าระดับกลางบน ถึง High end ในโซนกรุงเทพฯ ซึ่งเป็น Segment ที่ SIRI มีความชำนาญ เช่น แปรนด์ The Monument (Upper class), The LINE (Upper class) และ Wireless 98 (High end) ขณะที่กำไรขั้นต้นของสินค้าประเภทนี้จะดีกว่ากลุ่ม Affordable โดยเปรียบเทียบและลูกค้าไม่ได้รับผลกระทบจากภาวะหนี้ครัวเรือนที่สูง เราเชื่อว่าผลจากการทยอยปรับ Portfolio ของบริษัทในช่วงปีที่ผ่านมาผ่านการลดราคาสินค้าใน Segment ที่ขายได้ยาก ผสมกับการเพิ่มสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงขึ้นทั้งในส่วนของ Condo ของ SIRI เองและ Condo ของ JV จะทำให้ Sansiri เติบโตได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2017 เป็นต้นไป

## การประเมินมูลค่าหุ้น

Figure 11: SIRI's historical PE vs. Sector's historical PE



Sources: FSS Estimates

เรา Valuation หุ้น SIRI ด้วยวิธี PE Multiple โดยใช้ค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลังที่ 8 เท่านั้นต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PE ของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ประมาณ 11 เท่า ด้วย EPS ปี 2016 ที่ 0.20 ได้ราคาเป้าหมายของที่ 1.60 บาท เริ่มต้นคำแนะนำ "ถือ" จาก Upside ที่แคบ คาดการณ์เงินปันผลของปีที่ 0.09 บาท คิดเป็น Dividend yield ที่ 5.89%

## ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ถึงแม้ลูกค้าบางส่วน (กลุ่ม Luxury) ของ SIRI ซื้อสินค้าโดยจ่ายเงินสด แต่ลูกค้าส่วนมากยังต้องใช้นโยบายสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หรือธนาคารอาคารสงเคราะห์ หากธนาคารดำเนินนโยบายสินเชื่อที่อยู่อาศัยแบบตึงตัวจะส่งผลให้ Demand ต่อสินค้าของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญ
- ความเสี่ยงจากการจัดหาที่ดินเพื่อการพัฒนาและราคาที่ดินที่ปรับเพิ่มขึ้น ราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้นกว่า 15% ในช่วงปีที่ผ่านมาส่งผลกระทบต่อต้นทุนการก่อสร้างของ SIRI เนื่องจากต้นทุนหลักส่วนหนึ่งของ Developer คือค่าที่ดิน (ประมาณ 30% ของ Project value) ถึงแม้การ JV กับ BTS จะช่วยลดความเสี่ยงลงไปได้บ้าง แต่สินค้าของ SIRI เองยังเผชิญกับปัญหาราคาที่ดินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวทั้งในประเทศและต่างประเทศ ภาวะเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวอย่างต่อเนื่องอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในกลุ่ม Upper class และ High end ได้ ถึงแม้ Segment นี้ไม่ถูกกระทบด้วยภาวะหนี้แต่ Sentiment โดยรวมของตลาดอาจจุดให้ Demand ของกลุ่มนี้ลดลงไปได้

Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue	28,597	28,093	36,955	34,682	34,619
Costs of sales	19,268	18,905	26,114	24,380	24,195
Gross profit	9,329	9,188	10,841	10,302	10,424
SG&A costs	6,808	5,506	6,460	6,099	6,182
Operating profit	2,522	3,682	4,381	4,203	4,242
Other income	113	234	369	342	488
EBIT	2,522	3,682	4,381	4,203	4,242
EBITDA	2,803	4,013	4,652	4,478	4,532
Interest charge	616	646	728	736	729
Tax on income	384	937	1,242	987	997
Share from JV	-	-0.1	-234	-192	159
Earnings after tax	1,929	3,393	3,506	2,780	3,160
Minority interests	-1	-0	-0	-0	-0
Normalized earnings	1,929	2,644	2,738	2,780	3,160
Extraordinary items	-	749	768	-	-
Net profit	1,930	3,393	3,506	2,781	3,160

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Net profit	1,929	3,393	3,506	2,780	3,160
Depre. & amortization	281	330	271	275	291
Chg. in working capital	-12,403	-9,774	4,507	-2,832	-911
Other adjustments	604	79	1,221	-	-
Operating cash flow	-9,589	-5,972	9,503	223	2,540
Capital expenditure	-1,392	-770	-957	-714	-858
Others	578	865	-298	-	-
Investing cash flow	-815	95	-1,255	-714	-858
Free cash flow	-10,404	-5,877	8,248	-491	1,682
Net borrowings	10,664	3,727	-6,311	2,284	-
Equity capital raised	1,374	5,312	612	-20	-
Dividends paid	-1,425	-956	-1,713	-1,292	-1,468
Others	-1,520	-1,256	-1,270	-274	-290
Financing cash flow	9,093	6,827	-8,683	972	-1,468
Net change in cash	-1,289	932	-380	207	-77

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash & equivalents	2,120	3,051	2,672	2,879	2,802
Current investment	36	557	-	-	-
Account receivable	45	51	81	76	76
Inventory	45,621	57,049	51,045	53,565	54,430
Other cur. asset	5,136	4,572	5,336	5,008	4,998
Total cur. asset	52,957	65,281	59,135	61,528	62,307
Investment	3,030	4,252	6,674	5,793	6,671
PPE	3,160	2,881	2,871	2,867	2,848
Other asset	893	734	771	867	900
Total assets	60,040	73,147	69,451	71,055	72,725
Short term loans	6,033	7,076	6,440	7,440	7,440
Accounts payable	2,251	2,010	1,371	1,292	1,282
Current maturities	5,820	12,041	6,284	6,284	10,284
Other cur. liabilities	5,284	6,442	5,855	5,479	5,468
Total cur. liabilities	19,388	27,568	19,949	20,494	24,474
Long-term debt	22,816	19,980	20,961	20,646	16,646
Other LT liabilities	768	783	1,343	1,248	1,246
Total LT liabilities	23,584	20,763	22,303	21,894	17,892
Total liabilities	42,972	48,331	42,253	42,388	42,366
Registered capital	11,642	19,824	19,279	19,279	19,279
Paid up capital	10,201	14,582	15,285	15,285	15,285
Share premium	657	1,470	1,470	1,470	1,470
Legal reserve	774	944	1,119	1,258	1,416
Retained earnings	5,399	7,666	9,262	10,612	12,146
Others	37	153	61	41	41
Minority Interest	0	1	1	1	1
Shareholders' equity	17,068	24,816	27,198	28,667	30,359

Source: Company data, FSS research

Important Ratios (Consolidated)					
	2013	2014	2015	2016E	2017E
Growth (%)					
Revenue	-4.1	-1.8	31.5	-6.2	-0.2
EBITDA	-33.4	43.2	15.9	-3.7	1.2
Net profit	-34.3	75.8	3.3	-20.7	13.7
Normalized earnings	-34.4	37.1	3.5	1.5	13.7
Profitability Ratios (%)					
Gross profit margin	32.6	32.7	29.3	29.7	30.1
EBITDA margin	9.8	14.3	12.6	12.9	13.1
EBIT margin	8.8	13.1	11.9	12.1	12.3
Normalized profit margin	6.7	9.4	7.4	8.0	9.1
Net profit margin	6.7	12.1	9.5	8.0	9.1
Normalized ROA	3.2	3.6	3.9	3.9	4.3
Normalize ROE	11.3	10.7	10.1	9.7	10.4
Normalized ROCE	6.2	8.1	8.9	8.3	8.8
Risk (x)					
D/E	2.52	1.95	1.55	1.48	1.40
Net D/E	1.90	1.43	1.14	1.10	1.04
Net debt/EBITDA	11.60	8.84	6.67	7.03	6.96
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.33	0.25	0.20	0.22
Normalized EPS	0.19	0.26	0.19	0.20	0.22
EBITDA	0.28	0.39	0.33	0.31	0.32
FCF	-1.05	-0.57	0.58	-0.03	0.12
Book value	1.72	2.40	1.91	2.01	2.13
Dividend	0.14	0.09	0.12	0.09	0.10
Par	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
Valuations (x)					
P/E	7.9	4.7	6.3	7.9	6.9
Normalized P/E	7.9	6.0	8.0	7.9	6.9
P/BV	0.9	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBTDA	16.8	14.1	11.4	11.9	11.8
Dividend yield (%)	9.32	6.01	7.80	5.89	6.69

**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>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง 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 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อิติลไทย ทาวเวอร์</b> 2034/52 อาคารอิติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 2</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา สินธร 3</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารปิ่น 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 ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา รัตนธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี</p>				
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ดีคคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หนองแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</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.แม่เหียะ 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> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>
<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก 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.หลวงพ่อวัดฉลอง 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.มหาพรต 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.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระสมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี</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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง 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") เปิดเผยต่อสาธารณะ 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 และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่ไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

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