

3 May 2023

i-Tail Corporation

Sector: Food & Beverage

Bottoming out

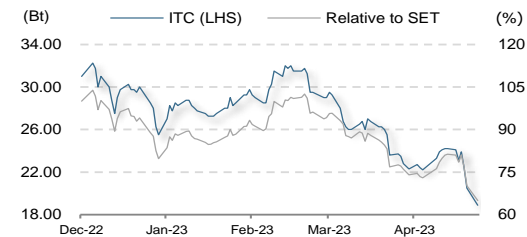
Bloomberg ticker	ITC TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt18.90
Target price	Bt24.00
Upside/Downside	+27%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt28.95
Bloomberg consensus	Buy 6 / Hold 1 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt33.75 / Bt18.90
Market cap. (Bt mn)	56,700
Shares outstanding (mn)	3,000
Avg. daily turnover (Bt mn)	283
Free float	21%
CG rating	n.a.
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	14,529	21,420	20,030	23,070
EBITDA	3,031	4,928	4,066	5,088
Net profit	2,721	4,402	3,227	4,190
EPS (Bt)	7.56	2.48	1.08	1.40
Growth	6.8%	-67.1%	-56.7%	29.8%
Core EPS (Bt)	6.77	2.38	1.08	1.40
Growth	-4.3%	-64.8%	-54.9%	29.8%
DPS (Bt)	4.00	2.52	0.60	0.85
Div. yield	21.2%	13.3%	3.2%	4.5%
PER (x)	2.5	7.6	17.6	13.5
Core PER (x)	2.8	7.9	17.6	13.5
EV/EBITDA (x)	2.8	4.1	10.4	8.0
PBV (x)	1.0	1.3	2.1	1.9

Bloomberg consensus				
Net profit	2,721	4,402	4,138	4,877
EPS (Bt)	7.56	2.48	1.31	1.61



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-19.9%	-33.1%	n.a.	n.a.
Relative to SET	-14.9%	-23.8%	n.a.	n.a.

Major shareholders		Holding
1. Thai Union Group PCL		77.82%

Analyst: Veeraya Mukdapitak (Reg. no. 086645)

เราเริ่มต้นจัดทำทวิเคราะห์หุ้น ITC ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 24.00 บาท ถึง 2023E PER 22x โดยเราใช้ PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหุ้น 3 บริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียง (AAI, Yantai China Pet Foods, Petpal Pet Nutrition Technology) ที่ 24x เรามีมุมมองบวกต่อ ITC จาก 5 เหตุผลหลักดังนี้ 1) กำไรผ่านจุดต่ำสุดแล้วใน 1Q23 และจะทยอยดีขึ้น ตามตัวเลขส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทย เดือน มี.ค. ที่กลับมาฟื้นตัว MoM ในรอบ 7 เดือน, 2) position แข็งแกร่งมากหากอิงจากฐานรายได้ โดยบริษัทเป็นอันดับที่ 2 ของเอเชีย และ Top 10 ของโลก, 3) มีแผนขยายฐานลูกค้าในจีนและยุโรปมากขึ้น ซึ่งจะทยอยเริ่มส่งมอบสินค้าตั้งแต่ 2Q23E, 4) โรงงานใหม่จะเริ่มผลิต 2Q23E (+18.7% p.a.) และมีแผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมในปี 2024E-25E (+15% p.a.), และ 5) แนวโน้มตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงปี 2022-26E ยังดีต่อเนื่อง +8% CAGR

เราประเมินกำไรปกติปี 2023E/24E ที่ 3.2 พันล้านบาท/4.2 พันล้านบาท (-24% YoY/+30% YoY) โดย 2Q23E จะดีขึ้น QoQ และ 2H23E ฟื้นตัวมากขึ้น ซึ่งเราคาดการณ์สถานการณ์ inventory destocking ของลูกค้าจะกลับสู่ระดับปกติใน 2H23E หลังเริ่มเห็นสัญญาณลูกค้าทยอยกลับมาสั่งซื้อ

ราคาหุ้นปรับตัวลง และ underperform SET -15% และ -24% ใน 1 และ 3 เดือน จากกำไร 1Q23 ต่ำกว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์กำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q23 และทยอยฟื้นตัวนับจากนี้ อีกทั้งมี catalysts จากแผนความคืบหน้าการเจรจาลูกค้าใหม่และการขยายกำลังการผลิต ซึ่งจะเริ่มเห็นความชัดเจนตั้งแต่ 2Q23E

KEY HIGHLIGHTS

□ ผู้นำ OEM ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง ด้วยจุดแข็งด้านต้นทุน ITC เป็นหนึ่งในผู้นำรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์อาหารและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยงแบบเปียก โดยหากอิงจากฐานรายได้จะเป็นอันดับที่ 2 ของเอเชีย และ Top 10 ของโลก ขณะที่มีข้อได้เปรียบด้านต้นทุนจาก 1) เป็นบริษัทลูกของ TU ซึ่งเป็นบริษัทจัดจำหน่ายและแปรรูปหน่วยรายใหญ่ ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลัก, 2) ได้ประโยชน์จากการที่ไทยเป็นหนึ่งในผู้ส่งออกเนื้อไก่แปรรูปรายใหญ่ของโลก, และ 3) มีฐานการผลิตตั้งอยู่ในประเทศที่มีโครงสร้างต้นทุนต่ำกว่าคู่แข่งผู้ผลิตในภูมิภาคอื่น

□ กลยุทธ์เติบโตต่อเนื่องและมีแผนขยายกำลังการผลิต ได้แก่ 1) ร่วมมือกับผู้จัดจำหน่ายอาหารสัตว์เลี้ยงในจีน โดยจะเริ่มจัดส่งสินค้าล็อตแรก 2Q23E ขณะที่ปัจจุบันบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากจีนเพียง 4%, 2) มีแผนขยายตลาดยุโรปมากขึ้น โดยอยู่ระหว่างเจรจากับหนึ่งใน Big Four ซูเปอร์มาร์เก็ตใน UK และบริษัทค้าปลีกรายใหญ่ในฝรั่งเศส เริ่มส่งมอบ 2Q23E, และ 3) มีแผนขยายกำลังการผลิต +18.7% จากโรงงานแห่งใหม่ โดยจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ 2Q23E ขณะที่มีแผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมในปี 2024E-25E อีกราว +15% ต่อปี

□ ได้อานิสงส์จากแนวโน้มตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงที่ยังดีต่อเนื่อง Frost & Sullivan ประเมินมูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงปี 2022-26E จะเติบโตเฉลี่ย +8% CAGR จากปี 2019-22 ขยายตัวเฉลี่ย +9% ขณะที่ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทมีรายได้โตเฉลี่ยสูงกว่าอุตสาหกรรมถึง +25%

□ 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุด, แนวโน้มทยอยฟื้นตัวมากขึ้น เราประเมินกำไรปกติปี 2023E อยู่ที่ 3.2 พันล้านบาท (-24% YoY) จากการเร่งสต็อกสินค้าของลูกค้าใน 3Q22 ทำให้ inventory ของลูกค้าทรงตัวสูงต่อเนื่องมาในช่วงต้นปี โดยบริษัทรายงานกำไรปกติ 1Q23 ที่เพียง 414 ล้านบาท (-53% YoY, -56% QoQ) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีและแนวโน้มจะทยอยดีขึ้นหนุนโดยสถานการณ์ inventory destocking ของลูกค้าทยอยกลับสู่ระดับปกติใน 2H23E หลังเริ่มเห็นการกลับมาสั่งซื้อสินค้ามากขึ้น, กลยุทธ์ขยายตลาดในจีนและยุโรป, และกำลังการผลิตสูงขึ้น

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเป้าหมาย 24.00 บาท ถึง 2023E PER 22x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงเล็กน้อย จากผลการดำเนินงานปี 2023E ชะลอตัว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดแล้ว โดย 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี ขณะที่มี key catalysts จาก 1) แผนการขยายตลาดในจีนและยุโรปมากขึ้น โดยจะเห็นความคืบหน้าการส่งมอบออเดอร์ตั้งแต่ 2Q23E และ 2) การเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงานใหม่ตั้งแต่ 2Q23E รวมถึงมีแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่องปี 2024E-25E นอกเหนือจากนั้นแล้ว บริษัทมีงบดุลแข็งแกร่งมากด้วย net cash position

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ ผู้นำ OEM ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง ด้วยจุดแข็งด้านต้นทุน

ITC เป็นหนึ่งในผู้นำรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์อาหารและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยงแบบเปียก โดยถูกจัดอันดับโดย petfoodindustry.com ให้เป็นบริษัทประกอบธุรกิจผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงอันดับที่ 2 ของเอเชีย และ Top 10 ของโลกเมื่อพิจารณาจากรายได้ต่อปี ซึ่งบริษัทมีฐานลูกค้าเป็นบริษัทแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงและบริษัทค้าปลีกอาหารสัตว์เลี้ยงรายใหญ่ของโลก เช่น Smuckers, Mars เป็นต้น โดยมีสัดส่วนจากลูกค้า Top 3 รวบรวม 48% ของรายได้รวม ซึ่งลูกค้าส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์ค่อนข้างยาวนานกับบริษัทเฉลี่ยราว 10-20 ปีและมีแนวโน้มจะยังรักษาสถานะต่อเนื่อง ทำให้ฐานรายได้จากลูกค้ากลุ่มดังกล่าวค่อนข้างมั่นคง

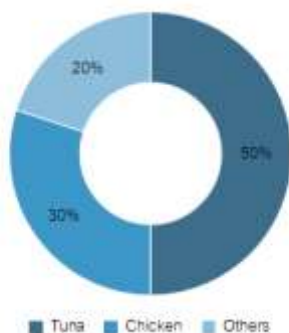
นอกจากนี้ บริษัทมีข้อได้เปรียบทางด้านต้นทุนจากหลายปัจจัย ได้แก่ 1) เป็นบริษัทลูกของ TU ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทจัดจำหน่ายและแปรรูปทูน่าที่ใหญ่ที่สุด ขณะที่ไทยเป็นหนึ่งในผู้จัดหาวัตถุดิบปลาทูน่าสดและทูน่าบรรจุกระป๋องรายใหญ่ที่สุดในโลกเช่นกัน โดยปลาทูน่าเป็นวัตถุดิบหลักของอาหารสัตว์เลี้ยงคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 50% ของต้นทุนวัตถุดิบรวม ซึ่งบริษัทสามารถรวมปริมาณจัดหาปลาทูน่ากับ TU ทำให้มีข้อได้เปรียบด้านต้นทุน, 2) ได้ประโยชน์จากการที่ไทยเป็นหนึ่งในผู้ส่งออกเนื้อไก่แปรรูปรายใหญ่ของโลก โดยไก่เป็นวัตถุดิบหลักของอาหารสัตว์เลี้ยงรองจากทูน่า คิดเป็นสัดส่วน 30% ของต้นทุนวัตถุดิบรวม, และ 3) มีฐานการผลิตตั้งอยู่ในประเทศที่มีโครงสร้างต้นทุนต่ำ โดยเฉพาะค่าแรง เมื่อเทียบกับผู้ผลิตในอเมริกาเหนือและยุโรป ทำให้ได้อานิสงส์จากกลยุทธ์ของลูกค้าแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงที่ใช้วิธีผลิตแบบกระจายศูนย์

Fig 1: Top 10 pet food companies

Company	Country	Annual revenue (USD mn)
Mars Petcare Inc.	United States	19,000
Nestlé Purina PetCare	United States	16,500
Hill's Pet Nutrition	United States	3,311
J.M. Smucker	United States	2,694
General Mills	United States	1,732
Diamond Pet Foods	United States	1,500
Simmons Pet Food	United States	1,000
Alphia	United States	875
Unicharm Corp.	Japan	829
i-Tail Corporation	Thailand	620

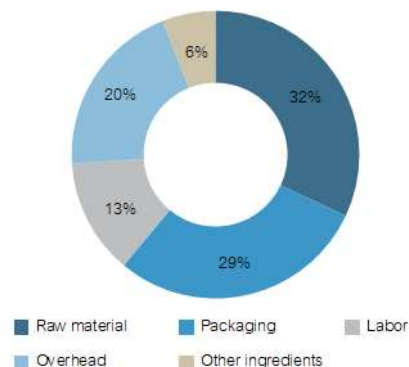
Source: Company, Petfoodindustry.com

Fig 2: Raw material breakdown



Source: Company

Fig 3: Cost breakdown



Source: Company

□ กลยุทธ์เติบโตต่อเนื่องและมีแผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติม

บริษัทมีแผนขยายธุรกิจต่อเนื่องนับจากนี้ โดยมีกลยุทธ์สำคัญ ได้แก่

- 1) อยู่ระหว่างจัดตั้งสำนักงานขายในจีน หรือ i-Tail Pet Food (Shanghai) เพื่อรุกตลาดดังกล่าวมากขึ้น คาดจัดตั้งเสร็จสิ้นในช่วง เม.ย.-พ.ค. โดยบริษัทได้ลงนามความร่วมมือกับหนานจิง เจียเป่ย์ เพ็ทแคร์ โปรดักส์ ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายอาหารสัตว์เลี้ยงในจีน เพื่อนำผลิตภัณฑ์แบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงของบริษัทจำหน่ายทาง online เช่น JD Tmall รวมถึงช่องทาง offline ซึ่งกลยุทธ์ดังกล่าวจะเป็นการช่วย showcase ผลิตภัณฑ์และศักยภาพของบริษัทเพื่อเข้าถึงกลุ่มลูกค้า OEM ในอนาคต โดยจะเริ่มจัดส่งสินค้าล็อตแรก 2Q23E ทั้งนี้ เรามองว่าตลาดดังกล่าวมีโอกาสขยายตัวค่อนข้างสูง จากข้อมูลของ Frost & Sullivan คาดการณ์ตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงสำหรับสุนัขและแมวในจีนปี 2021-26E จะโตเฉลี่ย +20% CAGR ขยายตัวโดดเด่นกว่าภูมิภาคอื่น ขณะที่ ณ สิ้น 1Q23 บริษัทมีส่วนรายได้ในจีนเพียง 4% ของรายได้รวม ทำให้ room การเติบโตมีสูงมาก

Fig 4: Global dog & cat food market value (USD bn)

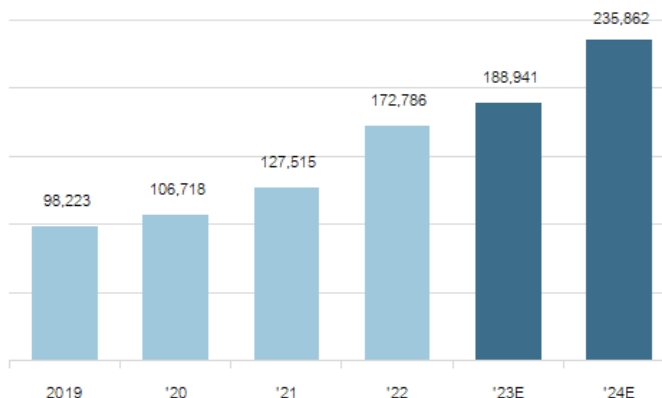
	2016	2021	2026E	CAGR 2016-21	CAGR 2021-26E
USA	28	38	50	6.3%	5.6%
Europe	13.9	16.1	18.6	3.0%	2.9%
China	3.3	8.9	22	22.0%	19.8%
Japan	4.1	4.6	5.1	2.3%	2.1%
Australia	2.5	3	3.7	3.7%	4.3%
Total	51.8	70.6	99.4	6.4%	7.1%

Source: Company, Frost & Sullivan

- 2) บริษัทมีการจัดตั้งสำนักงานขายในเนเธอร์แลนด์ หรือ i-Tail Europe เพื่อขยายธุรกิจในยุโรปมากขึ้น โดยเฉพาะตลาดใน UK เยอรมนี ฝรั่งเศส และเนเธอร์แลนด์ โดยปัจจุบันอยู่ระหว่างเจรจากับหนึ่งใน Big Four ซูเปอร์มาร์เก็ตใน UK และบริษัทค้าปลีกรายใหญ่ในฝรั่งเศส ซึ่งจะสามารถเริ่มส่งมอบได้ใน 2Q23E โดยแผนดังกล่าวเป็นไปตามกลยุทธ์ในการขยายฐานลูกค้ากลุ่ม private label หรือร้านค้าปลีกมากขึ้น ซึ่งมี GPM ดี โดยตั้งเป้าสัดส่วนลูกค้า private label รวมปี 2025E จะเพิ่มขึ้นเป็น 18% จาก 1Q23 ที่ 13%

- 3) อยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ที่ จ.สมุทรสาคร โดยจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ใน 2Q23E ซึ่งโรงงานดังกล่าวจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยงรวมราว +18.7% ต่อปี ขณะที่แผนขยายกำลังการผลิตเพิ่มเติมในปี 2024E-25E อีกราว +15% ต่อปี

Fig 5: 2019-24E production capacity (Tons)

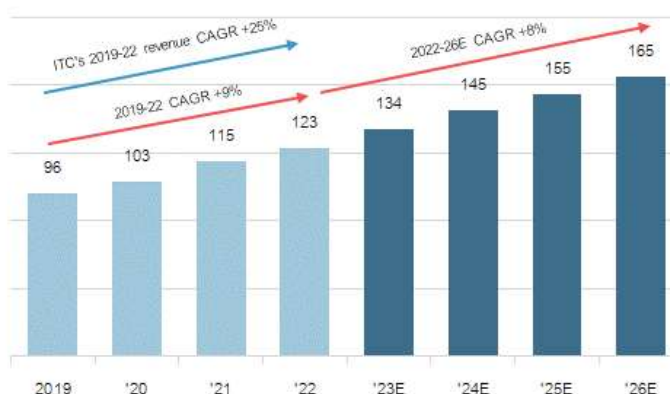


Source: Company, DAOL

□ ได้อานิสงส์จากแนวโน้มตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงที่ยังโตต่อเนื่อง

เรามองว่าจากการที่บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยง จะทำให้บริษัทได้รับอานิสงส์จากแนวโน้มตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงที่ยังโตต่อเนื่อง หนุนโดยทิศทางการเลี้ยงสัตว์มากขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของครัวเรือนเดี่ยว และคู่แต่งงานที่ไม่มีบุตร กระแส humanization ในการเลี้ยงสัตว์เลี้ยงเหมือนสมาชิกในครอบครัวและใช้จ่ายเพื่อสัตว์เลี้ยงมากขึ้น รวมถึงความเข้าใจด้านโภชนาการของอาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ Frost & Sullivan ประเมินมูลค่าตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงในช่วงปี 2022-26E จะเติบโตเฉลี่ย +8% CAGR จากช่วงปี 2019-22 ขยายตัวเฉลี่ย +9% ขณะที่ช่วงปี 2019-22 บริษัทโตเฉลี่ยสูงกว่าอุตสาหกรรมที่ +25%

Fig 6: 2019-26E global pet food market size (USD bn)

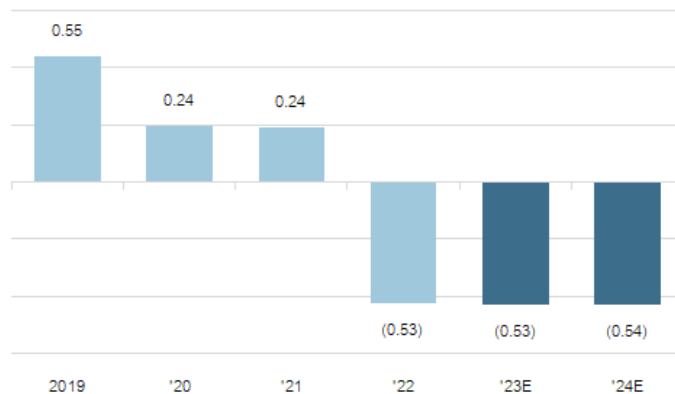


Source: Company, Frost & Sullivan

□ สถานะทางการเงินแข็งแกร่งด้วย net cash position

ITC มีงบดุลที่แข็งแกร่งมาก โดยเราประเมินระดับ net D/E ปี 2023E-24E จะเป็น net cash position อาศัยงบการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นภายหลังจาก IPO ซึ่งยังเพียงพอตามแผนขยายการลงทุนของบริษัท เช่น การขยายโรงงานและการผลิต และการเพิ่ม automation อย่างน้อยในช่วง 2-3 ปี ขณะที่ปัจจุบันบริษัทมีหนี้สินเพียงสัญญาเช่าทางการเงิน ทำให้เรามองว่าบริษัทมีข้อได้เปรียบและทนทานในสภาวะตลาดผันผวนในปัจจุบัน อีกทั้งมีความยืดหยุ่นในการลงทุนอื่น ๆ เพิ่มเติมในอนาคตอีกด้วย

Fig 7: 2019-24E net D/E (x)



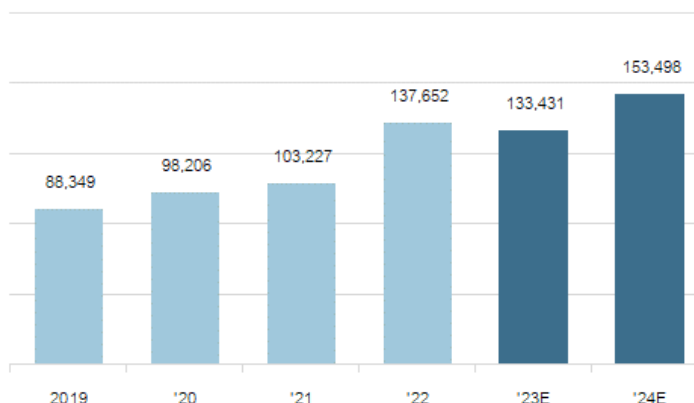
Source: Company, DAOL

□ 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุด, แนวโน้มทยอยฟื้นตัวมากขึ้น

เราประเมินกำไรปกติปี 2023E อยู่ที่ 3.2 พันล้านบาท (-24% YoY) เป็นผลจากฐานสูงในปี 2022 จากการที่ลูกค้ามีความกังวลเรื่อง logistics และสินค้าขาดแคลน ทำให้มีการเร่งสต็อกสินค้าในปีก่อน โดยเฉพาะ 3Q22 ส่งผลให้ inventory ของลูกค้าอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องมาในช่วงต้นปี 2023E โดยบริษัทรายงานกำไรปกติ 1Q23 อยู่ที่เพียง 414 ล้านบาท (-53% YoY, -56% QoQ) เนื่องจาก 1) รายได้ชะลอตัว -17% YoY, -36% QoQ โดยหลักจากกลุ่มอาหารแมวและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยง จากผลพวง inventory ของลูกค้าที่ยังอยู่ในระดับสูงในสหรัฐฯ และยุโรป ทำให้มีการส่งคำสั่งซื้อลดลง และ 2) GPM ปรับตัวลงอยู่ที่เพียง 17.4% จาก 1Q22 ที่ 23.8% และ 4Q22 ที่ 22.4% ตามยอดขายที่ลดลงโดยเฉพาะกลุ่มสินค้าพรีเมียม โดยสัดส่วนรายได้กลุ่มสินค้าพรีเมียมลดลงอยู่ที่ 44% จาก 1Q22 ที่ 50% อีกทั้งต้นทุนวัตถุดิบปลาทูน่าและไก่สูงขึ้น โดยเฉพาะทูน่าเพิ่มขึ้น +8% YoY, +12% QoQ อยู่ที่เฉลี่ย US\$1,853/ton จากการจับปลาที่ทำได้ยากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า 1Q23 จะเป็นจุดต่ำสุดและแนวโน้มจะทยอยดีขึ้นในช่วงเวลาที่เหลือของปี หนุนโดย 1) เริ่มเห็นสัญญาณลูกค้ารายใหญ่กลับมาส่งคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะสินค้ากลุ่มพรีเมียม โดยคาดการณ์สถานการณ์ inventory ลูกค้าจะกลับสู่ระดับปกติใน 2H23E ขณะที่สัญญาณดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกับตัวเลขส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยเดือน มี.ค. ที่กลับมาเติบโต MoM ในรอบ 7 เดือน, 2) ต้นทุนไก่อ่อนตัวตามราคาตลาด, และ 3) แผนขยายตลาดในจีนและยุโรปมากขึ้น รวมถึงการเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงานใหม่ ซึ่งจะเห็นผลบวกตั้งแต่ 2Q23E

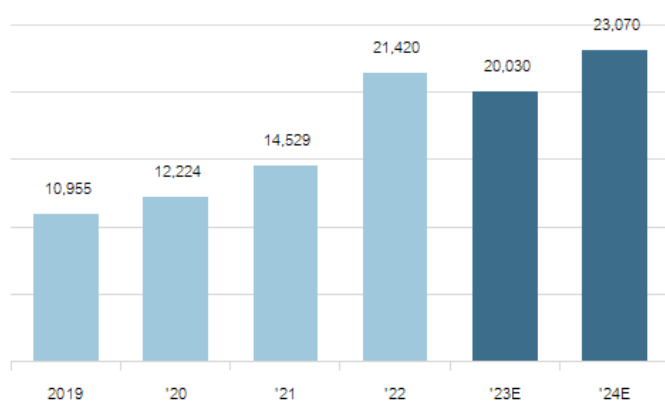
สำหรับปี 2024E เราประเมินกำไรปกติจะกลับมาขยายตัวสูงอยู่ที่ 4.2 พันล้านบาท (+30% YoY) หนุนโดย 1) รายได้โต +15% YoY เป็นไปตามปริมาณขายที่สูงขึ้นจากกลยุทธ์การขยายตลาดกลุ่มลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ โดยเฉพาะลูกค้าใหม่ในจีนและยุโรปซึ่งจะเริ่มรับรู้รายได้เต็มปีตั้งแต่ 2024E รวมถึงอาณัติจากกำลังการผลิตสูงขึ้น และ 2) GPM ปรับตัวขึ้นเป็น 23.5% ตามทิศทางยอดขาย และกลยุทธ์การขยายลูกค้ากลุ่ม private label และขนมสำหรับสัตว์เลี้ยงมากขึ้น ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีมาร์จิ้นดี

Fig 8: 2019-24E sales volume (Tons)



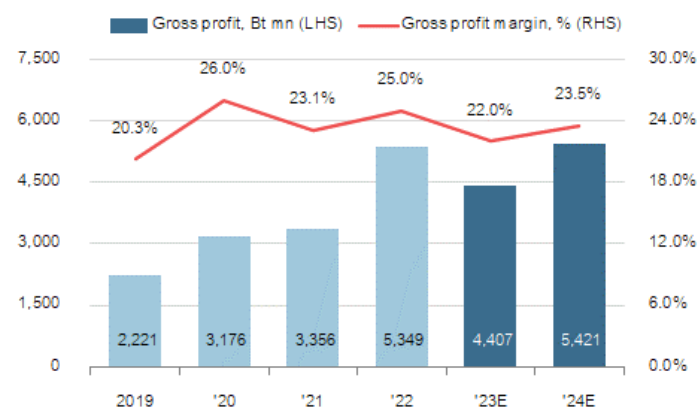
Source: Company, DAOL

Fig 9: 2019-24E revenue (Bt mn)



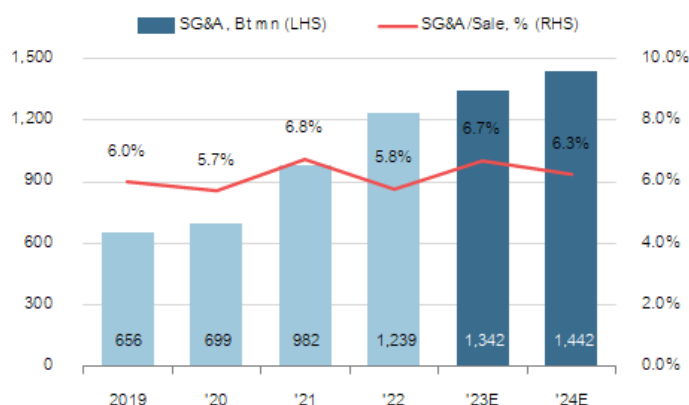
Source: Company, DAOL

Fig 10: 2019-24E gross profit



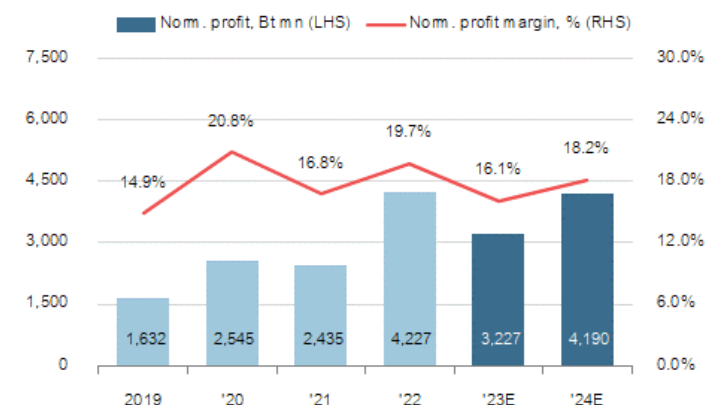
Source: Company, DAOL

Fig 11: 2019-24E SG&A/Sales



Source: Company, DAOL

Fig 12: 2019-24E normalized profit



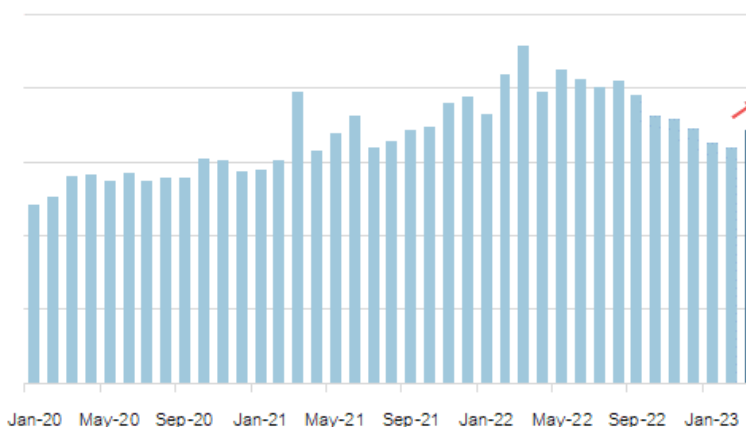
Source: Company, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 13: 1Q23 results review

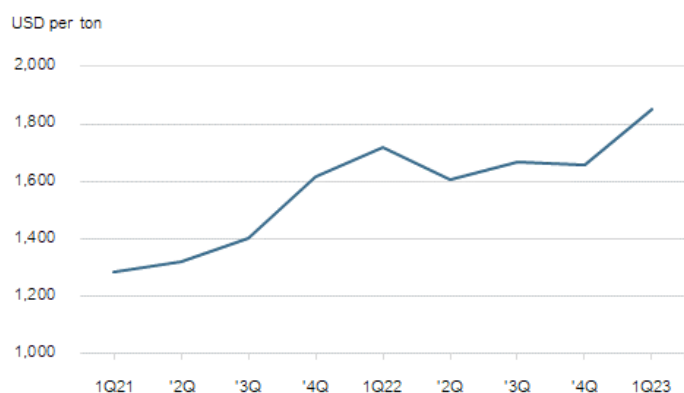
FY: Dec (Bt mn)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023	2022	YoY
Revenues	3,587	4,307	-16.7%	5,591	-35.8%	20,513	21,420	-4.2%
CoGS	(2,962)	(3,283)	-9.8%	(4,341)	-31.8%	(15,559)	(16,071)	-3.2%
Gross profit	625	1,024	-39.0%	1,250	-50.0%	4,954	5,349	-7.4%
SG&A	(301)	(265)	13.5%	(341)	-11.8%	(1,374)	(1,239)	10.9%
EBITDA	582	946	-38.5%	1,159	-49.8%	4,489	4,928	-8.9%
Other inc./exps	123	48	154.7%	107	14.7%	252	247	2.0%
Interest expenses	(6)	(8)	-29.7%	(30)	-80.2%	(2)	(82)	-97.2%
Income tax	(26)	74	n.m.	(45)	-43.0%	(43)	(48)	-10.4%
Core profit	414	874	-52.6%	942	-56.1%	3,786	4,227	-10.4%
Net profit	425	908	-53.2%	676	-37.1%	3,786	4,402	-14.0%
EPS (Bt)	0.14	0.38	-62.5%	0.28	-49.7%	1.26	2.48	-49.2%
Gross margin	17.4%	23.8%		22.4%		24.2%	25.0%	
Net margin	11.9%	21.1%		12.1%		18.5%	20.6%	

Fig 14: Thailand's pet food export (USD mn)



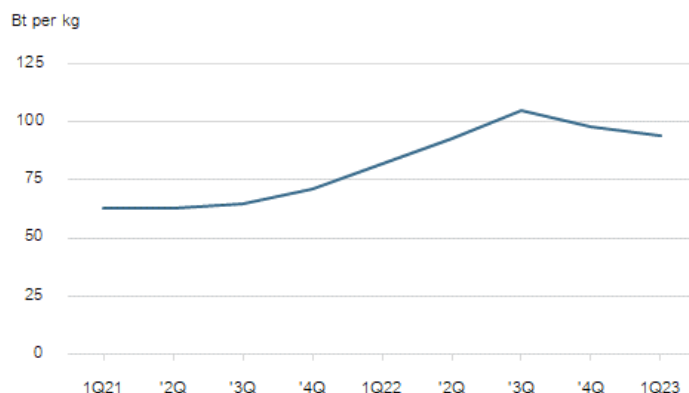
Source: Ministry of Commerce

Fig 15: Tuna price



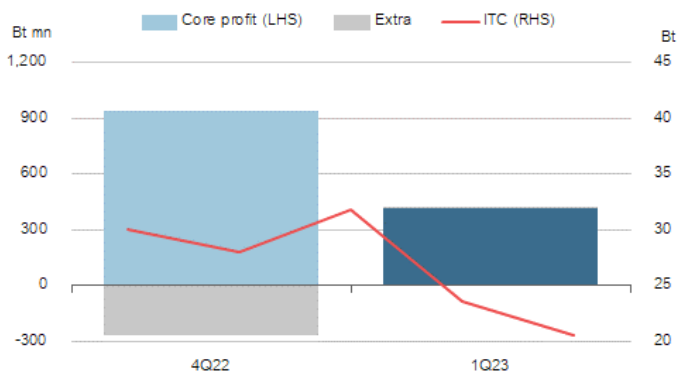
Source: TU

Fig 16: Fresh chicken breast price



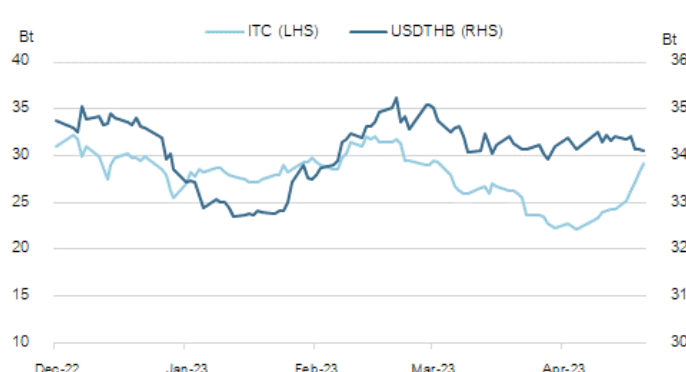
Source: Department of International Trade of Thailand

Fig 17: ITC share prices vs profits



Source: Setsmart, DAOL

Fig 18: ITC share prices vs USDTHB (Correlation = 0.2x)



Source: Setsmart, Bloomberg

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 24.00 บาท

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำหุ้น ITC “ซื้อ” ประเมินราคาเหมาะสม 24.00 บาท ซึ่ง 2023E PER 22x ขณะที่ค่าเฉลี่ย 2023E PER อุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงบริษัทอยู่ที่ 24x โดยเราใช้ PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มเล็กน้อยจากผลการดำเนินงานปี 2023E จะลดตัว อย่างไรก็ตามเราประเมิน 1Q23 ผ่านจุดต่ำสุดแล้วและจะทยอยปรับตัวดีขึ้นในช่วงเวลาที่เหลือของปี ขณะที่กำไรปกติปี 2024E จะกลับมาฟื้นตัว +30% YoY โดยมี key catalysts จาก 1) แผนการขยายตลาดในจีนและยุโรปมากขึ้น โดยเฉพาะจีนซึ่งยังมี room ในการขยายตัวสูง โดยจะเห็นความคืบหน้ามากขึ้นใน 2Q23E, 2) การเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงานใหม่ใน 2Q23E ขณะที่บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิตต่อเนื่องในปี 2024E-25E, และ 3) ทิศทางอุตสาหกรรมสัตว์เลี้ยงที่ยังดีต่อเนื่อง โดยคาดการณ์จะโตเฉลี่ย +8% CAGR ในปี 2022-26E นอกเหนือจากนั้นแล้ว บริษัทมีสถานะทางการเงินแข็งแกร่งมากด้วย net cash position ทำให้มีความยืดหยุ่นรองรับการลงทุนเพิ่มเติมในอนาคตและสถานการณ์ตลาดที่ผันผวนในปัจจุบัน

Fig 19: Peer comparison

Company	Stock	Rec	Price 02-May-23	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)	
						23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Asian Alliance International	* AAI TB	NR	4.54	5.80	27.8	-7.1	17.9	-7.6	17.9	12.2	10.2	1.8	1.6	4.5	5.2	16.9	16.8
Yantai China Pet Foods	* 002891 CH	NR	21.67	25.68	18.5	60.2	38.5	68.4	39.3	39.5	28.3	2.9	2.5	0.3	0.4	7.5	9.4
Petpal Pet Nutrition Technology	* 300673 CH	NR	13.78	21.33	54.8	-14.2	40.8	-14.2	40.8	20.4	15.4	1.7	1.6	0.8	1.0	8.1	10.0
Sector						13.0	32.4	15.5	32.7	24.0	18.0	2.1	1.9	1.9	2.2	10.8	12.1

Sources: *Bloomberg

COMPANY PROFILE

บริษัท ไอ-เทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ ITC ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์เลี้ยงและขนมสำหรับสัตว์เลี้ยงประเภทแมวและสุนัขแบบเปียกเป็นหลัก ครอบคลุมในกลุ่มผลิตภัณฑ์ระดับมาตรฐานจนถึงระดับพรีเมียม โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัทจะเป็นลักษณะรับจ้างผลิต (OEM) มีสัดส่วนรายได้ราว 99% และผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของบริษัทเอง ได้แก่ Bellotta, Marvo, ChangeTer, Calico Bay, และ Paramount มีสัดส่วนรายได้ราว 1% ซึ่งมีการจำหน่ายในหลายประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกา ประเทศในทวีปยุโรป สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่น จีน ออสเตรเลีย เป็นต้น ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2022 บริษัทมีรายการผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายทั้งหมด 5,637 SKUs ประกอบด้วยอาหารสัตว์เลี้ยงชนิดเปียก 5,117 SKUs, ขนมสำหรับสัตว์เลี้ยง 504 SKUs, และอาหารสัตว์เลี้ยงชนิดแห้ง 16 SKUs

ลักษณะผลิตภัณฑ์ของบริษัทสามารถแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก ดังนี้

- 1) อาหารสัตว์เลี้ยง
- 2) ขนมสำหรับสัตว์เลี้ยง

บริษัทมีโรงงานผลิตที่ จ.สงขลา 1 แห่ง กำลังการผลิต 74,636 ตัน/ปี และโรงงานผลิตที่ จ.สมุทรสาคร 2 แห่ง กำลังการผลิตรวม 98,150 ตัน/ปี โดยโรงงานแห่งแรกของ จ.สมุทรสาคร บริษัทเป็นเจ้าของโรงงาน ขณะที่อีกหนึ่งโรงงาน บริษัทเช่าจากบริษัท ไทยรวมสินพัฒนา อุตสาหกรรม จำกัด เพื่อผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง ทั้งนี้ปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานแห่งใหม่ ในบริเวณเดียวกับโรงงานที่บริษัทเป็นเจ้าของที่ จ.สมุทรสาคร ซึ่งภายหลังจากการก่อสร้างเสร็จเรียบร้อยแล้ว บริษัทมีแผนจะย้ายเครื่องจักรและอุปกรณ์จากโรงงานที่บริษัทเช่าจาก ไทยรวมสินพัฒนา อุตสาหกรรม ไปโรงงานใหม่ดังกล่าว

Fig 20: Example of ITC products



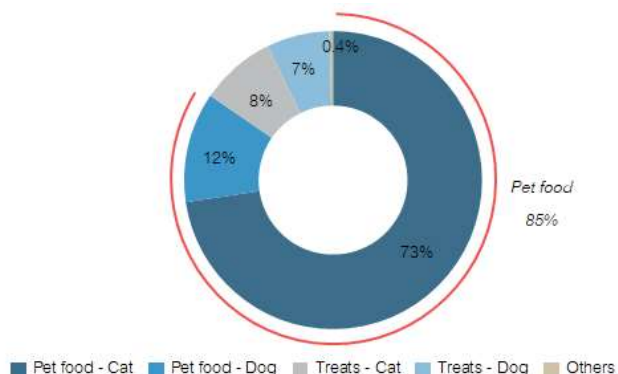
Source: Company

Fig 21: Example of products under ITC's brands



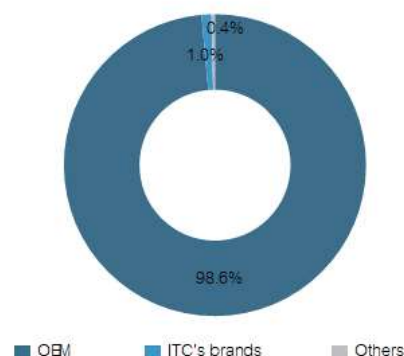
Source: Company

Fig 22: Revenue breakdown by product (2022)



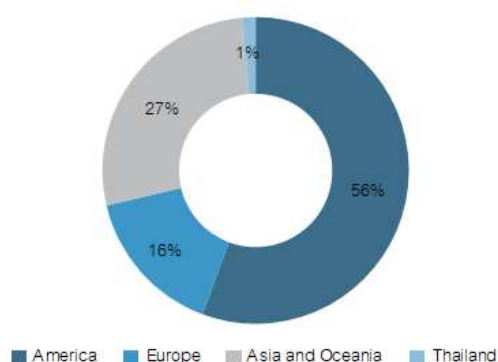
Source: Company

Fig 23: Revenue breakdown by channel (2022)



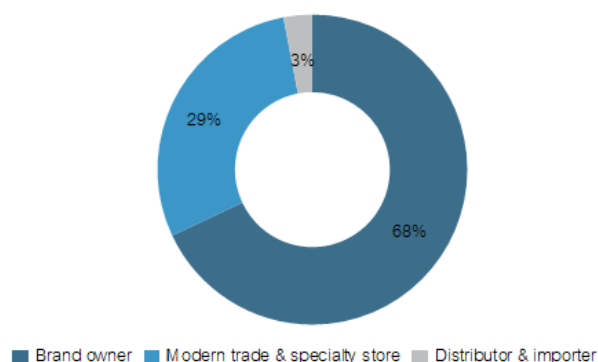
Source: Company

Fig 24: Revenue breakdown by region (2022)



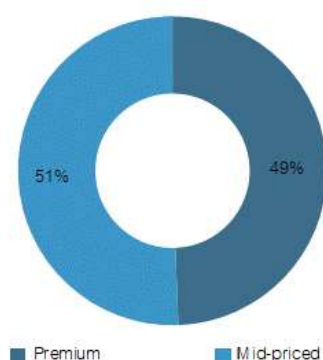
Source: Company

Fig 25: Revenue breakdown by client (2022)



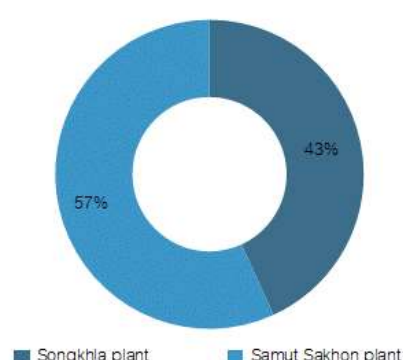
Source: Company

Fig 26: Revenue breakdown by product segment (2022)



Source: Company

Fig 27: Capacity breakdown by plant (2022)



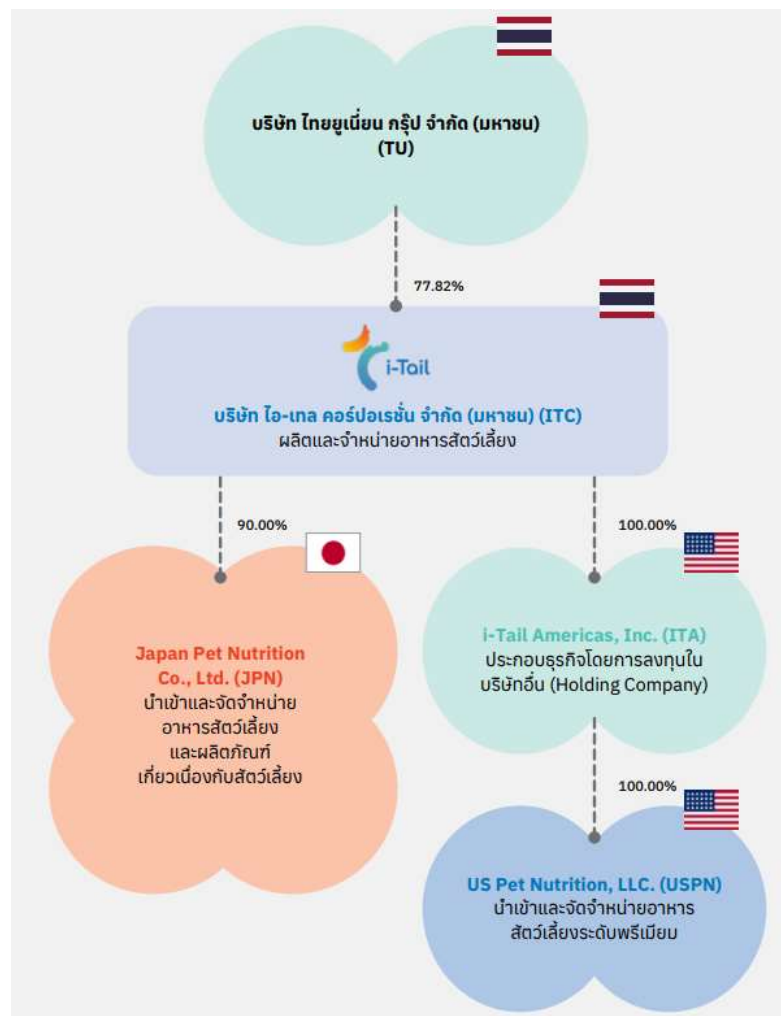
Source: Company

Fig 28: 2019-22 capacity and production volume (Tons)



Source: Company

Fig 29: Company structure



Source: Company

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	4,307	5,400	6,122	5,591	3,587
Cost of sales	(3,283)	(3,877)	(4,570)	(4,341)	(2,962)
Gross profit	1,024	1,522	1,552	1,250	625
SG&A	(265)	(312)	(321)	(341)	(301)
EBITDA	946	1,389	1,434	1,159	582
Finance costs	(8)	(13)	(31)	(30)	(6)
Core profit	874	1,170	1,241	942	414
Net profit	908	1,349	1,468	676	425
EPS	0.38	0.56	0.61	0.28	0.14
Gross margin	23.8%	28.2%	25.4%	22.4%	17.4%
EBITDA margin	22.0%	25.7%	23.4%	20.7%	16.2%
Net profit margin	21.1%	25.0%	24.0%	12.1%	11.9%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	2,112	703	13,254	14,645	16,067
Accounts receivable	2,117	2,207	3,517	3,284	3,549
Inventories	2,231	3,498	4,454	4,340	4,412
Other current assets	115	627	1,526	2,026	2,526
Total cur. assets	6,575	7,035	22,750	24,294	26,554
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	3,962	4,171	4,893	5,359	5,674
Other assets	217	302	534	549	564
Total assets	10,753	11,508	28,178	30,202	32,792
Short-term loans	1,159	0	0	0	0
Accounts payable	1,166	1,576	2,353	2,003	2,152
Current maturities	9	2,310	14	15	16
Other current liabilities	37	179	150	150	150
Total cur. liabilities	2,371	4,065	2,517	2,167	2,318
Long-term debt	2,310	22	28	34	38
Other LT liabilities	489	604	588	616	645
Total LT liabilities	2,799	626	616	650	683
Total liabilities	5,170	4,691	3,133	2,817	3,001
Registered capital	360	360	3,000	3,000	3,000
Paid-up capital	360	360	3,000	3,000	3,000
Share premium	240	240	18,395	18,395	18,395
Retained earnings	5,112	6,549	3,480	5,807	8,196
Others	(129)	(332)	154	154	154
Minority interests	0	0	16	29	46
Shares' equity	5,583	6,818	25,045	27,384	29,791

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	2,548	2,721	4,402	3,227	4,190
Depreciation	480	536	571	656	746
Chg in working capital	(1,106)	(1,002)	(1,954)	26	(159)
Others	108	109	173	0	0
CF from operations	2,030	2,363	3,191	3,908	4,776
Capital expenditure	(695)	2,478	(1,250)	(1,122)	(1,061)
Others	355	(3,788)	(92)	(515)	(515)
CF from investing	(340)	(1,310)	(1,342)	(1,637)	(1,576)
Free cash flow	1,690	1,053	1,849	2,272	3,200
Net borrowings	241	(1,146)	(2,290)	6	5
Equity capital raised	0	0	20,795	0	0
Dividends paid	(900)	(1,260)	(7,680)	(900)	(1,800)
Others	(35)	(56)	(124)	13	17
CF from financing	(694)	(2,462)	10,702	(881)	(1,778)
Net change in cash	996	(1,409)	12,551	1,391	1,422

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	12,224	14,529	21,420	20,030	23,070
Cost of sales	(9,048)	(11,173)	(16,071)	(15,623)	(17,648)
Gross profit	3,176	3,356	5,349	4,407	5,421
SG&A	(699)	(982)	(1,239)	(1,342)	(1,442)
EBITDA	3,089	3,031	4,928	4,066	5,088
Depre. & amortization	(480)	(536)	(571)	(656)	(746)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	132	121	247	346	363
EBIT	2,609	2,495	4,357	3,410	4,343
Finance costs	(37)	(32)	(82)	(18)	(6)
Income taxes	(27)	(28)	(48)	(153)	(130)
Net profit before MI	2,545	2,435	4,226	3,240	4,206
Minority interest	0	0	1	(13)	(17)
Core profit	2,545	2,435	4,227	3,227	4,190
Extraordinary items	3	285	175	0	0
Net profit	2,548	2,721	4,402	3,227	4,190

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	11.6%	18.9%	47.4%	-6.5%	15.2%
EBITDA	41.8%	-1.9%	62.6%	-17.5%	25.1%
Net profit	50.4%	6.8%	61.8%	-26.7%	29.8%
Core profit	56.0%	-4.3%	73.6%	-23.7%	29.8%
Profitability ratio					
Gross profit margin	26.0%	23.1%	25.0%	22.0%	23.5%
EBITDA margin	25.3%	20.9%	23.0%	20.3%	22.1%
Core profit margin	20.8%	16.8%	19.7%	16.1%	18.2%
Net profit margin	20.8%	18.7%	20.6%	16.1%	18.2%
ROA	26.3%	24.4%	22.2%	11.1%	13.3%
ROE	54.0%	43.9%	27.6%	12.3%	14.7%
Stability					
D/E (x)	0.62	0.34	0.00	0.00	0.00
Net D/E (x)	0.24	0.24	(0.53)	(0.53)	(0.54)
Interest coverage ratio	71.1	78.5	52.8	189.5	707.0
Current ratio (x)	2.77	1.73	9.04	11.21	11.45
Quick ratio (x)	1.83	0.87	7.27	9.21	9.55
Per share (Bt)					
Reported EPS	7.08	7.56	2.48	1.08	1.40
Core EPS	7.07	6.77	2.38	1.08	1.40
Book value	15.51	18.94	14.12	9.12	9.92
Dividend	2.80	4.00	2.52	0.60	0.85
Valuation (x)					
PER	2.67	2.50	7.61	17.57	13.53
Core PER	2.67	2.79	7.93	17.57	13.53
P/BV	1.22	1.00	1.34	2.07	1.91
EV/EBITDA	2.65	2.78	4.12	10.35	8.00
Dividend yield	14.8%	21.2%	13.3%	3.2%	4.5%

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารงาน NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และไม่ได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 14