

BUY (Unchanged)

TP: Bt 22.00

(From: Bt 30.00)

8 NOVEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 26.4%

TOA Paint (Thailand) (TOA TB)

ปรับตัวลงมากแล้ว

ตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอและผลกระทบจากน้ำท่วม ทำให้เราปรับกำไรและราคาเป้าหมายของ TOA ลงเป็น 22 บาท แต่เราคาดว่าเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและราคาวัตถุดิบที่ลดลงจะทำให้กลับมาเติบโต 10/6% y-y ในปี 2025-26F ด้วยข้อขายที่ 2025-26F PE ที่ 13/12 เท่า ปัจจัยพื้นฐานที่ดี และมีส่วนแบ่งตลาดกว่า 40% และสถานะเป็นเงินสดสุทธิ เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK
662-779-9119
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับลดประมาณการกำไร แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ"

นอกจากการชะลอตัวของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จากหนี้ครัวเรือนที่สูงและการให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยที่เข้มงวดแล้ว สถานการณ์น้ำท่วมในภาคเหนือของประเทศไทยยังกดดันกำไรของ TOA ใน 3Q24 มากขึ้นด้วย เราปรับลดกำไรปี 2024-26F ลง 15/14/14% ด้วยการปรับอัตราส่วนลดขึ้น 1.4pp เป็น 10.3-11.3% เพื่อสะท้อนเบต้าที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ของเราจึงลดลงเหลือ 22 บาทต่อหุ้น (จาก 30 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TOA เนื่องจาก 1) เราเชื่อว่าข่าวร้ายได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว โดยปรับตัวลง 32% จากจุดสูงสุดในปี 2) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวที่ 10/6% y-y ในปี 2025-26F 3) เรามองว่ามูลค่าหุ้น TOA นั้นน่าสนใจที่ PE ที่ 13/12 เท่า ในปี 2025-26F เทียบกับคู่แข่งในกลุ่มฯ ที่ 24 เท่า และ 4) ปัจจัยพื้นฐานยังคงแข็งแกร่ง โดยมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 40% ในตลาดสีในประเทศไทย และมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

แรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงผลักดันการเติบโตในปีหน้า

เราคาดว่าเศรษฐกิจจะดีขึ้นและการซ่อมแซมบ้านหลังจากน้ำท่วมจะช่วยฟื้นความต้องการสีให้กลับมาเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ 3-5% y-y และยอดขายของ TOA จากการลดลง 4% y-y มาเติบโต 4/5% y-y ในปี 2025-26F (เทียบกับการเติบโตเฉลี่ยที่ 6% y-y ในปี 2019-23) นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นจาก 34% ในปีนี้ เป็น 35/35% ในปี 2025-26F เนื่องจากต้นทุนการผลิตที่ลดลง วัตถุดิบหลักของ TOA คือ วัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน ซึ่งคิดเป็น 13-14% ของต้นทุนการผลิต และ TiO2 คิดเป็น 17-18% ของต้นทุนการผลิต และโบราณเราคาดว่าราคาน้ำมันจะลดลงจาก US\$80/bbl ในปีนี้ (เทียบกับปัจจุบันอยู่ที่ US\$81) มาอยู่ที่ US\$75/70 ในปี 2023-25F และ TiO2 จะคงอยู่ที่ US\$2,700/ton (เทียบกับปัจจุบันที่ US\$2,750) ซึ่งจะผลักดันให้กำไรของ TOA จากที่คาดว่าจะลดลง 8% y-y ในปีนี้ เป็นเติบโต 10/6% y-y ในปี 2025-26F

ปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง

แม้ตลาดสีจะอ่อนแอ แต่เราคาดว่า TOA จะยังคงมี EBITDA 3.8-4.4 พันลบ. ต่อปี ในปี 2024-26F (เทียบกับ 2.7-3.9 พันลบ. ในปี 2019-23) และมี EBITDA margin ที่ 18-19% (เทียบกับ 13-19% ในปี 2019-23) เราคาดว่า ROE อยู่ที่ 17% ในปีดังกล่าว (14-20% ในปี 2019-23) แม้จะมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ แต่ผู้บริหารต้องการเก็บเงินสดไว้สำหรับการควบรวมและซื้อกิจการที่อาจเกิดขึ้นและการขยายกิจการในอนาคต ทำให้เราคาดว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลจะอยู่ที่ 55-65% และอัตราผลตอบแทนปันผลอยู่ที่ 3-4% ต่อปี ในปี 2024-26F

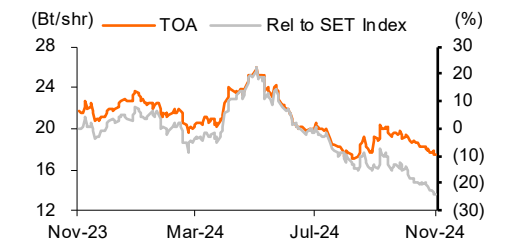
คดี STARK อยู่ภายใต้การพิจารณาของศาล

แม้ว่าจะไม่มีการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้อง แต่ราคาหุ้นของ TOA ได้รับความกระทบจากคดีฉ้อโกงของ STARK เนื่องจากผู้ถือหุ้นใหญ่ของ STARK คือ คุณวณิชต์ ตั้งคารวคุณ ซึ่งเป็นพี่ชายคนโตในครอบครัวเจ้าของ TOA และถือหุ้น TOA ในสัดส่วน 9% คดีนี้อยู่ระหว่างการพิจารณาของศาลแพ่งและทรัพย์สินของคุณวณิชต์ก็ถูกอายัดไว้แล้ว ครอบครัวยังคงยืนยันว่าหากคุณวณิชต์ ต้องขายหุ้นใน TOA ครอบครัวก็จะซื้อหุ้นของเขา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	22,238	21,362	22,244	23,247
Net profit	2,569	2,087	2,655	2,816
Consensus NP	—	2,448	2,594	2,954
Diff frm cons (%)	—	(14.7)	2.3	(4.7)
Norm profit	2,618	2,407	2,655	2,816
Prev. Norm profit	—	2,836	3,080	3,263
Chg frm prev (%)	—	(15.1)	(13.8)	(13.7)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.2	1.3	1.4
Norm EPS grw (%)	56.7	(8.1)	10.3	6.1
Norm PE (x)	13.5	14.7	13.3	12.5
EV/EBITDA (x)	7.2	7.2	6.3	5.7
P/BV (x)	2.5	2.4	2.2	2.0
Div yield (%)	3.9	3.3	4.1	4.4
ROE (%)	19.5	16.6	17.0	16.7
Net D/E (%)	(50.0)	(52.0)	(54.5)	(57.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

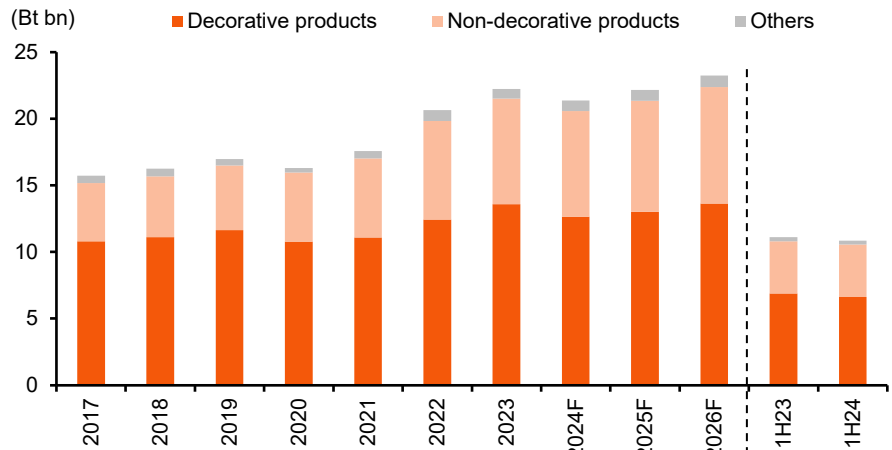
Price as of 8-Nov-24 (Bt)	17.40
Market Cap (US\$ m)	1,036.1
Listed Shares (m shares)	2,029.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	26.00/17.00
Sector	CONMAT
Major Shareholder	TOAGH 30%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: TOA's Sales



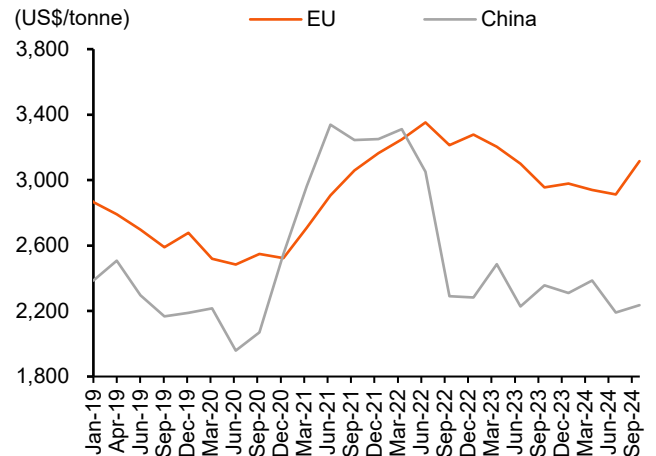
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Oil Prices



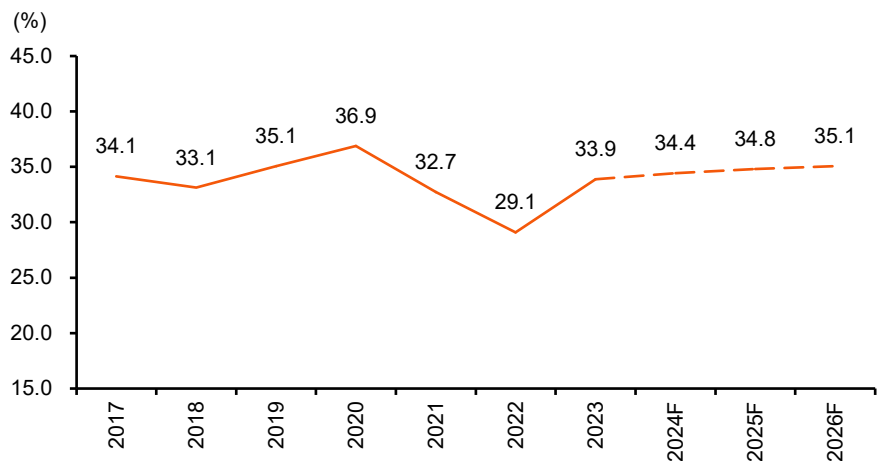
Source: Bloomberg

Ex 3: Titanium Dioxide Prices



Source: Bloomberg

Ex 4: TOA's Gross Margin

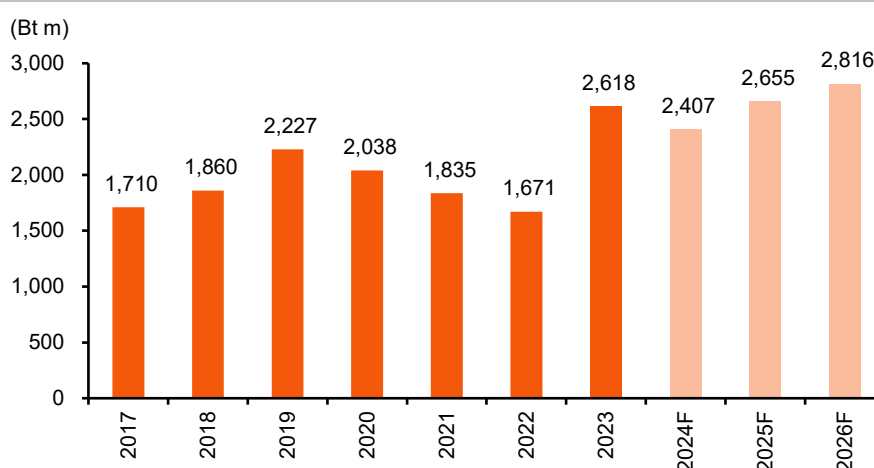


Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Key Assumption Changes

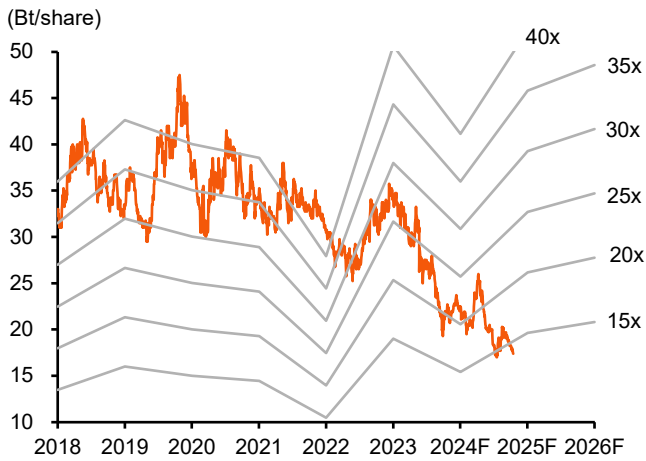
	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue (Bt m)						
New	17,570	20,649	22,238	21,362	22,244	23,247
Old				23,706	25,051	26,460
Change (%)				(9.9)	(11.2)	(12.1)
Gross margin (%)						
New	32.7	29.1	33.9	34.4	34.8	35.1
Old				34.1	34.6	34.6
Change (pp)				0.3	0.2	0.5
SG&A to sale ratio (%)						
New	20.0	19.4	19.6	20.5	20.0	20.0
Old				19.5	19.4	19.3
Change (%)				1.0	0.6	0.7
Normalized profit (Bt m)						
New	1,835	1,671	2,618	2,407	2,655	2,816
Old				2,836	3,080	3,263
Change (%)				(15.1)	(13.8)	(13.7)
Oil price (US\$/bbl)						
New	70.9	99.0	83.0	80.0	75.0	70.0
Old				80.0	78.0	73.0
Change (%)				—	(3.8)	(4.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: TOA's Earnings

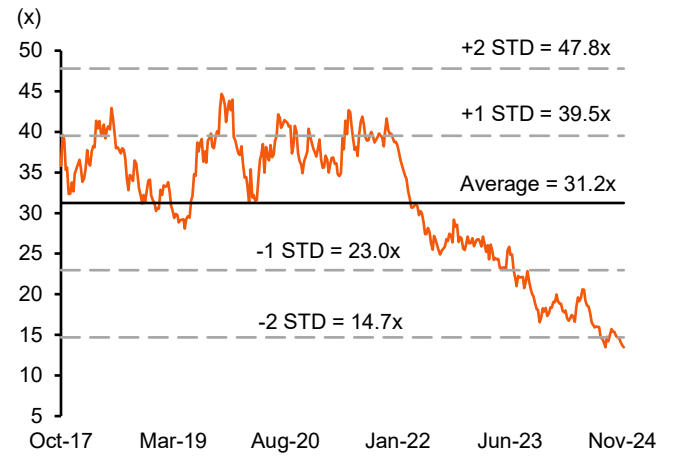
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: TOA's PE Band



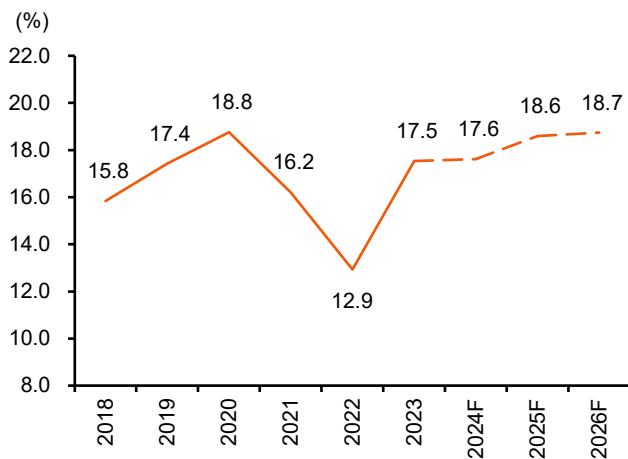
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: TOA's Standard Deviation



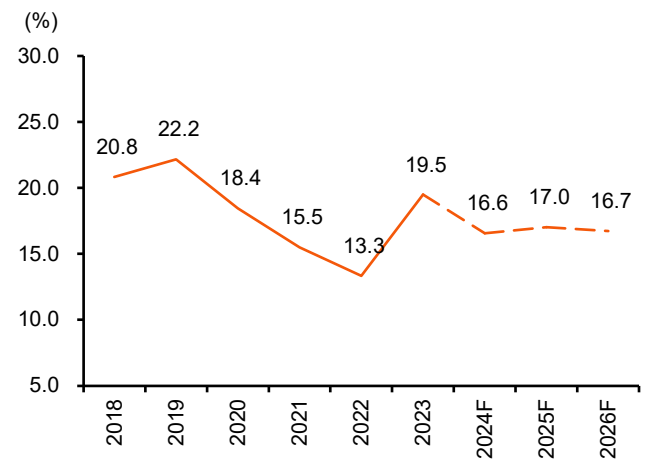
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: TOA's EBITDA margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: TOA's ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	4,137	4,356	4,498	4,638	4,775	4,924	5,087	5,260	5,452	5,647	5,866	—
Free cash flow	2,427	2,688	2,802	2,908	3,009	3,121	3,246	3,356	3,503	3,652	3,816	41,697
PV of free cash flow	2,420	2,189	2,059	1,927	1,799	1,683	1,531	1,421	1,333	1,248	1,171	12,796
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	36,075											
Net debt (2024F)	(9,311)											
Minority interest	869											
Equity value	44,516											
# of shares	2,029											
Target price/share (Bt)	22.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Peer Comparison

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
RPM International	RPM US	US	12.2	11.3	24.1	21.7	6.1	5.5	15.8	14.5	1.5	1.6
Axalta Coating Systems	AXTA US	US	37.3	12.2	18.5	16.5	4.3	3.7	10.5	9.9	0.0	0.0
Sherwin-Williams	SHW US	US	9.4	13.0	33.9	30.0	24.8	21.1	23.7	21.6	0.7	0.8
Chugoku Marine Paints	4617 JP	Japan	3.1	(13.8)	12.5	14.5	1.7	1.6	9.6	9.5	3.2	2.8
Kansai Paint	4613 JP	Japan	(36.5)	(2.7)	12.6	13.5	1.6	1.5	8.1	1.5	1.9	2.1
Kansai Nerolac Paints	KNPL IN	India	39.8	9.5	30.0	27.4	3.6	3.4	18.8	17.2	1.4	1.4
Asian Paints	APNT IN	India	(7.4)	9.6	52.5	47.9	12.9	11.7	36.5	33.7	1.2	1.3
Berger Paints India	BRGR IN	India	1.6	11.3	49.5	44.5	9.6	8.4	31.4	28.3	0.8	0.9
Akzo Nobel NV	AKZA NA	Netherlands	33.8	8.7	14.0	12.9	2.1	2.0	9.6	8.9	3.4	3.5
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	Thailand	(8.1)	10.3	14.7	13.3	2.4	2.2	7.2	6.3	3.3	4.1
Average			8.5	6.9	26.2	24.2	6.9	6.1	17.1	15.1	1.7	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8 November 2024 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

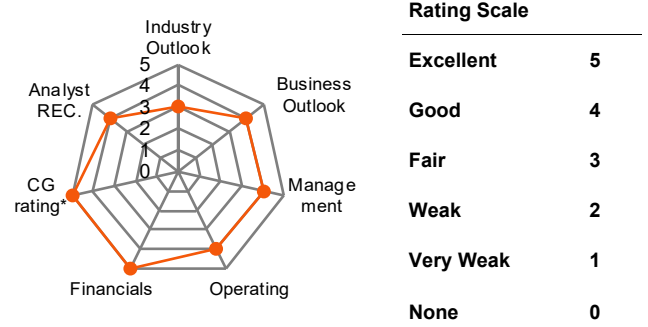
S — Strength

- 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
- ความผันผวนของราคาราคาวัตถุดิบ
- กฎหมายและหลักเกณฑ์ของตลาดในประเทศและต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.20	22.00	-13%
Net profit 24F (Bt m)	2,448	2,087	-15%
Net profit 25F (Bt m)	2,594	2,655	2%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024F ของเรต่ำกว่าตัวเลขที่ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้ 15% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐานในเชิงรุกมากขึ้นเกี่ยวกับผลกระทบจากน้ำท่วม
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 13% ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐานอัตราคิดลดที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

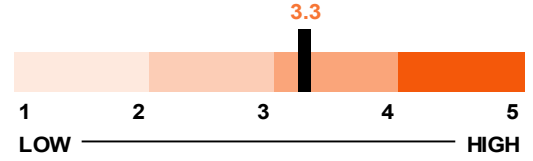
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ต้นทุนวัตถุดิบคิดเป็น 65-70% ของต้นทุนรวมของ TOA ดังนั้นความผันผวนของราคาราคาวัตถุดิบถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและการบริโภคที่ช้าของไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อสมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณขายในประเทศของเรา
- ความล่าช้าในการดำเนินงานของโรงงานแห่งใหม่อาจเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อสมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณขายในต่างประเทศของเรา
- หากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มราคาขายเฉลี่ยเพื่อชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และส่งผลกระทบต่อการณ์กำไรสุทธิของเรา

Source: Thanachart

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

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TOA	YES	A	-	-	55.26	61.75	35.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms 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 ได้ผ่านการรับรองการขึ้นทะเบียนเครื่องหมายคาร์บอนฟุตพริ้นท์ขององค์กรจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกแห่งประเทศไทย ในปี 2023 มีปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกรวม 283,025 tCo2e
 - ด้วยการดำเนินโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ TOA ลดการใช้พลังงานไฟฟ้าลง 9% ในปี 2023 เทียบกับปี 2021 ซึ่งบรรลุเป้าหมาย
 - ในปี 2023 ปริมาณการใช้น้ำต่อหน่วยการผลิตลดลง 9% จากปริมาณการใช้น้ำในปี 2021
 - TOA ได้รับการรับรองระบบการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อม ISO 14001 ครอบคลุมพื้นที่ปฏิบัติการ 100% ในประเทศไทย

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 450001:2018 และ TIS 18001:2011 – มาตรฐานระบบการจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัย
 - ในปี 2023 จำนวนการร้องเรียนของลูกค้าเกี่ยวกับคุณภาพผลิตภัณฑ์ลดลง 54% y-y เทียบกับเป้าหมายที่ 20% ขณะที่คะแนนความพึงพอใจของลูกค้าในการแก้ไขข้อร้องเรียนอยู่ที่ 91% เมื่อเทียบกับเป้าหมายที่ 90%
 - TOA ช่วยเหลือและสนับสนุนสังคมและและสาธารณประโยชน์เพื่อสังคม ผ่านโครงการ CSR เช่น กิจกรรมอาสาสมัครของ TOA การสนับสนุนด้านกีฬา การฟื้นฟูภูมิทัศน์ เป็นต้น

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
 - จริยธรรมและความโปร่งใส
 - ความยั่งยืนของธุรกิจ
 - การบริหารความเสี่ยง
 - นวัตกรรม
- ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2023 คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยบุคคล 8 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 3 คน และกรรมการที่เป็นผู้หญิง 4 คน อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ
 - TOA ได้แต่งตั้ง EY Office Company Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของกลุ่มบริษัท
 - TOA ได้รับการจัดอันดับ "A" ในการประเมิน ESG Ratings ของตลาดหลักทรัพย์
 - นอกจากนี้ยังได้รับรางวัล Outstanding Innovative Company Award 2023 สำหรับนวัตกรรมสีน้ำ "TOA Aqua Shield" ซึ่งจัดโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ ร่วมกับนิตยสาร Money & Banking

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

We expect TOA's earnings to recover next year...

...driven by a recovery in its sales and lower production costs

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	20,649	22,238	21,362	22,244	23,247
Cost of sales	14,646	14,704	14,005	14,502	15,096
Gross profit	6,003	7,533	7,356	7,743	8,151
% gross margin	29.1%	33.9%	34.4%	34.8%	35.1%
Selling & administration expenses	4,002	4,354	4,379	4,449	4,649
Operating profit	2,001	3,180	2,977	3,294	3,502
% operating margin	9.7%	14.3%	13.9%	14.8%	15.1%
Depreciation & amortization	670	721	786	843	854
EBITDA	2,671	3,900	3,763	4,137	4,356
% EBITDA margin	12.9%	17.5%	17.6%	18.6%	18.7%
Non-operating income	177	241	205	205	205
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(38)	(42)	(59)	(59)	(59)
Pre-tax profit	2,140	3,379	3,123	3,440	3,648
Income tax	452	694	656	722	766
After-tax profit	1,687	2,685	2,467	2,717	2,882
% net margin	8.2%	12.1%	11.5%	12.2%	12.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(16)	(67)	(60)	(62)	(65)
Extraordinary items	(254)	(49)	(320)	0	0
NET PROFIT	1,417	2,569	2,087	2,655	2,816
Normalized profit	1,671	2,618	2,407	2,655	2,816
EPS (Bt)	0.7	1.3	1.0	1.3	1.4
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.3	1.2	1.3	1.4

BALANCE SHEET

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

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	13,530	14,800	15,839	17,210	18,748
Cash & cash equivalent	6,323	7,742	8,430	9,515	10,720
Account receivables	3,640	3,816	3,687	3,839	4,013
Inventories	3,293	2,824	3,262	3,377	3,515
Others	275	419	460	479	500
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	3,522	3,966	4,180	4,237	4,183
Other assets	2,300	2,513	2,451	2,501	2,557
Total assets	19,352	21,279	22,470	23,948	25,488
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,449	4,929	5,034	5,229	5,408
Account payables	3,882	4,154	4,221	4,370	4,549
Bank overdraft & ST loans	105	73	202	204	200
Current LT debt	3	79	0	0	0
Others current liabilities	458	623	611	655	658
Total LT debt	50	178	0	0	0
Others LT liabilities	1,364	1,354	1,619	1,645	1,674
Total liabilities	5,863	6,461	6,653	6,874	7,081
Minority interest	698	747	807	869	935
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	(836)	(949)	(949)	(949)	(949)
Retained earnings	5,837	7,230	8,169	9,364	10,631
Shareholders' equity	12,792	14,071	15,010	16,205	17,472
Liabilities & equity	19,352	21,279	22,470	23,948	25,488

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*TOA generates sizeable
and stable cash flows*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	2,140	3,379	3,123	3,440	3,648
Tax paid	(451)	(585)	(713)	(688)	(765)
Depreciation & amortization	670	721	786	843	854
Chg In working capital	(1,025)	564	(242)	(118)	(132)
Chg In other CA & CL / minorities	545	(74)	3	(9)	(19)
Cash flow from operations	1,878	4,005	2,958	3,467	3,585
Capex	(1,488)	(1,164)	(1,000)	(900)	(800)
Right of use	117	(25)	0	0	0
ST loans & investments	0	(1)	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	(610)	(207)	356	(24)	(27)
Cash flow from investments	(1,980)	(1,396)	(644)	(924)	(827)
Debt financing	(285)	100	(478)	2	(4)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(907)	(1,196)	(1,148)	(1,460)	(1,549)
Warrants & other surplus	(5)	(94)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,197)	(1,190)	(1,626)	(1,458)	(1,553)
Free cash flow	391	2,841	1,958	2,567	2,785

VALUATION

*We see TOA's valuation
as attractive at PEs of
13/12x over 2025-26F...
...vs. peers' average of
24x*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	21.1	13.5	14.7	13.3	12.5
Normalized PE - at target price (x)	26.7	17.1	18.5	16.8	15.8
PE (x)	24.9	13.7	16.9	13.3	12.5
PE - at target price (x)	31.5	17.4	21.4	16.8	15.8
EV/EBITDA (x)	10.9	7.2	7.2	6.3	5.7
EV/EBITDA - at target price (x)	14.4	9.5	9.7	8.5	7.8
P/BV (x)	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0
P/BV - at target price (x)	3.5	3.2	3.0	2.8	2.6
P/CFO (x)	18.8	8.8	11.9	10.2	9.8
Price/sales (x)	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5
Dividend yield (%)	2.9	3.9	3.3	4.1	4.4
FCF Yield (%)	1.1	8.0	5.5	7.3	7.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.3	1.2	1.3	1.4
EPS	0.7	1.3	1.0	1.3	1.4
DPS	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
BV/share	6.3	6.9	7.4	8.0	8.6
CFO/share	0.9	2.0	1.5	1.7	1.8
FCF/share	0.2	1.4	1.0	1.3	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	17.5	7.7	(3.9)	4.1	4.5
Net profit (%)	(27.5)	81.3	(18.8)	27.2	6.1
EPS (%)	(27.5)	81.3	(18.8)	27.2	6.1
Normalized profit (%)	(8.9)	56.7	(8.1)	10.3	6.1
Normalized EPS (%)	(8.9)	56.7	(8.1)	10.3	6.1
Dividend payout ratio (%)	71.6	53.7	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	29.1	33.9	34.4	34.8	35.1
Operating margin (%)	9.7	14.3	13.9	14.8	15.1
EBITDA margin (%)	12.9	17.5	17.6	18.6	18.7
Net margin (%)	8.2	12.1	11.5	12.2	12.4
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	52.4	75.9	50.1	55.6	59.2
Interest coverage - EBITDA (x)	69.9	93.1	63.3	69.9	73.6
ROA - using norm profit (%)	8.8	12.9	11.0	11.4	11.4
ROE - using norm profit (%)	13.3	19.5	16.6	17.0	16.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.5	20.0	17.0	17.4	17.1
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
- operating margin (%)	10.5	15.4	14.9	15.7	15.9
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	98.2	98.8	98.1	98.3	98.4
- tax burden (%)	78.9	79.5	79.0	79.0	79.0
WACC (%)	10.3	10.3	10.3	10.8	10.8
ROIC (%)	31.8	38.1	35.3	38.4	40.1
NOPAT (Bt m)	1,578	2,527	2,352	2,602	2,766
invested capital (Bt m)	6,627	6,659	6,782	6,894	6,953

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: 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's.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 and 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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สภาพร

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