



# i-Tail Corporation PCL

ITC TB Outperform

Target Price Bt 40.80

Price (13/03/2023) Bt 28.00

Upside % 45.71

Valuation PER

Sector Food & Beverage

Market Cap Btm 84,000

30-day avg turnover Btm 265.06

No. of shares on issue m 3,000

CG Scoring N/A

Anti-Corruption Indicator N/A

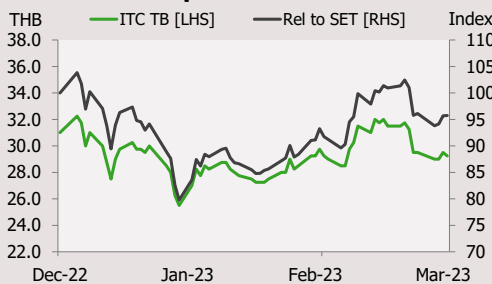
### Investment fundamentals

Year end Dec 31 2021A 2022A 2023E 2024E

#### Company Financials

Revenue (Btmn)	14,529	21,420	24,687	28,798
Core profit (Btmn)	2,436	4,226	4,860	5,897
Net profit (Btmn)	2,721	4,402	4,860	5,897
Net EPS (Bt)	75.58	1.47	1.62	1.97
DPS (Bt)	34.92	2.00	0.81	0.98
BVPS (Bt)	189.38	8.34	8.70	9.62
Net EPS growth (%)	6.8%	-98.1%	10.4%	21.3%
ROA (%)	21.9%	21.3%	16.7%	18.6%
ROE (%)	39.3%	26.5%	19.0%	21.5%
Net D/E (x)	0.59	-0.40	-0.24	-0.22
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	0.42	19.94	17.44	14.37
P/BV (x)	0.17	3.51	3.25	2.94
EV/EBITDA (x)	1.70	15.63	13.86	11.60
Dividend yield (%)	109.13	6.84	2.87	3.48

### 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

14 March 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

## แนวโน้มสดใส แม้จะดุดเล็กน้อยในระยะสั้น

- ▶ เราเริ่มเยี่ยมชมโรงงานของ ITC ที่ จ.สมุทรสาคร และกลับมาด้วยมุมมองที่เป็นกลาง เนื่องจากการพัฒนาธุรกิจล่าสุดเป็นไปตามที่เราคาดไว้ล่วงหน้าแล้ว
- ▶ แม้คาดการณ์รายได้ไตรมาส 1/2566 จะสะดุดเล็กน้อยตามฤดูกาล แต่ผู้บริหารมั่นใจว่ารายได้จะฟื้นตัวในไตรมาส 2/2566 และจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/2566
- ▶ "ข้อ" TP ที่ 40.8 บาท จาก 1) ลูกค้ารายใหญ่รายใหม่ในจีน 2) คาดทำสถิติรายได้สูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/2566 3) มูลค่าหุ้นที่ไม่แพง และ 4) M&A ที่เป็นไปได้

### Investment Highlights

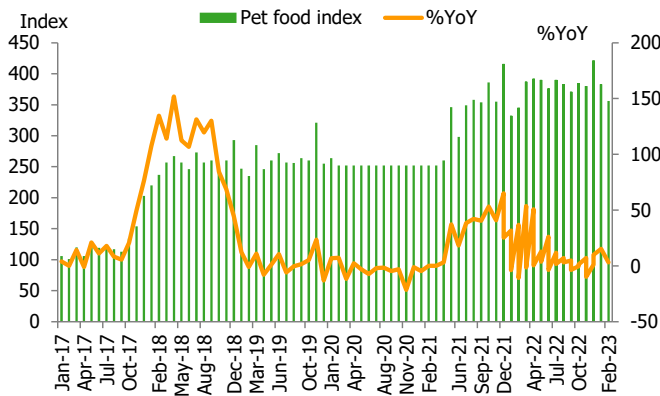
- ▶ **เหตุการณ์สำคัญ** เมื่อวันที่ 13 มี.ค. เราเริ่มงานวันนักกลางทุนของ ITC เพื่อเยี่ยมชมโรงงานแห่งหนึ่งของบริษัทฯ ใน จ.สมุทรสาคร และกลับมาด้วยมุมมองที่เป็นกลาง ซึ่งสอดคล้องกับความคาดหวังของเรา ประเด็นที่สำคัญของการประชุม คือ 1) NPĐ (การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่) จะรวมเอาสารอาหารและวิตามินไว้ในผลิตภัณฑ์มากขึ้นเพื่อเสริมสร้างสุขภาพที่ดีของสัตว์เลี้ยง 2) การประกาศผู้จัดจำหน่ายรายใหม่ในจีนอย่างบริษัท Nanjing Jiabei Pet Care Products จำกัด และผู้ค้าปลีกรายใหม่อย่าง JD Central และ T Mall 3) แนวโน้มรายได้ไตรมาส 1/2566 4) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นใหม่จะถูกติดตั้งเต็มจำนวนภายในไตรมาส 3/2566 และจะแตะระดับ utilization rate สูงสุดภายในครึ่งหลังของปี 2567 5) การติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์เพื่อลดค่าไฟฟ้าลง 30% ภายในปี 2568 6) อัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ 34-35 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ จะเอื้อประโยชน์ต่อผลประกอบการของ ITC และ 7) การเติบโตจากภายนอกผ่านการควบรวมกิจการ (M&A) ภายใต้ผลประโยชน์ของ ITC
- ▶ **แนวโน้มปี 2566** ผู้บริหารระบุว่า เนื่องจากสต็อกสินค้าของลูกค้านั้นเพิ่มขึ้นหลังจากความแออัดของท่าเรือได้ผ่อนคลายลง รายได้ไตรมาส 1/2566 จึงจะลดลง QoQ เนื่องจาก ITC กำลังเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่นของการขาย แต่ในเชิง YoY การเติบโตของรายได้ที่น่าจะสอดคล้องกับเป้าหมายทั้งปีที่เติบโต 15%-17% เมื่อได้เห็นคำสั่งซื้อล่วงหน้าล่าสุด ซึ่ง 30% ได้รับการยืนยันแล้ว ผู้บริหารมั่นใจว่ารายได้จะฟื้นตัวในไตรมาส 2/2566 และทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/2566 โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) สต็อกสินค้าของลูกค้านั้นหมดลง 2) NPĐ ที่ถูกเปิดตัวใหม่มากขึ้นในไตรมาส 3/2566 ในสหรัฐฯ 3) อัตราการผลิตเต็มกำลังการผลิต
- ▶ **มุมมองของเรา** เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ ITC และเชื่อว่าการดำเนินงานของ ITC จะเป็นไปตามแผนตั้งแต่การทำ IPO โดยกลยุทธ์ของบริษัทฯ คือ 1) จะเข้าสู่ตลาดจีนผ่านผู้จัดจำหน่ายที่เพิ่งประกาศใหม่ 2) จะพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรและ ESG สูงอย่างต่อเนื่อง เช่น โปรตีนจากแมลง อาหารเสริม และขนมหวาน และ 3) จะเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดด้วยการเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ กลยุทธ์เหล่านี้เพียงพอที่จะผลักดันให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตของรายได้ 15%-17% อย่างไรก็ตาม ในระยะสั้นแม้ตัวเลขยอดขายปลีกอาหารสัตว์เลี้ยงของสหรัฐฯ และการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทย (แผนภาพ 1-2) จะแสดงถึงการชะลอตัวลงในไตรมาส 1/2566 แต่เราเชื่อว่าเป็นผลกระทบตามฤดูกาล เนื่องจากอุปสงค์อาหารสัตว์เลี้ยงเพิ่มขึ้นตามจำนวนเจ้าของสัตว์เลี้ยงที่สูงขึ้นและการเจริญเติบโตของสัตว์เลี้ยง ผู้บริหารของ ITC ได้อธิบายเพิ่มเติมว่าผลกระทบตามฤดูกาลดังกล่าวมาจากการจัดโปรโมชันลดราคาในสหรัฐฯ เพื่อล้างสต็อกสินค้าเก่าและเตรียมรองรับ NPĐ ที่จะมาถึงในไตรมาส 2/2566 และ 3/2566
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ในเชิง YTD ราคาหุ้น ITC ปรับตัวลง 1.8% เทียบกับ SET Index ที่ลดลง 4.1% เราเชื่อว่าเป็นโอกาสในการซื้อที่ดี เนื่องจาก PER ปี 2566 ช้อขายที่ 17.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่เป็น OEM อาหารสัตว์เลี้ยงเพียงอย่างเดียวที่ 34 เท่าในจีน

### Valuation and Recommendation

- ▶ **"ข้อ"** เราคงแนะนำ "ซื้อ" ITC ด้วยราคาเป้าหมายที่ 40.8 บาท ปัจจัยเพิ่มตัวคุณมูลค่าหุ้นได้แก่ 1) ลูกค้ารายใหม่ที่แข็งแกร่งในจีนอย่าง JD Central และ T Mall 2) รายได้ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/2566 จะถูกหนุนโดย NPĐ ใหม่และการขยายกำลังการผลิต 3) มูลค่าหุ้นที่ไม่แพงมากเมื่อเทียบกับคู่แข่ง และ 4) ความเสี่ยงจากการควบรวมกิจการที่อาจเกิดขึ้น
- ▶ **Downside risk** ได้แก่ 1) เงินบาทแข็งค่า 2) ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป ทำให้คำสั่งซื้อถูกเลื่อนออกไป และ 3) ความเคลื่อนไหวของราคาวัตถุดิบเชิงลบ

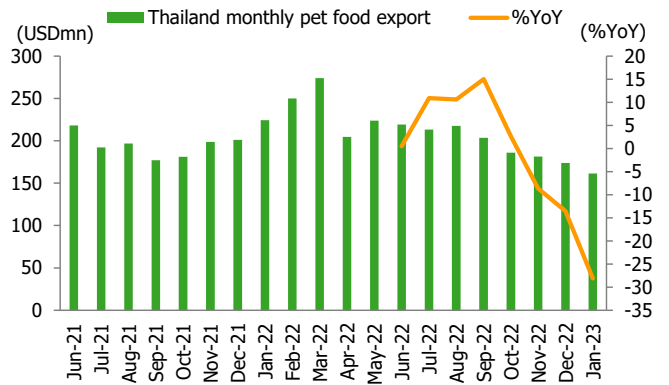


**Fig 1 Pet food retail sales in the US**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 2 Thailand pet food exports (USD)**



Source: TPSO, KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	12,224	14,529	21,420	24,687	28,798	Net profit	2,548	2,721	4,402	4,860	5,897
Cost of sales and services	-9,048	-11,173	-16,071	-18,596	-21,545	Depreciation & amortization	480	536	610	745	809
<b>Gross Profit</b>	<b>3,176</b>	<b>3,356</b>	<b>5,349</b>	<b>6,092</b>	<b>7,253</b>	Change in working capital	-1,180	-762	-2,972	-1,334	-1,371
SG&A	-699	-982	-1,239	-1,428	-1,586	Others	73	29	-226	68	-40
Other income	135	406	422	247	288	<b>CF from operation activities</b>	<b>1,920</b>	<b>2,524</b>	<b>1,814</b>	<b>4,339</b>	<b>5,295</b>
<b>EBIT</b>	<b>2,612</b>	<b>2,781</b>	<b>4,532</b>	<b>4,911</b>	<b>5,958</b>	Capital expenditure	-345	-746	-1,332	-3,568	-1,700
<b>EBITDA</b>	<b>3,089</b>	<b>3,031</b>	<b>4,967</b>	<b>5,656</b>	<b>6,764</b>	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-37	-32	-83	-2	-2	Others	7	-555	533	15	0
Equity earnings	0	0	0	0	3	<b>CF from investing activities</b>	<b>-338</b>	<b>-1,300</b>	<b>-799</b>	<b>-3,554</b>	<b>-1,700</b>
<b>EBT</b>	<b>2,576</b>	<b>2,749</b>	<b>4,450</b>	<b>4,909</b>	<b>5,956</b>	Cash dividend	-898	-1,257	-6,000	-2,430	-2,948
Income tax	-27	-28	-48	-49	-60	Net proceeds from debt	241	-1,146	-2,290	120	0
<b>NPAT</b>	<b>2,548</b>	<b>2,721</b>	<b>4,402</b>	<b>4,860</b>	<b>5,897</b>	Capital raising	0	0	21,059	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	70	-203	502	-1,370	-200
<b>Core Profit</b>	<b>2,545</b>	<b>2,436</b>	<b>4,226</b>	<b>4,860</b>	<b>5,897</b>	<b>CF from financing activities</b>	<b>-587</b>	<b>-2,606</b>	<b>13,271</b>	<b>-3,680</b>	<b>-3,148</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	<b>995</b>	<b>-1,383</b>	<b>14,286</b>	<b>-2,895</b>	<b>446</b>
FX gain (loss)	3	285	175	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	<b>2,548</b>	<b>2,721</b>	<b>4,402</b>	<b>4,860</b>	<b>5,897</b>	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	70.79	75.58	1.47	1.62	1.97
Cash & equivalents	2,112	703	13,254	10,359	10,805	Core EPS	70.70	67.66	1.41	1.62	1.97
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	24.94	34.92	2.00	0.81	0.98
Accounts receivable	2,117	2,207	3,517	4,099	4,781	BV	155.08	189.38	8.34	8.70	9.62
Inventories	2,231	3,498	4,453	5,604	6,493	EV	116.96	142.79	25.87	26.12	26.15
Other current assets	115	627	1,526	1,756	2,048	Free Cash Flow	43.75	49.39	0.16	0.26	1.20
<b>Total current assets</b>	<b>6,575</b>	<b>7,035</b>	<b>22,750</b>	<b>21,817</b>	<b>24,127</b>	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	0	0	0	0	0	Reported P/E (x)	0.45	0.42	19.94	17.44	14.37
Fixed assets-net	3,962	4,171	4,893	7,716	8,608	Core P/E (x)	0.45	0.47	20.76	17.44	14.37
Other assets	217	302	535	545	625	P/BV (x)	0.21	0.17	3.51	3.25	2.94
<b>Total assets</b>	<b>10,753</b>	<b>11,508</b>	<b>28,178</b>	<b>30,079</b>	<b>33,360</b>	EV/EBITDA (x)	1.36	1.70	15.63	13.86	11.60
Short-term debt	1,168	2,310	14	20	20	Price/Cash flow (x)	0.73	0.65	182.07	109.98	23.58
Accounts payable	1,166	1,576	2,353	3,057	3,542	Dividend yield (%)	77.95	109.13	6.84	2.87	3.48
Other current liabilities	37	179	150	74	83	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	<b>2,371</b>	<b>4,064</b>	<b>2,517</b>	<b>3,151</b>	<b>3,644</b>	Gross margin (%)	26.8%	23.7%	25.8%	25.4%	25.9%
Long-term debt	2,310	23	29	142	142	EBITDA margin (%)	25.0%	20.7%	22.9%	22.7%	23.3%
Other liabilities	489	604	588	680	720	EBIT margin (%)	21.1%	19.0%	20.9%	19.7%	20.5%
<b>Total liabilities</b>	<b>5,170</b>	<b>4,691</b>	<b>3,133</b>	<b>3,973</b>	<b>4,506</b>	Net profit margin (%)	20.6%	18.6%	20.3%	19.5%	20.3%
Paid-up capital	360	360	3,000	3,000	3,000	ROA (%)	26.3%	21.9%	21.3%	16.7%	18.6%
Share premium	240	240	18,395	18,395	18,395	ROE (%)	53.9%	39.3%	26.5%	19.0%	21.5%
Reserves & others, net	-93	-296	454	-900	-1,100	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	5,076	6,513	3,180	5,610	8,558	Current ratio (x)	2.8	1.7	9.0	6.9	6.6
Minority interests	0	0	16	0	0	Quick ratio (x)	1.8	0.9	7.3	5.1	4.8
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>5,583</b>	<b>6,818</b>	<b>25,045</b>	<b>26,105</b>	<b>28,853</b>	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	<b>10,753</b>	<b>11,509</b>	<b>28,178</b>	<b>30,079</b>	<b>33,360</b>	Liabilities/Equity ratio (x)	0.9	0.7	0.1	0.2	0.2
<b>Key Assumptions (Btmn)</b>						Net debt/EBITDA (x)	0.4	0.5	-2.7	-1.8	-1.6
Pet food sales (Btmn)	12,224	14,529	21,420	24,687	28,798	Net debt/equity (x)	0.5	0.6	-0.4	-0.2	-0.2
Pet food sales volume (T/year)	91,853	104,571	132,840	151,483	174,957	Int. coverage ratio (x)	71.1	78.5	52.8	3,029.6	3,673.7
ASP for pet food (Bt/T)	0.133	0.139	0.161	0.163	0.165	<b>Growth</b>					
Utilization rate	90%	89%	88%	83%	88%	Revenue (%)	11.5%	18.6%	47.9%	15.1%	16.7%
SG&A to sales	5.7%	6.7%	5.7%	5.7%	5.5%	EBITDA (%)	47.2%	-1.9%	63.9%	13.9%	19.6%
						Reported net profit (%)	50.4%	6.8%	61.8%	10.4%	21.3%
						Reported EPS (%)	50.4%	6.8%	-98.1%	10.4%	21.3%
						Core profit (%)	56.0%	-4.3%	73.5%	15.0%	21.3%
						Core EPS (%)	56.0%	-4.3%	-97.9%	15.0%	21.3%

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.