

TWPC (TWPC TB)

บมจ. ไทยวา

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	-	4.52	5.10	+13%	Certified	4

Consolidated earnings

BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	375	204	225	320
Net profit	493	197	169	320
EPS (Bt)-Norm	0.43	0.23	0.26	0.36
EPS (Bt)	0.56	0.22	0.19	0.36
% Norm EPS growth	-39.8	-45.4	10.3	41.8
Dividend (Bt)	0.32	0.33	0.33	0.33
BV/share (Bt)	6.07	6.02	5.89	5.92
EV/EBITDA (x)	5.2	6.9	7.3	6.2
PER (x) - Norm	10.6	19.5	17.7	12.5
PER (x)	8.1	20.2	23.6	12.5
PBV(x)	0.7	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	7.1	7.3	7.3	7.3
ROE (%)	7.0	3.9	4.4	6.1
No. of shares- full dilution	880.4	880.4	880.4	880.4
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Sector	Agribusiness
Close (21/10/2019)	4.52
SET Index	1,620.78
Foreign limit/actual (%)	49.00/45.18
Paid up shares (million)	880.42
Free float (%)	51.42
Market cap (Bt m)	3,979.50
Avg daily T/O (Bt m) (2019 YTD)	1.33
hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)	8.60, 4.46, 6.66

Source: Setsmarts

รวนฟ้าไฟ ผลกำไรกลับมาฟื้นด้วยมาร์จินดีขึ้น บันผลดี

คาดปี 2019 กำไรปกติเริ่มกลับมาโตเล็กน้อย หลังลดลงต่อเนื่องใน 2 ปีก่อนที่อุตสาหกรรมแป้งมันประสบปัญหาวัตถุดิบหัวมันขาดแคลน โดยกำไรปกติ 1H19 โต 4.9% Y-Y และคาด 3Q19 กำไรทรงตัว ก่อนเร่งตัวขึ้นใน 4Q19 ตามฤดูกาลช่วงเก็บเกี่ยวหัวมัน แต่คาดกำไรสุทธิทั้งปียังลดลง 14.3% Y-Y จากค่าใช้จ่ายพิเศษดังสำรองผลประโยชน์พนักงานใน 2Q19 สำหรับปี 2020 แนวโน้มกำไรปกติโตแรง จากฐานต่ำในปีก่อน เทียบกับอดีตในปี 2016-2017 จากแนวโน้มรายได้เพิ่มขึ้น รวมกับผลบวกจากกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้นเต็มที่ทั้งปี และคาด Gross margin ดีขึ้น ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 5.10 บาท อิง PE 14 เท่า discount ราว 10% จากเฉลี่ย PE หุ่นในกลุ่มธุรกิจเกษตรและอาหาร และเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายปันผลสม่ำเสมอ Dividend yield ค่อนข้างดีระดับ 7% เริ่มคำแนะนำซื้อ โดยเฉพาะหลังประกาศงบฯ 3Q19 รับคาดการณ์กำไรเร่งตัวใน 4Q19 ต่อเนื่องไปถึง 1Q20

ผู้ผลิตและจำหน่ายแป้งมันสำปะหลังและผลิตภัณฑ์อาหารรายใหญ่

บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายแป้งมันสำปะหลัง และผลิตภัณฑ์อาหารจากแป้งที่เกี่ยวข้อง โดยมีส่วนรายได้ 80% และ 20% ตามลำดับ โดยแป้งมันสำปะหลังมีรายได้ส่วนใหญ่ราว 82% มาจากการส่งออก โดย TWPC เป็นผู้ส่งออกรายใหญ่อันดับ 3-5 จากส่วนแบ่งตลาดราว 9% (1H19) ของยอดส่งออกทั้งหมดของไทย ขณะที่ในส่วนผลิตภัณฑ์อาหาร ซึ่งมีผลิตภัณฑ์หลักคือ วันเส้น บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดอันดับ 1 ส่วนรายได้ราว 35% และมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีสำหรับผลิตภัณฑ์เส้นก๋วยเตี๋ยวต่างๆ จากสัดส่วนการตลาดปัจจุบันที่ยังต่ำ

ปัญหาขาดวัตถุดิบหัวมันกระทบการผลิต 2 ปีก่อน คลี่คลายดีขึ้น หุ่น Margin

ปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบหัวมันตั้งแต่ปลายปี 2017 จากการที่เกษตรกรหันไปปลูกพืชชนิดอื่นหลังราคาหัวมันลดลงปีก่อน และการระบาดของเชื้อไวรัสใบด่าง "CMV" ในเวียดนามและกัมพูชา ส่งผลให้ราคาหัวมันผันผวนและปรับขึ้นแรง ทำให้ปริมาณผลิตและส่งออกของไทยลดลง แต่ราคาหัวมันได้เริ่มลดลงจากระดับสูงสุดในกลางปี 2018 โดยส่วนต่างราคาส่งออกแป้งมันและราคาวัตถุดิบหัวมันเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2019

ช่วยกำไรปกติเริ่มฟื้นขึ้นปี 2019 แต่กำไรสุทธิถูกกดดันจากค่าใช้จ่ายพิเศษ

จากกำไรปกติที่ลดลงต่อเนื่องใน 2 ปีที่ผ่านมา โดยมี Gross margin ลดลงต่อเนื่อง ผลกระทบจากปัญหาวัตถุดิบขาดแคลนดังกล่าว แต่คาดว่าปี 2019 ปัญหาวัตถุดิบขาดแคลน และแรงกดดันจาก Product spread จะเริ่มคลี่คลาย กอปรกับกำลังผลิตแป้งมันเพิ่ม คาดกำไรปกติจะเริ่มฟื้น โดยกำไรปกติ 1H19 โต 4.9% Y-Y และคาดกำไรปกติ 3Q19 ยังทรงตัวจากงวดก่อนหน้า จากปัจจัยฤดูกาล ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นในช่วง 4Q19 ที่เข้าช่วงฤดูเก็บเกี่ยว และมีคำสั่งซื้อของลูกค้าต่างประเทศกลับมาเพิ่มขึ้น ทั้งปี 2019 คาดกำไรปกติกลับมาโตเล็กน้อย 10.3% Y-Y แต่คาดกำไรสุทธิลดลง 14.3% Y-Y จากค่าใช้จ่ายดังสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกฎหมายใหม่ใน 2Q19

คาดกำไรปกติปี 2020 โตมากขึ้น

สำหรับปี 2020 เราคาดว่ากำไรปกติจะฟื้นต่อเนื่อง 41.8% Y-Y จากฐานต่ำในปี 2019 เทียบกับอดีตในปี 2016-2017 ที่อยู่ระดับ 400-600 ล้านบาท ปัจจุบันหุ้นจูงรายได้รวมที่คาดเติบโต 3.7% Y-Y รวมผลเต็มปีจากกำลังผลิตแป้งมันเพิ่มจากการซื้อกิจการที่ จ.ตากและการซื้อหุ้นเพิ่มใน TDC ในปีก่อน คาด Gross margin เฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 19.3% จากปี 2019 ที่คาด 18.0% รวมผลบวกจากแนวโน้มปริมาณผลผลิตหัวมันเพิ่ม นโยบายพัฒนาการจัดหาวัตถุดิบเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของบริษัท การขยายกำลังผลิตและเน้นการขายสินค้าแป้งมันที่มีมาร์จินสูง ขณะที่คาดกำไรสุทธิจะโตแรงจากฐานต่ำในปี 2019 เช่นกัน

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ที่ 5.10 บาท Upside สูง บันผลจูงใจมาก

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ TWPC ที่ 5.10 บาท อิง PE 14 เท่า มี discount ราว 10% จากค่าเฉลี่ย PE ของหุ้นในกลุ่มธุรกิจเกษตรและอาหารที่พอเทียบเคียงกันได้ จากอัตรา Norm profit margin ที่ต่ำกว่าหลายบริษัท ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside เกิน 10% และจัดเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายปันผลสม่ำเสมอ ที่ราคาปัจจุบัน คิดเป็น Dividend yield ระดับสูงเฉลี่ยกว่า 7% ต่อปี

Analyst: Pornsook Amonvadekul

Register No.: 004973

Tel.: +662 646 9964

email: pornsook.a@fnsyrus.com

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ธุรกิจหลัก ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง และอาหารจากแป้ง

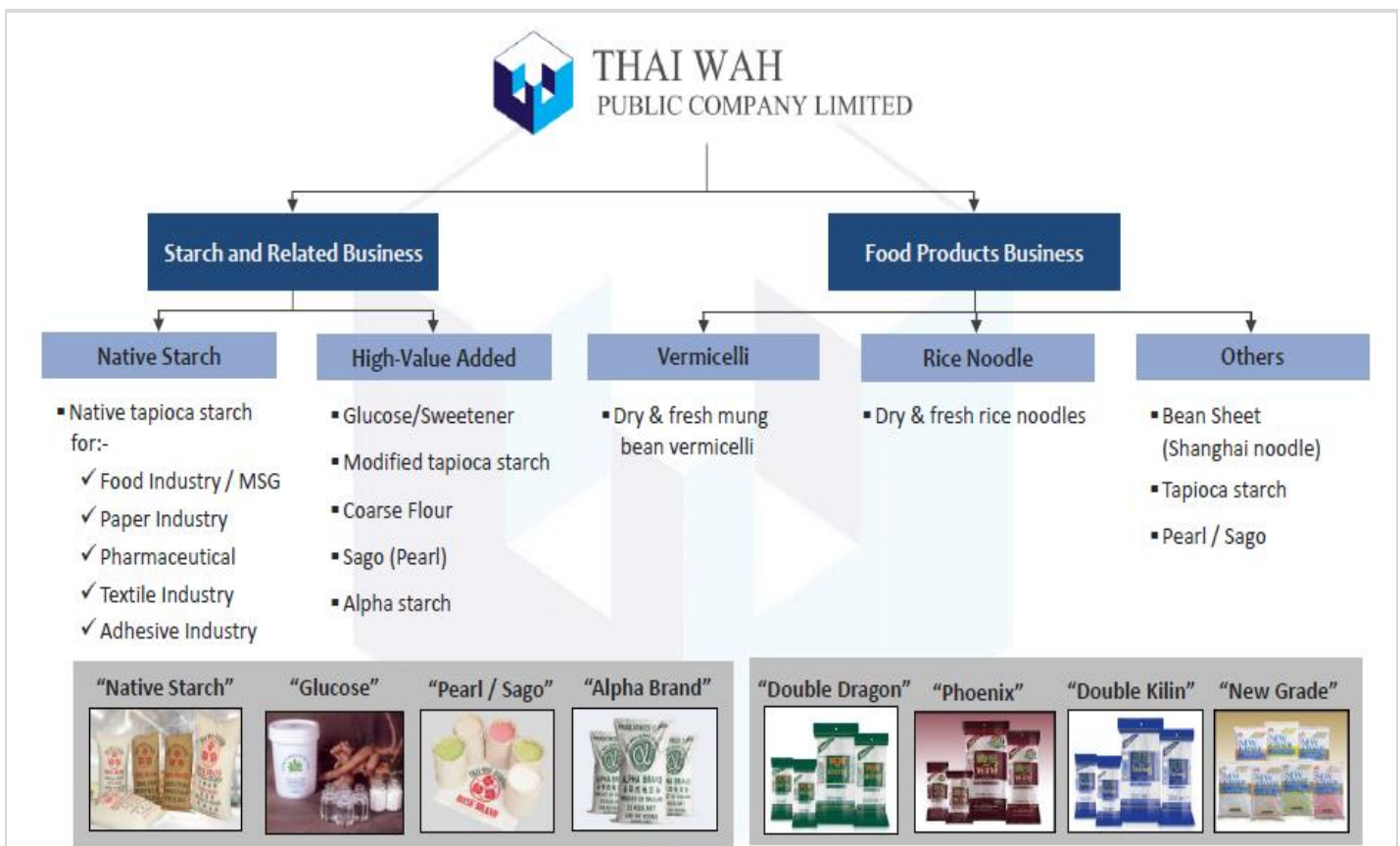
บริษัท ไทยวา จำกัด (มหาชน) (TWPC) เป็นบริษัทที่เกิดจากการควบรวมบริษัทระหว่าง บริษัท ไทยวาสตาร์ช จำกัด (มหาชน) (TWS) กับบริษัท ไทยวาฟู้ดโปรดักส์ จำกัด (มหาชน) ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2015 ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง ซึ่งแยกเป็น 2 ประเภทคือ

(1) แป้งมันสำปะหลังดิบ (Native Starch) และ

(2) แป้งมันสำปะหลังมูลค่าเพิ่ม (High-Value Added Starch “HVA Starch”) หลักๆ คือ แป้งมันสำปะหลังดัดแปร (Modified Starch) กลูโคสไซรัป แป้งอบหยาบ และ สาคุ เป็นต้น

นอกจากนี้ มีการผลิตผลิตภัณฑ์อาหารจากแป้ง (Food) หลักๆ ได้แก่ วุ้นเส้น กว๊ายเตี๋ย และสาคุ จำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ

โครงสร้างกลุ่มธุรกิจและผลิตภัณฑ์หลัก



Source: Company

กลุ่มบริษัทมีโรงงานผลิตแป้งมันสำปะหลังทั้งสิ้น 8 โรง โดยอยู่ในประเทศไทย 6 โรง ที่ จ.นครราชสีมา ภาพสินธุ์ อุตรธานี ตาก กำแพงเพชร และจ.ระยอง และอยู่ในประเทศเวียดนาม 2 โรง โดยมีกำลังผลิตรวมของแป้งมันสำปะหลัง แป้งอบหยาบ และ แป้งสาคุ รวม 465,000 ตันต่อปี และโรงงานผลิตแป้งมันสำปะหลังดัดแปร ที่จ.ระยอง กำลังผลิต 60,000 ตันต่อปี ส่วนโรงงานที่ประเทศเวียดนาม มีกำลังผลิตกลูโคสไซรัป ที่ 50,000 ตันต่อปี ส่วนกำลังผลิตผลิตภัณฑ์อาหารรวมที่ 27,000 ตัน มีโรงงานตั้งอยู่ที่ จ.นครปฐม

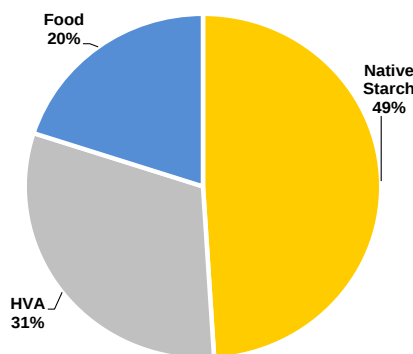
นอกจากนี้ บริษัทยังมีการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทซึ่งทำธุรกิจโรงแรม ได้แก่ บริษัท ลาгуนา รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน) บริษัท ทropicคอล รีสอร์ท จำกัด สัดส่วนการถือหุ้น 2.1% และ 19.8% ตามลำดับ รวมทั้งลงทุนในกิจการอสังหาริมทรัพย์ โดยการถือครองที่ดินประเทศในหลายพื้นที่ ซึ่งเป็นการถือครองโดยบริษัทหรือบริษัทย่อย

โครงสร้างรายได้

ในช่วง 1H19 รายได้หลักสัดส่วนรวมประมาณ 80% มาจากกลุ่มธุรกิจแป้งมันสำปะหลัง โดยในจำนวนนั้น 49% เป็นรายได้จากกลุ่มแป้งมันสำปะหลังดิบ (Native Starch) และ 31% รายได้แป้งมันสำปะหลังดัดแปร (HVA) 31% ที่เหลือ 20% มาจากกลุ่มธุรกิจอาหาร

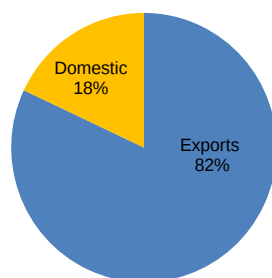
ทั้งนี้ ในกลุ่มผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง ซึ่งทำรายได้หลัก มีรายได้ส่วนใหญ่ราว 82% มาจากการส่งออก โดย TWPC เป็นผู้ส่งออกรายใหญ่รายหนึ่งของประเทศไทย มีส่วนแบ่งตลาดราว 9% ของการส่งออกแป้งมันสำปะหลังทั้งหมด (1H19) รายได้ที่เหลือ 18% มาจากการขายในประเทศ ขณะที่กลุ่มผลิตภัณฑ์อาหาร มีรายได้จากการขายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ 91% ที่เหลือ 9% มาจากการส่งออก ดังนั้น ในภาพรวมของบริษัท รายได้จากการส่งออก เป็นสัดส่วนเกือบ 66%

Sales Breakdown by Product 1H19



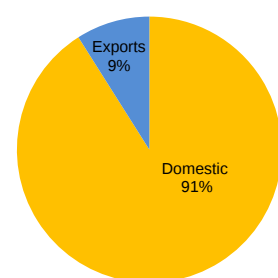
Source: Company

ผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง:มูลค่าขายในประเทศ/ส่งออก



Source: Company

ผลิตภัณฑ์อาหาร:มูลค่าขายในประเทศ/ส่งออก



กลุ่มลูกค้าเป้าหมายแยกตามลักษณะผลิตภัณฑ์

แป้งมันสำปะหลัง

เป็นผลิตภัณฑ์ที่แปรรูปจากหัวมันสำปะหลัง หลักๆ นำไปใช้ในการประกอบอาหาร และใช้เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมอาหารต่างๆ เช่น ผงชูรส สารให้ความหวาน รวมทั้งอุตสาหกรรมอื่นๆ เช่น อุตสาหกรรมกระดาษ อุตสาหกรรมทอผ้า เป็นต้น โดยผลิตเพื่อส่งออกเป็นส่วนใหญ่ มีตลาดหลัก เช่น จีน ไต้หวัน และสหรัฐอเมริกา ภายใต้เครื่องหมายการค้าตรา “กุหลาบ” (ROSE) โดยเป็นการขายโดยตรงให้แก่ผู้ผลิตโดยตรง และผ่านบริษัทตัวแทนในประเทศนั้นๆ นอกจากนี้ บริษัทได้ก่อตั้ง Thai Wah International Trade (Shanghai) Company Limited เป็นฐานในการกระจายสินค้าแบรนด์ดังกล่าว ให้แก่ลูกค้าในประเทศจีน

กลูโคสไซรัป

เป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้จากการย่อยสลายแป้ง มีลักษณะเป็นของเหลวใส รสหวานเล็กน้อย ไม่มีสี ใช้เป็นส่วนประกอบในผลิตภัณฑ์อาหารต่างๆ เช่น ลูกกวาด ท็อปปิ้ง ผลไม้กวน น้ำผลไม้ ไอศกรีม ครีมเทียม และเครื่องดื่มต่างๆ ผลิตโดยบริษัทยอยในเวียดนาม “TNT” ส่วนใหญ่ขายในประเทศเวียดนาม

มันสำปะหลังตัดแปรรูปหรือแป้งมันโมดิฟายด์

บริษัทลงทุนในบริษัท สำปะหลังพัฒนา จำกัด (TDC) โดยถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมรวมกันเป็นสัดส่วน 100% (หลังจากใช้เงิน 220 ล้านบาท ซื้อหุ้นสัดส่วน 33.3% จาก Japan Corn Starch Co., Ltd เมื่อเดือนเม.ย.2019 ที่ผ่านมา) โดย TDC ประกอบธุรกิจผลิตแป้งมันสำปะหลังตัดแปรรูปชนิดต่างๆ ที่ใช้ในอุตสาหกรรมต่างๆ เช่น อุตสาหกรรมอาหาร มีโรงงานตั้งอยู่ที่ จ.ระยอง ผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ประมาณ 70% ส่งออกไปยังประเทศในแถบเอเชีย เช่น จีน ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ อินโดนีเซีย

สาหร่าย

ผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่จะส่งออกไปยังประเทศในแถบเอเชียตะวันออก เช่น จีน และไต้หวัน รวมทั้งสหภาพยุโรป และสหรัฐอเมริกา โดยมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ให้มีความหลากหลายมากขึ้น เช่น สาหร่ายเจียบ สาหร่ายใบเตย และสาหร่ายขนาดเล็กพิเศษ (Tiny Pearl)

แป้งอัลฟา

เป็นแป้งมันสำปะหลังตัดแปรรูปชนิดหนึ่ง ซึ่งใช้กระบวนการแปรรูปทางกายภาพ และใช้กันกว้างขวางในอุตสาหกรรมอาหารสัตว์น้ำ อุตสาหกรรมยาแก๊นยุง อุตสาหกรรมหล่อโลหะ เป็นต้น โดยมีบริษัท ไทยวาอัลฟาเตอร์ จำกัด บริษัทยอยเป็นผู้ดำเนินการผลิตและจำหน่าย โดยมีตลาดใหญ่ที่ญี่ปุ่น และไต้หวัน

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง



วันเส้นและก๊วยเตี๋ยว

ดำเนินการโดยบริษัทแม่ โดยใช้แบ่งแก้ว แป้งมันฝรั่ง แป้งมันสำปะหลัง และข้าวเจ้า เป็นวัตถุดิบ ขายในประเทศเป็นส่วนใหญ่ราว 91% โดยใน 1H19 ลูกค้าในประเทศหลัก ได้แก่ ร้านค้าส่ง (Wholesales) เป็นสัดส่วนราว 63% และ ห้าง Modern Trade 11% ส่วนการส่งออกที่คิดเป็นสัดส่วน 9% มีตลาดหลักในประเทศแถบเอเชีย สหภาพยุโรป และสหรัฐอเมริกา

ผลิตภัณฑ์วุ้นเส้น

โลโก้	ตราสินค้าของบริษัท	ประเภท/คุณภาพผลิตภัณฑ์
Bean Sheet 	ตรามังกรคู่	พรีเมียม
Fresh Vermicelli 	ตราหงษ์	สินค้าคุณภาพชั้นดี
Fresh Rice Noodle 	ตรากิเลนคู่	สินค้าคุณภาพมาตรฐาน

ผลิตภัณฑ์ก๋วยเตี๋ยว บะหมี่ และสาหร่าย

Dry Rice Noodle 	ตรากิเลนคู่ (Double Dragon)	เส้นก๋วยเตี๋ยวและเส้นหมี่ ทั้งเส้นสดและเส้นแห้ง
Noodle Kit 	ASEAN INSPIRED	Ready to cook เส้นสำเร็จรูปรสต้มยำ ผัดไทย ผัดกะเพรา แกงเขียวหวาน
Sago / Pearl 	ตรากิเลนคู่ (Double Dragon)/ New GRADE	สาหร่ายขาว สาหร่ายใบเตย

ภาวะการแข่งขัน
ธุรกิจแป้งมันสำปะหลัง

ตลาดต่างประเทศ ซึ่งเป็นตลาดหลักของบริษัท มีการแข่งขันค่อนข้างสูง นอกจากการแข่งขันกับผู้ผลิตในประเทศซึ่งมีศักยภาพใกล้เคียงหรือใหญ่กว่าบริษัท 4-5 ราย โดย TWPC เป็นผู้ส่งออกรายใหญ่อันดับ 3-5 มีส่วนแบ่งตลาดส่งออกแป้งมันสำปะหลังราว 9% ในช่วง 1H19 บริษัทยังต้องแข่งขันกับผู้ผลิตจากประเทศในแถบอาเซียน หลักๆ คือ เวียดนาม และ กัมพูชา โดยบริษัทมีกลยุทธ์เน้นการขายสินค้าในตลาดที่ต้องการสินค้าที่มีความสม่ำเสมอในด้านคุณภาพมากกว่าราคา เน้นผลิตสินค้าที่มีแบรนด์ที่แข็งแกร่ง มีชื่อเสียง เช่น แบรินด์ตรากุหลาบ (ROSE BRAND) ซึ่งเป็นที่ยอมรับในอุตสาหกรรมอาหาร โดยเฉพาะในจีน และไต้หวัน และเน้นการจัดส่งสินค้าตรงเวลา เพื่อสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งรายอื่น และได้รับความไว้วางใจจากลูกค้า รวมทั้งการพัฒนาสินค้าให้มีความหลากหลายมากขึ้น

ธุรกิจอาหาร

สินค้าหลักในกลุ่มคือ รันเส้น ซึ่ง TWPC เป็นผู้ผลิตรันเส้น (รันเส้นสดและรันเส้นแห้ง) เป็นอันดับ 1 ของประเทศ มีส่วนแบ่งการตลาดราว 35% โดยสินค้าของบริษัทมีจุดแข็งคือ ความหลากหลายและคุณภาพสูง จากภาพรวม ผู้ประกอบการแต่ละรายต่างเน้นสร้างความแตกต่างด้านคุณภาพและภาพลักษณ์ เพิ่มเติมจากลักษณะภายนอกที่คล้ายกัน ทั้งนี้ การบริโภครันเส้นในประเทศมีปีละประมาณ 37,000 ตัน หรือคิดเป็นมูลค่าตลาดราว 3.4 พันล้านบาท โดยมีผู้ผลิตรายใหญ่ 3-4 ราย และผู้ผลิตขนาดกลางและเล็ก 10-15 ราย โดยปกติ ตลาดรันเส้นมีการเติบโตเฉลี่ย 3-5% ต่อปี สำหรับสินค้าหลักในกลุ่มอาหาร รองลงมา คือ ก๋วยเตี๋ยว ซึ่งบริษัทได้เริ่มผลิตมาตั้งแต่ปี 2010 จากมูลค่าตลาดโดยรวมของก๋วยเตี๋ยว ซึ่งมีขนาดใหญ่กว่ารันเส้นประมาณ 10 เท่า โดยปริมาณ และ 5 เท่าโดยมูลค่า คือมีปริมาณ 3.5 -3.7 แสนตันต่อปี หรือมูลค่าประมาณ 1.5 หมื่นล้านบาท ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของบริษัทในปัจจุบันยังต่ำมาก จึงมีโอกาสการเติบโตที่ดี

วัตถุดิบและผู้จำหน่ายวัตถุดิบ

วัตถุดิบหลักในการผลิตแป้งมันสำปะหลัง คือ หัวมันสำปะหลัง คิดเป็นต้นทุนในสัดส่วน 70-80% ของต้นทุนผลิต โดยส่วนใหญ่จะรับซื้อหัวมันสดจากเกษตรกรผู้ปลูกมันสำปะหลังโดยตรง และบางส่วนซื้อจากลานมันสำปะหลัง โดยการผลิตของบริษัท ขึ้นอยู่กับปริมาณของวัตถุดิบ โดยปกติ จะดำเนินการผลิตเต็มที่ในช่วงฤดูเก็บเกี่ยว (ช่วงที่ชาวไร่ชุดมันสำปะหลังสดออกขาย) ซึ่งอยู่ระหว่างเดือนตุลาคมถึงเดือนเมษายนของทุกปี ซึ่งในช่วงดังกล่าว ราคาหัวมันจะค่อนข้างต่ำกว่าช่วงอื่น

ส่วนผลิตภัณฑ์รันเส้นและก๋วยเตี๋ยว วัตถุดิบสำคัญในการผลิต คือ แป้งถั่ว แป้งมันฝรั่ง แป้งมันสำปะหลัง และข้าว ซึ่งเป็นพืชผลทางเกษตร ราคาจึงผันผวนตามฤดูกาล อุปสงค์อุปทานในตลาด และสภาพดินฟ้าอากาศ เช่น ภัยแล้ง อุทกภัย ทั้งนี้ ต้นทุนวัตถุดิบเป็นสัดส่วน 50-70% ของต้นทุนสินค้า ทั้งนี้ บริษัทซื้อแป้งถั่ว และแป้งมันฝรั่ง โดยนำเข้าจากประเทศในยุโรป หรือ จีน

ภาวะอุตสาหกรรม

ปัญหาการขาดแคลนวัตถุดิบหัวมันที่กระทบการผลิตและปริมาณส่งออกในช่วง 2 ปีก่อน เริ่มคลี่คลาย

ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท คือ แป้งมันสำปะหลัง มีรายได้หลักเกือบ 80% มาจากการส่งออก โดยภาพรวมภาวะการส่งออกแป้งมันสำปะหลังของไทยในช่วงปี 2010-2016 มีการเติบโตต่อเนื่อง จากปริมาณส่งออกรวม 2.43 ล้านตันในปี 2010 เป็นระดับสูงสุด 4.23 ล้านตันในปี 2016 แต่ตั้งแต่ปลายปี 2017 ได้เกิดปัญหาขาดแคลนหัวมันสำปะหลังในประเทศ ไทย เวียดนาม และกัมพูชา จากการที่เกษตรกรหันไปปลูกพืชชนิดอื่นที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า เช่น อ้อย หลังจากราคาหัวมันลดลงในปลายปี 2016 และการระบาดของเชื้อไวรัสใบด่าง “คาซาวา โมซาอิก” (CMV) ในเวียดนาม และกัมพูชา ซึ่งเป็นผู้ส่งออกรายใหญ่รองจากประเทศไทยในฐานะอันดับ 1 ของโลก ทำให้ราคาหัวมันเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2017 และขึ้นไปสูงสุดในช่วงเดือนเม.ย.2018 ที่ระดับ 3,038 บาทต่อตัน หรือ 3.038 บาทต่อกิโลกรัม และทำให้ราคาหัวมันทั้งปี 2018 เฉลี่ยเพิ่มขึ้นถึง 52% Y-Y (ขณะที่ราคาส่งออก (FOB) แป้งมันเฉลี่ยเพิ่มในอัตราน้อยกว่า ที่ 38% Y-Y) นับเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลังรวม (Native + HVA) ในช่วง 2 ปีดังกล่าว ชะลอตัวลงจาก 4.23 ล้านตัน (แยกเป็นปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลัง Native 3.28 ล้านตัน และแป้งมัน HVA 0.95 ล้านตัน) ในปี 2016 เป็น 4.14 ล้านตัน (แยกเป็นปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลัง Native 3.13 ล้านตัน และแป้งมัน HVA 1.01 ล้านตัน) ในปี 2017 และ 3.97 ล้านตัน (แยกเป็นปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลัง Native 2.94 ล้านตัน และแป้งมัน HVA 1.03 ล้านตัน) ในปี 2018

อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ผลผลิตหัวมันในภูมิภาคในปี 2019 เพิ่มขึ้น ทำให้ราคาหัวมันปรับลงในอัตรามากกว่าราคาส่งออก FOB แม้การระบาดของเชื้อไวรัส CMV ยังมีอยู่ในประเทศกัมพูชา ที่อาจกระทบต่อผลผลิตในช่วง 1-2 รอบการผลิต แต่เชื่อว่าไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญ การผลิตและการส่งออกโดยรวมไทยจึงมีแนวโน้มกลับมาฟื้นตัว และมีปริมาณวัตถุดิบหัวมันเพียงพอต่อการผลิตแป้งมันสำปะหลังมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงฤดูการใน 4Q19 -1Q20 ที่จะเข้าช่วงเก็บเกี่ยวหัวมันและการผลิตแป้งมันสำปะหลัง

ปริมาณผลผลิตหัวมันสำปะหลัง (ล้านตัน)

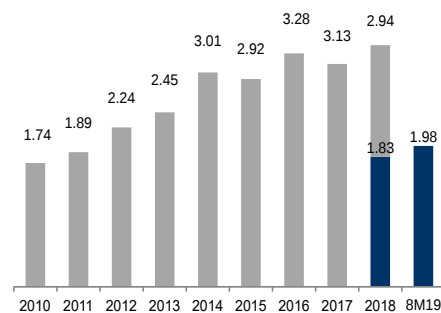
Country	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019E*
Thailand	21.92	26.60	30.23	30.02	32.36	30.56	30.94	27.88	29.00
Vietnam	9.88	9.75	9.76	10.21	10.45	10.58	10.65	8.00	9.00
Cambodia	8.21	7.61	7.54	7.93	11.94	13.22	13.39	9.10	9.10
Laos	0.36	1.06	1.25	1.63	2.38	2.41	1.56	2.30	NA
Total	40.36	45.02	48.78	49.80	57.14	56.77	56.53	47.28	

Source: ASEAN Food Securities Information System (AFSIS), Company, TTTA

Note: * 2018&2019 was forecast data from TTTA and Company

Native starch: Thailand export volume

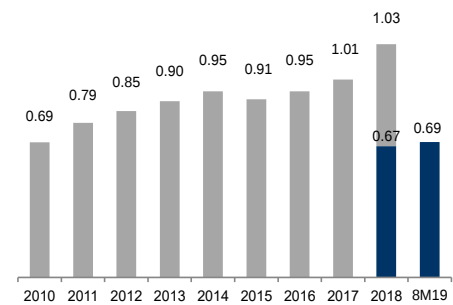
Unit : M. Tons



Source: Thai Customs Department, Company

HVA starch: Thailand export volume

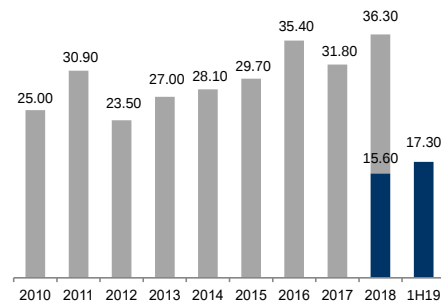
Unit : M. Tons



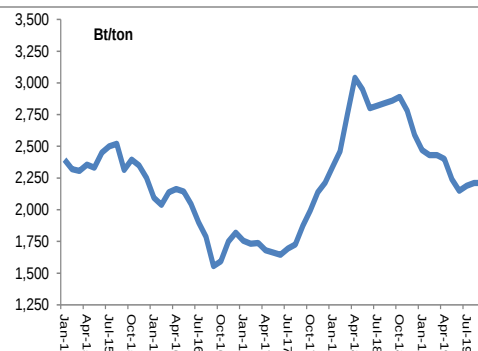
Source: Thai Customs Department, Company

Pearl: Thailand export volume

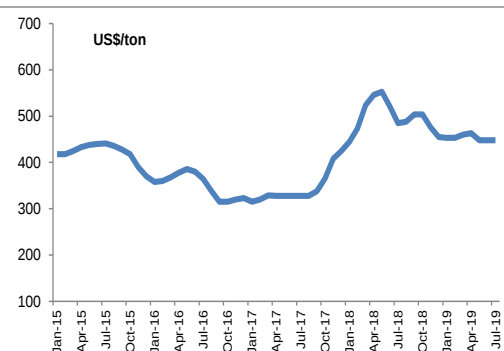
Unit : M. Tons



Source: Thai Customs Department, Company

Tapioca root price


Source: Thai Tapioca Development Institute (TTTI), Company

Export starch price


Source: TTTI, Company

ทั้งนี้ คาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจโลกเติบโตในอัตราชะลอตัว รวมทั้งเศรษฐกิจจีน ซึ่งเป็นประเทศผู้นำเข้าแป้งมันสำปะหลังรายใหญ่ของไทย มีสัดส่วนประมาณ 53% ของการส่งออกแป้งมันสำปะหลังจากไทยทั้งหมด ส่วนหนึ่งได้รับผลกระทบมาจากปัญหาสงครามการค้าระหว่างสหรัฐและจีน อาจมีผลกระทบต่อแนวโน้มการส่งออกแป้งมันสำปะหลัง ทั้งนี้ ล่าสุด GDP Growth ของประเทศจีน ใน 3Q19 อยู่ที่ 6.0% Y-Y ชะลอตัวจาก 2Q19 ที่โต 6.2% Y-Y และอยู่ในกรอบล่างของกรอบเป้าหมายของรัฐบาลจีนที่ 6.0-6.5% ทำให้สถาบันต่างๆ รวมทั้งศูนย์วิจัยกสิกรไทย มีการคาดการณ์กันว่ารัฐบาลจีนน่าจะมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจออกมาเพิ่มเติมในช่วง 4Q19 เพื่อรักษาอัตราการเติบโตในช่วงดังกล่าวที่ 6.0% และทั้งปีอยู่ที่ระดับ 6.2% ก่อนในปี 2020 ที่คาด GDP Growth จะชะลอตัวต่ำกว่า 6.0% สอดคล้องกับคาดการณ์ของ IMF ที่คาดว่าจะ 5.8% โดยมีปัจจัยเสี่ยงสงครามการค้ายืดเยื้อและประสิทธิผลของการดำเนินงานนโยบายแบบขยายตัวของทางการจีนมีข้อจำกัดมากขึ้น นอกจากนี้ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะการแข็งค่าของค่าเงินบาท จะมีผลต่อผลการดำเนินงานของผู้ส่งออกแป้งมันสำปะหลัง รวมทั้ง TWPC ซึ่งรายได้ส่วนใหญ่ที่เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 39% รองลงมาเป็นสกุลเงินหยวน คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 15%

ผลการดำเนินงานในอดีต

กำไรปี 2017-2018 ลดลงจากสูงสุดในปี 2016 จาก Margin ลดลง

ในปี 2017 รายได้จากการขายของ TWPC เพิ่มขึ้น 1.7% Y-Y จาก 6.16 พันล้านบาท ในปี 2016 เป็น 6.27 พันล้านบาท และในปี 2018 เพิ่มขึ้น 15.7% Y-Y เป็น 7.25 พันล้านบาท โดยยอดขายจาก Native Starch (สัดส่วนรายได้ 44%) เพิ่มขึ้น 1.8% Y-Y ขณะที่ยอดขาย HVA Starch (สัดส่วนรายได้ 35%) เพิ่มขึ้นมาก 46.8% Y-Y จากราคาขายของแป้งมันสำปะหลังเพิ่มขึ้น และผลจากการควบรวมกิจการโดยการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัท มันสำปะหลังพัฒนา จำกัด (TDC) เป็น 66.7% จากเดิม 33.3% ทำให้เริ่มรวมรายได้จาก TDC เข้ามาตั้งแต่ 4Q17 ขณะที่รายได้ธุรกิจอาหาร (สัดส่วนรายได้ 20%) เพิ่มขึ้นในอัตราใกล้เคียงกับปี 5.3% Y-Y

อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นรวม (Gross margin) ลดลงต่อเนื่อง จากปี 2016 ที่ 25.4% เป็น 22.1% ในปี 2017 และเป็น 16.3% ในปี 2018 ซึ่งลดลงมาก สาเหตุหลักจาก (1) ราคาวัตถุดิบหัวมันสำปะหลังเพิ่มขึ้นในอัตรามากกว่าราคาขายเฉลี่ย (+54% VS +38%) โดยราคาวัตถุดิบขึ้นต่อเนื่องทั้งปี และสูงสุดในเดือนเม.ย.2018 จากภาวะขาดแคลนหัวมันสำปะหลังในประเทศไทย เวียดนาม และ กัมพูชา จากการที่เกษตรกรหันไปปลูกพืชชนิดอื่นที่ให้ผลตอบแทนมากกว่า เช่น อ้อย หลังจากราคาหัวมันลดลงในปลายปี 2016 และการระบาดของเชื้อไวรัสใบด่าง “คาซาวา โมซายิก” (CMV) ในเวียดนาม และกัมพูชา ซึ่งเป็นผู้ส่งออกรายใหญ่รองจากประเทศไทย ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2017 ส่งผลให้ Gross margin ของธุรกิจมันสำปะหลังทั้ง Native Starch และ HVA Starch ลดลงเป็น 12.3% และ 17.4% ในปี 2018 จากปี 2017 ที่ 17.2% และ 22.5% ตามลำดับ กอปรกับ Gross margin ของธุรกิจอาหารก็ลดลงเหลือ 24.5% จากปี 2017 ที่ 33.1% เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายในช่วงแรกของโรงงานใหม่ที่เวียดนาม รวมทั้ง (2) ค่าเงินบาทเทียบกับสกุลเงินเหรียญสหรัฐแข็งค่าขึ้นราว 5% จากเฉลี่ย 33.7 บาทต่อเหรียญสหรัฐ ในปี 2017 เป็น 32.1 บาทต่อเหรียญสหรัฐ ในปี 2018

จาก Gross margin รวมที่ลดลงต่อเนื่องในปี 2017-2018 และค่าใช้จ่ายในการขายและบริการเพิ่มขึ้นมากจากการขยายธุรกิจในปี 2017 ส่งผลให้บริษัทมีกำไรปกติจากการดำเนินงาน (Norm profit) ลดลงจาก 622 ล้านบาท ในปี 2016 เหลือ 375 ล้านบาท ในปี 2017 และ 204 ล้านบาท ในปี 2018 ตามลำดับ ขณะที่กำไรสุทธิก็ลดลงจาก 669 ล้านบาท (รวมรายการพิเศษกำไรจากขายอสังหาริมทรัพย์ 47 ล้านบาท) ในปี 2016 เป็น 493 ล้านบาท (รวมรายการพิเศษกำไรจากการซื้อธุรกิจ TDC 118 ล้านบาท) ในปี 2017 และ 197 ล้านบาท (รวมค่าใช้จ่ายพิเศษ 7 ล้านบาท) ในปี 2018 ตามลำดับ

กำไรปกติ 1H19 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย Y-Y แต่กำไรสุทธิลดลงมาก จากค่าใช้จ่ายพิเศษ Employee Benefit

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H19 ที่ 52 ล้านบาท (-43.8% Y-Y) หากไม่รวมค่าใช้จ่ายพิเศษรวม 57 ล้านบาท ส่วนใหญ่มาจากค่าใช้จ่ายตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงาน (ตามกฎหมายแรงงานใหม่ที่ปรับค่าชดเชยขึ้นเป็น 400 วัน จากเดิม 300 วัน) จำนวน 53 ล้านบาท ที่บันทึกใน 2Q19 จะมีกำไรปกติใน 1H19 ที่ 109 ล้านบาท (+4.9% Y-Y) โดยกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 15.1% Y-Y หนุนจากรายได้รวมเพิ่มขึ้น 7.5% Y-Y ส่วนใหญ่มาจากยอดขาย Native Starch เพิ่มขึ้น 28.0% Y-Y จากปริมาณขายเพิ่มขึ้น จากการรวมยอดขายจากโรงงานแห่งใหม่ที่แม่สอดเข้ามาตั้งแต่ช่วงกลาง 1Q19 ชดเชยยอดขาย HVA Starch ที่ลดลง 10.9% Y-Y จากปริมาณขายและราคาขายเฉลี่ยลดลง ผลกระทบจากการแข่งขันรุนแรงขึ้น ขณะที่รายได้ธุรกิจอาหารเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1.6% Y-Y อย่างไรก็ตาม มีค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้น 9.6% Y-Y และดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นกู้จำนวน 1,000 ล้านบาท เมื่อต้น 2Q19

1H19 Results

(Bt mn)	2Q19	1Q19	% Q-Q	2Q18	% Y-Y	1H19	1H18	%Y-Y
Sales revenue	1,760	1,869	-5.8	1,554	13.3	3,629	3,377	7.5
Costs	1,481	1,487	-0.4	1,302	13.7	2,967	2,802	5.9
Gross profit	280	382	-26.8	252	10.8	662	575	15.1
SG&A costs	249	265	-5.9	229	8.9	514	469	9.6
Interest charge	14	5	159.6	3	449.4	20	4	376.7
Norm profit	30	78	-61.2	31	-1.7	109	103	4.9
Net profit	-39	90	-142.8	37	-204.8	52	92	-43.8
%Gross Margin	15.9	20.4	-4.6	16.2	-0.4	18.2	17.0	1.2
%Norm Margin	1.7	4.2	-2.5	2.0	-0.3	3.0	3.1	-0.1
%Net Margin	-2.2	4.8	-7.0	2.4	-4.6	1.4	2.7	-1.3

Source: Company, FSS Research

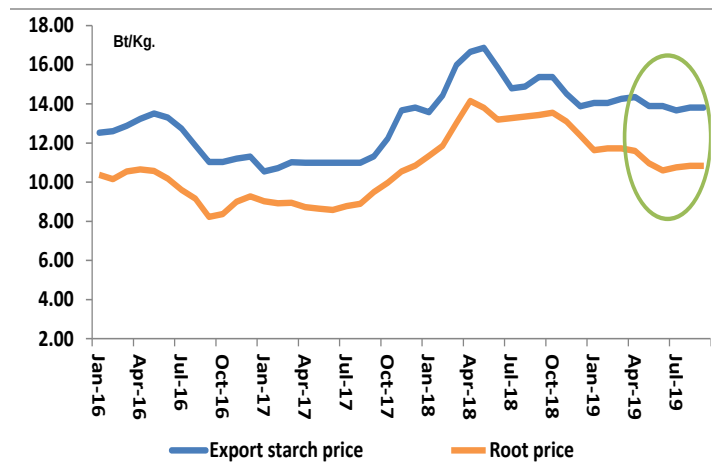
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบหัวมันที่เกิดขึ้นใน 2 ปีก่อน เริ่มคลี่คลาย แนวโน้ม Margin ดีขึ้น

จากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบในช่วงปี 2017-2018 ที่ส่งผลให้ราคาวัตถุดิบหัวมันผันผวนในทางขาขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2017 และขึ้นไปสูงสุดในช่วงเดือนเม.ย.2018 ที่ระดับ 3,040 บาท/ตัน หรือ 3.04 บาท/กิโลกรัม (ก.ก.) แม้จะลดลงในช่วงที่เหลือของปี แต่ก็ทำให้ราคาวัตถุดิบเพิ่มขึ้นในอัตราสูงกว่าราคาส่งออกแป้งมัน และกดดัน Gross margin ให้ลดลงในช่วง 2 ปีดังกล่าว แต่สถานการณ์ในปี 2019 เริ่มดีขึ้น คาดปริมาณผลผลิตมันสำปะหลังในภูมิภาคมีมากขึ้น เพียงพอรองรับการนำเข้าโรงงานมันสำปะหลัง แม้ยังพบปัญหาโรค CMV อยู่บ้างในกัมพูชาและเวียดนาม แต่ไม่ทำให้ปริมาณหัวมันลดลงอย่างมีนัยสำคัญ กอปรกับนโยบายของ TWPC ด้านการพัฒนาการจัดหาวัตถุดิบหัวมัน เพื่อให้เพียงพออย่างยั่งยืนต่อการผลิตแป้งมันและผลิตภัณฑ์อาหารของบริษัท โดยสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับชาวไร่ เช่น ความร่วมมือในการพัฒนาผลผลิตหัวมันและการปรับปรุงประสิทธิภาพ การผลิต โดยมีราคารับซื้อที่สมเหตุสมผล

ทั้งนี้ ราคาเฉลี่ยหัวมันในประเทศเดือนก.ย. 2019 อยู่ที่ 2.21 บาท/ก.ก. เท่ากับเดือนก่อนหน้า แต่ลดลงถึง 25.1% Y-Y เทียบกับเดือนก.ย.ปี 2018 ที่เฉลี่ย 2.95 บาท/ก.ก. และเฉลี่ย 9M19 ที่ 2.30 บาท/ก.ก. ลดลง 16.5% Y-Y ขณะที่ราคาส่งออก Native starch margin เดือนก.ย.2019 เฉลี่ยอยู่ที่ 453 US\$/ตัน เท่ากับเดือนก่อนหน้า แต่ลดลง 10.0% จากเดือนก.ย.ปี 2018 ที่ 504 US\$/ตัน และเฉลี่ย 9M19 ที่ 453 US\$/ตัน ลดลง 10.1% Y-Y นับว่าลดลงในอัตราน้อยกว่าราคาวัตถุดิบหัวมัน เป็นสัญญาณบวกต่อแนวโน้มส่วนต่างราคาส่งออกและราคาวัตถุดิบ ในทิศทางดีขึ้น และไม่ผันผวนเท่าปีก่อน ซึ่งจะช่วยหนุนต่อผลประกอบการตั้งแต่ 4Q19 ที่เป็นช่วงที่มีหัวมันในตลาดมากตามฤดูกาล โดยโรงงานแป้งมันสามารถทำการผลิตได้เต็มที่

Export starch price – root price (margin gap)



Source: TTTI, Company, FSS Estimated

มีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ และเพิ่มปริมาณผลิตผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในระยะยาว

TWPC มีเป้าหมายเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายแป้งมันสำปะหลังชั้นนำในภูมิภาค โดยมีแผนเพิ่มปริมาณการผลิตผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงในกลุ่ม HVA Starch เช่น กลูโคส แป้งหยาบ สาเก แป้งโมดิฟายด์ และแป้งมันสำปะหลังที่มีคุณภาพสูงขึ้น เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในระยะยาว ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์ HVA Starch ได้เพิ่มขึ้นจาก 26-27% ในปี 2016-2017 เป็น 35% ในปี 2018 รวมผลจากการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน TDC เข้ามาตั้งแต่ 4Q17 นอกจากนี้ ยังมุ่งเน้นพัฒนาสินค้าให้หลากหลายขึ้น มีนวัตกรรมในกระบวนการผลิต ตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคใหม่ๆ ภายใต้กลยุทธ์ Crating Share Value from Farm to Shelf อาทิเช่น ผลิตภัณฑ์วันสั้น มังกรคู่บาลานซ์ ที่มีเส้นเหนียวนุ่ม คุณภาพดี ผลิตจากธรรมชาติ 100% และเสริมสร้างสุขภาพที่ดีต่อร่างกาย ผลิตภัณฑ์ปลอดสารเคมี เป็นต้น

แนวโน้มผลประกอบการ 3Q19 ยังไม่แจ่มใส ทรง ๆ ตัว Q-Q แต่คาดว่าจะฟื้นใน 4Q19 ช่วงฤดูกาลเก็บเกี่ยว

แนวโน้มกำไรปกติใน 3Q19 ยังไม่ฟื้นตัวมากนักจากไตรมาสก่อน แม้ดีขึ้น Y-Y จากฐานต่ำในช่วง 3Q18 ที่มีกำไรปกติเพียง 8 ล้านบาท ทั้งนี้ ปกติ 2Q และ 3Q ของทุกปีจะถือว่าเป็นช่วงนอกฤดูกาลเก็บเกี่ยวมันสำปะหลัง แต่คาดว่า 4Q19 ที่จะเข้าช่วงฤดูกาลเก็บเกี่ยวมันสำปะหลัง (ช่วงที่ชาวไร่ขุดมันสำปะหลังสดออกขาย) จะทำให้มีผลผลิตหัวมันสำปะหลังมาใช้ในการผลิตแป้งมันมากขึ้น หนุนให้ปริมาณขายและมีการใช้กำลังผลิตเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ คาดว่ามีการกลับมาซื้อแป้งมันสำปะหลังดีดแปรของลูกค้าประเทศเวียดนามเพิ่มมากขึ้น หลังจากช่วง 2 ไตรมาสก่อนมีการตัดราคาจากบริษัทคู่แข่งประเทศดังกล่าว คาดว่ารายได้จากการขายใน 2H19 จะเพิ่มขึ้นจาก 1H19 และรวมทั้งปี 2019 คาดโต 4.1% และอัตรากำไรขั้นต้นรวมทั้งปีอยู่ที่ระดับ 18.0% ดีขึ้นจากปีก่อนที่ 16.3% จากส่วนต่างราคาขายและต้นทุนดีขึ้นจากฐานต่ำมากในปีก่อน ซึ่งตลาดได้รับผลกระทบจากภาวะขาดแคลนวัตถุดิบหัวมัน ทั้งนี้ เราประมาณการกำไรปกติปี 2019 ไว้ที่ 225 ล้านบาท +10.3% Y-Y โดยกำไรปกติ 1H19 คิดเป็นสัดส่วน 48% ของประมาณการทั้งปี และในส่วนของกำไรสุทธิปี 2019 คาดที่ 169 ล้านบาท -14.0% Y-Y รวมผลกระทบส่วนใหญ่จากค่าใช้จ่ายพิเศษตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานตามกฎหมายใหม่ใน 2Q19

คาดการณ์กำไรปี 2020 เพิ่มขึ้น

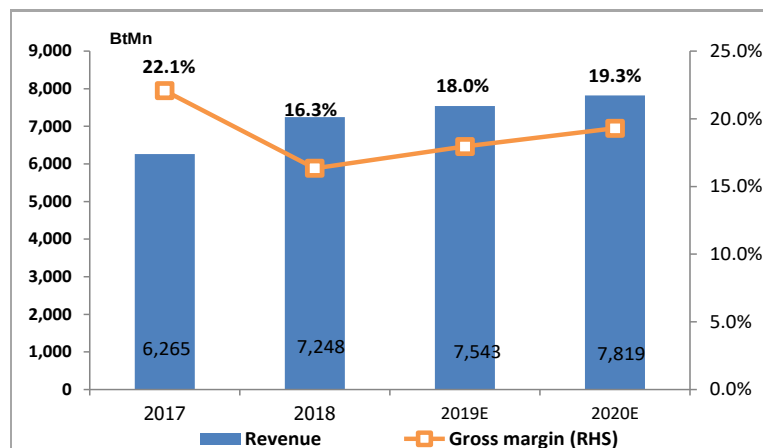
คาดการณ์กำไรปี 2020 จะเพิ่มขึ้นเป็น 320 ล้านบาท +41.8% Y-Y โดยปัจจัยหนุนหลักคือ (1) รายได้รวมโต 3.7% Y-Y เป็น 7.82 พันล้านบาท จากรายได้จากการขาย Native starch และ HVA Starch รวมผลบวกเต็มทั้งปีจากการซื้อกิจการที่อำเภอแม่สอด จ.ตาก และการซื้อหุ้นเพิ่มใน TDC เป็น 100% (ตั้งแต่ 2Q19) ขณะที่คาดยอดขายธุรกิจอาหารโต 3.0% Y-Y (Conservative กว่าเป้าหมายของบริษัทที่คาดโต 7-9% และ 3-5% ตามลำดับ และ (2) คาด Gross margin รวมเฉลี่ยที่ 19.3% ดีขึ้นจากปีก่อนที่ 18.0% จากคาดการณ์ส่วนต่างราคาขายและต้นทุนวัตถุดิบดีขึ้น โดยรวมผลจากแนวโน้มภาพรวมปริมาณผลผลิตหัวมันเพิ่มขึ้น นโยบายพัฒนาการจัดหาวัตถุดิบเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของบริษัท การขยายกำลังผลิตและเน้นการขายสินค้าที่มีมาร์จิ้นสูง และการขยายตลาดในประเทศ CLMV ต่างๆ ในส่วนกำไรสุทธิ คาดโตแรง 89.5% จากฐานต่ำในปี 2019 ที่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ

สมมติฐานในการประมาณการปี 2019 – 2021

Assumptions	2019E	2020E
% Sales Growth in Native Starch	16.3	2.7
% Sales Growth in HVA Starch	-7.4	5.6
% Sales Growth in Food products	3.5	3.0
% Total Sales Growth	3.8	3.7
% Gross Margin	18.0	19.3
% SG&A/ Sales	14.1	14.2

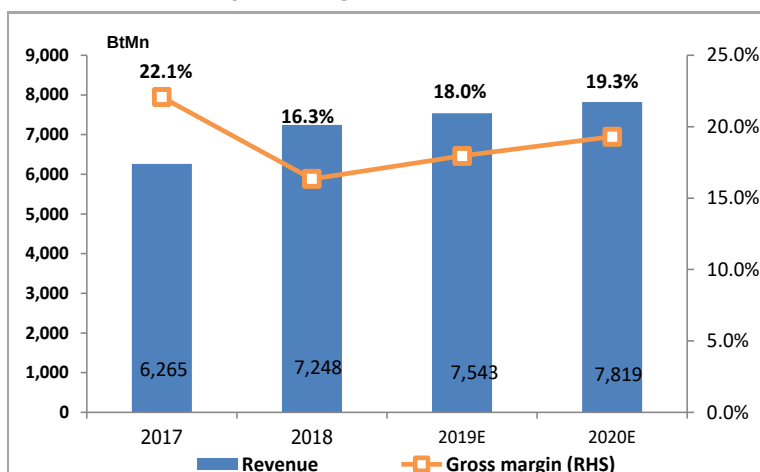
Source: FSS Forecasted

Revenues & Gross margin 2017-2020E



Source: Company, FSS Forecasted

Norm Profit & Norm profit margin 2017-2020E



Source: Company, FSS Forecasted

ฐานะการเงินยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้มีการกู้ยืมเพิ่ม

ฐานะทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ดี แม้มีเงินกู้เพิ่ม โดยบริษัทมีการออกหุ้นกู้เมื่อต้น 2Q19 จำนวน 1 พันล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 4% อายุ 3 ปี เพื่อรองรับโครงการลงทุนในช่วงปี 2019-2020 ที่มีวงเงินรวมราว 2 พันล้านบาท ใช้ในการลงทุน 3 โครงการหลักคือ (1) การขยายกำลังผลิตสินค้า HVA Starch ในไทยและผลิตภัณฑ์อาหารในเวียดนาม (2) การสร้างโรงงานผลิตแป้งมันในกัมพูชา (มีโอกาสรั่วซ้ำ เนื่องจากยังมีการระบาดของโรค CMO ในประเทศดังกล่าว) และโครงการโรงไฟฟ้า Biogas 2 โรงในประเทศไทย และ (3) การซื้อกิจการ (M&A) ธุรกิจแป้งมันและผลิตภัณฑ์อาหารจากแป้ง ทั้งในและต่างประเทศ ทำให้ ณ สิ้น 2Q19 IBD/E อยู่ที่ 0.2 เท่า จากสิ้นงวดปี 2016-2018 ที่มีสถานะภาพเป็นเงินสดสุทธิ แต่ถือว่ายังเป็นระดับต่ำมาก คาดว่าบริษัทจะสามารถเพิ่มเงินกู้ยืมได้อีกมาก ทั้งนี้ เราไม่ได้รวมโครงการสร้างโรงงานผลิตแป้งมันในกัมพูชาและการซื้อกิจการ (M&A) ไว้ในประมาณการ

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ TWPC ที่ 5.10 บาท อิง PE 14 เท่า มี discount ราว 10% จากค่าเฉลี่ย PE ของหุ้นในกลุ่มธุรกิจเกษตรและอาหาร ที่พอเทียบเคียงกันได้ แม้ไม่มีบริษัทใดในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ทำธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เหมือนกับ TWPC โดยการมี discount ราว 10% จากค่าเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มดังกล่าว เนื่องจากอัตราการทำกำไรทั้ง Profit Margin และ ROE ที่ต่ำกว่าหลายบริษัท

เปรียบเทียบอัตราส่วนกับบริษัทอื่นในงวด 1H19

	Current PE	Gross margin (%)	Norm profit margin (%)	ROE (%)	D/E (X)
CPF	15.5	14.0	2.8	8.9	2.5
GFPT	17.5	13.7	6.6	10.0	0.4
KBS	14.0	21.6	9.5	4.2	2.0
KSL	11.5	24.5	7.7	4.6	1.7
TU	19.3	15.8	4.3	8.8	2.2
TVO	15.0	9.4	5.3	16.0	0.3
Average	15.4	16.5	6.0	8.7	1.5
TWPC		17.4	2.9	2.9	0.5

Source: SET, Company, FSS Research

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ

ความเสี่ยงด้านความเพียงพอของวัตถุดิบ

ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของโรคพืชและศัตรูพืช

ความเสี่ยงจากผลิตภัณฑ์ทดแทน

ความเสี่ยงจากผันผวนของราคาวัตถุดิบ

ความเสี่ยงการขาดแคลนแรงงาน เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานมาก โดยเฉพาะในขั้นตอนบรรจุหีบห่อ

ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากบริษัทขายสินค้าส่วนใหญ่ไปต่างประเทศ ทำให้มีรายได้ส่วนใหญ่เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ รองลงมา เป็นสกุลเงินหยวน โดยคิดเป็นสัดส่วน 39% และ 15% ตามลำดับ ในช่วง 1H19 (ที่เหลือ 34% เป็นสกุลเงินบาท และ 12% เป็นเงินสกุลเวียดนาม) ทั้งนี้ บริษัทบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบธรรมชาติ (Natural Hedge) ได้ส่วนหนึ่ง เนื่องจากมีรายจ่ายส่วนหนึ่งเป็นการนำเข้าแป้งถั่วและแป้งมันฝรั่งจากต่างประเทศ ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตสินค้า นอกจากนี้ ในปี 2019 บริษัทมีนโยบายลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อเงินสกุลเหรียญสหรัฐ โดยทำ Hedging ในสัดส่วนราว 70%

Income Statement (Consolidated)						Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	6,265	7,248	7,543	7,819	8,097	Net profit	493	197	169	320	334
Cost of sales	4,882	6,063	6,188	6,310	6,535	Depreciation etc.	193	277	344	364	384
Gross profit	1,383	1,185	1,354	1,509	1,562	Change in working cap	-187	-247	-208	-179	-80
SG&A	938	967	1,062	1,111	1,153	Other adjustments	115	-6	-52	5	5
Operating profit	445	218	292	398	409	CFO	613	222	253	510	643
Other income	88	71	68	68	68	Capital expenditure	-747	-543	-1,000	-300	-300
EBIT	534	289	360	466	477	CFI	-555	-224	-991	-302	-302
EBITDA	726	566	704	830	861	Free cash flow	58	-2	-738	208	341
Interest charge	8	7	55	52	50	Net borrowings	-6	80	1,257	-56	-56
Tax on income	106	58	52	82	85	Equity capital raised	0	0	0	0	0
Normalized earnings	375	204	225	320	334	Dividends paid	-197	-282	-291	-291	-291
Extraordinary items	118	-7	-57	0	0	CFF	63	-157	704	-341	-340
Net profit	493	197	169	320	334	Net change in cash	121	-158	-35	-133	0
Balance Sheet (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash & Equiv	1,448	1,289	1,255	1,122	1,123	Growth (%)					
Accounts receivable	740	730	765	857	887	Revenue	1.7	15.7	4.1	3.7	3.6
Inventory	840	988	1,153	1,210	1,271	EBITDA	-27.6	-22.0	24.3	17.9	3.7
Other current asset	120	151	151	156	162	Net profit	-26.3	-60.1	-14.3	89.5	4.5
Total current assets	3,148	3,158	3,323	3,346	3,443	Normalized earnings	-39.8	-45.4	10.7	41.8	4.5
Investment	744	399	389	389	389	Profitability (%)					
PPE	2,561	2,828	3,484	3,420	3,336	Gross profit margin	22.1	16.3	18.0	19.3	19.3
Other assets	663	688	689	691	693	EBITDA margin	11.6	7.8	9.3	10.6	10.6
Total Assets	7,116	7,073	7,885	7,846	7,862	EBIT margin	8.5	4.0	4.8	6.0	5.9
Short-term loans	156	220	300	300	300	Norm profit margin	6.0	2.8	3.0	4.1	4.1
Account payable	532	493	424	398	412	Net profit margin	7.9	2.7	2.2	4.1	4.1
Current maturities	34	7	67	67	67	Normalized ROA	5.3	2.9	2.9	4.1	4.3
Other current liabilities	86	74	76	78	81	Normalize ROE	7.0	3.9	4.4	6.1	6.4
Total current liabilities	808	794	866	843	860	Normalized ROCE	8.5	4.6	5.1	6.7	6.8
Long-term debt	12	8	1,108	1,041	974	Risk (x)					
Other LT liabilities	390	404	430	446	462	D/E	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4
Total non-current	402	412	1,538	1,487	1,436	Net D/E	-0.0	-0.0	0.2	0.2	0.2
Total liabilities	1,210	1,206	2,404	2,329	2,295	Net debt/EBITDA	-0.3	-0.1	1.6	1.5	1.4
Registered capital	880	880	880	880	880	Per share data (Bt)					
Paid-up capital	880	880	880	880	880	Reported EPS	0.56	0.22	0.19	0.36	0.38
Share Premium	301	301	301	301	301	Normalized EPS	0.43	0.23	0.26	0.36	0.38
Legal reserve	90	90	90	90	90	EBITDA	0.83	0.64	0.80	0.94	0.98
Retained earnings	3,453	3,368	3,246	3,275	3,319	Book value	6.07	6.02	5.89	5.92	5.97
Others	622	665	665	665	665	Dividend	0.32	0.33	0.33	0.33	0.33
Minority Interest	560	562	299	305	311	Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Shareholders' equity	5,906	5,866	5,481	5,517	5,566	Valuations (x)					
						P/E	8.1	20.2	23.6	12.5	11.9
						Norm P/E	10.6	19.5	17.7	12.5	11.9
						P/BV	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						EV/EBITDA	5.2	6.9	7.3	6.2	6.0
						Dividend yield (%)	7.1	7.3	7.3	7.3	7.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,กท.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิ้งค์ 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหรง (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหรง 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมตลราฮิม 990 อาคารอัมตลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนนิมิตร์ 576 ถ.รัตนนิมิตร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี	
สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากรับ อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา	สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร
สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)