



## i-Tail Corporation PCL

ITC TB Outperform

Target Price Bt 40.20

Price (28/03/2023) Bt 26.25

Upside % 53.14

Valuation PER

Sector Food & Beverage

Market Cap Btm 78,750

30-day avg turnover Btm 251.52

No. of shares on issue m 3,000

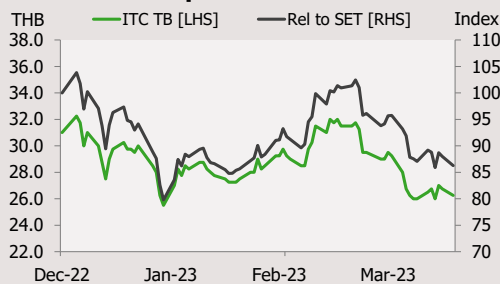
CG Scoring N/A

Anti-Corruption Indicator N/A

### Investment fundamentals

| Year end Dec 31           | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Company Financials</b> |        |        |        |        |
| Revenue (Btmn)            | 21,420 | 24,291 | 26,775 | 30,102 |
| Core profit (Btmn)        | 4,226  | 4,914  | 5,579  | 6,477  |
| Net profit (Btmn)         | 4,402  | 4,914  | 5,579  | 6,477  |
| Net EPS (Bt)              | 1.47   | 1.64   | 1.86   | 2.16   |
| DPS (Bt)                  | 2.00   | 0.82   | 0.93   | 1.08   |
| BVPS (Bt)                 | 8.34   | 8.71   | 9.57   | 10.79  |
| Net EPS growth (%)        | -98.1% | 11.6%  | 13.5%  | 16.1%  |
| ROA (%)                   | 21.3%  | 16.9%  | 17.7%  | 18.7%  |
| ROE (%)                   | 26.5%  | 19.2%  | 20.3%  | 21.2%  |
| Net D/E (x)               | -0.40  | -0.29  | -0.27  | -0.30  |
| <b>Valuation</b>          |        |        |        |        |
| P/E (x)                   | 19.94  | 16.03  | 14.12  | 12.16  |
| P/BV (x)                  | 3.51   | 3.01   | 2.74   | 2.43   |
| EV/EBITDA (x)             | 15.76  | 12.63  | 11.17  | 9.40   |
| Dividend yield (%)        | 6.84   | 3.12   | 3.54   | 4.11   |

### ITC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Varaj Tharamart

varaj.t@kasikornsecurities.com

29 March 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

## การสะดุดระยะสั้นสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 1/2566 จะอยู่ที่ 514 ลบ. (-41% YoY และ -45% QoQ) ไม่รวมกำไรจาก FX ที่ 50 ลบ. คิดเป็น 11.5% ของประมาณการปี 2566 ของเรา
- ▶ ปรับประมาณการ NP ปี 2566-67 +1.1% และ -5.4% จากราคาวัตถุดิบที่คาดว่าจะลดลงหลังครึ่งหลังของปีนี้ ดังนั้น เราจึงลด TP ลงเป็น 40.2 บาท จาก 40.8 บาท
- ▶ แนะนำ "ซื้อ" จาก 1) ผลประกอบการที่แข็งแกร่งขึ้นหลังไตรมาส 1/2566 2) แนวโน้มการดำเนินงานที่สดใส 3) มูลค่าหุ้นที่ไม่แพงมาก 4) upside risk ต่อ M&A

## Investment Highlights

- ▶ **พรีวิวไตรมาส 1/2566** เมื่อวันที่ 24 มี.ค.2566 เราได้พูดคุยกับหัวหน้าฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์ของ ITC เพื่ออัปเดตข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงาน เราคาดว่า ITC จะรายงานงบการเงินไตรมาส 1/2566 ในวันที่ 27 เม.ย. ด้วยกำไรปกติที่ 514 ลบ. (-41.2% YoY และ -45.5% QoQ) หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ 50 ลบ. กำไรปกติที่ 514 ลบ. นั้นอยู่ในระดับเดียวกับผลประกอบการรายไตรมาสของ ITC ในปี 2564 ขณะที่คำสั่งซื้อสะสมและปัญหาความแออัดของท่าเรือที่เริ่มผ่อนคลายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2565 ทำให้เกิดฐานที่สูงสำหรับการเปรียบเทียบในไตรมาส 1/2566 ซึ่งส่งผลให้การเติบโตติดลบ YoY และ QoQ ขณะเดียวกัน ปริมาณการขายที่ลดลงน่าจะเป็นสาเหตุหลักของรายได้ที่ลดลง เนื่องจากราคาขายเฉลี่ยถูกปรับขึ้นหลังจากการปรับตัวขึ้นโดยรวมเพิ่มขึ้นตามข้อตกลงที่คิดราคาต้นทุนบวก หากมองในแง่ของต้นทุน แม้ว่าปริมาณการขายจะลดลง แต่ต้นทุนคงที่ไม่ได้ลดลงตามสัดส่วน ทำให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้ ลดลงเป็น 20% และ 7.1% ประมาณการกำไรปกติในช่วง 3 เดือนแรกของปี 2566 คิดเป็น 11.5% ของประมาณการกำไรปกติปี 2566 ของเรา
- ▶ **แนวทางของผู้บริหาร** หากอิงตามคำสั่งล่วงหน้าล่าสุด ซึ่ง 30% ได้รับการยืนยันแล้ว ผู้บริหารจึงมั่นใจว่ารายได้จะฟื้นตัวในไตรมาส 2/2566 และจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/2566 โดยมีปัจจัยหนุน ได้แก่ 1) สต็อกสินค้าของลูกค้าเริ่มหมดลง 2) จำนวนผลิตภัณฑ์ใหม่ที่ถูกเปิดตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/2566 ในสหรัฐฯ และ 3) อัตราการผลิตเต็มกำลังการผลิตขณะที่ ITC คาดว่าราคาปลาทูน่าเฉลี่ยในปี 2566 จะอยู่ที่ 1,650 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อตัน ซึ่งไม่เปลี่ยนแปลงจากปีก่อน ยิ่งไปกว่านั้น การเติบโตที่แข็งแกร่งและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นหลังจากไตรมาส 1/2566 จะชดเชยผลประกอบการไตรมาส 1/2566 ที่อ่อนแอ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตรายปีของรายได้ที่ 15%-17% และ GPM ที่ 25%
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2566 โดยปรับขึ้น 1.1% ขณะที่เราปรับลดกำไรสุทธิปี 2567 ลง 5.4% เนื่องจากเราคาดว่าราคาวัตถุดิบปี 2567 จะลดลง ดังนั้น เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงที่คิดราคาต้นทุนบวก ราคาขายเฉลี่ยอาจต้องปรับลดลง เราจึงลดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยลง 10.2% นอกจากนี้ สมมติฐานราคาวัตถุดิบปี 2566/67/68 ของเรา ได้แก่ 1) ราคาทูน่าที่ 1,650/1,450/1,450 ดอลลาร์ ต่อตัน 2) ราคาไก่เนื้อที่ 42,000/40,000/48,000 บาทต่อตัน และ 2) FX ที่ 34.5/33.5/33.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ในเชิง YTD ราคาหุ้น ITC ปรับตัวลงอย่างมากที่ 7% เทียบกับ SET Index ที่ลดลง 4.5% และยังคงต่ำกว่าราคา IPO ที่ 32 บาทอยู่ 27% ราคาหุ้น ITC ขณะนี้ซื้อขายด้วย PER ปี 2566/67/68 ที่ 16 เท่า/14 เท่า/12 เท่า ขณะที่หุ้นบริษัทคู่แข่งโดยตรงจากจีนซื้อขายที่ค่าเฉลี่ยตามมูลค่าตลาด PER ปี 2566 ที่ 24 เท่า ซึ่งแสดงว่า ITC ซื้อขายในอัตราที่ค่อนข้างสูง

## Valuation and Recommendation

- ▶ แนะนำ "ซื้อ" เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ITC พร้อมลดราคาเป้าหมายกลางปี 2567 เป็น 40.2 บาท จาก 40.8 บาท ปัจจัยเพิ่มเติมคือมูลค่าหุ้น ได้แก่ 1) การเติบโตของรายได้ที่แข็งแกร่งและอัตรากำไรที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นหลังไตรมาส 1/2566 2) กลยุทธ์ในอนาคตเพื่อขยายกำลังการผลิตและแนะนำผลิตภัณฑ์นวัตกรรมใหม่เพื่อการเติบโตของกำไรสุทธิ 3) การประเมินมูลค่าหุ้นที่ไม่แพงมากเมื่อเทียบกับคู่แข่ง และ 4) upside risk จาก M&A ที่อาจเกิดขึ้น
- ▶ **Downside risk** ได้แก่ 1) เงินบาทแข็งค่า 2) ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป ทำให้คำสั่งซื้อถูกเลื่อนออกไป และ 3) ความเคลื่อนไหวของราคาวัตถุดิบเชิงลบ



Fig 1 1Q23 performance preview

|                                | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23E  | %YoY   | %QoQ  | 2023E   | % YTD |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|
| <b>Financials</b>              |        |        |        |        |        |        |       |         |       |
| Sales (Btmn)                   | 4,356  | 5,433  | 6,180  | 5,699  | 3,716  | -14.7  | -34.8 | 24,291  | 15.3  |
| EBITDA (Btmn)                  | 946    | 1,382  | 1,441  | 1,167  | 782    | -17.3  | -33.0 | 5,645   | 13.9  |
| Operating profit (Btmn)        | 807    | 1,244  | 1,289  | 1,017  | 522    | -35.3  | -48.7 | 4,965   | 10.5  |
| Core profit (Btmn)             | 873    | 1,171  | 1,241  | 942    | 514    | -41.2  | -45.5 | 4,914   | 10.5  |
| Net profit (Btmn)              | 908    | 1,350  | 1,468  | 676    | 564    | -37.9  | -16.6 | 4,914   | 11.5  |
| Net EPS (Bt)                   | 25.21  | 0.56   | 0.61   | 0.23   | 0.19   | -99.3  | -16.6 | 1.64    | 11.5  |
| <b>Performance Drivers</b>     |        |        |        |        |        | Change |       | 2023E   | % YTD |
| Pet food sales (Btmn)          | 4,307  | 5,400  | 6,122  | 5,591  | 3,661  | -15.0  | -34.5 | 24,291  | 15.1  |
| Pet food sale volume (ton)     | 30,596 | 31,583 | 33,176 | 37,485 | 23,376 | -23.6  | -37.6 | 153,722 | 15.2  |
| Average selling price (Bt/ton) | 0.14   | 0.17   | 0.18   | 0.15   | 0.16   | 11.3   | 5.0   | 0.16    | 0.16  |
| SG&A to sale (%)               | 6.1    | 5.7    | 5.2    | 6.0    | 7.1    | 17.2   | 19.2  | 5.8     | 7.13  |
| <b>Ratios</b>                  |        |        |        |        |        | Change |       | 2023E   | % YTD |
| Gross margin (%)               | 23.8   | 28.2   | 25.4   | 22.4   | 20.0   | -3.8   | -2.4  | 25.3    | 20.0  |
| EBITDA margin (%)              | 21.7   | 25.4   | 23.3   | 20.5   | 18.4   | -3.4   | -2.1  | 23.0    | 18.4  |
| Optg. margin (%)               | 18.5   | 22.9   | 20.9   | 17.8   | 14.1   | -4.5   | -3.8  | 20.2    | 14.1  |
| ROE (%)                        | 61.1   | 76.9   | 71.3   | 24.0   | 8.2    | -52.9  | -15.8 | 19.2    | 8.2   |

Source: Company data, KS Research

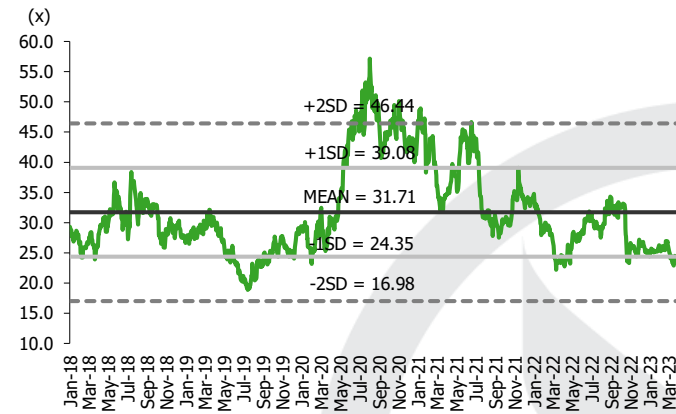
Fig 2 Earnings revisions

| Unit: Btmn.                    | 2023E   |          |         | 2024E   |          |         | 2025E   |          |         |
|--------------------------------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|
| Profit and loss statements     | New     | Previous | %Change | New     | Previous | %Change | New     | Previous | %Change |
| Total revenue                  | 24,534  | 24,934   | -1.6    | 27,043  | 29,086   | -7.0    | 30,403  | 30,403   | 0.0     |
| Cost of goods sold             | 18,154  | 18,596   | -2.4    | 19,886  | 21,545   | -7.7    | 22,202  | 22,202   | 0.0     |
| Gross profit                   | 6,380   | 6,339    | 0.7     | 7,157   | 7,541    | -5.1    | 8,201   | 8,201    | 0.0     |
| SG&A                           | 1,415   | 1,428    | -0.9    | 1,523   | 1,586    | -4.0    | 1,658   | 1,658    | 0.0     |
| Operating profit               | 4,965   | 4,911    | 1.1     | 5,634   | 5,955    | -5.4    | 6,543   | 6,543    | 0.0     |
| EBITDA                         | 5,645   | 5,656    | -0.2    | 6,343   | 6,764    | -6.2    | 7,358   | 7,358    | 0.0     |
| EBIT                           | 4,965   | 4,911    | 1.1     | 5,637   | 5,958    | -5.4    | 6,549   | 6,549    | 0.0     |
| Core profit                    | 4,914   | 4,860    | 1.1     | 5,579   | 5,897    | -5.4    | 6,477   | 6,477    | 0.0     |
| Net profit                     | 4,914   | 4,860    | 1.1     | 5,579   | 5,897    | -5.4    | 6,477   | 6,477    | 0.0     |
| <b>Key assumptions</b>         |         |          |         |         |          |         |         |          |         |
| Pet food sales (Btmn)          | 24,291  | 24,687   | -1.6    | 26,775  | 28,798   | -7.0    | 30,102  | 30,102   | 0.0     |
| Pet food sales volume (T/year) | 153,722 | 151,483  | 1.5     | 181,219 | 174,957  | 3.6     | 203,737 | 203,737  | 0.0     |
| ASP for pet food (Bt/T)        | 0.16    | 0.16     | -3.0    | 0.15    | 0.16     | -10.2   | 0.15    | 0.15     | 0.0     |
| Tuna price (USD/ton)           | 1,650   | 1,650    | 0.0     | 1,450   | 1,650    | -12.1   | 1,450   | 1,450    | 0.0     |
| Broiler price (Bt/ton)         | 42,000  | 42,000   | 0.0     | 40,000  | 42,000   | -4.8    | 38,000  | 38,000   | 0.0     |
| USD/THB                        | 34.5    | 34.5     | 0.0     | 33.5    | 33.5     | 0.0     | 33.5    | 33.5     | 0.0     |
| SG&A to sales (%)              | 5.8     | 5.7      | 0.0     | 5.6     | 5.5      | 0.2     | 5.5     | 5.5      | 0.0     |
| Pet food GPM (%)               | 25.3    | 24.7     | 0.6     | 25.7    | 25.2     | 0.5     | 26.2    | 26.2     | 0.0     |

Source: Company data, KS Research

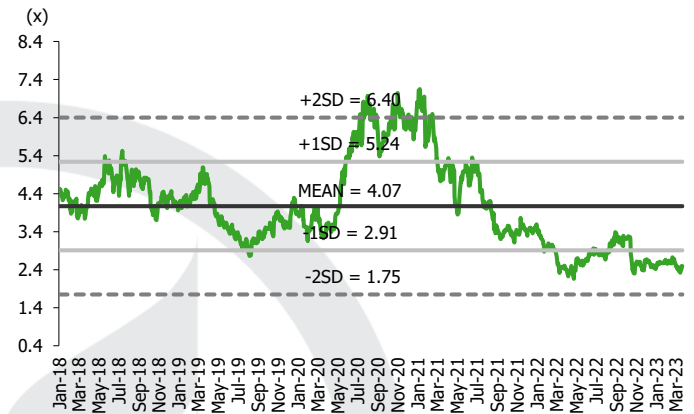


**Fig 3 Chinese petfood OEM peers – 12M FWD PE (x)**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 4 Chinese petfood OEM peers – 12M FWD PBV (x)**



Source: Bloomberg, KS Research



Year-end 31 Dec

| Income Statement (Btmn)    | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue                    | 14,529       | 21,420       | 24,291       | 26,775       | 30,102       |
| Cost of sales and services | -11,173      | -16,071      | -18,154      | -19,886      | -22,202      |
| <b>Gross Profit</b>        | <b>3,356</b> | <b>5,349</b> | <b>6,137</b> | <b>6,889</b> | <b>7,900</b> |
| SG&A                       | -982         | -1,239       | -1,415       | -1,523       | -1,658       |
| Other income               | 406          | 422          | 243          | 268          | 301          |
| <b>EBIT</b>                | <b>2,781</b> | <b>4,532</b> | <b>4,965</b> | <b>5,637</b> | <b>6,549</b> |
| <b>EBITDA</b>              | <b>3,031</b> | <b>4,926</b> | <b>5,645</b> | <b>6,343</b> | <b>7,358</b> |
| Interest expense           | -32          | -83          | -2           | -2           | -6           |
| Equity earnings            | 0            | 0            | 0            | 3            | 6            |
| <b>EBT</b>                 | <b>2,749</b> | <b>4,450</b> | <b>4,963</b> | <b>5,635</b> | <b>6,542</b> |
| Income tax                 | -28          | -48          | -50          | -56          | -65          |
| <b>NPAT</b>                | <b>2,721</b> | <b>4,402</b> | <b>4,914</b> | <b>5,579</b> | <b>6,477</b> |
| Minority Interest          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core Profit</b>         | <b>2,436</b> | <b>4,226</b> | <b>4,914</b> | <b>5,579</b> | <b>6,477</b> |
| Extraordinary items        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| FX gain (loss)             | 285          | 175          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Reported net profit</b> | <b>2,721</b> | <b>4,402</b> | <b>4,914</b> | <b>5,579</b> | <b>6,477</b> |

| Balance Sheet (Btmn)                  | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash & equivalents                    | 703           | 13,254        | 11,350        | 12,118        | 13,514        |
| ST investments                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Accounts receivable                   | 2,207         | 3,517         | 4,033         | 4,445         | 4,998         |
| Inventories                           | 3,498         | 4,453         | 5,471         | 5,993         | 6,691         |
| Other current assets                  | 627           | 1,526         | 1,728         | 1,904         | 2,141         |
| <b>Total current assets</b>           | <b>7,035</b>  | <b>22,750</b> | <b>22,582</b> | <b>24,461</b> | <b>27,344</b> |
| Investment in subs & others           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Fixed assets-net                      | 4,171         | 4,893         | 6,913         | 7,905         | 8,290         |
| Other assets                          | 302           | 535           | 537           | 585           | 650           |
| <b>Total assets</b>                   | <b>11,508</b> | <b>28,178</b> | <b>30,032</b> | <b>32,951</b> | <b>36,284</b> |
| Short-term debt                       | 2,310         | 14            | 20            | 20            | 20            |
| Accounts payable                      | 1,576         | 2,353         | 2,984         | 3,269         | 3,650         |
| Other current liabilities             | 179           | 150           | 74            | 79            | 85            |
| <b>Total current liabilities</b>      | <b>4,064</b>  | <b>2,517</b>  | <b>3,078</b>  | <b>3,368</b>  | <b>3,755</b>  |
| Long-term debt                        | 23            | 29            | 142           | 142           | 142           |
| Other liabilities                     | 604           | 588           | 680           | 720           | 27            |
| <b>Total liabilities</b>              | <b>4,691</b>  | <b>3,133</b>  | <b>3,900</b>  | <b>4,230</b>  | <b>3,924</b>  |
| Paid-up capital                       | 360           | 3,000         | 3,000         | 3,000         | 3,000         |
| Share premium                         | 240           | 18,395        | 18,395        | 18,395        | 18,395        |
| Reserves & others, net                | -296          | 454           | -900          | -1,100        | -700          |
| Retained earnings                     | 6,513         | 3,180         | 5,637         | 8,426         | 11,665        |
| Minority interests                    | 0             | 16            | 0             | 0             | -0            |
| <b>Total shareholders' equity</b>     | <b>6,818</b>  | <b>25,045</b> | <b>26,132</b> | <b>28,721</b> | <b>32,360</b> |
| <b>Total equity &amp; liabilities</b> | <b>11,509</b> | <b>28,178</b> | <b>30,032</b> | <b>32,951</b> | <b>36,284</b> |

| Key Assumptions                | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Pet food sales (Btmn)          | 14,529  | 21,420  | 24,291  | 26,775  | 30,102  |
| Pet food sales volume (T/year) | 104,571 | 132,840 | 153,722 | 181,219 | 203,737 |
| Volume growth (%)              | -       | 27%     | 16%     | 18%     | 12%     |
| ASP for pet food (Bt/T)        | 0.139   | 0.161   | 0.158   | 0.148   | 0.148   |
| Tuna price (USD/ton)           | 1,406   | 1,663   | 1,650   | 1,450   | 1,450   |
| Broiler price (Bt/ton)         | 32,400  | 44,700  | 42,000  | 40,000  | 38,000  |
| Utilization rate               | 89%     | 88%     | 84%     | 91%     | 93%     |
| SG&A to sales                  | 6.7%    | 5.7%    | 5.8%    | 5.6%    | 5.5%    |

| Cashflow (Btmn)                     | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net profit                          | 2,721         | 4,402         | 4,914         | 5,579         | 6,477         |
| Depreciation & amortization         | 536           | 569           | 680           | 708           | 815           |
| Change in working capital           | -762          | -2,972        | -1,180        | -821          | -1,100        |
| Others                              | 29            | -226          | 76            | -8            | -758          |
| <b>CF from operation activities</b> | <b>2,524</b>  | <b>1,773</b>  | <b>4,489</b>  | <b>5,458</b>  | <b>5,434</b>  |
| Capital expenditure                 | -746          | -1,291        | -2,700        | -1,700        | -1,200        |
| Investment in subs and affiliates   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Others                              | -555          | 533           | 15            | 0             | 0             |
| <b>CF from investing activities</b> | <b>-1,300</b> | <b>-758</b>   | <b>-2,685</b> | <b>-1,700</b> | <b>-1,200</b> |
| Cash dividend                       | -1,257        | -6,000        | -2,457        | -2,789        | -3,238        |
| Net proceeds from debt              | -1,146        | -2,290        | 120           | 0             | 0             |
| Capital raising                     | 0             | 21,059        | 0             | 0             | 0             |
| Others                              | -203          | 502           | -1,370        | -200          | 400           |
| <b>CF from financing activities</b> | <b>-2,606</b> | <b>13,271</b> | <b>-3,707</b> | <b>-2,989</b> | <b>-2,838</b> |
| <b>Net change in cash</b>           | <b>-1,383</b> | <b>14,286</b> | <b>-1,904</b> | <b>768</b>    | <b>1,396</b>  |

| Key Statistics & Ratios      | 2021A  | 2022A  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Per share (Bt)</b>        |        |        |         |         |         |
| Reported EPS                 | 75.58  | 1.47   | 1.64    | 1.86    | 2.16    |
| Core EPS                     | 67.66  | 1.41   | 1.64    | 1.86    | 2.16    |
| DPS                          | 34.92  | 2.00   | 0.82    | 0.93    | 1.08    |
| BV                           | 189.38 | 8.34   | 8.71    | 9.57    | 10.79   |
| EV                           | 142.79 | 25.87  | 23.77   | 23.62   | 23.05   |
| Free Cash Flow               | 49.39  | 0.16   | 0.60    | 1.25    | 1.41    |
| <b>Valuation analysis</b>    |        |        |         |         |         |
| Reported P/E (x)             | 0.42   | 19.94  | 16.03   | 14.12   | 12.16   |
| Core P/E (x)                 | 0.47   | 20.76  | 16.03   | 14.12   | 12.16   |
| P/BV (x)                     | 0.17   | 3.51   | 3.01    | 2.74    | 2.43    |
| EV/EBITDA (x)                | 1.70   | 15.76  | 12.63   | 11.17   | 9.40    |
| Price/Cash flow (x)          | 0.65   | 182.07 | 44.03   | 20.96   | 18.60   |
| Dividend yield (%)           | 109.13 | 6.84   | 3.12    | 3.54    | 4.11    |
| <b>Profitability ratios</b>  |        |        |         |         |         |
| Gross margin (%)             | 23.1%  | 25.0%  | 25.3%   | 25.7%   | 26.2%   |
| EBITDA margin (%)            | 20.7%  | 22.7%  | 23.0%   | 23.5%   | 24.2%   |
| EBIT margin (%)              | 19.0%  | 20.9%  | 20.2%   | 20.8%   | 21.5%   |
| Net profit margin (%)        | 18.6%  | 20.3%  | 20.0%   | 20.6%   | 21.3%   |
| ROA (%)                      | 21.9%  | 21.3%  | 16.9%   | 17.7%   | 18.7%   |
| ROE (%)                      | 39.3%  | 26.5%  | 19.2%   | 20.3%   | 21.2%   |
| <b>Liquidity ratios</b>      |        |        |         |         |         |
| Current ratio (x)            | 1.7    | 9.0    | 7.3     | 7.3     | 7.3     |
| Quick ratio (x)              | 0.9    | 7.3    | 5.6     | 5.5     | 5.5     |
| <b>Leverage Ratios</b>       |        |        |         |         |         |
| Liabilities/Equity ratio (x) | 0.7    | 0.1    | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| Net debt/EBITDA (x)          | 0.5    | -2.7   | -2.0    | -1.9    | -1.8    |
| Net debt/equity (x)          | 0.6    | -0.4   | -0.3    | -0.3    | -0.3    |
| Int. coverage ratio (x)      | 78.5   | 52.8   | 3,062.9 | 3,475.8 | 1,009.0 |
| <b>Growth</b>                |        |        |         |         |         |
| Revenue (%)                  | 18.6%  | 47.9%  | 13.2%   | 10.2%   | 12.4%   |
| EBITDA (%)                   | -1.9%  | 62.5%  | 14.6%   | 12.4%   | 16.0%   |
| Reported net profit (%)      | 6.8%   | 61.8%  | 11.6%   | 13.5%   | 16.1%   |
| Reported EPS (%)             | 6.8%   | -98.1% | 11.6%   | 13.5%   | 16.1%   |
| Core profit (%)              | -4.3%  | 73.5%  | 16.3%   | 13.5%   | 16.1%   |
| Core EPS (%)                 | -4.3%  | -97.9% | 16.3%   | 13.5%   | 16.1%   |

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.