

BUY (Unchanged)

TP: Bt 38.00

(From : Bt 36.00)

27 JANUARY 2023

Change in Numbers

Upside : 14.3%

# TOA Paint (Thailand) (TOA TB)

## รับอานิสงส์จากราคาน้ำมันที่ลดลง

แม้ยอดขายจะเติบโต แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันที่ลดลง และเงินบาทที่แข็งค่าจะช่วยผลักดันกำไรของ TOA ให้เติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 20% ในปี 2023-25F ด้วยครองส่วนแบ่งตลาดถึง 49% และซื้อขายที่ 30 เท่า PE ในปีนี้ ก่อนที่จะลดลงเหลือ 25 เท่า ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 36 เท่า เราคงคำแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 38 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แม้จะปรับลดประมาณการกำไรของ TOA ลง 14% ในปี 2022F และปรับลงเล็กน้อย 6/4% ในปี 2023-24F เนื่องจากราคาไทเทเนียมไดออกไซด์ (TiO2) ที่สูงต่อเนื่อง (19-20% ของต้นทุนทั้งหมด) (Exhibit 4) แต่ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2023F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 38 บาท/หุ้น (จาก 36 บาท) และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TOA แม้ราคาหุ้นจะปรับขึ้น 32% จากระดับต่ำสุดของปีที่แล้ว แต่เรายังคงชอบ TOA เนื่องจาก 1) กำไรที่กลับมาแข็งแกร่งทำสถิติสูงสุดในปี 2024F โดยได้แรงหนุนหลักจากราคาน้ำมันที่ลดลง และค่าเงินบาทที่แข็งค่า 2) มีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งและการรับรู้ถึงแบรนด์ที่แข็งแกร่งมากในประเทศไทยและมีส่วนแบ่งตลาด 49% 3) งบดุลที่แข็งแกร่งพร้อมสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และ 4) มีมูลค่าที่ น่าสนใจที่ PE ที่ 30 เท่า ในปี 2023F และ 25 เท่า ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 36 เท่า ในปี 2017- 22

รายได้เติบโตเฉลี่ยที่ 7% ในปี 2023-25F แต่...

เนื่องจากตลาดสีในประเทศไทยเติบโตเต็มที่แล้ว ยอดขายรวมของ TOA จึงค่อนข้างทรงตัวในปี 2014-20 แต่อย่างไรก็ตาม แม้จะเกิดวิกฤตโควิด-19 ยอดขายของบริษัท ก็ยังเติบโต 8% y-y ในปี 2021 และเราคาดว่าจะเติบโต 17% y-y ในปี 2022F (เติบโต 18% ใน 9M22) การเติบโตดังกล่าวเป็นผลมาจากราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น การเน้นผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวและผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น (Non-Decorative Products) (เช่น เคมีก่อสร้าง สารเคลือบสำหรับงานไม้ และฮาร์ดแวร์) และการควบรวม บจก. ยิปมันเทค (GMT) ซึ่งเป็นผู้ผลิตแผ่นยิปซัมในเดือนมีนาคม 2022 เราคาดว่าผลกระทบอย่างเต็มที่จากการปรับขึ้นราคาขายและการรวม GMT พร้อมกับการฟื้นตัวของปริมาณขายหลังผ่อนคลายข้อจำกัดของโควิด-19 จะผลักดันให้ยอดขายของ TOA เติบโต 8/6/6% ในปี 2023-25F

...กำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 20%

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรของ TOA จะเติบโตที่ 29/17/14% ในปี 2023-25F เนื่องจากต้นทุนการผลิตที่ลดลง วิกฤติหลักของ TOA คือ TiO2 คิดเป็น 19-20% ของต้นทุนทั้งหมด และวิกฤติที่เกี่ยวกับน้ำมันที่ 18% ซึ่งวิกฤติเหล่านี้เชื่อมโยงกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐด้วย เนื่องจาก โบรมเรคาดว่าราคาน้ำมันจะลดลงจาก US\$94/bbl ในปีที่ผ่านมา มาอยู่ที่ US\$78/73/73 ในปี 2023-25F (เทียบกับ US\$83 ในปัจจุบัน) และเงินบาทที่แข็งค่าจาก 35 บาท/US\$ เป็น 34/33/32 บาท ในปี 2023-25F (เทียบกับปัจจุบันที่ 33 บาท) เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ TOA จะกลับมาฟื้นตัวจาก 29% ในปี 2022F เป็น 31/33/33% ในปี 2023-25F ซึ่งผลักดันให้กำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 20% ในปี 2023-25F

กระแสเงินสดเข้ามาต่อเนื่อง

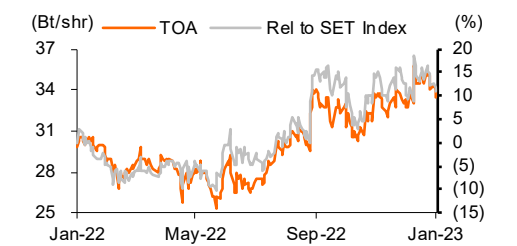
นอกจากอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิแล้ว เราคาดว่า TOA จะมี EBITDA ที่ 3.4-4.4 พันลบ.ต่อปี ในปี 2023-25F โดยมี EBITDA margin ที่ 15-18% อีกทั้งยังให้ ROE สูงที่ 17-19% ในปี 2020-22F อย่างไรก็ตามผู้บริหารต้องการสำรองเงินสดบางส่วนไว้สำหรับการทำ M&A และการขยายธุรกิจในอนาคต ทำให้เราคาดการณ์อัตราการจ่ายปันผลไว้ที่ 50-65% ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 1.8-2.9% ในปี 2023-25F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	17,570	20,468	22,146	23,451
Net profit	1,955	1,615	2,269	2,655
Consensus NP	—	1,724	2,178	2,409
Diff frm cons (%)	—	(6.3)	4.2	10.2
Norm profit	1,835	1,756	2,269	2,655
Prev. Norm profit	—	2,045	2,420	2,767
Chg frm prev (%)	—	(14.1)	(6.3)	(4.0)
Norm EPS (Bt)	0.9	0.9	1.1	1.3
Norm EPS grw (%)	(10.0)	(4.3)	29.2	17.0
Norm PE (x)	36.8	38.4	29.7	25.4
EV/EBITDA (x)	21.1	22.5	17.4	14.7
P/BV (x)	5.5	5.2	4.8	4.4
Div yield (%)	1.5	1.2	1.8	2.4
ROE (%)	15.5	13.8	16.7	18.1
Net D/E (%)	(58.8)	(57.6)	(61.6)	(66.0)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

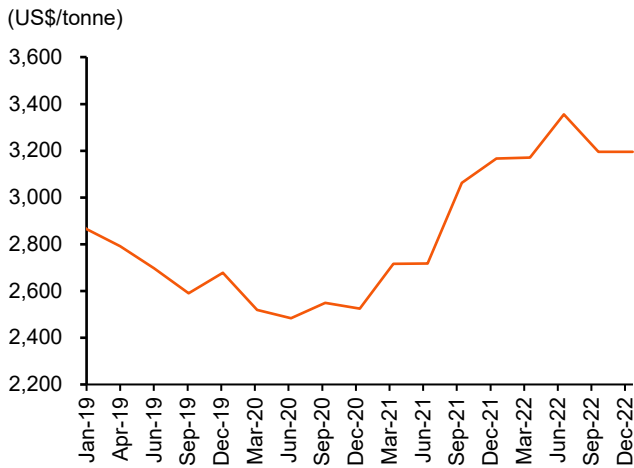
Price as of 27-Jan-23 (Bt)	33.25
Market Cap (US\$ m)	2,052.5
Listed Shares (m shares)	2,029.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.8
12M Price H/L (Bt)	35.75/25.25
Sector	CONMAT
Major Shareholder	TOAGH 30%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Titanium Dioxide Price Sustained High But...**



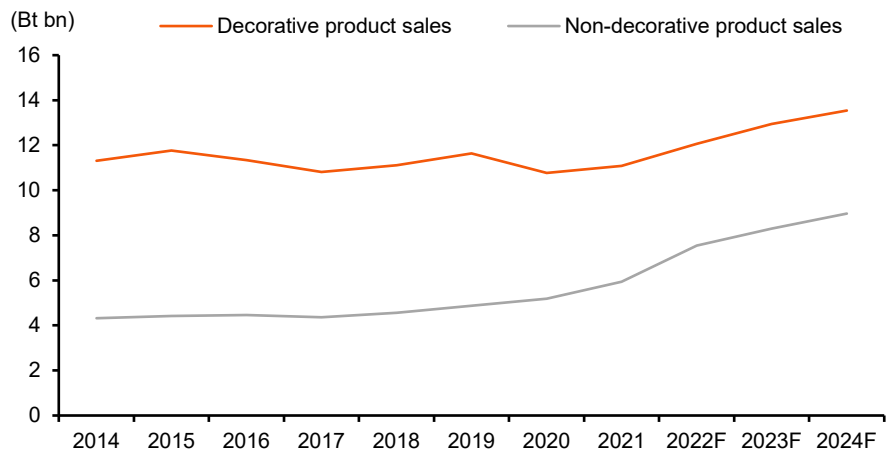
Source: Bloomberg

**Ex 2: ...Oil Price Has Started To Fall**



Source: Bloomberg

**Ex 3: TOA's Sales**

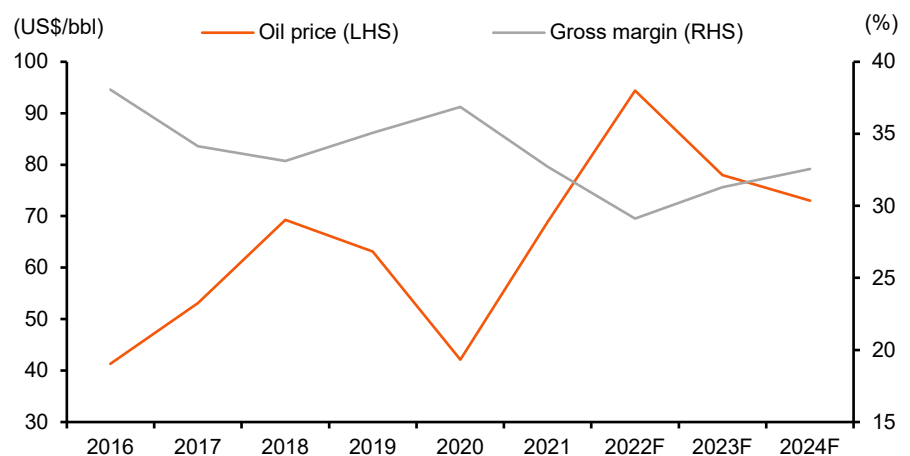


Source: Company data, Thanachart estimates

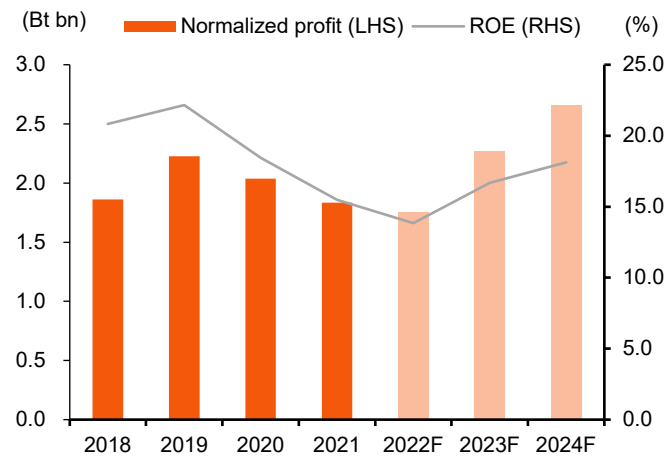
**Ex 4: Key Assumption Changes**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Titanium dioxide price (US\$/tonne)</b>					
New	2,519	2,917	3,229	3,200	3,200
Old			3,000	2,988	2,950
Change (%)			7.6	7.1	8.5
<b>Brent oil price (US\$/bbl)</b>					
New	42	69	94	78	73
Old			88	75	73
Change (pp)			6.8	4.0	-
<b>Sales (Bt bn)</b>					
New	16.3	17.6	20.5	22.1	23.5
Old			19.1	19.4	20.3
Change (pp)			7.0	14.1	15.6
<b>Gross margin (%)</b>					
New	36.9	32.7	29.1	31.3	32.6
Old			31.6	33.0	34.0
Change (pp)			(2.5)	(1.7)	(1.4)
<b>Normalized profit (Bt bn)</b>					
New	2.0	1.8	1.8	2.3	2.7
Old			2.0	2.4	2.8
Change (pp)			(14.1)	(6.3)	(4.0)

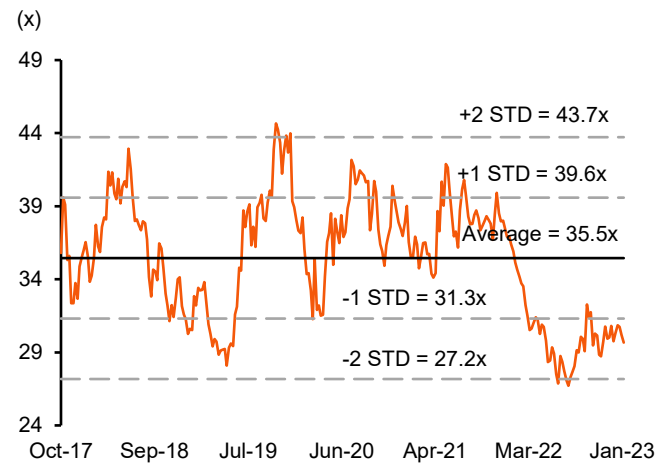
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: TOA's Gross Margin Vs. Oil Price**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: TOA's Earnings Vs. ROE**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: TOA's PE Standard Deviation**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F**

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	3,370	3,893	4,373	4,759	5,174	5,619	6,122	6,662	7,243	7,843	8,488	—
Free cash flow	2,330	2,823	3,010	3,333	3,661	4,013	4,413	4,844	5,306	5,786	6,299	94,408
PV of free cash flow	2,324	2,428	2,369	2,422	2,456	2,485	2,523	2,557	2,482	2,487	2,488	37,297
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	68,319											
Net debt (2022F)	(7,620)											
Minority interest	131											
Equity value	75,809											
# of shares	2,029											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>38</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 9: 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 (%)
RPM International	RPM US	US	18.8	10.5	20.1	18.2	5.1	4.5	13.9	12.8	1.9	2.0
Axalta Coating Systems	AXTA US	US	8.3	20.4	17.9	14.9	3.7	3.2	10.5	9.7	0.0	0.0
Sherwin-Williams	SHW US	US	11.4	11.9	23.1	20.7	17.1	16.2	17.3	16.10	1.1	1.2
Chugoku Marine Paints	4617 JP	Japan	62.6	156.3	122.3	47.7	0.9	0.9	21.2	17.0	3.6	3.6
Kansai Paint	4613 JP	Japan	(5.6)	14.4	18.2	15.9	1.3	1.3	10.6	9.5	1.7	1.9
Kansai Nerolac Paints	KNPL IN	India	51.4	38.7	40.2	29.0	4.9	4.4	24.7	18.3	0.9	1.2
Asian Paints	APNT IN	India	29.6	23.4	64.1	52.0	16.6	14.5	42.3	34.9	0.9	1.1
Berger Paints India	BRGR IN	India	21.4	23.7	51.5	41.7	11.6	10.0	32.9	27.3	0.7	1.0
Akzo Nobel NV	AKZA NA	Netherlands	(29.0)	32.9	26.4	19.0	2.4	2.3	14.0	11.8	2.9	3.0
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	Thailand	(4.3)	29.2	38.4	29.7	5.2	4.8	22.5	17.4	1.2	1.8
<b>Average</b>			<b>16.5</b>	<b>36.1</b>	<b>42.2</b>	<b>28.9</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>21.0</b>	<b>17.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 27 Jan-23 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 1964 โดยครอบครัวตั้งคารวคุณ และปัจจุบันได้กลายเป็นผู้นำในตลาดผู้ผลิตสีและสารเคลือบผิวในประเทศไทย บริษัทฯ ครอบงำส่วนแบ่งตลาดในตลาดผลิตภัณฑ์สีทาอาคารในประเทศไทยมากที่สุด และยังมีส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวประเภทอื่น (เช่น ผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิวสำหรับงานไม้ สารเคลือบผิวปกป้องและป้องกันน้ำ) มากเป็นอันดับ 2 บริษัทฯ ได้ขยายธุรกิจไปยังหลายประเทศในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) และมีโรงงานผลิตในเวียดนาม มาเลเซีย ลาว พม่า และกัมพูชา

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

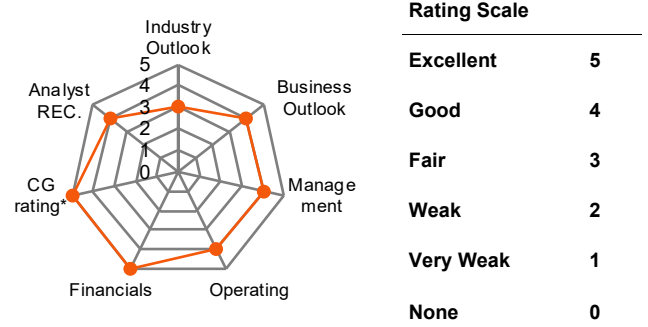
## S — Strength

- มีแบรนด์ที่แข็งแกร่งเป็นที่รู้จัก
- มีการทำวิจัยและพัฒนา เพื่อนำเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีคุณภาพ หลากหลาย และสร้างสรรค์
- มีช่องทางจัดจำหน่ายทั่วประเทศและให้บริการเครื่องผสมสีอัตโนมัติที่ไม่เหมือนใคร
- สถานะการเงินแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- โอกาสเติบโตในตลาด AEC
- เพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ประเภทอื่น
- การกระจายความเสี่ยงของธุรกิจ

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- ฟุ้งฟิงกลุ่มผลิตภัณฑ์สีทาอาคารซึ่งมีการแข่งขันสูง
- ฟุ้งฟิงยอดขายจากผู้ค้าปลีก ผู้ซึ่งขายผลิตภัณฑ์ของคู่แข่งด้วย

## T — Threat

- คู่แข่งขันสามารถผลิตผลิตภัณฑ์นวัตกรรมได้อย่างรวดเร็ว
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ
- กฎหมายและหลักเกณฑ์ของตลาดในประเทศและต่างประเทศ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.30	38.00	2%
Net profit 22F (Bt m)	1,724	1,615	-6%
Net profit 23F (Bt m)	2,178	2,269	4%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาด 4% เนื่องจากเราให้สมมติฐานในเชิงรุกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากประมาณการกำไรของเราที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

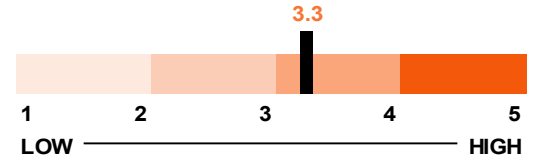
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

บริษัท ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตสีชั้นนำของประเทศไทย ครองตลาดสีด้วยส่วนแบ่งสูงสุดในกลุ่มค้าปลีกสีทาอาคาร คะแนน ESG ของเราสำหรับ TOA ค่อนข้างสูงที่ 3.3 เนื่องจากธุรกิจไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจกมากนัก และบริษัทฯ ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็น ESG โดยมีเป้าหมาย ESG ในหลายพื้นที่

## Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TOA	YES	YES	-	-	63.32	56.72	26.57	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

## Factors

## Our Comments

## ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
  - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
  - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
  - การบริหารจัดการน้ำ
  - การบริหารจัดการของเสีย
- เราให้คะแนน ESG แก่ TOA ค่อนข้างสูง เนื่องจากบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างมากต่อ ESG โดยมีเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างน้อย 20% ภายในปี 2025 จากปีฐาน 2021 ลดการใช้พลังงาน 1.5% ต่อปี หรือ 190,000 kWh ต่อปี และลดการใช้น้ำ โดยการนำน้ำเสียที่ผ่านการบำบัดแล้วกลับมาใช้ใหม่ 5%
  - TOA ได้ผ่านการรับรองการขึ้นทะเบียนเครื่องหมายความคาร์บอนฟุตพริ้นท์ขององค์กรจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก ในปี 2021 ปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดอยู่ที่ 47,549.65 tCo2e
  - เนื่องจากการดำเนินโครงการไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ TOA สามารถประหยัดพลังงานไฟฟ้าได้ 349,112 kWh ในปี 2021 ซึ่งบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้
  - แม้ว่ากำลังการผลิตจะสูงขึ้นเล็กน้อยในปี 2021 แต่ปริมาณการใช้น้ำของ TOA อยู่ภายใต้ควบคุม โดยอยู่ในระดับเกือบเท่ากับปี 2020
  - บริษัทฯ ได้รับ ISO 14001:2015 – การรับรองระบบการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม

## ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
  - การดูแลพนักงาน
  - สุขอนามัยและความปลอดภัย
  - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
  - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม
- TOA ได้ผลักดันความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทฯ สู่การปฏิบัติอย่างต่อเนื่องภายใต้หลักปฏิบัติ 4 ประการ ดังนี้ 1) การพัฒนาคน 2) กระบวนการผลิตที่มีความรับผิดชอบต่อสังคม 3) การดูแลและพัฒนาพันธมิตรทางธุรกิจ และ 4) การพัฒนาคุณค่าและเทคโนโลยีผลิตภัณฑ์อย่างต่อเนื่อง
  - บริษัทฯ ได้รับรางวัลสถานประกอบการดีเด่น ด้านแรงงานสัมพันธ์และสวัสดิการแรงงานจากกรมสวัสดิการและคุ้มครองแรงงาน กระทรวงแรงงาน อีกทั้งยังได้รับ ISO 45001:2018 และ TIS 18001:2011 - มาตรฐานระบบการจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย
  - ในปี 2021 และไม่พบข้อร้องเรียนที่เกี่ยวข้องกับประเด็นความเป็นส่วนตัวของลูกค้า หรือข้อร้องเรียนด้านความปลอดภัยหรือผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ แต่อย่างใด
  - TOA ได้ช่วยเหลือและสนับสนุนสังคมและสาธารณประโยชน์เพื่อสังคม ด้วยการบริจาคให้กับชุมชนและโรงเรียน มอบถุงยังชีพ ให้กับผู้ที่ได้รับผลกระทบจากภัยธรรมชาติ และส่งมอบอุปกรณ์และเวชภัณฑ์สำหรับผู้ป่วยโควิด-19

## ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ

## (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
  - จริยธรรมและความโปร่งใส
  - ความยั่งยืนของธุรกิจ
  - การบริหารความเสี่ยง
  - นวัตกรรม
- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยบุคคล 9 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 3 คน และกรรมการที่ เป็นผู้หญิง 4 คน อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ และยังไม่มีการจัดตั้ง คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดี
  - TOA ได้รับการเสนอชื่อให้รวมอยู่ในรายชื่อ Thailand Sustainability Investment (THSI) และอยู่ในรายชื่อของดัชนี SETTHSI
  - บริษัทฯ ได้แต่งตั้ง PricewaterhouseCoopers ABAS Limited เป็นผู้ตรวจสอบอิสระของกลุ่ม
  - TOA เปิดตัวสีทาภายใน "TOA Organic Care" นวัตกรรมสีที่ลดความปลอดภัย ไร้สารพิษและไร้สารเคมีในประเทศไทย ซึ่งได้รับรางวัล Best Innovation 2022 ในงาน Architect Expo 2022

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*We expect TOA's earnings to turn around strongly this year...  
...driven by a recovery in its sales, lower oil prices, and Baht strengthening*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,296	17,570	20,468	22,146	23,451
Cost of sales	10,287	11,823	14,507	15,214	15,814
<b>Gross profit</b>	<b>6,009</b>	<b>5,747</b>	<b>5,961</b>	<b>6,932</b>	<b>7,637</b>
% gross margin	36.9%	32.7%	29.1%	31.3%	32.6%
Selling & administration expenses	3,510	3,516	3,950	4,252	4,456
<b>Operating profit</b>	<b>2,499</b>	<b>2,232</b>	<b>2,011</b>	<b>2,680</b>	<b>3,182</b>
% operating margin	15.3%	12.7%	9.8%	12.1%	13.6%
Depreciation & amortization	557	615	649	690	711
<b>EBITDA</b>	<b>3,057</b>	<b>2,847</b>	<b>2,659</b>	<b>3,370</b>	<b>3,893</b>
% EBITDA margin	18.8%	16.2%	13.0%	15.2%	16.6%
Non-operating income	142	138	173	143	123
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(39)	(35)	(30)	(32)	(33)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>2,603</b>	<b>2,334</b>	<b>2,153</b>	<b>2,791</b>	<b>3,271</b>
Income tax	571	528	431	558	654
<b>After-tax profit</b>	<b>2,032</b>	<b>1,806</b>	<b>1,722</b>	<b>2,233</b>	<b>2,617</b>
% net margin	12.5%	10.3%	8.4%	10.1%	11.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	6	29	34	36	38
Extraordinary items	(7)	120	(141)	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,031</b>	<b>1,955</b>	<b>1,615</b>	<b>2,269</b>	<b>2,655</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,038</b>	<b>1,835</b>	<b>1,756</b>	<b>2,269</b>	<b>2,655</b>
EPS (Bt)	1.0	1.0	0.8	1.1	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.9	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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	11,987	13,755	14,767	16,377	18,052
Cash & cash equivalent	6,644	7,622	7,820	8,960	10,260
Account receivables	2,913	3,237	3,645	3,944	4,176
Inventories	2,163	2,619	2,981	3,126	3,249
Others	267	277	321	347	367
Investments & loans	6	0	0	0	0
Net fixed assets	2,691	2,705	3,556	3,366	3,155
Other assets	1,803	2,037	2,151	2,217	2,268
<b>Total assets</b>	<b>16,486</b>	<b>18,497</b>	<b>20,474</b>	<b>21,960</b>	<b>23,476</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	3,690	4,588	5,551	6,009	6,468
Account payables	2,975	3,831	4,769	5,210	5,632
Bank overdraft & ST loans	200	297	200	209	208
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	515	460	582	590	628
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	1,391	1,458	1,698	1,741	1,775
<b>Total liabilities</b>	<b>5,081</b>	<b>6,046</b>	<b>7,249</b>	<b>7,751</b>	<b>8,243</b>
Minority interest	(9)	164	131	94	56
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	(891)	(817)	(817)	(817)	(817)
<b>Retained earnings</b>	<b>4,514</b>	<b>5,313</b>	<b>6,120</b>	<b>7,141</b>	<b>8,204</b>
Shareholders' equity	11,414	12,287	13,094	14,115	15,177
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>16,486</b>	<b>18,497</b>	<b>20,474</b>	<b>21,960</b>	<b>23,476</b>

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	2,153	2,791	3,271
Tax paid	(585)	(595)	(345)	(562)	(623)
Depreciation & amortization	557	615	649	690	711
Chg In working capital	(603)	75	169	(3)	66
Chg In other CA & CL / minorities	244	238	(7)	(14)	(13)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,216</b>	<b>2,667</b>	<b>2,618</b>	<b>2,901</b>	<b>3,413</b>
Capex	(492)	(629)	(1,500)	(500)	(500)
Right of use	(1,258)	(86)	0	0	0
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)	(47)	(23)	(18)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(772)</b>	<b>(754)</b>	<b>(1,547)</b>	<b>(523)</b>	<b>(518)</b>
Debt financing	(347)	148	(65)	10	(2)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,096)	(1,161)	(807)	(1,248)	(1,593)
Warrants & other surplus	(210)	79	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,653)</b>	<b>(935)</b>	<b>(873)</b>	<b>(1,238)</b>	<b>(1,595)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,724</b>	<b>2,038</b>	<b>1,118</b>	<b>2,401</b>	<b>2,913</b>

## VALUATION

*We see TOA's valuation as attractive at PEs of 30/25x over 2023-24F vs. the stock's five-year average PE of 36x*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	33.1	36.8	38.4	29.7	25.4
Normalized PE - at target price (x)	37.8	42.0	43.9	34.0	29.0
PE (x)	33.2	34.5	41.8	29.7	25.4
PE - at target price (x)	38.0	39.4	47.7	34.0	29.0
EV/EBITDA (x)	20.0	21.1	22.5	17.4	14.7
EV/EBITDA - at target price (x)	23.1	24.5	26.1	20.3	17.2
P/BV (x)	5.9	5.5	5.2	4.8	4.4
P/BV - at target price (x)	6.8	6.3	5.9	5.5	5.1
P/CFO (x)	30.4	25.3	25.8	23.3	19.8
Price/sales (x)	4.1	3.8	3.3	3.0	2.9
Dividend yield (%)	1.6	1.5	1.2	1.8	2.4
FCF Yield (%)	2.6	3.0	1.7	3.6	4.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3
EPS	1.0	1.0	0.8	1.1	1.3
DPS	0.5	0.5	0.4	0.6	0.8
BV/share	5.6	6.1	6.5	7.0	7.5
CFO/share	1.1	1.3	1.3	1.4	1.7
FCF/share	0.8	1.0	0.6	1.2	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(4.0)	7.8	16.5	8.2	5.9
Net profit (%)	(6.1)	(3.7)	(17.4)	40.5	17.0
EPS (%)	(6.1)	(3.7)	(17.4)	40.5	17.0
Normalized profit (%)	(8.5)	(10.0)	(4.3)	29.2	17.0
Normalized EPS (%)	(8.5)	(10.0)	(4.3)	29.2	17.0
Dividend payout ratio (%)	52.9	51.9	50.0	55.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	36.9	32.7	29.1	31.3	32.6
Operating margin (%)	15.3	12.7	9.8	12.1	13.6
EBITDA margin (%)	18.8	16.2	13.0	15.2	16.6
Net margin (%)	12.5	10.3	8.4	10.1	11.2
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	66.6	83.8	96.0
Interest coverage - EBITDA (x)	78.9	81.8	88.1	105.3	117.5
ROA - using norm profit (%)	12.7	10.5	9.0	10.7	11.7
ROE - using norm profit (%)	18.4	15.5	13.8	16.7	18.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	18.4	15.2	13.6	16.4	17.9
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
- operating margin (%)	16.2	13.5	10.7	12.7	14.1
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
- interest burden (%)	98.5	98.5	98.6	98.9	99.0
- 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	32.4	39.2	47.4
NOPAT (Bt m)	1,951	1,727	1,608	2,144	2,545
invested capital (Bt m)	4,970	4,962	5,474	5,365	5,125

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

### SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

### Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

**Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100,** identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

**The Refinitiv ESG Information** is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 66 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2305A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2305A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์  
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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, 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 คลั่งเปรมจิตต์  
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 ลิ้มวณิชปราชญ์

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

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th