

i-Tail Corporation

(ITC.BK/ITC TB)

Outperform • Initiate

Price as of 7 Apr 2023	22.30
12M target price (Bt/shr)	29.30
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	31.4

Key messages

เราเริ่มต้นศึกษาหุ้น ITC ด้วยคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 29.30 บาท อิงจาก PER ที่ 20x (เท่ากับ PER เป้าหมายของบริษัทในประเทศที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกัน) เราชอบ ITC เนื่องจากความเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง ความได้เปรียบคู่แข่งด้านโครงสร้างต้นทุน การมุ่งเน้นพัฒนา R&D และมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง (มีสถานะเงินสดสุทธิ) เราองว่าราคาหุ้นที่อ่อนตัวลงมาได้สะท้อนกำไรที่อ่อนตัวใน 1Q66F ไปมากแล้ว ขณะที่เรามุ่งมองเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานใน 2H66-2567F เนื่องจากคาดว่าธุรกิจผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงของโลกยังคงเติบโตต่อเนื่องในอีกห้าปีข้างหน้าและ ในช่วงเวลาที่ผ่านมามี ITC ได้แสดงให้เห็นว่ามีอัตราการเติบโตของรายได้สูงกว่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง

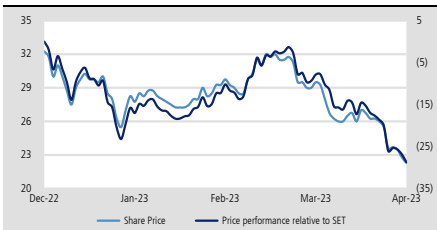
Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	66,900/1,673
Outstanding shares (mn)	3,000
Foreign ownership (mn)	208
3M avg. daily trading (mn)	NA
52-week trading range (Bt)	22.3-32.3
Performance (%)	3M Perform 3M
Absolute	NA Absolut NA
Relative	NA Relative NA

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	NA	NA	NA	NA
2021	1.54	1.71	0.68	0.54
2022	2.57	0.76	0.64	0.22

Share price chart



Tidarat Palodom
66.2658.8888 Ext. 8348
tidaratp@kgi.co.th

การเติบโตในระยะยาวยังคงอยู่

Event

เริ่มต้นศึกษาหุ้น ITC

Impact

ผู้นำในการรับจ้างผลิต (OEM) ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยง

ITC ประกอบธุรกิจผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง (Pet Food Manufacturer) ใหญ่เป็นอันดับ 2 ของเอเชีย และคิดอันดับ 1 ใน 10 ของโลก ในแง่ของรายได้ต่อปี อีกทั้งมีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมนี้มายาวนานมากกว่า 40 ปี ในปี 2565 บริษัทฯ มีสัดส่วนรายได้จากอาหารแมวที่ 73% อาหารสุนัขที่ 12% และขนมสำหรับแมวและสุนัขที่ 15% โดยภาพรวม ITC มีลูกค้ามากกว่า 435 รายในกว่า 45 ประเทศทั่วโลกและยอดขายมาจากการส่งออกเกือบทั้งหมด นอกจากนี้ ITC มีความชำนาญเฉพาะทางด้านผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกเกรดพรีเมียม แล้วสินค้ายังมีความหลากหลาย ทั้งในด้านรูปแบบ ขนาด บรรจุภัณฑ์ และประเภทสินค้าตามอายุของสัตว์เลี้ยง

มีความได้เปรียบคู่แข่งทางโครงสร้างต้นทุนที่ได้แรงหนุนจากเครือข่ายของ TU

ITC ได้เปรียบคู่แข่งในด้านความสามารถการซื้อวัตถุดิบเป็นจำนวนมาก (bulk orders) ร่วมกับบริษัทไทยเนี่ยสกรุ๊ป (TU.BK/TU.TB)* ซึ่งเป็นผู้ผลิตทูน่าบรรจุกระป๋องรายใหญ่ที่สุดของโลก และยังซื้อบรรจุภัณฑ์บางส่วนได้จากบริษัทในเครือของ TU ด้วย ทั้งนี้ การมีทำเลที่ตั้งอยู่ในประเทศไทย (ซึ่งเป็นหนึ่งในสี่ของผู้ผลิตไก่ส่งออกรายใหญ่ที่สุดของโลก) ทำให้ ITC มีแหล่งวัตถุดิบ (ไก่) ที่เพียงพอด้วยราคาที่แข่งขันได้ นอกจากนี้บริษัทยังได้รับสิทธิประโยชน์ลดหย่อนภาษีจากบีโอไอ รวมทั้งมีความได้เปรียบด้านอัตราค่าแรงงานที่ต่ำกว่าคู่แข่งทั้งจากประเทศสหรัฐฯ และยุโรป

มุ่งเน้นนวัตกรรมเพื่อทันต่อแนวโน้มตลาด

บริษัทให้ความสำคัญในการปรับตัวเพื่อสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่รวดเร็วและการแข่งขันในตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงใหม่ ขณะที่ ITC วางกลยุทธ์ที่จะเป็นผู้นำรวมคิดค้นผลิตภัณฑ์ใหม่และจัดศูนย์บริการแบบเบ็ดเสร็จในที่เดียว (one-stop service) ให้กับลูกค้า ให้ความสำคัญมากกับการวิจัยและพัฒนา โดยได้สร้างศูนย์วิจัย Cattery เพื่อทดสอบความอยากอาหารของแมว เพื่อให้การพัฒนาด้านสินค้าที่ดีขึ้น ปัจจุบัน ITC จัดสิทธิบัตร 11 สิทธิบัตรและจดทะเบียนเครื่องหมายการค้า 109 รายการ

การปรับลดสินค้าคงคลังของลูกค้าเป็นเพียงผลกระทบด้านลบในระยะสั้น

บริษัทอาหารสัตว์เลี้ยงที่เพิ่มปริมาณสินค้าคงคลังขึ้นอย่างมากในปี 2565 เนื่องจากเกิดปัญหาด้านการขนส่งในช่วง COVID-19 แต่ปัญหาดังกล่าวได้คลี่คลายไปแล้ว ใน 1Q66 จึงจะเห็นผลลบต่ออุปสงค์ที่อ่อนตัวลงของลูกค้า เราคาดว่า ITC จะประกาศผลกำไรที่อ่อนแอที่ 444 ล้านบาท (-52% YoY และ -34% QoQ) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าสถานการณ์มีแนวโน้มดีขึ้นใน 2Q66F และคาดว่ากำไรสุทธิปี 2566F ที่ 4.40 พันล้านบาท (-2% YoY) ทั้งนี้ กำไรสุทธิจะเติบโต 22% ใน 2567F เป็น 5.36 พันล้านบาทหนุนจากมีสินค้าใหม่หลากหลายและการขยายสู่ตลาดใหม่ ๆ ประกอบกับอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะสูงขึ้น เพราะ product mix และการดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น

Valuation & action

เราเริ่มต้นศึกษาหุ้น ITC ด้วยคำแนะนำซื้อ และประเมินราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 29.30 บาท อิงจาก PER ที่ 20x (เท่ากับ PER เป้าหมายของบริษัทในประเทศที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกัน)

Risks

ความผันผวนของต้นทุนอาหารสัตว์ อัตราแลกเปลี่ยนและภาวะตลาดแข่งขันสูง

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	6956.6	7,108	22,528	24,166	27,941
Gross Profit (Btmn)	1578.8	1,065	5,425	5,752	6,706
SG&A (Btmn)	577.0	580	1,266	1,329	1,481
Net Profit (Btmn)	1779.8	1,599	4,470	4,396	5,363
Normalized Profit (Btmn)	991.2	729	4,581	4,396	5,363
EPS (Bt)	4.94	4.44	2.52	1.47	1.79
DPS (Bt)	2.80	4.00	9.90	1.00	1.20
EPS Growth (%)	66.1	(10.2)	(43.2)	(41.9)	22.0
P/E (X)	6.5	7.2	11.9	15.2	12.5
P/B (X)	2.7	2.7	4.0	2.9	2.6
EV/EBITDA (X)	13.0	23.7	16.0	12.0	9.9
Net Debt to Equity (%)	139.2	244.7	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Dividend Yield (%)	8.8	12.5	33.0	4.5	5.4
Return on Average Equity (%)	40.1	36.9	33.2	19.2	21.9

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGI <GO> Please see back page for disclaimer

Key Investment Themes

เป็นหนึ่งในผู้นำในการรับจ้างผลิต (OEM) ที่มุ่งเน้นนวัตกรรม

ITC ประกอบธุรกิจผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง (Pet Food Manufacturer) ใหญ่เป็นอันดับ 2 ของเอเชีย และติดอันดับ 1 ใน 10 ของโลก ในแง่ของรายได้ต่อปี ด้วยรายการผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายทั้งหมด 5,637 รายการ โดยในปี 2565 ITC ได้ออกสินค้าใหม่จำนวน 1,223 รายการ บ่งชี้ถึงการลงทุนด้านวิจัยและพัฒนา (R&D) เพื่อพัฒนาสินค้าใหม่ให้ตอบสนองความต้องการที่เปลี่ยนแปลงของลูกค้าและสอดคล้องกับแนวโน้มของตลาดโลก ทั้งนี้ R&D เป็นปัจจัยที่สำคัญมากในการพัฒนาอาหารสัตว์เลี้ยง โดยมีแนวความคิดที่จะให้เป็นอาหารสัตว์เลี้ยงที่มีรูปลักษณ์ใกล้เคียงอาหารคน (humanitization) โดยมีคุณค่าทางโภชนาการที่จำเป็นสูงและมีรสชาติดีสำหรับสัตว์เลี้ยง ในแง่ความได้เปรียบคู่แข่ง ITC ได้จดสิทธิบัตรจำนวน 11 ลิขสิทธิ์และจดทะเบียนเครื่องหมายการค้าอีก 109 สินค้า ทั้งนี้ ITC มีความชำนาญด้านผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกเกรดพรีเมียม แต่บริษัทมีสินค้าหลากหลายในด้านรูปแบบ ขนาด ลักษณะบรรจุภัณฑ์ และตามอายุของสัตว์เลี้ยง

มีความได้เปรียบคู่แข่งทางโครงสร้างต้นทุนหนุนจากเครือข่ายกลุ่มบริษัทไทยยูเนียน (TU)

ITC มีความได้เปรียบคู่แข่งในด้านต้นทุนวัตถุดิบ เนื่องจากมีอำนาจต่อรอง และมีเครือข่ายในการจัดหาแหล่งวัตถุดิบภายใต้บริษัทแม่โดยที่ ITC ร่วมกับ TU ซื้อวัตถุดิบในปริมาณมาก (bulk orders) รวมทั้งบริษัทยังได้เปรียบในการจัดซื้อบรรจุภัณฑ์บางส่วนจากบริษัทในเครือ TU อีกด้วย ซึ่งทำให้ต้นทุนวัตถุดิบถูกลง ทั้งนี้ ทุนเป็นส่วนผสมหลักของอาหารสัตว์เลี้ยงคิดเป็นสัดส่วน 50% ของต้นทุนวัตถุดิบที่เป็นส่วนประกอบอาหารโดยรวม นอกจากนี้ ปัจจัยด้านทำเลที่ตั้งโรงงานในประเทศไทยมีความได้เปรียบเชิงแข่งขัน โดยเฉพาะค่าจ้างแรงงานต่ำกว่าคู่แข่งและ ITC ยังได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากบีโอไอ ทั้งนี้ ในปี 2565 บริษัทมีอัตราภาษีที่แท้จริง (effective tax rate) เพียง 1% เนื่องจากได้รับการยกเว้นภาษีอากรขาเข้าและภาษีเงินได้นิติบุคคล ขณะที่โรงงานแห่งใหม่ที่จังหวัดสมุทรสาครได้รับใบรับรองใหม่ล่าสุดจาก BOI (ได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลเป็นระยะเวลา 5 ปี) อย่างไรก็ตามบริษัท ตั้งเป้าที่จะรักษาอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ราว 25% และใช้กลยุทธ์การตั้งราคาแบบบวกจากต้นทุน (cost-plus pricing) เช่นเดิม

ITC มีอัตราการเติบโตของรายได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

เมื่ออิงจากรายงานของ Euromonitor อุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงเติบโต CAGR ที่ 7.0% ในช่วง 2560-2565 และคาดว่าจะเติบโตเพิ่มขึ้นเป็น 7.3% ช่วง 2565-2570F ขณะที่ Euromonitor คาดว่าอาหารแมว (ซึ่งเป็นสินค้าหลักของ ITC) จะเติบโตสูงที่ 8.1% ในช่วงปี 2565-2570F ทั้งนี้ ITC มีการเติบโตรายได้ที่สูงกว่าอุตสาหกรรมที่ 25.0% CAGR ในช่วง 2562-2565 เป็นเพราะมีการออกสินค้าใหม่และมีจำนวนลูกค้าใหม่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ บริษัทตั้งเป้าอัตราการเติบโตของยอดขายราว 15% ต่อปีในอีกห้าปีข้างหน้า โดยเน้นสินค้าเกรดพรีเมียมและขนมสำหรับแมวและสุนัข (คิดเป็น 49% ของรายได้ในปี 2565) ส่วนสินค้าออกใหม่ปี 2566 ประกอบด้วย ขนมผสมเอ็นไซม์/คอลลาเจน ทูโทนโปรตีนมูส (two-tone protein mousse) ชูป และเจลลาติน นอกจากนี้ บริษัทยังมีการพัฒนาสินค้าอย่างต่อเนื่องมุ่งตอบสนองเทรนด์ตลาดใหม่ ๆ เช่น อาหารเพื่อสุขภาพ (functional food) อาหารเสริม และสินค้ากระตุ้นความอยากอาหาร

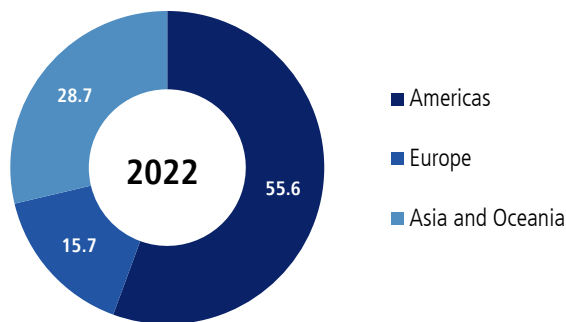
ในแง่ของการขยายตลาด ITC มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่งในตลาดอาหารสัตว์เลี้ยงใหญ่ๆ เช่น สหรัฐฯ และยุโรป ที่คิดเป็นสัดส่วนราว 55.6% และ 15.7% ของยอดขายบริษัทตามลำดับ ในปี 2566 ITC มีแผนจะขยายฐานลูกค้าไปยังตลาด จีน อังกฤษ และเนเธอร์แลนด์ โดยได้เปิดสำนักงานขายในประเทศจีน และเนเธอร์แลนด์เรียบร้อยแล้ว นอกจากนี้ บริษัทได้ประกาศเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับบริษัท Nanjing Jiabei PetCare Products Co. LTD เพื่อที่จะเจาะตลาดทั้งในรูปแบบออนไลน์และออฟไลน์ในประเทศจีน ในเวลาเดียวกัน ITC กำลังเจรจาประเมินธุรกิจกับผู้ประกอบการซูเปอร์มาร์เก็ตรายใหญ่ (หนึ่งในสี่รายใหญ่ที่สุด) ของประเทศอังกฤษ โดยคาดว่าจะออกสินค้าใหม่ (ภายใต้แบรนด์ลูกค้า) ในช่วง 1H66F อีกด้วย

บริษัทที่มีสถานะเงินสดสุทธิ (Net cash) และมีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง

ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นออกใหม่ต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) ทำให้สถานะงบดุลของ ITC มีความแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น เมื่อ ณ สิ้นงวดปี 2565 ITC มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดอยู่ที่ 1.08 หมื่นล้านบาท ส่งผลให้บริษัทมีสถานะเงินสดสุทธิและคาดว่าจะยังคงสถานะนี้ได้ไปในอีกสองปีข้างหน้า นอกจากนี้ ITC คาดว่าจะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงอยู่ที่ 4.2% และ 5.1% ในปี 2566F และ 2567F ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทมีนโยบายการจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิ (โดยมีเงื่อนไขเพิ่มเติม)

Figure 1: Revenue breakdown by region

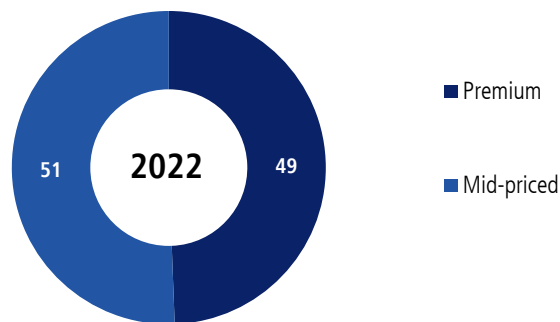
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

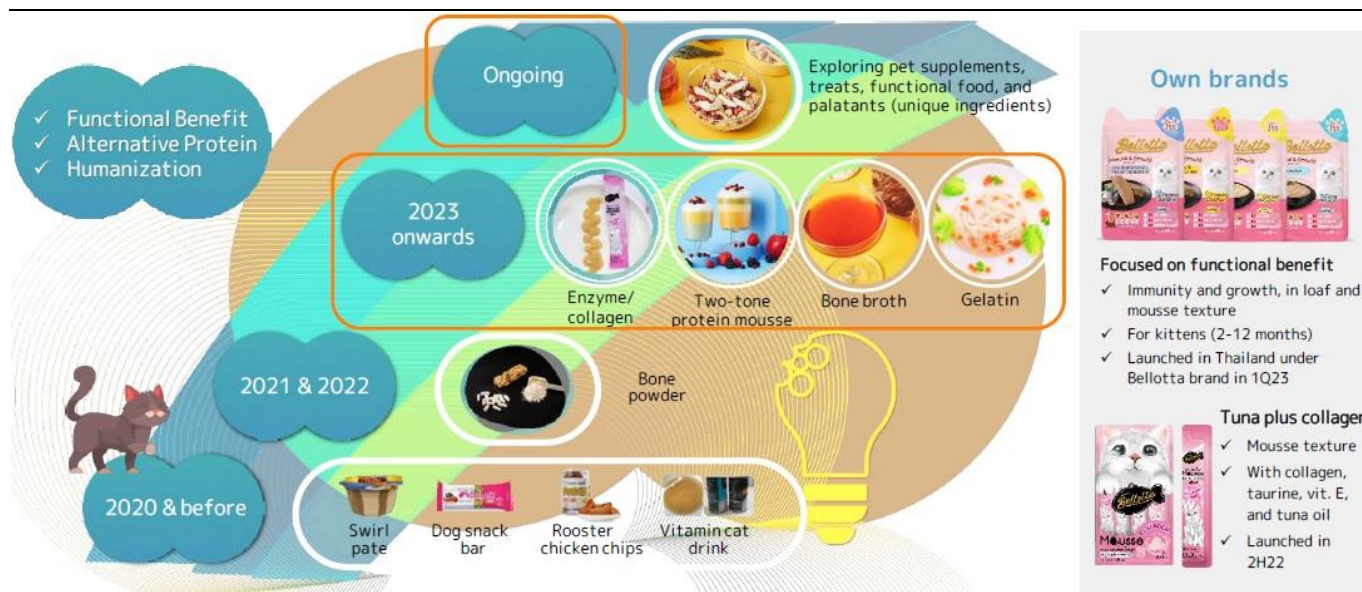
Figure 2: Revenue breakdown by product segment

Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: New products under development



Source: Company data

Figure 4: Pro forma income statement

Pro forma	2019	2020	2021	2022
Revenue form sales and services	10,954.6	12,224.2	14,528.7	21,420.1
Cost of sales and services	(8,733.4)	(9,048.2)	(11,172.7)	(16,071.2)
Gross profit	2,221.2	3,176.0	3,356.0	5,348.8
Other income	132.4	132.3	120.6	247.0
Selling expenses	(256.4)	(305.7)	(463.2)	(525.6)
Administrative expenses	(399.1)	(393.5)	(518.3)	(713.4)
Other gains (losses), net	63.1	3.1	285.4	175.1
Operating profit	1,761.2	2,612.2	2,780.5	4,531.9
Finance costs	(53.0)	(36.7)	(31.8)	(82.5)
Profit before income tax	1,708.2	2,575.5	2,748.7	4,449.4
Income tax	(13.5)	(27.1)	(27.7)	(48.1)
Net profit	1,694.7	2,548.4	2,721.0	4,401.3
Net profit growth		50%	7%	62%
GPM	20.3%	26.0%	23.1%	25.0%
SG&A to sales	6.0%	5.7%	6.8%	5.8%

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Key assumption

Our assumption	2020	2021	2022	2023F	2024F	% YoY	
						2023F	2024F
Revenue break down by product (Bt mn)							
Cat food	9,324	10,708	15,558	17,285	19,877	11.1	15.0
Dog food	1,325	1,653	2,561	2,845	3,130	11.1	10.0
Treat	1,554	2,148	3,219	3,940	4,822	22.4	22.4
Cost							
Tuna (US\$/ton)	1,385	1,406	1,663	1,680	1,550	1.0	-7.7
Margin							
GPM (%)	22.7	15.0	24.1	23.8	24.0	-0.3	0.2
SG&A to sale (%)	8.3	8.2	5.6	5.5	5.3	-0.1	-0.2

Source: Company data, KGI Securities Research

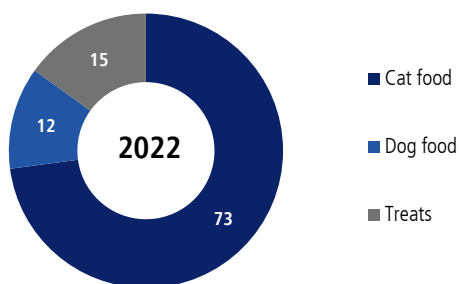
Figure 6: ITC's 1Q23F earnings preview

Bt mn	1Q23F	1Q22	YoY %	4Q22	QoQ %	2023F	2022	YoY %
Revenue	3,863.4	4,763.4	(18.9)	5,764.8	(33.0)	24,166.3	22,528.5	7.3
Cost of Goods Sold	(3,198.9)	(3,731.2)	(14.3)	(4,496.3)	(28.9)	(18,414.7)	(17,104.0)	7.7
SG&A	(282.7)	(282.1)	0.2	(337.1)	(16.1)	(1,329.1)	(1,266.5)	4.9
Operating Profit	456.8	798.7	(42.8)	1,038.9	(56.0)	4,722.4	4,405.9	7.2
Interest Expense	(0.7)	(9.5)	(93.1)	(33.6)	(98.0)	(2.6)	(86.0)	(96.9)
FX gain (loss)	(7.1)	35.8	(119.9)	(274.2)	(97.4)	(275.0)	199.2	(238.1)
Current Taxation	(4.9)	59.5	(108.3)	(48.7)	(89.9)	(48.9)	(70.1)	(30.3)
Net Profit	444.1	924.1	(51.9)	670.5	(33.8)	4,395.9	4,470.2	(1.7)
Normalized Profit	444.1	884.7	(49.8)	756.5	(41.3)	4,395.9	4,581.3	(4.0)
EPS (Bt)	0.15	2.57	(94.2)	0.22	(33.8)	1.47	2.52	(41.9)
Percent	1Q23F	1Q22	YoY %	4Q22	QoQ %	2023F	2022	YoY %
Gross margin	17.2	21.7	(4.5)	22.0	(4.8)	23.8	24.1	(0.3)
SG&A/sales	7.3	5.9	1.4	5.8	1.5	5.5	5.6	(0.1)
Net profit margin	11.5	19.4	(7.9)	11.6	(0.1)	18.2	19.8	(1.7)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Revenue breakdown by product type

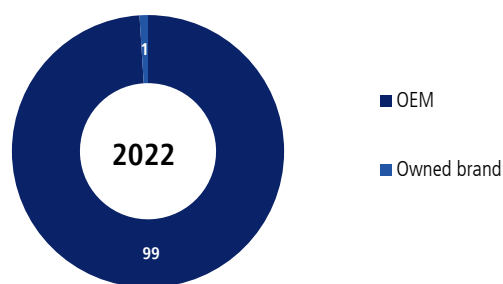
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Revenue breakdown by customer type

Percent



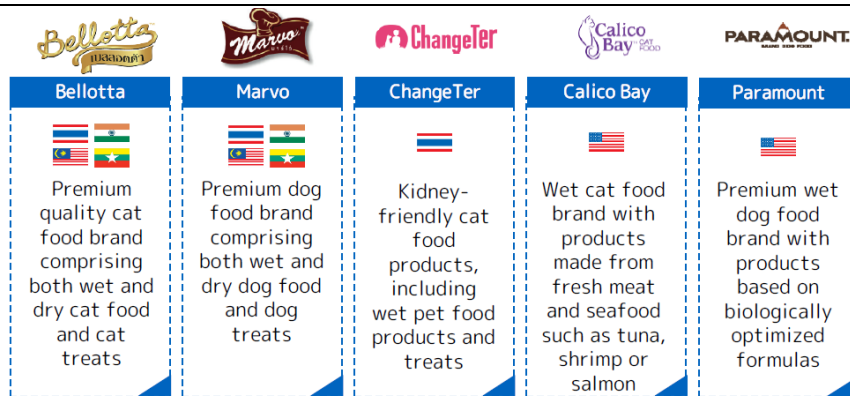
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: ITC products example



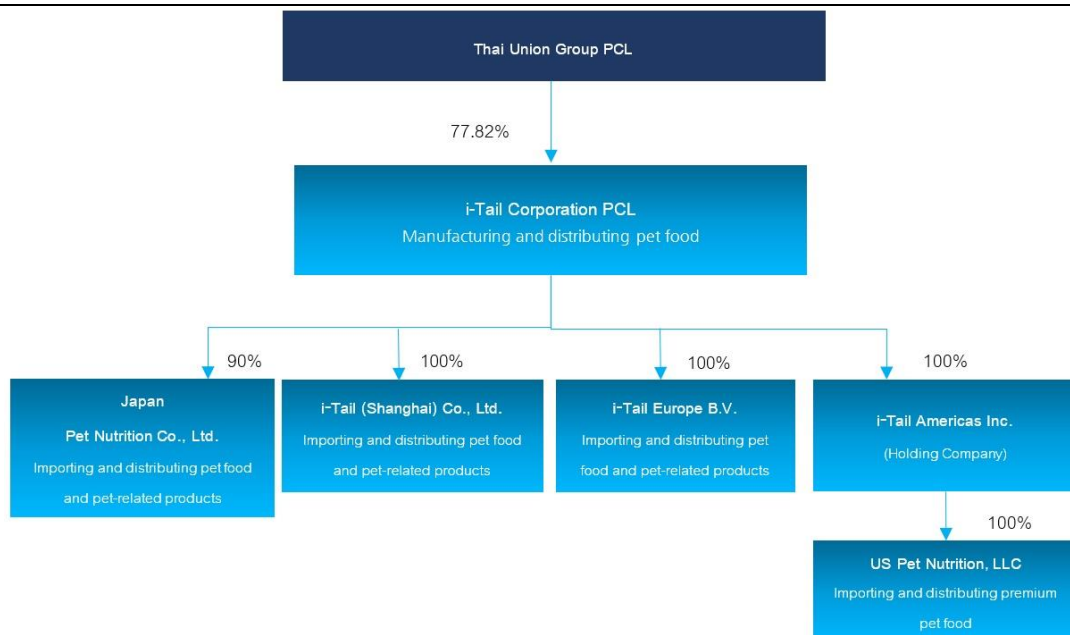
Source: Company data

Figure 10: ITC's owned brands



Source: Company data

Figure 11: Company's structure



Source: Company data, KGI Securities Research

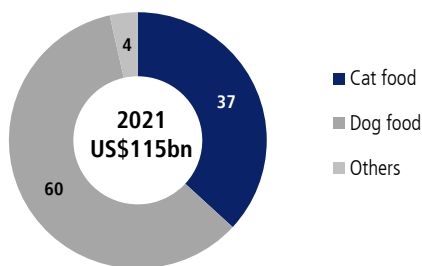
Figure 12: peer comparison

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	22 EPS (Bt)	23F EPS (Bt)	24F EPS (Bt)	23F EPS growth (%)	24F EPS growth (%)	23F PER (x)	24F PER (x)	23F PBV (X)	24F PBV (X)	23F Div Yield (%)	23F ROAE (%)
ITC	OP	29.30	22.80	28.5	2.52	1.47	1.79	(41.9)	22.0	15.6	12.8	2.9	2.7	4.4	19.2
AAI		8.70	5.70	52.6	0.48	0.44	0.51	(9.4)	17.2	13.1	11.2	2.2	2.0	3.7	18.0
Yantai China Pet		28.23	23.92	18.0	0.54	0.75	1.06	39.3	41.6	32.1	22.7	3.1	2.7	0.4	9.8
Petpal Pet Nutrition		24.13	17.69	36.4	0.71	0.87	1.07	21.7	23.6	20.5	16.5	2.1	1.9	0.9	10.6
Peer								17.2	27.5	21.9	16.8	2.5	2.2	1.7	12.8

Source: Bloomberg, KGI Securities Research
 * Yantai China Pet and Petpal Pet Nutrition's EPS are in CNY

Figure 13: World pet food market size by animal

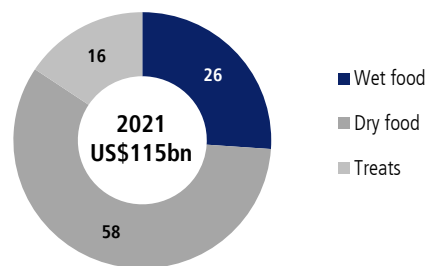
Percent



Source: Company data, Euromonitor, KGI Securities Research

Figure 14: World pet food market size by product type

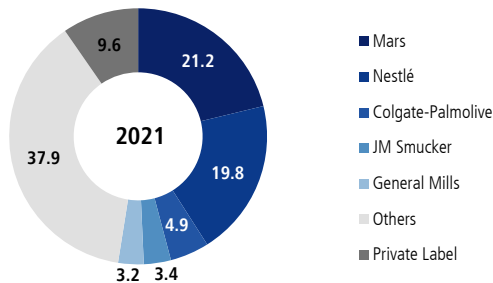
Percent



Source: Company data, Euromonitor, KGI Securities Research

Figure 15: World pet food market share by company

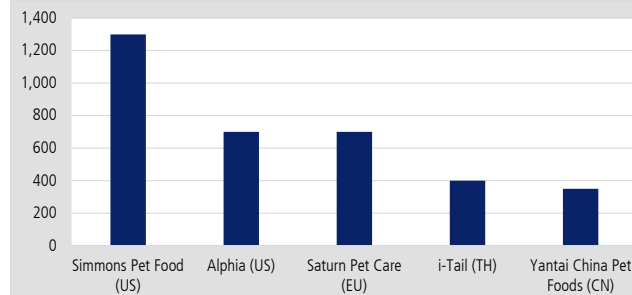
Percent



Source: Euromonitor, KGI Securities Research

Figure 16: Large OEM wet pet food manufacturers

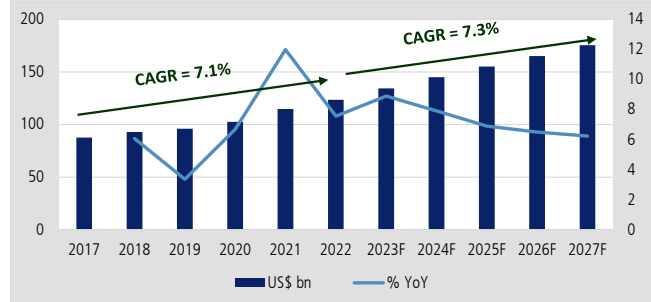
Revenue, US\$ mn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: World pet food market size and growth

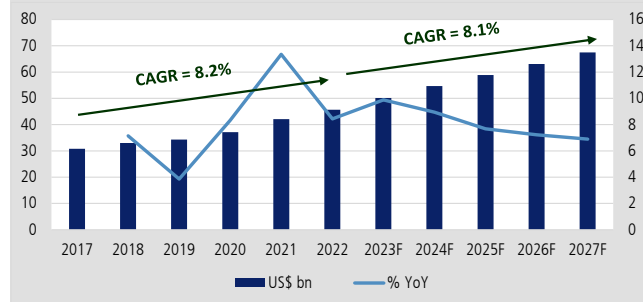
World pet food market size, US\$ bn (LHS); Growth, percent (RHS)



Source: Euromonitor, KGI Securities Research

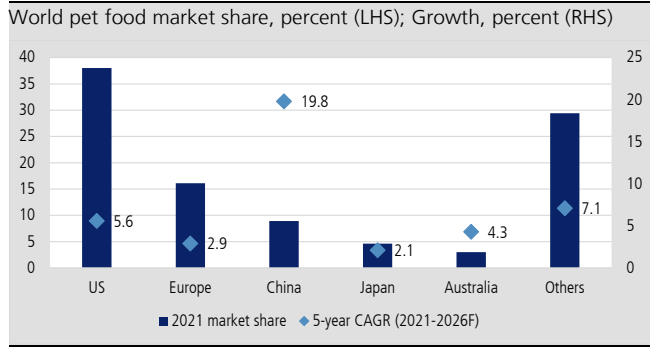
Figure 18: World cat food market size and growth

World cat food market size, US\$ bn (LHS); Growth, percent (RHS)



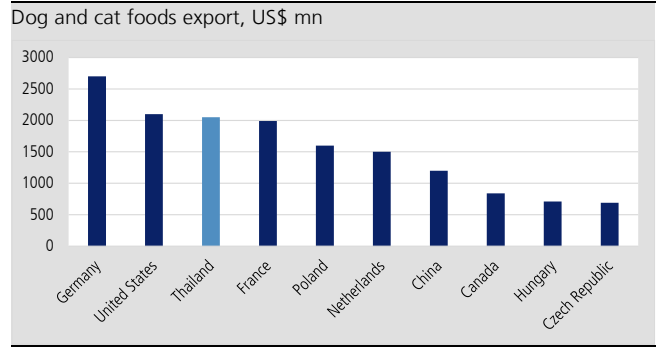
Source: Euromonitor, KGI Securities Research

Figure 19: World pet food market share by country



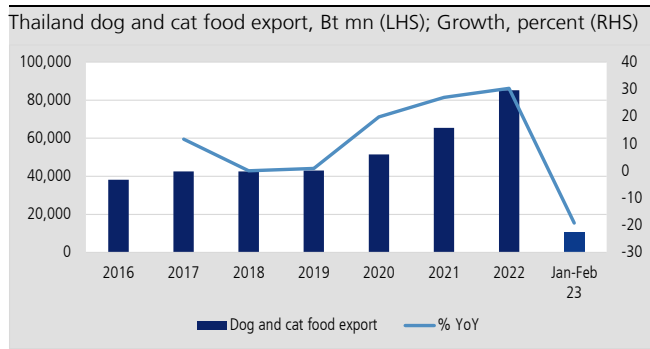
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 20: Top 10 pet food exporters in 2021



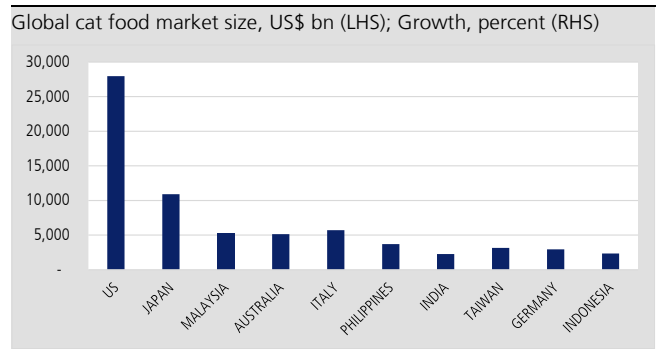
Source: www.worldstopexports.com, KGI Securities Research

Figure 21: Thailand's dog and cat food export



Source: Ministry of Commerce, KGI Securities Research

Figure 22: Importing country of Thailand's dog and cat food export in 2022

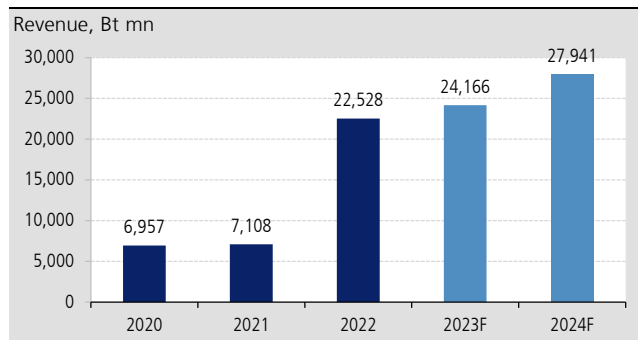


Source: Ministry of Commerce, KGI Securities Research

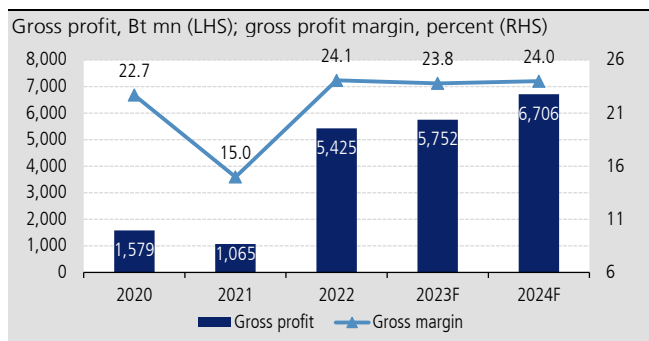
Figure 23: Company profile

ITC operates as a large OEM and exporter of pet food with long experience more than 40 year in this industry. The company provide one-stop service to customers, including product development, manufacturing and logistics. ITC has over 435 customers worldwide in 45 countries including large top pet food brands and large global pet food retailers. Almost all of the revenue was from OEM customers and only small portion was from its owned-brand products (i.e. Bellotta, Marvo, ChangeTer, Calico Bay and Paramount).

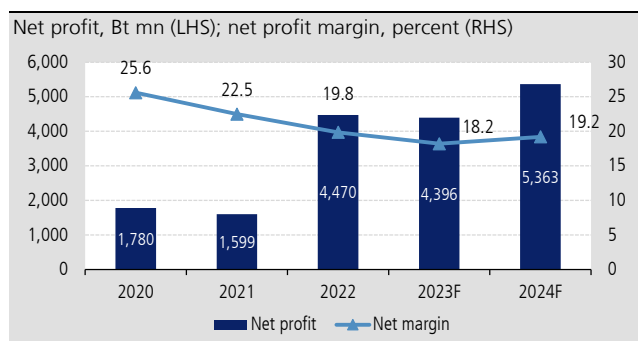
Source: Company data

Figure 24: Revenue


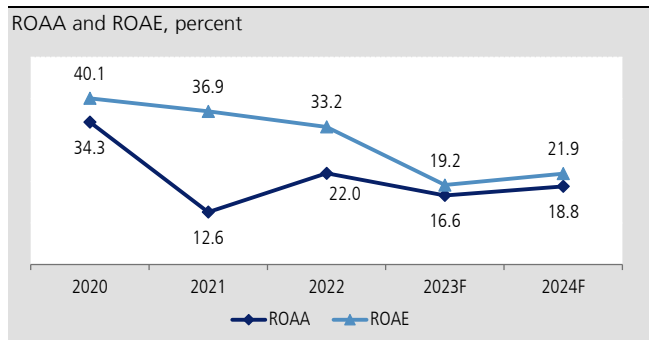
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 25: Gross profit


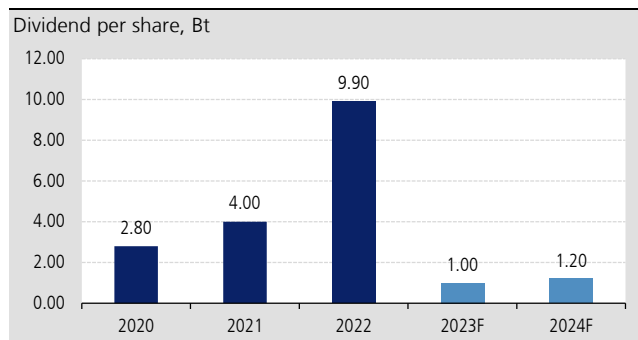
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 26: Net profit


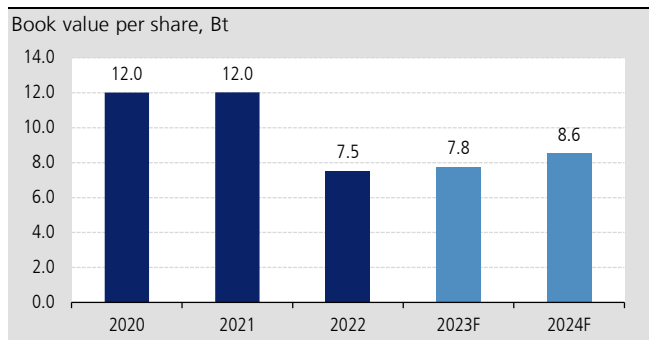
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 27: Company ROAA and ROAE


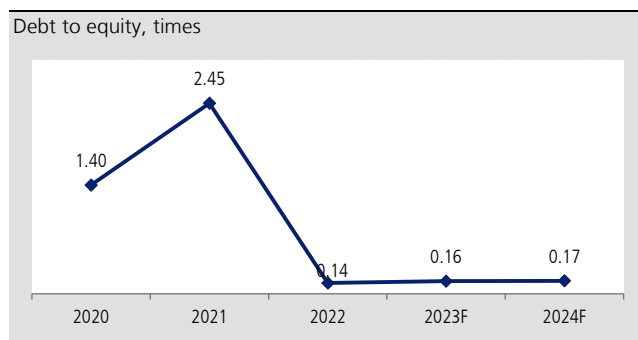
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 28: Dividend


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 29: BV


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 30: D/E


Source: Company data, KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

Bt mn	MAR-21A	JUN-21A	SEP-21A	DEC-21A	MAR-22A	JUN-22A	SEP-22A	DEC-22A
Income Statement (Bt mn)								
Revenue	1,786.8	2,083.9	1,356.2	1,881.0	4,763.4	5,668.5	6,331.9	5,764.8
Cost of Good Sold	(1,378.4)	(1,607.2)	(1,307.0)	(1,750.5)	(3,731.2)	(4,179.0)	(4,697.5)	(4,496.3)
Gross Profit	408.4	476.7	49.1	130.5	1,032.1	1,489.5	1,634.3	1,268.5
Operating Expenses	(107.2)	(160.7)	(149.9)	(162.4)	(282.1)	(322.5)	(324.8)	(337.1)
Other incomes	31.8	25.8	10.9	15.8	48.7	33.7	58.0	107.5
Operating Profit	333.0	341.8	(89.9)	(16.1)	798.7	1,200.8	1,367.5	1,038.9
Depretiation of Fixed assets	-	-	-	-	138.4	138.4	152.0	141.9
Operating EBITDA	-	-	-	-	937.1	1,339.1	1,519.5	1,180.8
Non-Operating Income	52.7	53.6	35.8	0.2	35.8	198.5	239.0	(274.2)
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	52.7	53.6	35.8	0.2	35.8	198.5	239.0	(274.2)
Non-Operating Expenses	(5.7)	(7.2)	(7.0)	(4.7)	(9.5)	(14.5)	(28.4)	(33.6)
Interest Expenses	(5.7)	(7.2)	(7.0)	(4.7)	(9.5)	(14.5)	(28.4)	(33.6)
Other Non-Op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Net investment income/(loss)								
Pre-tax Profit	379.9	388.2	(61.1)	(20.7)	825.0	1,384.8	1,578.2	731.1
Current Taxation	(2.9)	2.9	1.2	18.6	59.5	(45.9)	(34.9)	(48.7)
Minorities	(56.9)	(68.1)	75.6	72.2	0.3	0.7	(0.8)	0.3
Extraordinary items	232.6	291.7	222.9	122.6	39.4	(0.0)	(6.4)	(12.2)
Net Profit	552.8	614.6	238.6	192.7	924.1	1,339.5	1,536.0	670.5
EPS (Bt)	1.54	1.71	0.68	0.54	2.57	0.76	0.64	0.22
Margins (%)								
Gross Profit Margin	22.9	22.9	3.6	6.9	21.7	26.3	25.8	22.0
Operating EBIT Margin	18.6	16.4	(6.6)	(0.9)	16.8	21.2	21.6	18.0
Operating EBITDA Margin	NA	NA	NA	NA	19.7	23.6	24.0	20.5
Net Profit Margin	30.9	29.5	17.6	10.2	19.4	23.6	24.3	11.6
Growth (% YoY)								
Revenue Growth	NA	NA	NA	NA	166.6	172.0	366.9	206.5
Operating EBIT Growth	NA	NA	NA	NA	139.8	251.3	NM	NM
Operating EBITDA Growth	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Net Profit Growth	NA	NA	NA	NA	67.2	118.0	543.7	248.0

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Asset	10,364.8	14,933.8	25,749.6	27,064.5	29,910.1
Current Asset	6,147.4	10,459.7	20,322.4	20,094.4	21,584.6
Cash and ST Investment	21.6	3.3	10,798.9	9,206.9	9,111.7
Inventories	3,706.6	3,844.6	4,457.0	5,558.3	6,426.5
Account Receivable	2,248.1	1,089.9	3,553.9	4,349.9	5,029.4
Others	171.1	5,521.9	1,512.5	979.3	1,017.0
Non-Current Assets	4,217.4	4,474.1	5,427.2	6,970.0	8,325.5
LT investment	0.1	-	-	-	-
Net Fixed Assets	4,032.6	4,212.0	4,966.5	6,404.7	7,684.7
Others	184.7	262.1	460.7	565.3	640.8
Total Liabilities	6,040.8	10,602.3	3,143.4	3,775.0	4,258.0
Current Liabilities	4,974.4	9,875.6	2,527.0	3,067.4	3,520.4
Account Payable	1,429.2	4,356.2	2,355.2	2,900.0	3,352.9
ST Borrowings	3,399.5	681.9	13.8	9.4	9.4
Others	145.7	4,837.4	157.9	158.0	158.0
LT Liabilities	1,066.5	726.7	616.5	707.7	737.7
Long-term Debts	613.0	122.7	28.5	37.7	37.7
Others	453.5	604.0	588.0	670.0	700.0
Sharholder's Equity	4,323.9	4,331.5	22,606.1	23,289.4	25,652.1
Common Stock	360.0	360.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0
Capital Surplus	240.0	240.0	18,394.9	18,394.9	18,394.9
Retained Earnings	4,183.2	4,294.4	1,084.2	3,380.2	5,742.9
Other components	(459.3)	(562.9)	127.0	(1,485.6)	(1,485.6)

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	NA	2.2	217.0	7.3	15.6
OP	NA	(47.2)	674.6	7.2	17.0
EBITDA	NA	(38.5)	518.5	8.2	17.8
NP	NA	(10.2)	179.6	(1.7)	22.0
EPS	NA	(10.2)	(43.2)	(41.9)	22.0
Profitability (%)					
Gross Profit Margin	22.7	15.0	24.1	23.8	24.0
Operating Margin	15.5	8.0	19.6	19.5	19.8
Operating EBITDA Margin	18.8	11.3	22.1	22.3	22.7
Net Profit Margin	25.6	22.5	19.8	18.2	19.2
ROAA	34.3	12.6	22.0	16.6	18.8
ROAE	40.1	36.9	33.2	19.2	21.9
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	139.7	244.8	13.9	16.2	16.6
Net Debt/Equity (%)	139.2	244.7	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Interest coverage (x)	49.8	32.6	57.9	2,042.6	2,407.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.8	44.1	391.9	458.5
Cash Flow Interest Coverage (x)	75.2	45.5	23.8	1,599.3	1,898.6
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.6	1.6	20.5	349.9	415.3
Current Ratio (x)	1.2	1.1	8.0	6.6	6.1
Quick Ratio (x)	0.5	0.1	5.7	4.4	4.0
Net Debt (Bt mn)	6,019.2	10,599.0	(7,655.5)	(5,431.9)	(4,853.7)
Per Share Data (bt)					
EPS	4.9	4.4	2.5	1.5	1.8
CFPS	5.5	3.1	1.2	1.4	1.7
BVPS	12.0	12.0	12.8	7.8	8.6
SPS	19.3	19.7	12.7	8.1	9.3
EBITDA/Share	3.6	2.2	2.8	1.8	2.1
DPS	2.80	4.00	9.90	1.00	1.20
Activity					
Asset Turnover (x)	1.3	0.6	1.1	0.9	1.0
Day Receivables	59.0	85.7	37.6	59.7	61.3
Day Inventories	125.8	228.0	88.6	99.3	103.0
Day Payable	28.7	170.8	69.1	49.1	51.6
Cash Cycle	156.1	142.9	57.1	109.8	112.6

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	6,956.6	7,107.9	22,528.5	24,166.3	27,941.1
Cost of Goods Sold	(5,377.9)	(6,043.1)	(17,104.0)	(18,414.7)	(21,235.3)
Gross Profit	1,578.8	1,064.8	5,424.5	5,751.6	6,705.9
Operating Expenses	(577.0)	(580.2)	(1,266.5)	(1,329.1)	(1,480.9)
Other Income	75.9	84.3	247.9	300.0	300.0
Operating Profit	1,077.7	568.8	4,405.9	4,722.4	5,525.0
Depreciation of Fixed Asset	231.3	235.8	570.7	661.8	820.0
Operating EBITDA	1,309.0	804.6	4,976.5	5,384.3	6,345.0
Non-Operating Income	14.9	142.2	199.2	(275.0)	(100.0)
Interest Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non-op Income	14.9	142.2	199.2	(275.0)	(100.0)
Non-Operating Expenses	(26.3)	(24.7)	(86.0)	(2.6)	(2.6)
Interest Expenses	(26.3)	(24.7)	(86.0)	(2.6)	(2.6)
Other Non-Op Expenses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net investment income/(loss)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax Profit	1,066.3	686.3	4,519.1	4,444.8	5,422.4
Current Taxation	(10.2)	19.7	(70.1)	(48.9)	(59.6)
Minorities	(65.1)	22.8	0.4	0.0	0.0
Extraordinary items	788.8	869.8	20.8	0.0	0.0
Net Profit	1,779.8	1,598.7	4,470.2	4,395.9	5,362.7
EPS (Bt)	4.94	4.44	2.52	1.47	1.79

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	1,974.9	1,122.8	2,042.8	4,215.9	5,004.8
Profit before tax	2,043.4	1,804.9	4,559.1	4,444.8	5,422.4
Depreciation and Amortization	231.3	235.8	570.7	661.8	820.0
Change in Working Capital	(532.3)	(427.8)	(3,467.0)	(841.8)	(1,177.9)
Others	232.6	(490.1)	380.1	(48.9)	(59.6)
Investment Cash Flow	(548.3)	(549.5)	(3,388.8)	(3,712.6)	(2,100.0)
Net CAPEX	(7.6)	(380.2)	(1,187.4)	(2,100.0)	(2,100.0)
Change in LT Investment	(267.8)	(3,039.3)	(1,612.6)	0.0	0.0
Change in Other Assets	(272.8)	2,870.0	(588.8)	(1,612.6)	0.0
Free Cash Flow	1,967.3	742.6	855.5	2,115.9	2,904.8
Financial Cash Flow	(1,435.1)	(588.6)	12,133.8	(2,095.2)	(3,000.0)
Change in Share Capital	(898.0)	(1,257.0)	13,124.5	(2,100.0)	(3,000.0)
Net Change in Debt	112.9	(967.2)	(782.7)	4.8	0.0
Change in other LT Liab.	(650.1)	1,635.7	(207.9)	0.0	0.0
Net Cash Flow	(8.5)	(15.3)	10,787.9	(1,592.0)	(95.2)

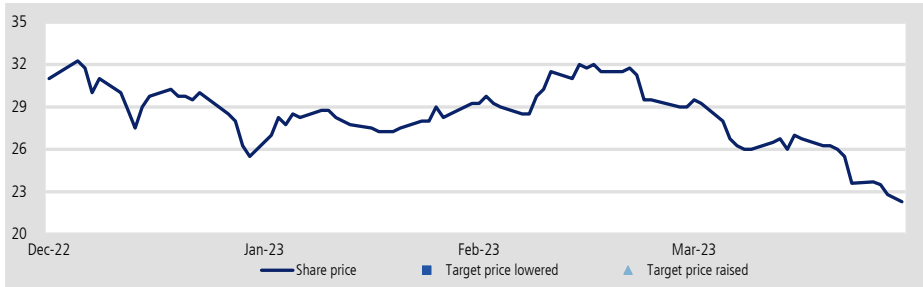
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Op. Expenses}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin		
2020	77.3%	0.0%	8.3%	14.4%		
2021	85.0%	0.0%	8.2%	6.8%		
2022	75.9%	0.0%	5.6%	18.5%		
2023F	76.2%	0.0%	5.5%	18.3%		
2024F	76.0%	0.0%	5.3%	18.7%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover		
2020	0.17	0.58	0.03	1.3		
2021	0.08	0.59	0.04	1.4		
2022	0.79	0.22	0.02	1.0		
2023F	0.70	0.27	0.02	1.0		
2024F	0.65	0.28	0.02	1.1		
Year	Operating Margin	X	Capital Turnover	X	Cash Tax Rate	= Afer-tax Return on Inv. Capital
2020	14.4%		1.3		0.9	0.2
2021	6.8%		1.4		-2.9	-0.3
2022	18.5%		1.0		1.6	0.3
2023F	18.3%		1.0		1.1	0.2
2024F	18.7%		1.1		1.1	0.2

Source: KGI Securities Research

i-Tail corporation - Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	

Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		

Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFECO	SEAFECO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 • Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.