

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 36.00

Upside : 24.1%

(From : Bt 39.00)

30 MARCH 2022

TOA Paint (Thailand) (TOA TB)

“ซื้อ” ด้วยมีแนวโน้มฟื้นตัว

TOA กำลังปรับขึ้นราคาผลิตภัณฑ์เพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น ซึ่งแนวทางนี้ในอดีตที่ผ่านมาประสบความสำเร็จในการพลิกฟื้นกำไรทุกครึ่ง เราแนะนำให้ “ซื้อ” ในช่วงที่กำลังปรับขึ้นราคาใน 1H22F ด้วยคาดว่า EPS จะฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2023F ที่ 18% เทียบกับ -2STD PE ที่ 24 เท่า หรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ก่อนเกิดโควิดที่ 36 เท่า



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ราคาเพิ่มขึ้น

ในอดีตที่ผ่านมา TOA สามารถปรับขึ้นราคาขายเพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้นได้เนื่องจากมีส่วนแบ่งตลาดถึง 49% และบริษัทฯ กำลังดำเนินการเช่นนี้อีกครั้ง วัตถุประสงค์หลักของ TOA คือไททาเนียมไดออกไซด์ที่ 14% ของต้นทุนทั้งหมด และวัสดุอื่นๆ ที่เกี่ยวกับน้ำมันที่ 12% หากไม่มีการปรับขึ้นราคา เราคาดว่ากำไรจะลดลง 0.7% หากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นทุกๆ US\$1/bbl Exhibit 5-6 แสดงให้เห็นถึงความสามารถของ TOA ในปรับเพิ่มราคาขายเฉลี่ย (ASP) เพื่อฟื้นฟูกำไรขั้นต้นโดยที่ไม่สูญเสียส่วนแบ่งตลาด TOA ปรับราคาขายเฉลี่ยขึ้น 5% ในปี 2015 หลังราคาน้ำมันเบรนท์เพิ่มขึ้นเป็น US\$97/bbl ในปี 2014 และอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 36% ในปี 2015 จาก 30% ในปี 2014 ราคาปรับขึ้น 4% ในปี 2018 เทียบกับราคาน้ำมันที่พุ่งขึ้น 30% ผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นเป็น 35% ในปี 2019 จาก 33% ในปี 2018 สำหรับปี 2022F เราสมมติให้ราคาขายเฉลี่ยปรับขึ้น 5% เทียบกับราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น 28% ซึ่งน่าจะทำให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้นเป็น 34% ในปี 2023F เทียบกับ 32% ในปีนี้

เติบโตจากผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น

เนื่องจากอุตสาหกรรมสีในไทยมีอัตราการเติบโต 3-5% ต่อปี TOA จึงให้ความสำคัญกับผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวและผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น (Non-Decorative Products) มากขึ้น เช่น ผลิตภัณฑ์เคมีก่อสร้าง ไม้ และผลิตภัณฑ์สีที่มีความคงทนสูง และฮาร์ดแวร์ ยอดขาย Non-Decorative Products เติบโต 8% ต่อปี ในปี 2018-21 และคิดเป็น 34% ของยอดขายรวมของ TOA ในปี 2021 TOA ลงทุน 800 ลบ. เพื่อซื้อหุ้น 51% ใน Gypmantech (GMT) ซึ่งเป็นผู้ผลิตแผ่นยิปซัม โดยจะควบรวมกิจการในเดือนมี.ค. 2022 GMT มีกำไร 126 ลบ. จากยอดขาย 865 ลบ. ในปี 2020 และกำไร 81 ลบ. จากยอดขาย 490 ลบ. ใน 1H21 เราคาดว่ายอดขาย Non-Decorative Products ของ TOA จะเติบโต 8% ต่อปี ในปี 2022-24F

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

TOA ยังคงเป็นบริษัทที่อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ด้วยมีเงินสดในมือ 3 พันลบ. ปี 2021 เราจึงประเมินว่าบริษัท จะมี EBITDA ที่ 3-4 พันลบ. ต่อปี ในปี 2022-24F โดยมี EBITDA margin ที่ 16-20% นอกจากนี้ยังให้ ROE สูงที่ 16-18% ในปี 2022-24F และมี ROA อยู่ที่ 11-12%

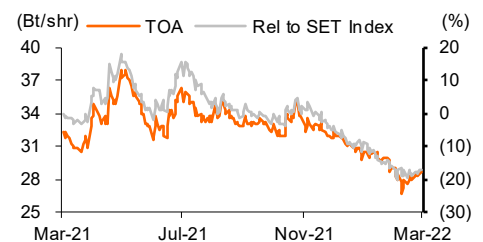
แนะนำ “ซื้อ” ด้วยมีแนวโน้มฟื้นตัว

แม้ว่าเราจะปรับลดประมาณการกำไรของ TOA ลง 10/8/6% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ลงเป็น 36 บาท/หุ้น (จาก 39 บาท) เพื่อสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้น (Exhibit 1) แต่ยังคงแนะนำ “ซื้อ” เราคาดว่ากำไรจะแตะจุดต่ำสุดใน 2H21 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการล็อกดาวน์ปิดสถานที่ก่อสร้าง และราคาน้ำมันสูงขึ้นก่อนมีปรับขึ้นราคาขายเฉลี่ย เราคาดว่ากำไร 1H22F จะยังคงทรงตัว จากการปรับราคาขายเฉลี่ยขึ้น 5% ชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้นจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ด้วยคาดว่าราคาน้ำมันลดลงใน 2H22F หลังสงครามยุติ เราคาดว่ากำไร 2H22F ของ TOA จะฟื้นตัว โดยมีอัตรากำไรกว้างตัวกลับมาในปี 2023F เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 11/18/14% ในปี 2022-24F เรามองว่าการซื้อขายที่ 29/24/21 เท่า PE ในปี 2022-24F นั้นไม่แพง เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด 5 ปีที่ 36 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,570	19,130	19,415	20,288
Net profit	1,955	2,045	2,420	2,767
Consensus NP	—	1,997	2,349	2,613
Diff frm cons (%)	—	2.4	3.0	5.9
Norm profit	1,835	2,045	2,420	2,767
Prev. Norm profit	—	2,266	2,621	2,947
Chg frm prev (%)	—	(9.8)	(7.7)	(6.1)
Norm EPS (Bt)	0.9	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	(10.0)	11.4	18.4	14.3
Norm PE (x)	32.1	28.8	24.3	21.3
EV/EBITDA (x)	18.1	16.6	13.9	11.9
P/BV (x)	4.8	4.4	4.1	3.7
Div yield (%)	1.7	1.7	2.1	2.4
ROE (%)	15.5	16.0	17.4	18.2
Net D/E (%)	(58.8)	(60.3)	(63.9)	(67.5)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Mar-22 (Bt)	29.00
Market Cap (US\$ m)	1,764.6
Listed Shares (m shares)	2,029.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.5
12M Price H/L (Bt)	38.00/26.75
Sector	CONMAT
Major Shareholder	TOAGH 30%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



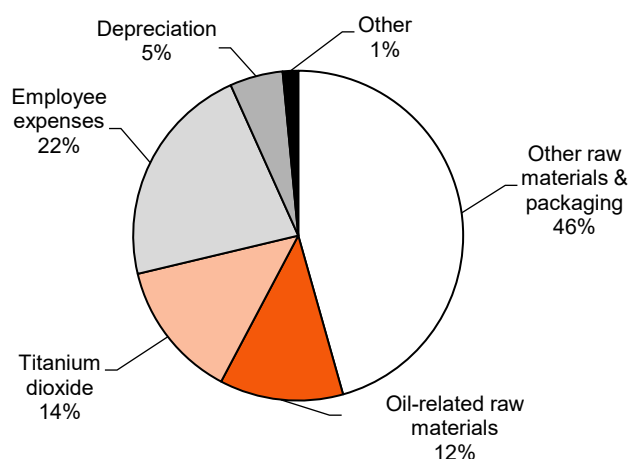
Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Average selling price (Bt/gallon)**					
New	242.2	244.3	256.5	246.2	247.4
Old			245.8	247.1	248.3
Change (%)			4.4	(0.4)	(0.4)
Sales volume (m gallons)*					
New	44.5	45.4	47.4	48.4	49.5
Old			45.8	48.1	50.4
Change (%)			3.5	0.6	(1.8)
Titanium dioxide price (US\$/tonne)					
New	2,519	2,917	3,600	2,988	2,900
Old			3,000	3,000	3,000
Change (%)			20.0	(0.4)	(3.3)
Brent oil price (US\$/bbl)					
New	42	69	88	73	71
Old			80	73	73
Change (pp)			10.0	-	(2.7)
Gross margin (%)					
New	36.9	32.7	31.6	33.9	34.9
Old			32.7	33.4	33.8
Change (pp)			(1.1)	0.5	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

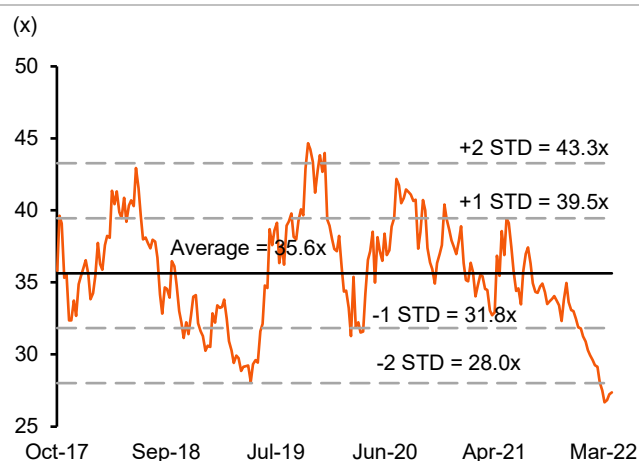
* Based on TOA's utilization rate, ** Calculated by decorative sales divided by sales volume

Ex 2: TOA's Cost Breakdown



Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: TOA's PE Standard Deviation

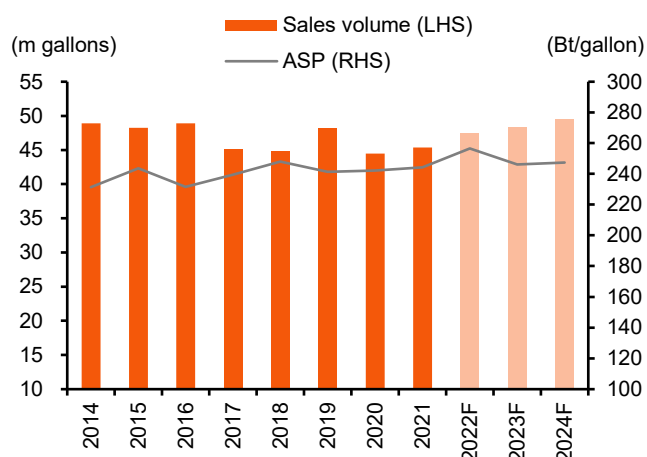


Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

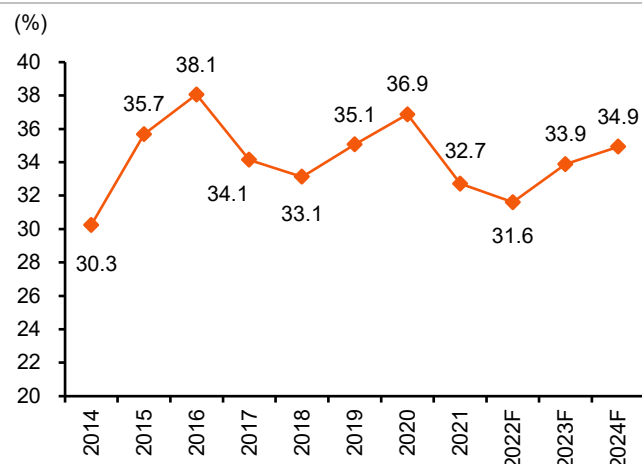
Ex 4: Sensitivity Analysis Of DCC's Earnings To Changes In The Titanium Dioxide Price

	EPS in 2022F (Bt)	EPS in 2023F (Bt)	PE in 2022F (x)	PE in 2023F (x)	Target price (Bt)
Our base case					
US\$3,600 and 2,988/tonne TiO2 price	1.01	1.19	28.8	24.3	36.0
5% higher titanium dioxide price					
US\$3,780 and 3,137/tonne TiO2 price	0.97	1.16	29.9	25.0	35.5
10% higher titanium dioxide price					
US\$3,960 and 3,287/tonne TiO2 price	0.93	1.13	31.2	25.7	35.0
5% lower titanium dioxide price					
US\$3,420 and 2,839/tonne TiO2 price	1.05	1.23	27.7	23.7	36.5
10% lower titanium dioxide price					
US\$3,240 and 2,689/tonne TiO2 price	1.08	1.26	26.7	23.0	37.0

Source: Thanachart estimates

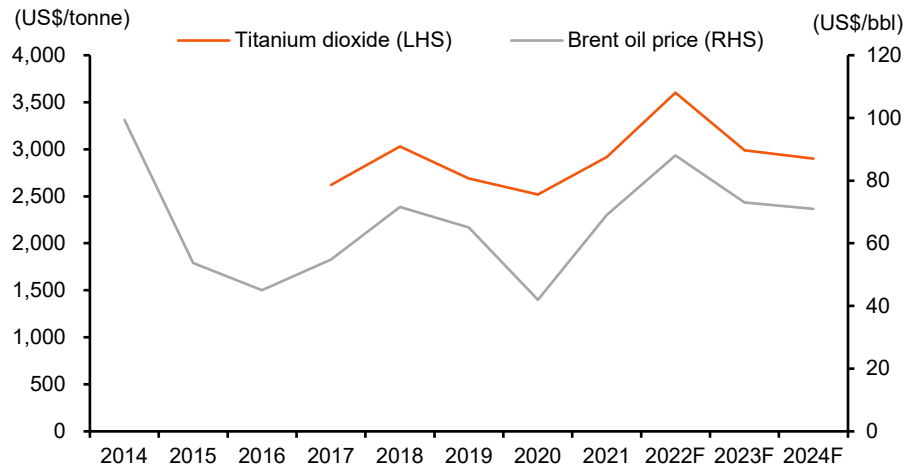
Ex 5: Decorative Products' ASP & Sales Volume

Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: TOA's Gross Margin

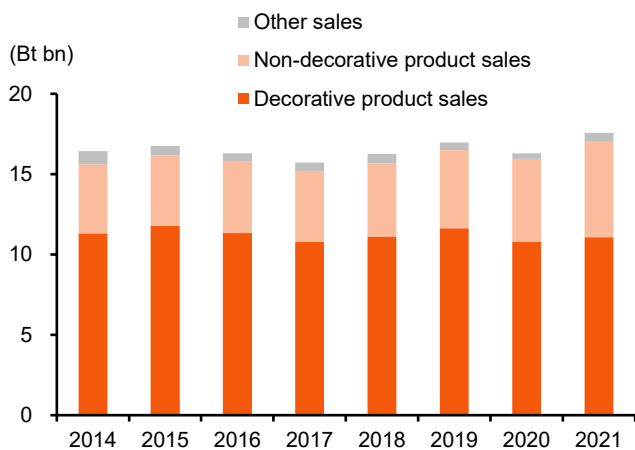
Source: Company data, Bloomberg

Ex 7: Brent Oil Price Vs. Titanium Dioxide Price



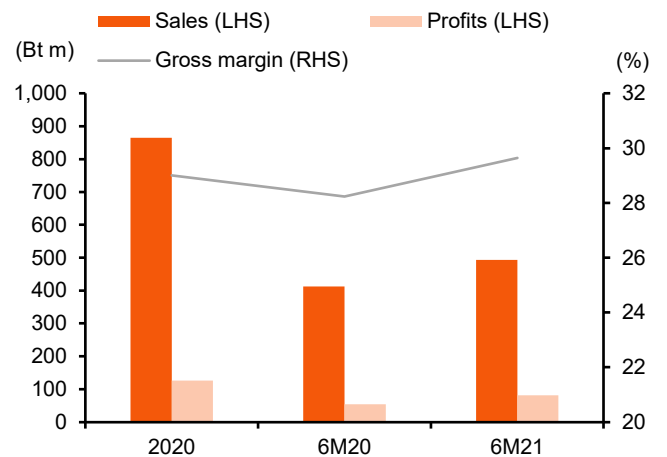
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: TOA's Sales Breakdown



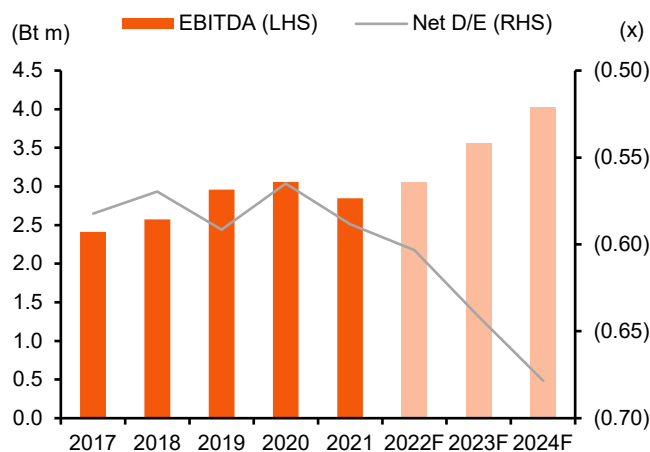
Source: Company data

Ex 9: GMT's Sales, Gross Margin & Profits



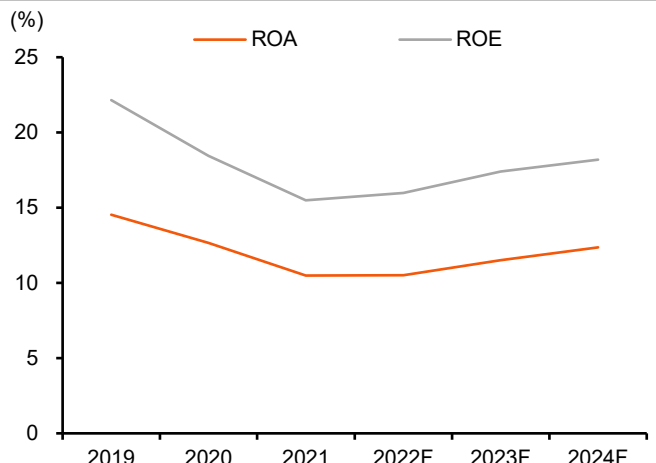
Source: Company data

Ex 10: TOA's EBITDA Vs. Net D/E



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: TOA's ROA & ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	3,050	3,563	4,028	4,427	4,853	5,310	5,800	6,325	6,890	7,496	7,973	—
Free cash flow	1,500	2,404	2,751	3,079	3,418	3,779	4,166	4,581	5,026	5,504	5,899	94,376
PV of free cash flow	1,496	2,069	2,195	2,279	2,293	2,341	2,382	2,418	2,450	2,477	2,330	34,267
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	66,589											
Net debt (2021)	(7,325)											
Minority interest	164											
Equity value	73,749											
# of shares	2,029											
Target price/share (Bt)	36.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Peer Comparison

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Ferro Corp	FOE US	US	5.5	7.4	16.2	15.1	2.9	2.6	9.2	8.7	na	na
RPM International	RPM US	US	(13.1)	25.2	23.2	18.5	5.6	4.9	15.5	13.0	1.9	2.0
Axalta Coating Systems	AXTA US	US	8.5	28.4	14.1	11.0	3.6	3.2	9.7	8.5	0.0	0.0
Sherwin-Williams	SHW US	US	na	18.5	27.6	23.3	21.9	19.7	20.3	17.8	0.9	1.0
Chugoku Marine Paints	4617 JP	Japan	(87.0)	31.6	120.0	91.2	0.9	0.9	23.2	21.5	3.8	3.8
Kansai Paint	4613 JP	Japan	11.4	(3.5)	23.1	23.9	1.7	1.7	11.6	11.4	1.5	1.6
Kansai Nerolac Paints	KNPL IN	India	(11.9)	47.4	52.0	35.3	5.7	5.2	30.6	21.8	0.9	1.1
Asian Paints	APNT IN	India	na	37.5	91.4	66.5	20.8	18.2	60.1	44.7	0.6	0.8
Berger Paints India	BRGR IN	India	20.8	28.2	76.9	60.0	17.3	14.8	48.9	38.7	0.5	0.7
Akzo Nobel NV	AKZA NA	Netherlands	23.2	19.5	15.7	13.2	2.6	2.4	10.3	9.1	2.6	2.8
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	Thailand	11.4	18.4	28.8	24.3	4.4	4.1	16.6	13.9	1.7	2.1
Average			(3.5)	23.5	44.5	34.8	7.9	7.1	23.3	19.0	1.4	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 30-Mar-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

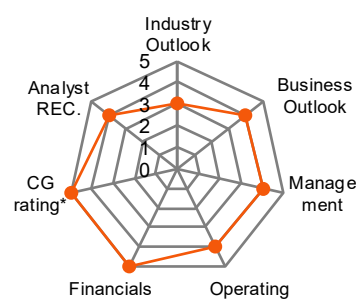
S — Strength

- มีแบรนด์ที่แข็งแกร่งเป็นที่รู้จัก
- มีการทำวิจัยและพัฒนา เพื่อนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ หลากหลาย และสร้างสรรค์
- มีช่องทางจัดจำหน่ายทั่วประเทศและให้บริการเครื่องผสมสีอัตโนมัติที่ไม่เหมือนใคร
- สถานะการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสเติบโตในตลาด AEC
- เพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น
- การกระจายความเสี่ยงของธุรกิจ

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ฟุ้งฟิงกลุ่มผลิตภัณฑ์สีทาอาคารซึ่งมีการแข่งขันสูง
- ฟุ้งฟิงยอดขายจากผู้ค้าปลีก ผู้ซึ่งขายผลิตภัณฑ์ของคู่แข่งด้วย

T — Threat

- คู่แข่งขันสามารถผลิตผลิตภัณฑ์นวัตกรรมได้อย่างรวดเร็ว
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ
- กฎหมายและหลักเกณฑ์ของตลาดในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	36.13	36.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	1,997	2,045	2%
Net profit 23F (Bt m)	2,349	2,420	3%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 2-3% เนื่องจากเราให้สมมติฐานในเชิงรุกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเราให้ความสำคัญต่อความระมัดระวังมากขึ้นต่อคาดการณ์กำไรของเราในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

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 lower oil and TiO2 prices*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,296	17,570	19,130	19,415	20,288
Cost of sales	10,287	11,823	13,085	12,836	13,202
Gross profit	6,009	5,747	6,045	6,579	7,086
% gross margin	36.9%	32.7%	31.6%	33.9%	34.9%
Selling & administration expenses	3,510	3,516	3,635	3,689	3,753
Operating profit	2,499	2,232	2,410	2,890	3,333
% operating margin	15.3%	12.7%	12.6%	14.9%	16.4%
Depreciation & amortization	557	615	640	674	696
EBITDA	3,057	2,847	3,050	3,563	4,028
% EBITDA margin	18.8%	16.2%	15.9%	18.4%	19.9%
Non-operating income	142	138	138	138	138
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(39)	(35)	(31)	(42)	(53)
Pre-tax profit	2,603	2,334	2,517	2,985	3,417
Income tax	571	528	503	597	683
After-tax profit	2,032	1,806	2,013	2,388	2,734
% net margin	12.5%	10.3%	10.5%	12.3%	13.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	6	29	31	32	33
Extraordinary items	(7)	120	0	0	0
NET PROFIT	2,031	1,955	2,045	2,420	2,767
Normalized profit	2,038	1,835	2,045	2,420	2,767
EPS (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4

BALANCE SHEET

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

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	11,987	13,755	14,881	16,126	17,815
Cash & cash equivalent	6,644	7,622	8,305	9,550	10,990
Account receivables	2,913	3,237	3,407	3,457	3,613
Inventories	2,163	2,619	2,868	2,813	2,894
Others	267	277	301	305	319
Investments & loans	6	0	0	0	0
Net fixed assets	2,691	2,705	3,365	3,191	2,995
Other assets	1,803	2,037	2,184	2,280	2,400
Total assets	16,486	18,497	20,429	21,597	23,211
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,690	4,588	5,249	5,157	5,323
Account payables	2,975	3,831	4,481	4,396	4,521
Bank overdraft & ST loans	200	297	201	201	202
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	515	460	567	561	600
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	1,391	1,458	1,738	1,820	1,917
Total liabilities	5,081	6,046	6,987	6,977	7,240
Minority interest	(9)	164	133	101	68
Preferred 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	(891)	(817)	(817)	(817)	(817)
Retained earnings	4,514	5,313	6,335	7,545	8,929
Shareholders' equity	11,414	12,287	13,309	14,519	15,903
Liabilities & equity	16,486	18,497	20,429	21,597	23,211

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

TOA generates sizeable and stable cash flows

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	2,603	2,334	2,517	2,985	3,417
Tax paid	(585)	(595)	(437)	(617)	(659)
Depreciation & amortization	557	615	640	674	696
Chg In working capital	(603)	75	232	(81)	(110)
Chg In other CA & CL / minorities	244	238	16	10	2
Cash flow from operations	2,216	2,667	2,969	2,970	3,345
Capex	(492)	(629)	(1,300)	(500)	(500)
Right of use	(1,258)	(86)	(86)	(86)	(86)
ST loans & investments	0	(10)	0	0	0
LT loans & investments	0	6	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	979	(35)	218	71	63
Cash flow from investments	(772)	(754)	(1,167)	(515)	(523)
Debt financing	(347)	148	(96)	(0)	1
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,096)	(1,161)	(1,022)	(1,210)	(1,384)
Warrants & other surplus	(210)	79	0	0	0
Cash flow from financing	(1,653)	(935)	(1,118)	(1,210)	(1,382)
Free cash flow	1,724	2,038	1,669	2,470	2,845

VALUATION

We see TOA's valuation as attractive at PEs of 29/24/21x over 2022-24F vs. its five-year average PE of 36x

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	28.9	32.1	28.8	24.3	21.3
Normalized PE - at target price (x)	35.8	39.8	35.7	30.2	26.4
PE (x)	29.0	30.1	28.8	24.3	21.3
PE - at target price (x)	36.0	37.4	35.7	30.2	26.4
EV/EBITDA (x)	17.1	18.1	16.6	13.9	11.9
EV/EBITDA - at target price (x)	21.8	23.1	21.3	17.9	15.5
P/BV (x)	5.2	4.8	4.4	4.1	3.7
P/BV - at target price (x)	6.4	5.9	5.5	5.0	4.6
P/CFO (x)	26.6	22.1	19.8	19.8	17.6
Price/sales (x)	3.6	3.3	3.1	3.0	2.9
Dividend yield (%)	1.8	1.7	1.7	2.1	2.4
FCF Yield (%)	2.9	3.5	2.8	4.2	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
EPS	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4
DPS	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
BV/share	5.6	6.1	6.6	7.2	7.8
CFO/share	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6
FCF/share	0.8	1.0	0.8	1.2	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.0)	7.8	8.9	1.5	4.5
Net profit (%)	(6.1)	(3.7)	4.6	18.4	14.3
EPS (%)	(6.1)	(3.7)	4.6	18.4	14.3
Normalized profit (%)	(8.5)	(10.0)	11.4	18.4	14.3
Normalized EPS (%)	(8.5)	(10.0)	11.4	18.4	14.3
Dividend payout ratio (%)	52.9	51.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	36.9	32.7	31.6	33.9	34.9
Operating margin (%)	15.3	12.7	12.6	14.9	16.4
EBITDA margin (%)	18.8	16.2	15.9	18.4	19.9
Net margin (%)	12.5	10.3	10.5	12.3	13.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	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)	64.5	64.1	77.6	69.1	63.2
Interest coverage - EBITDA (x)	78.9	81.8	98.3	85.2	76.3
ROA - using norm profit (%)	12.7	10.5	10.5	11.5	12.4
ROE - using norm profit (%)	18.4	15.5	16.0	17.4	18.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.4	15.2	15.7	17.2	18.0
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	16.2	13.5	13.3	15.6	17.1
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	98.5	98.5	98.8	98.6	98.5
- tax burden (%)	78.1	77.4	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	44.2	34.7	38.9	44.4	51.6
NOPAT (Bt m)	1,951	1,727	1,928	2,312	2,666
invested capital (Bt m)	4,970	4,962	5,205	5,170	5,115

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 100 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BCH16C2207A, BEC16C2204A, BEC16C2207A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DOHO16C2207A, DTAC16C2203A, EA16C2203A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, GLOB16C2203A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2208A, KBAN16C2204A, KBAN16C2206A, KCE16C2208A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MINT16C2207A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, PTTG16C2207A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016P2206A, S5016P2206B, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRI, BLA, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RCL, RS, SAWAD, SCC, SET50, STA, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTJB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

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

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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

สุจินตนา สถาพร

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