

กำลังการผลิตใหม่มาช่วง 2H24

TVO มีกำไรสุทธิ 316 ล้านบาท (+26%QoQ) พลิกจากที่ขาดทุน 603 ล้านบาทใน 4Q22 ถ้าไม่รวมรายการพิเศษจะมีกำไร 202 ล้านบาท (+541%YoY,+12%QoQ) ได้รับผลดีจากต้นทุนที่ลดลงช้ากว่าการขาย ทำให้กำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 6.1% สำหรับแนวโน้มปี 24 เราคาดว่ารายได้จะกลับมาเติบโต ด้วยกำลังการผลิตใหม่ที่จะเริ่มเข้ามาในช่วง 2H24 อีก 1,500 ตัน/วัน จากปี 23 ที่มี 5,500 ตัน/วัน แต่ด้วยราคาถั่วเหลืองที่ลดลง ทำให้เราปรับกำไรในปี 24 ลงจากเดิม 21% มาอยู่ที่ 923 ล้านบาท (+10%YoY) กำเริบนำการลงทุนด้วยการจ่ายปันผลที่คาดว่าจะกลับสู่ระดับปกติ เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยประเมินมูลค่าที่เหมาะสมใหม่ที่ 25.2 บาท (2XPBV'24E) ทั้งนี้ TVO ประกาศจ่ายปันผลงวด 2H23 0.65 บาท/หุ้น XD 13 มี.ค. จ่าย 17 พ.ค.

4Q23 กำไรสุทธิ 316 ลบ. (+26%QoQ)

- TVO มีกำไรสุทธิ 4Q23 316 ล้านบาท พลิกจากที่ขาดทุน 603 ล้านบาทใน 4Q22 และเพิ่มขึ้น 26%QoQ แต่ถ้าไม่รวมรายการพิเศษที่ส่วนใหญ่เป็นกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 79 ล้านบาท และการกลับรายการขาดทุนสินค้าคงเหลือ 27 ล้านบาท มีกำไรปกติที่ 202 ล้านบาท (+541%YoY,+12%QoQ) ได้รับผลดีจากต้นทุนที่ลดลงเร็วกว่าราคาขาย ทำให้กำไรขั้นต้นดีขึ้น
- รายได้อยู่ที่ 8,135 ล้านบาท (-18%YoY,+8%QoQ) เทียบกับปีก่อนปรับตัวลดลงมากในส่วนของปริมาณขายกากถั่วเหลือง (-12%YoY) ส่วนธุรกิจน้ำมันถั่วเหลืองปริมาณขายเพิ่มขึ้นแต่ราคาขายลดลงแรงเทียบกับไตรมาส 3 ดันขึ้นทั้งในส่วนของกากถั่วเหลืองและน้ำมันถั่วเหลือง ส่วนหนึ่งมาจากผลดีจากความต้องการเลี้ยงสัตว์ที่เพิ่มขึ้น
- กำไรขั้นต้นอยู่ที่ 6.1% ดีขึ้นจาก 0.9% ใน 4Q22 และ 5.2% ใน 3Q23 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ที่ 211 ลบ. (-2%YoY,+19%QoQ)
- รวมแล้วปี 23 TVO มีรายได้ 34,195 ล้านบาท (-13%YoY) และมีกำไรสุทธิ 730 ล้านบาท (-55%YoY) ถ้าไม่รวมรายการพิเศษมีกำไร 232 ล้านบาท (-88%YoY)

ฤดูกาล 24/25 คาดผลผลิตเพิ่มกดดันราคาในตลาดโลก

ภาพรวมสถานการณ์ถั่วเหลืองโลกในปี 23/24 ในแง่ของปริมาณการผลิตมีการปรับลดผลผลิตจากบราซิลที่ปัจจุบันอยู่ระหว่างเก็บเกี่ยวคาดว่าจะลดลงจากเดิมเล็กน้อยเพราะสภาพอากาศที่แล้งในตอนกลางของประเทศ แต่ถูกกดดันจากผลผลิตของอาร์เจนตินาที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 50 ล้านตัน ส่วนความต้องการบริโภคคาดว่าจะเพิ่มขึ้นมาจากจีนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจากเกษตรกรเริ่มกลับมาเลี้ยงสุกรรวมถึงโรงสกัดถั่วเหลืองที่จีนเริ่มมีกำไรแล้ว ทั้งนี้ปัจจัยที่ต้องติดตามคือผลผลิตจากสหรัฐที่จะเริ่มปลูกในเดือน เม.ย.ว่าจะมีเท่าใดเพราะอาจจะเป็นปัจจัยกดดันราคาถั่วเหลืองโลกได้

ค่าปีนี้เด่นช่วง 2H24

ภาพรวมปี 24 เราคาดว่าผลประกอบการจะโดดเด่นชัดเจนในช่วง 2H24 เป็นต้นไปหลังจากกำลังการผลิตใหม่อีก 1,500 ตัน/วัน เข้ามา (รวมเป็น 7,000 ตัน/วัน จากปี 23 ที่มี 5,500 ตัน/วัน) อย่างไรก็ตามด้วยการลดลงของราคาถั่วเหลืองตั้งแต่ต้นปี ทำให้เราปรับกำไรในปี 24 ลงจากเดิม 21% มาอยู่ที่ 923 ล้านบาท (+10%YoY) สำหรับคำแนะนำการลงทุนด้วยการที่ TVO กลับมาจ่ายปันผลเป็นเงินสดตามปกติแล้ว โดยช่วง 2H24 จ่าย 0.65 บาท/หุ้น XD 13 มี.ค. จ่าย 17 พ.ค. เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" และประเมินมูลค่าที่เหมาะสมที่ 25.2 บาท (2XPBV'24E)

BUY

Fair price: Bt 25.2

Upside (Downside): +20%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	TVO TB
Current Price (Bt)	21.0
Market Cap. (Bt m)	18,679
Shares issued (mn)	889
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	28.0/20.5
Foreign limit/ actual (%)	49.0/3.79
NVDR Shareholders (%)	3.8
Free float (%)	67.1
Number of retail holders	21,033
Dividend policy (%)	60
Industry	Agro & Food Industry
Sector	Food & Beverage
First Trade Date	14 Nov 1990
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AA

Major Shareholders

Miss Sudarath Vitayatanagorn	7.6
Mr. Vichai Vitayathanagorn	7.3
Mrs. Ratana Chanpitaksa	5.8
Mr. Taweelarp Jamsai	4.3
Thai NVDR Company Limited	3.6

Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	39,107	34,195	36,069	37,850
Net Profit (Bt m)	1,604	730	923	1,074
NP Growth (%)	-29%	-55%	27%	16%
EPS (Bt)	1.8	0.8	1.0	1.2
PER (x)	16.0	31.1	20.2	17.4
BPS (Bt)	13.1	12.9	12.6	13.2
PBV (x)	2.2	2.0	1.7	1.6
DPS (Bt)	0.3	0.8	0.8	1.0
Div. Yield (%)	1.0%	3.2%	4.0%	4.6%
ROA (%)	8.7%	5.6%	7.1%	7.9%
ROE (%)	15.1%	7.0%	9.1%	10.1%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoonsawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

Earnings Review

(Bt m)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	9,956	9,461	9,084	7,515	8,135	8.3	(18.3)
Cost of sales	(9,871)	(9,314)	(8,969)	(7,121)	(7,642)	7.3	(22.6)
Gross profit	85	147	115	393	493	25.3	481.0
SG&A	(215)	(207)	(222)	(177)	(211)	19.0	(1.8)
Other (exp)/inc							
EBIT	(130)	(60)	(106)	216	282	30.4	N.M.
Finance cost	(2)	(6)	(5)	(6)	(3)	(48.4)	34.0
Other inc/(exp)	34	21	43	33	22	(33.0)	(34.8)
Earnings before taxes	(98)	(45)	(69)	244	301	23.6	N.M.
Income tax	131	(31)	(2)	(58)	(88)	50.6	N.M.
Earnings after taxes	33	(76)	(71)	185	213	15.1	547.3
Equity income							
Minority interest	(1)	(1)	(2)	(5)	(11)	115.8	685.6
Earnings from cont. operations	32	(77)	(73)	180	202	12.1	540.8
Forex gain/(loss) & unusual items	(635)	205	109	70	114	61.7	N.M.
Net profit	(603)	128	35	250	316	26.1	N.M.
EBITDA	(52)	16	(35)	288	358	24.1	(793.6)
Recurring EPS (Bt)	0.04	(0.09)	(0.08)	0.20	0.23	12.1	540.8
Reported EPS (Bt)	(0.68)	0.14	0.04	0.28	0.35	26.1	N.M.
Profits (%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	0.9	1.6	1.3	5.2	6.1	4.0	(3.9)
Operating margin	(1.3)	(0.6)	(1.2)	2.9	3.5	4.0	(3.9)
Net margin	(6.1)	1.4	0.4	3.3	3.9	2.9	(2.4)

Source : Company Data, Pi Research

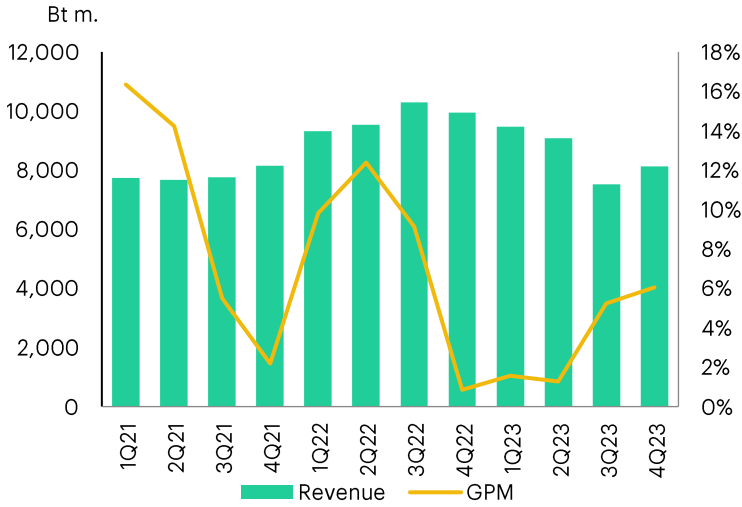
Stock Update



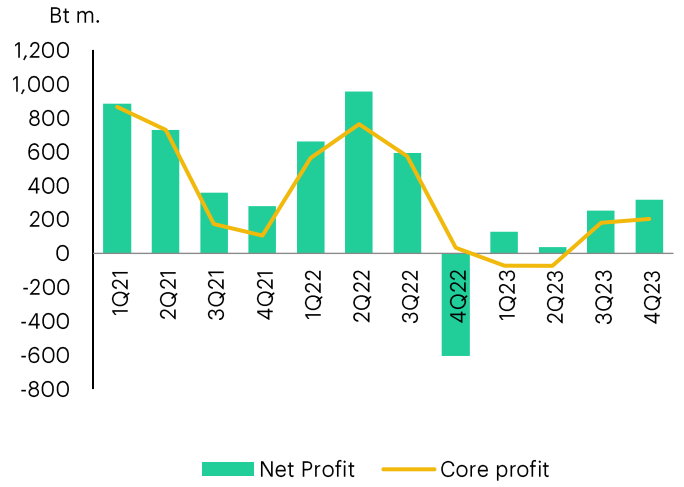
4 MAR 2024

TVO Thai Vegetable Oil PCL

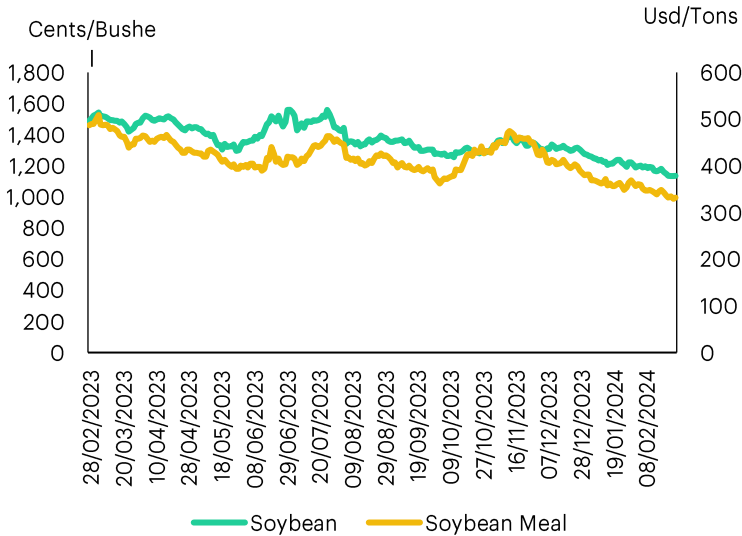
รายได้และกำไรขั้นต้นรายไตรมาส



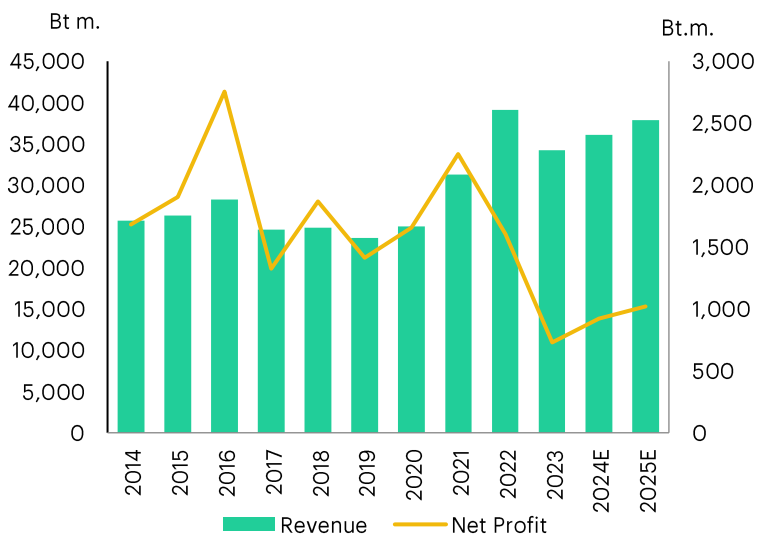
กำไรสุทธิและกำไรปกติรายไตรมาส



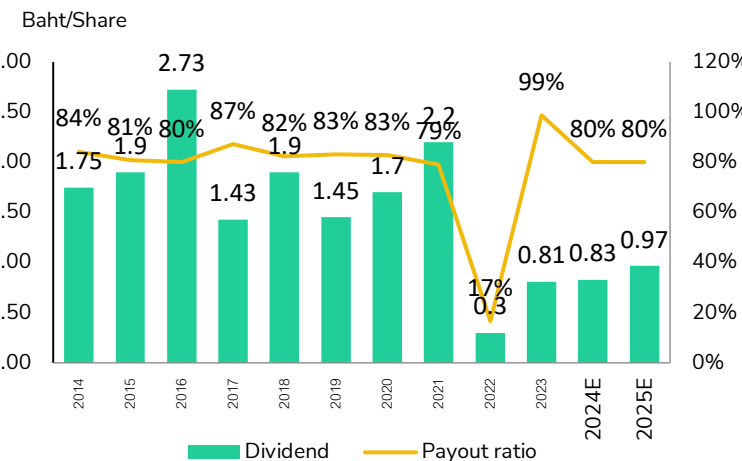
ราคาถั่วเหลืองและกากถั่วเหลืองโลก



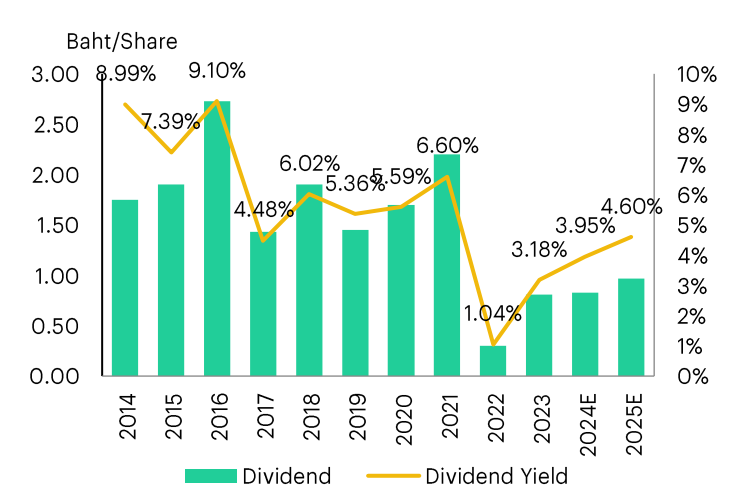
รายได้และกำไรสุทธิรายปี



เงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล



เงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเงินปันผล



Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	1,199	637	383	447
Accounts receivable	1,491	1,587	1,443	1,514
Inventories	12,163	6,626	6,853	7,305
Other current assets	25	37	36	38
Total current assets	14,879	8,887	8,715	9,304
Invest. in subs & others	306	312	312	312
Fixed assets - net	3,098	3,678	3,788	3,783
Other assets	119	28	29	30
Total assets	18,402	12,904	12,844	13,429
Short-term debt	5	5	5	5
Accounts payable	7,119	2,055	2,236	2,347
Other current liabilities	471	338	361	377
Total current liabilities	7,595	2,398	2,603	2,729
Long-term debt	11	5	5	5
Other liabilities	187	205	205	205
Total liabilities	7,792	2,608	2,813	2,939
Paid-up capital	889	889	889	889
Premium-on-share	2,475	2,475	2,475	2,475
Others	225	229	229	229
Retained earnings	6,646	6,477	6,187	6,621
Non-controlling interests	389	397	418	439
Total equity	10,625	10,468	10,200	10,654
Total liabilities & equity	18,417	13,076	13,013	13,594
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	39,107	34,195	36,069	37,850
Cost of goods sold	(35,986)	(33,045)	(34,108)	(35,660)
Gross profit	3,122	1,149	1,961	2,189
SG&A	(894)	(818)	(866)	(908)
Other income / (expense)				
EBIT	2,227	332	1,095	1,281
Depreciation	325	296	294	304
EBITDA	2,688	747	1,513	1,714
Finance costs	(6)	(20)	(21)	(22)
Non-other income / (expense)	137	119	124	129
Earnings before taxes (EBT)	2,358	431	1,198	1,388
Income taxes	(403)	(179)	(231)	(268)
Earnings after taxes (EAT)	1,955	251	967	1,120
Equity income	-	-	-	-
Non-controlling interests	(28)	(20)	(43)	(45)
Core Profit	1,928	232	923	1,074
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(194)	498	-	-
Net profit	1,734	730	923	1,074
EPS (Bt)	1.95	0.82	1.04	1.21

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	2,414	1,287	1,340	981
CF from investing	(564)	(297)	(300)	(300)
CF from financing	(1,918)	(915)	(1,330)	(562)
Net change in cash	(68)	75	(290)	119

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.95	0.82	1.04	1.21
Core EPS (Bt)	2.17	0.26	1.04	1.21
DPS (Bt)	0.30	0.81	0.83	0.97
BVPS (Bt)	11.9	11.8	11.5	12.0
EV per share (Bt)	27.5	24.8	20.6	20.5
PER (x)	14.8	31.1	20.2	17.4
Core PER (x)	13.3	97.8	20.2	17.4
PBV (x)	2.4	2.2	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	9.1	29.5	12.1	10.6
Dividend Yield (%)	1.0	3.2	4.0	4.6

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	8.0	3.4	5.4	5.8
EBITDA margin	6.9	2.2	4.2	4.5
EBIT margin	5.7	1.0	3.0	3.4
Net profit margin	4.4	2.1	2.6	2.8
ROA	9.4	5.7	7.2	8.0
ROE	16.3	7.0	9.1	10.1

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	2.0	3.7	3.3	3.4
Quick ratio (x)	0.4	0.9	0.7	0.7
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (x)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage (x)	383.3	16.8	51.5	57.6
Inventory day (days)	123	73	34	34
Receivable day (days)	14	17	53	53
Payable day (days)	72	23	59	59
Cash conversion cycle (days)	65	67	28	28

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	24.9	(12.6)	5.5	4.9
EBITDA	(3.1)	(72.2)	102.6	13.2
EBIT	3.0	(85.1)	230.2	17.0
Core profit	3.1	(88.0)	298.6	16.4
Net profit	(16.2)	(57.9)	26.6	16.4
EPS	(23.8)	(57.9)	26.6	16.4

Source : Company Data, Pi Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย