

**TVO**

**บมจ. น้ำมันพืชไทย**

|                     |               |          |            |                   |                   |           |
|---------------------|---------------|----------|------------|-------------------|-------------------|-----------|
| <b>Current HOLD</b> | Previous SELL | Close 40 | 2017 TP 40 | Exp Return + 0.0% | THAI CAC Declared | CG 2016 4 |
|---------------------|---------------|----------|------------|-------------------|-------------------|-----------|

| Consolidated earnings        |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BT (mn)                      | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E |
| Normalized earnings          | 1,627 | 2,738 | 2,740 | 2,980 |
| Net profit                   | 1,903 | 2,755 | 2,740 | 2,980 |
| Normalized EPS (Bt)          | 2.01  | 3.39  | 3.39  | 3.69  |
| Reported EPS (Bt)            | 2.35  | 3.41  | 3.39  | 3.69  |
| % Reported EPS growth        | 13.3  | 44.8  | -0.5  | 8.8   |
| Dividend (Bt)                | 1.90  | 2.90E | 2.90  | 3.10  |
| BV/share (Bt)                | 9.23  | 9.74  | 10.23 | 10.82 |
| EV/EBITDA (x)                | 14.9  | 9.6   | 9.5   | 8.7   |
| PER (x)                      | 19.9  | 11.8  | 11.8  | 10.9  |
| PER (x) - normalized         | 17.0  | 11.7  | 11.8  | 10.9  |
| PBV (x)                      | 4.3   | 4.1   | 3.9   | 3.7   |
| Dividend yield (%)           | 4.8   | 7.2E  | 7.2   | 7.7   |
| YE No. of shares (million)   | 809   | 809   | 809   | 809   |
| No. of share - full dilution | 809   | 809   | 809   | 809   |
| Par (Bt)                     | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |

Source: Company data, FSS estimates

**กำไร 4Q16 ต่ำกว่าคาด ผ่านกำไรสูงสุดแล้วในปี 2016**

**กำไรสุทธิ 4Q16 ต่ำกว่าคาด เป็นกำไรต่ำสุดของปี**

กำไรสุทธิ 4Q16 เท่ากับ 430 ล้านบาท (-59.3% Q-Q, +119.4% Y-Y) ต่ำกว่าคาด (เรคาดไว้ 551 ล้านบาท) จากรายได้ที่ต่ำกว่าคาด และค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด กำไรที่เติบโตสูง Y-Y มาจากฐานที่ต่ำปีก่อนโดยปริมาณและราคาปรับสูงขึ้นทุกรายการ ส่วนสาเหตุที่กำไรลดลง Q-Q มาจากปริมาณขายกากถั่วเหลืองที่ลดลงตามฤดูกาล เพราะเป็น Low Season ของการเลี้ยงสัตว์ และต้นทุนถั่วเหลืองราคาถูกใช้หมดไปแล้ว โดยบริษัทมีรายได้รวม -5.9% Q-Q และ +5.4% Y-Y (เรคาดโต 8% Y-Y) และมีอัตรากำไรขั้นต้นแผ่วลงตามคาดมาอยู่ในระดับปกติที่ 12.6% จาก 20.2% ใน 3Q16 แต่ยังเป็นระดับที่สูงกว่าปีก่อนที่ทำได้เพียง 9.8% ในขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ขยับขึ้นเป็น 5.6% (เรคาดที่ 4%) จาก 3.7% ใน 3Q16 แต่ลดลงเล็กน้อยจาก 5.8% ใน 4Q15 แต่จากผลประกอบการที่ดีตลอด 9M16 ทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิทั้งปี 2016 ทำจุดสูงสุดใหม่เท่ากับ 2,755 ล้านบาท (+44.8% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษจะมีกำไรปกติเท่ากับ 2,738 ล้านบาท (+68% Y-Y)

**คงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย**

เราคงมุมมองเชิงบวกต่อปริมาณขายที่น่าจะเติบโตสอดคล้องกับภาวะการเลี้ยงสัตว์ที่ดีขึ้นราว 4% - 5% ในปี 2017 แต่ยังคงมองแนวโน้มราคาถั่วเหลืองในปีนี้อยู่ในทิศทางทรงตัวจากปีก่อนที่ระดับ US\$10 - US\$11 เหรียญต่อชเชล ด้วยคาดการณ์ภาวะถั่วเหลืองโลกยังอยู่ในภาวะเกินดุล และคาดการณ์สต็อกถั่วเหลืองโลกปีนี้จะเพิ่มขึ้น 3.8% เป็น 80 ล้านตัน จึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปีนี้จะแผ่วลงจากปีก่อน โดยไปแตะระดับสูงสุดใน 3Q16 ดังนั้นเรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2016 ไว้ที่ 2,740 ล้านบาท (ทรงตัว Y-Y) และคงราคาเป้าหมายที่ 40 บาท (อิง PE เดิม 12 เท่า) ราคาหุ้นปรับลงมาหลังจากที่แนะนำ ขาย ในรายงานฉบับก่อน (20 ก.พ. 2017) และคาดจ่ายปันผลงวด 2H16 หุ้นละ 1.65 บาท คิดเป็น Yield 4% จึงปรับคำแนะนำเป็น ถือ

| 4Q16 Earnings Results    |       |       |       |       |       | Comment   |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| (Bt mn)                  | 4Q16  | 3Q16  | %Q-Q  | 4Q15  | %Y-Y  |   |
| Revenues                 | 7,070 | 7,515 | -5.9  | 6,705 | 5.4   | <ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้รวมปรับลดลง Q-Q จากปัจจัยฤดูกาล แต่ยังเติบโต Y-Y จากฐานต่ำปีก่อน</li> <li>อัตรากำไรขั้นต้นปรับลดลงสู่ระดับปกติ จากที่ขยับสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใน 3Q16 เพราะสต็อกถั่วเหลืองต้นทุนถูกใช้หมดไป</li> <li>สัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ปรับขึ้นมากกว่าคาด เป็น 5.6% (เรคาดที่ 4%) จาก 3.7% ใน 3Q16 แต่ลดลงเล็กน้อยจาก 5.8% ใน 4Q15</li> </ul> |
| Cost of services         | 6,179 | 5,996 | 3.1   | 6,050 | 2.1   |   |
| Gross profit             | 891   | 1,519 | -41.3 | 655   | 36.0  |   |
| SG&A                     | 395   | 280   | 41.1  | 389   | 1.5   |   |
| Interest expense         | 1     | 1     | 0.0   | 1     | 0.0   |   |
| Normalized earnings      | 421   | 1,065 | -60.5 | 249   | 69.1  |   |
| Net profit               | 430   | 1,056 | -59.3 | 196   | 119.4 |   |
| EPS                      | 0.532 | 1.306 | -59.3 | 0.243 | 119.4 |   |
| Gross margin (%)         | 12.6  | 20.2  | -7.6  | 9.8   | 2.8   |   |
| Norm earnings margin (%) | 6.0   | 14.2  | -8.2  | 3.7   | 2.3   |   |
| Net profit margin (%)    | 6.1   | 14.1  | -8.0  | 2.9   | 3.2   |   |

Source: Company data, FSS Research

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

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

**สำนักงานใหญ่**

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์**

(สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัลมาลิ่งค์**

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์**

496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เซ็นทรัลพีนีสแกล์ 1**

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปีนีสแกล์ ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางกระบือ**

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางนา**

1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลินธร์ 1**

130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เคียนหงวน (ลินธร์ 2)**

140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลินธร์ 3**

130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลาดพร้าว**

555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ประชาชื่น**

105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รังสิต**

1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี

**สาขา ไทยซัมมิท**

1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รัตนนิเบศร์**

68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนนิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี

**สาขา ศรีราชา**

135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี

**สาขา ขอนแก่น 1**

311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา ขอนแก่น 3**

311/1 ถ.กลางเมือง (หิวงิมมิง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา อุดรธานี**

104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรบุรี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

**สาขา เชียงใหม่ 1**

308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

**สาขา เชียงใหม่ 2**

310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่

**สาขา เชียงใหม่ 3**

อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่

**สาขา เชียงราย**

353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย

**สาขา แม่สาย**

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย

**สาขา นครราชสีมา**

1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

**สาขา สมุทรสาคร**

1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร

**สาขา นครปฐม**

28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม

**สาขา ภูเก็ต**

22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต

**สาขา หาดใหญ่ 1**

200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 2**

106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 3**

200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา กระบี่**

223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่

**สาขา ตรัง**

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

**สาขา สุราษฎร์ธานี**

173/83-84 หมู่ 1 ถ.รัตนโกสินทร์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี

**สาขา บิดตานี**

300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิแล อ.เมือง จ.บิดตานี

**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” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

| 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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC