

### 1Q24 กำไรดีเกินคาด

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมขึ้นเป็น 26.2 บาท (25XPER'24E) จากเดิม 23.6 บาท หลังปรับประมาณการกำไรทั้งปีขึ้นจากเดิม 11% เพื่อสะท้อนถึงผลประกอบการงวด 1Q24 ที่รายงานกำไรสุทธิดีกว่าที่เราคาดไว้ถึง 17% มาอยู่ที่ 821 ล้านบาท เป็นผลจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด แม้ว่ารายได้จะต่ำกว่าที่คาดไว้เพราะลูกค้ารายใหญ่มีการขอปรับลดปริมาณการส่งลง (แต่รวมถึงปีลูกค้ารายนี้ยังคงเป่าการเติบโตไว้เท่าเดิม ทำให้จะเห็นการฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีได้อย่างมาก) ขณะที่แนวโน้มในช่วง 2Q24 คาดเห็นการเติบโตต่อทั้งจาก 1Q24 และ 2Q23 โดยมีคำสั่งซื้อที่ยืนยันแล้วกว่า 94% สำหรับโรงงานใหม่เลื่อนการเปิดเป็นเดือน มิ.ย. แทนจากเดิมที่จะเปิดในเดือน เม.ย. ซึ่งจะทำให้ค่าเสื่อมราคาเข้ามาน้อยกว่าที่เคยคาดไว้

### 1Q24 กำไรสุทธิ 821 ล้านบาท (+92%YoY,+7%QoQ)

- ITC รายงานกำไรสุทธิงวด 1Q24 ที่ 821 ล้านบาท (+92%YoY,+7%QoQ) ดีกว่าที่เราคาดไว้ถึง 17% เนื่องจากกำไรขั้นต้นที่สูงถึง 25.7% จากผลดีของต้นทุนปลาอุกที่ลดลง และสัดส่วนสินค้าในกลุ่ม Premium ที่เพิ่มขึ้นเป็น 49.6% จากระดับ 44% ใน 1Q23 และ 42% ใน 4Q23
- รายได้ที่ 4,029 ลบ. (+12%YoY,-15%QoQ) ต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อยเพราะลูกค้ารายใหญ่ 1 ราย (สัดส่วนรายได้ประมาณ 14% ของรายได้ทั้งหมด) มีการปรับรอบบัญชีจึงทำให้เลื่อนคำสั่งซื้องวด 1Q24 ออกไปเป็นไตรมาสอื่นแทน โดยเทียบกับปีก่อนเพิ่มขึ้นเพราะปัญหาสต็อกสินค้าคล้อยแล้วและมีการปรับราคาขึ้นได้กว่า 7%YoY แม้ปริมาณขายรวมจะเพิ่มเพียง 1%YoY ก็ตาม ส่วนเทียบกับ 4Q23 การปรับตัวลดลงเป็นผลตามฤดูกาล
- กำไรขั้นต้นที่ 25.7% ดีขึ้นจาก 17.4% ใน 1Q23 และ 22% ใน 4Q23 สูงกว่าที่เราคาดไว้ที่ 22.4% มาก ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ 310 ล้านบาท (+3%YoY,-3%QoQ)
- ส่วนกำไรจ่ายเพียง 8 ล้านบาท (-68%YoY,-90%QoQ) ส่วนหนึ่งทางบริษัทแจ้งว่าเป็นเพราะบริษัทลูกในต่างประเทศผลประกอบการยังไม่ดีนัก ขณะที่รายได้ส่วนใหญ่ในไตรมาสนี้ยังคงได้รับผลดีจากสิทธิ BOI ที่เหลืออยู่ โดยคาดว่าในช่วงที่เหลือจะสุ่ระดับปกติที่ 3-5% ของกำไรก่อนภาษี

### คาดเติบโตเมื่อเทียบรายไตรมาสตลอดทั้งปี

แนวโน้มช่วง 2Q24 ทาง ITC มีคำสั่งซื้อจากลูกค้าแล้วประมาณ 94% ของเป้าที่คาดไว้ (จากการเติบโตระดับ 15%YoY) ซึ่งเพิ่มจาก 60% ณ วันที่เราออกรายงานฉบับก่อนไป ซึ่งคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นส่วนหนึ่งมาจากคำสั่งซื้อที่เลื่อนมาจาก 1Q24 และสินค้าใหม่ที่ ITC มีการร่วมคิดลูกค้าที่จะทยอยส่งมอบในช่วง 2Q24 เป็นต้นไป ซึ่งในช่วง 2H24 ยังคงมีสินค้าใหม่ที่มีกำหนดเปิดตัวและส่งมอบให้ลูกค้าอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่า จะเห็นการเติบโตของรายได้เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าได้ตลอดทั้งปี

ส่วนผลกระทบจากราคาปลาอุกที่ปรับตัวลดลงในช่วงต้นปี ที่อาจจะกระทบกับราคาขายในช่วง 2H24 นั้น ทาง ITC คาดว่าจะถูกชดเชยจากปริมาณขายที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นได้

### แนะนำ "ซื้อ" หลังคาดกำไรทั้งปีโต 38%YoY

จากผลประกอบการที่ออกมาดี ขณะที่แนวโน้มในช่วง 2Q24 คาดกำไรยังรักษาระดับ 800 ล้านบาทได้ต่อ เราจึงปรับกำไรทั้งปีขึ้น 11% มาอยู่ที่ 3,140 ล้านบาท (+38%YoY) และยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เช่นเดิม โดยประเมินมูลค่าเหมาะสมได้ใหม่ที่ 26.2 บาท (25XPER'24E)

### BUY

Fair price: Bt 26.2

Upside (Downside): +25%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	ITC TB
Current price (Bt)	20.1
Market Cap. (Bt m)	60,300
Shares issued (mn)	3,000
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	26.75/15.7
Foreign limit/ actual (%)	49/2.58
NVDR Shareholders (%)	2.1
Free float (%)	21.0
Number of retail holders	14,231
Dividend policy (%)	50
Industry	Agro & Food Industry
Sector	Food & Beverage
CG Rate	
Thai CAC	
SET ESG Rating	

#### Major Shareholders

1 Mar 2024

Thai Union PCL.	78.8
Thai NVDR	2.0
South East Asia UK (Type C) Nominees	0.7
Mr.Sarath Ratanavadi	0.7
BNP PARIBAS SINGAPORE BRANCH	0.6

#### Key Financial Summary

Year End (Dec)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	21,420	15,577	17,808	19,071
Net Profit (Bt m)	4,401	2,283	3,140	3,565
NP Growth (%)	62%	-48%	38%	14%
EPS (Bt)	1.47	0.76	1.05	1.19
PER (x)	21.53	29.73	20.06	17.67
BPS (Bt)	8.35	7.71	7.93	8.18
PBV (x)	3.78	2.94	2.65	2.57
DPS (Bt)	0.20	0.60	0.83	0.94
Div. Yield (%)	0.6%	2.7%	3.9%	4.5%
ROA (%)	15.6%	9.0%	11.9%	13.0%
ROE (%)	17.6%	9.9%	13.2%	14.5%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoosawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

## Earnings Review

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	%QoQ	%YoY
Revenue	3,587	3,243	3,999	4,748	4,029	(15.2)	12.3
Cost of sales	(2,962)	(2,645)	(3,231)	(3,702)	(2,994)	(19.1)	1.1
<b>Gross profit</b>	<b>625</b>	<b>598</b>	<b>768</b>	<b>1,046</b>	<b>1,034</b>	<b>(1.2)</b>	<b>65.5</b>
SG&A	(301)	(298)	(266)	(319)	(310)	(2.8)	3.1
Other (exp)/inc							
<b>EBIT</b>	<b>324</b>	<b>300</b>	<b>502</b>	<b>728</b>	<b>724</b>	<b>(0.4)</b>	<b>123.5</b>
Finance cost	(6)	(2)	(2)	(2)	(1)	(10.3)	(75.0)
Other inc/(exp)	123	130	183	166	163	(1.9)	32.6
<b>Earnings before taxes</b>	<b>441</b>	<b>429</b>	<b>683</b>	<b>892</b>	<b>886</b>	<b>(0.7)</b>	<b>100.8</b>
Income tax	(26)	4	(31)	(80)	(8)	(89.9)	(68.3)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>416</b>	<b>433</b>	<b>653</b>	<b>812</b>	<b>878</b>	<b>8.1</b>	<b>111.2</b>
Equity income	-	-	-	-	-		
Minority interest	-	(0)	0	2	0	(85.9)	N.M.
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>416</b>	<b>433</b>	<b>653</b>	<b>814</b>	<b>878</b>	<b>7.9</b>	<b>111.3</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	11	12	(9)	(46)	(57)	25.4	N.M.
<b>Net profit</b>	<b>427</b>	<b>445</b>	<b>645</b>	<b>768</b>	<b>821</b>	<b>6.9</b>	<b>92.3</b>
EBITDA	459	434	636	965	856	(11.3)	86.5
Recurring EPS (Bt)	0.14	0.14	0.22	0.27	0.29	7.9	111.3
Reported EPS (Bt)	0.14	0.15	0.21	0.26	0.27	6.9	92.3
<b>Profits (%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	17.4	18.4	19.2	22.0	25.7	3.6	8.3
Operating margin	9.0	9.3	12.6	15.3	18.0	2.7	8.9
Net margin	11.9	13.7	16.1	16.2	20.4	4.2	8.5

Source : Company Data, Pi Research

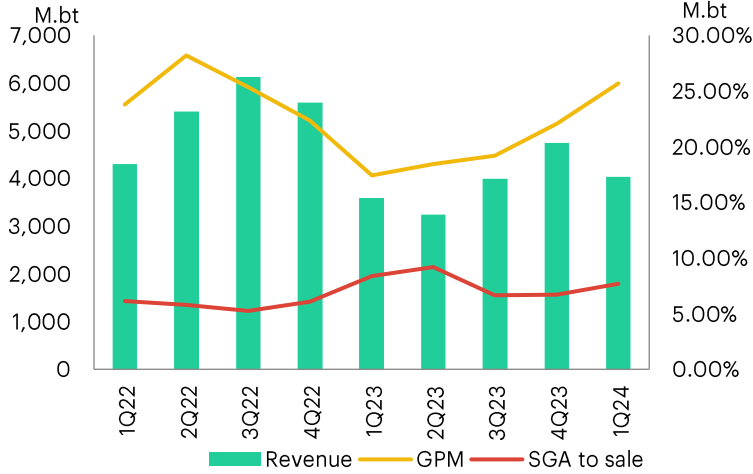
# Stock Update



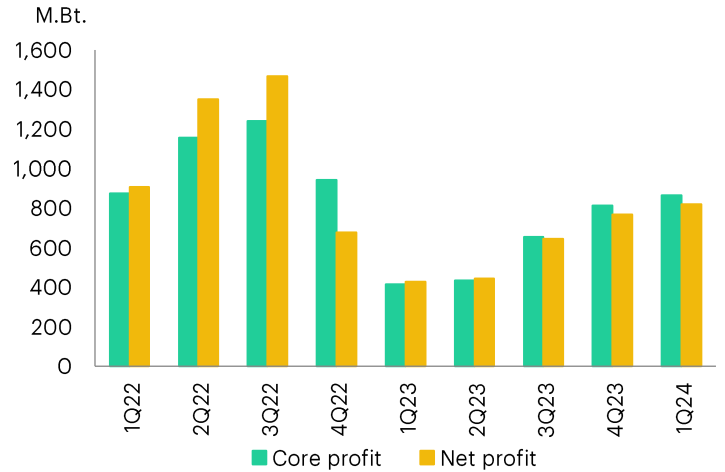
7 MAY 2024

ITC I-Tail Corporation PCL

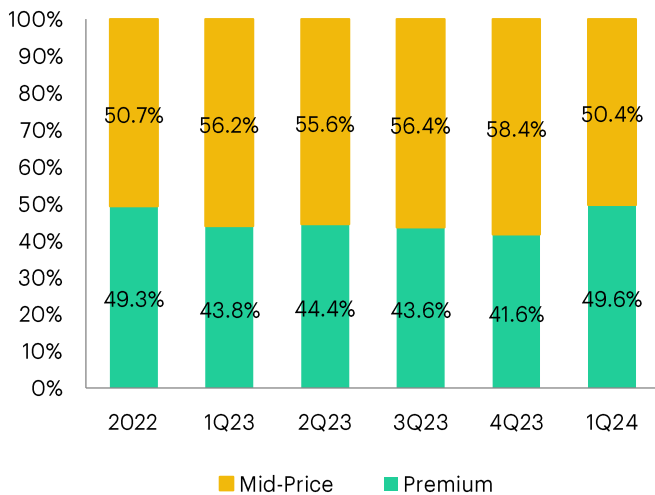
## รายได้ กำไรขั้นต้น และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ต่อรายได้ รายไตรมาส



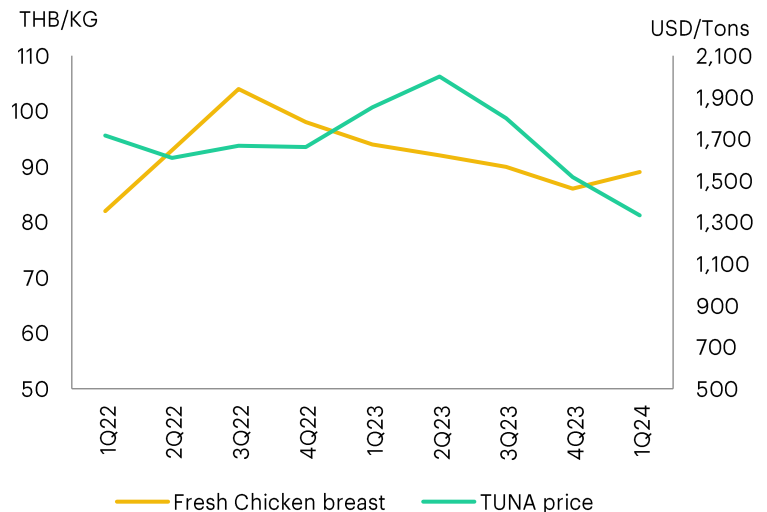
## กำไรสุทธิและกำไรปกติรายไตรมาส



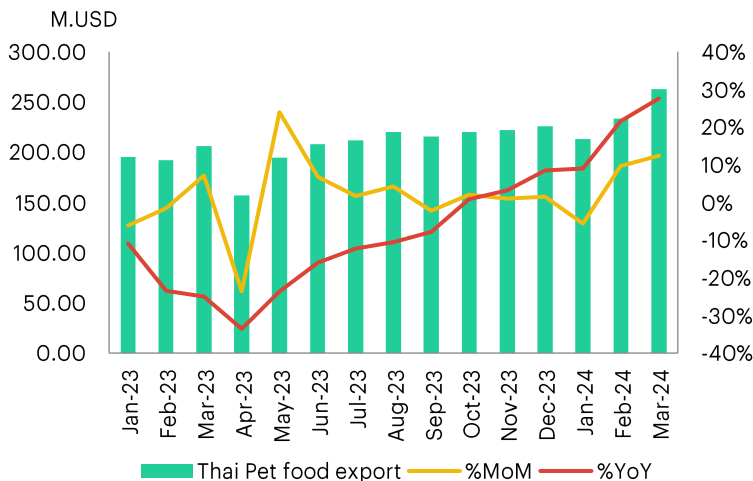
## สัดส่วนสินค้ากลุ่มพรีเมียมกับราคารวม



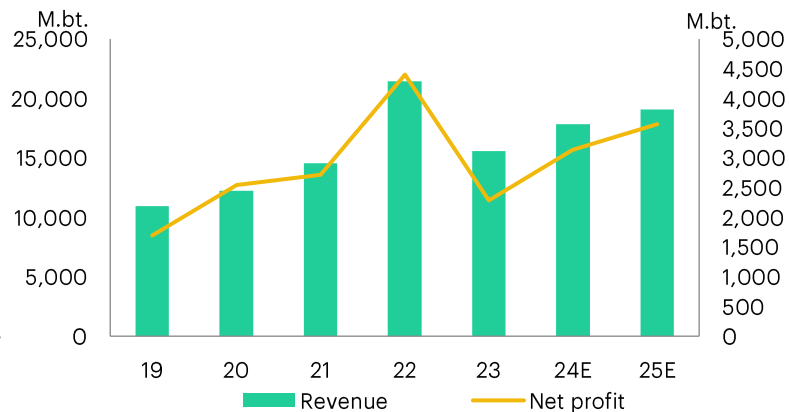
## ราคาวัตถุดิบหลัก



## มูลค่าการส่งออกอาหารสัตว์เลี้ยงของไทย



## รายได้และกำไรสุทธิรายปี



Source: Pi research, company data, MOC

# Stock Update

pi

7 MAY 2024

ITC I-Tail Corporation PCL

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	13,991	11,066	11,883	11,605
Accounts receivable	3,517	3,860	2,921	3,128
Inventories	4,454	3,243	4,452	4,768
Other current assets	788	404	659	706
<b>Total current assets</b>	<b>22,750</b>	<b>18,573</b>	<b>19,914</b>	<b>20,206</b>
Invest. in subs & others	-	878	-	-
Fixed assets - net	4,967	5,563	6,221	6,800
Other assets	461	417	356	381
<b>Total assets</b>	<b>28,178</b>	<b>25,431</b>	<b>26,491</b>	<b>27,388</b>
Short-term debt	14	14	14	14
Accounts payable	2,353	1,520	1,959	2,098
Other current liabilities	150	177	121	124
<b>Total current liabilities</b>	<b>2,516</b>	<b>1,710</b>	<b>2,094</b>	<b>2,235</b>
Long-term debt	-	-	-	-
Other liabilities	617	602	602	602
<b>Total liabilities</b>	<b>3,133</b>	<b>2,312</b>	<b>2,696</b>	<b>2,837</b>
Paid-up capital	3,000	3,000	3,000	3,000
Premium-on-share	18,395	18,395	18,395	18,395
Others	154	(247)	(247)	(247)
Retained earnings	3,480	1,970	2,635	3,389
Non-controlling interests	16	1	12	13
<b>Total equity</b>	<b>25,045</b>	<b>23,119</b>	<b>23,795</b>	<b>24,550</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>28,178</b>	<b>25,431</b>	<b>26,491</b>	<b>27,388</b>
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	21,420	15,577	17,808	19,071
Cost of goods sold	(16,005)	(12,539)	(13,758)	(14,527)
<b>Gross profit</b>	<b>5,415</b>	<b>3,038</b>	<b>4,050</b>	<b>4,544</b>
SG&A	(1,171)	(1,183)	(1,389)	(1,488)
Other income / (expense)				
<b>EBIT</b>	<b>4,244</b>	<b>1,854</b>	<b>2,661</b>	<b>3,056</b>
Depreciation	571	639	849	928
<b>EBITDA</b>	<b>5,062</b>	<b>3,095</b>	<b>4,097</b>	<b>4,614</b>
Finance costs	(83)	(11)	(11)	(11)
Other income / (expense)	247	603	588	629
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>4,409</b>	<b>2,446</b>	<b>3,238</b>	<b>3,674</b>
Income taxes	(48)	(132)	(97)	(110)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>4,361</b>	<b>2,314</b>	<b>3,140</b>	<b>3,564</b>
Equity income	-	-	-	-
Non-controlling interests	-	-	-	0
<b>Core Profit</b>	<b>4,361</b>	<b>2,314</b>	<b>3,140</b>	<b>3,564</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary items	41	(31)	-	1
<b>Net profit</b>	<b>4,401</b>	<b>2,283</b>	<b>3,140</b>	<b>3,565</b>
EPS (Bt)	1.47	0.76	1.05	1.19

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	2,043	2,390	3,909	4,040
CF from investing	(3,389)	(2,994)	(626)	(1,505)
CF from financing	13,897	(3,345)	(2,466)	(2,813)
Net change in cash	12,551	(3,949)	817	(277)

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	1.47	0.76	1.05	1.19
Core EPS (Bt)	1.45	0.77	1.05	1.19
DPS (Bt)	0.20	0.60	0.83	0.94
BVPS (Bt)	8.3	7.7	7.9	8.2
EV per share (Bt)	26.9	18.9	17.0	17.1
PER (x)	21.5	29.7	20.1	17.7
Core PER (x)	21.7	29.3	20.1	17.7
PBV (x)	3.8	2.9	2.6	2.6
EV/EBITDA (x)	16.0	18.4	12.5	11.1
Dividend Yield (%)	0.6	2.7	3.9	4.5

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	25.3	19.5	22.7	23.8
EBITDA margin	23.6	19.9	23.0	24.2
EBIT margin	19.8	11.9	14.9	16.0
Net profit margin	20.5	14.7	17.6	18.7
ROA	15.6	9.0	11.9	13.0
ROE	17.6	9.9	13.2	14.5

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	9.0	10.9	9.5	9.0
Quick ratio (x)	7.3	9.0	7.4	6.9
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (x)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage (x)	51.4	168.3	241.6	277.5
Inventory day (days)	102	94	118	120
Receivable day (days)	60	90	60	60
Payable day (days)	54	44	52	53
Cash conversion cycle (days)	108	141	126	127

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	47.4	(27.3)	14.3	7.1
EBITDA	67.0	(38.9)	32.4	12.6
EBIT	78.7	(56.3)	43.5	14.9
Core profit	79.0	(46.9)	35.7	13.5
Net profit	61.8	(48.1)	37.6	13.5
EPS	(80.6)	(48.1)	37.6	13.5

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

#### ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
  - “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
  - “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)
- หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

#### Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย