

# Fundamental Story

**TOA Paint (Thailand) (TOA TB) - BUY, Price Bt15.80, TP Bt16.00**

Results Comment

Saksid Phadthananarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

## 4Q25 แข็งแกร่ง ดีกว่าคาด

- TOA รายงานกำไรปกติ 4Q25 ที่ 926 ลบ. เพิ่มขึ้น 89% y-y และ 27% q-q สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ การเติบโตที่แข็งแกร่งมีสาเหตุหลักจากยอดขายที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันและ TiO<sub>2</sub> ที่ลดลง เมื่อรวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 89 ลบ. และกำไรจากการวัดมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ทางการเงิน 7 ลบ. บริษัทมีกำไรสุทธิ 844 ลบ. ใน 4Q25 เพิ่มขึ้น 87% y-y และ 23% q-q
- แม้ผลประกอบการ 4Q25 จะออกมาดีเกินคาด แต่เรากังวลต่อแนวโน้มราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนวัตถุดิบที่อิงกับราคาน้ำมันและ TiO<sub>2</sub> เพิ่มขึ้น ดังนั้น เราจึงอยู่ระหว่างทบทวนประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย
- แม้เรามองบวกต่อปัจจัยพื้นฐานของ TOA จากการมีส่วนแบ่งตลาดราว 50%, ROE ระดับ 18–20%, อัตราผลตอบแทนเงินปันผล 5–6% และสถานะเงินสดสุทธิ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมาใกล้ราคาเป้าหมายของเรา ทำให้เราตัดสินใจทบทวนคำแนะนำลงทุนเช่นกัน
- ยอดขายรวมของ TOA เพิ่มขึ้น 6% y-y ใน 4Q25 โดยมียอดขายในประเทศ (คิดเป็น 81% ของรายได้รวม) จะทรงตัว y-y ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ยังอ่อนแอและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ซบเซา แต่ยอดขายต่างประเทศ โดยเฉพาะในเมียนมาและเวียดนาม เพิ่มขึ้น 38% y-y จากการฟื้นตัวของโครงการก่อสร้างพื้นฐานและอสังหาริมทรัพย์ในประเทศดังกล่าว
- การปรับลดลงของราคาวัตถุดิบ TiO<sub>2</sub> และวัตถุดิบที่อิงกับราคาน้ำมันเมื่อเทียบ y-y ประกอบกับการบริหารต้นทุนที่มีประสิทธิภาพช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 40% ใน 4Q25 จาก 34% ใน 4Q24 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทรงตัว y-y

Income Statement					Income Statement						
(consolidated)					12M as						
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	5,232	5,425	5,367	5,265	5,532	Revenue	5	6	103	21,589	21,556
<b>Gross profit</b>	<b>1,780</b>	<b>2,016</b>	<b>2,037</b>	<b>1,997</b>	<b>2,236</b>	<b>Gross profit</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>104</b>	<b>8,286</b>	<b>8,140</b>
SG&A	1,173	1,053	1,127	1,129	1,170	SG&A	4	(0)	100	4,479	4,527
Operating profit	606	963	910	867	1,066	Operating profit	23	76	109	3,807	3,613
<b>EBITDA</b>	<b>796</b>	<b>1,147</b>	<b>1,093</b>	<b>1,059</b>	<b>1,251</b>	<b>EBITDA</b>	<b>18</b>	<b>57</b>	<b>107</b>	<b>4,550</b>	<b>4,391</b>
Other income	60	42	56	39	53	Other income	37	(11)	93	190	205
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense					
Interest expense	13	12	11	11	10	Interest expense	(7)	(24)	79	43	56
<b>Profit before tax</b>	<b>653</b>	<b>993</b>	<b>956</b>	<b>896</b>	<b>1,109</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>24</b>	<b>70</b>	<b>109</b>	<b>3,954</b>	<b>3,762</b>
Income tax	154	189	173	158	178	Income tax	13	15	91	697	752
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	Equity & invest. income					
Minority interests	(10)	(7)	(11)	(7)	(5)	Minority interests	na	na	na	(29)	(62)
Extraordinary items	(38)	(64)	(121)	(44)	(82)	Extraordinary items	na	na	na	(310)	0
<b>Net profit</b>	<b>451</b>	<b>733</b>	<b>652</b>	<b>688</b>	<b>844</b>	<b>Net profit</b>	<b>23</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>2,917</b>	<b>2,948</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>489</b>	<b>797</b>	<b>773</b>	<b>731</b>	<b>926</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>27</b>	<b>89</b>	<b>115</b>	<b>3,227</b>	<b>2,948</b>
EPS (Bt)	0.22	0.36	0.32	0.34	0.42	EPS (Bt)	23	87	104	1.44	1.45
Normalized EPS (Bt)	0.24	0.39	0.38	0.36	0.46	Normalized EPS (Bt)	27	89	115	1.59	1.45
Balance Sheet					Financial Ratios						
(consolidated)					12M as						
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	7,304	7,440	7,601	7,431	8,632	Sales grow th	(9.5)	(0.2)	(0.6)	3.8	5.7
A/C receivable	3,212	3,257	3,187	3,089	3,212	Operating profit grow th	(24.4)	10.5	24.3	41.3	75.9
Inventory	3,171	3,095	3,213	3,200	2,901	EBITDA grow th	(19.8)	8.0	17.7	31.8	57.1
Other current assets	432	511	525	416	402	Norm profit grow th	(28.1)	21.8	30.1	33.0	89.5
Investment	0	0	0	0	0	Norm EPS grow th	(28.1)	21.8	30.1	33.0	89.5
Fixed assets	4,183	4,147	4,172	4,282	4,283	Gross margin	34.0	37.2	38.0	37.9	40.4
Other assets	2,453	2,310	2,244	2,197	2,094	Operating margin	11.6	17.7	17.0	16.5	19.3
<b>Total assets</b>	<b>20,756</b>	<b>20,759</b>	<b>20,942</b>	<b>20,615</b>	<b>21,524</b>	EBITDA margin	15.2	21.1	20.4	20.1	22.6
S-T debt	189	174	186	234	193	Norm net margin	9.3	14.7	14.4	13.9	16.7
A/C payable	4,192	3,920	4,199	4,013	4,173	D/E (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other current liabilities	541	756	662	521	634	Net D/E (x)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
L-T debt	107	175	181	146	112	Interest coverage (x)	61.9	95.8	101.3	100.5	127.3
Other liabilities	1,356	1,325	1,321	1,305	1,223	Interest rate	17.2	14.9	12.1	11.3	11.5
Minority interest	709	663	677	684	690	Effective tax rate	23.6	19.0	18.1	17.6	16.0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>13,661</b>	<b>13,747</b>	<b>13,716</b>	<b>13,712</b>	<b>14,499</b>	ROA	9.6	15.4	14.8	14.1	17.6
Working capital	2,191	2,432	2,201	2,277	1,940	ROE	14.5	23.3	22.5	21.3	26.3
Total debt	296	348	367	380	304						
<b>Net debt</b>	<b>(7,008)</b>	<b>(7,092)</b>	<b>(7,234)</b>	<b>(7,050)</b>	<b>(8,328)</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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:

**หมายเหตุ:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)