

ยิ้มไว้ในวันที่ล้มไม่หวาน

กำไร 1Q25 ที่ต่ำกว่าตลาดคาด

ITC รายงานกำไรสุทธิในงวด 1Q25 ที่ 677 ลบ. ลดลง 17.6% y-y, 14.4% q-q ต่ำกว่าที่ตลาดคาด 4.2% และเรคาด 6.8% สาเหตุจาก 1) สัดส่วนสินค้าพรีเมียมลดลงเหลือ 48.7% แมื่อยอดขายรวมโต 5.5% y-y ตามปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นเป็น 12.3% y-y; 2) GPM ลดลงเหลือ 24.1% จากต้นทุนปลาเก๋ที่เพิ่มขึ้นเป็น 8% q-q เฉลี่ยที่ USD1,660/ton และการรับรู้ค่าเสื่อมโรงงานใหม่; และ 3) SG&A/sales เพิ่มขึ้นเป็น 10.5% จากค่าที่ปรึกษาโปรเจกต์ Tailwind (ที่เริ่มรับรู้ OP แล้วราว 110 ลบ.) ขณะที่กำไรใน 1Q25 คิดเป็น 24.8% ของประมาณใหม่ของเรา ซึ่งใน 2Q25E มี secured order กว่า 83% ที่คาดว่าจะฟื้นตัว q-q อีกครั้ง

ปรับประมาณการลงในปี 2025-26E

เราปรับลดประมาณการกำไรของ ITC ลงอีกครั้ง 23.5% และ 23.7% เหลือ 2.73 พันลบ. และ 3.09 พันลบ. ในปี 2025-26E ตามลำดับ กดดันหลักจากผลกระทบของมาตรการกำแพงภาษีสหรัฐ (Reciprocal tariff) ซึ่งยังคงต้องรอความชัดเจนหลังการเจรจาต่อรองกับทางรัฐบาลสหรัฐ โดยเราได้ประเมินผลกระทบของการเติบโตยอดขาย ITC ในปี 2025E ในกรณี Worst Case การเติบโตเหลือ 6% y-y ทำให้กำไรลดลงเป็น 2.28 พันลบ., กรณี Base Case โตเหลือ 9% y-y กำไรเป็น 2.73 พันลบ., และ กรณี Best Case โตเหลือ 13% y-y กำไรเป็น 3.35 พันลบ. ที่ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของปริมาณขายหลังการเพิ่มอัตราภาษีในตลาดลูกค้าสหรัฐ (สัดส่วนยอดขาย 60% ใน 1Q25 เทียบ 50% ในปี 2024)

ITC ลดเป้าหมายยอดขายเติบโตใน 2025E

บริษัทปรับประมาณการยอดขายลงในปี 2 กรณี คือ 1) ยอดขายจะเติบโต 11%-13% y-y หากสหรัฐยังคงมาตรการกำแพงภาษีที่ 10% ไปอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ GPM ลดลงเหลือ 23%-25%; และ 2) ยอดขายจะเติบโตเพียง 6%-8% y-y หากมีการปรับภาษีขึ้นเป็น 36% ทำให้ GPM เหลือ 20%-22% ซึ่งบริษัทคาดทุก 1% ของราคาขายที่เพิ่มขึ้น จะกระทบปริมาณขายลดลง -0.8%

มาตรการรับมือ Reciprocal tariff

โดยบริษัทมีมาตรการเพื่อรับมือกับ Reciprocal Tariff ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว 1) ในช่วงสั้น: เร่งการส่งสินค้าในช่วงการขยายเวลาเก็บภาษี 90 วัน, เพิ่มลูกค้าในตลาดใหม่อย่าง EU, Canada, Japan และเพิ่มสินค้าใหม่, ให้การช่วยเหลือลูกค้าในการส่งผ่านราคาที่เพิ่มขึ้น; และ 2) ในระยะยาว: เพิ่มน้ำหนักการลงทุนโรงงาน-ร่วมทุนในสหรัฐ, การจัดการสินค้าคงคลังให้รัดกุมมากขึ้น เพื่อยืดต่อความต้องการแต่ไม่เกินความจำเป็น, และเน้นการขายในสินค้ากลุ่มพรีเมียมมากขึ้น

ปรับคำแนะนำเป็น "ถือ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 14.9 บาท

เราปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่เป็น 14.9 บาท จาก 20.1 บาท ที่ -1SD. P/E 14.9x สะท้อนผลของนโยบายกำแพงภาษีสหรัฐในปี 2025E ที่ยังคงไม่ชัดเจน โดยประเมินกำไรในกรณี Base Case ที่มี GPM เป็น 21.8% และ NP เหลือ 2.73 พันลบ., NPM 13.6% (อ่านต่อหน้า 2)

Financial Summary

Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (THB m)	15,577	17,729	19,327	21,102	22,527
Net profit (THB m)	2,283	3,597	2,734	3,085	3,330
NP vs Consensus (%)	-	-	(13.7)	(8.4)	(6.1)
Core net profit (THB m)	2,314	3,830	2,769	3,120	3,365
Net profit growth (%)	(48.5)	57.6	(24.0)	12.8	8.0
Core net profit growth (%)	(45.6)	65.5	(27.7)	12.7	7.9
EPS (THB/share)	0.76	1.20	0.91	1.03	1.11
Core EPS (THB/share)	0.77	1.28	0.92	1.04	1.12
DPS (THB/share)	0.4	0.7	0.5	0.6	0.6
P/E (x)	28	19	14	12	12
P/BV (x)	2.7	2.8	1.6	1.5	1.4
Dividend yield (%)	2.1	3.4	3.9	4.4	4.8
ROE (%)	11.0	11.4	12.1	12.9	13.2

SET ESG Rating of -

HOLD (from BUY)

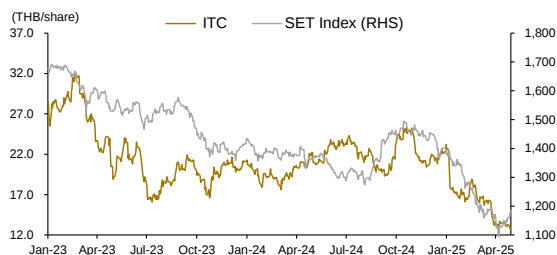
Target Price 12M (THB)	14.9
VS. BB Consensus TP (%)	-23.5%
Share Price (THB)	12.80
Upside	+6.1%

Share Data

Reuters / Bloomberg	ITC.BK / ITC TB
Market	SET
Sector	FOOD
Market Cap (THB m)	38,400
Par (THB)	1.00
Free Float	20.08%
Dividend Policy	≥50%

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	(9.22)	(25.58)	(47.97)	(42.60)
Market	(8.88)	(14.65)	(35.53)	(31.37)
12M High/Low (THB)	26.00 / 11.00			



Major Shareholders (%)

TU Group	78.82
THAI NVDR	4.45
VAYU1	1.41

Company Profile

Original Equipment Manufacturer (OEM) and distributor of pet food.

Analyst

Adisak Prombun
adisak.p@beyondsecurities.co.th
+662 8200 200

Assistant Analyst

Thanaboon Sarajan
thanaboon.s@beyondsecurities.co.th
+662 8200 196

ยังมีดี ไม่แพ้ใคร

เรายังคงเชื่อว่า ITC ยังคงมี competitiveness ที่มากกว่าคู่แข่งทั้ง 1) สินค้าอาหารสัตว์แบบพรีเมียม ที่ผ่านการ R&D ร่วมกันกับลูกค้ามาอย่างต่อเนื่อง ทำให้สามารถปรับเปลี่ยนได้ตามกลยุทธ์ที่เหมาะสม; 2) Raw material ที่สามารถแข่งขันได้ทั้งในต้นทุนปลาทูน่า และเนื้อไก่; 3) Know how ที่เชี่ยวชาญ ในการจัดการและแปรรูปวัตถุดิบอย่างมีประสิทธิภาพ; และ 4) USA tariff rate ที่น้อยกว่าคู่แข่ง (TH: ช่วง 10%-36%), (VN: 10%-46%), และ (China: 54%-145%) ทำให้ ITC ยังคงได้เปรียบกลุ่มผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงแบบเปียกในภูมิภาคเอเชีย นอกเหนือจากข้อจำกัดข้างต้น ในส่วนกลุ่มผู้ผลิตขนาดกลาง-เล็ก ในสหรัฐยังมีความไม่พร้อม ทั้งการลงทุนเทคโนโลยีการผลิต และต้นทุนการวิจัย (R&D สิ้นค้านวัตกรรม) ตามบทความ [Pet Food Sector](#) ทำให้การดึงดูดการลงทุนสินค้าอาหารสัตว์เลี้ยงกลับไปยังสหรัฐ อาจไม่เป็นไปตามเป้าหมายของนโยบายกำแพงภาษีสหรัฐ แต่เรายังไม่เห็นถึงกระแสคำสั่งซื้ออาหารสัตว์ที่เข้ามายัง ITC เพื่อทดแทนคำสั่งซื้อของกลุ่มคู่แข่งในภูมิภาคเอเชีย

M&A มองหาโอกาสใหม่ชดเชยความเสี่ยง

โดย ITC มองหารูขุมทรัพย์ M&A ในสหรัฐมากขึ้น (ตามเป้าหมาย 2-3 ปี เพื่อสร้างรายได้ inorganic กว่า USD0.5b ในปี 2030E) เพื่อเพิ่มโอกาสในการเติบโตของธุรกิจอาหารสัตว์เลี้ยง และลดผลกระทบของมาตรการกำแพงภาษีสหรัฐลง โดยปัจจุบันอยู่ในช่วงการจัดหาที่ปรึกษากับธุรกิจต่างๆ กว่า 5-15 ราย เน้นประโยชน์จากความเชี่ยวชาญของ ITC และให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่า

ลูกค้าตลาดสหรัฐเติบโตเป็น 60% ใน 1Q25

ลูกค้าหลักยังเป็น USA (สัดส่วน 60% ใน 1Q25 เทียบ 45% ใน 1Q24) เพิ่มขึ้นจาก vol. โต 13.2% q-q ที่ยังไม่ได้ผลจากกำแพงภาษีสหรัฐ , EU (12% ใน 1Q25 เทียบ 19% ใน 1Q24) จากลูกค้าชะลอคำสั่งซื้อลง, และ Asia (28%) เรายังคาดว่าตลาด USA ยังคงเป็นตลาดที่สำคัญของ ITC ทั้งจากลูกค้า global brand (48% ของยอดขาย) ที่แข็งแกร่ง มีความสัมพันธ์ที่เหนียวแน่น และลูกค้า retailer ที่ยังสามารถเติบโตได้ดี

Exhibit 1: ITC's 1Q25 earnings results

FY ended Dec. (THB m)	1Q24	4Q24	1Q25	YoY (%)	QoQ (%)	1Q25E	Diff (%)
Total revenue	4,192	4,883	4,402	5.0	(9.8)	4,908	(10.32)
Sales	4,029	4,698	4,249	5.5	(9.6)	4,745	(10.46)
Gross Profit	1,034	1,196	1,022	(1.2)	(14.5)	1,183	(13.64)
SG&A	310	528	460	48.5	(12.8)	544	(15.37)
Net Profit	821	794	677	(17.5)	(14.8)	727	(6.93)
Normalized profit	878	802	697	(20.6)	(13.1)	737	(5.37)
Key Ratio (%)							
Gross Profit Margin	25.7	25.5	24.1			24.9	
EBITDA margin	24.3	26.0	19.5			29.1	
SG&A/ Sales	7.4	10.8	10.5			11.1	
Net Profit Margin	20.4	16.9	15.9			15.3	

Sources: ITC, Beyond research

i-Tail Corporation (ITC TB)

COMPANY UPDATE

30 APR 2025



Exhibit 2: Key changes in assumption and EPS revisions

	2025E		2026E	
	Previous	New	Previous	New
Net Profit (THB m)	3,573	2,734	4,042	3,085
% Change in NP vs. previous forecast		-23.5%		-23.7%
NP Growth (% y-y)	-0.67%	-23.99%	13.12%	12.82%
EPS (THB)	1.19	0.91	1.35	1.03
Sales Growth (%)	14.5%	9.0%	10.0%	9.2%
Gross Profit Margin (%)	25.5%	21.8%	26.0%	22.2%
SG&A/Sales (%)	9.9%	9.9%	9.5%	9.5%
Net Profit Margin (%)	17.0%	13.6%	17.5%	14.1%

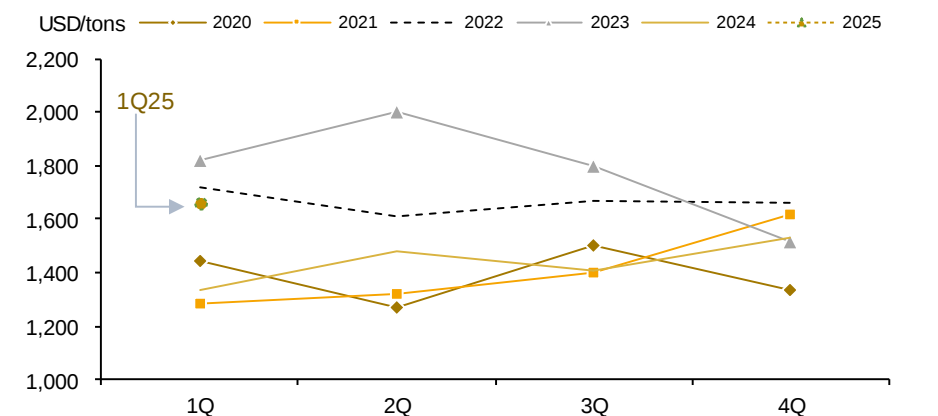
Sources: ITCI, Beyond research

Exhibit 3: 3 scenarios impact USA reciprocal tariff to ITC's NP 2025E

	Worst	Base	Best
Sales growth	6%	9%	13%
Volume growth	1.35%	4.22%	5.06%
NP growth	-36.6%	-24.0%	-6.8%
Sales	18,802	19,327	20,045
Cost	15,123	15,123	15,123
Gross Profit	3,680	4,204	4,922
SG&A	1,861	1,913	1,984
Net profit	2,281	2,734	3,354
Key ratio (%)			
GPM	19.57%	21.75%	24.56%
SG&A/Sales	9.90%	9.90%	9.90%
NPM	12.13%	14.15%	16.73%

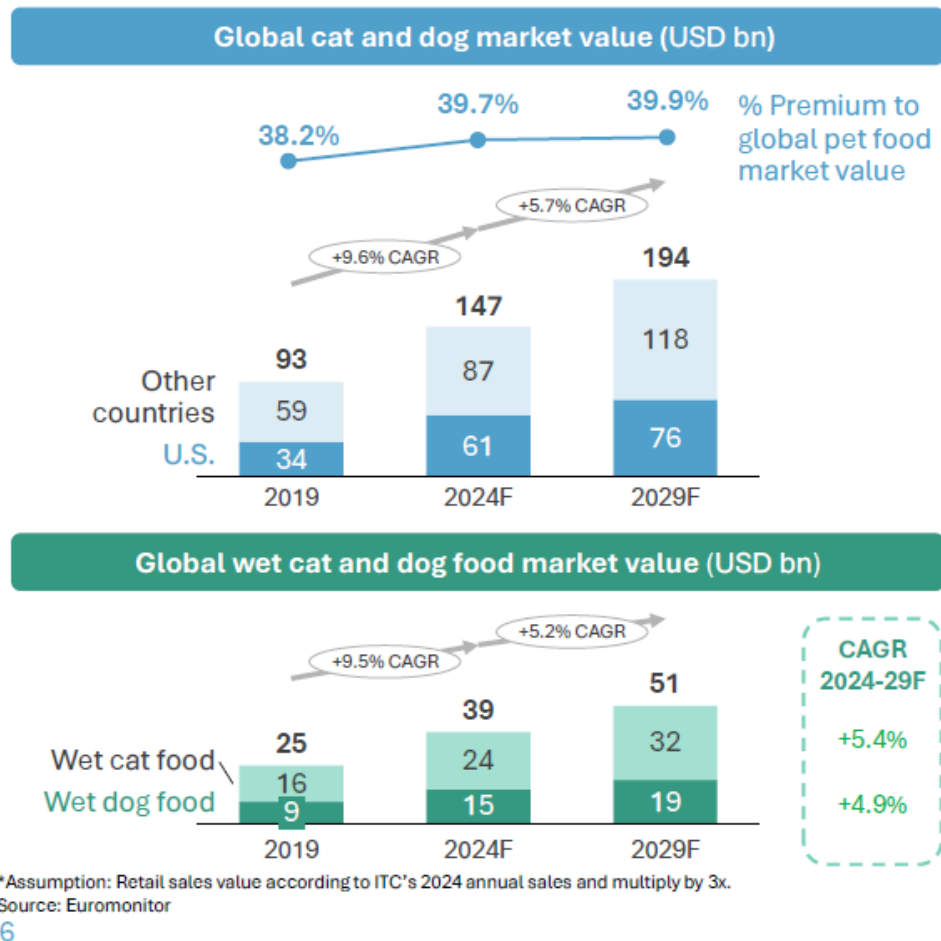
Sources: ITC, Beyond research

Exhibit 4: Tuna price in 2025



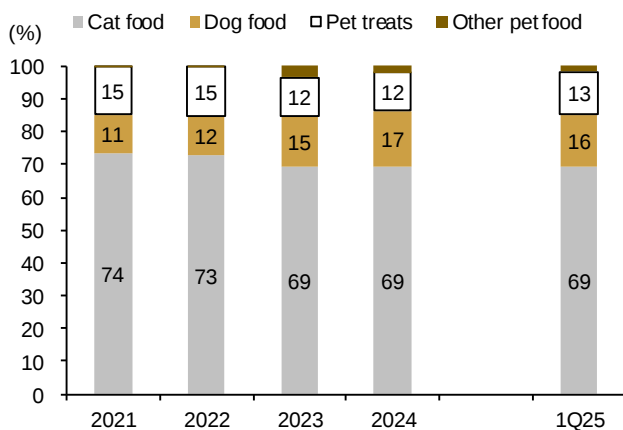
Sources: TU

Exhibit 5: Global market value of pet food by Euromonitor



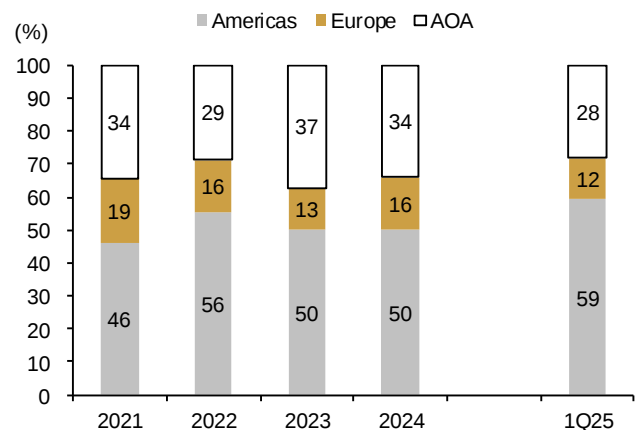
Sources: ITC

Exhibit 6: Quarterly Sales Breakdown By Product



Sources: ITC, Beyond Research

Exhibit 7: Quarterly Sales Breakdown By Region



Sources: Company data, Beyond Research

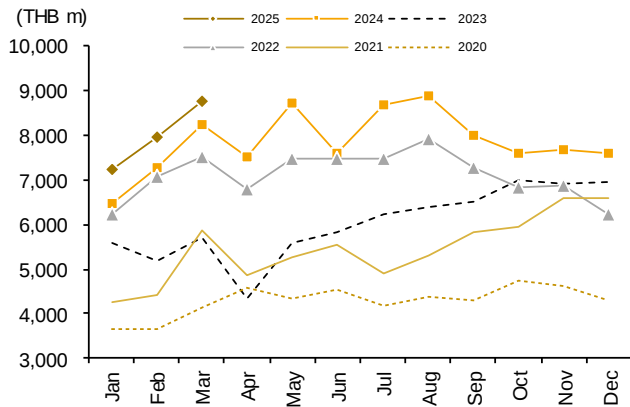
i-Tail Corporation (ITC TB)

COMPANY UPDATE

30 APR 2025

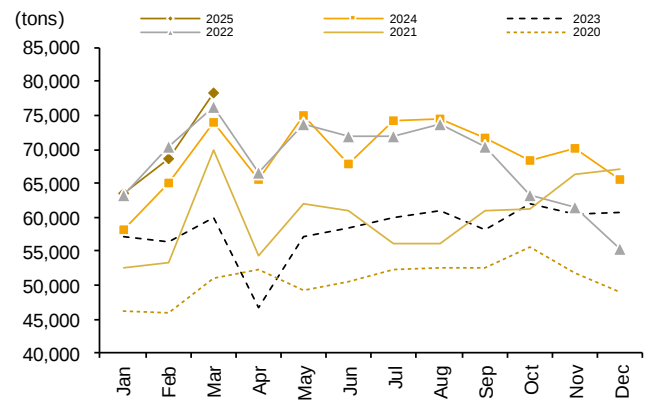


Exhibit 8: Thailand's export value of pet food



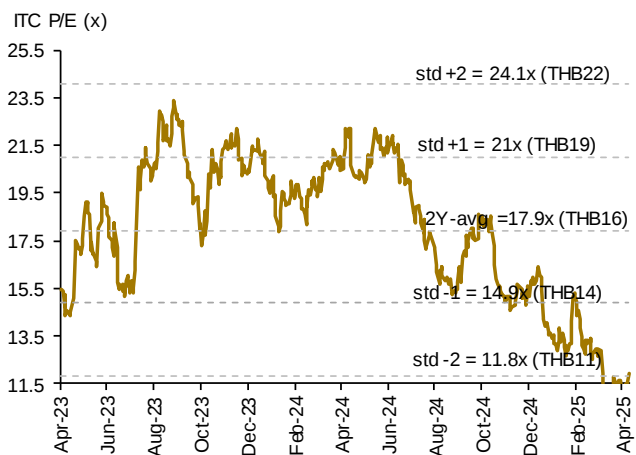
Sources: [tradereport](#), Beyond Research

Exhibit 9: Thailand's export volume of pet food



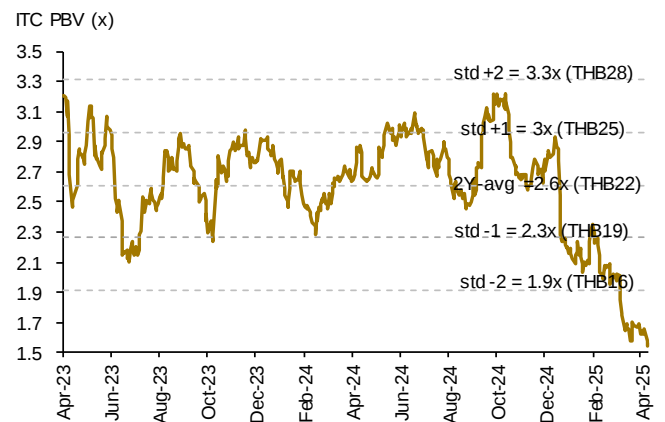
Sources: [tradereport](#), Beyond Research

Exhibit 10: ITC's P/E Band (x)



Sources: Bloomberg, Beyond Research

Exhibit 11: ITC's P/BV Band (x)



Sources: Bloomberg, Beyond Research

Exhibit 12: Regional Peer Comparison

Company	BBG	Rec	Share	Target	Market	3Y EPS	----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		- Dividend yield -	
			Price (LCY)	price (LCY)	Cap (USD m)	CAGR (%)	25Y (x)	26Y (x)	25Y (%)	26Y (%)	25Y (x)	26Y (x)	25Y (x)	26Y (x)
THAILAND														
I-Tail Corp Pcl	ITC TB	BUY	12.80	14.90	1,162	10.4	14.0	12.4	11.0	11.7	1.5	1.4	3.9	4.4
Asian Alliance International	AAI TB	BUY	4.20	7.00	269	8.0	9.7	8.9	21.3	21.0	2.0	1.8	5.1	5.6
Tropical Canning Pub Co Ltd	TC TB	BUY	5.85	11.20	58	20.7	5.0	4.1	15.8	17.2	0.8	0.7	7.3	8.7
Thailand - avg					1,489	10.4	12.9	11.5	13.0	13.6	1.6	1.5	4.3	4.8
CHINA														
Yantai China Pet Foods Co-A	002891 CH	n/a	56.45	n/a	2,292	24.6	37.3	30.2	16.0	16.9	5.9	5.1	0.6	0.8
Petpal Pet Nutrition Techn-A	300673 CH	n/a	14.96	n/a	513	17.7	18.9	15.4	9.4	10.6	1.8	1.6	0.6	0.8
Shandong Luscious Pet Food-A	832419 CH	n/a	20.31	n/a	289	16.7	21.4	17.1	15.0	16.0	3.2	2.7	-	-
China - avg					3,093	23.4	32.8	26.5	14.8	15.7	5.0	4.3	0.6	0.7
USA&EU														
Jm Smucker Co/The	SJM US	n/a	115.29	n/a	12,269	4.8	11.5	11.2	14.4	13.9	1.7	1.5	3.7	3.9
Chewy Inc - Class A	CHWY US	n/a	37.21	n/a	15,391	15.9	34.2	31.8	119.1	175.1	64.9	29.1	-	-
Central Garden & Pet Co	CENT US	n/a	34.57	n/a	2,044	7.4	14.7	13.8	9.6	9.4	1.4	1.2	-	-
Petco Health And Wellness Co	WOOF US	n/a	3.02	n/a	838	57.0	-	28.8	(2.1)	1.9	0.7	0.8	-	-
USA&EU - avg					30,542	6.3	22.8	22.2	66.4	94.5	33.5	15.4	1.5	1.6
Thai Pet Food					1,489	10.4	12.9	11.5	13.0	13.6	1.6	1.5	4.3	4.8
Regional Pet Food					35,124	6.4	23.3	22.1	59.6	84.1	29.6	13.8	1.5	1.6

Sources: Bloomberg, Beyond Research

i-Tail Corporation (ITC TB)

COMPANY UPDATE

30 APR 2025



Balance sheet (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Current Assets	18,573	20,550	21,253	22,416	25,388
Cash & ST Investment	9,305	11,690	10,786	12,022	13,760
Inventories	3,243	3,535	4,001	4,344	4,912
Account Receivable	3,860	3,951	4,257	4,648	5,286
Others	2,165	1,375	2,209	1,402	1,430
Non-current Assets	6,858	6,378	7,158	7,413	7,830
Net fixed Assets	5,482	6,009	6,758	6,716	7,347
Others	498	369	390	409	455
Total Assets	25,431	26,928	28,411	29,830	33,219
Current Liabilities	1,710	2,096	2,254	2,427	2,710
Account Payable	1,520	1,815	1,968	2,137	2,417
ST Borrowing	14	11	11	11	11
Others	177	270	274	278	283
Long-term Liabilities	602	693	497	496	498
Long-term Debts	0	0	0	0	0
Others	602	693	497	496	498
Total Liabilities	2,312	2,789	2,751	2,923	3,208
Pai-up Capital	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Capital Surplus & Others	18,148	17,842	18,878	18,544	19,757
Retained Earnings	1,970	3,296	3,781	5,362	7,254
Shareholders' Equity	23,119	24,139	25,660	26,906	30,010

Key ratios					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Growth (%y-y)					
Sales	(30.9)	13.8	9.0	9.2	6.8
Operating Profit	(55.4)	77.0	(30.2)	16.8	10.2
EBITDA	(39.8)	51.7	(17.2)	11.7	7.8
Net Profit	(48.5)	57.6	(24.0)	12.8	8.0
Normalized Profit	(45.6)	65.5	(27.7)	12.7	7.9
EPS	(48.5)	57.6	(24.0)	12.8	8.0
Normalized EPS	(45.6)	65.5	(27.7)	12.7	7.9
Profitability (%)					
Gross Margin	19.5	27.7	21.8	22.2	22.4
Operating Margin	11.9	18.5	11.9	12.7	13.1
EBITDA Margin	19.2	25.6	19.5	19.9	20.1
Net Margin	14.1	19.5	13.6	14.1	14.3
ROAE	10.0	15.2	11.0	11.7	12.0
ROAA	8.9	13.7	9.9	10.6	10.8
Stability					
Debt/Equity Ratio (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest Bearing Debt/Equity (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Net Debt/Equity (x)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest Coverage (x)	272	754	2,777	3,102	3,597
Interest & ST Debt Coverage (x)	99	237	249	282	305
Current Ratio (x)	10.9	9.8	9.4	9.2	9.2
Quick Ratio (x)	9.0	8.1	7.7	7.4	7.6
Net Debt (THB m)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Activity					
Asset Turnover (x)	3.0	3.1	3.0	3.3	3.1
Days Receivables	86.9	80.4	80.4	80.4	80.4
Days Inventory	112.1	96.6	96.6	96.6	96.6
Days Payable	56.4	47.5	47.5	47.5	47.5
Cash Cycle Days	142.5	129.4	129.4	129.4	129.4

Profit & loss (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	15,577	17,729	19,327	21,102	22,527
Cost of Goods Sold	12,539	12,810	15,123	16,420	17,479
Gross Profit	3,038	4,919	4,204	4,682	5,048
Operating Expenses	1,183	1,638	1,913	2,006	2,099
Operating Profit	1,854	3,281	2,291	2,676	2,950
EBIT	2,457	3,977	3,011	3,411	3,699
Depreciation	539	568	751	793	832
EBITDA	2,995	4,545	3,763	4,204	4,531
Non-Operating Income	603	696	720	735	749
Other Incomes	603	696	720	735	749
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	11	6	1	1	1
Interest Expense	11	6	1	1	1
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Pre-tax Profit	2,446	3,971	3,010	3,409	3,698
Extraordinary Items	(31)	(233)	(35)	(35)	(35)
Current Taxation	132	141	241	290	333
Minorities	0	0	0	0	0
Net Profit	2,283	3,597	2,734	3,085	3,330
Normalized Profit	2,314	3,830	2,769	3,120	3,365
EPS (THB)	0.76	1.20	0.91	1.03	1.11
Normalized EPS (THB)	0.77	1.28	0.92	1.04	1.12

Cash flow (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating Cash Flow	2,891	3,581	2,100	4,432	3,213
EBIT	2,415	3,738	3,010	3,409	3,698
Depre.& Amortization	539	568	751	793	832
Change in Working Capital	(142)	(271)	(1,661)	229	(1,319)
Others	80	(454)	0	1	2
Investment Cash Flow	(2,994)	(5,182)	(901)	(1,784)	(1,857)
Net CAPEX	(1,128)	(1,095)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(1,866)	(4,087)	599	(284)	(357)
Free Cash Flow	(103)	(1,601)	1,199	2,648	1,356
Financing Cash Flow	(1,374)	(2,271)	(1,504)	(1,696)	(1,829)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(25)	(21)	0	0	0
Dividend Paid	(1,349)	(2,250)	(1,504)	(1,697)	(1,831)
Net Cash Flow	(1,477)	(3,873)	(305)	952	(473)
Per share (THB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	0.76	1.20	0.91	1.03	1.11
Normalized EPS	0.77	1.28	0.92	1.04	1.12
CFPS	0.96	1.19	0.70	1.48	1.07
BVPS	7.71	8.05	8.55	8.97	9.52
Sales/Share	5.19	5.91	6.44	7.03	7.51
EBITDA/Share	1.00	1.51	1.25	1.40	1.51
DPS	0.45	0.75	0.50	0.57	0.61
Valuation					
P/E (x)	27.73	18.60	14.04	12.45	11.53
P/BV (x)	2.74	2.77	1.50	1.43	1.35
Dividend Yield (%)	2.13	3.36	3.92	4.42	4.77
Dividend Payout Ratio (%)	59.1	62.5	55.0	55.0	55.0

Source: SET, Beyond Research

COMPANY UPDATE

30 APR 2025

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Adisak Prombun, Register No. 014543, Beyond Securities Public Company Limited

The individual(s) identified above certify(ies) that all views expressed in this research report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein. This report has been prepared by Beyond Securities Public Company Limited ("BYD"). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, BYD makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. The information and expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. BYD has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, BYD does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of BYD. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY: Expected return of 10% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.

REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation. * In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

Overweight: The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market

recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

COMPANY UPDATE

30 APR 2025

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AAA Rating

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	TPIPP	TTB	TVO	WHA	WHAUP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AA Rating

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
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
TPIPL	TRUBB	TTA	TTW	VGI	WICE	ZEN	PTTEP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

A Rating

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	TKS	TLI	TOA	TOG	TPCS
TQM	TSC	TSTH	TTCL	TU	TWPC	UAC	UBE	VIH	WACOAL	XO	

COMPANY UPDATE

30 APR 2025

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

BBB Rating

AKR BA BLC DEMCO GABLE INSET JMT MICRO PDJ PRIME Q-CON QLT
SENA SKR SO SUN

ESG Qualification Criteria

Listed companies that are selected for inclusion in SET ESG Ratings must receive a score of at least 50% in each dimension (Corporate Governance & Economic, Environmental, and Social). That listed companies are chosen from the selection of listed companies that voluntarily participate in SET's annual Sustainability Assessment, and that pass the Eligibility Criteria.



Companies with Excellent CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



AAV	ABM	ACE	ACG	ADVANC	AE	AF	AGE	AH	AIT	AJ	AKP
AKR	ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH
BCP	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BLA	BPP
BR	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BTW	BWG	CBG	CENTEL	CFRESH	CHASE
CHEWA	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CNT	COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF
CPL	CPN	CPW	CRC	CRD	CREDIT	CSC	CV	DCC	DDD	DELTA	DEMCO
DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	ECF	ECL	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FPI	FPT	FVC	GABLE	GC	GCAP	GFC	GFPT	GGC
GLAND	GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG	HMPRO	HPT	HTC
ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	INTUCH	IP	IRC	IRPC
IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	KTMS	KUMWEL	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT
LOXLEY	LPN	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI	MVP	NCH
NER	NKI	NOBLE	NRF	NSL	NTSC	NVD	NWR	NYT	OCC	OR	ORI
OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PEER	PG	PHOL	PIMO	PLANB	PLAT
PLUS	PM	PORT	PPP	PPS	PR9	PRG	PRIME	PRM	PRTR	PSH	PSL
PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH	QTC	RATCH	RBF	RPC	RPH	RS	RT
RWI	S	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK	SAMART	SAMTEL	SAT	SAV	SAWAD
SC	SCAP	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGD	SCGP	SCM	SCN	SDC	SEAFCO
SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SGC	SGF	SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI
SJWD	SKE	SKR	SM	SMPC	SNC	SNNP	SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC
SPI	SPRC	SR	SSF	SSP	SSSC	STA	STGT	STI	SUC	SUN	SUTHA
SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH	TFG	TFMAMA
TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THG	THIP	THRE	THREL	TIPH	TISCO	TK
TKS	TKT	TLI	TM	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA	TOG	TOP
TPAC	TPBI	TIPL	TIPIP	TPS	TQM	TQR	TRP	TRUBB	TRUE	TRV	TSC
TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVDH	TVO	TVT	TWPC	UAC
UBE	UBIS	UKEM	UPF	UPOIC	UV	VARO	VGI	VIH	WACOAL	WGE	WHA
WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	ZEN							

COMPANY UPDATE

30 APR 2025

Company with Very Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



2S	AAI	ADB	AEONTS	AHC	AIRA	APCO	APCS	APURE	ARIP	ARROW	ASIAN
ATP30	AUCT	AYUD	BA	BBIK	BC	BE8	BH	BIZ	BOL	BSBM	BTC
CH	CI	CIG	CM	COCOCO	COMAN	CPI	CSS	DTCENT	EVER	FE	FORTH
FSMART	FSX	FTI	GEL	GPI	HUMAN	IFS	INSURE	JCK	JDF	JMART	KGI
KJL	KTIS	KUN	L&E	LHK	MATCH	MBAX	MEGA	METCO	MICRO	NC	NCAP
NCL	NDR	ONEE	PATO	PDG	PJW	POLY	PQS	PREB	PROUD	PSG	PSP
PSTC	PT	PTECH	PYLON	QLT	RABBIT	RCL	RSXYZ	SAPPE	SECURE	SFLEX	SFT
SINO	SMT	SPCG	SPVI	STANLY	STPI	SUPER	SUSCO	SVOA	SVT	TACC	TAE
TCC	TEKA	TFM	TITLE	TKN	TMD	TNR	TPA	TPCH	TPCS	TPLAS	TPOLY
TRT	TURTLE	TVH	UBA	UP	UREKA	VCOM	VIBHA	VRANDA	WARRIX	WIN	WP

Company with Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



A5	ADD	AIE	ALUCON	AMC	AMR	ARIN	ASEFA	ASIA	ASN	BIG	BIOTEC
BIS	BJCHI	BLC	BVG	CEN	CGH	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHOTI	CITY	CMC
CPANEL	CSP	DEXON	DOD	DPAINT	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH	ESTAR	ETL
FNS	GBX	GENCO	GTB	GYT	ICN	IIG	IMH	IRCP	J	JCKH	JMT
JPARK	JR	JSP	JUBILE	KBS	KCAR	KIAT	KISS	KK	KWC	LDC	LEO
MCA	META	MGC	MITSIB	MK	NAM	NOVA	NTV	NV	OGC	PACO	PANEL
PHG	PIN	PRAPAT	PRI	PRIN	PROEN	PROS	PTC	READY	ROCTEC	SABUY	SALEE
SAMCO	SANKO	SCI	SE	SE-ED	SINGER	SISB	SKN	SKY	SMD100	SMIT	SORKON
SPG	SST	STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TMC	TMI
TNP	TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

Corporate Governance Report (CGR)

The disclosure of survey results 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 IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment (MAI) public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of third party. It is not an evaluation 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. Beyond Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย	Description
มากกว่า 80		ดีเลิศ	Excellent
70 - 79		ดีมาก	Very Good
60 - 69		ดี	Good
50 - 59		ดีพอใช้	Satisfactory
40 - 49		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 40	No logo give	N/A	N/A