

## กระแสหลักทรัพย์

### ● TVO : คาดกำไรดีขึ้น QoQ แต่แนวโน้มยังซบเซา

#### ยังคงอยู่ในการเดินทางที่ยากลำบาก

คาดว่ากำไรสำหรับ 3Q จะเพิ่มขึ้น QoQ เป็น 305 ล้านบาท จากส่วนต่างของราคาที่ดีขึ้น เนื่องจากต้นทุนเมล็ดถั่วเหลืองที่ลดลงชงหน้า ASP ที่ลดลงทั้งน้ำมันถั่วเหลืองและอาหาร อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงมีความท้าทายมากมาย รวมถึง 1) การแข่งขันที่สูงขึ้นในตลาดน้ำมันพืช โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับคู่แข่งรายใหญ่ (เช่น อันดับ 2 'Cook') และตลาดน้ำมันปาล์มทดแทน 2) การขยายกำลังการผลิตของ TVO ใน 2Q24F มีแนวโน้มแย่ลง สถานการณ์อุปทานล้นตลาด และ 3) อำนาจต่อรองกับลูกค้าถั่วเหลืองที่ลดลงท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอ ดังนั้น แม้ว่าหุ้นจะปรับตัวลงแล้ว 16% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่เรายังคงคำแนะนำ "ขาย" สำหรับ TVO โดยปรับมูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 18.80 บาท

#### กำไรปรับตัวดีขึ้น QoQ เป็น 305 ล้านบาท

คาดว่ารายได้ 3Q จะอยู่ที่ 8.97 พันล้านบาท ลดลง 1% QoQ เนื่องจากราคากากถั่วเหลืองลดลงเหลือ 20.30 บาท/กิโลกรัม (-8% QoQ, -3% YoY) และราคาขายปลีกน้ำมันถั่วเหลืองขายปลีกเหลือ 60.40 บาท/ลิตร (-1.1% QoQ และ -12% YoY) แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะยังคงดีขึ้นเป็น 5.9% จาก 1.3% ใน 2Q23 เนื่องจากต้นทุนถั่วเหลืองลดลงอย่างรวดเร็วยิ่งขึ้น โดยใช้จ่ายขายและบริหารยังคงเดิมที่ 2.5% ของยอดขาย เราจึงคาดว่า EBIT จะอยู่ที่ 346 ล้านบาท

#### การแข่งขันยังคงรุนแรง, แนวโน้มอยู่ในระดับปานกลาง

นอกเหนือจากการบริโภคอาหารสัตว์ที่อ่อนแอและราคาถั่วเหลืองทั่วโลกที่ลดลง การแข่งขันด้านราคายังมีแนวโน้มที่จะก้าวไปสู่อีกระดับหนึ่งในแผนของ TVO ที่จะเพิ่มกำลังการผลิตในการบิด 17% เป็น 7,000 ตัน/วัน New Normal สำหรับ GPM ดูเหมือนจะอยู่ในช่วงระหว่าง 6-8% (เทียบกับ 8-12% ก่อน 4Q22) ทั้งนี้ อุปทานส่วนเกินในตลาดน้ำมันถั่วเหลืองยังคงบังคับให้เครื่องบดขายในราคาที่ต่ำมากสำหรับช่องทางการส่งออก ส่วนการผลิตเพื่อการส่งออกเพิ่มขึ้นถึงระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในวันที่ 23 กันยายน

#### เรคาดคำแนะนำ "ขาย" สำหรับ TVO ; มูลค่าที่เหมาะสมลดลงเหลือ 18.80 บาท

เรคาดแนะนำ "ขาย" ด้วยการประเมินมูลค่าสัมพัทธ์ โดยใช้ P/E ที่ 11.0 เท่า, -1.5x sd เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปี (จาก 12.1 เท่าก่อนหน้านี้) ซึ่งปัจจัยที่ปรับลด ได้แก่ 1) ส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง 2) ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง และ 3) การปรับลดกำไรต่อหุ้นของ consensus ■

Forecasts and ratios					
Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	31,307	39,107	35,651	37,573	38,247
EBITDA (THBm)	2,775	2,688	1,154	2,363	2,422
Net profit (THBm)	2,068	1,604	930	1,525	1,660
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	0	0	0
EPS (THB)	2.56	1.80	1.05	1.71	1.87
EPS (% YoY)	24.8	-29.5	-42.1	64.0	8.9
EPS vs Cons (%)	nm	nm	-53.4	-30.0	nm
PER (X)	11.5	15.9	20.2	12.3	11.3
Yield (%)	10.4	3.4	4.0	6.5	7.1
P/BV (X)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (X)	8.5	8.9	15.6	7.4	6.8
ROE (%)	22.2	16.2	9.0	14.2	14.1

Source: Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน "Company Report" (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นภาระนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

3 พฤศจิกายน 2566

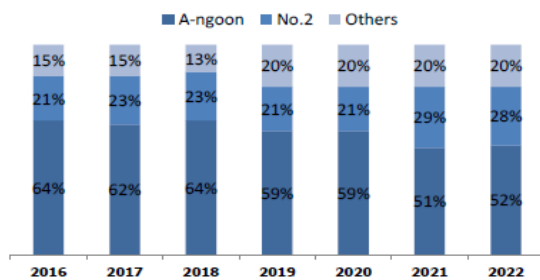
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. Earnings preview; QoQ recovery on low base

Bt, m	3Q23F	3Q22	YoY%	2Q23	QoQ%
Sale revenue	8,971	10,294	-12.8%	9,084	-1.2%
Cost of sales and services	8,442	9,352	-9.7%	8,969	-5.9%
Gross Profit	529	941	-43.8%	115	359.0%
S&A Expenses	225	244	-7.8%	222	1.4%
Operating Profit	304	697	-56.4%	-106	-385.7%
Interest expense	5	1	253.0%	5	5.1%
Net Profit before Tax	341	724	-53.0%	-69	-595.2%
Net Profit Bef Extra	305	573	-46.9%	-73	-514.9%
Extra items	-	51	n.a.	109	n.a.
Net Profit	305	593	-48.6%	35	765.3%
EPS (Bt)	0.34	0.73	-53.3%	0.04	765.3%
Gross margin	5.9%	9.1%	1.3%		
SG&A to sales	2.5%	2.4%	2.4%		
Operating margin	3.4%	6.8%	-1.2%		
Net margin	3.4%	5.8%	0.4%		

Source: TISCO Research estimates

Figure 2. TVO soybean oil 'A-ngoon' has lost market share to No.2 over the past 7 years; TVOP's revenue has been robust at a 32% CAGR over the past 5 years

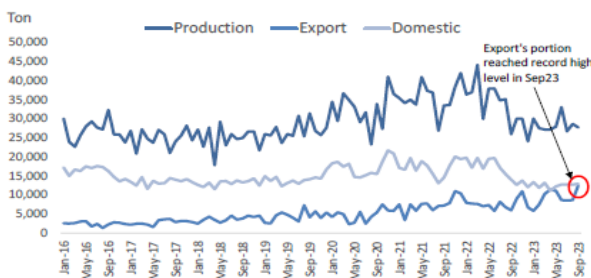


Source: Company data, NielsenIQ

	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	10,392	11,205	19,464	26,361	31,573
COGS	9,742	10,504	17,713	24,896	29,116
Gross Profit	649	702	1,751	1,465	2,457
Total Revenue	10,423	11,234	19,483	26,390	31,637
SG&A	522	530	796	950	1,027
Interest	65	77	77	83	103
EBT	93	123	897	461	1,391
Tax	12	30	185	118	165
Net profit	81	93	713	342	1,191
GPM	6.3%	6.3%	9.0%	5.6%	7.8%
SG&A	5.0%	4.7%	4.1%	3.6%	3.3%
TAX rate	0.1%	0.3%	0.9%	0.4%	0.5%
NPM	0.8%	0.8%	3.7%	1.3%	3.8%

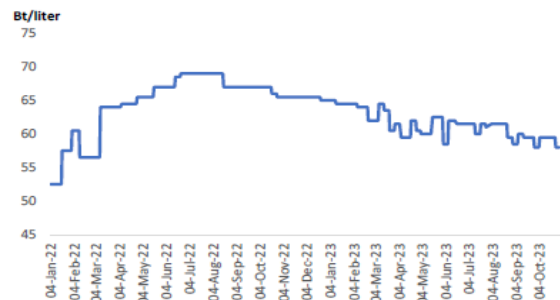
Source: DBD

Figure 3. Domestic soybean oil market has been muted YTD; conversely, lower-margin export market has picked up



Source: OIE

Figure 4. Retail soybean oil price has been trending lower since 3Q22



Source: DIT

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

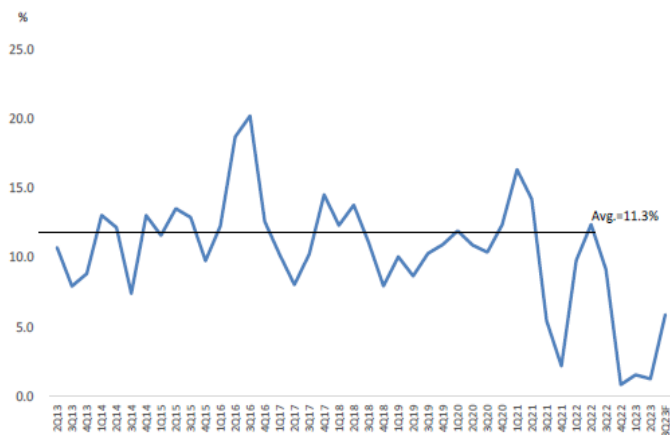
รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงหรือข้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

3 พฤศจิกายน 2566



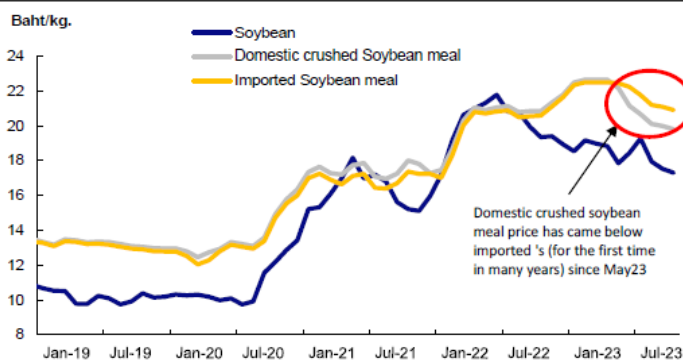
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 5. GPM recently fell below L-T average at 11.3%



Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 6. Domestic crushed soybean meal price came below imported soybean meal for the first time in many years



Source: DIT

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

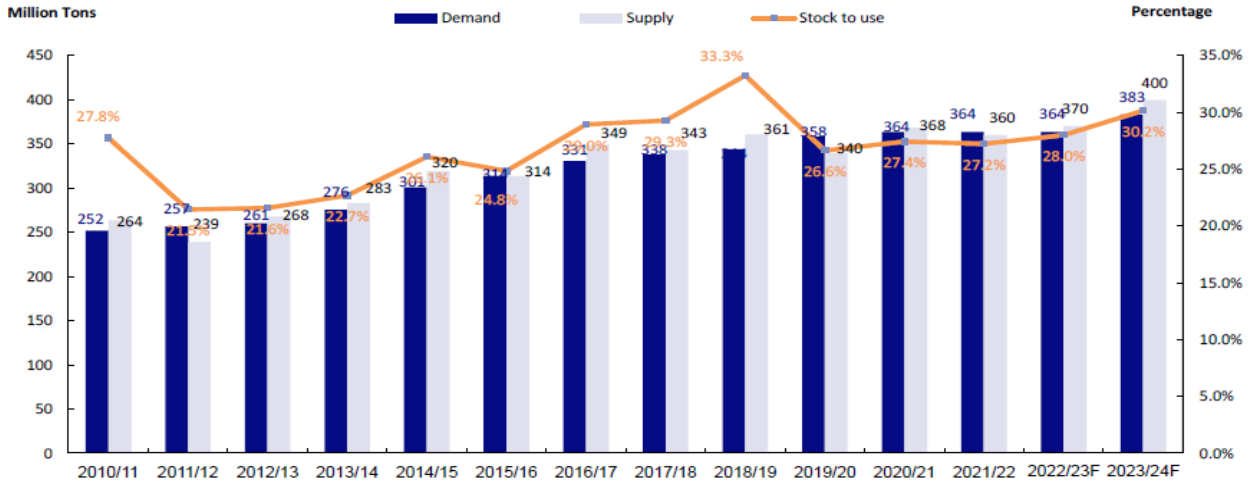
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

3 พฤศจิกายน 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 7. Global soybean demand-supply; oversupply in 2023-24F due to record high crop in Brazil and significant recovery in Argentina



Source: USDA Oct23

Figure 8. Imported soybean meal volume

Ton	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total	Average
2014	300,017	192,330	264,309	171,348	309,139	126,354	240,352	232,571	385,673	237,304	259,811	168,802	2,888,010	240,668
2015	334,956	155,171	134,282	288,818	316,874	253,597	289,297	241,220	107,049	114,604	240,591	218,290	2,694,749	224,562
2016	156,369	183,446	230,664	333,744	267,025	239,435	254,968	84,030	243,874	97,205	263,869	223,371	2,578,000	214,833
2017	326,955	124,199	230,786	201,149	387,340	257,665	166,003	256,745	292,628	168,728	359,410	186,331	2,957,939	246,495
2018	185,592	197,553	307,289	325,283	393,991	300,001	105,019	366,400	236,350	267,475	116,480	152,351	2,953,784	246,149
2019	395,499	144,879	91,369	300,051	304,221	458,158	126,835	293,002	294,035	145,467	234,798	419,899	3,208,213	267,351
2020	132,941	210,953	210,212	228,618	262,484	231,900	294,936	183,416	282,187	181,094	282,987	143,516	2,645,244	220,437
2021	103,110	245,765	84,116	102,728	340,532	320,415	262,802	332,482	472,817	197,362	181,607	107,532	2,751,268	229,272
2022	102,387	201,109	166,616	260,664	397,618	280,950	356,878	308,348	262,849	176,097	184,250	218,652	2,916,418	243,035
2023	154,121	229,518	337,136	223,229	336,114	357,289	477,539	181,527	444,638				2,741,111	304,568

Source: DIT

Figure 9. Imported soybean volume

Ton	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total	Average
2014	120,990	112,297	187,768	173,079	235,295	104,481	135,400	105,794	203,060	161,897	175,784	182,448	1,898,293	158,191
2015	128,352	148,493	154,784	289,615	247,945	144,371	344,892	229,067	244,003	173,423	158,263	294,175	2,557,383	213,115
2016	308,363	104,921	254,770	250,275	222,404	299,465	187,572	300,477	278,178	224,440	162,008	364,856	2,957,729	246,477
2017	123,980	332,007	214,215	266,820	291,089	270,122	354,438	195,851	110,752	176,699	192,104	217,611	2,745,688	228,807
2018	145,133	254,338	295,790	260,211	278,182	145,627	124,922	280,523	358,573	79,640	287,835	212,195	2,722,969	226,914
2019	370,101	222,517	264,838	342,001	310,489	139,296	277,407	290,293	221,692	262,195	231,310	277,139	3,209,278	267,440
2020	365,999	225,182	353,863	250,465	501,208	403,487	399,393	339,252	249,560	384,181	240,531	331,575	4,044,696	337,058
2021	251,909	241,051	172,026	529,518	409,402	540,870	324,695	481,829	215,570	295,913	153,918	380,071	3,996,772	333,064
2022	170,314	98,153	299,836	266,705	367,359	272,997	418,896	303,266	219,378	186,327	313,701	105,249	3,022,181	251,848
2023	276,964	275,655	177,084	320,237	408,210	517,234	350,608	87,302	388,094				2,801,388	311,265

Source: DIT

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight  
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

3 พฤศจิกายน 2566