

ราคาปัจจุบัน	25.0 บาท	คำแนะนำ	ซื้อ	Target Price (ปี 56)	32.0 ▲ บาท
--------------	----------	---------	------	----------------------	------------

**Highlight Issue:**

- ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 พื้นตัวก้าวกระโดดใกล้เคียงกับที่เราคาดไว้ โดยทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบปีครั้งที่ 551 ล้านบาท
- ผลการดำเนินงานช่วง 1H55 กอปรกับฐานะการเงินที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน ผลักดันแจ้งจ่ายปันผลงวด 1H55 ที่ 0.80 บาท/หุ้น (~3%)
- อุปทานถั่วเหลืองโลกที่ตึงตัวต่อเนื่อง จึงทำให้เราปรับราคาขายกากถั่วเหลืองเฉลี่ยทั้งปี 55-56 ขึ้น...ผลักดันได้คาดการณ์กำไรทั้งปี 55-56 ใหม่ที่ 1,643 ล้านบาทและ 1,835 ล้านบาท (+127%YoY และ +12%YoY)
- ผลจากการปรับประมาณกำไรปี 55-56 ขึ้น 6-12% ประกอบกับการปรับใช้ราคาเป้าหมายเป็นปี 56 (ซึ่งอยู่ที่ 32 บาทอิง PER 14 เท่า) ก็ส่งผลเราปรับคำแนะนำขึ้นอีกเป็น "ซื้อ"

จำนวนหุ้น	808.6	ล้านหุ้น
ราคา Par	1	บาท
มูลค่าตลาด	20,215	ล้านบาท
Free Float	55.5%	
Foreign Limit	49.0%	

**ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ :**

- 1) น.ส.สุจารัตน์ วิทยานุกรณ์
- 2) นายวิชัย วิทยานุกรณ์

**การดำเนินธุรกิจ :**

เป็นผู้นำในการประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายน้ำมันถั่วเหลืองและกากถั่วเหลืองรายใหญ่สุดของไทย โดยสำหรับธุรกิจน้ำมันถั่วเหลืองมีส่วนแบ่งตลาดราว 68% ของตลาดรวม

**หมายเหตุ :**

- ถั่วเหลือง 1 ตันมี 36.74 มุขเซล

**นักวิเคราะห์**

ณัฐพล คำนวนผล 02-684-8796

[nuttapon@aira.co.th](mailto:nuttapon@aira.co.th)

ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 ทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบปีครั้งตรงตามที่เราคาดไว้ที่ 551 ล้านบาท โดยสำหรับแต่ละส่วนของผลการดำเนินงานใน 2Q55 มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ ดังนี้

- ยอดขาย 2Q55 ขยายตัวกว่า 25%QoQ และ 10%YoY โดยปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญมาจากความต้องการของผู้ประกอบการธุรกิจการเลี้ยงสัตว์ภายในประเทศที่สูงขึ้นประกอบกับอานิสงส์แบ่งจากจากการเกิดปัญหาความล่าช้าในการส่งมอบกากถั่วเหลืองนำเข้าจากประเทศผู้ผลิตรายใหญ่ในฝั่งอเมริกาใต้ในช่วงที่ผ่านมา จึงทำให้ TVO ได้รับคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับ 1Q55 นอกจากนี้ ด้วยทิศทางราคาขาย ทั้งกากถั่วเหลืองและน้ำมันถั่วเหลืองที่ปรับตัวสูงขึ้นเช่นกัน ก็ทำให้ TVO มีรายได้จากการขายช่วง 2Q55 สูงถึง 6,963 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นสถิติสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ของบริษัท
- อานิสงส์จากราคาวัตถุดิบอัตราทำกำไร 2Q55 เพิ่มขึ้น ซึ่งผลจากการมีสำรองวัตถุดิบช่วงต้นทันท่าไว้บางส่วนท่ามกลางทิศทางราคาขาย (โดยเฉพาะกากถั่วเหลือง) ช่วง 2Q55 ที่ปรับตัวสูงขึ้นแถมด้วยผลประโยชน์ของการเกิดการประหยัดต่อขนาด (economy of scales) หลังใช้อัตรากำลึงการผลิตสูงขึ้น ก็ช่วยผลักดัน อัตราทำกำไรจากการดำเนินงาน (EBIT Margin) ช่วง 2Q55 ตีตัวขึ้นโดดเด่นจากระดับ 6.2% ใน 1Q55 เป็น 9.4% และส่งผลต่อเนื่องให้แจ้งกำไรสุทธิ 2Q55 อยู่ที่ 551 ล้านบาท ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ 4Q53 หรือเพิ่มขึ้นกว่า 83%QoQ และ 137%YoY
- ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นอย่างเด่นชัด จึงประกาศจ่ายปันผลครึ่งปี กว่า 0.8 บาท/หุ้น ด้วยผลการดำเนินงานในช่วง 1H55 ที่ขยายตัวถึง 37%YoY เป็น 852 ล้านบาท ประกอบกับ TVO มีจ่ายคืนหนี้ระยะสั้นบางส่วนในช่วงที่ผ่านมา ก็ผลักดัน ณ สิ้น 2Q55 ฐานะการเงินของ TVO แข็งแกร่งมากขึ้นอย่างเด่นชัด โดยอัตราหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (Net Debt to Equity Ratio) ลดลงเหลือเพียง 0.25 เท่าจากสิ้นปี 54 ที่ 0.47 เท่า พร้อมกันนี้ ยังแจ้งจ่ายเงินปันผลสำหรับงวด 1H55 ที่ 0.80 บาท/หุ้น (Yield~3%) ซึ่งจะขึ้นเครื่องหมาย XD และจ่ายจริงในวันที่ 23 ส.ค. และ 7 ก.ย.55 ตามลำดับ

Financial Summary	FY09A	FY10A	FY11	FY12F	FY13F
Revenue	22,487	20,722	23,097	27,295	27,903
Growth (%)	-4.6%	-7.8%	11.5%	18.2%	2.2%
Net Profit	1,624	1,525	725	1,643	1,835
Growth (%)	116.7%	-6.1%	-52.4%	126.6%	11.7%
EPS	2.35	2.11	0.94	2.03	2.27
BV	7.01	7.94	7.28	8.60	9.42
Dividend	1.75	1.50	0.90	1.52	1.70
PE	10.66	11.85	26.60	12.31	11.02
PBV	3.56	3.15	3.43	2.91	2.65
Dividend Yield	7%	6%	4%	6%	7%

Source :company data,AIRA Estimates

- **ปรับประมาณการกำไรทั้งปี 55-56 ขึ้นจากเดิมราว 6-12% หลังมองราคาถั่วเหลืองโลก 2H55 ยืนตัวสูงต่อ**

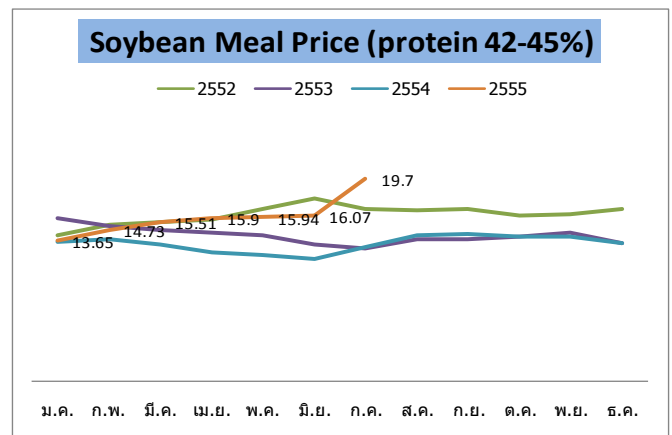
สำหรับภาพรวมผลการดำเนินงาน 2Q55 ที่ออกมาถือว่าเป็นไปตามที่เราคาดไว้ โดยดีกว่าคาดเพียง 3 ล้านบาท เพราะจ่ายภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าเราคาด ซึ่งผลกดันผลประกอบการโดยรวมในช่วง 1H55 มีกำไรสุทธิคิดเป็นสัดส่วนถึง 58%ของตัวเลขประมาณการกำไรทั้งปี 55 เดิมของเรา อีกทั้ง ด้วย จากรายงานเดือนล่าสุด (10 ส.ค.55) ของกระทรวงเกษตรของสหรัฐ (USDA) ที่ยังคงมีมุมมองที่เป็นลบต่ออัตราผลผลิตถั่วเหลืองต่อพื้นที่การเพาะปลูก (Yield) สำหรับฤดูกาลปี 55/56 ของสหรัฐฯ โดยปรับลดลงอีกกว่า 4.4 บุษเซล/เอเคอร์เหลือเพียง 36.1 บุษเซล/เอเคอร์ หรือเป็นตัวเลขที่ต่ำกว่าช่วงปี 54/55 แล้วเฉลี่ย -13%YoY ตามผลสืบเนื่องของวิกฤตภัยแล้งที่เกิดขึ้นในพื้นที่หลักสำหรับการเพาะปลูกถั่วเหลืองและข้าวโพดของประเทศ จึงกดดันต่อเนื้อให้ประเมินตัวเลขสต็อกถั่วเหลืองโลก ณ สิ้นงวดฤดูกาลหน้าปี 55/56 จะลงจากคาดเดิมอีก -4% เหลือ 53.7 ล้านตันด้วย ซึ่งด้วยอุปทานถั่วเหลืองโลกที่ยังมีแนวโน้มตึงตัว ก็ทำให้ USDA ปรับตัวเลขทิศทางราคาขายเมล็ดถั่วเหลืองงวดปี 55/56 ขึ้นอีกเฉลี่ย 2 ดอลลาร์/บุษเซล มาเป็นอยู่ในกรอบ 15-17 ดอลลาร์/บุษเซล ผลกดันเรามองแนวโน้มราคากถั่วเหลืองในช่วง 2H55 ยังทรงตัวสูงต่อ ดังนั้น จึงปรับสมมติฐานราคาขายกถั่วเหลืองในประเทศเฉลี่ยปี 55-56 สูงขึ้นจากเดิมราว 1.5 บาท/ก.ก.และ 0.5 บาท/ก.ก. เป็น 16 บาท/ก.ก.และ 15 บาท/ก.ก. ตามลำดับ ซึ่งมีผลให้เราได้ตัวเลขประมาณการกำไรปี 55-56 ใหม่เพิ่มขึ้นจากเดิมราว 6-12% เป็น 1,643 ล้านบาทและ 1,835 ล้านบาท

Income Statement (MBt.)	2Q12	1Q12	2Q11	%qoq	%yoy	2Q12E	%
Sale	6,963	5,553	6,315	25.4%	10.3%	7,167	-2.9%
Other Income	187	182	121	3.0%	54.6%	195	-4.1%
Total Revenue	7,150	5,735	6,436	24.7%	11.1%	7,363	-2.9%
Cost of Sale	6,272	5,250	6,000	19.5%	4.5%	6,510	-3.7%
Gross Profit	691	304	315	127.3%	119.1%	657	5.1%
SG&A	227	139	147	63.2%	54.3%	199	13.9%
EBIT	651	347	290	87.8%	124.9%	653	-0.3%
Interest Expense	5	8	10	-33.2%	-47.5%	6	-11.9%
Normalise Profit before MI	555	308	243	80.0%	128.2%	550	0.7%
Net Profit	551	301	232	82.9%	137.0%	548	0.6%
Gross Profit Margin (%)	9.9%	5.5%	5.0%			9.2%	
Net Profit Margin (%)	7.9%	5.4%	3.7%			7.6%	

Source : company data, AIRA Estimates

Financial Results	Y2012F		Y2013F	
	New	OLD	New	OLD
Income Statement (MBt.)				
Sale	27,295	25,645	27,903	27,316
Other Income	715	603	731	643
Total Revenue	28,010	26,248	28,633	27,958
Cost of Sale	25,147	23,641	25,572	25,039
Gross Profit	2,148	2,004	2,330	2,277
SG&A	801	753	819	802
EBIT	2,062	1,854	2,242	2,118
Interest Expense	36	36	34	36
Normalise Profit before MI	1,681	1,509	1,877	1,770
Net Profit	1,643	1,472	1,835	1,728
Average Soybean Meal's Price (Baht/Busshel)	16.0	14.5	15.0	14.5
%Other Revenues to sales	2.62%	2.35%	2.62%	2.35%
Gross Profit Margin (%)	7.9%	7.8%	8.4%	7.8%
Net Profit Margin (%)	6.0%	5.7%	6.6%	5.7%

Source : company data, AIRA Estimates



Source : กรมการค้าภายในและ TVO



Source : CMEGROUP

- **ปรับขึ้นอีกเป็นแนะนำ "ซื้อ" โดยเปลี่ยนไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่ของปี 56 ที่ 32.0 บาทอิง PER ที่ 14 เท่า**

ด้วยผลการดำเนินงานใน 3Q55 ที่มีแนวโน้มสดใสต่อ ประกอบกับอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิในช่วงปี 55-56 ที่จะสูงถึง 127%YoY และ 12%YoY อีกทั้ง ยังจัดเป็นอีกหนึ่งหุ้นปันผลที่ให้อัตราผลตอบแทนสม่ำเสมอทุกครึ่งปีเฉลี่ย 6-7ต่อปี ดังนั้น เราจึงปรับคำแนะนำขึ้นจาก "ซื้อ เก็งกำไร" เป็น "ซื้อ" โดยเปลี่ยนไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่ของปี 56 ที่ 32.0 บาทอิงวิธี PER ที่ 14 เท่าแทน (เดิม ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 30.0 บาท)






**CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)**

 Score Range 90-100: Excellent		 Score Range 80-89: Very Good				 Score Range 70-79: Good			
ADVANC	PS	ACAP	HANA	PB	TCAP	2S	FE	NNCL	SYNEX
AOT	PSL	AF	HMPRO	PG	TFD	A	FOCUS	NSI	TBSP
BAFS	PTT	AMANAH	HTC	PHATRA	TFI	AEONTS	FSS	NTV	TCB
BANPU	PTTAR***	AMATA	IFEC	PM	THAI	AFC	GENCO	NWR	TCC
BAY	PTTCH***	AP	INET	PR	THCOM	AGE	GFM	OFM	TCP
BBL	PTTEP	ASIMAR	INTUCH	PRANDA	THIP	AH	GL	PAF	TEAM
BCP	QH	ASP	IVL	PRG	TIC	AHC	GLAND	PAP	TF
BKI	RATCH	AYUD	JAS	PT	TK	AI	GOLD	PATO	TGCI
BMCL	ROBINS	BEC	KCE	PYLON	TMT	AIT	GUNKUL	PDI	THANA
CPN	RS	BECL	KEST	S & J	TNITY	AJ	GYT	PHOL	THANI
CSL	SAT	BFIT	KGI	S&P	TNL	AKR	HFT	PICO	TICON
EASTW	SC	BH	KSL	SABINA	TOG	APRINT	HTECH	PL	TIW
EGCO	SCB	BIGC	KWC	SAMCO	TPC	APURE	IFS	POST	TKS
ERW	SCC	BJC	L&E	SCCC	TRC	AS	ILINK	PPM	TLUXE
GRAMMY	SE-ED	BLA	LANNA	SCG	TRT	ASK	IRC	PREB	TMD
HEMRAJ	SIS	BROOK	LH	SCSMG	TRU	BAT-3K	IRCP	PRECHA	TNH
ICC	THRE	BTS	LOXLEY	SEAFCO	TRUE	BGT	IT	PRIN	TNPC
IRPC	TIP	BWG	LRH	SFP	TSC	BLAND	ITD	PTL	TOPP
KBANK	TIPCO	CENTEL	LST	SICCO***	TSTE	BNC	JTS	Q-CON	TPA
KK	TISCO	CGS	MACO	SINGER	TSTH	BOL	JUTHA	QLT	TPAC
KTB	TKT	CIMBT	MAJOR	SIRI	TTA	BROCK	KASET	RASA	TPCORP
LPN	TMB	CK	MAKRO	SITHAI	TTW	BSBM	KDH	RCI	TIPL
MCOT	TOP	CM	MBK	SMT	TUF	BTNC	KH	RCL	TPP
NMG		CPALL	MFC	SNC	TVO	CCET	KKC	ROJNA	TR
		CPF	MFEC	SPALI	TYM	CFRESH	KMC	RPC	TTCL
		CSC	MILL	SPI	UAC	CHARAN	KTC	SAUCE	TTI
		DELTA	MINT	SPPT	UMI	CI	KWH	SCBLIF	TWFP
		DEMCO	MK	SSF	UP	CITY	KYE	SCP	TWZ
		DRT	MTI	SSSC	UPOIC	CMO	LALIN	SENA	TYCN
		DTAC	NBC	STA	UV	CMR	LEE	SHANG	UBIS
		DTC	NCH	STANLY	VNT	CNS	LHK	SIAM	UEC
		ECL	NINE	STEC	WACOAL	CNT	MATCH	SIMAT	UOBKH
		FORTH	NKI	SUSCO	WAVE	CPI	MATI	SKR	UPF
		GBX	NOBLE	SVI	ZMICO	CPL	MBAX	SMIT	US
		GC	OCC	SYMC		CRANE	M-CHAI	SMK	UT
		GFPT	OGC	SYNTEC		CSP	MCS	SMM	UVAN
		GLOW	OISHI	TASCO		CSR	MDX	SPC	VARO
						CTW	MJD	SPG	VIBHA
						DCC	MOONG	SST	VNG
						DRACO	MPIC	STAR	WG
						EASON	MSC	SUC	WORK
						EIC	NC	SVOA	YUASA
						ESSO	NEP	SWC	

\*\*\* วันที่ 18 ตุลาคม 2554  
PTTAR และ PTTCH  
คณะกรรมการกิจการเป็น PTTGC

\*\*\*SICCO ขอเลิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็น  
หลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)

Score Range	Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Lower than 50	No logo given	N/A

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) (“ไอรา”) เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอรา รวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความเสียหายอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวิชาชีพ ธนกิจ และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กำลังกล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายใน ไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด