

i-Tail Corporation

(ITC.BK/ITC TB)

Neutral • Maintained

Price as of 26 Sep 2023	21.30
12M target price (Bt/shr)	19.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	23.1
Upside/downside (%)	(7.6)

Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ ITC ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 541 ล้านบาท (-65% YoY, +22% QoQ) เราคาดว่าโมเมตัมกำไรของ ITC จะเป็นบวกใน 3Q66F-4Q66F จากการที่ยอดขายให้กับลูกค้ารายใหญ่ในสหรัฐและญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้น โดยราคาปลาทุ่นที่ลดลง และการขึ้นราคาขายสินค้าช่วยหนุน GPM ในงวด 2H66F เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F และ 2567F ขึ้นอีก 6% เป็น 2.08 พันล้านบาท (-53% YoY) และ 2.57 พันล้านบาท (+23% YoY) ตามลำดับ เพื่อสะท้อนการปรับเพิ่มสมมติฐานยอดขายขึ้นเล็กน้อย และค่าเงินบาทที่อ่อนกว่าที่เราประเมินไว้ก่อนหน้านี้ เรายังคงคำแนะนำถือ ITC แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2567 เป็น 19.70 บาท เนื่องจากเรา re-rate PER เป็น 23x (คิดเป็น PEG ที่ 1.0x) จากเดิม 20x ทั้งนี้ เนื่องจากราคาหุ้นในปัจจุบันเหลือ upside จำกัด เรายังแนะนำให้เปลี่ยนไปลงทุน Thai Union Group (TU.BK/TU TB)* ซึ่งมีโมเมตัมของกำไรเป็นบวกใน 2H66F-2567F และราคาหุ้นคิดเป็น PER ปี 2567F ที่ต่ำเพียง 11.2x แทน

Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	65,400/1,635		
Outstanding shares (mn)	3,000		
Foreign ownership (mn)	164		
3M avg. daily trading (mn)	8		
52-week trading range (Bt)	16.1-32.3		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	17.2	-14.5	-29.7
Relative	14.0	-9.0	-24.3

Quarterly EPS

	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	1.54	1.71	0.68	0.54
2022	2.57	0.76	0.64	0.22
2023	0.14	0.15	NA	NA

Share price chart



Source: SET

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

ประมาณการ 3Q66F: กำไรจะฟื้นตัว QoQ

Event

ประมาณการ 3Q23F และปรับประมาณการกำไรเต็มปี

Impact

คาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q66F จะลดลง 65% YoY แต่เพิ่มขึ้น 22% QoQ

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ ITC ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 541 ล้านบาท (-65% YoY, +22% QoQ) โดยคาดว่ายอดขายจะลดลง 44% YoY จากฐานที่สูงในปีที่แล้ว แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 10% QoQ เราคาดว่ายอดขายให้กับลูกค้ารายใหญ่ในสหรัฐและญี่ปุ่นจะฟื้นตัวขึ้นเพราะวัฏจักรการลดสต็อกจบลงไปแล้ว อย่างไรก็ตาม ตลาดยุโรปอาจจะยังคงได้รับผลกระทบจากการลดสต็อก และการชะลอตัวของเศรษฐกิจอยู่ เราคาดว่า GPM จะลดลง 4.8ppts YoY เหลือ 21.0% เนื่องจากปริมาณยอดขายลดลง และต้นทุนการผลิตสูงขึ้น แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2.6ppts QoQ เนื่องจากมีการขึ้นราคาขาย 3-5% และราคาปลาทุ่นที่ลดลง ในขณะที่ค่าเงินบาทที่อ่อนกว่า เราคาดว่าสัดส่วน SG&A ต่อยอดขายน่าจะสะท้อนถึงการประหยัดต่อขนาด โดยเพิ่มขึ้น 3.4ppts YoY แต่ลดลง 0.6ppts QoQ เหลือ 8.5% เราคิดว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเล็กน้อย 23 ล้านบาท จากที่มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 239 ล้านบาทใน 3Q65 และ 11 ล้านบาทใน 2Q66

โรงงานแห่งใหม่จะเริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 1Q67

โรงงานแห่งใหม่ของ ITC ในจังหวัดสมุทรสาครกำหนดจะเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 1Q67 และจะทำให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 18.7% โครงการนี้มีการนำเครื่องจักรอัตโนมัติมาใช้ ซึ่งจะช่วยให้ประสิทธิภาพการผลิตในระยะยาว โดยจะมีการบันทึกค่าเสื่อมราคาปีละ 247 ล้านบาท ส่วนในด้านของยอดขาย ITC ยังประมาณการอัตราการเติบโตของยอดขายปี 2567F และเป้าหมายระยะยาวเอาไว้ที่ 15% โดยมีแผนจะขยายเข้าไปสู่ตลาดใหม่ ๆ อย่างเช่น จีน และ EU

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้นอีก 6% ในปี 2566F และ 2567F

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F และ 2567F ขึ้นอีก 6% เป็น 2.08 พันล้านบาท (-53% YoY) และ 2.57 พันล้านบาท (+23% YoY) ตามลำดับ เนื่องจาก i) เราปรับเพิ่มสมมติฐานยอดขายปีนี้ขึ้นอีก 3% และปีหน้าขึ้นอีก 5% และ ii) เราปรับลดสมมติฐานผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนปีนี้ลงเหลือ 25 ล้านบาท (จากเดิม 100 ล้านบาท) และปี 2567F เหลือ 50 ล้านบาท (จากเดิม 100 ล้านบาท) เพื่อสะท้อนถึงค่าเงินบาทที่อ่อนกว่าที่เราประเมินเอาไว้ก่อนหน้านี้

Valuation & action

เรายังคงคำแนะนำถือ ITC แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2567 เป็น 19.70 บาท เนื่องจากเรา re-rate PER เป็น 23x (คิดเป็น PEG ที่ 1.0x) จากเดิม 20x เพื่อสะท้อนถึงโมเมตัมของกำไรที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้น QoQ ใน 3Q66F และ 4Q66F ทั้งนี้ เนื่องจากราคาหุ้นในปัจจุบันเหลือ upside จำกัด เรายังแนะนำให้โยกไปซื้อ Thai Union Group (TU.BK/TU TB)* ซึ่งมีโมเมตัมของกำไรเปลี่ยนแปลงไปลงทุน 2H66F-2567F และราคาหุ้นคิดเป็น PER ปี 2567F ที่ต่ำเพียง 11.2x แทน

Risks

ความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ, อัตราแลกเปลี่ยน และการแข่งขันในตลาด

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	6956.6	7,108	22,528	14,574	16,706
Gross Profit (Btmn)	1578.8	1,065	5,425	2,915	3,508
SG&A (Btmn)	577.0	580	1,266	1,253	1,353
Net Profit (Btmn)	1779.8	1,599	4,470	2,084	2,567
Normalized Profit (Btmn)	991.2	729	4,581	2,084	2,567
EPS (Bt)	4.94	4.44	2.52	0.69	0.86
DPS (Bt)	2.80	4.00	9.90	0.50	0.60
EPS Growth (%)	66.1	(10.2)	(43.2)	(72.5)	23.2
P/E (X)	6.5	7.2	11.9	30.7	24.9
P/B (X)	2.7	2.7	4.0	2.9	2.8
EV/EBITDA (X)	13.0	23.7	16.0	19.7	16.1
Net Debt to Equity (%)	139.2	244.7	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Dividend Yield (%)	8.8	12.5	33.0	2.3	2.8
Return on Average Equity (%)	40.1	36.9	33.2	9.4	11.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: ITC's 3Q23F earnings preview

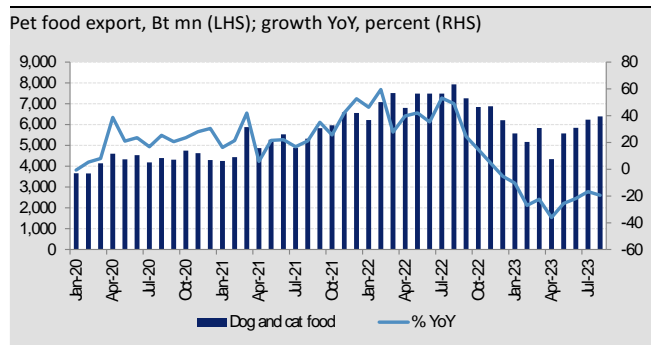
Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY %	2Q23	QoQ %	9M23F	9M22	YoY %
Revenue	3,578.3	6,331.9	(43.5)	3,242.7	10.3	10,407.8	16,763.7	(37.9)
Cost of Goods Sold	(2,826.8)	(4,697.5)	(39.8)	(2,644.8)	6.9	(8,433.6)	(12,607.7)	(33.1)
SG&A	(305.9)	(324.8)	(5.8)	(297.8)	2.7	(904.5)	(929.4)	(2.7)
Operating Profit	577.5	1,367.5	(57.8)	430.6	34.1	1,455.3	3,366.9	(56.8)
Interest Expense	(1.8)	(28.4)	(93.7)	(1.8)	2.0	(9.5)	(52.4)	(81.8)
FX gain (loss)	(22.5)	239.0	(109.4)	11.2	(300.5)	(0.0)	473.4	(100.0)
Current Taxation	(10.0)	(34.9)	(71.5)	4.3	(331.4)	(31.2)	(21.4)	45.8
Net Profit	541.1	1,536.0	(64.8)	444.9	21.6	1,411.1	3,799.7	(62.9)
Normalized Profit	541.1	1,600.6	(66.2)	444.9	21.6	1,411.1	3,824.8	(63.1)
EPS(Bt)	0.18	0.64	(71.8)	0.15	21.6	0.47	3.96	(88.1)
Percent	3Q23F	3Q22	YoY %	2Q23	QoQ %	9M23F	9M22	YoY %
Gross margin	21.0	25.8	(4.8)	18.4	2.6	19.0	24.8	(5.8)
SG&A/sales	8.5	5.1	3.4	9.2	(0.6)	8.7	5.5	3.1
Net profit margin	15.1	24.3	(9.1)	13.7	1.4	13.6	22.7	(9.1)

Source: Company data, KGI Securities Research

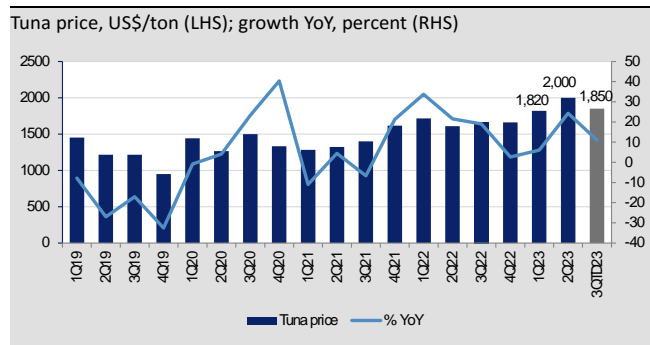
Figure 2: Earnings revisions

Financials (Btmn)	2023F			2024F		
	Revised	Previous	Change Percent	Revised	Previous	Change Percent
Sales	14,574	14,174	2.8	16,706	15,857	5.4
Other income	520	520	0.0	550	550	0.0
COGS	(11,659)	(11,339)	2.8	(13,198)	(12,527)	5.4
SG&A	(1,253)	(1,219)	2.8	(1,353)	(1,284)	5.4
FX gain (loss)	(25)	(100)	NM	(50)	(100)	NM
Net profit	2,084	1,967	6.0	2,567	2,412	6.4
Normalized profit	2,084	1,967	6.0	2,567	2,412	6.4
EPS(Bt/shr)	0.69	0.66	6.0	0.86	0.80	6.4
Key financial ratio (%)	ppts			ppts		
GPM	20.0	20.0	0.0	21.0	21.0	0.0
SG&A/Sale	8.6	8.6	0.0	8.1	8.1	0.0
Net profit margin	14.3	13.9	0.4	15.4	15.2	0.2

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Thailand's pet food export (dog and cat food)


Source: Ministry of Commerce, KGI Securities Research

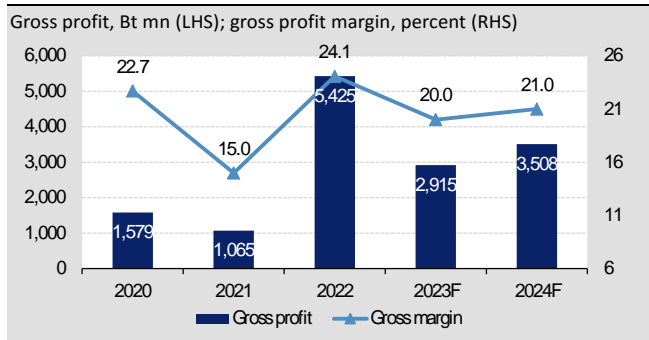
Figure 4: Tuna price


Source: Company data, KGI Securities Research

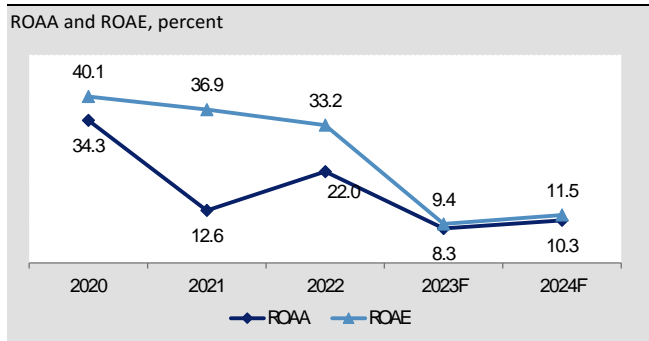
Figure 5: Company profile

i-Tail Corporation (ITC) operates as a large OEM and exporter of pet food with more than 40 years of experience in this industry. The company provides 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 its revenues are from OEM customers and only a small portion are from its owned-brand products (i.e., Bellotta, Marvo, ChangeTer, Calico Bay and Paramount).

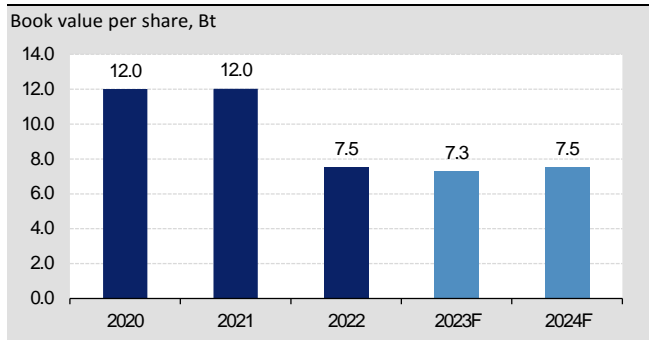
Source: Company data

Figure 7: Gross profit


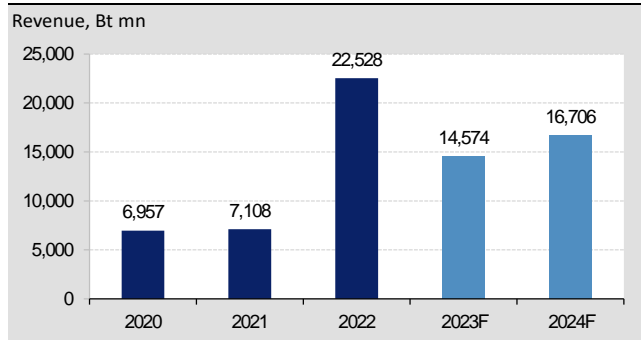
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Company ROAA and ROAE


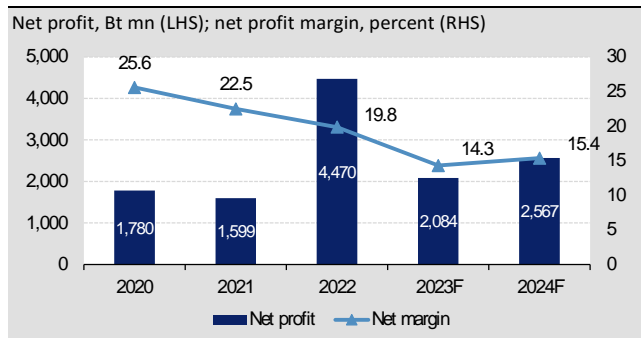
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: BV


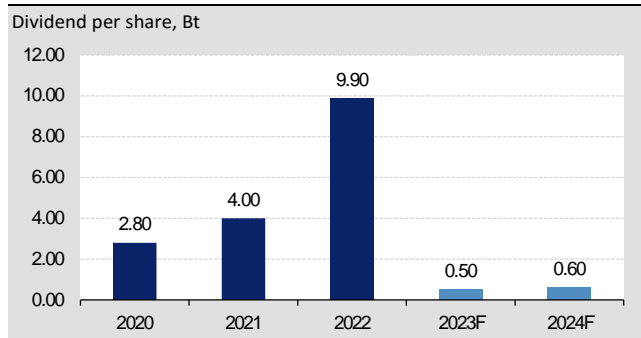
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Revenue


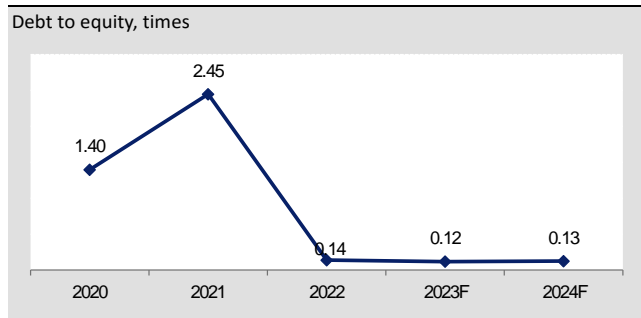
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Net profit


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Dividend


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: 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	MAR-23A	JUN-23A
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	3,586.8	3,242.7
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)	(2,962.0)	(2,644.8)
Gross Profit	408.4	476.7	49.1	130.5	1,032.1	1,489.5	1,634.3	1,268.5	624.8	597.9
Operating Expenses	(107.2)	(160.7)	(149.9)	(162.4)	(282.1)	(322.5)	(324.8)	(337.1)	(300.8)	(297.8)
Other incomes	31.8	25.8	10.9	15.8	48.7	33.7	58.0	107.5	123.2	130.5
Operating Profit	333.0	341.8	(89.9)	(16.1)	798.7	1,200.8	1,367.5	1,038.9	447.2	430.6
Depretiation of Fixed assets	-	-	-	-	138.4	138.4	152.0	141.9	134.8	(134.8)
Operating EBITDA	-	-	-	-	937.1	1,339.1	1,519.5	1,180.8	582.0	295.8
Non-Operating Income	52.7	53.6	35.8	0.2	35.8	198.5	239.0	(274.2)	11.2	11.2
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	52.7	53.6	35.8	0.2	35.8	198.5	239.0	(274.2)	11.2	11.2
Non-Operating Expenses	(5.7)	(7.2)	(7.0)	(4.7)	(9.5)	(14.5)	(28.4)	(33.6)	(5.9)	(1.8)
Interest Expenses	(5.7)	(7.2)	(7.0)	(4.7)	(9.5)	(14.5)	(28.4)	(33.6)	(5.9)	(1.8)
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	452.5	440.0
Current Taxation	(2.9)	2.9	1.2	18.6	59.5	(45.9)	(34.9)	(48.7)	(25.6)	4.3
Minorities	(56.9)	(68.1)	75.6	72.2	0.3	0.7	(0.8)	0.3	(1.8)	(0.2)
Extraordinary items	232.6	291.7	222.9	122.6	39.4	(0.0)	(6.4)	(12.2)	-	0.7
Net Profit	552.8	614.6	238.6	192.7	924.1	1,339.5	1,536.0	670.5	425.2	444.9
EPS(Bt)	1.54	1.71	0.68	0.54	2.57	0.76	0.64	0.22	0.14	0.15
Margins (%)										
Gross Profit Margin	22.9	22.9	3.6	6.9	21.7	26.3	25.8	22.0	17.4	18.4
Operating EBIT Margin	18.6	16.4	(6.6)	(0.9)	16.8	21.2	21.6	18.0	12.5	13.3
Operating EBITDA Margin	NA	NA	NA	NA	19.7	23.6	24.0	20.5	16.2	9.1
Net Profit Margin	30.9	29.5	17.6	10.2	19.4	23.6	24.3	11.6	11.9	13.7
Growth (% YoY)										
Revenue Growth	NA	NA	NA	NA	166.6	172.0	366.9	206.5	(24.7)	(42.8)
Operating EBIT Growth	NA	NA	NA	NA	139.8	251.3	NM	NM	(44.0)	(64.1)
Operating EBITDA Growth	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	(37.9)	(77.9)
Net Profit Growth	NA	NA	NA	NA	67.2	118.0	543.7	248.0	(54.0)	(66.8)

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	24,509.4	25,572.7
Current Asset	6,147.4	10,459.7	20,322.4	17,731.2	17,546.4
Cash and ST Investment	21.6	3.3	10,798.9	10,872.6	9,792.4
Inventories	3,706.6	3,844.6	4,457.0	3,352.0	3,842.3
Account Receivable	2,248.1	1,089.9	3,553.9	2,623.3	3,007.0
Others	171.1	5,521.9	1,512.5	883.4	904.7
Non-Current Assets	4,217.4	4,474.1	5,427.2	6,778.2	8,026.3
LT investment	0.1	-	-	-	-
Net Fixed Assets	4,032.6	4,212.0	4,966.5	6,404.7	7,610.1
Others	184.7	262.1	460.7	373.5	416.1
Total Liabilities	6,040.8	10,602.3	3,143.4	2,623.9	2,909.8
Current Liabilities	4,974.4	9,875.6	2,527.0	1,916.3	2,172.1
Account Payable	1,429.2	4,356.2	2,355.2	1,748.8	2,004.7
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	1,065.5	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
Shareholder's Equity	4,323.9	4,331.5	22,606.1	21,885.5	22,662.9
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	1,967.8	2,735.0
Other components	(459.3)	(562.9)	127.0	(1,477.2)	(1,466.9)

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	(35.3)	14.6
OP	NA	(47.2)	674.6	(50.5)	24.0
EBITDA	NA	(38.5)	518.5	(42.9)	26.6
NP	NA	(10.2)	179.6	(53.4)	23.2
EPS	NA	(10.2)	(43.2)	(72.5)	23.2
Profitability (%)					
Gross Profit Margin	22.7	15.0	24.1	20.0	21.0
Operating Margin	15.5	8.0	19.6	15.0	16.2
Operating EBITDA Margin	18.8	11.3	22.1	19.5	21.5
Net Profit Margin	25.6	22.5	19.8	14.3	15.4
ROAA	34.3	12.6	22.0	8.3	10.3
ROAE	40.1	36.9	33.2	9.4	11.5
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	139.7	244.8	13.9	12.0	12.8
Net Debt/Equity (%)	139.2	244.7	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Interest coverage (x)	49.8	32.6	57.9	247.2	313.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.3	0.8	44.1	104.3	129.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	75.2	45.5	23.8	433.2	245.2
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.6	1.6	20.5	238.2	134.8
Current Ratio (x)	1.2	1.1	8.0	9.3	8.1
Quick Ratio (x)	0.5	0.1	5.7	7.0	5.9
Net Debt (Bt mn)	6,019.2	10,599.0	(7,655.5)	(8,248.7)	(6,882.6)
Per Share Data (bt)					
EPS	4.9	4.4	2.5	0.7	0.9
CFPS	5.5	3.1	0.7	1.7	0.9
BVPS	12.0	12.0	7.5	7.3	7.6
SPS	19.3	19.7	7.5	4.9	5.6
EBITDA/Share	3.6	2.2	1.7	0.9	1.2
DPS	2.80	4.00	9.90	0.50	0.60
Activity					
Asset Turnover (x)	1.3	0.6	1.1	0.6	0.7
Day Receivables	59.0	85.7	37.6	77.4	61.5
Day Inventories	125.8	228.0	88.6	122.2	99.5
Day Payable	28.7	170.8	69.1	71.0	50.0
Cash Cycle	156.1	142.9	57.1	128.6	110.9

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	14,573.7	16,705.7
Cost of Goods Sold	(5,377.9)	(6,043.1)	(17,104.0)	(11,659.0)	(13,197.5)
Gross Profit	1,578.8	1,064.8	5,424.5	2,914.7	3,508.2
Operating Expenses	(577.0)	(580.2)	(1,266.5)	(1,253.3)	(1,353.2)
Other Income	75.9	84.3	247.9	520.0	550.0
Operating Profit	1,077.7	568.8	4,405.9	2,181.4	2,705.0
Depreciation of Fixed Asset	231.3	235.8	570.7	661.8	894.6
Operating EBITDA	1,309.0	804.6	4,976.5	2,843.2	3,599.6
Non-Operating Income	14.9	142.2	199.2	(25.0)	(50.0)
Interest Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non-op Income	14.9	142.2	199.2	(25.0)	(50.0)
Non-Operating Expenses	(26.3)	(24.7)	(86.0)	(11.5)	(11.5)
Interest Expenses	(26.3)	(24.7)	(86.0)	(11.5)	(11.5)
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	2,144.9	2,643.5
Current Taxation	(10.2)	19.7	(70.1)	(53.6)	(66.1)
Minorities	(65.1)	22.8	0.4	(8.4)	(10.3)
Extraordinary items	788.8	869.8	20.8	0.7	0.0
Net Profit	1,779.8	1,598.7	4,470.2	2,083.6	2,567.1
EPS(Bt)	4.94	4.44	2.52	0.69	0.86

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	4,981.6	2,819.8
Profit before tax	2,043.4	1,804.9	4,559.1	2,145.6	2,643.5
Depreciation and Amortization	231.3	235.8	570.7	661.8	894.6
Change in Working Capital	(532.3)	(427.8)	(3,467.0)	2,227.8	(652.2)
Others	232.6	(490.1)	380.1	(53.6)	(66.1)
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	2,881.6	719.8
Financial Cash Flow	(1,435.1)	(588.6)	12,133.8	(1,195.2)	(1,800.0)
Change in Share Capital	(898.0)	(1,257.0)	13,124.5	(1,200.0)	(1,800.0)
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	73.7	(1,080.2)

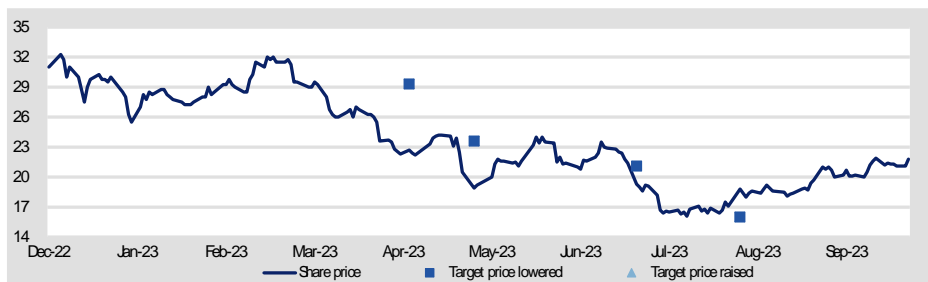
Source: KGI Securities Research

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	80.0%	0.0%	8.6%	11.4%
2024F	79.0%	0.0%	8.1%	12.9%
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	1.09	0.44	0.03	0.6
2024F	0.92	0.46	0.02	0.7
Year	Operating Margin	x $\frac{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}$	= 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	11.4%	0.6	2.5	0.2
2024F	12.9%	0.7	2.5	0.2

Source: KGI Securities Research

i-Tail Corporation - Recommendation & target price history



Date	Rating	Target	Price
31-Jul-23	Neutral	16.00	18.80
26-Jun-23	Neutral	21.10	19.30
2-May-23	Outperform	23.60	18.90
10-Apr-23	Outperform	29.30	22.70

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
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
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	SOC	THE SAIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUST MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH KARNOCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LFH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGOO	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	ASA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GLINKUL	GLINKUL ENGINEERING	SCB	THE SAIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFOO	SEAFOO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BCHI	B.C. HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SAM MAKRO	TKN	TACKAENCI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMFRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CFF	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	TFC 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. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.