

# TWPC (TWPC TB)

บมจ. ไทยวา

## T-BUY

|                                 |                  |
|---------------------------------|------------------|
| Previous                        | BUY              |
| <b>2022 Target Price (Bt)</b>   | <b>8.0</b>       |
| Price (11/03/2022)              | 7.0              |
| up/downside (%)                 | +14.3            |
| SET Index                       | 1,658.01         |
| Sector                          | Agribusiness     |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/39.85      |
| Free float (%)                  | 50.06            |
| Market cap (Bt m)               | 6,162.95         |
| Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD) | 26.34            |
| hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)     | 7.40, 5.30, 6.53 |
| IOD 2021                        | 5                |
| THAI CAC                        | Certified        |

### แนะนำเก็งกำไร ตามราคาเบ็งมัน

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2022 ขึ้นเป็น 8 บาท จากเดิม 6.2 บาท ด้วยการ Re-rate PE ขึ้นจาก 14 เท่า เป็น 18.5 เท่า เทียบเท่า +1.5SD ซึ่งเป็น Valuation ที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2017-18 เนื่องจากราคาเบ็งมันสุ้าปะหลังปัจจุบันปรับตัวสูงขึ้นมาใกล้เคียงกับราคาในช่วงเวลาดังกล่าว จากทั้ง Demand ที่ยังดีต่อเนื่อง และจากปัญหาสงครามรัสเซียยูเครน ที่ส่งผลให้ราคาวัตถุดิบแทบทุกประเภทปรับตัวสูงขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ 1Q22 จะเร่งตัวขึ้น และอาจเป็นจุดสูงสุดของปีตามปัจจัยฤดูกาล แต่ยังคงคาดหวังกำไรในช่วง 2Q22-4Q22 สามารถเติบโต Y-Y ได้ในทุกไตรมาส จึงยังคงคาดหวังกำไรสุทธิปี 2022 เติบโต 18.8% Y-Y เป็น 384 ลบ. ทนด้วยปริมาณขายและราคาขายที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น และจะเริ่มรับรู้รายได้ไบโอพลาสติกที่ทำจากเบ็งมันตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022 เป็นต้นไป แม้ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 8 บาท จะมี Upside ราว 14.3% แต่เราปรับคำแนะนำเป็น ชื่อเก็งกำไร จากเดิม ชื่อ เพราะสถานการณ์ราคาเบ็งมันสุ้าปะหลังมีความผันผวนมากขึ้นตามพัฒนาการของสงครามเป็นหลัก จึงควรเก็งกำไรด้วยความระมัดระวัง

#### กำไร 4Q21 พื้นตัวดีกว่าคาด หลังเข้าสู่ช่วง High Season

กำไรสุทธิ 4Q21 เท่ากับ 81 ลบ. (+108% Q-Q พื้นตัวอย่างมีนัยยะจากเพียง 9 ลบ. ใน 4Q20) หากไม่รวมกำไรจาก FX และ Derivative จะมีกำไรปกติที่ 70 ลบ. (+84.2% Q-Q, เพิ่มขึ้น 4 เท่าตัวจาก 4Q20) ดีกว่าคาด 7.7% (เรคาดไว้ 65 ลบ.) มาจากปริมาณการส่งออกเบ็งมันที่ยังดีต่อเนื่อง และราคาส่งออกเบ็งมันที่ทรงตัวสูง จึงมีรายได้ขายเบ็งมันสุ้าปะหลัง +21.1% Q-Q, +33.7% Y-Y และรายได้ธุรกิจอาหาร +9.2% Q-Q, +12.6% Y-Y สามารถหักล้างการอ่อนตัวของรายได้เบ็งมันสุ้าปะหลังมูลค่าเพิ่ม และต้นทุนหัวมันที่ปรับขึ้นได้ ส่งผลให้ต่อราคากำไรขั้นต้นขยับขึ้นเป็น 18.4% (ดีกว่าคาดที่ 18.2%) จาก 18.2% ใน 3Q21 และ 14.8% ใน 4Q20 จบปี 2021 บริษัทมีกำไรสุทธิ 323 ลบ. เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะจาก 38 ลบ. ในปี 2020

#### คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q22 จะเร่งตัวขึ้น

ระยะสั้น คาดกำไรสุทธิ 1Q22 จะเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 100-120 ลบ. โตสูง Q-Q แต่อาจทรงตัว Y-Y (1Q21 มีกำไรสุทธิ 128 ลบ.) เนื่องจากเป็น High Season ของธุรกิจ เป็นช่วงที่ผลผลิตหัวมันออกสู่ตลาดมาก และช่วยหนุนให้มีการใช้กำลังการผลิตสูง นำไปสู่การได้ประโยชน์จาก Economies of Scale แต่ยังไม่คาดว่าจะโต Y-Y เพราะฐานสูงใน 1Q21 โดยราคาหัวมันสด 1Q22 เท่ากับ 2.6 บาท/กก. (+1% Q-Q, +19.5% Y-Y) จากปัญหาน้ำท่วมใน 3Q21 กระทบผลผลิตออกสู่ตลาดน้อยกว่าคาด

#### ยังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตของกำไรในปี 2022

เรคาดกำไร 1Q22 อาจเป็นจุดสูงสุดของปี 2022 เพราะปัจจัยฤดูกาล แต่ยังคงคาดหวังกำไรในช่วง 2Q22-4Q22 เติบโต Y-Y และยังคงคาดหวังกำไรสุทธิปี 2022 ราว 384 ลบ. เติบโต +18.8% Y-Y โดยมีปัจจัยหนุนจาก 1. ปริมาณความต้องการเบ็งมันยังสูงต่อเนื่อง ขณะที่ปัญหาเรือตู้คอนเทนเนอร์เริ่มผ่อนคลาย 2. ราคาเบ็งมันส่งออกยังทรงตัวสูง ราคาเฉลี่ย 1QTD เท่ากับ US\$492 ต่อตัน (+1.3% Q-Q, +2.4% Y-Y) ภายหลังสงครามรัสเซียยูเครนกดดันให้ราคาข้าวสาลีปรับขึ้นแรง และได้กระทบต่อราคาวัตถุดิบประเภทอื่น อาทิ ข้าวโพด ถั่วเหลือง และมันสุ้าปะหลัง เนื่องจากเป็นกลุ่มวัตถุดิบทดแทนกัน และ 3. เริ่มรับรู้รายได้จากไบโอพลาสติกที่ทำจากเบ็งมันตั้งแต่ ก.พ. 2022 เป็นต้นไป สำหรับกำลังการผลิตเฟสแรก 3,000 ตันต่อปี ปัจจุบันมีลูกค้ารองรับหมดแล้ว คาดสร้างรายได้ในปี 2022 ราว 80 ลบ. คิดเป็น 1% ของรายได้รวม และมีแผนขยายเฟส 2 ต่อทันที คาดจะรับรู้รายได้ในปี 2023

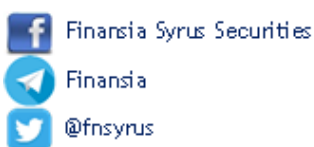
#### ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายจากการ Re-rate Valuation

ด้วยสถานการณ์ Inflation และผลของสงคราม ทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยรวมปรับตัวสูงขึ้น รวมถึงราคามันสุ้าปะหลัง ขณะที่ราคาหุ้น TWPC มักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับราคามันสุ้าปะหลัง ดังนั้นเราจึง Re-Rate PE จาก 14 เท่า เป็น 18.5 เท่า เทียบเคียง +1.5SD ของ PE เฉลี่ยปี 2016-20 ซึ่งเป็นระดับเดียวกับ PE เฉลี่ยปี 2017-18 ที่ราคาเบ็งมันสุ้าปะหลังใกล้เคียงปัจจุบัน จึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 8 บาท จากเดิม 6.2 บาท ทั้งนี้หากราคาเบ็งมันสุ้าปะหลังยังปรับขึ้นต่อและใกล้เคียง New High ในปี 2018 โดยราคาในประเทศ 16.5 บาท/กก. (ปัจจุบัน 15.15 บาท/กก.) และราคาส่งออก US\$550 ต่อตัน (ปัจจุบัน US\$495 ต่อตัน) มีโอกาสที่ PE อาจขยับไปได้ถึง +2SD หรือ 20 เท่า ซึ่งจะได้ราคาเป้าหมาย 8.7 บาท อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องติดตามสถานการณ์สงครามและราคาเบ็งมันอย่างใกล้ชิด เพราะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวน ซึ่งทำให้ราคาหุ้นมีความผันผวนสูงเช่นเดียวกัน

| Consolidated earnings      |       |       |       |        |
|----------------------------|-------|-------|-------|--------|
| BT (mn)                    | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E  |
| Revenue                    | 7,090 | 9,105 | 9,847 | 10,394 |
| Normalized profit          | -8    | 318   | 384   | 396    |
| Net profit                 | 38    | 323   | 384   | 396    |
| EPS (Bt) - norm            | -0.01 | 0.36  | 0.44  | 0.45   |
| EPS (Bt)- reported         | 0.04  | 0.37  | 0.44  | 0.45   |
| % growth y-y               | -43.8 | 744.2 | 18.8  | 3.2    |
| Dividend/share (Bt)        | 0.13  | 0.22  | 0.26  | 0.27   |
| BV/share (Bt)              | 5.56  | 5.86  | 6.04  | 6.22   |
| EV/EBITDA (x)              | 15.7  | 8.6   | 7.4   | 6.9    |
| PER (x) - norm             | nm    | 19.4  | 16.1  | 15.6   |
| PER (x)                    | 161.1 | 19.1  | 16.1  | 15.6   |
| PBV (x)                    | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.1    |
| Dividend yield (%)         | 1.9   | 3.1   | 3.7   | 3.9    |
| Norm ROE (%)               | -0.2  | 6.2   | 7.2   | 7.2    |
| YE No. of shares (million) | 880   | 880   | 880   | 880    |
| Par (Bt)                   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0    |

Source: Company data, Finansia estimates

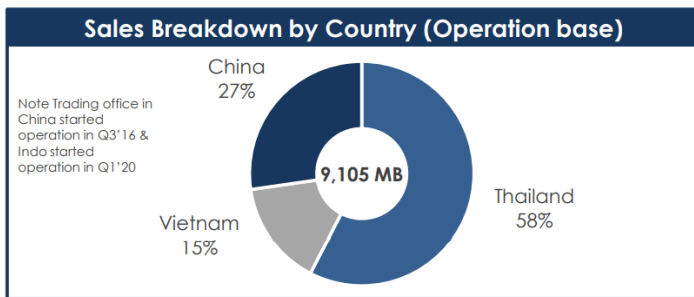
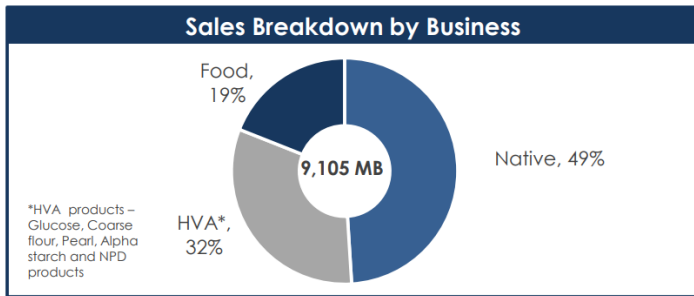
Analyst: Sureeporn Teewasuwet  
 Register No.: 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureeporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



**Company Overview**

TWPC ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่าย ผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง และอาหารจากแป้ง ประเภทวุ้นเส้น ก๋วยเตี๋ยว และสาเก เพื่อจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ โดยมีสัดส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลังราว 81% และอีก 19% มาจากธุรกิจอาหาร ส่วนใหญ่เป็นการขายในประเทศ ราว 58% รองมาคือ ส่งออกไปจีน 27% และเวียดนาม 15% ทั้งนี้บริษัทมีแบรนด์สินค้าของตนเอง เช่น กลุ่มผลิตภัณฑ์แป้งมันสำปะหลัง Rose Brand และกลุ่มวุ้นเส้น ได้แก่ มังกรคู่, หงษ์, กิเลนคู่ เป็นต้น

**Sales breakdown 2021**



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

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

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ TWPC โดย Re-rate PE จาก 14 เท่า ขึ้นเป็น 18.5 เท่า เทียบเคียง +1.5SD ของ PE เฉลี่ยปี 2016-20 ซึ่งเป็นระดับเดียวกับ PE เฉลี่ยปี 2017-18 ที่ราคาแป้งมันสำปะหลังปรับขึ้นอยู่ในระดับใกล้เคียงปัจจุบัน จึงปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8 บาท จากเดิม 6.2 บาท ทั้งนี้หากราคาแป้งมันสำปะหลังยังปรับขึ้นต่อเนื่อง ดังเช่นที่ทำ New High ในปี 2018 โดยราคาในประเทศ 16.5 บาท/กก. (ปัจจุบัน 15.15 บาท/กก.) และราคาส่งออก US\$550 ต่อตัน (ปัจจุบัน US\$495 ต่อตัน) PE อาจขยับไปได้ถึง +2SD หรือ 20 เท่า ซึ่งจะได้ราคาเป้าหมาย 8.7 บาท

**ESG**

**Environment**

- บริษัทรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืนตลอดกระบวนการผลิต และการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่จำกัดให้เกิดประโยชน์สูงสุด เช่น ระบบน้ำและการบำบัดน้ำเสียที่มีประสิทธิภาพ โดยน้ำเสียที่เกิดขึ้นจากกระบวนการผลิตแป้งมันสำปะหลังจะต้องผ่านกระบวนการบำบัด 100% และนำกลับมาใช้ประโยชน์ทางการเกษตร สาธารณูปโภค และกระบวนการผลิต และระบบก๊าซชีวภาพซึ่งเป็นแหล่งพลังงานหมุนเวียน เช่น การผลิตไฟฟ้าใช้เองจากน้ำเสีย และกากมันสำปะหลังที่เป็นผลพลอยได้จากการผลิต ปัจจุบันบริษัทมีโรงงานไฟฟ้าชีวภาพทั้งหมด 2 โรงงาน และวางแผนสร้างเพิ่มขึ้นอีก 1 โรงงาน ในปี 2022
- นอกจากนี้บริษัทเลือกใช้กำมะถันก้อน (Sulfur) 100% ในกระบวนการผลิต เพื่อลดปัญหาหมอกพิษทางอากาศจากการเผาไหม้ ส่วนโรงงานวุ้นเส้นและเส้นก๋วยเตี๋ยว ยังได้นำระบบพลังงานแสงอาทิตย์มาใช้เพื่อลดการใช้ไฟฟ้า และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศ นอกจากนี้ยังนำบรรจุภัณฑ์กระดาษที่ถูกต้องคิดค้นและพัฒนาจากแนวคิดรีไซเคิลสิ่งแวดล้อม (Green Carton) มาใช้แทนกล่องกระดาษเดิม 100%
- พ.ย. 2021 บริษัทได้รับรางวัล The Green Initiative Award Category ในงาน Asia Corporate Excellence & Sustainability Awards เป็นรางวัลสำหรับผู้ส่งเสริมการใช้ทรัพยากรธรรมชาติอย่างยั่งยืน ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ลดการใช้พลังงาน ทั้งนี้บริษัทได้ประกาศเจตนารมณ์ร่วมกับ UN Global Compact และ Thailand Carbon Neutral Network ตั้งเป้าหมายที่ต้องการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 หรืออย่างช้าไม่เกินปี 2070

**Social**

- บริษัทให้ความสำคัญต่อการสร้างความสัมพันธ์ที่ยั่งยืนร่วมกับชุมชนระยะยาว ด้วยการสร้าง “เครือข่ายชาวไร่ไทยวา” ในการทำเกษตรสมัยใหม่ (Smart Farming) ให้การสนับสนุนอย่างเป็นระบบ เช่น การบริหารจัดการน้ำ การพัฒนาพันธุ์มัน และระบบการขนส่งมันเข้าโรงงาน การให้ความรู้ และสนับสนุนเครื่องจักรกลและอุปกรณ์ที่จำเป็นในการเพาะปลูก รวมถึงมุ่งเน้นเกษตรกรรายย่อยให้สามารถเข้าถึงบริการทางการเงินได้กับเกษตรกรที่เข้าร่วมโครงการ เพื่อให้สมาชิกเกษตรกรมีผลผลิตต่อไร่และผลตอบแทนเพิ่มขึ้น สามารถสร้างเครือข่ายเกษตรกรระดับภูมิภาคที่แข็งแกร่ง และเพิ่มความยั่งยืนของเกษตรกรให้ชีวิตมีสุขภาพดีขึ้น
- บริษัทให้ความสำคัญกับทรัพยากรบุคคล ถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการสร้างความยั่งยืนให้กับองค์กร จึงได้มุ่งเน้นการพัฒนาองค์ความรู้และทักษะความสามารถ ส่งเสริมความก้าวหน้าในอาชีพ และสร้างผู้บริหารรุ่นใหม่ ๆ เพื่อสร้างความผูกพันของบุคลากร ให้ขับเคลื่อนองค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงสนับสนุนให้ครอบครัวไทยวาทุกคนภูมิใจที่ได้มีส่วนในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าเกษตรตลอดจนส่งมอบผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพไปจนถึงมือผู้บริโภค

**Government**

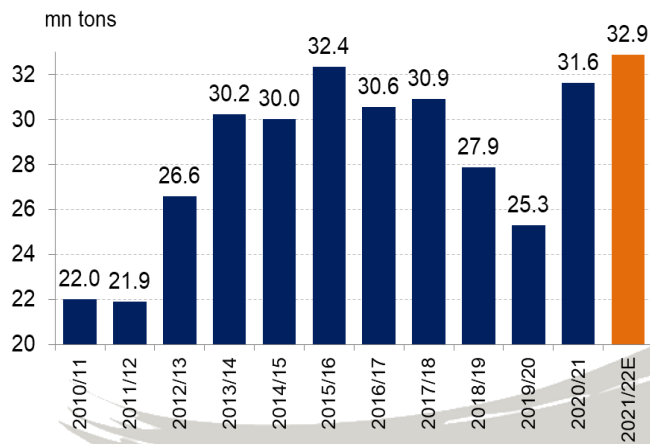
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 15 คน ประกอบด้วย กรรมการอิสระ 6 คน มากกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด เพื่อสร้างความมั่นใจให้ผู้ถือหุ้นในการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียงและสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทมีมติกำหนดกฎบัตรคณะกรรมการบริษัทขึ้น เพื่อให้กรรมการบริษัททุกคนตระหนักถึงหน้าที่และความรับผิดชอบ และความซื่อสัตย์สุจริตเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท และเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance)
- บริษัทห้ามมิให้กรรมการ ฝ่ายจัดการ และพนักงานของบริษัทเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความลับและมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัท หรือทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท เป็นเวลา 1 เดือนก่อนและจนถึงวันประกาศงบการเงินของบริษัทรายไตรมาส และวันประกาศงบการเงินประจำปี

**4Q21 Earnings Results**

| (Bt=mn)            | 4Q21  | 3Q21  | %Q-Q  | 4Q20  | %Y-Y | 2021  | 2020  | % Y-Y |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| Sales revenue      | 2,487 | 2,268 | 9.7   | 2,087 | 19.2 | 9,105 | 7,090 | 28.4  |
| - Native           | 1,348 | 1,113 | 21.1  | 1,008 | 33.7 | 4,461 | 3,191 | 39.8  |
| - HAV              | 659   | 720   | -8.5  | 658   | 0.2  | 2,914 | 2,340 | 24.5  |
| - Food             | 474   | 434   | 9.2   | 421   | 12.6 | 1,730 | 1,560 | 10.9  |
| Costs              | 2,030 | 1,855 | 8.9   | 1,778 | 13.6 | 7,309 | 5,977 | 22.3  |
| Gross profit       | 457   | 412   | 10.9  | 309   | 47.9 | 1,797 | 1,114 | 61.3  |
| SG&A costs         | 378   | 363   | 4.1   | 283   | 33.6 | 1,390 | 1,113 | 24.9  |
| Interest charge    | 16.1  | 16.4  | -1.8  | 16.3  | -1.2 | 67.2  | 68.8  | -2.3  |
| Norm profit        | 70    | 38    | 84.2  | 17    | nm   | 318   | -8    | nm    |
| Net profit         | 81    | 39    | 107.7 | 9     | nm   | 323   | 38    | nm    |
| Gross margin %     | 18.4  | 18.2  |       | 14.8  |      | 19.7  | 15.7  |       |
| SG&A as % of Sales | 15.2  | 16.0  |       | 13.6  |      | 15.3  | 15.7  |       |
| Norm margin %      | 2.8   | 1.7   |       | 0.8   |      | 3.5   | -0.1  |       |

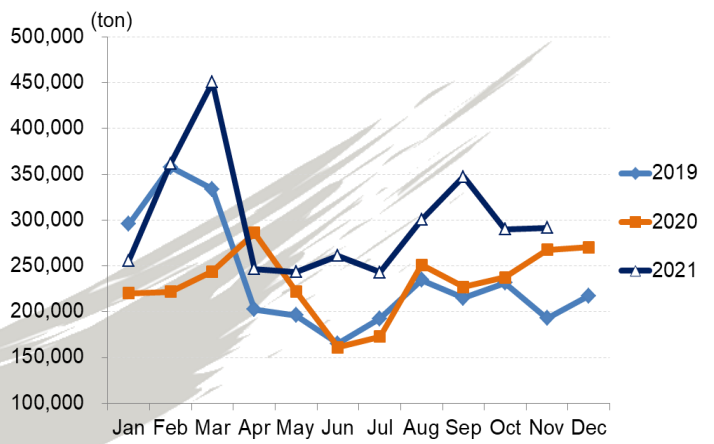
Source: Company Data

**คาดการณ์พื้นที่เพาะปลูกและผลผลิตมันสำปะหลังของไทย**



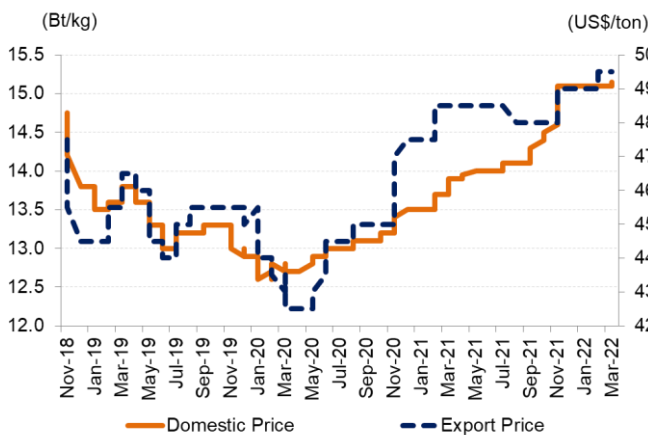
Source: Thai Tapioca Starch Association

**ปริมาณส่งออกแป้งมันสำปะหลังของไทยรายเดือน**



Source: Thai Custom

**ราคาแป้งมันสำปะหลังในประเทศ และราคาส่งออก**



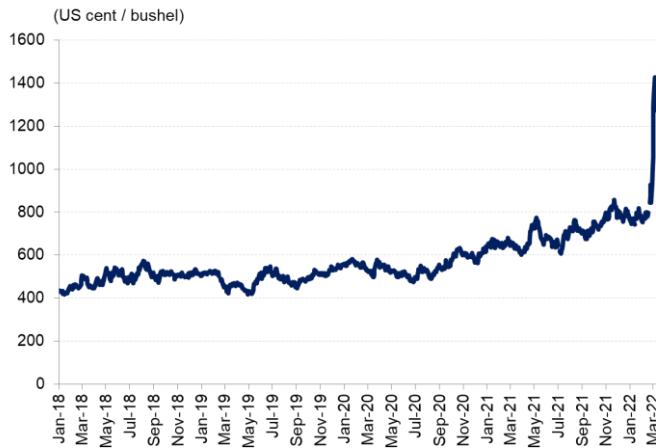
Source: The Thai Tapioca Trade Association

**ราคาหัวมันสำปะหลังสด (แป้ง 25%)**



Source: OAE

**ราคาข้าวสาลี (Wheat) ตลาดชิคาโก**



Source: Bloomberg

**ราคาแป้งข้าวโพด (Corn Starch) ในตลาดจีน**



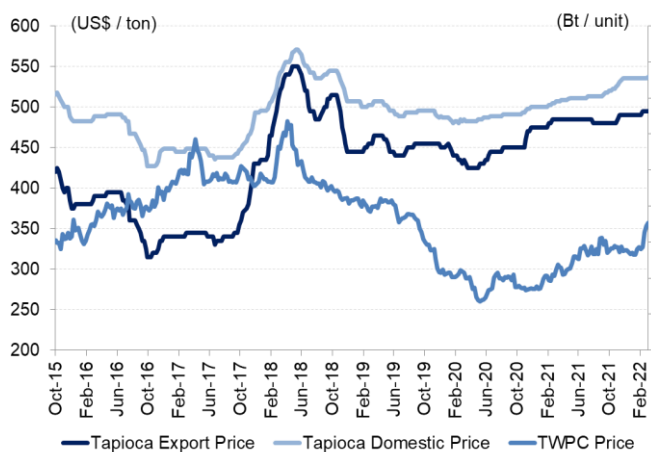
Source: Bloomberg

**สมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน TWPC**

| Assumptions                | Actual       | Forecast     |               |               | % Growth    |            |             |
|----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------------|------------|-------------|
|                            | 2021         | 2022E        | 2023E         | 2024E         | 2022E       | 2023E      | 2024E       |
| Native Sales (mb)          | 4,461        | 4,578        | 4,807         | 5,047         | 2.6         | 5.0        | 5.0         |
| HAV Sales (mb)             | 2,914        | 3,252        | 3,415         | 3,585         | 11.6        | 5.0        | 5.0         |
| Food Sales (mb)            | 1,730        | 1,937        | 2,073         | 2,218         | 12.0        | 7.0        | 7.0         |
| Bio Packaging Sale (mb)    | 0            | 80           | 100           | 100           | --          | 25.0       | 0.0         |
| <b>Total Sale (mb)</b>     | <b>9,105</b> | <b>9,847</b> | <b>10,394</b> | <b>10,950</b> | <b>8.1</b>  | <b>5.6</b> | <b>5.4</b>  |
| % Gross Margin             | 19.7         | 19.6         | 19.5          | 19.6          | -0.1        | -0.1       | 0.1         |
| SG&A (bt mn)               | 1,390        | 1,448        | 1,538         | 1,621         | 4.1         | 6.3        | 5.4         |
| % SG&A to sales            | 15.3         | 14.7         | 14.8          | 14.8          | -0.6        | 0.1        | 0.0         |
| <b>Norm Profit (bt mn)</b> | <b>318</b>   | <b>384</b>   | <b>396</b>    | <b>441</b>    | <b>20.6</b> | <b>3.2</b> | <b>11.3</b> |
| % Margin                   | 3.5          | 3.9          | 3.8           | 4.0           | 0.4         | -0.1       | 0.2         |

Source: Company Data, FSS Research

**ราคาหุ้น TWPC กับราคามันสำปะหลัง**



Source: The Thai Tapioca Trade Association, SET

**TWPC – PE Band (x)**



Source: SET, FSS Research

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

เนื่องจากต้นทุนหลักของบริษัทคือ วัตถุดิบหิวมันสด สัดส่วนราว 80% ของต้นทุน และอีก 20% คือ Processing Cost ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหิวมันสดมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทพอสมควร ในขณะที่มีหลายปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหิวมัน 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 เราพบว่า จะกระทบต่ออัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทราว 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  | 2021  | 2022E | 2023E  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Revenue                  | 7,323 | 7,090 | 9,105 | 9,847 | 10,394 |
| Cost of sales            | 6,133 | 5,977 | 7,309 | 7,918 | 8,363  |
| Gross profit             | 1,190 | 1,114 | 1,797 | 1,929 | 2,031  |
| SG&A                     | 1,050 | 1,113 | 1,390 | 1,448 | 1,538  |
| Operating profit         | 140   | 0     | 407   | 482   | 493    |
| Other income             | 95    | 67    | 89    | 97    | 102    |
| EBIT                     | 235   | 67    | 496   | 578   | 595    |
| EBITDA                   | 587   | 525   | 970   | 1,096 | 1,143  |
| Interest charge          | 48    | 69    | 67    | 65    | 64     |
| Tax on income            | 32    | 9     | 66    | 95    | 98     |
| Earnings after tax       | 155   | -11   | 363   | 418   | 432    |
| Non-controlling interest | -26   | 3     | -40   | -34   | -36    |
| Normalized earnings      | 125   | -8    | 318   | 384   | 396    |
| Extraordinary items      | 57    | 46    | 5     | 0     | 0      |
| Net profit               | 68    | 38    | 323   | 384   | 396    |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019   | 2020 | 2021 | 2022E  | 2023E |
|---------------------------|--------|------|------|--------|-------|
| Net profit                | 68     | 38   | 323  | 384    | 396   |
| Deprec. & amortization    | 352    | 458  | 474  | 518    | 548   |
| Change in working capital | -83    | -12  | -424 | -218   | -111  |
| Other adjustments         | 128    | 87   | 69   | 23     | 22    |
| Cash flow from operations | 466    | 571  | 442  | 707    | 855   |
| Capital expenditure       | -1,206 | -638 | -306 | -216   | -300  |
| Others                    | 323    | -104 | 54   | -140   | -51   |
| Cash flow from investing  | -1,157 | -434 | -213 | -356   | -351  |
| Free cash flow            | -691   | 137  | 229  | 350    | 503   |
| Net borrowings            | 1,163  | 359  | -27  | -1,221 | -82   |
| Equity capital raised     | 0      | 0    | 0    | 0      | 0     |
| Dividends paid            | -283   | -118 | -118 | -230   | -238  |
| Others                    | 48     | -378 | -77  | 168    | 36    |
| Cash flow from financing  | 928    | -137 | -222 | -1,284 | -284  |
| Net change in cash        | -48    | 230  | -38  | -984   | 246   |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                     | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cash                        | 1,241 | 1,471 | 1,433 | 449   | 695   |
| Accounts receivable         | 724   | 708   | 838   | 1,079 | 1,139 |
| Inventory                   | 1,147 | 1,169 | 1,616 | 1,518 | 1,604 |
| Other current assets        | 130   | 143   | 172   | 177   | 187   |
| Total current assets        | 3,243 | 3,491 | 4,058 | 3,223 | 3,625 |
| Investments                 | 325   | 225   | 227   | 394   | 416   |
| Plant, property & equipment | 3,640 | 3,773 | 3,670 | 3,368 | 3,120 |
| Other assets                | 661   | 631   | 650   | 674   | 676   |
| Total assets                | 7,869 | 8,120 | 8,604 | 7,659 | 7,837 |
| Short-term loans            | 276   | 230   | 288   | 155   | 140   |
| Accounts payable            | 539   | 580   | 742   | 651   | 687   |
| Current maturities          | 67    | 89    | 1,089 | 67    | 67    |
| Other current liabilities   | 105   | 95    | 115   | 138   | 146   |
| Total current liabilities   | 987   | 993   | 2,233 | 1,011 | 1,040 |
| Long-term debt              | 1,112 | 1,449 | 365   | 298   | 231   |
| Other non-current liab.     | 475   | 472   | 472   | 640   | 676   |
| Total non-current liab.     | 1,586 | 1,921 | 837   | 938   | 906   |
| Total liabilities           | 2,573 | 2,914 | 3,070 | 1,949 | 1,946 |
| 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 | 3,892 | 4,046 | 4,204 |
| Non-controlling interest    | 275   | 311   | 371   | 394   | 416   |
| Shareholders' equity        | 5,021 | 4,894 | 5,163 | 5,316 | 5,475 |

**Key Ratios**

|                            | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |       |       |       |       |
| Revenue                    | 1.0   | -3.2  | 28.4  | 8.1   | 5.6   |
| EBITDA                     | 3.7   | -10.6 | 84.7  | 13.1  | 4.2   |
| Net profit                 | -65.4 | -43.8 | 744.2 | 18.8  | 3.2   |
| Normalized earnings        | -38.9 | nm    | nm    | 20.6  | 3.2   |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| Gross profit margin        | 16.2  | 15.7  | 19.7  | 19.6  | 19.5  |
| EBITDA margin              | 13.9  | 7.4   | 10.6  | 11.1  | 11.0  |
| EBIT margin                | 3.2   | 0.9   | 5.4   | 5.9   | 5.7   |
| Normalized profit margin   | 1.7   | -0.1  | 3.5   | 3.9   | 3.8   |
| Net profit margin          | 0.9   | 0.5   | 3.5   | 3.9   | 3.8   |
| Normalized ROA             | 1.6   | -0.1  | 3.7   | 5.0   | 5.1   |
| Normalized ROE             | 2.5   | -0.2  | 6.2   | 7.2   | 7.2   |
| Normalized ROCE            | 3.4   | 0.9   | 7.8   | 8.7   | 8.8   |
| <b>Risk (x)</b>            |       |       |       |       |       |
| D/E                        | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.4   | 0.4   |
| Net D/E                    | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| Net debt/EBITDA            | 2.9   | 3.9   | 2.2   | 1.8   | 1.6   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |       |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.08  | 0.04  | 0.37  | 0.44  | 0.45  |
| Normalized EPS             | 0.14  | -0.01 | 0.36  | 0.44  | 0.45  |
| EBITDA                     | 0.67  | 0.60  | 1.10  | 1.25  | 1.30  |
| Book value                 | 5.70  | 5.56  | 5.86  | 6.04  | 6.22  |
| Dividend                   | 0.13  | 0.13  | 0.22  | 0.26  | 0.27  |
| Par                        | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  | 1.00  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |       |       |       |       |
| P/E                        | 90.6  | 161.1 | 19.1  | 16.1  | 15.6  |
| Norm P/E                   | 49.4  | nm    | 19.4  | 16.1  | 15.6  |
| P/BV                       | 1.2   | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.1   |
| EV/EBITDA                  | 13.4  | 15.7  | 8.6   | 7.4   | 6.9   |
| Dividend yield (%)         | 1.9   | 1.9   | 3.1   | 3.7   | 3.9   |

Source: Company data, Finansia research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

|   |   |  |   |   |
|---|---|--|---|---|
| <p><b>สำนักงานใหญ่</b><br/>999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25<br/>ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-658-9000, 02-658-9500</p>                       | <p><b>สำนักงานอัลมาลิ่งค์</b><br/>25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15<br/>ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-646-9600, 02-646-9999</p>                           | <p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b><br/>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พินเกล้า<br/>ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1<br/>ถ.บรมราชชนนี แขวง อนุสาวรีย์<br/>เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-878-5999</p> | <p><b>สาขา บางกระบือ</b><br/>3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3<br/>ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว<br/>แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-378-4545</p> | <p><b>สาขา ประชาชีวะ</b><br/>105/1 อาคารบี ชั้น 4<br/>ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว<br/>เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-580-9130</p>             |
| <p><b>สาขา บางนา</b><br/>589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1<br/>ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105<br/>(เดิม 1093/105)<br/>ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา<br/>เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-740-7100</p> | <p><b>สาขา มินท์ ทาวเวอร์</b><br/>ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9<br/>อาคาร มินท์ ทาวเวอร์<br/>เลขที่ 719 ถนนบรมหัตถ์ทอง<br/>แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-680-0700</p> | <p><b>สาขา สีลม 1</b><br/>130-132 อาคารสีลม 1 ทาวเวอร์ 1<br/>ชั้น 2 ถ.วิญญู แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-690-4100</p>   | <p><b>สาขา เคียนหวน (สีลม 2)</b><br/>140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18<br/>ถ.วิญญู แขวงลุมพินี<br/>เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-254-1717</p>                 | <p><b>สาขา สาทร</b><br/>เลขที่ 48/32 ชั้น 16<br/>อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ<br/>แขวงสีลม เขตบางรัก<br/>จ.กรุงเทพมหานคร<br/>02-036-4859</p> |
| <p><b>สาขา รังสิต</b><br/>1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17<br/>ชอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน<br/>ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี<br/>02-993-8180</p>   | <p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b><br/>576 ถ.รัตนาธิเบศร์<br/>ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี<br/>จ.นนทบุรี<br/>02-831-8300</p>  | <p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b><br/>99, 99/9<br/>เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์<br/>ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19<br/>หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด<br/>ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี<br/>02-005-4193</p>             |   |   |
| <p><b>สาขา ขอนแก่น</b><br/>311/1<br/>ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)<br/>ต.ในเมือง<br/>อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น<br/>043-058-925</p>  | <p><b>สาขา อุดรธานี</b><br/>197/29, 213/3<br/>ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง<br/>อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี<br/>042-245-589</p>  | <p><b>สาขา เชียงใหม่</b><br/>310<br/>หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์<br/>ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน<br/>อ.เมือง จ.เชียงใหม่<br/>053-235-889, 053-204-711</p>   | <p><b>สาขา เชียงราย</b><br/>758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง<br/>อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย<br/>053-750-120</p>   | <p><b>สาขา สมุทรสาคร</b><br/>เลขที่ 813/30 ถนนนเรศวร ตำบลมหาชัย<br/>อำเภอเมืองสมุทรสาคร<br/>จ.สมุทรสาคร<br/>034-428-045</p>                       |
| <p><b>สาขา แม่สาย</b><br/>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย<br/>อ.แม่สาย จ.เชียงราย<br/>053-640-599</p>  | <p><b>สาขา นครราชสีมา</b><br/>198/1 ต.ระกอบสมอราย<br/>ต.ในเมือง<br/>อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา<br/>044-288-700, 044-014-322,<br/>044-014-323</p>  | <p><b>สาขา อนุสาวรีย์</b><br/>22/18<br/>ถ.หลวงพ่อดิลก<br/>ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต<br/>จ.ภูเก็ต<br/>076-210-499</p>  | <p><b>สาขา หาดใหญ่</b><br/>106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย<br/>ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา<br/>074-243-777</p>  | <p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br/>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่<br/>ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี<br/>จ.สุราษฎร์ธานี<br/>077-222-595</p>   |
| <p><b>สาขา ตรัง</b><br/>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง<br/>อ.เมืองตรัง จ.ตรัง<br/>075-211-219</p>  | <p><b>สาขา ปัตตานี</b><br/>300/69-70 หมู่ 4 ต.สุตะมิแล<br/>อ.เมือง จ.ปัตตานี<br/>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 ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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 2021

| 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 ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

### โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC