

# KSL (KSL TB)

## บมจ. น้ำตาลขอนแก่น

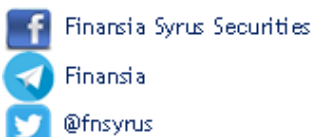
# BUY

Previous	T-BUY
<b>2021 Target Price (Bt)</b>	<b>3.30</b>
Price (15/01/2021)	2.90
up/downside (%)	+13.8
SET Index	1,519.13
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	40.00/4.24
Free float (%)	27.52
Market cap (Bt m)	12,789.67
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	30.16
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	3.00, 2.26, 2.72
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn) Ended-Oct	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	17,855	11,853	13,149	14,105
Normalized profit	235	421	633	765
Net profit	822	-83	633	765
EPS (Bt) - norm	0.05	0.10	0.14	0.17
EPS (Bt)- reported	0.19	-0.02	0.14	0.17
% growth y-y	-3.1	nm	nm	20.8
Dividend/share (Bt)	0.05	0.05	0.06	0.07
BV/share (Bt)	4.22	4.31	4.40	4.50
EV/EBITDA (x)	14.5	24.4	16.1	15.0
PER (x) - norm	54.4	30.4	20.2	16.7
PER (x)	15.6	nm	20.2	16.7
PBV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	1.7	1.7	2.0	2.4
ROE (%)	1.3	2.2	3.3	3.8
YE No. of shares (million)	4,410	4,410	4,410	4,410
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

**Analyst: Sureeporn Teewasuwet**  
 Register No.: 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## ราคาน้ำตาลยังมี Catalyst รออยู่

ราคาน้ำตาลทำ **New High** ในรอบ 4 ปี แม้ช่วงสั้นๆจะมีปัจจัยลบรบกวน แต่ยังมี **Catalyst** ถัดไปที่อาจช่วยหนุนราคาน้ำตาลขยับขึ้นได้ต่อ คือ ตัวเลขผลผลิตอ้อยของบราซิลที่จะเริ่มชัดเจนในเดือน เม.ย. มีความเป็นไปได้ที่จะน้อยกว่าที่ตลาดคาด เพราะได้รับผลลบจากปัญหาภัยแล้ง ล่าสุดบริษัทได้ล็อกราคาขายน้ำตาลส่งออกไปราว 50% ที่ระดับราคาสูงกว่าปีก่อนถึง 24% เชื่อว่าจะหักล้างผลลบจากปริมาณอ้อยไทยที่คาดลดลง -7% Y-Y ลดลงเป็นปีที่ 3 ติดต่อกันได้ และอยู่ระหว่างแก้ปัญหา โรงไฟฟ้ามีวัตถุดิบไม่เพียงพอ ด้วยการซื้อเชื้อเพลิงจากภายนอก เพื่อหลีกเลี่ยงการหยุดชะงักของโรงไฟฟ้า ไม่ให้ซ้ำรอยเหมือนปีก่อน เราคาดกำไรปกติปี 2020 จะกลับมาโต 50.5% Y-Y และหากดูในแง่กำไรสุทธิ ถือเป็นกำไรพลิกมีกำไร หลังจากขาดทุนสุทธิ -83 ล้านบาทในปีก่อน และประเมินราคาเป้าหมาย 2021 เท่ากับ 3.3 บาท อิง **PBV 0.75 เท่า** แนะนำซื้อ **ราคาน้ำตาลยังมี Next Catalyst รออยู่**

ราคาน้ำตาลช่วงนี้เริ่มชะลอการปรับขึ้น เพราะมี 3 ปัจจัยลบ ได้แก่ 1. คาดการณ์ภาวะน้ำตาลโลกปีนี้ 2020/21 จะกลับมาเกินดุล จากที่ขาดดุลเล็กน้อยในปีก่อน 2. คาดอินเดียจะมีผลผลิตน้ำตาลส่วนเกิน และมีแผนส่งออกราว 6 ล้านตัน ซึ่งถูก subsidy ด้านราคาโดยรัฐบาลอินเดีย และ 3. ค่าเงินเรียลบราซิลอ่อนค่าลงจากเดือนก่อนหน้า เป็นบวกต่อผู้ส่งออกน้ำตาลของบราซิล แต่เป็นลบต่อราคาน้ำตาลตลาดโลก อย่างไรก็ตาม ยังมี Catalyst ถัดไปที่ต้องติดตามคือ ผลผลิตของบราซิล ที่จะเริ่มชัดเจนในช่วงเปิดหีบอ้อยเดือน เม.ย. หากต่ำกว่าที่ตลาดคาด อาจจะเป็นปัจจัยหนุนที่ทำให้ราคาน้ำตาลปรับขึ้นอีกครั้ง

## ราคาน้ำตาลโลกทำ New High ในรอบ 4 ปี เป็นบวกต่อราคาขายปีนี้

ราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์กเฉลี่ยเดือน ม.ค. อยู่ที่ 15.85 เซนต์ต่อปอนด์ (+8% M-M, +11.8% Y-Y) สูงสุดในรอบ 4 ปี เป็นบวกต่อราคาขายน้ำตาลของ KSL ที่ล่าสุดได้ทยอยล็อกราคาขายน้ำตาลส่งออกปี 2021 ไปแล้วราว 50% ที่ราคา (รวม Premium) ใกล้เคียง หนท. ราว 16.5 เซนต์ต่อปอนด์ (+24% Y-Y)

## แม้คาดปริมาณอ้อยไทยยังลดลง แต่คาดราคาขายหักล้างผลลบได้

คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทย 2020/21 จะลดลงมาอยู่ที่ 67 ล้านตันอ้อย (-10.5% Y-Y) ลดลงเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน จากสภาพอากาศที่แล้งในช่วงฤดูเพาะปลูก และพื้นที่เพาะปลูกลดลง เพราะราคาน้ำตาลตกต่ำหลายปี ทำให้ชาวไร่น้ำตาลไปปลูกพืชชนิดอื่นแทน และคาดปริมาณน้ำตาลของ KSL จะลดลงราว -7% Y-Y แม้เป็นลบต่อปริมาณขายน้ำตาล และธุรกิจต่อเนื่องอย่างการขายโมลาส และไฟฟ้า แต่เชื่อว่าราคาขายน้ำตาลที่ดีขึ้นจะช่วยชดเชยประเด็นลบดังกล่าวได้

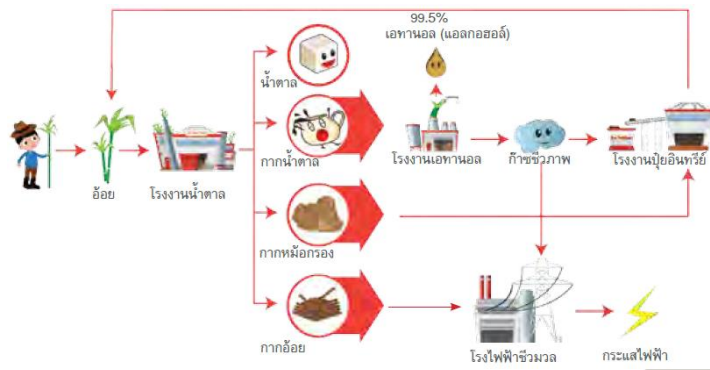
## คาดกำไรปีนี้จะกลับมาเติบโตอีกครั้ง แต่ยังต่ำกว่าในอดีต

เราคาดรายได้รวมปี 2021 จะเติบโตราว 10.9% Y-Y และคาดอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 16% จาก 14.9% ในปี 2020 แม้ยังมีความกังวลต่อธุรกิจไฟฟ้าที่ประสบปัญหาวัตถุดิบลดลง แต่ผู้บริหารมีแผนซื้อเชื้อเพลิงจากภายนอก และคาดจะไม่หยุดผลิตโรงไฟฟ้านานเหมือนปีก่อนที่หยุดเดิน 2 เดือน (เพราะวัตถุดิบไม่พอ) น่าจะยังพยุงอัตรากำไรขั้นต้นไว้ได้ นำไปสู่การคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 จะกลับมาเติบโตราว 50.5% Y-Y เป็น 633 ล้านบาท ส่วนในแง่กำไรสุทธิถือว่าพลิกกลับมามีกำไรอีกครั้ง จากที่ขาดทุนสุทธิ -83 ล้านบาทในปี 2020 เพราะมีค่าใช้จ่ายพิเศษที่ค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ยังเป็นระดับกำไรที่ต่ำกว่าในอดีตที่เคยทำได้ปีละ 1 พันล้านบาท เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 3.3 บาท อิง **PBV 0.75 เท่า** ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท Implied เป็น PE ที่ 23.5 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17 เท่า แต่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ PE กรอบบนในช่วงที่ราคาน้ำตาลเป็นขาขึ้น

**Company Overview**

KSL เป็นกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยมีกลุ่มธุรกิจทั้งหมด 5 โรงงานตั้งอยู่ที่ น้ำพอง จ.ขอนแก่น 1 โรง, วังสะพุง จ.เลย 1 โรง, ท่ามะกา จ.กาญจนบุรี 2 โรง และ จ.ชลบุรี 1 โรง ซึ่งสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์น้ำตาลออกเป็น 5 ประเภทได้แก่ น้ำตาลทรายดิบ, น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง, น้ำตาลทรายขาว, น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ และน้ำเชื่อม มีกำลังการผลิตในไทย 131,500 ตันต่อวัน และยังมีโรงงานน้ำตาลที่สหพันธรัฐ ประเทศลาว (3,000 ตันต่อวัน) และที่เกาะกง ประเทศกัมพูชา (6,000 ตันต่อวัน)

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องเช่น ธุรกิจเอทานอล, โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ, โรงงานผลิตปุ๋ยอินทรีย์ และโรงไฟฟ้า ซึ่งเป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการที่บอ้อยไปใช้เป็นวัตถุดิบ เช่น กากน้ำตาล น้ำอ้อย กากอ้อย กากหมักรอง หรือน้ำเสียน้ำ



บริษัทมีการเข้าลงทุนในบริษัทร่วม 2 แห่งคือ TSTE และ BBGI ซึ่งเป็นบริษัทที่ร่วมทุนกับ บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) โดย KSL เข้าถือ BBGI ในสัดส่วน 40% ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็น Holding company ที่ลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวภาพได้แก่ การผลิตไบโอดีเซล (330 ล้านลิตรต่อปี), การผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานน้ำพอง (49.5 ล้านลิตรต่อปี) และการผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานบ่อพลอย (99 ล้านลิตรต่อปี)

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ KSL โดยอิง PBV 0.75 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท ซึ่ง Implied เป็น PE ที่ 23.5 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17 เท่า แต่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ PE กรอบบนในช่วงที่ราคาน้ำตาลเป็นขาขึ้น

**ESG**

**Environment**

- ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของกระบวนการผลิตน้ำตาลทราย เกิดจากน้ำเสียที่ใช้ในกระบวนการผลิต และฝุ่นซึ่เกิดขึ้นจากการเผาไหม้ของหม้อไอน้ำ ซึ่งบริษัทได้คำนึงถึงและหามาตรการป้องกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และให้เป็นไปตามมาตรฐานของกระทรวงอุตสาหกรรม
- ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า บริษัทได้ผ่านการศึกษผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) สำหรับโรงงานที่ขอนแก่นได้รับการขึ้นทะเบียนกับ CDM Executive Board เพื่อรับการสนับสนุนให้เป็นโครงการ CDM (Clean Development Mechanism) ตามอนุสัญญาเกียวโต โปรโตคอล ซึ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

**Social**

- วัตถุดิบอ้อยถือเป็นหัวใจสำคัญของโรงงานน้ำตาล บริษัทจึงให้ความสำคัญกับชาวไร้อ้อย โดยทำให้ชาวไร้อ้อยได้รับผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว, สนับสนุนทางการเงินแก่ชาวไร่ รวมถึงเข้าใจและทราบปัญหาของชาวไร่โดยตรง สามารถเข้าไปช่วยเหลือได้ทันที เพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับชาวไร่ปลูกอ้อยเพื่อป้อนโรงงานต่อไป และเติบโตไปพร้อมกับโรงงาน
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนตามกรอบ GRI (Global Reporting Initiative) ได้ส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีส่วนร่วมในการจัดกิจกรรม หรือเข้าไปมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม สนับสนุนกิจกรรมเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิต และเสริมสร้างประโยชน์ของชุมชนและสังคม

**Governance**

- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 20 คน ประกอบกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการของบริษัท และผู้บริหารระดับสูง ต้องรายงานการมีส่วนได้เสียของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้อง และกำหนดให้มีการทบทวนรายงานภายในเดือนตุลาคมของทุกปี และ/หรือทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูล โดยให้ส่งรายงานถึงฝ่ายเลขานุการของบริษัท ภายใน 7 วันทำการ
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการและผู้บริหารทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของ บริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนที่การเงินหรือข้อมูลภายในนั้นจะเปิดเผยต่อสาธารณชนและห้ามไม่ให้เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนั้นต่อบุคคลอื่น

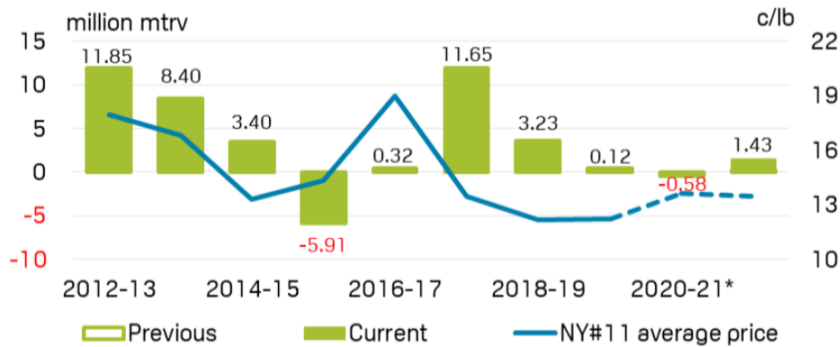
**ระยะสั้น คู่มือปัจจัยลบต่อราคาน้ำตาล**

ราคาน้ำตาลโลกช่วงนี้อาจเริ่มชะลอการปรับขึ้น หลังจากไปทำ High ของรอบที่ 16.67 เซนต์ต่อปอนด์ โดยมีปัจจัยเริ่มเข้ามาได้แก่

1. เริ่มมีการคาดการณ์ภาวะน้ำตาลโลกปีนี้ 2020/21 จะกลับมาเกินดุลราว 2-6 ล้านตัน (S&P Global คาดเกินดุลน้อยกว่าตลาดอยู่ที่ 1.43 ล้านตัน) หลังจากที่ขาดดุลในปีก่อนราว 0.58 ล้านตัน
2. คาดการณ์ผลผลิตอ้อยของอินเดียจะเพิ่มขึ้นถึง 13% สู่ระดับ 31 ล้านตัน และคาดมีผลผลิตส่วนเกิน 6 ล้านตัน ทำให้ล่าสุดรัฐบาลประกาศอุดหนุนให้มีการส่งออกน้ำตาล 6 ล้านตัน โดยให้เงินช่วยเหลือ US\$72 ต่อตัน (เนื่องจากต้นทุนการผลิตน้ำตาลของอินเดีย สูงกว่าราคาขายในตลาดโลก)
3. ค่าเงินเรียลบราซิลกลับมาอ่อนค่า ล่าสุดอยู่ที่ 5.3 USD อ่อนค่าลงจาก 5 BRL/USD ในเดือน ธ.ค. ซึ่งเป็นบวกต่อผู้ส่งออกของบราซิล ยอมขายในระดับราคาที่ต่ำลง เพราะได้ผลบวกจากค่าเงินอ่อนค่าเข้ามาชดเชย ถือเป็นลบต่อราคาน้ำตาลตลาดโลก

**คาดการณ์ภาวะผลผลิตน้ำตาลโลกปี 2020/21**

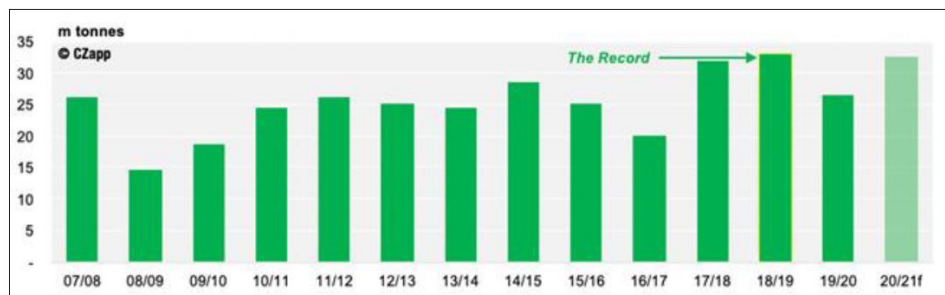
**GLOBAL SUGAR BALANCE AND WORLD PRICE**



Source: S&P Global Platts Analytics

Source: KSL's Presentation

**คาดการณ์ภาวะผลผลิตน้ำตาลของอินเดียปี 2020/21**



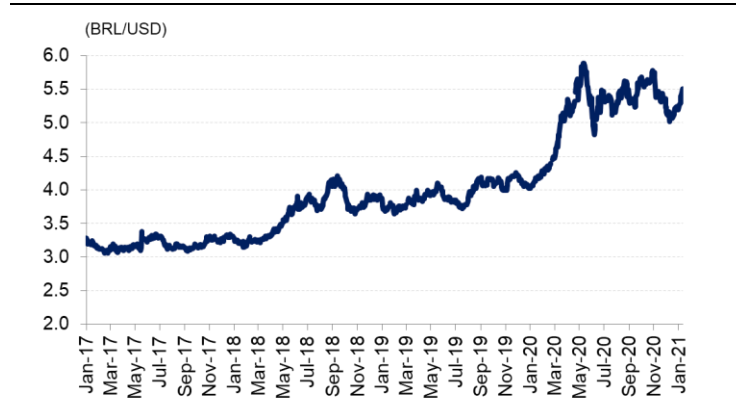
Source: Czapp, TRS, Commerzbank, ISMA

2020/21 India has finally awarded a sugar export subsidy, at around INR 6,000/mt (\$72/mt).

2018/19 : Quota 5 MMT, export 3.8 MMT  
 2019/20 : Quota 6 MMT, export 5.8 MMT  
 2020/21 : Quota 6 MMT, export

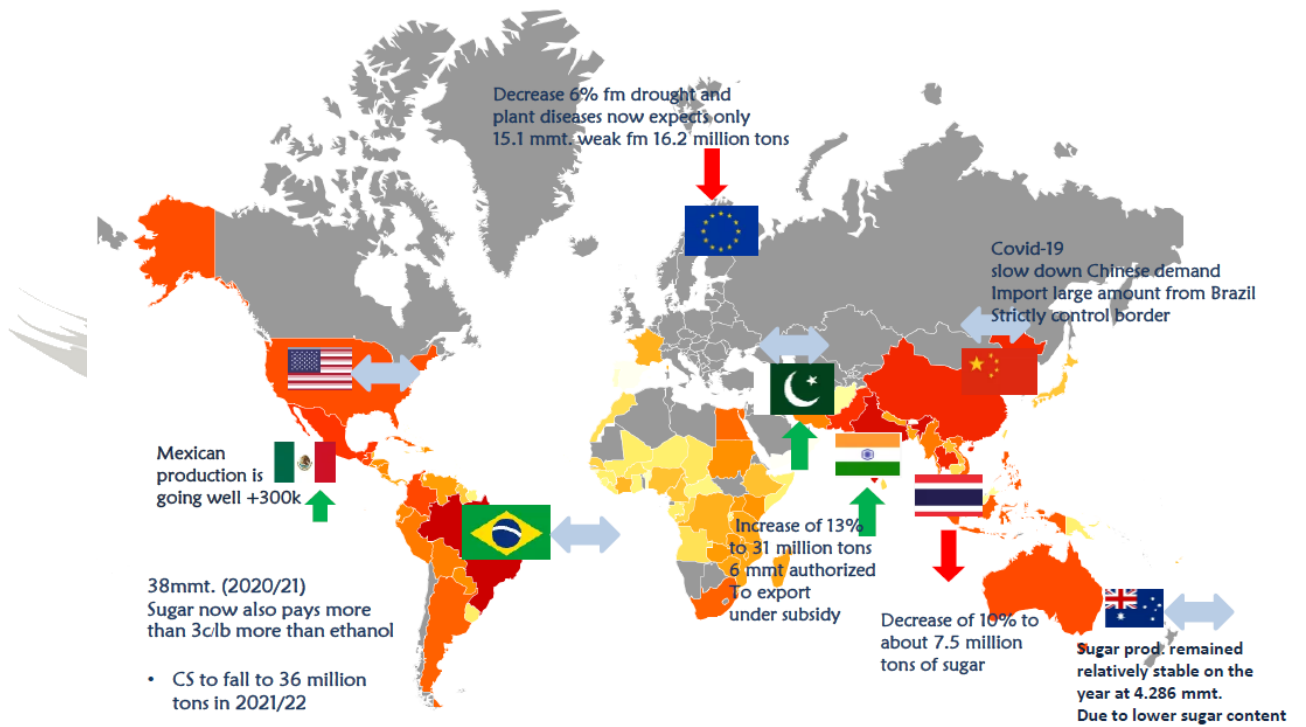
Source: KSL's Presentation

การเคลื่อนไหวของค่าเงินเรียลบราซิลต่อ USD



Source: Bloomberg

การเปลี่ยนแปลงผลผลิตน้ำตาลปี 2020/21 ของรายประเทศ

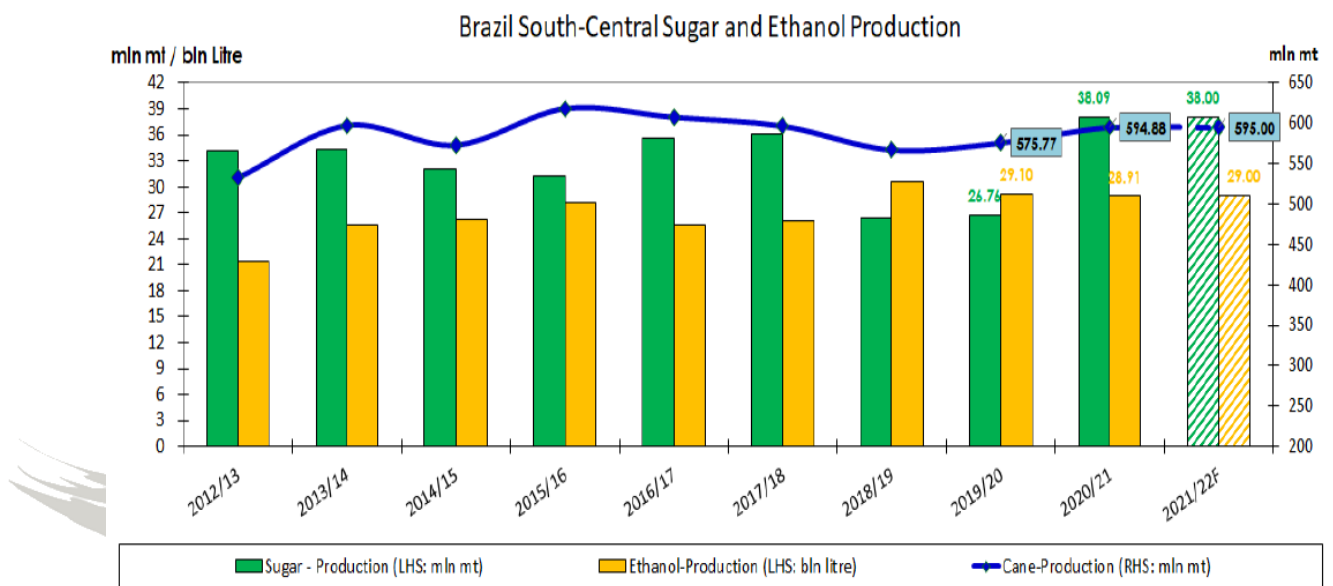


Source: KSL's presentation (Commerzbank, Datagro, Isma, Platts, Unica)

**แต่ยังมี Next Catalyst จับตาดูน้ำตาลบราซิลเดือน เม.ย. 2021**

อย่างไรก็ตาม ยังมี Catalyst ถัดไปที่ต้องจับตาดู ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อราคาน้ำตาลตลาดโลก นั่นคือ ปริมาณผลผลิตอ้อยของบราซิล ซึ่งจะเริ่มฤดูกาลหีบอ้อยในเดือน เม.ย. 2021 ในขณะที่ตลาดเริ่มมีความกังวลถึงผลกระทบจากสภาพอากาศที่แห้งแล้ง (La Nina) อาจกระทบให้ปริมาณน้ำตาลของบราซิลต่ำกว่าคาด จากปัจจุบันที่คาดการณ์ผลผลิตอ้อย 2021/22 ไว้ที่ 595 ล้านตันอ้อย (ทรงตัว Y-Y) และยังคงอัตราส่วนการนำไปผลิตเป็น น้ำตาล : เอทานอล ที่ระดับ 45% : 55% ไกล่เคียงปีก่อน แต่สูงกว่า 2 ปีก่อน (2019/20) ที่ 40% : 60% เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของการผลิตน้ำตาลยังสูงกว่าเอทานอล จึงจูงให้ผู้ผลิตเลือกที่จะผลิตน้ำตาล จึงคาดการณ์ปริมาณน้ำตาลของบราซิลในปี 2021/22 จะทรงตัวสูงที่ระดับ 38 ล้านตันน้ำตาล ไกล่เคียงปีก่อน ทั้งนี้ยังต้องติดตามปริมาณผลผลิตจริงในช่วงหีบอ้อยต่อไป

**คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของบราซิลปี 2021/22**



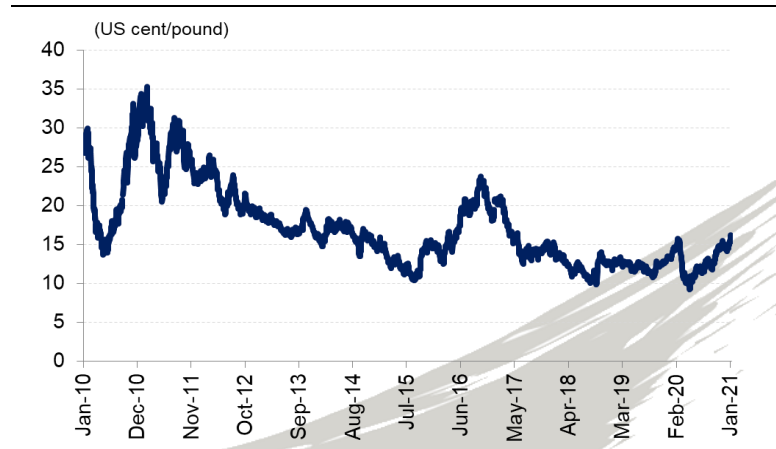
Source: KSL's Presentation (Unica, Datagro)

**ราคาน้ำตาลโลกขยับขึ้นทำ New High ในรอบเกือบ 4 ปี**

ราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์กเดือน ม.ค. 2021 เฉลี่ยอยู่ที่ 15.85 เซนต์ต่อปอนด์ (+8% M-M, +11.8% Y-Y) เป็นระดับราคาสูงสุดในรอบเกือบ 4 ปี นับตั้งแต่ เม.ย. 2017 มาจากทั้งปริมาณผลผลิตน้ำตาลที่ขาดดุลในปีที่ผ่านมา และยังคงมีความกังวลต่อปริมาณผลผลิตในบราซิลปีนี้อาจถูกกระทบจากปัญหาภัยแล้ง รวมถึงคาดการณ์ผลผลิตที่ลดลงของไทย

ราคาน้ำตาลที่ปรับขึ้นถือเป็นบวกต่อ KSL ล่าสุดได้มีการทยอยล็อกราคาขายน้ำตาลส่งออกล่วงหน้าของปี 2021 ไปแล้วราว 50% ที่ระดับราคาเฉลี่ยใกล้เคียง อนท. (บริษัทอ้อยและน้ำตาลไทย) ราว 14.3 เซนต์ต่อปอนด์ หรือ 16.5 เซนต์ต่อปอนด์ (รวม Premium) ถือเป็นระดับราคาที่สูงกว่าราคาขายเฉลี่ยในปีก่อนถึง 24% (ราคาขายเฉลี่ยปีก่อน 13.3 เซนต์ต่อปอนด์) ส่วนในแง่ราคาขายน้ำตาลในประเทศคาดยังทรงตัวใกล้เคียงเดิมที่ระดับ 17 บาท/กก.

**ราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์ก**



Source: Bloomberg

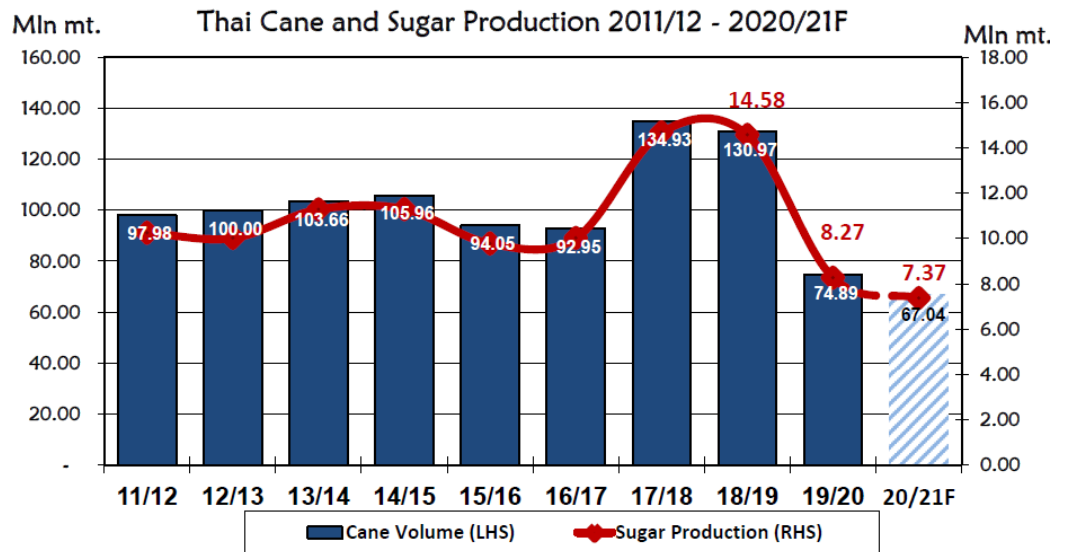
**คาดการณ์อ้อยไทยยังลดต่อเป็นปีที่ 3 แต่ราคาขายน้ำตาลช่วยหักล้างได้**

เรายังมองว่าราคาขายน้ำตาลปีใหม่ที่ปรับตัวสูงขึ้น น่าจะช่วยหักล้างผลลบจากคาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปีนี้ 2020/21 ที่จะลดลงมาอยู่ที่ 67 ล้านตันอ้อย (-10.5% Y-Y) ถือเป็นารลดลงเป็นปีที่ 3 ติดต่อกัน สาเหตุมาจากทั้งสภาพอากาศที่แห้งแล้งไม่เอื้อต่อการเพาะปลูกอ้อย แม้จะมีฝนตกในช่วงที่ผ่านมา แต่มาล่าช้าทำให้อ้อยโตเต็มที่ถูกรบกวนจากภัยแล้งไม่สามารถดีขึ้นได้ทันฤดูกาล นอกจากนี้ยังมาจากปริมาณพื้นที่เพาะปลูกที่ลดลง เนื่องจากราคาน้ำตาลตกต่ำมาหลายปี ทำให้ชาวไร่น้ำตาลไปปลูกพืชชนิดอื่นแทน เช่น มันสำปะหลัง จึงคาดว่าปริมาณน้ำตาลของไทยปีนี้จะลดลงไปในทิศทางเดียวกันมาอยู่ที่ราว 7.37 ล้านตันน้ำตาล (-10.9% Y-Y)

สำหรับ KSL คาดการณ์ปริมาณอ้อยเข้าหีบปีนี้อยู่ที่ 4.95 ล้านตันอ้อย (-8% Y-Y) และคาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลอยู่ที่ 5.45 ล้านตันน้ำตาล (-6.8% Y-Y)



คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2020/21



Source: Bloomberg

คาดการณ์ปีนี้จะกลับมาโตอีกครั้ง

จากปริมาณอ้อยที่คาดการณ์ลดลงในปีนี้ คาดจะกระทบให้ปริมาณขายน้ำตาลในปี 2021 (พ.ย.20 – ต.ค.21) ลดลงราว -7% มาอยู่ที่ 6.45 แสนตัน จากปีก่อนที่ 6.94 แสนตัน แต่ด้วยราคาขายน้ำตาลส่งออกที่ปรับขึ้นแรง และได้ล็อกราคาล่วงหน้าไป 50% แล้ว ในขณะที่แนวโน้มราคาน้ำตาลยังสดใสต่อเนื่องอย่างน้อย 1H21 เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาขายน้ำตาลส่งออกขึ้น +24% Y-Y ส่วนราคาขายในประเทศให้ทรงตัว Y-Y ทำให้ราคาขายน้ำตาลโดยเฉลี่ย +16.6% Y-Y มาอยู่ที่ราว 14,831 บาท/ตัน

แม้เราจะมีความกังวลต่อรายได้และกำไรจากธุรกิจไฟฟ้าในปี 2021 เพราะปัญหาผลผลิตอ้อยที่ลดลง จะกระทบต่อวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้าอย่างภาคอ้อยให้ลดลงด้วย แต่ผู้บริหารมีแผนซื้อเชื่อเพลิงจากภายนอกเพื่อยังคงเป้าหมายปริมาณขายไฟให้ใกล้เคียงปีก่อน นอกจากนี้บริษัทยังได้รับสัญญาขายไฟฉบับใหม่ที่นำร่อง จ.ขอนแก่น (สัญญาขายไฟ 20 MW คิดเป็น 38% ของปริมาณขายไฟทั้งหมด) โดยมีราคาขายปรับขึ้น 20% เป็น 3.66 บาท/MWhr จึงคาดการณ์ได้จากธุรกิจไฟฟ้าจะปรับขึ้น ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจไฟฟ้า แม้จะถูกกระทบจากต้นทุนเชื่อเพลิงภายนอกที่สูงขึ้น แต่คาดว่าอัตรากำไรจะทรงตัวถึงปรับขึ้นได้ เนื่องจากไม่มีการหยุดชะงักของโรงงานผลิตนานเท่าปีก่อนราว 2 เดือน ซึ่งเกิดจากผลผลิตอ้อยน้อย จึงหยุดเดินผลิตที่บ่อพลอย

ภาพรวมรายได้ในปี 2021 เราคาดว่าจะเติบโตราว 10.9% Y-Y เป็น 13,149 ล้านบาท และคาดการณ์กำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 16% จาก 14.9% ในปี 2020 และคาดว่าจะแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (TSTE, BBGI) จะลดลง -17% Y-Y มาอยู่ที่ 268 ล้านบาท โดยมาจาก BBGI เป็นหลัก เพราะปีก่อนมีรายการ Stock Gain ราว 100 ล้านบาท ดังนั้นเราจึงคาดการณ์กำไรปกติปี 2021 จะอยู่ที่ 633 ล้านบาท (+50.5% Y-Y) ส่วนในแง่กำไรสุทธิถือว่าพลิกกลับมามีกำไรจากที่ขาดทุนราว -83 ล้านบาทในปี 2020 เพราะมีรายการพิเศษที่เป็นค่าใช้จ่ายค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ยังถือเป็นระดับกำไรที่ต่ำกว่าในอดีตซึ่งอยู่ที่ระดับ 1 พันล้านบาท

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2021 เท่ากับ 3.3 บาท โดยอิง PBV ที่ 0.75 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของบริษัท ซึ่ง Implied เป็น PE ที่ 23.5 เท่า แม้จะสูงกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17 เท่า แต่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของ PE กรอบบนในช่วงที่ราคาน้ำตาลเป็นขาขึ้น

**สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน KSL**

Assumptions	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Sale Sugar Volume (ton)</b>					
- Domestic	230,145	164,067	161,250	177,375	195,113
- Export - Raw Sugar	666,289	252,276	232,200	255,420	280,962
- Export - White/Refined	359,159	272,486	251,550	276,705	304,376
<b>Price (Bt/ton)</b>					
- Domestic	16,431	17,535	17,535	17,535	18,061
- Export - Raw Sugar	9,231	10,579	13,118	13,118	13,511
- Export - White/Refined	11,094	11,838	14,679	14,679	15,119
<b>Sale Value (bt mn)</b>					
- Sugar & Molasses	15,413	10,043	10,856	11,814	13,384
- Electricity	1,205	1,167	1,202	1,202	1,202
- Supporting & Other	1,238	643	1,090	1,090	1,090
<b>Total Sale Value</b>	<b>17,855</b>	<b>11,853</b>	<b>13,149</b>	<b>14,105</b>	<b>15,676</b>
% Growth	0.2	-33.6	10.9	7.3	11.1
<b>% Gross Margin</b>	<b>20.3</b>	<b>14.9</b>	<b>16.0</b>	<b>16.0</b>	<b>16.2</b>
% SG&A to Sales	9.1	10.3	10.1	10.1	10.1
<b>Share profit of Associated</b>	<b>101</b>	<b>323</b>	<b>268</b>	<b>338</b>	<b>347</b>
% Growth	-30.4	219.8	-17.0	26.1	2.7
<b>Norm profit (bt mn)</b>	<b>235</b>	<b>421</b>	<b>633</b>	<b>765</b>	<b>894</b>
% Norm Margin	1.3	3.5	4.8	5.4	5.7
<b>% Norm Profit Growth Y-Y</b>	<b>58.0</b>	<b>78.8</b>	<b>50.5</b>	<b>20.8</b>	<b>16.9</b>

Source: FSS Research



## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

อ้อยถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และเป็นหัวใจของกระบวนการผลิตน้ำตาล และต่อยอดไปยังธุรกิจอื่นๆที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่ความผันผวนของปริมาณอ้อยเกิดจาก 2 สาเหตุคือ ปริมาณพื้นที่เพาะปลูกอ้อยน้อยลง และผลผลิตอ้อยต่อพื้นที่เพาะปลูกลดลง จากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นหากปริมาณอ้อยลดลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

น้ำตาลถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ อุปทาน การเก็งกำไรของนักเก็งกำไร นโยบายภาครัฐทั้งในแง่การส่งเสริม การแทรกแซง ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำตาล อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันด้วย ซึ่งหากราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก จะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

### ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในประเทศไทยอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย ภายใต้พรบ.อ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบสัดส่วนปริมาณน้ำตาลขายในประเทศและขายต่างประเทศ การจัดการราคา รวมถึงการจัดสรรส่วนแบ่งรายได้ของระบบระหว่างโรงงานน้ำตาลและเกษตรกรชาวไร่อ้อย ภายใต้ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70 : 30 และการควบคุมการเปิดโรงงานน้ำตาล เป็นต้น จะเห็นว่านโยบายต่างๆล้วนส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการของบริษัท

### ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกน้ำตาลราว 70-80% ในขณะที่บริษัทมี Natural Hedge บางส่วนจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ ทำให้ต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทถูกคำนวณจากรายได้ที่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ถือว่ามีอัตราแลกเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn) Ended-Oct	2018	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	17,813	17,855	11,853	13,149	14,105
Cost of sales	14,681	14,230	10,082	11,045	11,848
Gross profit	3,131	3,625	1,771	2,104	2,257
SG&A	1,494	1,625	1,223	1,328	1,425
Operating profit	1,637	2,000	548	776	832
Other income	475	649	248	276	296
EBIT	858	1,236	324	920	987
EBITDA	2,122	2,440	1,404	2,026	2,118
Interest charge	728	710	497	456	445
Tax on income	144	149	-67	93	108
Earnings after tax	-14	376	-106	371	434
Minority interest	-18	8	-15	7	7
Normalized earnings	149	235	421	633	765
Extraordinary items	699	586	-503	0	0
Net profit	848	822	-83	633	765

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net profit	848	822	-83	633	765
Deprec. & amortization	1,264	1,205	1,080	1,105	1,130
Change in working capital	-1,823	2,642	747	-5	-210
Other adjustments	-192	-142	-28	-323	-268
Cash flow from operations	97	4,527	1,717	1,410	1,417
Capital expenditure	-1,093	-890	-1,102	-500	-500
Others	-517	655	615	-14	-11
Cash flow from investing	-1,610	-235	-487	-514	-511
Free cash flow	-1,512	4,292	1,230	896	906
Net borrowings	1,273	-1,625	-1,069	-598	-863
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-251	-217	-247	-253	-306
Others	506	77	-1,475	-1,106	31
Cash flow from financing	1,528	-1,765	-2,790	-1,957	-1,138
Net change in cash	16	2,527	-1,560	-1,061	-231

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn) Ended-Oct	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash	129	2,431	138	151	137
Accounts receivable	2,476	1,287	1,203	1,081	1,159
Inventory	4,089	2,774	2,049	2,269	2,435
Other current assets	1,640	1,023	884	855	917
Total current assets	8,335	7,515	4,274	4,355	4,648
Investments	4,456	4,356	5,052	5,102	5,152
Plant, property & equipment	26,183	25,868	25,891	25,285	24,655
Other assets	6,568	6,384	5,905	5,062	5,072
Total assets	45,542	44,122	41,122	39,805	39,528
Short-term loans	6,846	4,880	6,913	6,815	6,452
Accounts payable	1,793	1,283	1,191	1,210	1,298
Current maturities	5,146	5,485	3,224	2,500	2,450
Other current liabilities	139	170	60	105	113
Total current liabilities	13,924	11,818	11,388	10,631	10,313
Long-term debt	11,405	11,761	8,631	8,131	7,631
Other non-current liab.	1,574	1,521	1,557	1,118	1,199
Total non-current liab.	12,979	13,282	10,188	9,249	8,830
Total liabilities	26,903	25,100	21,576	19,879	19,143
Registered capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Paid up capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Share premium	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Legal reserve	221	221	221	221	221
Retained earnings	12,838	13,234	13,655	14,034	14,493
Minority Interests	429	417	519	519	519
Shareholders' equity	18,639	19,022	19,546	19,926	20,384

**Important Ratios (Consolidated)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	14.0	0.2	-33.6	10.9	7.3
EBITDA	59.8	15.0	-42.5	44.3	4.5
Net profit	-57.0	-3.1	nm	nm	20.8
Normalized earnings	-3.8	58.0	78.8	50.5	20.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	17.6	20.3	14.9	16.0	16.0
EBITDA margin	11.9	13.7	11.8	15.4	15.0
EBIT margin	4.8	6.9	2.7	7.0	7.0
Normalized profit margin	0.8	1.3	3.5	4.8	5.4
Net profit margin	4.8	4.6	-0.7	4.8	5.4
Normalized ROA	0.3	0.5	1.0	1.6	1.9
Normalized ROE	0.8	1.3	2.2	3.3	3.8
Normalized ROCE	2.7	3.8	1.1	3.2	3.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0
Net D/E	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
Net debt/EBITDA	12.6	9.3	15.3	9.7	9.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.19	0.19	-0.02	0.14	0.17
Normalized EPS	0.03	0.05	0.10	0.14	0.17
EBITDA	0.48	0.55	0.32	0.46	0.48
Book value	4.13	4.22	4.31	4.40	4.50
Dividend	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	15.1	15.6	nm	20.2	16.7
Norm P/E	85.9	54.4	30.4	20.2	16.7
P/BV	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	18.6	14.5	24.4	16.1	15.0
Dividend yield (%)	1.7	1.7	1.7	2.0	2.4

Source: Company data, FSS research

### บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	<b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	<b>สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	<b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545
<b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	<b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b> ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	<b>สาขา สีนธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	<b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
<b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859	<b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	<b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	<b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิคเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193	<b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
<b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	<b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
<b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.รอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	<b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดจลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	<b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
<b>สาขา บิดดาณี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล อ.เมือง จ.บิดดาณี 073-350-140-4				

### 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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง 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, LI, 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, TASCOS, 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 2020

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 ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC