

### BUY

Previous	HOLD
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>6.2</b>
Price (03/12/2021)	5.3
up/downside (%)	+17.0
SET Index	1,588.19
Sector	Agribusiness
Foreign limit/actual (%)	49.00/40.07
Free float (%)	50.06
Market cap (Bt m)	4,666.23
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	9.33
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	6.50, 3.80, 5.32
IOD 2020	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn)	2019	2020	2021E	2022E
Revenue	7,323	7,090	9,068	9,847
Normalized profit	125	-8	321	384
Net profit	68	38	310	384
EPS (Bt) - norm	0.14	-0.01	0.36	0.44
EPS (Bt)- reported	0.08	0.04	0.35	0.44
% growth y-y	-65.4	-43.8	711.4	23.6
Dividend/share (Bt)	0.13	0.13	0.21	0.26
BV/share (Bt)	5.70	5.56	5.70	5.87
EV/EBITDA (x)	10.9	12.8	7.0	6.2
PER (x) - norm	37.4	Nm	14.5	12.2
PER (x)	68.6	121.9	15.0	12.2
PBV (x)	0.9	1.0	0.9	0.9
Dividend yield (%)	2.5	2.5	4.0	4.9
Norm ROE (%)	2.5	nm	6.4	7.4
YE No. of shares (million)	880	880	880	880
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, Finansia estimates

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

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

## ปรับขึ้นเป็น ชื้อ เข้าสู่ High Season 4Q21-1Q22

ปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็น ชื้อ จากเดิม ถือ โดยปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 6.2 บาท จากปี 2021 ที่ 5.6 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า) เพราะเข้าสู่ช่วง High Season ของธุรกิจ คาดกำไรปกติ 4Q21 จะฟื้นตัว Q-Q และโตสูง Y-Y และจะเร่งตัวขึ้นใน 1Q22 จากผลผลิตหัวมันที่จะออกสู่ตลาดมากขึ้นในเดือน ธ.ค.-1Q22 แม้ราคาหัวมันเดือน ต.ค.-พ.ย. 21 ยังปรับสูงขึ้น ผิดไปจากที่เคยคาดว่า จะอ่อนลง เพราะปัญหาน้ำท่วม ทำให้ผลผลิตออกมากกว่าคาด เราจึงปรับลด กำไรปกติปี 2021 ลง 6.7% เป็น 321 ลบ. (พลิกจากขาดทุนปี 2020) แต่คาดเห็น ราคาหัวมันอ่อนลงในเดือน ธ.ค.21 ขณะที่ปริมาณขายส่งออกและราคาขาย ส่งออกยังทรงตัวสูงถึงปรับขึ้น กอปรกับจะเริ่มรับรู้รายได้เม็ดไบโอพลาสติก ตั้งแต่ 1Q22 เป็นต้นไป จึงปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2022 ขึ้น 6.1% เป็น 384 ลบ. (+19.6% Y-Y) นอกจากระยะสั้นกำไรจะโตดีใน 4Q21-1Q22 แล้ว การขยายสู่ ผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมอย่างไบโอพลาสติกจากแป้งมัน สามารถย่อยสลายได้เองใน 30-60 วัน ถือเป็นการต่อยอดเป้าหมายการทำธุรกิจด้วย แนวคิด Sustainability และน่าจะช่วยเพิ่มความมีเสถียรภาพของผลการดำเนินงานในอนาคต

### กำไร 3Q21 อ่อนตัวลงตามฤดูกาล

กำไรสุทธิ 3Q21 เท่ากับ 39 ลบ. (-48.5% Q-Q, พลิกจากขาดทุน -41 ลบ.ใน 3Q20) แม้จะดีกว่าที่เราเคยคาดไว้ 31 ลบ. แต่เป็นกำไรที่อ่อนลง Q-Q เพราะเป็น Low Season ของผลผลิตมันสำปะหลัง ทำให้ต้นทุนสูงขึ้น ขณะที่ราคาขายปรับขึ้นน้อยกว่า ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นอ่อนลงเป็น 18.2% จาก 20% ใน 2Q21 นอกจากนี้ยังมีค่าใช้จ่ายสูงขึ้นจากค่าขนส่ง และค่าใช้จ่ายป้องกันโควิด เช่น การทำ Bubble and Seal รวมถึงค่าวัคซีนให้กับพนักงาน รวม 9M21 บริษัทมีกำไรสุทธิ 242 ลบ. เดิมโตจาก 29 ลบ.ในปีก่อน หากไม่รวมขาดทุนจากการวัดมูลค่ายุติธรรมตราสารอนุพันธ์ จะมีกำไรปกติที่ 248 ลบ. พลิกจากขาดทุน -25 ลบ.ใน 9M20

### คาดการณ์ 4Q21 จะฟื้นตัว แต่อาจต่ำกว่าที่เคยคาด เพราะต้นทุนมันยังสูง

คาดการณ์กำไรปกติ 4Q21 จะกลับมาฟื้นตัว Q-Q และโตสูงจากฐานต่ำใน 4Q20 เบื้องต้น คาดไว้ 65 ลบ. ต่ำกว่าเดิมที่เคยประเมินไว้ 103 ลบ. เนื่องจากราคาวัตถุดิบหัวมันยังปรับขึ้น เฉลี่ย 4QTD เท่ากับ 2.63 บาท/กก. (+2.3% Q-Q) ผิดไปจากที่เคยคาดว่าจะอ่อนตัวลง ถือว่าสวนทางฤดูกาลที่ปกติ 4Q ผลผลิตหัวมันจะออกสู่ตลาดค่อนข้างมาก แต่ในปีนี้ผิดปกติเพราะประเทศไทยประสบปัญหาน้ำท่วมในภาคอีสานและภาคกลาง ซึ่งเป็นแหล่งเพาะปลูกมันสำปะหลัง ทำให้ผลผลิตออกสู่ตลาดช้ากว่าปกติ แต่สิ่งที่ยังดีต่อเองคือ ปริมาณการส่งออกแป้งมันยังเร่งตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จากความต้องการของจีนที่ยังอยู่ในระดับสูง เห็นได้จากภาวะราคาแป้งข้าวโพดในจีนที่ยังทรงตัวสูง ทำให้ราคาขายส่งออกแป้งมันยังทรงตัวสูง US\$484 ต่อตัน (+0.6% Q-Q, +4.5% Y-Y) ล่าสุดราคาแต่ละระดับ US\$490 ต่อตัน สูงสุดในรอบ 3 ปี

### ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2022 และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022

จากแนวโน้มกำไร 4Q21 ที่อาจต่ำกว่าที่เคยคาด เราจึงปรับลดกำไรปกติปี 2021 ลง 6.7% เป็น 321 ลบ. พลิกจากขาดทุน -8 ลบ.ในปี 2020 แต่ปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2022 ขึ้น 6.1% เป็น 384 ลบ. (+19.6% Y-Y) จาก 1. ปริมาณส่งออกยังสดใสตามความต้องการของจีนและไทยหลังฟื้นจากโควิด 2. ราคาขายส่งออกน่าจะทรงถึงปรับขึ้นราว 1%-3% เป็น US\$490-500 ต่อตัน จากราคาเฉลี่ยปี 2021 ที่ US\$482 ต่อตัน (+8.4% Y-Y) สูงขึ้นจากสมมติฐานเดิมที่เคยคาดไว้ US\$450 ต่อตัน และ 3. เรารวมรายได้เม็ดไบโอพลาสติกที่ทำจากแป้งมันราว 80 ลบ. คิดเป็น 1% ของรายได้รวม ซึ่งบริษัทจะเริ่ม Commercial Run สำหรับเพลสแรก 3,000 ตันต่อปี ในเดือน ก.พ. 22 โดยมีลูกค้ารองรับทั้งหมดแล้ว แนวโน้มกำไร 1Q22 จะโตเด่นเพราะเป็น High Season จากผลผลิตมันที่ออกสู่ตลาดเต็มที่ในเดือน ธ.ค.21 เป็นต้นมา พร้อมคาดการณ์ราคาหัวมันจะอ่อนลงใน 1Q22 ขณะที่ราคาขายยังอยู่ในระดับสูง และค่าเงินบาทยังอยู่ในโซนอ่อนค่า เป็นบวกต่อบริษัทที่เป็นผู้ส่งออกสุทธิ เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 6.2 บาท จากปี 2021 ที่ 5.6 บาท (อิง PE เดิม 14 เท่า)

### พัฒนาการด้าน ESG

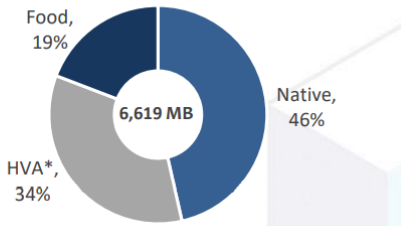
ล่าสุด 19 พ.ย.21 บริษัทได้รับรางวัล The Green Initiative Award Category ในงาน Asia Corporate Excellence & Sustainability Awards 2021 ซึ่งเป็นรางวัลสำหรับผู้ส่งเสริมการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างยั่งยืน ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ลดการใช้พลังงาน เป็นต้น ทั้งนี้บริษัทได้ประกาศเจตนารมณ์ร่วมกับ UN Global Compact และ Thailand Carbon Neutral Network ในการตั้งเป้าหมายที่ต้องการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 หรืออย่างช้าไม่เกินปี 2070

**Company Overview**

TWPC ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่าย ผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง และอาหารจากแป้ง ประเภทเส้นเส้น ก๋วยเตี๋ยว และสาเก เพื่อจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ โดยมีสัดส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลังราว 80% และอีก 20% มาจากธุรกิจอาหาร ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ ราว 58% รองมาคือ ส่งออกไปจีน 24% และเวียดนาม 18% ทั้งนี้บริษัทมีแบรนด์สินค้าของตนเอง เช่น กลุ่มผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง Rose Brand และกลุ่มเส้นเส้น ได้แก่ มังกรคู่, หงษ์, กิเลนคู่ เป็นต้น

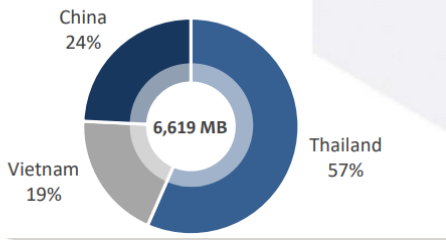
**SALES BREAKDOWN 9M21**

**Sales Breakdown by Business**



\*HVA products – Glucose, Coarse flour, Pearl, Alpha starch and NPD products

**Sales Breakdown by Country (Operation base)**



สำหรับกลุ่มผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง บริษัทมี 6 โรงงานในไทย และ 2 โรงงานในเวียดนาม โดยมีกำลังการผลิตแป้งมัน 5.1 แสนตันต่อปี, แป้งมันสำปะหลังตัดแปรร 6 หมื่นตันต่อปี และกลูโคส 5 หมื่นตันต่อปี (ส่วนใหญ่เป็นการส่งออก 77% และขายในประเทศ 23%)

สำหรับกลุ่มอาหาร บริษัทมี 1 โรงงานในไทยและ 1 โรงงานในเวียดนาม โดยมีกำลังการผลิตเส้นเส้น 2.3 หมื่นตันต่อปี และเส้นก๋วยเตี๋ยว 4 พันตันต่อปี (ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ 84% และส่งออก 16%)

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TWPC โดยอิง PE 14 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัท และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่คาดการณ์ EPS ไว้ที่ 0.44 บาท/หุ้น จึงได้ราคาเป้าหมายเท่ากับ 6.2 บาท

**ESG**

**Environment**

- บริษัทฯ รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืนตลอดกระบวนการผลิต เพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่จำกัดให้เกิดประโยชน์สูงสุด เช่น ระบบน้ำและการบำบัดน้ำเสียที่มีประสิทธิภาพ โดยน้ำเสียที่เกิดขึ้นจากกระบวนการผลิตแป้งมันสำปะหลังทั้งหมดจะต้องผ่านกระบวนการบำบัด 100% เพื่อนำน้ำกลับมาใช้ประโยชน์ทางการเกษตร สาธารณูปโภค และกระบวนการผลิต และระบบก๊าซชีวภาพซึ่งเป็นแหล่งพลังงานหมุนเวียน เช่น การผลิตไฟฟ้าใช้เองจากน้ำเสีย และกากมันสำปะหลังที่เป็นผลพลอยได้จากการผลิต ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานไฟฟ้าชีวภาพทั้งหมด 2 โรงงาน และวางแผนสร้างเพิ่มขึ้นอีก 1 โรงงาน ในปี 2022
- นอกจากนี้บริษัทฯ ใช้กำมะถันก้อน (Sulfur) 100% ในกระบวนการผลิต เพื่อลดปัญหาหมอกพิษทางอากาศจากการเผาไหม้ ลดอันตรายที่ส่งผลกระทบต่อสุขภาพของพนักงานในโรงงาน และสามารถควบคุมการผลิตได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น
- ส่วนโรงงานเส้นเส้นและเส้นก๋วยเตี๋ยว นอกจากกระบวนการบำบัดน้ำและการบำบัดน้ำเสียที่มีประสิทธิภาพ บริษัทฯ ยังนำระบบพลังงานแสงอาทิตย์มาใช้ เพื่อลดการใช้ไฟฟ้าในการผลิต และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศ นอกจากนี้ยังนำบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ถูกคิดค้นและพัฒนาจากแนวคิดรีไซเคิลสิ่งแวดล้อม (Green Carton) มาใช้แทนกล่องกระดาษเดิม 100%

**Social**

- บริษัทฯ ให้ความสำคัญต่อการสร้างความสัมพันธ์ที่ยั่งยืนร่วมกับชุมชนระยะยาว ด้วยการสร้าง “เครือข่ายชาวไร่ไทยวา” ในการทำเกษตรสมัยใหม่ (Smart Farming) ด้วยเทคโนโลยีทันสมัย ให้การสนับสนุนอย่างเป็นระบบ เช่น การบริหารจัดการน้ำ การพัฒนาพันธุ์มัน และระบบการขนส่งมันเข้าโรงงาน การให้ความรู้ทำการเกษตรอย่างถูกต้อง และสนับสนุนเครื่องจักรกลและอุปกรณ์ที่จำเป็นในการเพาะปลูก รวมถึงสนใจเกษตรกร ด้วยการสนับสนุนโมเดลเป็นการคิดกำไรให้กับเกษตรกรที่เข้าร่วมโครงการ เพื่อให้สมาชิกเกษตรกรมีผลผลิตต่อไร่และผลตอบแทนเพิ่มขึ้น สามารถสร้างเครือข่ายเกษตรกรระดับภูมิภาคที่แข็งแกร่ง สามารถตอบสนองความต้องการในอนาคต และเพิ่มความเป็นอยู่ของเกษตรกรให้ชีวิตมีคุณภาพดีขึ้น
- บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับทรัพยากรบุคคล ถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างความยั่งยืนให้กับองค์กร จึงได้มุ่งเน้นการพัฒนาองค์ความรู้และทักษะความสามารถ ส่งเสริมความก้าวหน้าในอาชีพ และสร้างผู้บริหารรุ่นใหม่ ๆ เพื่อสร้างความผูกพันของบุคลากร ให้ขับเคลื่อนองค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงสนับสนุนให้ครอบครัวไทยวาทุกคนภูมิใจที่ได้มีส่วนในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าเกษตรตลอดจนส่งมอบผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพไปจนถึงมือผู้บริโภค

**Government**

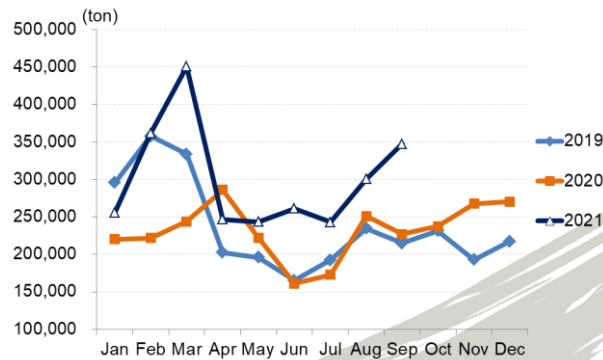
- ปัจจุบันบริษัทฯ มีคณะกรรมการ 15 คน ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 6 คน ถือว่ามากกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เพื่อสร้างความมั่นใจให้ผู้ถือหุ้นในการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทฯ มีมติกำหนดกฎบัตรคณะกรรมการบริษัทขึ้น เพื่อให้กรรมการบริษัททุกคนตระหนักถึงหน้าที่และความรับผิดชอบ และความซื่อสัตย์สุจริตเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท และเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)
- บริษัทฯ ห้ามมิให้กรรมการ ฝ่ายจัดการ และพนักงานของบริษัทเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความลับและมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนหรือเหตุผลอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของบริษัท หรือทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท เป็นเวลา 1 เดือนก่อนและจนถึงวันประกาศงบการเงินของบริษัทฯ รายไตรมาส และวันประกาศงบการเงินประจำปี

**3Q21 Earnings Results**

(Bt=mn)	3Q21	2Q21	%Q-Q	3Q20	%Y-Y	9M21	9M20	% Y-Y
Sales revenue	2,268	2,214	2.4	1,745	29.9	6,618	5,003	32.3
- Native	1,113	993	12.1	766	45.3	3,075	2,174	41.4
- HAV	720	800	-10.0	614	17.3	2,252	1,684	33.7
- Food	434	421	3.1	365	18.9	1,292	1,145	12.8
Costs	1,855	1,770	4.8	1,541	20.4	5,279	4,199	25.7
Gross profit	412	444	-7.1	204	102.4	1,340	804	66.3
SG&A costs	363	330	9.8	254	42.7	1,012	830	21.9
Interest charge	16.4	17.5	-6.0	16.6	1.0	51.0	52.5	-2.7
Norm profit	38	73	-48.7	-32	nm	248	-25	nm
Net profit	39	75	-48.5	-41	nm	242	29	nm
Gross margin %	18.2	20.0		11.7		20.2	16.1	
SG&A as % of Sales	16.0	14.9		14.6		15.3	16.6	
Norm margin %	1.7	3.3		-1.8		3.7	-0.5	

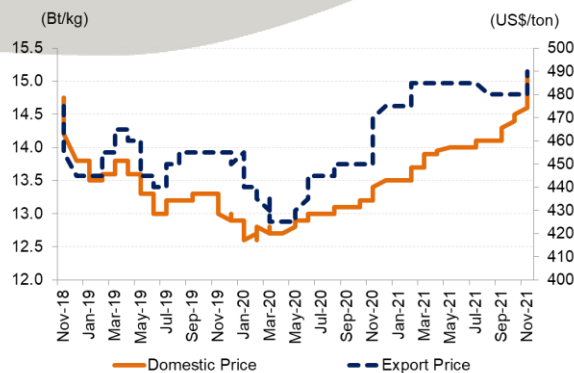
Source: Company Data

**ปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลังของไทยรายเดือน**



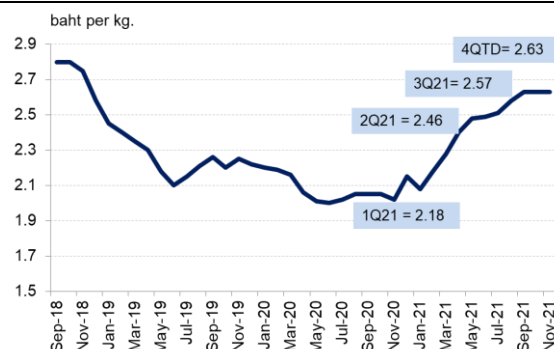
Source: Thai Custom

**ราคาแป้งมันสำปะหลังในประเทศ (บาท/กก.) และราคาส่งออก (USD/ตัน)**



Source: The Thai Tapioca Trade Association

**ราคาหัวมันสำปะหลังสด (แป้ง 25%)**



Source: The Thai Tapioca Trade Association

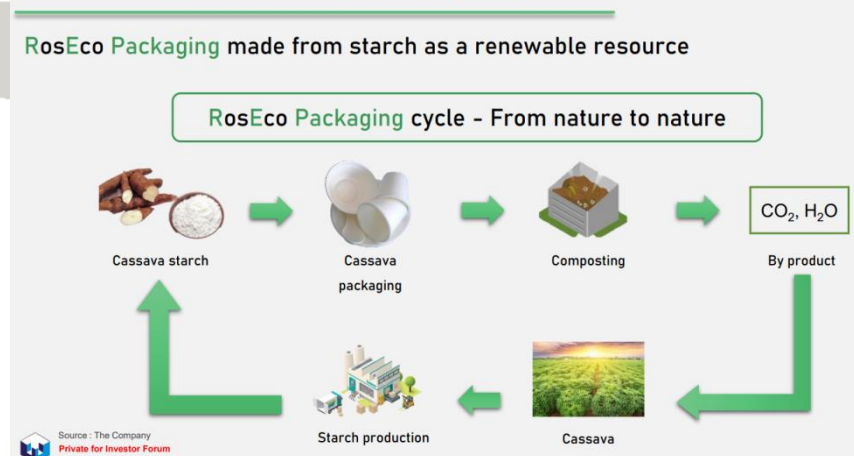
**TWPC กำลังขยายธุรกิจสู่ผลิตภัณฑ์ Bio Packaging**

บริษัทได้ขยายธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม หรือ Bio Packaging โดยมีวัตถุดิบหลักคือแป้งมันสำปะหลัง (Cassava Starch) และนำมาผลิตเป็นเม็ดโพลีโอสพลาสติก (TPS Bio Polymer) เพื่อขายให้กับลูกค้านำไปผลิตเป็นบรรจุภัณฑ์สำหรับอุปโภคบริโภคแบบ Single Use เช่น ถ้วย หลอด ภาชนะอาหาร ซ้อนส้อม ถ้วย เป็นต้น ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ Mega Trend ที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สามารถย่อยสลายได้ภายใน 30-60 วัน และไม่ทิ้งสารตกค้างให้เป็นพิษกับสิ่งแวดล้อม

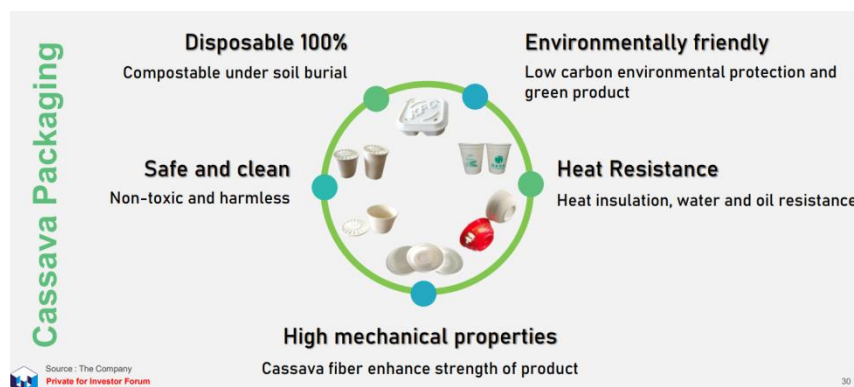
บริษัทได้ติดตั้งเครื่องจักรสำหรับเฟส 1 ด้วยกำลังการผลิตราว 3,000 ต่อบปี (ใช้เงินลงทุน 100 ลบ.) และเตรียมผลิตเชิงพาณิชย์ในเดือน ก.พ. 22 เป็นต้นไป ปัจจุบันมีลูกค้ารองรับกำลังการผลิตทั้งหมดแล้ว ซึ่งส่วนใหญ่เป็นลูกค้ารายใหญ่ โดยมีเป้าหมายการดำเนินธุรกิจภายใต้แนวคิด Sustainability เหมือนกับ TWPC แม้ราคาขายเม็ดโพลีโอสพลาสติกจะแพงกว่าเม็ดพลาสติกทั่วไปราว 1.5-2 เท่า โดยมีราคาขายอยู่ที่ราว US\$1.2-4.5 ต่อกก. แต่เป็นระดับราคาที่ลูกค้าและผู้บริโภคยอมจ่ายและพึงพอใจ เพราะเป็นผลิตภัณฑ์ที่ปลอดภัย และเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม โดยเริ่มได้รับความนิยมมากขึ้น และคาดการณ์การใช้จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะยาว

เบื้องต้นเราคาดอัตราการใช้กำลังการผลิตเฟส 1 จะอยู่ที่ราว 80% (Conservative กว่าเป้าหมายของบริษัทที่ตั้งเป้าใช้กำลังการผลิตเต็มทันทีใน 1Q22) และคาดการณ์ขายในปี 2022 จะอยู่ที่ 2,400 ตัน จะช่วยสร้างรายได้ราว 80 ลบ. คิดเป็นสัดส่วนเพียง 1% ของรายได้รวม และเป็นสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างดีราว 23-25% ทั้งนี้บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิตเฟส 2 อีก 3,000 ตัน ในปี 2022 และคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ต้นปี 2023 ส่วนเฟส 3 มีความเป็นไปได้ที่อาจพัฒนาเป็นผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ เช่น Bio Packaging โดยตั้งเป้าระยะยาวภายใน 3-5 ปี ต้องการเพิ่มสัดส่วน Bio Packaging เป็น 10% ของรายได้รวม ซึ่งหากบริษัททำได้สำเร็จ เรามองว่านอกจากช่วยสร้างการเติบโตของรายได้และกำไรแล้ว ยังช่วยลดความผันผวนของผลการดำเนินงานที่ปัจจุบันพึ่งพิงกับ Soft Commodities ได้แก่ ราคาซื้อหัวมันสด และราคาขายแป้งมันสำปะหลัง ทำให้ผลการดำเนินงานในอนาคตมีเสถียรภาพมากขึ้น

**What is RosEco™ Packaging**



Source: TWPC Presentation



Source: TWPC Presentation



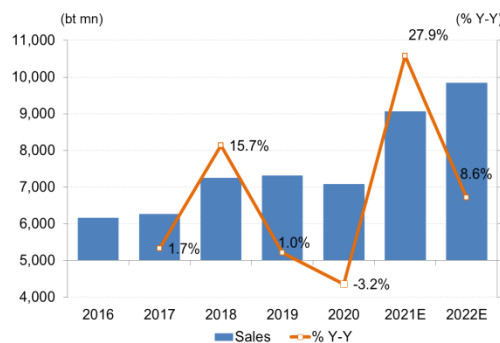
Source: TWPC Presentation

**การเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TWPC**

Assumptions	2020	2021E			2022E		
	Actual	New	Old	%change	New	Old	%Change
Native Sales (mb)	3,191	4,258	3,621	17.6	4,578	3,802	20.4
HAV Sales (mb)	2,340	3,025	2,656	13.9	3,252	2,788	16.6
Food Sales (mb)	1,560	1,786	1,693	5.5	1,937	1,811	7.0
Bio Packaging Sale (mb)	--	--	--	--	80	--	--
<b>Total Sale (mb)</b>	<b>7,090</b>	<b>9,068</b>	<b>7,969</b>	<b>13.8</b>	<b>9,847</b>	<b>8,402</b>	<b>17.2</b>
% Y-Y Growth	-3.2	27.9	12.4	15.5	8.6	5.4	3.2
% Gross Margin	15.7	19.8	19.6	0.2	19.6	19.0	0.6
SG&A (bt mn)	1,113	1,378	1,116	23.5	1,448	1,176	23.1
% SG&A to sales	15.7	15.2	14.0	1.2	14.7	14.0	0.7
<b>Norm Profit (bt mn)</b>	<b>-8</b>	<b>321</b>	<b>344</b>	<b>-6.7</b>	<b>384</b>	<b>362</b>	<b>6.1</b>
% Y-Y Growth	nm	nm	nm	nm	19.6	12.8	6.8

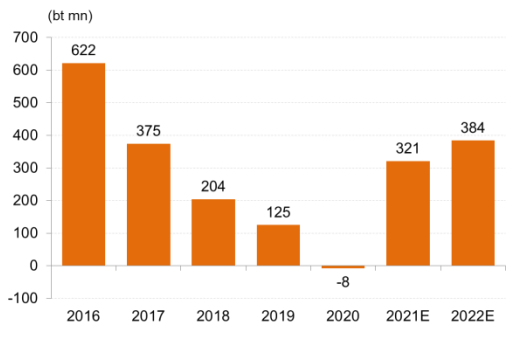
Source: Company Data, FSS Research

**คาดการณ์การเติบโตของรายได้ 2021-2022**



Source: Company Data, FSS Research

**คาดการณ์กำไรปกติ 2021-2022**



Source: Company Data, FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

เนื่องจากต้นทุนหลักของบริษัทคือ วัตถุดิบหิวมันสด สัดส่วนราว 80% ของต้นทุน และอีก 20% คือ Processing Cost ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหิวมันสดมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทพอสมควร ในขณะที่มีหลายปัจจัยที่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหิวมัน ซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นปัจจัยที่บริษัทไม่สามารถควบคุมได้ จากการทำ Sensitivity บนสมมติฐานว่าบริษัทไม่สามารถปรับขึ้นราคาขายได้ พบว่าหากราคาหิวมันสดเปลี่ยนแปลงทุก 1% จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นราว 0.4% และกระทบต่อกำไรปกติราว 12%

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีสัดส่วนรายได้เป็นสกุล USD ราว 35% (รองมาเป็นสกุลเงินบาท 29%, หยวน 23%, เวียดนามตอง 12%) ในขณะที่มีการนำเข้าแป้งถั่วและแป้งมันฝรั่ง ทำให้บริษัทสามารถป้องกันความเสี่ยงแบบธรรมชาติได้ (Natural Hedge) ได้ส่วนหนึ่ง จากการทำ Sensitivity ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าทุก 1% และให้ปัจจัยอื่นๆคงที่ เราพบว่าจะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 0.3% และกระทบต่อกำไรปกติราว 10.7%

### ความเสี่ยงจากผลิตภัณฑ์ทดแทน

การเปลี่ยนแปลงของ Demand/Supply ของผลิตภัณฑ์ทดแทนแป้งมันสำปะหลัง อาทิ แป้งข้าวโพด แป้งมันฝรั่ง ทำให้ราคาของผลิตภัณฑ์ทดแทนเปลี่ยนแปลง และส่งผลให้ราคาแป้งมันสำปะหลังเปลี่ยนแปลงเช่นกัน หากราคาผลิตภัณฑ์ทดแทน อาทิ ราคาแป้งข้าวโพดในจีนปรับสูงขึ้น อาจส่งผลให้ราคาแป้งมันสำปะหลังในจีนปรับตัวสูงขึ้นในทิศทางเดียวกัน ถือเป็นบวกต่อบริษัท ในทางกลับกัน หากราคาแป้งข้าวโพดปรับลดลง อาจทำให้ราคาแป้งมันสำปะหลังปรับตัวลงเช่นเดียวกัน และจะส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

### ความเสี่ยงจากการร่วมลงทุนในต่างประเทศ

บริษัทมีการร่วมลงทุนในการดำเนินธุรกิจผลิตภัณฑ์มันสำปะหลังในเวียดนามและกัมพูชา ซึ่งการลงทุนในต่างประเทศย่อมมีความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้จากปัจจัยทางการเมือง กฎหมาย อัตราแลกเปลี่ยน และภาวะเศรษฐกิจของประเทศนั้นที่อาจเปลี่ยนแปลงไป อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

### ความเสี่ยงจากปัญหาขาดแคลนแรงงาน

อุตสาหกรรมวุ้นเส้นเป็นอุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานคนมาก โดยเฉพาะขั้นตอนบรรจุหีบห่อ ดังนั้นหากประสบปัญหาภาวะขาดแคลนแรงงานอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม บริษัทได้ตระหนักถึงปัญหาดังกล่าว จึงได้เสนอค่าตอบแทนและสวัสดิการที่จูงใจ เพื่อรักษาพนักงานให้ทำงานกับบริษัท และมีการเตรียมจัดการแก้ปัญหาในระยะยาว ด้วยการพัฒนาระบบการผลิต และปรับเปลี่ยนด้วยการใช้เครื่องจักรมากขึ้น เพื่อลดการพึ่งพาแรงงานคน

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	7,323	7,090	9,068	9,847	10,394
Cost of sales	6,133	5,977	7,272	7,918	8,363
Gross profit	1,190	1,114	1,795	1,929	2,031
SG&A	1,050	1,113	1,378	1,448	1,538
Operating profit	140	0	417	482	493
Other income	95	67	89	97	102
EBIT	235	67	506	578	595
EBITDA	587	525	994	1,096	1,143
Interest charge	48	69	67	65	64
Tax on income	32	9	85	95	98
Earnings after tax	155	-11	354	418	432
Non-controlling interest	-26	3	-33	-34	-36
Normalized earnings	125	-8	321	384	396
Extraordinary items	-57	46	-10	0	0
Net profit	68	38	310	384	396

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net profit	68	38	310	384	396
Deprec. & amortization	352	458	488	518	548
Change in working capital	-83	-12	-482	-159	-111
Other adjustments	128	87	62	31	22
Cash flow from operations	466	571	378	773	855
Capital expenditure	-1,206	-638	-300	-300	-300
Others	323	-104	-13	-73	-51
Cash flow from investing	-1,157	-434	-313	-373	-351
Free cash flow	-691	137	65	400	503
Net borrowings	1,163	359	-128	-113	-82
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-283	-118	-186	-230	-238
Others	48	-378	117	51	36
Cash flow from financing	928	-137	-197	-293	-284
Net change in cash	-48	230	-296	146	246

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	1,241	1,471	1,175	1,321	1,568
Accounts receivable	724	708	994	1,079	1,139
Inventory	1,147	1,169	1,395	1,518	1,604
Other current assets	130	143	163	177	187
Total current assets	3,243	3,491	3,727	4,096	4,498
Investments	325	225	363	394	416
Plant, property & equipment	3,640	3,773	3,586	3,368	3,120
Other assets	661	631	671	674	676
Total assets	7,869	8,120	8,346	8,532	8,710
Short-term loans	276	230	201	155	140
Accounts payable	539	580	598	651	687
Current maturities	67	89	67	67	67
Other current liabilities	105	95	127	138	146
Total current liabilities	987	993	993	1,011	1,040
Long-term debt	1,112	1,449	1,382	1,315	1,248
Other non-current liab.	475	472	589	640	676
Total non-current liab.	1,586	1,921	1,971	1,955	1,924
Total liabilities	2,573	2,914	2,964	2,966	2,963
Registered capital	880	880	880	880	880
Paid up capital	880	880	880	880	880
Share premium	301	301	301	301	301
Legal reserve	90	90	90	90	90
Retained earnings	3,750	3,624	3,748	3,901	4,060
Non-controlling interest	275	311	363	394	416
Shareholders' equity	5,021	4,894	5,019	5,172	5,330

**Key Ratios**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	1.0	-3.2	27.9	8.6	5.6
EBITDA	3.7	-10.6	89.4	10.3	4.2
Net profit	-65.4	-43.8	711.4	23.6	3.2
Normalized earnings	-38.9	nm	nm	19.6	3.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	16.2	15.7	19.8	19.6	19.5
EBITDA margin	13.9	7.4	11.0	11.1	11.0
EBIT margin	3.2	0.9	5.6	5.9	5.7
Normalized profit margin	1.7	-0.1	3.5	3.9	3.8
Net profit margin	0.9	0.5	3.4	3.9	3.8
Normalized ROA	1.6	nm	3.8	4.5	4.5
Normalized ROE	2.5	nm	6.4	7.4	7.4
Normalized ROCE	3.4	0.9	6.9	7.7	7.8
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Net D/E	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Net debt/EBITDA	2.9	3.9	2.3	1.9	1.7
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.08	0.04	0.35	0.44	0.45
Normalized EPS	0.14	-0.01	0.36	0.44	0.45
EBITDA	0.67	0.60	1.13	1.25	1.30
Book value	5.70	5.56	5.70	5.87	6.05
Dividend	0.13	0.13	0.21	0.26	0.27
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	68.6	121.9	15.0	12.2	11.8
Norm P/E	37.4	nm	14.5	12.2	11.8
P/BV	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.9	12.8	7.0	6.2	5.8
Dividend yield (%)	2.5	2.5	4.0	4.9	5.1

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500</p>	<p><b>สำนักงานอัมมาลิงค์</b> 25 อาคารอัมมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130</p>
<p><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</p>	<p><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</p>	<p><b>สาขา สีลม 1</b> 130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717</p>	<p><b>สาขา สาทร</b> เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859</p>
<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ช.อ.พหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193</p>		
<p><b>สาขา ขอนแก่น</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045</p>
<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ต.ระกอบสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323</p>	<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.หาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595</p>
<p><b>สาขา ดรง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี 073-350-140-4</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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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, TASC, 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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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