

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 39.00

(From : Bt 42.00)

8 NOVEMBER 2021

Upside : 21.9%

TOA Paint (Thailand) (TOA TB)

จุดเข้าซื้อที่ดี

ราคาหุ้นของ TOA ได้ลงมาใกล้ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และเรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาหุ้นปัจจุบันจะคิดเป็นราคาน้ำมันที่ US\$120/bbl เราจึงไม่เพียงแต่จะเห็นความเสี่ยงที่จำกัดเท่านั้น แต่ยังเห็นปัจจัยหนุนจากกำไรที่ฟื้นตัว 16-21% ในปี 2022-23F ด้วยมีส่วนแบ่งตลาด 49% TOA จึงสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นที่สูง แม้ราคาน้ำมันจะผันผวน

ไม่แพง คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOA แม้จะปรับกำไรลง 14% ต่อปี ในปี 2021-23F สะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้น (Exhibit 1) และปรับราคาเป้าหมายลง (ปี 2022F) เป็น 39 บาท (จาก 42 บาท) จาก 1) ราคาหุ้นของ TOA อยู่ใกล้ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 29.75-45.75 บาท นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในเดือนต.ค.2017 ระดับราคาน้ำมันปัจจุบันที่ US\$83/bbl คิดเป็นการซื้อขายที่ PE ที่ 32 เท่า ในปี 2022F และ 27 เท่า ในปี 2023F ซึ่งยังคงเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 36 เท่า 2) เราเห็น downside ต่อราคาหุ้นจำกัด เนื่องจากราคาหุ้น TOA ปัจจุบันคิดเป็นราคาน้ำมันที่ US\$120/bbl บนคาดการณ์ของเรา 3) เราชอบอำนาจต่อรองราคาของ TOA จากการมีส่วนแบ่งตลาด 49% ซึ่งทำให้สามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นที่มากกว่า 30% แม้จะผ่านมาราคาน้ำมันจะผันผวน และ 4) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเติบโต 16-21% y-y ในปี 2022-23F ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

วิเคราะห์ผลของการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมัน

วัตถุดิบหลักของ TOA คือ โททาเนียมไดออกไซด์ซึ่งคิดเป็น 13% ของต้นทุนรวม และวัสดุอื่นที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันคิดเป็น 9% ดังนั้น TOA จึงถูกกระทบจากราคาน้ำมันที่สูง เราวิเคราะห์ผลของการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมัน ซึ่งราคาน้ำมันที่สูงขึ้น US\$1/bbl จะทำให้กำไรลดลง 0.5% เราใช้สมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ของโบริกเรทที่ US\$65-66/bbl ในปี 2021-23F แต่หากเราใช้ราคาน้ำมันปัจจุบันที่ US\$83/bbl การเติบโตของ EPS ของ TOA จะอยู่ที่ 8-18% ในปี 2022-23F, PE ที่ 32 เท่า ในปี 2022F และ 27 เท่า ในปี 2023F และราคาเป้าหมายที่ 37 บาท ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันของ TOA ที่ 32 บาท สะท้อนราคาน้ำมันที่ US\$120/bbl (ดู Exhibit 2 สำหรับ EPS, PE และราคาเป้าหมายที่ระดับราคาน้ำมันต่างๆ ขณะที่ Exhibit 3-4 แสดง STD ที่สมมติฐานราคาน้ำมันของเราเทียบกับราคาน้ำมันในปัจจุบัน)

มีอำนาจต่อรองราคาอย่างชัดเจน

ราคาโททาเนียมไดออกไซด์เพิ่มขึ้น 8% y-y และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 60% y-y ใน 9M21 แม้จะเจอวิกฤตโควิด-19 แต่ราคาสินค้าของ TOA ปรับขึ้น 4-8% และอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 35% ใน 1H21 (เทียบกับ 37% ในปี 2020 และ 35% ในปี 2019) ด้วยราคาน้ำมันที่สูงขึ้นไปอีก TOA จึงมีแผนที่จะปรับราคาสินค้าขึ้นอีก 5-10% ภายในสิ้นปี 2021 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 33.6-34.4% ในปี 2022-23F เราเชื่อว่าอำนาจต่อรองราคาของ TOA มาจากมีส่วนแบ่งตลาดสูงที่ 49% ในปี 2014-20 ที่ราคาน้ำมันเฉลี่ยต่อปีที่ US\$42-99/bbl อัตรากำไรขั้นต้นของ TOA อยู่ที่ 30-38%

ความต้องการฟื้นตัวใน 4Q21F

เราคาดว่ากำไร 3Q21F ของ TOA จะอยู่ที่ 298 ลบ. ลดลง 42% y-y และ 45% q-q เนื่องจากการล็อกดาวน์ในประเทศไทย (86% ของยอดขายรวม) และเวียดนาม (7%) ยอดขายในไทยเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ปลายล็อกดาวน์ในเดือนก.ย. และในเวียดนามตั้งแต่เดือนต.ค. เราคาดว่ากำไร 4Q21F อยู่ที่ 420 ลบ. เพิ่มขึ้น 41% q-q แม้จะยังลดลง 15% y-y ส่วนปี 2022F เราคาดว่ายอดขายจะเติบโต 9% y-y โดยได้แรงหนุนจากปริมาณขายที่เติบโต 6% y-y และราคาเติบโต 2.5% y-y

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



SAKSID PHADTHANANARAK

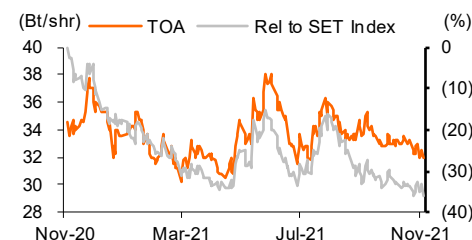
662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,296	17,114	18,638	19,908
Net profit	2,031	1,877	2,266	2,621
Consensus NP	—	2,125	2,314	2,507
Diff frm cons (%)	—	(11.7)	(2.1)	4.6
Norm profit	2,038	1,877	2,266	2,621
Prev. Norm profit	—	2,185	2,633	3,033
Chg frm prev (%)	—	(14.1)	(13.9)	(13.6)
Norm EPS (Bt)	1.0	0.9	1.1	1.3
Norm EPS grw (%)	(8.5)	(7.9)	20.7	15.7
Norm PE (x)	31.9	34.6	28.7	24.8
EV/EBITDA (x)	19.1	20.2	16.8	14.4
P/BV (x)	5.7	5.3	4.8	4.4
Div yield (%)	0.0	1.4	1.7	2.0
ROE (%)	18.4	15.8	17.5	18.5
Net D/E (%)	(56.5)	(60.9)	(63.5)	(66.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Nov-21 (Bt)	32.00
Market Cap (US\$ m)	1,964.2
Listed Shares (m shares)	2,029.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	38.00/30.25
Sector	CONMAT
Major Shareholder	TOAGH 30%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณารับรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Key Assumption Changes

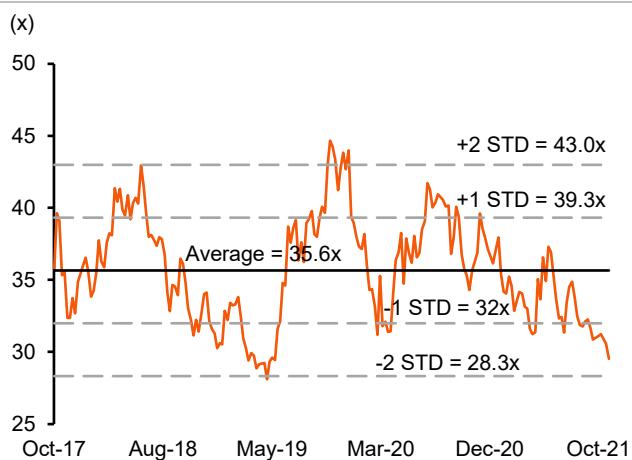
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Titanium dioxide (USD/tonne)					
New	2,199	2,200	2,800	3,000	3,000
Old			2,400	2,500	2,500
Change (%)			16.7	20.0	20.0
Brent oil price (USD/bbl)					
New	64.1	43.2	65.0	65.0	66.3
Old			60.0	60.0	61.2
Change (%)			8.3	8.3	8.3
Gross margin (%)					
New	35.1	36.9	33.0	33.6	34.4
Old			35.8	37.0	38.3
Change (pp)			(2.8)	(3.4)	(3.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

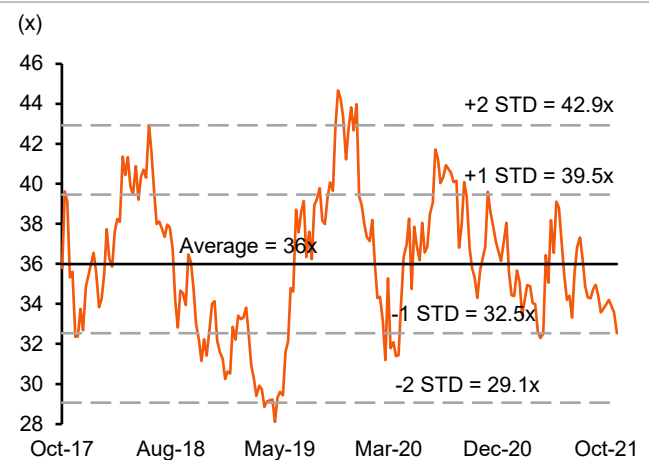
Ex 2: Sensitivity Analysis Of TOA's Earnings To Changes In The Oil Price

	EPS in 2022F (Bt)	EPS in 2023F (Bt)	PE in 2022F (x)	PE in 2023F (x)	Valuation (Bt)
Our base case					
Assumes USD65-66/bbl oil price	1.1	1.3	28.7	24.8	39.0
Valuation (at current oil price level)					
USD83/bbl oil price	1.0	1.2	32.1	27.3	36.8
Valuation (current share price)					
Implies a USD120/bbl oil price	0.7	0.9	42.9	35.3	32.5

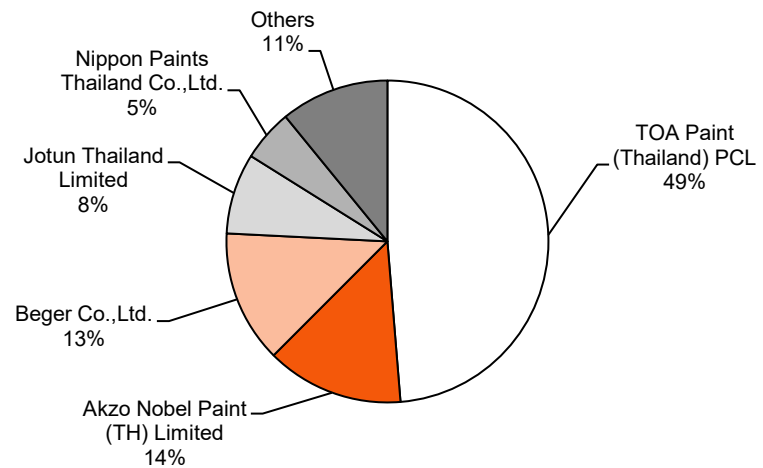
Source: Thanachart estimates

Ex 3: PE STD At USD65-66/bbl Oil Price In 2022-23F

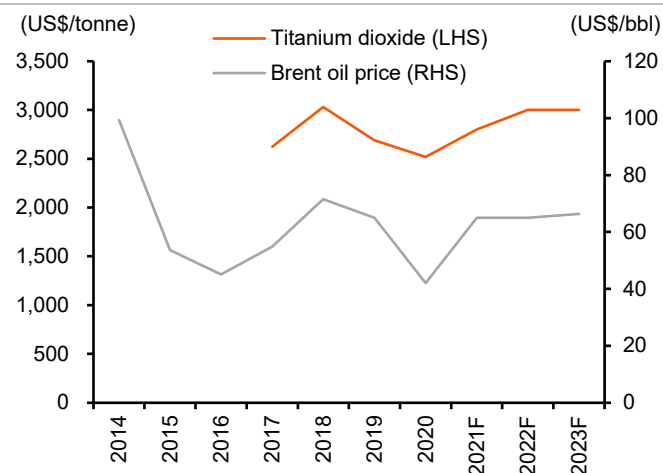
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: PE STD At USD83/bbl Oil Price In 2022-23F

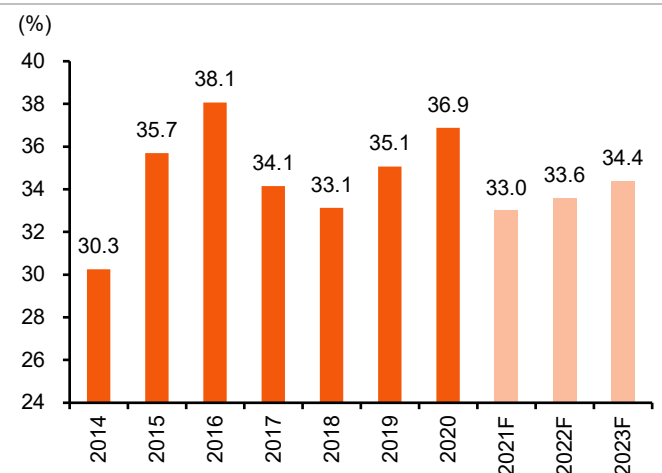
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: TOA's Market Share In 2016

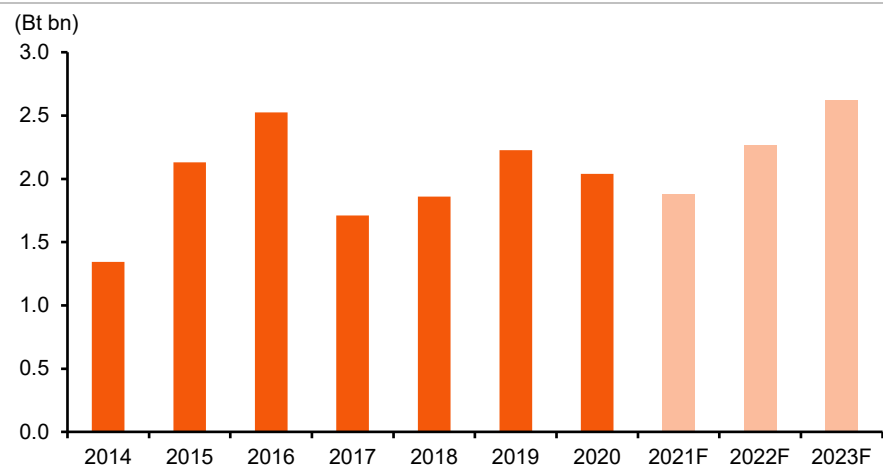
Source: Company data

Ex 6: Titanium Dioxide And Brent Oil Prices

Source: Bloomberg

Ex 7: TOA's Gross Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: TOA's Normalized Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	3,322	3,796	4,233	4,704	5,213	5,761	6,353	6,989	7,696	8,457	8,944	—
Free cash flow	2,079	2,490	2,842	3,215	3,617	4,050	4,516	5,017	5,578	6,182	6,590	98,775
PV of free cash flow	2,073	2,143	2,267	2,336	2,426	2,508	2,582	2,648	2,719	2,658	2,603	39,022
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	71,186											
Net debt (2021F)	(7,515)											
Minority interest	(15)											
Equity value	78,716											
# of shares	2,029											
Target price/share (Bt)	39.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Peer Comparison

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Ferro Corp	FOE US	US	62.4	10.7	16.3	14.7	3.3	2.7	9.1	8.6	na	na
OMNOVA Solutions	OMN US	US	81.8	16.7	na	na	na	na	na	na	na	na
RPM International	RPM US	US	(9.4)	18.7	23.8	20.1	6.1	5.4	15.9	13.7	1.8	1.9
Axalta Coating Systems	AXTA US	US	33.5	21.7	18.2	15.0	4.8	4.1	12.0	10.6	0.0	0.0
Sherwin-Williams	SHW US	US	3.7	19.8	37.6	31.3	31.0	26.9	26.8	22.9	0.7	0.8
Chugoku Marine Paints	4617 JP	Japan	(22.0)	5.5	18.5	17.5	0.8	0.7	10.1	10.1	4.2	4.2
Kansai Paint	4613 JP	Japan	17.4	24.2	28.7	23.1	2.3	2.1	14.0	12.2	1.2	1.3
Kansai Nerolac Paints	KNPL IN	India	5.0	34.3	58.1	43.3	7.4	6.7	35.4	27.2	0.7	0.9
Asian Paints	APNT IN	India	(0.1)	36.2	95.9	70.4	21.4	18.9	63.2	47.7	0.6	0.8
Berger Paints India	BRGR IN	India	25.4	24.5	81.3	65.3	18.8	16.1	51.4	420	0.5	0.6
Akzo Nobel NV	AKZA NA	Netherlands	8.0	26.1	24.2	19.2	3.6	3.5	14.6	12.4	2.0	2.2
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	Thailand	(7.9)	20.7	34.6	28.7	5.3	4.8	20.2	16.8	1.4	1.7
Average			16.5	21.6	39.7	31.7	9.5	8.4	24.8	54.7	1.3	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8-Nov-21 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 19764 โดยครอบครัวตั้งคารวคุณ และปัจจุบันได้กลายเป็นผู้นำในตลาดผู้ผลิตสีและสารเคลือบผิวในประเทศไทย บริษัทฯ ครองส่วนแบ่งตลาดในตลาดผลิตภัณฑ์สีทาอาคารในประเทศไทยมากที่สุด และยังมีส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวประเภทอื่น (เช่น ผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวสำหรับงานไม้ สารเคลือบผิวปกป้องและป้องกันน้ำ) มากเป็นอันดับ 2 บริษัทฯ ได้ขยายธุรกิจไปยังหลายประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) และมีโรงงานผลิตในเวียดนาม มาเลเซีย ลาว พม่า และกัมพูชา

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

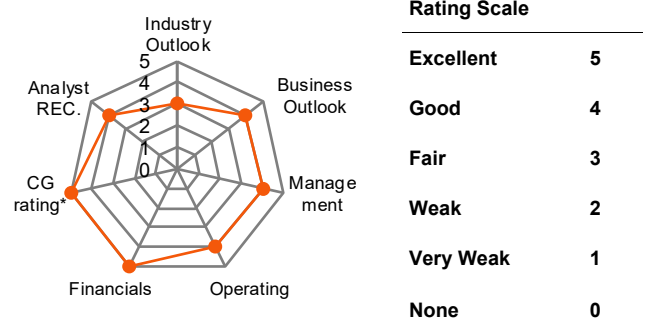
S — Strength

- มีแบรนด์ที่แข็งแกร่งเป็นที่รู้จัก
- มีการทำวิจัยและพัฒนา เพื่อนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ หลากหลาย และสร้างสรรค์
- มีช่องทางจัดจำหน่ายทั่วประเทศและให้บริการเครื่องผสมสีอัตโนมัติที่ไม่เหมือนใคร
- สถานะการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสเติบโตในตลาด AEC
- เพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น
- การกระจายความเสี่ยงของธุรกิจ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- พึ่งพิงกลุ่มผลิตภัณฑ์สีทาอาคารซึ่งมีการแข่งขันสูง
- พึ่งพิงยอดขายจากผู้ค้าปลีก ผู้ซึ่งขายผลิตภัณฑ์ของกลุ่มคู่แข่งด้วย

T — Threat

- คู่แข่งขันสามารถผลิตผลิตภัณฑ์นวัตกรรมได้อย่างรวดเร็ว
- ความผันผวนของราคาราคาวัตถุดิบ
- กฎหมายและหลักเกณฑ์ของตลาดในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.40	39.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	2,125	1,877	-12%
Net profit 22F (Bt m)	2,314	2,266	-2%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 0	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด 2-12% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอย่างระมัดระวังต่อการฟื้นตัวของยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด ตามคาดการณ์กำไรของเราที่ต่ำกว่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและการบริโภคที่ช้าของไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อสมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณขายในประเทศของเรา
- ความล่าช้าในการดำเนินงานของโรงงานแห่งใหม่อาจเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อสมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณขายในต่างประเทศของเรา
- หากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มราคาขายเฉลี่ยเพื่อชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และส่งผลกระทบต่อคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา
- ต้นทุนวัตถุดิบคิดเป็น 60-65% ของต้นทุนรวมของ TOA ดังนั้นความผันผวนของราคาราคาวัตถุดิบถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect TOA's earnings to turn around strongly next year...

...driven by a recovery in its sales and sustained high gross margin

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,978	16,296	17,114	18,638	19,908
Cost of sales	11,026	10,287	11,468	12,381	13,062
Gross profit	5,952	6,009	5,646	6,257	6,847
% gross margin	35.1%	36.9%	33.0%	33.6%	34.4%
Selling & administration expenses	3,362	3,510	3,423	3,541	3,683
Operating profit	2,590	2,499	2,223	2,715	3,164
% operating margin	15.3%	15.3%	13.0%	14.6%	15.9%
Depreciation & amortization	369	557	617	645	671
EBITDA	2,959	3,057	2,840	3,360	3,835
% EBITDA margin	17.4%	18.8%	16.6%	18.0%	19.3%
Non-operating income	114	142	142	142	142
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(19)	(39)	(27)	(34)	(40)
Pre-tax profit	2,686	2,603	2,338	2,823	3,266
Income tax	570	571	468	565	653
After-tax profit	2,116	2,032	1,871	2,258	2,613
% net margin	12.5%	12.5%	10.9%	12.1%	13.1%
Shares in affiliates' Earnings	90	0	0	0	0
Minority interests	21	6	7	7	8
Extraordinary items	(65)	(7)	0	0	0
NET PROFIT	2,162	2,031	1,877	2,266	2,621
Normalized profit	2,227	2,038	1,877	2,266	2,621
EPS (Bt)	1.1	1.0	0.9	1.1	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.0	0.9	1.1	1.3

BALANCE SHEET

TOA's balance sheet is strong and it is in a net cash position

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	12,334	11,987	13,451	14,945	16,586
Cash & cash equivalent	6,853	6,644	7,700	8,705	9,955
Account receivables	3,037	2,913	3,059	3,331	3,558
Inventories	2,212	2,163	2,411	2,603	2,746
Others	232	267	281	306	326
Investments & loans	6	6	6	6	6
Net fixed assets	2,757	2,691	2,612	2,505	2,373
Other assets	610	1,803	1,798	1,816	1,825
Total assets	15,707	16,486	17,866	19,272	20,789
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,674	3,690	3,990	4,261	4,473
Account payables	3,752	2,975	3,317	3,581	3,778
Bank overdraft & ST loans	575	200	185	154	150
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	347	515	488	526	545
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	419	1,391	1,539	1,548	1,551
Total liabilities	5,093	5,081	5,529	5,809	6,024
Minority interest	(75)	(9)	(15)	(23)	(31)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,029	2,029	2,029	2,029	2,029
Share premium	5,762	5,762	5,762	5,762	5,762
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(749)	(891)	(891)	(891)	(891)
Retained earnings	3,647	4,514	5,453	6,586	7,896
Shareholders' equity	10,689	11,414	12,353	13,486	14,796
Liabilities & equity	15,707	16,486	17,866	19,272	20,789

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	2,686	2,603	2,338	2,823	3,266
Tax paid	(489)	(585)	(453)	(540)	(632)
Depreciation & amortization	369	557	617	645	671
Chg In working capital	(20)	(603)	(53)	(200)	(173)
Chg In other CA & CL / minorities	58	242	(55)	(12)	(23)
Cash flow from operations	2,604	2,214	2,394	2,716	3,109
Capex	(830)	(492)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	(1,258)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	97	980	121	(42)	(40)
Cash flow from investments	(733)	(770)	(384)	(547)	(545)
Debt financing	(475)	(347)	(15)	(31)	(4)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(832)	0	(939)	(1,133)	(1,310)
Warrants & other surplus	(61)	(1,306)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,368)	(1,653)	(953)	(1,164)	(1,314)
Free cash flow	1,774	1,722	1,894	2,216	2,609

TOA generates sizeable
and stable cash flows

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	29.2	31.9	34.6	28.7	24.8
Normalized PE - at target price (x)	35.5	38.8	42.2	34.9	30.2
PE (x)	30.0	32.0	34.6	28.7	24.8
PE - at target price (x)	36.6	39.0	42.2	34.9	30.2
EV/EBITDA (x)	19.8	19.1	20.2	16.8	14.4
EV/EBITDA - at target price (x)	24.6	23.8	25.2	21.0	18.1
P/BV (x)	6.1	5.7	5.3	4.8	4.4
P/BV - at target price (x)	7.4	6.9	6.4	5.9	5.3
P/CFO (x)	24.9	29.3	27.1	23.9	20.9
Price/sales (x)	3.8	4.0	3.8	3.5	3.3
Dividend yield (%)	1.6	0.0	1.4	1.7	2.0
FCF Yield (%)	2.7	2.7	2.9	3.4	4.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.0	0.9	1.1	1.3
EPS	1.1	1.0	0.9	1.1	1.3
DPS	0.5	0.0	0.5	0.6	0.6
BV/share	5.3	5.6	6.1	6.6	7.3
CFO/share	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
FCF/share	0.9	0.8	0.9	1.1	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see TOA's valuation
as attractive at PEs of 25-
29x over 2022-23F...

...vs. its four-year
average PE of 36x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	4.4	(4.0)	5.0	8.9	6.8
Net profit (%)	18.5	(6.1)	(7.6)	20.7	15.7
EPS (%)	18.5	(6.1)	(7.6)	20.7	15.7
Normalized profit (%)	19.7	(8.5)	(7.9)	20.7	15.7
Normalized EPS (%)	19.7	(8.5)	(7.9)	20.7	15.7
Dividend payout ratio (%)	46.9	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	35.1	36.9	33.0	33.6	34.4
Operating margin (%)	15.3	15.3	13.0	14.6	15.9
EBITDA margin (%)	17.4	18.8	16.6	18.0	19.3
Net margin (%)	12.5	12.5	10.9	12.1	13.1
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
Interest coverage - EBIT (x)	139.6	64.5	82.1	78.8	79.4
Interest coverage - EBITDA (x)	159.5	78.9	104.9	97.5	96.3
ROA - using norm profit (%)	14.5	12.7	10.9	12.2	13.1
ROE - using norm profit (%)	22.2	18.4	15.8	17.5	18.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.0	18.4	15.7	17.5	18.5
- asset turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
- operating margin (%)	15.9	16.2	13.8	15.3	16.6
- leverage (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	99.3	98.5	98.9	98.8	98.8
- tax burden (%)	78.8	78.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	50.3	44.2	35.8	44.9	51.3
NOPAT (Bt m)	2,041	1,951	1,778	2,172	2,531
invested capital (Bt m)	4,411	4,970	4,838	4,935	4,991

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 143 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2201A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, S5016C2112D, S5016P2112D, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2201A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th