

## ปันผลสูง ลุ้นฟื้นตัว 2H25

เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 12.50 บาท เนื่องจาก Upside ที่มากขึ้น ปัจจุบันซื้อขายเพียง 10.9xPE'25E เทียบกับ ROE > 20% นอกจากนี้บริษัทมีสถานะเงินสดสุทธิสามารถจ่ายผลตอบแทนเงินปันผลที่น่าดึงดูด 10%-11% ในปี 2025-26 ขณะที่แนวโน้มยอดขายชาเขียวออกจากร้านค้าปลายทางยังประคองตัวได้ดี ลดลงบ้างตามสภาพอากาศ ยอดขายน้ำต่าง PH+ ยังโตต่อเนื่อง รับลูกค้า OEM ถึงอัตราการใช้กำลังการผลิตดีขึ้น

### รับกลยุทธ์รับมือสภาพอากาศและกำลังซื้อผู้บริโภค

- บริษัทอยู่ระหว่างการทบทวนเป้าหมายยอดขายปี 2025 ที่ 9.5 พันล้านบาท โดยยังคงเน้นเพิ่มช่องทางจำหน่ายในร้านโชห่วย โดยทำ Campaign การตลาดในช่วง 1 เม.ย.- 31 ส.ค. 2025 ในสินค้าขายดีของ Ichitan และ Yen Yen, นอกจากนี้ยังทำสินค้าที่มีขนาดใหญ่ขึ้นตอบโจทย์ผู้บริโภคที่ต้องการความคุ้มค่า เช่น น้ำต่าง 1 ลิตร และชาเขียวพร้อมดื่ม ขนาด 840 ml.

### ตลาดชาพร้อมดื่มชะลอตัวบ้างตามสภาพอากาศ

- อัตราการเติบโตของตลาดชาพร้อมดื่มลดลง 0.6% ในเชิงมูลค่าและลดลง 0.2% ในเชิงปริมาณในช่วงเดือน ม.ค.-มี.ค. 2025 ใกล้เคียงกับภาวะรวมตลาดเครื่องดื่มที่ลดลง 0.3% ในเชิงปริมาณ ซึ่งตลาดชาพร้อมดื่มทำได้ดีกว่ากลุ่มเครื่องดื่ม Category อื่นๆ ที่ให้ความสดชื่น เช่น น้ำอัดลม -4.6% YoY, น้ำผลไม้ -2.5% YoY ในเชิงปริมาณ หากดูเป็นรายเดือนจะพบว่าตลาดชาเขียวมีอัตราการเติบโตที่ +0.2%/-2.6%/+0.4%/-4.0% ในเดือน ม.ค./ก.พ./มี.ค./เม.ย. 2025
- เราประเมินว่าปี 2025 ยอดขายชาพร้อมดื่มของ Ichitan จะลดลง 10% จากการลดสต็อกของคู่ค้า แม้ว่ายอดขายออกจะประคองตัวได้ดี สะท้อนผ่านยอดขาย Green Tea ที่ 1.24 พันล้านบาท (-18%YoY) และ Yen Yen ที่ 193 ล้านบาท (-30%YoY) ในช่วง 1Q25
- การเข้ามาทำตลาดชาเขียวพร้อมดื่มขวด 10 บาทของโออิชิ ซึ่งเดิมเน้นทำตลาดในระดับราคามากกว่า 10 บาท/ขวด เราเชื่อว่าไม่มีผลกระทบแบบมีนัยสำคัญต่อชาเขียวพร้อมดื่มอิชิตันขวด 10 บาท เนื่องจากส่วนแบ่งการตลาดของ Ichitan เพิ่มขึ้นเป็น 33.40% ในช่วงเดือน ม.ค.-มี.ค. 2025 เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ 32.99%

### รับ OEM หนุน U-rate ดีขึ้น

- ในช่วง 1Q25 บริษัทขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 1,700 ล้านขวด/ปี (+13% จากกำลังการผลิตเดิม) ทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตลดลงเป็น 64% 1Q25 จาก 71% ใน 4Q24 และ 77% ใน 1Q24
- คำสั่งซื้อลูกค้า OEM มีอย่างต่อเนื่องจากทั้งลูกค้าน้ำมะพร้าว IF และ TKN รวมถึงลูกค้าอื่นๆ โดยคาดเห็นรายได้ 185 ล้านบาท ในช่วง 2Q25 และมากกว่า 170 ล้านบาท/ไตรมาสในช่วง 2H25
- เราประเมินกำไรปกติ 2Q25 ลดลงเล็กน้อย YoY จากยอดขาย Green Tea และ Yen Yen ที่ลดลง YoY แต่คาดกำไรปกติยังโต YoY จากการรับรู้กำไรจากการขายที่ดิน 120 ล้านบาท โดยเราคาดการณ์จ่ายปันผลช่วง 1H25 ที่ราว 0.5-0.6 บาท/หุ้น ใกล้เคียงกับปีก่อน

### แนะนำ "ซื้อ" รับปันผล 10% ลุ้นฟื้นตัว 2H25

มูลค่าพื้นฐาน 12.50 บาท คำนวณด้วยวิธี PE multiple ที่ 14xPE'25E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มเครื่องดื่มเล็กน้อย สะท้อนภาพการเติบโตที่น้อยกว่ากลุ่ม

## BUY

Fair price: Bt12.50

Upside (Downside): 28%

### Key Statistics

|                           |                 |
|---------------------------|-----------------|
| Bloomberg Ticker          | ICHI TB         |
| Current price (Bt)        | 9.75            |
| Market Cap. (Bt m)        | 12,675          |
| Shares issued (mn)        | 1,300           |
| Par value (Bt)            | 1.00            |
| 52 Week high/low (Bt)     | 17.7 / 10.0     |
| Foreign limit/ actual (%) | 49/8.79         |
| NVDR Shareholders (%)     | 4.8             |
| Free float (%)            | 53              |
| Number of retail holders  | 15,146          |
| Dividend policy (%)       | 40              |
| Industry                  | Agro & Food     |
| Sector                    | Food & Beverage |
| CG Rate                   | ▲▲▲▲▲           |
| Thai CAC                  | Certified       |
| SET ESG Ratings           | A               |

### Major Shareholders

10 Mar 2025

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| Mr. Tan Passakornnatee        | 27.7 |
| THAI NVDR COMPANY LIMITED     | 4.7  |
| Mrs. Eng Passakornnatee       | 4.6  |
| Miss Klainatee Passakornnatee | 4.6  |
| Mr. Passakorn Passakornnatee  | 4.6  |

### Key Financial Summary

| Year End Dec        | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E |
|---------------------|-------|-------|--------|-------|
| Revenue (Bt m)      | 8,050 | 8,594 | 8,245  | 8,690 |
| Core EPS (Bt)       | 0.85  | 1.03  | 0.90   | 1.00  |
| Core EPS growth (%) | 71.5  | 22.1  | (13.2) | 11.2  |
| Net Profit (Bt m)   | 1,100 | 1,306 | 1,165  | 1,296 |
| NP Growth (%)       | 71.5  | 18.7  | (10.8) | 11.2  |
| EPS (Bt)            | 0.85  | 1.00  | 0.90   | 1.00  |
| PER (x)             | 11.5  | 9.7   | 10.9   | 9.8   |
| BPS (Bt)            | 4.5   | 4.4   | 4.2    | 4.1   |
| PBV (x)             | 2.2   | 2.2   | 2.3    | 2.4   |
| DPS (Bt)            | 1.00  | 1.10  | 1.10   | 1.10  |
| Div. Yield (%)      | 10.3  | 11.3  | 11.3   | 11.2  |
| ROA (%)             | 15.3  | 18.4  | 17.0   | 19.2  |
| ROE (%)             | 18.8  | 22.9  | 21.4   | 24.4  |

Source: Pi Estimated

Analyst: Thanawich Boonchuwong

Registration No.110556

Email: thanawich.bo@pi.financial

# Stock Update

pi

5 JUNE 2025

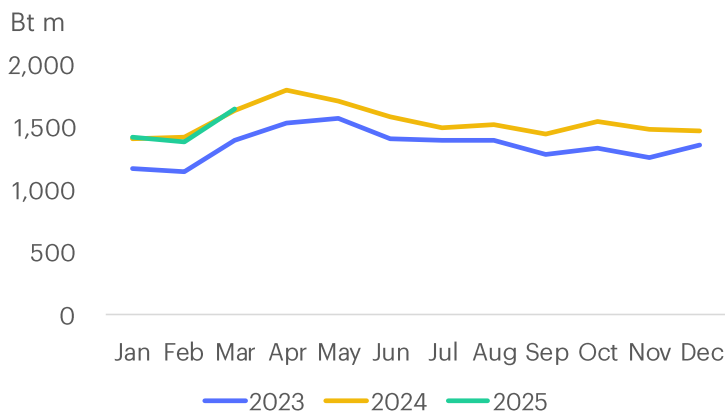
ICHI Ichitan Group PCL

## ออกสินค้าใหม่ Big size

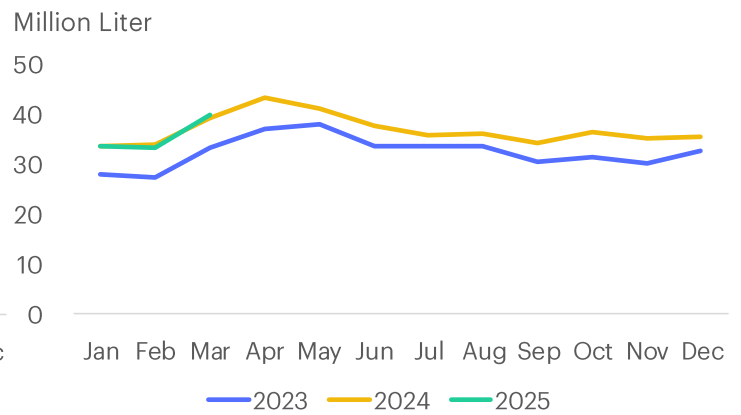


Source: Ichitan

## มูลค่าตลาดชาพร้อมดื่มในประเทศไทย

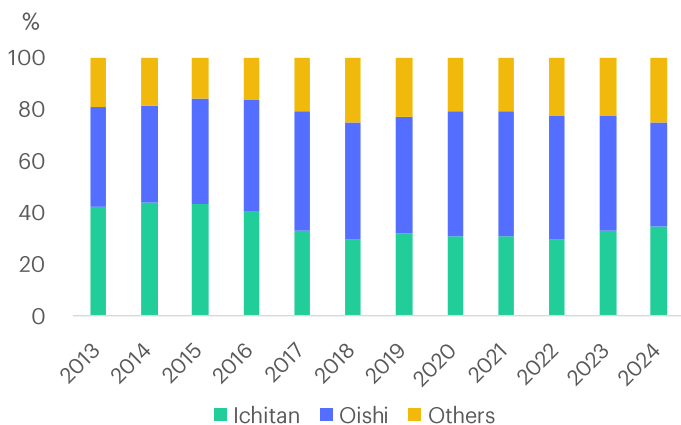


Source: Nielsen

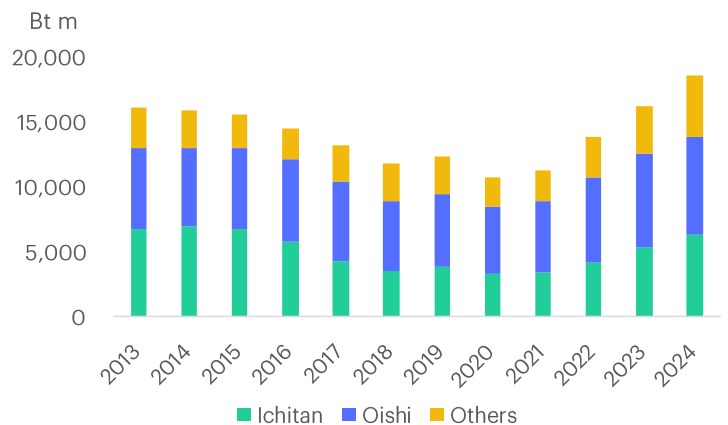


Source: Nielsen

## ส่วนแบ่งการตลาดชาพร้อมดื่มในประเทศไทย



Source: Nielsen



Source: Nielsen

## Earnings Review

| (Bt m)                            | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | %QoQ    | %YoY    |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue                           | 2,140   | 2,304   | 2,142   | 2,008   | 1,746   | (13.1)  | (18.4)  |
| Cost of sales                     | (1,582) | (1,695) | (1,592) | (1,513) | (1,334) | (11.8)  | (15.7)  |
| Gross profit                      | 558     | 609     | 550     | 495     | 411     | (16.9)  | (26.3)  |
| SG&A                              | (131)   | (180)   | (112)   | (165)   | (121)   | (26.9)  | (7.7)   |
| Other (exp)/inc                   | 9       | 6       | 6       | 6       | 5       | (22.5)  | (45.0)  |
| EBIT                              | 436     | 435     | 444     | 336     | 296     | (12.0)  | (32.2)  |
| Finance cost                      | (0)     | (0)     | (0)     | (0)     | (0)     | (7.3)   | (23.3)  |
| Other inc/(exp)                   | 5       | 4       | 2       | 7       | 3       | (51.8)  | (27.3)  |
| Earnings before taxes             | 440     | 438     | 446     | 343     | 299     | (12.9)  | (32.2)  |
| Income tax                        | (88)    | (87)    | (89)    | (69)    | (60)    | (13.5)  | (32.2)  |
| Earnings after taxes              | 352     | 352     | 356     | 274     | 239     | (12.7)  | (32.2)  |
| Equity income                     | 12      | 1       | 1       | (4)     | 6       | (243.9) | (44.9)  |
| Minority interest                 | -       | -       | -       | -       | -       | N.A.    | N.A.    |
| Earnings from cont. operations    | 364     | 353     | 357     | 269     | 245     | (8.9)   | (32.6)  |
| Forex gain/(loss) & unusual items | -       | 26      | -       | (63)    | -       | N.A.    | N.A.    |
| Net profit                        | 364     | 379     | 357     | 206     | 245     | 18.8    | (32.6)  |
| EBITDA                            | 595     | 608     | 590     | 421     | 450     | 6.9     | (24.3)  |
| Recurring EPS (Bt)                | 0.28    | 0.27    | 0.27    | 0.21    | 0.19    | (8.9)   | (32.6)  |
| Reported EPS (Bt)                 | 0.28    | 0.29    | 0.27    | 0.16    | 0.19    | 18.8    | (32.6)  |
| Profits (%)                       | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | chg QoQ | chg YoY |
| Gross margin                      | 26.1    | 26.4    | 25.7    | 24.6    | 23.6    | (1.1)   | (2.5)   |
| Operating margin                  | 20.4    | 18.9    | 20.7    | 16.7    | 16.9    | 0.2     | (3.4)   |
| Net margin                        | 17.0    | 16.4    | 16.7    | 10.3    | 14.0    | 3.8     | (2.9)   |

Source: Pi research, company data

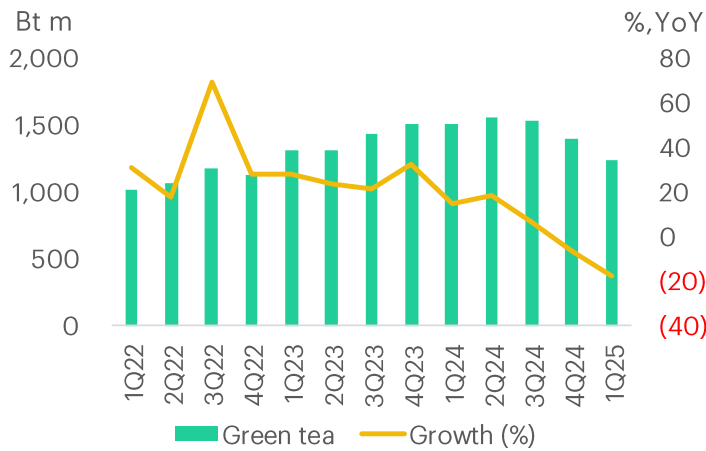
### อากาศหนาวเย็นกดดันกำไร 1Q25 ลดลง YoY

- รายงานกำไรสุทธิ 1Q25 ที่ 245 ล้านบาท (-33%YoY, +19%QoQ) โดยกำไร 1Q25 คิดเป็น 21% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2025
- การลดลง YoY เป็นผลจากยอดขายลดลง 18%YoY จากตามปริมาณการบริโภคเครื่องดื่มที่ให้ความสดชื่นลดลงจากสภาพอากาศหนาวเย็นกว่าปีก่อน, อัตรากำไรขั้นต้นหดตัว 250 bps YoY จากปริมาณการผลิตที่ลดลง (อัตราการใช้กำลังการผลิตหลังรวมกำลังการผลิตใหม่ 65% ใน 1Q25 เทียบกับ 77% ของกำลังการผลิตเดิมใน 1Q24), ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่เพิ่มขึ้น 80 bps YoY จากยอดขายที่ลดลง
- มียอดขาย 1Q25 ที่ 1.75 พันล้านบาท (-18%YoY, -13%QoQ) ผลจากอุณหภูมิที่ต่ำกว่าปีก่อนทำให้ปริมาณการบริโภคเครื่องดื่มลดลง ยอดขายที่ลดลงนำมาซึ่งอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ลดลงเป็น 65% ใน 1Q25 บนกำลังการผลิตใหม่ที่ 1,700 ล้านขวด/ปี ที่เริ่มเดินเครื่องในเดือน ก.พ. 2025 เทียบกับ 77% และ 71% บนกำลังการผลิตเดิมที่ 1,500 ล้านขวด/ปี ใน 1Q24 และ 4Q24 ตามลำดับ ทำให้อัตราอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะหดตัว 250 bps YoY และ 110 bps QoQ เป็น 23.6% ใน 1Q25 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น YoY ใน 1Q25 เป็นผลจากยอดขายที่ลดลง YoY
- ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในกิจการร่วมค้าลดลง 45% YoY ใน 1Q25 เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการเปิดตัวสินค้าใหม่เพื่อเพิ่มยอดขาย

5 JUNE 2025

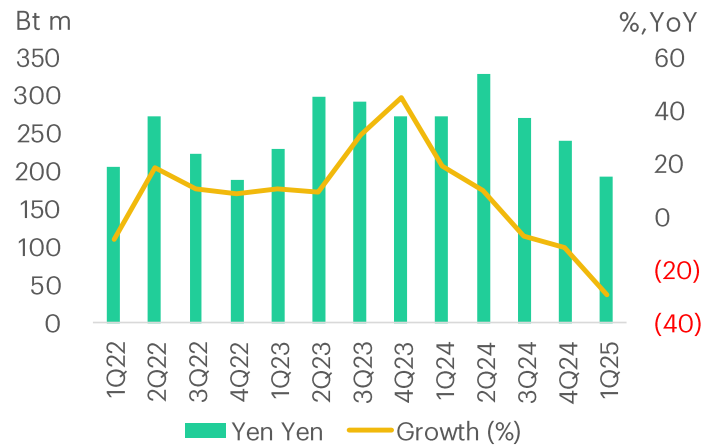
ICHI Ichitan Group PCL

## ยอดขายชาเขียว



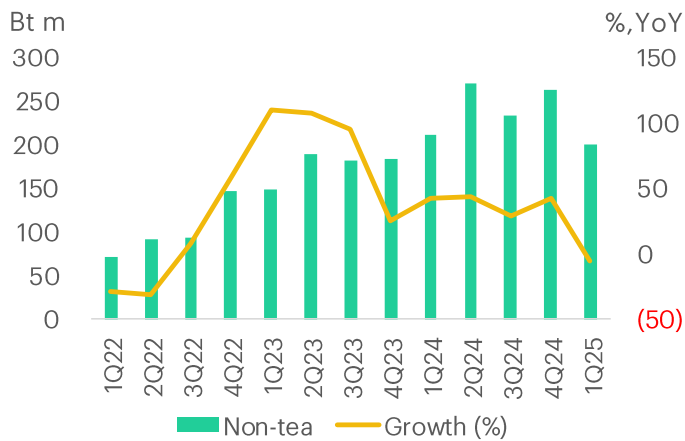
Source: Pi research, company data

## ยอดขายเครื่องดื่มสมุนไพร (Yen Yen)



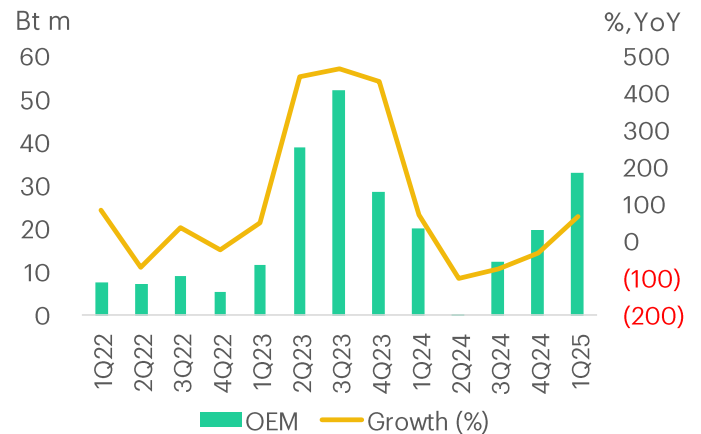
Source: Pi research, company data

## ยอดขายเครื่องดื่มอื่นๆที่ไม่ใช่ชาเขียว



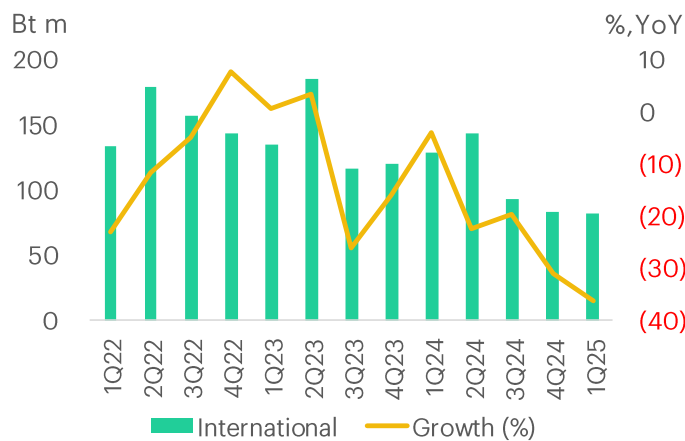
Source: Pi research, company data

## รายได้จ้างผลิตสินค้า (OEM)



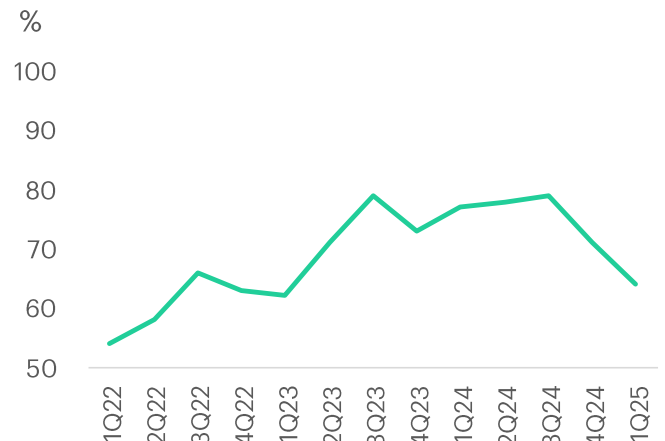
Source: Pi research, company data

## ยอดขายในตลาดต่างประเทศ



Source: Pi research, company data

## อัตราการใช้จ่ายในการผลิต



Source: Pi research, company data

# Stock Update

5 JUNE 2025

ICHI Ichitan Group PCL

pi

## ยอดขายตลาดในประเทศ



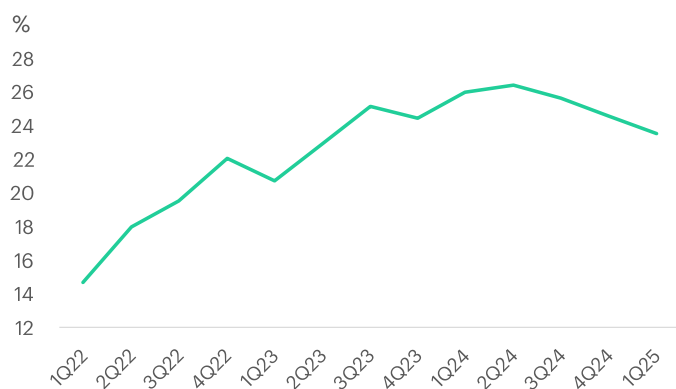
Source: Pi research, company data

## ยอดขายในตลาดต่างประเทศ



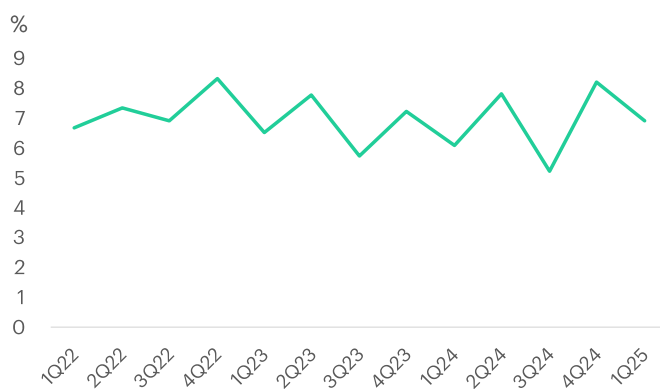
Source: Pi research, company data

## อัตรากำไรขั้นต้น



Source: Pi research, company data

## อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย



Source: Pi research, company data

## Sector summary

| Company | Rec  | TP (Bt) | Upside (%) | Core P/E (X) |       |       | Core EPS Growth (%) |       |       | Dividend Yield (%) |       |       | ROE(%) |       |       |
|---------|------|---------|------------|--------------|-------|-------|---------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|         |      |         |            | 2024         | 2025E | 2026E | 2024                | 2025E | 2026E | 2024               | 2025E | 2026E | 2024   | 2025E | 2026E |
| CBG     | BUY  | 70.00   | 23         | 20           | 17    | 16    | 49                  | 17    | 7     | 2.3                | 3.8   | 4.0   | 21.7   | 21.9  | 21.6  |
| OSP     | BUY  | 19.00   | 20         | 16           | 15    | 15    | 22                  | 4     | 1     | 3.8                | 6.6   | 6.7   | 10.4   | 18.2  | 18.3  |
| ICHI    | BUY  | 12.50   | 28         | 9            | 11    | 10    | 22                  | (13)  | 11    | 11.3               | 11.3  | 11.2  | 22.9   | 21.4  | 24.4  |
| SAPPE   | SELL | 29.00   | 3          | 7            | 10    | 10    | 14                  | (27)  | 1     | 8.0                | 6.7   | 7.3   | 27.9   | 19.1  | 17.9  |
| COCOCO  | HOLD | 7.60    | 25         | 12           | 13    | 10    | 26                  | (4)   | 33    | 4.9                | 5.0   | 6.6   | 18.7   | 17.6  | 20.9  |
| Average |      |         |            | 13           | 13    | 12    | 27                  | (5)   | 11    | 6.0                | 6.7   | 7.2   | 20.3   | 19.6  | 20.6  |

Source : Company Data, Pi Research

ในอดีตตลาดชาเขียวพร้อมดื่มเคยได้รับความนิยมมากจากกระแสการดื่มเพื่อสังขิงโซด โดยมีมูลค่าตลาดเติบโตกว่าเท่าตัวในช่วง 3 ปี จนแตะจุดสูงสุดในช่วงปี 2013 ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท ก่อนปรับตัวแตะจุดต่ำสุดในปี 2018 ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท และฟื้นตัวกลับมาตามเทรนด์กระแสสุขภาพและความคุ้มค่าของราคา จนสามารถกลับมาแตะระดับ 1.6 หมื่นล้านบาทได้อีกครั้งในปี 2023 และขยายตัวต่อเนื่องแตะ 1.86 หมื่นล้านบาท (+14%YoY) ในปี 2024 จากสภาพอากาศที่ร้อนจัด การเพิ่มพื้นที่ขายในตู้แช่จากราคาที่ขยับเยาะกว่าสินค้าอื่นๆ



Pi Securities



@pisecurities



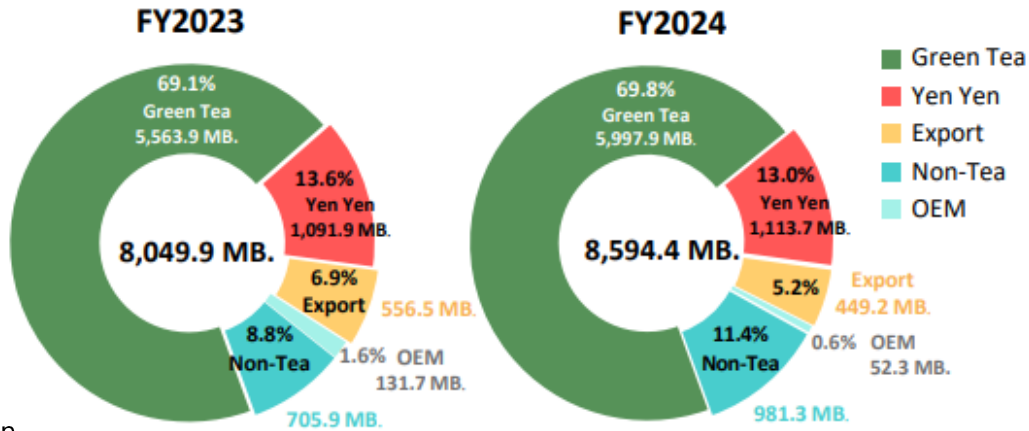
support@pi.financial



www.pi.financial

Investing, simplified.

## โครงสร้างรายได้



Source: Ichitan

### ปัจจัยเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากการบริหารงานที่พึ่งพาผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และแบรนด์สินค้าเป็นตัวสะท้อนถึงภาพลักษณ์ของผู้บริหารคนสำคัญของบริษัทฯ (คุณตัน ภาสกรนที) ซึ่งถือหุ้นในบริษัท 27.74% ถือว่าเป็นบุคคลสำคัญในการขับเคลื่อนบริษัทตลอดจนมีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับในอุตสาหกรรมเครื่องดื่ม
- ความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบหลัก เช่น น้ำตาล เบ็ดพลาสติก ในชาเขียว
- การแข่งขันในตลาดชาเขียวพร้อมดื่มที่อาจเพิ่มขึ้นหากมีผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาแข่งขันในตลาด

### การวิเคราะห์ปัจจัย ESG

ปี 2024 SET ESG Rating: A

- ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)  
บริษัทให้ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่อง โดยกำกับให้มีคณะทำงานเพื่อการพัฒนาที่ยั่งยืน ทำหน้าที่กำหนดแนวทางดำเนินการ และติดตามผลการบริหารจัดการในเรื่องที่เกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมทั้งภายในและภายนอกองค์กร ภายใต้แนวคิด 3R คือลดการใช้ (Reduce) การใช้ซ้ำ (Reuse) และการนำกลับมาใช้ใหม่ (Recycle) ทำให้สามารถลดปริมาณ ของเสียในกระบวนการผลิต ลดการทิ้งเศษวัสดุออกสู่ภายนอกและลดค่าใช้จ่ายในการกำจัดของเสีย มีการปรับปรุงกระบวนการผลิต เพื่อลดการใช้พลังงาน พร้อมทั้งมี การกำหนดให้มีการตรวจวัดผลกระทบอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ บริษัทได้ผ่านเกณฑ์มาตรฐานอุตสาหกรรมทุกรายการ และไม่ส่งผลกระทบต่อทำลายสภาพแวดล้อมและทรัพยากรของชุมชน  
>>> การโครงการต่างๆดังกล่าวเป็นผลให้อัตราการขึ้นต้นของบริษัทปรับตัวดีขึ้น 230 bps YoY ในช่วงปี 2024 ที่ผ่านมาและคาดว่าจะมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง
- ประเด็นด้านสังคม (S)  
บริษัทพัฒนาผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มที่มีน้ำตาลน้อยหรือปราศจากน้ำตาลอย่างต่อเนื่อง และมีระบบตรวจสอบคุณภาพก่อนถึงลูกค้า/ผู้บริโภค (Quality Assurance) ที่ได้รับการรับรองการผลิตตามมาตรฐานสากล เช่น FSSC22000 นอกจากนี้บริษัทยังส่งเสริมโอกาสทางการศึกษาแก่นักเรียน  
>>> การทำดังกล่าวส่งผลให้ยอดขายสินค้าที่ใช้ใช้น้ำตาลน้อยหรือปราศจากน้ำตาลเข้ามามีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นช่วงเสริมสร้างการเติบโตของยอดขายบริษัท กล่าวคือยอดขายน้ำดื่ม PH+ เติบโตอย่างต่อเนื่องในทุกๆเดือนจนแตะ 60-70 ล้านบาท/เดือน
- ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)  
บริษัทมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้องครบถ้วน ตามกฎระเบียบการเปิดเผยข้อมูลของสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเปิดเผยหลากหลายช่องทาง เช่น แบบ 56-1 One Report (รายงานประจำปี) รายงานการพัฒนาอย่างยั่งยืน (SD Report) ระบบข่าวของตลาดหลักทรัพย์ (SET Link) และบนเว็บไซต์บริษัท โดยวันที่ 5 สิงหาคม 2019 บริษัทประกาศเจตนารมณ์แนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริตคอร์รัปชัน (Thai Private Sector Collective Action Against Corruption : CAC) โดยร่วมมือกับภาครัฐ เอกชน และหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อสร้างมาตรฐานการประกอบธุรกิจที่โปร่งใส บริษัทมีกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารและเป็นกรรมการอิสระ 3 คน คิดเป็น 33% ของกรรมการทั้งหมด  
>>> จากสิ่งที่บริษัททำดังกล่าวเป็นผลให้สภาพคล่องการซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดรองดี

## Summary financials

| Balance Sheet (Bt m)                  | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash & equivalents                    | 735          | 1,199        | 1,139        | 1,480        | 1,798        |
| Accounts receivable                   | 1,229        | 1,467        | 1,492        | 1,430        | 1,507        |
| Inventories                           | 588          | 511          | 717          | 716          | 730          |
| Other current assets                  | 75           | 66           | 101          | 101          | 101          |
| <b>Total current assets</b>           | <b>2,627</b> | <b>3,243</b> | <b>3,449</b> | <b>3,727</b> | <b>4,136</b> |
| Invest. in subs & others              | 220          | 225          | 151          | 151          | 151          |
| Fixed assets - net                    | 4,272        | 3,554        | 3,315        | 2,803        | 2,291        |
| Other assets                          | 267          | 183          | 167          | 169          | 171          |
| <b>Total assets</b>                   | <b>7,386</b> | <b>7,205</b> | <b>7,081</b> | <b>6,850</b> | <b>6,748</b> |
| Short-term debt                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Accounts payable                      | 504          | 628          | 564          | 584          | 610          |
| Other current liabilities             | 607          | 634          | 718          | 721          | 729          |
| <b>Total current liabilities</b>      | <b>1,110</b> | <b>1,262</b> | <b>1,283</b> | <b>1,305</b> | <b>1,339</b> |
| Long-term debt                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| Other liabilities                     | 105          | 102          | 88           | 92           | 94           |
| <b>Total liabilities</b>              | <b>1,216</b> | <b>1,364</b> | <b>1,370</b> | <b>1,397</b> | <b>1,433</b> |
| Paid-up capital                       | 1,300        | 1,300        | 1,300        | 1,300        | 1,300        |
| Premium-on-share                      | 3,572        | 3,572        | 3,572        | 3,572        | 3,572        |
| Others                                | (59)         | (58)         | (64)         | (64)         | (64)         |
| Retained earnings                     | 1,357        | 1,028        | 904          | 646          | 508          |
| Non-controlling interests             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Total equity</b>                   | <b>6,170</b> | <b>5,842</b> | <b>5,711</b> | <b>5,453</b> | <b>5,315</b> |
| <b>Total liabilities &amp; equity</b> | <b>7,386</b> | <b>7,205</b> | <b>7,081</b> | <b>6,850</b> | <b>6,748</b> |
| Income Statement (Bt m)               | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        |
| Revenue                               | 6,340        | 8,050        | 8,594        | 8,245        | 8,690        |
| Cost of goods sold                    | (5,154)      | (6,163)      | (6,382)      | (6,273)      | (6,535)      |
| <b>Gross profit</b>                   | <b>1,187</b> | <b>1,887</b> | <b>2,212</b> | <b>1,973</b> | <b>2,156</b> |
| SG&A                                  | (465)        | (550)        | (588)        | (563)        | (585)        |
| Other income / (expense)              | 18           | 27           | 27           | 25           | 25           |
| <b>EBIT</b>                           | <b>740</b>   | <b>1,365</b> | <b>1,651</b> | <b>1,435</b> | <b>1,596</b> |
| Depreciation                          | 570          | 569          | 573          | 580          | 580          |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>1,393</b> | <b>1,946</b> | <b>2,214</b> | <b>2,038</b> | <b>2,200</b> |
| Finance costs                         | (2)          | (2)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| Non-other income / (expense)          | 1            | 8            | 18           | 15           | 15           |
| <b>Earnings before taxes (EBT)</b>    | <b>739</b>   | <b>1,370</b> | <b>1,667</b> | <b>1,448</b> | <b>1,609</b> |
| Income taxes                          | (179)        | (275)        | (333)        | (291)        | (322)        |
| <b>Earnings after taxes (EAT)</b>     | <b>559</b>   | <b>1,096</b> | <b>1,334</b> | <b>1,157</b> | <b>1,287</b> |
| Equity income                         | 82           | 5            | 9            | 8            | 9            |
| Non-controlling interests             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Core Profit</b>                    | <b>642</b>   | <b>1,100</b> | <b>1,343</b> | <b>1,165</b> | <b>1,296</b> |
| FX Gain/Loss & Extraordinary items    | -            | -            | (37)         | -            | -            |
| <b>Net profit</b>                     | <b>642</b>   | <b>1,100</b> | <b>1,306</b> | <b>1,165</b> | <b>1,296</b> |
| <b>EPS (Bt)</b>                       | <b>0.49</b>  | <b>0.85</b>  | <b>1.00</b>  | <b>0.90</b>  | <b>1.00</b>  |

| Cashflow Statement (Bt m) | 2022  | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|---------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| CF from operation         | 1,197 | 1,558   | 1,544   | 1,842   | 1,832   |
| CF from investing         | (397) | 233     | (209)   | (50)    | (50)    |
| CF from financing         | (667) | (1,401) | (1,448) | (1,451) | (1,464) |
| Net change in cash        | 133   | 390     | (113)   | 341     | 318     |

| Valuation          | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS (Bt)           | 0.49 | 0.85 | 1.00 | 0.90  | 1.00  |
| Core EPS (Bt)      | 0.49 | 0.85 | 1.03 | 0.90  | 1.00  |
| DPS (Bt)           | 0.60 | 1.00 | 1.10 | 1.10  | 1.10  |
| BVPS (Bt)          | 4.7  | 4.5  | 4.4  | 4.2   | 4.1   |
| EV per share (Bt)  | 9.2  | 8.8  | 8.9  | 8.6   | 8.4   |
| PER (x)            | 19.8 | 11.5 | 9.7  | 10.9  | 9.8   |
| Core PER (x)       | 19.8 | 11.5 | 9.4  | 10.9  | 9.8   |
| PBV (x)            | 2.1  | 2.2  | 2.2  | 2.3   | 2.4   |
| EV/EBITDA (x)      | 8.6  | 5.9  | 5.2  | 5.5   | 4.9   |
| Dividend Yield (%) | 6.2  | 10.3 | 11.3 | 11.3  | 11.2  |

| Profitability Ratios (%) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|--------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Gross profit margin      | 18.7 | 23.4 | 25.7 | 23.9  | 24.8  |
| EBITDA margin            | 22.0 | 24.2 | 25.8 | 24.7  | 25.3  |
| EBIT margin              | 11.7 | 17.0 | 19.2 | 17.4  | 18.4  |
| Net profit margin        | 10.1 | 13.7 | 15.2 | 14.1  | 14.9  |
| ROA                      | 8.7  | 15.3 | 18.4 | 17.0  | 19.2  |
| ROE                      | 10.4 | 18.8 | 22.9 | 21.4  | 24.4  |

| Financial Strength Ratios    | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Current ratio (x)            | 2.4   | 2.6   | 2.7   | 2.9   | 3.1   |
| Quick ratio (x)              | 1.8   | 2.2   | 2.1   | 2.3   | 2.5   |
| Int.-bearing Debt/Equity (x) | -     | -     | -     | -     | -     |
| Net Debt/Equity (x)          | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.3) | (0.3) |
| Interest coverage (x)        | 423   | 745   | 1,087 | 874   | 729   |
| Inventory day (days)         | 40    | 33    | 35    | 40    | 40    |
| Receivable day (days)        | 63    | 61    | 63    | 63    | 63    |
| Payable day (days)           | 30    | 34    | 34    | 34    | 34    |
| Cash conversion cycle (days) | 72    | 60    | 64    | 69    | 69    |

| Growth (% YoY) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E  | 2026E |
|----------------|------|------|------|--------|-------|
| Revenue        | 21.3 | 27.0 | 6.8  | (4.1)  | 5.4   |
| EBITDA         | 13.5 | 39.7 | 13.8 | (8.0)  | 7.9   |
| EBIT           | 26.6 | 84.5 | 21.0 | (13.1) | 11.2  |
| Core profit    | 17.4 | 71.5 | 22.1 | (13.2) | 11.2  |
| Net profit     | 17.4 | 71.5 | 18.7 | (10.8) | 11.2  |
| EPS            | 17.4 | 71.5 | 18.7 | (10.8) | 11.2  |

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2024

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย 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 โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้นำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย

# Stock Update

5 JUNE 2025

ICHI Ichitan Group PCL

pi

## SET ESG RATING 2024 (As of 14 January 2025)

### Ratings : AAA

|       |        |        |       |        |      |      |       |      |       |      |
|-------|--------|--------|-------|--------|------|------|-------|------|-------|------|
| ACE   | AJ     | AMATA  | BANPU | BAY    | BBL  | BCPG | BEM   | BGC  | BGRIM | BKIH |
| BPP   | BTG    | CENTEL | CKP   | CPALL  | CPF  | CPN  | DITTO | GPSC | GULF  | IVL  |
| KBANK | KTB    | KTC    | MC    | M-CHAI | MFEC | MTC  | NOBLE | OR   | ORI   | PB   |
| PR9   | PTT    | PTTGC  | RATCH | SABINA | SCC  | SCGP | SIRI  | SJWD | STA   | STGT |
| TEGH  | TFMAMA | THCOM  | TISCO | TMT    | TOP  | TPBI | TIPIP | TTB  | TVO   | WHA  |
| WHAUP |        |        |       |        |      |      |       |      |       |      |

### Ratings : AA

|       |        |        |        |         |        |        |        |        |       |       |
|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| ADB   | ADVANC | AKP    | AMATAV | AP      | ASW    | AWC    | BAM    | BBGI   | BCH   | BJC   |
| BLA   | BRI    | BTS    | CBG    | CK      | COM7   | CPAXT  | CRC    | DMT    | DRT   | EASTW |
| EGCO  | EPG    | ETC    | FPI    | FPT     | GLOBAL | GUNKUL | HANA   | HENG   | HMPRO | HTC   |
| III   | ILM    | INTUCH | KKP    | LH      | MAJOR  | MINT   | MTI    | NRF    | NYT   | OSP   |
| PLANB | PPS    | PSH    | PSL    | PTTEP** | QTC    | S      | S&J    | SAT    | SAWAD | SC    |
| SCB   | SCCC   | SCG    | SGP    | SHR     | SMPC   | SNP    | SSP    | STECON | SUTHA | SVOA  |
| SYNEX | TASCO  | TCAP   | TFG    | TGH     | THANI  | TPAC   | PTPIPL | TRUBB  | TTA   | TTW   |
| VGI   | WICE   | ZEN    |        |         |        |        |        |        |       |       |

### Ratings : A

|      |        |        |        |      |        |       |       |       |       |        |
|------|--------|--------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| AH   | ALLA   | AOT    | ASK    | BDMS | CFRESH | CHASE | CM    | COLOR | DELTA | GCAP   |
| HARN | ICHI   | ILINK  | IRC    | IT   | ITEL   | JMART | JTS   | KCE   | KCG   | KUMWEL |
| LHFG | LOXLEY | MBK    | MEGA   | MFC  | MODERN | MOONG | MOSHI | MSC   | NER   | NVD    |
| PCC  | PCSGH  | PHOL   | PM     | RBF  | RS     | SAK   | SAPPE | SCGD  | SELIC | SFLEX  |
| SGC  | SICT   | SITHAI | SNC    | SNNP | SPALI  | SPI   | SSSC  | TGE   | THIP  | THREL  |
| UAC  | UBE    | VIH    | WACOAL | XO   |        |       |       |       |       |        |

### Ratings : BBB

|     |      |     |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| AKR | BA   | BLC | DEMCO | GABLE | INSET | JMT   | MICRO | PDJ   | PRIME | Q-CON |
| QLT | SENA | SKR | SO    | SUN   | SYMC  | THANA | UPF   | UPOIC | VIBHA |       |

| ระดับคะแนน | SET ESG Ratings |
|------------|-----------------|
| 90 - 100   | AAA             |
| 80 - 89    | AA              |
| 65 - 79    | A               |
| 50 - 64    | BBB             |

ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนเท่านั้น มิใช่การให้คำแนะนำด้านการลงทุนหรือความเห็นด้านกฎหมาย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมิได้ให้การรับรองในความถูกต้องของข้อมูลหรือในเรื่องของการใช้งานที่ตอบสนองวัตถุประสงค์เฉพาะอื่นใด รวมทั้งไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้น อันเนื่องมาจากการนำข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมดไปใช้อ้างอิงหรือเผยแพร่ไม่ว่าในลักษณะใดๆ นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลง แก้ไข เพิ่มเติมข้อมูลไม่ว่าส่วนหนึ่งส่วนใดหรือทั้งหมด รวมทั้งเปลี่ยนแปลงผล SET ESG Rating ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนด

หมายเหตุ : \*\* ผู้ใช้ SET ESG Ratings ควรตรวจสอบข้อมูลในประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม หรือบรรษัทภิบาลของบริษัทเป็นการเพิ่มเติม

แหล่งที่มา : SET ESG RATINGS : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย - ศูนย์พัฒนาธุรกิจเพื่อความยั่งยืน (Setsustainability.com)