

SELL (From: BUY)

TP: Bt 13.00 (From: Bt 24.00)

26 MARCH 2025

Change in Recommendation

Downside : 12.8%

i-Tail Corporation Pcl (ITC TB)

เติบโตถึงขีดสูงสุดแล้ว



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

เราคาดว่าจะรอบการเติบโตของกำไรของ ITC ถึงจุดสูงสุดแล้ว และเข้าสู่ช่วงชะลอตัวลง ผลการดำเนินงานใน 1Q25F คาดว่าจะออกมาหน้าผิดหวัง และเราปรับลดกำไรลงอีก และปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย" ITC ยังมีมูลค่าแพงที่ 14 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโต -18/7/5% ในปี 2025-27F

ปรับลดกำไร และปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย"

เราปรับลดคำแนะนำ ITC เป็น "ขาย" (จาก ชื้อ) โดยให้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ที่ 13 บาท (จากเดิม 24 บาท) 1) เราคาดว่าจะรอบการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ได้ถึงจุดสูงสุดแล้ว และคาดว่า EPS จะเติบโตเพียง -18/7/5% ในปี 2025-27F 2) ผลการดำเนินงาน 1Q25F คาดว่าจะออกมาหน้าผิดหวังจากการที่ลูกค้าเลื่อนการสั่งซื้อ เราจึงปรับประมาณการกำไรลง 6/14/29% ในปี 2025-27F แม้กระแสของอาหารสัตว์พรีเมียมยังคงต่อเนื่อง แต่การเติบโตในรอบนี้ดูอ่อนแอลง เนื่องจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคในยุโรปและสหรัฐฯ ที่อ่อนแอ 3) EBIT margin กำลังลดลงจากการมีส่วนของผลิตภัณฑ์พรีเมียมน้อยลง ท่ามกลางการใช้จ่ายทั่วโลกที่อ่อนแอ และ 4) เนื่องจากรอบการเติบโตที่แข็งแกร่งของ ITC ได้ถึงจุดสูงสุดแล้ว ทำให้หุ้น ITC ไม่ถือเป็นการลงทุนที่น่าสนใจที่ PE ที่ 14 เท่าเทียบกับแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่อ่อนแอ

การเติบโตที่ชะลอตัวลง

ด้วยกระแสการเลี้ยงสัตว์เลี้ยงทั่วโลกในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ทำให้ตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงและผลิตภัณฑ์พรีเมียมโดยรวมเติบโต ITC ได้ประโยชน์จากกระแสในฐานะผู้ผลิต OEM อาหารสัตว์เลี้ยงพรีเมียมชั้นนำ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าแม้ว่ากระแสจะยังคงอยู่ แต่รอบการเติบโตจะชะลอตัวลง เนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว อาหารสัตว์เลี้ยงทั่วโลกเติบโตเพียง 4% ในปี 2024 หลังเติบโตเฉลี่ย 8% ต่อปี ในปี 2019-23 สำหรับ ITC ใน 1Q25 ยอดขายอาหารพรีเมียมมีส่วนที่ลดลงเหลือ 50% จาก 55% เมื่อปีที่แล้ว ในแง่ของการเติบโตของยอดขาย บริษัทฯ มีการเติบโตเพียง 5% y-y เทียบกับคาดการณ์ก่อนหน้าของบริษัทฯ ที่ 20% สำหรับทั้งปีนี้ เราคาดว่าอาหารสัตว์เลี้ยงพรีเมียมจะมีสัดส่วนที่ 50/51/52% (จาก 56/58/59%)

แรงกดดันต่อ EBIT margin

EBIT margin ของ ITC ลดลงเหลือ 14% ใน 4Q24 จาก 20% ใน 9M24 สาเหตุหลักมาจากการเริ่มต้นการดำเนินงานของโรงงานใหม่ของ ITC เมื่อกลางปีที่แล้ว และค่าที่ปรึกษาทางธุรกิจที่เกิดขึ้นในช่วงที่คำสั่งซื้ออ่อนแอ ITC คาดว่าแผนการให้คำปรึกษาทางธุรกิจจะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายรวม US\$50m ในปี 2025-27F แต่จนถึงปัจจุบัน การประหยัดยังน้อยกว่าที่คาดไว้ อีกปัจจัยที่ส่งผลต่อ EBIT margin คือสมมติฐานสัดส่วนผลิตภัณฑ์พรีเมียมที่ลดลงตามที่ได้กล่าวถึงข้างต้น เราคาดว่า EBIT margin จะลดลงเหลือ 14-15% ในปี 2025-27F จาก 18% ในปี 2024

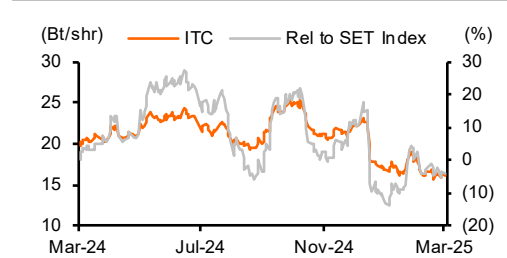
คาดการณ์ 1Q25F อ่อนแอ

เราคาดว่า ITC จะมีกำไรใน 1Q25F ที่ 720 ลบ. ลดลง 18% y-y และลดลง 10% q-q เราได้สะท้อนการคาดการณ์นี้ในการปรับลดประมาณการกำไรของเราแล้ว ยอดขายคาดว่าจะเติบโตเพียง 5% y-y และลดลง 10% q-q เนื่องจากการล่าช้าของคำสั่งซื้อ เราคาดว่าสัดส่วนของอาหารสัตว์พรีเมียมจะลดลงเหลือ 50% ของยอดขาย ใน 1Q25F จาก 55% เมื่อปีที่แล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	17,729	18,802	20,334	21,572
Net profit	3,597	3,131	3,362	3,516
Consensus NP	—	3,669	3,963	4,134
Diff frm cons (%)	—	(14.6)	(15.2)	(14.9)
Norm profit	3,830	3,131	3,362	3,516
Prev. Norm profit	—	3,342	3,918	4,930
Chg frm prev (%)	—	(6.3)	(14.2)	(28.7)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.0	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	65.6	(18.3)	7.4	4.6
Norm PE (x)	11.7	14.3	13.3	12.7
EV/EBITDA (x)	8.6	9.4	8.7	8.1
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
Div yield (%)	7.7	6.7	7.2	7.5
ROE (%)	16.2	13.0	13.9	14.4
Net D/E (%)	(48.4)	(52.2)	(49.9)	(48.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Mar-25 (Bt)	14.90
Market Cap (US\$ m)	1,315.6
Listed Shares (m shares)	3,000.0
Free Float (%)	20.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.9
12M Price H/L (Bt)	25.25/15.70
Sector	Food
Major Shareholder	Thai Union Group 78.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

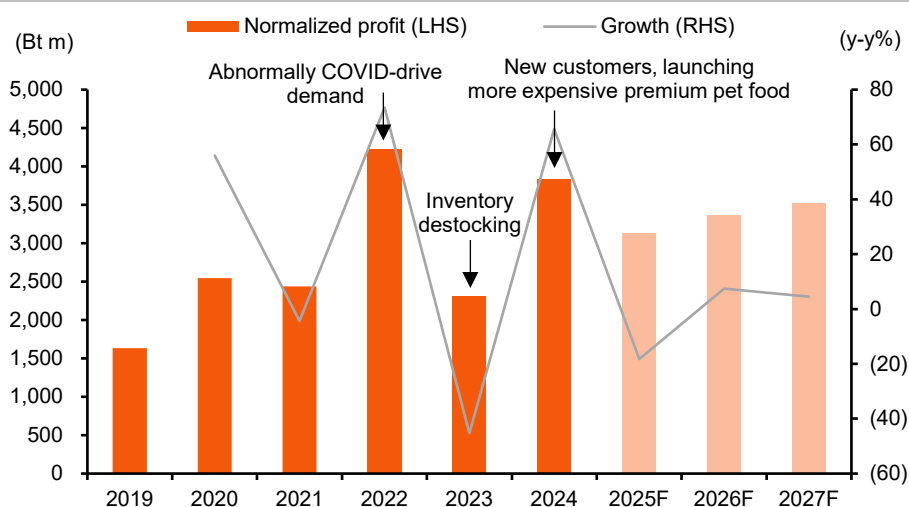
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Thanachart Securities



Ex 1: A Weaker Growth Cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Assumptions

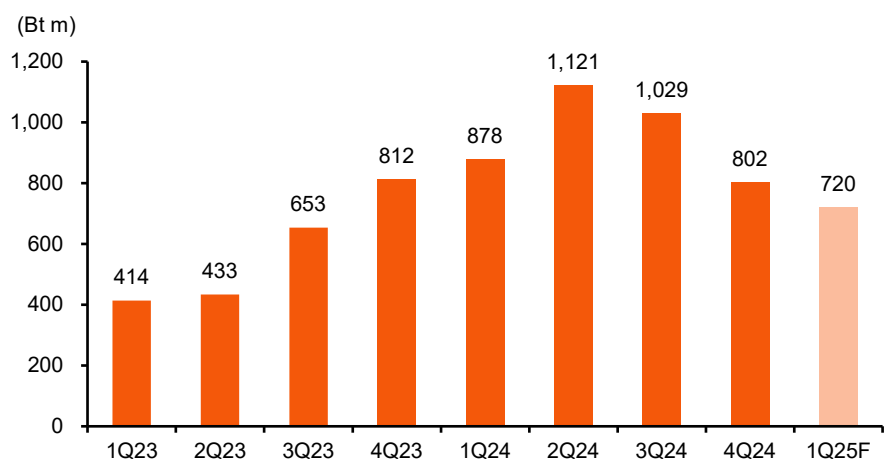
	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
US\$ sales growth (%)	11.7	18.7	55.1	(27.0)	12.2	6.0	8.2	6.1
- Premium products (% of total sales)	41	47	52	49	55	50	51	52
- Standard products (% of total sales)	59	53	48	51	45	50	49	48
Baht/US\$	31.3	32.0	35.1	34.9	35.3	34.3	34.5	34.2
EBIT margin (%)	14.4	6.8	17.3	11.3	18.5	14.9	15.0	15.2
Tax (%)	1.0	(3.6)	1.6	5.4	3.5	8.5	8.5	8.5
Net margin(%)	15.0	7.9	18.9	14.9	21.6	16.7	16.5	16.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revision

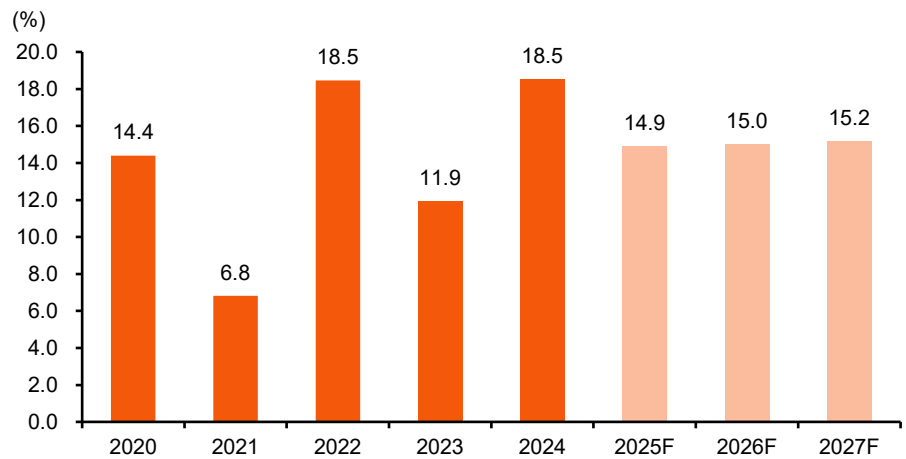
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (US\$ m)						
- New	610	446	505	533	576	611
- Old				586	650	711
- Change (%)				(9.1)	(11.4)	(14.0)
US\$/baht						
New	35.1	34.8	35.3	34.3	34.5	34.2
Old				34.8	34.5	34.0
Gross margin (%)						
- New	19.5	27.7	27.7	25.2	25.2	25.3
- Old				25.0	26.1	29.5
- Change (ppt)				0.2	(0.9)	(4.2)
SG&A to sales (%)						
- New	7.6	9.2	9.2	10.3	10.2	10.1
- Old				9.0	8.5	8.2
- Change (ppt)				1.3	1.7	1.9
Normalized profit (Bt m)						
- New	2,312	3,830	3,830	3,131	3,362	3,516
- Old				3,342	3,918	4,930
- Change (%)				(6.3)	(14.2)	(28.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Weak Quarterly Earnings Momentum

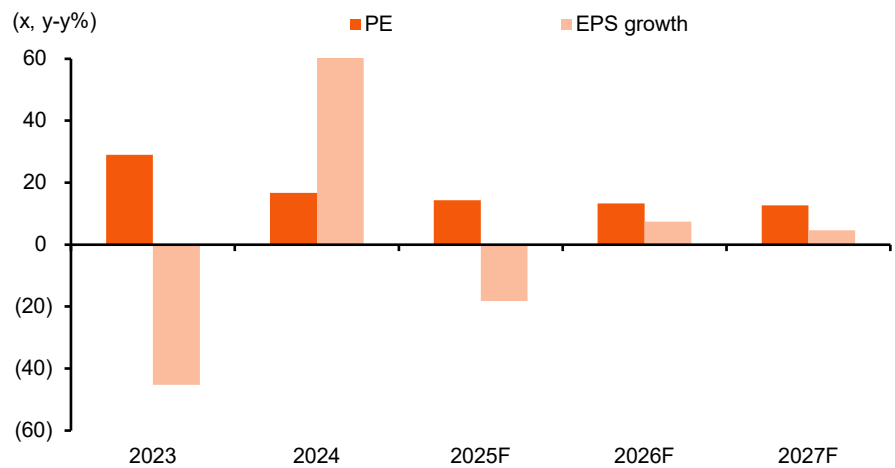
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Falling EBIT Margin



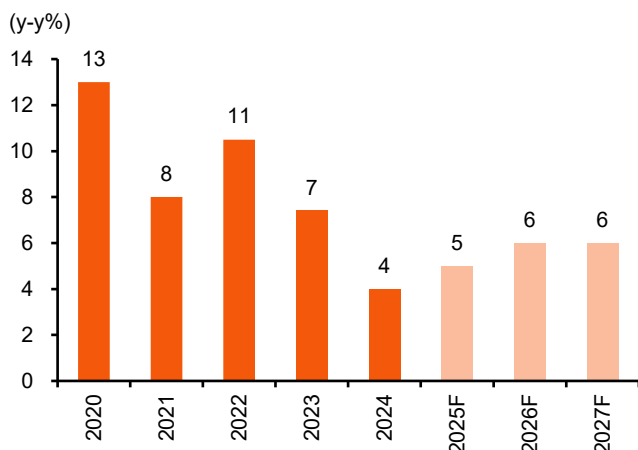
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Not A Bargain PE Vs. Growth



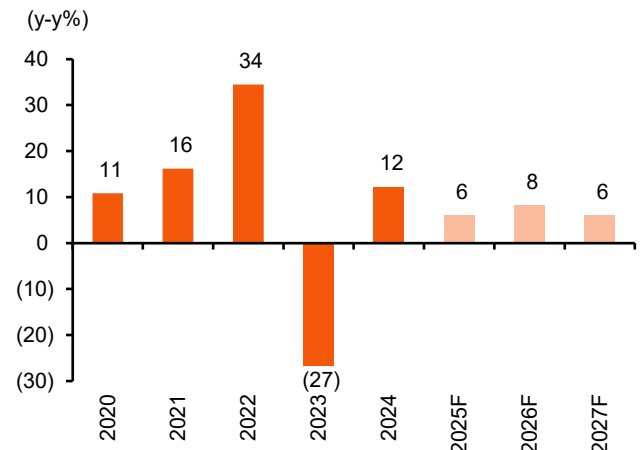
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Tamer Growth of Global Pet Food Markets...



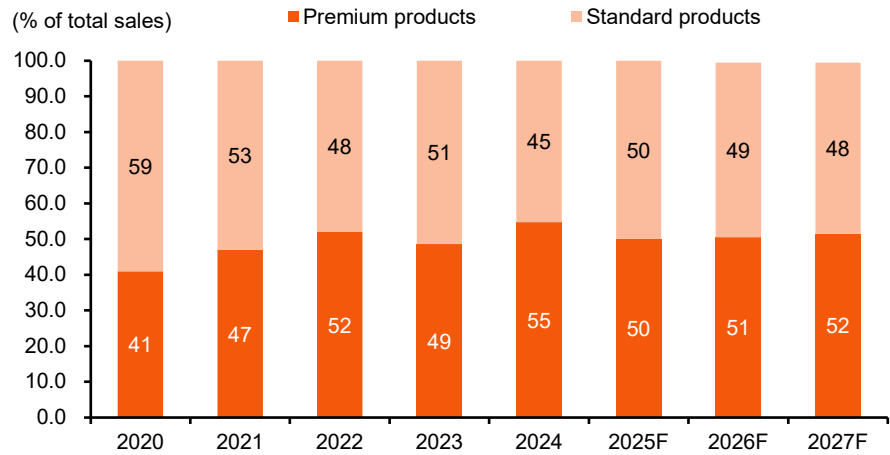
Source: Thanachart compilation

Ex 8: ... Hits ITC's Sales Growth



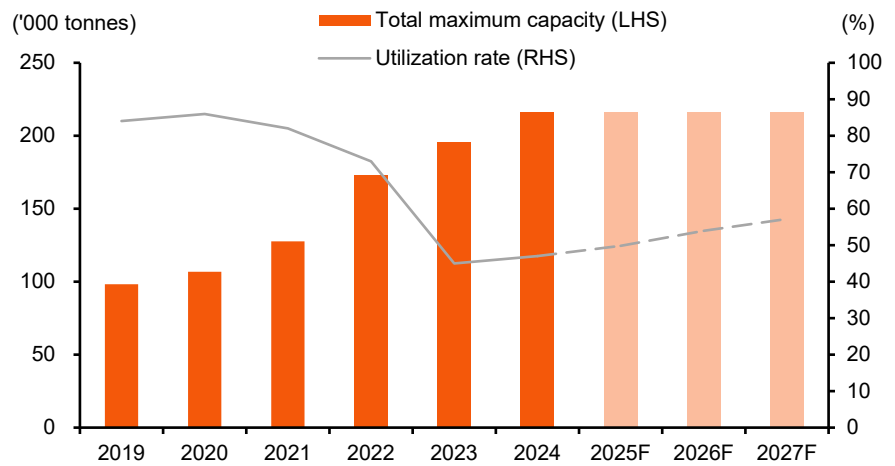
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Weaker Product Mix



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: New Capacity at The Wrong Time



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	3,439	3,759	4,034	4,230	4,445	4,668	4,917	5,186	5,454	5,492	5,522	—
Free cash flow	2,040	2,681	3,034	3,008	3,107	3,312	2,842	3,292	3,540	3,636	3,669	29,406
PV of free cash flow	2,035	2,198	2,252	2,021	1,889	1,775	1,373	1,433	1,388	1,285	1,113	7,998
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	27,500											
Net debt (2024)	(11,690)											
Minority interest	0											
Equity value	39,189											
# of shares (m)	3,000											
Target price/share (Bt)	13											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Yantai China Pet Foods	002891 CH	China	55.8	14.5	32.6	28.5	4.7	4.1	19.4	16.8	0.8	0.8
Petpal Pet Nutrition Tech	300673 CH	China	na	18.6	21.8	18.4	2.1	1.9	13.7	11.6	0.6	0.7
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	114.3	(8.2)	7.7	7.4	1.0	0.9	4.4	4.2	6.3	6.3
Tyson Foods Inc	TSN US	USA	18.3	11.8	16.4	14.6	1.1	1.0	8.4	8.0	3.3	3.4
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	(7.7)	(12.6)	10.2	11.7	2.7	2.3	6.3	7.1	na	na
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	1.1	12.1	18.0	16.1	1.9	1.9	12.4	11.3	4.0	4.2
BRF SA	BRFS3 BZ	Brazil	(3.4)	(18.2)	9.3	11.4	1.8	1.7	4.6	4.9	5.2	4.6
JBS SA	JBSS3 BZ	Brazil	na	23.7	7.6	9.8	1.7	1.7	4.9	5.3	6.9	7.3
Marfrig Global Foods SA	MRFG3 BZ	Brazil	na	65.2	na	na	na	na	7.3	7.3	5.2	0.5
Asian Sea Corp	ASIAN TB	Thailand	3.9	12.0	7.6	6.8	1.0	0.9	4.4	4.1	6.8	7.7
Betagro	BTG TB	Thailand	44.0	3.5	11.3	10.9	1.4	1.2	7.8	7.5	3.0	3.3
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	(0.7)	6.8	10.9	10.2	0.8	0.7	10.8	10.4	3.7	3.9
GFPT	GFPT TB	Thailand	(7.5)	4.3	5.9	5.7	0.5	0.5	4.4	4.3	3.2	3.3
i-Tail Corporation*	ITC TB	Thailand	(18.3)	7.4	14.3	13.3	9.4	8.7	9.4	8.7	6.7	7.2
Thaifoods Group	TFG TB	Thailand	12.4	10.2	7.5	6.8	1.5	1.3	4.2	4.0	6.8	7.5
Average			17.7	10.1	12.9	12.3	2.3	2.1	8.2	7.7	4.5	4.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 26 March 2025 closing prices

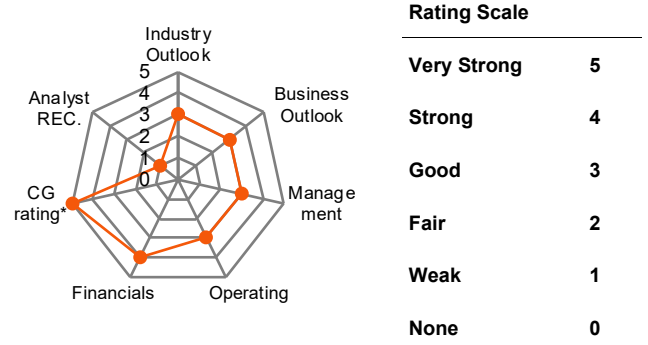
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ที่ใหญ่ที่สุดห้าอันดับแรกของโลก ลูกค้าของบริษัท ได้แก่ แบรินอาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำระดับโลก ตลาดสำคัญของ ITC คือสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร ประเทศอื่นๆ ในยุโรป และในเอเชีย ITC มุ่งเน้นไปที่อาหารแบบเปียกสำหรับแมว ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มที่เติบโตอย่างรวดเร็ว

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การเข้าถึงต้นทุนวัตถุดิบราคาต่ำ
- การประหยัดจากขนาด
- ตลาดที่หลากหลาย
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายไปยังต่างประเทศ และการเข้าซื้อกิจการ
- การขยายสายผลิตภัณฑ์
- การเจาะกลุ่มลูกค้าใหม่

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน
- เป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง

T — Threat

- การแข็งค่าของเงินบาท
- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การระบาดของโรคภัยร้ายแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.98	13.00	-43%
Net profit 25F (Bt m)	3,669	3,131	-15%
Net profit 26F (Bt m)	3,963	3,362	-15%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2025-26F ต่ำกว่าคาดการณ์ของ Bloomberg consensus เนื่องจากเราให้สมมติฐานค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

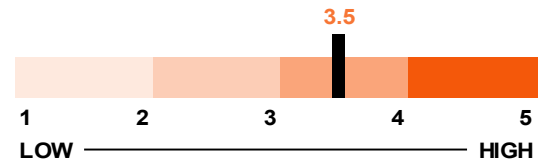
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการที่สูงกว่าคาดสำหรับอาหารสัตว์พรีเมียมของ ITC จะเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเรา
- หาก ITC สามารถได้รับคำสั่งซื้อใหม่มากกว่าที่เราคาดไว้ จะเป็น upside อีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM อันดับแรกของโลก โรงงานของบริษัท ตั้งอยู่ในประเทศไทย และส่วนใหญ่ของการผลิตถูกส่งออกไปต่างประเทศ ธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยงของ ITC ใช้วัตถุดิบหลักคือทูนา ซึ่งได้รับการจัดหาจากบริษัทแม่ บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป (TU) ร่วมกัน เราให้คะแนน ESG แก่ ITC ที่ 3.5 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงในกลุ่มที่เราทำบทวิเคราะห์ คะแนนทางด้านสังคมของ ITC อยู่ในระดับสูงสุด รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแล (governance)

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)
ITC	-	-	-	-	-	-	-	-	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" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ 3.6 แก่ ITC ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง แม้ว่าลักษณะธุรกิจของบริษัท ในฐานะเป็นผู้ผลิต จะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับหนึ่ง แต่ ITC ได้ตั้งเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยก๊าซและการบริหารจัดการพลังงานที่ดี
- ITC ตั้งเป้าหมายด้านสภาพภูมิอากาศที่สอดคล้องกับการมีพันธะของประเทศไทยในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ โดยติดตามการปล่อยก๊าซจากการดำเนินงาน การปล่อยก๊าซลดลงจาก 63,222 ตัน CO2e ในปี 2022 เหลือ 55,742 ตัน ในปี 2024 (ลดลง 12%) แม้ว่าจะมีการเติบโตของปริมาณการผลิต
- ไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ในปัจจุบันคิดเป็น 12% ของการใช้พลังงานทั้งหมด อัตราส่วนนี้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตในไทย แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารทั่วโลกที่ 25-30%
- บริษัทฯ ได้ลดการใช้ไฟฟ้า โดยการใช้พลังงานไฟฟ้าลดลง 76% หลังจากที่ได้ติดตั้งเครื่องมือเพื่อลดการใช้ไฟฟ้าเมื่อไม่กี่ปีที่ผ่านมา

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เราให้คะแนนด้านสังคมที่ 3.8 แก่ ITC
- เนื่องจากมีการใช้เครื่องจักรอุปกรณ์อย่างมาก ITC จึงให้ความสำคัญกับการพัฒนาทักษะของพนักงานและความปลอดภัยในการทำงาน โดยจัดให้มีการฝึกอบรม 23.5 ชั่วโมงต่อพนักงานต่อปี การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานดีขึ้นจาก 0.28 ชั่วโมงเหลือ 0.007 ชั่วโมงต่อปีในปี 2024
- ITC มีโปรแกรมสวัสดิการต่างๆ รวมถึงประกันสุขภาพ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และนโยบายการหาความสมดุลระหว่างชีวิตการทำงาน และชีวิตส่วนตัวที่แตกต่างกันระหว่างพนักงานโรงงานและพนักงานในสำนักงาน
- ITC ให้การสนับสนุนต่างๆ เช่น การบริจาคให้โรงเรียนรัฐบาลและการให้ความช่วยเหลืออื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- เรามอบคะแนนกำกับดูแลที่ 3.3 ให้กับ ITC ซึ่งต่ำกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม และสังคม
- โครงสร้างคณะกรรมการของ ITC ไม่เหมาะสม ประธานคณะกรรมการไม่เป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากสมาชิกทั้งหมด 11 คน อัตราส่วนกรรมการอิสระอยู่ที่ 36% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่เหมาะสมที่มากกว่า 60% (หรือสองในสาม) โดยมีกรรมการหญิง 18% เมื่อเทียบกับอัตราส่วนที่แนะนำที่ 30%
- อย่างไรก็ตาม ทักษะของคณะกรรมการนั้นหลากหลาย ได้แก่ ด้านการเงิน (5 คน) กฎหมาย (4 คน) การบริหารจัดการ (5 คน) และ CSR/ความยั่งยืน (8 คน) แต่ยังคงขาดทักษะด้านเทคโนโลยีสำหรับการพัฒนาในด้านการผลิต
- ITC มีคณะกรรมการที่จำเป็นทั้งหมด ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการกำกับดูแลและความยั่งยืน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการความเสี่ยงของบริษัทฯ ยังรวมการประเมินความเสี่ยงจากสภาพภูมิอากาศด้วย
- เรามองว่า ITC มีความยั่งยืนทางธุรกิจที่ดี ด้วยการลงทุนในงานวิจัยและพัฒนา (R&D) และนวัตกรรมเพื่อรักษาตำแหน่งในการเป็นผู้เล่นหลักในตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงพรีเมียมระดับโลก นอกจากนี้ยังขยายฐานลูกค้าจากเจ้าของแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงไปสู่กลุ่มลูกค้าอื่นๆ เช่น เจ้าของแบรนด์จากผู้ค้าปลีก

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT*Peaked growth*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	15,577	17,729	18,802	20,334	21,572
Cost of sales	12,539	12,810	14,060	15,206	16,125
Gross profit	3,038	4,919	4,741	5,128	5,447
% gross margin	19.5%	27.7%	25.2%	25.2%	25.3%
Selling & administration expenses	1,183	1,638	1,937	2,074	2,179
Operating profit	1,854	3,281	2,805	3,054	3,269
% operating margin	11.9%	18.5%	14.9%	15.0%	15.2%
Depreciation & amortization	539	568	634	706	765
EBITDA	2,393	3,849	3,439	3,759	4,034
% EBITDA margin	15.4%	21.7%	18.3%	18.5%	18.7%
Non-operating income	603	696	650	680	680
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(6)	(33)	(59)	(106)
Pre-tax profit	2,446	3,971	3,422	3,675	3,842
Income tax	132	141	291	312	327
After-tax profit	2,314	3,830	3,131	3,362	3,516
% net margin	14.9%	21.6%	16.7%	16.5%	16.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(31)	(233)	0	0	0
NET PROFIT	2,281	3,597	3,131	3,362	3,516
Normalized profit	2,312	3,830	3,131	3,362	3,516
EPS (Bt)	0.8	1.2	1.0	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.3	1.0	1.1	1.2

BALANCE SHEET*A net-cash position*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	18,573	20,550	22,079	25,238	27,268
Cash & cash equivalent	9,305	11,690	14,000	16,500	18,000
Account receivables	3,860	3,951	4,190	4,531	4,807
Inventories	3,243	3,535	3,880	4,196	4,450
Others	2,165	1,375	10	11	11
Investments & loans	878	0	0	0	0
Net fixed assets	5,482	6,009	6,775	7,070	7,304
Other assets	498	369	533	533	533
Total assets	25,431	26,928	29,388	32,841	35,106
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,710	2,096	3,153	3,384	3,601
Account payables	1,520	1,815	1,992	2,154	2,284
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	190	281	1,161	1,230	1,317
Total LT debt	0	0	1,460	4,377	6,161
Others LT liabilities	602	693	732	789	835
Total liabilities	2,312	2,789	5,345	8,549	10,597
Minority interest	1	0	0	0	(0)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Share premium	18,395	18,395	18,395	18,395	18,395
Warrants	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Surplus	(247)	(553)	(553)	(553)	(553)
Retained earnings	1,970	3,296	3,201	3,450	3,667
Shareholders' equity	23,118	24,138	24,043	24,292	24,509
Liabilities & equity	25,431	26,928	29,388	32,841	35,106

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,446	3,971	3,422	3,675	3,842
Tax paid	(74)	(217)	(244)	(333)	(312)
Depreciation & amortization	539	568	634	706	765
Chg In working capital	73	(88)	(407)	(495)	(399)
Chg In other CA & CL / minorities	(895)	964	2,198	89	71
Cash flow from operations	2,088	5,198	5,603	3,640	3,968
<i>In a capex cycle</i>					
Capex	(1,126)	(1,093)	(1,400)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(4)	2	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(878)	878	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(19)	(24)	(126)	57	46
Cash flow from investments	(2,026)	(236)	(1,526)	(943)	(954)
Debt financing	0	0	1,460	2,917	1,784
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,349)	(2,250)	(3,227)	(3,114)	(3,298)
Warrants & other surplus	(421)	(327)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,770)	(2,577)	(1,767)	(197)	(1,514)
Free cash flow	963	4,105	4,203	2,640	2,968

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<i>Not a bargain in our view</i>					
Normalized PE (x)	19.3	11.7	14.3	13.3	12.7
Normalized PE - at target price (x)	16.9	10.2	12.5	11.6	11.1
PE (x)	19.6	12.4	14.3	13.3	12.7
PE - at target price (x)	17.1	10.8	12.5	11.6	11.1
EV/EBITDA (x)	14.8	8.6	9.4	8.7	8.1
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	7.1	7.7	7.1	6.7
P/BV (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
P/BV - at target price (x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
P/CFO (x)	21.4	8.6	8.0	12.3	11.3
Price/sales (x)	2.9	2.5	2.4	2.2	2.1
Dividend yield (%)	4.0	7.7	6.7	7.2	7.5
FCF Yield (%)	2.2	9.2	9.4	5.9	6.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	1.3	1.0	1.1	1.2
EPS	0.8	1.2	1.0	1.1	1.2
DPS	0.6	1.2	1.0	1.1	1.1
BV/share	7.7	8.0	8.0	8.1	8.2
CFO/share	0.7	1.7	1.9	1.2	1.3
FCF/share	0.3	1.4	1.4	0.9	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(30.9)	13.8	6.0	8.2	6.1
Net profit (%)	(49.0)	57.7	(13.0)	7.4	4.6
EPS (%)	(54.0)	57.7	(13.0)	7.4	4.6
Normalized profit (%)	(45.6)	65.6	(18.3)	7.4	4.6
Normalized EPS (%)	(51.0)	65.6	(18.3)	7.4	4.6
Dividend payout ratio (%)	78.9	95.9	95.9	95.9	95.9
Operating performance					
Gross margin (%)	19.5	27.7	25.2	25.2	25.3
Operating margin (%)	11.9	18.5	14.9	15.0	15.2
EBITDA margin (%)	15.4	21.7	18.3	18.5	18.7
Net margin (%)	14.9	21.6	16.7	16.5	16.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	168.3	544.5	85.7	51.6	30.8
Interest coverage - EBITDA (x)	217.2	638.7	105.0	63.5	38.0
ROA - using norm profit (%)	9.0	14.6	11.1	10.8	10.3
ROE - using norm profit (%)	10.1	16.2	13.0	13.9	14.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.1	16.2	13.0	13.9	14.4
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
- operating margin (%)	15.8	22.4	18.4	18.4	18.3
- leverage (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
- interest burden (%)	99.6	99.8	99.1	98.4	97.3
- tax burden (%)	94.6	96.5	91.5	91.5	91.5
WACC (%)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
ROIC (%)	15.1	22.9	20.6	24.3	24.6
NOPAT (Bt m)	1,754	3,165	2,566	2,794	2,991
invested capital (Bt m)	13,813	12,449	11,503	12,168	12,670

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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 24.42 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 "หุ้นกู้" ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, 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

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รตา 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
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
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
naripom.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 ลิ้มวณิชปราวณี

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