

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 538.00 (From: Bt 490.00)

Downside : 38.3%

12 JANUARY 2023

Delta Electronics Pcl (DELTA TB)

แพงเกินไป

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” DELTA เนื่องจาก valuation ที่แพงที่ 69/62 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่เติบโตที่ 13/11% ในปี 2023-24F ขณะที่กำไร 4Q22F น่าจะออกมาไม่ต่ำเกินไป ความท้าทายในปีนี้เป็นเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น และธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์หลักก็ถึงจุดสูงสุดแล้ว



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรของ DELTA ลง 14/11/8% ในปี 2022-24F เนื่องจากธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์และโครงสร้างพื้นฐานด้านโทรคมนาคมที่อ่อนแอกว่าที่คาดตั้งแต่ 2H22F นอกจากนี้ 4Q22F ยังได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่า และเราคาดว่าจะทรงตัวจาก 3Q22 แต่อย่างไรก็ตาม เราปรับเพิ่มคาดการณ์ขึ้น 12% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2025F เป็นต้นไป เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจ EV ที่แข็งแกร่ง และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ขึ้นเป็น 538 บาท (จาก 490 บาท) หลังปรับคาดการณ์กำไร เราคาดว่า EPS จะเติบโต 133/13/11% ในปี 2022-24F เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” DELTA เนื่องจากการเติบโตที่แตะจุดสูงสุดแล้ว ที่ระดับสิบต้นๆ แต่ valuation ยังคงอยู่ที่ระดับสูงสุดที่ 69/62 เท่า PE ในปี 2023-24F

ธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์ชะลอตัวลง

DELTA มี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 123% ในปี 2020-22F โดยได้แรงหนุนจากยอดขายจากธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์ที่เติบโต 37% ต่อปี ดาต้าเซ็นเตอร์ เป็นธุรกิจที่ใหญ่ที่สุดของ DELTA มีสัดส่วนราว 70% ของ EBIT ในปี 2022F การเติบโตของยอดขายเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลงใน 2H22 และเราคาดว่าจะเติบโตเพียง 5% ต่อปี ในปี 2023-24F การเติบโตที่ชะลอตัวลงเป็นเพราะการเติบโตที่ชะลอตัวของกิจกรรมออนไลน์หลังจากการกลับมาเปิดประเทศทั่วโลก ซึ่งทำให้ลูกค้าของ DELTA ลดการใช้จ่ายด้านการลงทุนลง (Exhibit 11)

ธุรกิจ EV แข็งแกร่ง

EV คิดเป็น 18% ของยอดขายในปี 2022F ของ DELTA โดยเติบโต 57% ต่อปี ในปี 2020-22F ธุรกิจนี้มีแนวโน้มที่สดใสที่สุดของ DELTA โรงงาน EV แห่งใหม่ของ DELTA ซึ่งมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2023 และบริษัท คาดว่าจะทำให้อัตราการดำเนินงานเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยคาดว่าจะมีคำสั่งซื้อที่แข็งแกร่ง เราคาดว่ายอดขาย EV จะเติบโต 75/30% ในปี 2023-24F และคาดว่าจะกลับมามีกำไรที่ US\$62/100m เทียบกับขาดทุน US\$10m ในปี 2022F

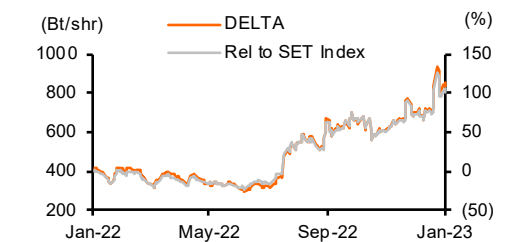
แรงกดดันด้านค่าเงินบาท

ค่าเงินบาทเฉลี่ยอยู่ที่ 35 บาท/US\$ ในปี 2022 โดยมีจุดสูงสุดที่ 38.0 บาทในเดือนตุลาคม 2022 ปัจจุบันค่าเงินบาทอยู่ที่ US\$33.5/US\$ และเราคาดว่าจะสร้างแรงกดดันต่อ DELTA โบรกเกอร์มองว่าเงินบาทจะมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นมาอยู่ที่ 34.3/33.0 บาท ในปี 2023-24F เราประเมินว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐทุก ๆ 1% จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ DELTA 2%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	84,318	117,293	129,981	141,091
Net profit	6,699	14,129	16,023	17,838
Consensus NP	—	14,447	16,543	18,793
Diff frm cons (%)	—	(2.2)	(3.1)	(5.1)
Norm profit	6,075	14,129	16,023	17,838
Prev. Norm profit	—	16,442	17,931	19,478
Chg frm prev (%)	—	(14.1)	(10.6)	(8.4)
Norm EPS (Bt)	4.8	11.2	12.7	14.2
Norm EPS grw (%)	(10.8)	132.6	13.4	11.3
Norm PE (x)	180.7	77.7	68.5	61.5
EV/EBITDA (x)	129.7	65.3	56.7	50.2
P/BV (x)	26.5	21.3	17.8	15.1
Div yield (%)	0.2	0.5	0.6	0.7
ROE (%)	15.4	30.4	28.3	26.6
Net D/E (%)	(9.7)	(10.7)	(30.7)	(44.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Jan-23 (Bt)	872.00
Market Cap (US\$ m)	32,610.3
Listed Shares (m shares)	1,247.4
Free Float (%)	22.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	74.8
12M Price H/L (Bt)	930.00/292.00
Sector	Electronics
Major Shareholder	Delta Group 63.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales (US\$ m)						
- New	1,636	1,999	2,604.1	3,227.7	3,713.7	4,149.7
- Old				3,157.9	3,374.8	3,690.7
- Change (%)				2.2	10.0	12.4
Bt/US\$						
- New	31.8	31.6	32.4	35.3	34.3	33.0
- Old				35.3	35.0	33.0
Sales (Bt m)						
- New	52,047	63,208	84,318	117,293	129,981	141,091
- Old				114,758	121,494	125,482
- Change (%)				2.2	7.0	12.4
Gross margin (%)						
- New	20.6	23.9	20.6	23.0	23.4	23.7
- Old				25.7	26.5	28.1
- Change (%)				(2.7)	(3.1)	(4.4)
SG&A to sales (%)						
- New	16.0	13.9	13.6	11.2	11.3	11.3
- Old				11.6	12.0	12.9
- Change (%)				(3.1)	(5.8)	(12.1)
Normalized earnings						
- New	3,010	6,809	6,075	14,129	16,023	17,838
- Old				16,442	17,931	19,478
- Change (%)				(14.1)	(10.6)	(8.4)

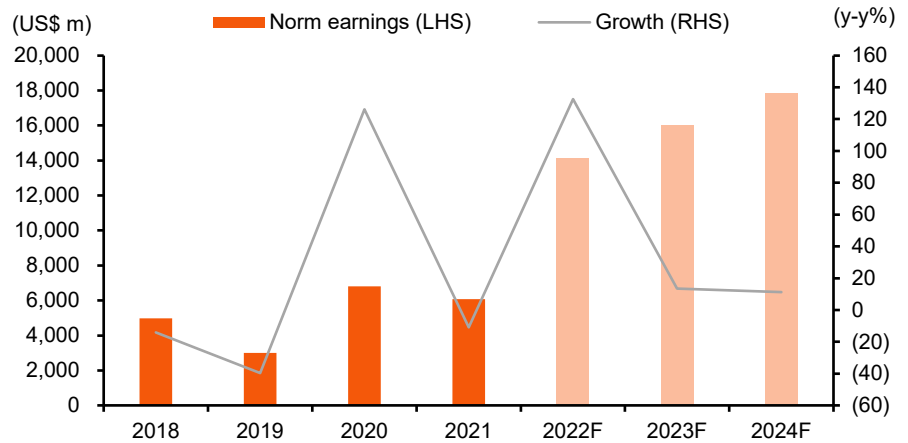
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total sales growth (US\$ %)	(0.2)	22.2	30.3	23.9	15.1	11.7
- Datacenter	9.0	38.7	12.4	62.0	4.0	5.0
- EV	(20.0)	33.1	91.6	45.0	75.0	30.0
- Other businesses	0.3	14.9	27.7	4.7	0.9	4.9
Bt/US\$	31.8	31.6	32.4	35.3	34.0	33.0
Gross margin (%)	20.6	23.9	20.6	23.0	23.4	23.7
SG&A to sales (%)	16.0	13.9	13.6	11.2	11.3	11.3

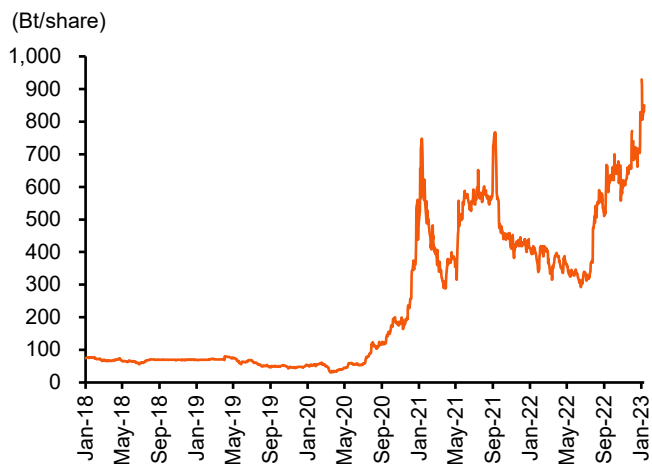
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Growth



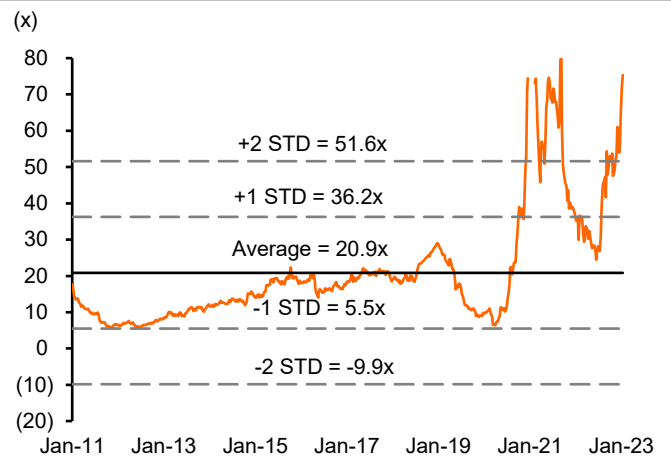
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: A Jump In DELTA's Share Price



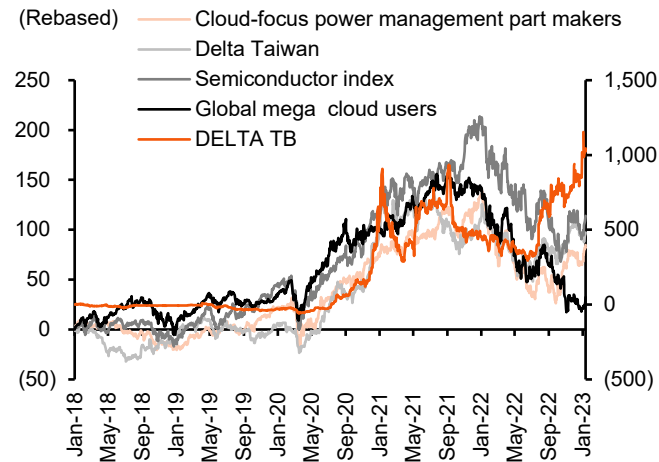
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: A Big PE Re-rating



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: DELTA Vs. Peers

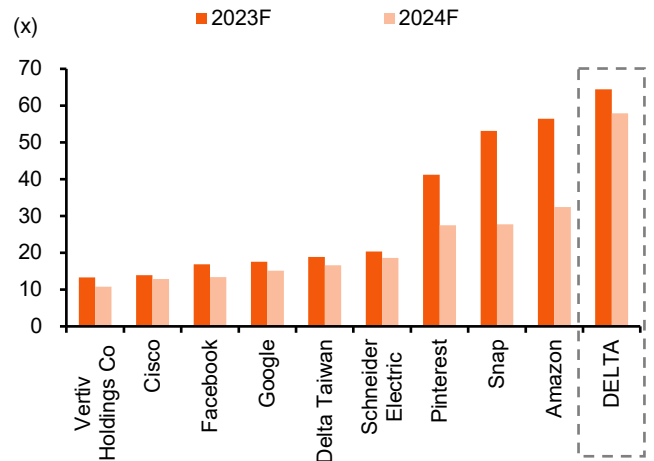


Source: Bloomberg

Note: *Cloud-focused power management parts makers include Vertiv and Schneider.

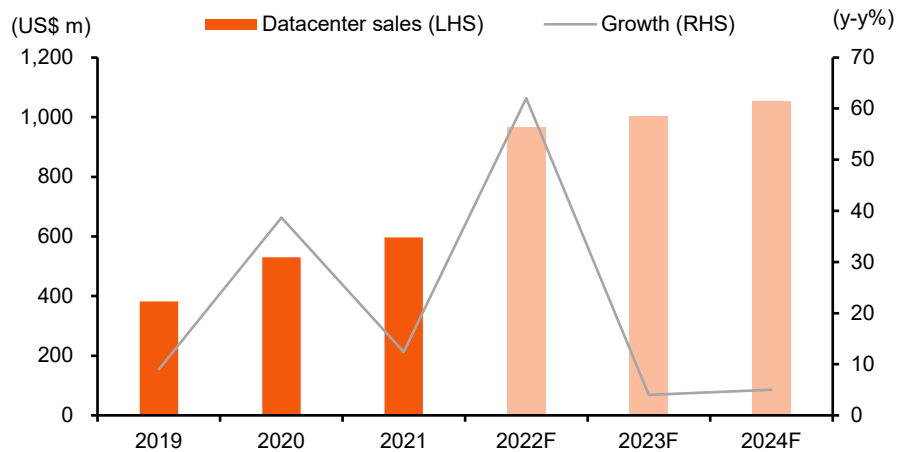
*Global mega-cloud users include Facebook, Google, Amazon, Snap, Pinterest, Cisco

Ex 7: 2023-24F PE Comparison



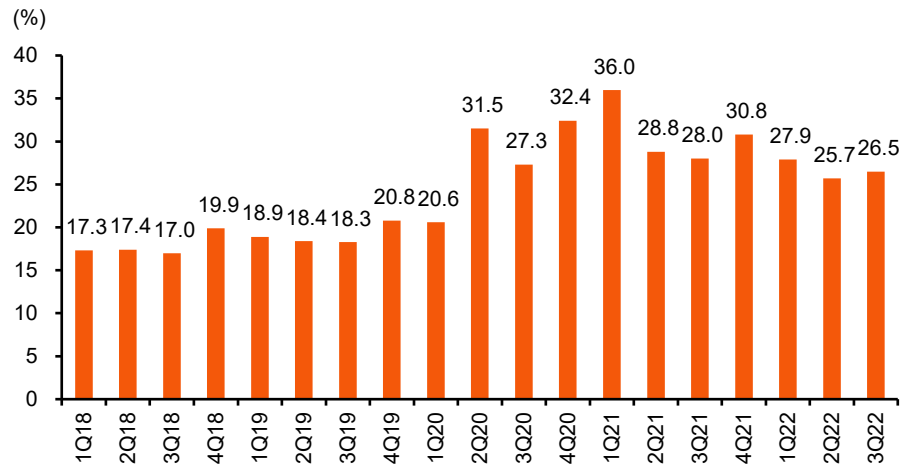
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates (for DELTA)

Ex 8: DELTA's Datacenter Sales Trajectory



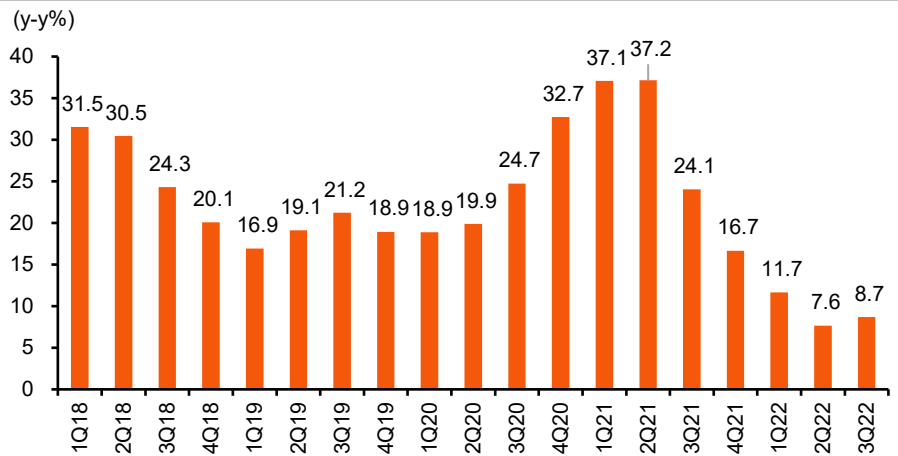
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Global E-Commerce Sales Fall



Source: Thanachart compilation

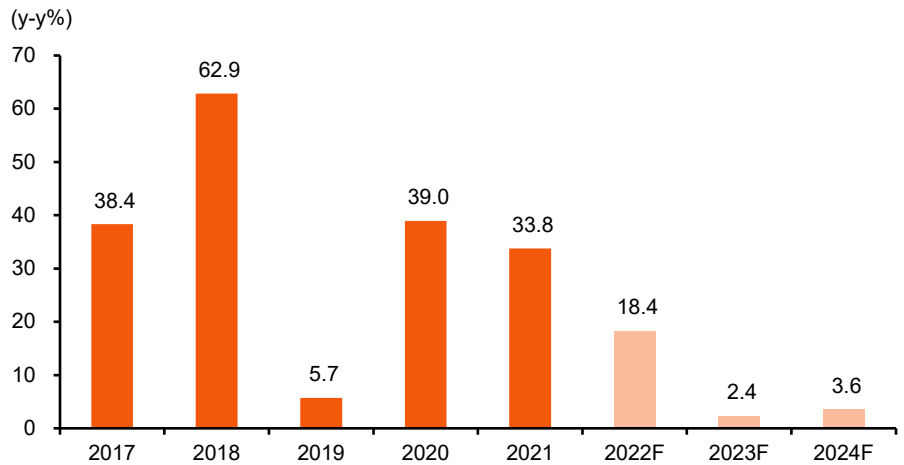
Ex 10: Revenue Growth of Major Cloud Users



Sources: Company data; Thanachart compilation

Note: *Major cloud users include Meta (Facebook), Alphabet (Google), Amazon, Cisco, Snap, Twitter and Pinterest

Ex 11: Capex Spending By Major Cloud Users

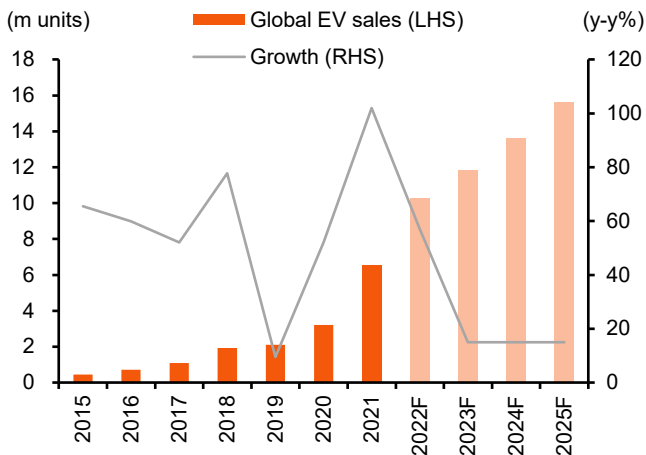


Sources: Bloomberg, Thanachart compilation

Note: *Major cloud users include Meta (Facebook), Alphabet (Google), Amazon, Cisco, Snap, Twitter and Pinterest

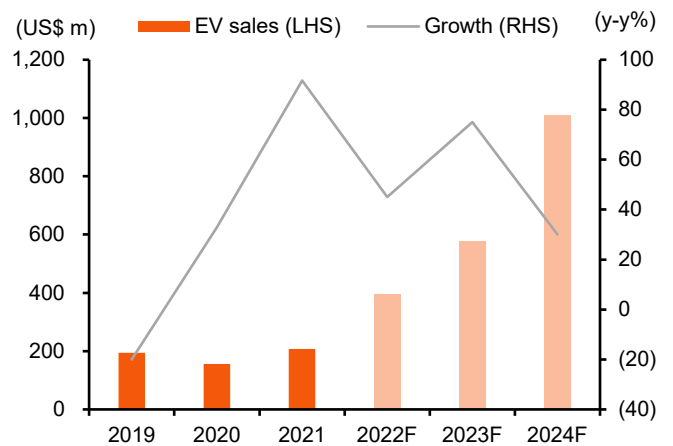
** Estimated data is from the Bloomberg consensus

Ex 12: Global EV Sales



Sources: Bloomberg, S&P Global Platts Analytics, Thanachart compilation

Ex 13: DELTA's Sale Of EV-related Products



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 14: 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA	19,045	21,237	22,725	28,889	35,351	42,616	51,478	62,172	75,376	92,125	113,183	—
Free cash flow	19,315	19,696	19,191	23,695	31,349	38,067	48,538	58,760	71,432	87,530	107,911	1,259,803
PV of free cash flow	19,262	16,355	14,325	16,045	19,256	21,205	24,527	26,935	29,703	33,007	35,124	410,053
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	665,798											
Net debt (2022F)	(5,507)											
Minority interest	6											
Equity value	671,299											
# of shares (m)	1,247											
Target price/share (Bt)	538											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
Schneider Electric SE	SU FP	France	15.8	6.6	22.7	20.4	3.1	2.9	14.5	13.9	2.1	2.3
Delta Electronics Inc	2308 TT	Taiwan	28.1	11.9	21.0	18.7	4.0	3.6	12.1	10.7	2.4	2.7
Vertiv Holdings	VRT US	US	(26.3)	95.9	26.1	13.3	4.1	3.6	15.7	10.3	0.0	0.0
Snap	SNAP US	US	(74.3)	39.2	74.9	54.0	5.6	5.0	44.9	24.9	0.0	0.0
Meta Platforms	META US	US	(22.7)	(3.6)	14.6	16.9	2.6	2.2	6.4	6.6	0.0	0.0
Alphabet	GOOGL US	US	(12.0)	12.7	19.1	17.5	4.6	4.0	10.0	9.2	0.0	0.0
Amazon.com	AMZN US	US	(64.6)	111.8	na	56.4	6.7	5.4	14.0	11.9	0.0	0.0
Pinterest	PINS US	US	(46.6)	8.6	44.7	41.2	5.6	5.0	38.2	30.2	0.0	0.0
Cisco Systems	CSCO US	US	5.5	7.9	13.9	12.9	4.6	4.0	9.8	9.3	3.1	3.2
Delta Electronics	DELTA TB*	Thailand	132.6	13.4	77.7	68.5	21.3	17.8	65.3	56.7	0.5	0.6
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	13.5	(5.2)	18.8	19.8	2.0	2.0	11.9	11.7	3.6	3.3
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	5.4	9.0	26.3	24.1	4.3	4.0	16.7	15.3	2.7	2.9
Average			(3.8)	25.7	32.7	30.3	5.7	5.0	21.6	17.6	1.2	1.3

Source: Bloomberg

Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 12-Jan-2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

DELTA เป็นผู้ออกแบบและผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ บริษัทผลิตแหล่งจ่ายไฟให้กับหลายๆ อุตสาหกรรม อาทิเช่น ดาต้าเซ็นเตอร์ การสื่อสาร การแพทย์ Industrial automation และรถยนต์ โดย DELTA ยังได้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อื่นๆ อีก ได้แก่ พัดลม EMI filter และ โซลีนอย DELTA มีฐานการผลิตอยู่ในสามประเทศ รวมถึงไทย อินเดีย และสโลวาเกีย และมีพนักงานมากกว่า 10,000 คนทั่วโลก นอกจากนี้บริษัทยังมีฐานพัฒนาและวิจัย (R&D) ในประเทศไทย เยอรมันนี สวิตเซอร์แลนด์ โรมานีเย จีน และอินเดีย โดย Delta Group เป็นผู้ผลิตพาวเวอร์ซัพพลายที่ใหญ่ที่สุดในโลก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีกลุ่มลูกค้าที่หลากหลาย
- มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง
- มีทีม R&D ที่เก่งเป็นของตัวเอง

O — Opportunity

- เศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนาที่เติบโตจะเป็นประโยชน์กับธุรกิจ regional business ของ DELTA
- โอกาสในการทำ M&A ด้วยเงินสดที่มีอยู่มาก
- ความต้องการซื้อรถยนต์ไฟฟ้าที่มากขึ้นช่วยให้ธุรกิจยานยนต์เติบโต

CONSENSUS COMPARISON

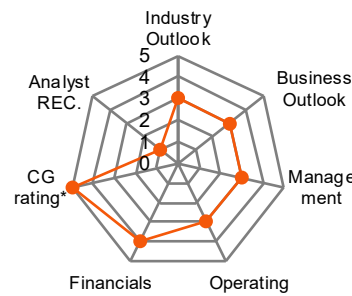
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	574.83	538.00	-6%
Net profit 22F (Bt m)	14,447	14,129	-2%
Net profit 23F (Bt m)	16,543	16,023	-3%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 4	SELL: 9

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามีสู่มุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์โลก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

W — Weakness

- Regional business ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยที่ควบคุมไม่ได้หลายๆอย่าง เช่น สภาพอุตสาหกรรม และเศรษฐกิจโดยรวม
- ความชำนาญของ DELTA ยังคงจำกัดอยู่ในกลุ่มพาวเวอร์ซัพพลาย
- การแทรกแซงการดำเนินงาน และความสามารถการตัดสินใจ ยังขึ้นอยู่กับบริษัทแม่ในไต้หวัน

T — Threat

- ความไม่แน่นอนทั้งในด้านอุตสาหกรรมและการเมืองของประเทศกำลังพัฒนา (เช่น อินเดีย บราซิล ASEAN)
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากตลาดด้านล่างของกลุ่ม cloud

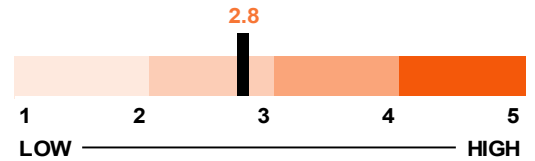
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การใช้ยานยนต์ไฟฟ้า และเทคโนโลยี 5G ที่เร็วกว่าคาด จะเป็น upside ต่อการคาดการณ์แนวโน้มการเติบโตของกำไรของเรา
- ความผันผวนของสกุลเงินที่มากเกินไปทำให้เกิดความเสี่ยงต่อตัวเลขของเรา
- การเติบโตในอนาคตของ DELTA นั้นขึ้นอยู่กับความสำเร็จของการพัฒนาผลิตภัณฑ์และเวลาในการออกสู่ตลาด ดังนั้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ในระยะกลางถึงระยะยาวของเรา

Source: Thanachart

DELTA เป็นหนึ่งในผู้ผลิตผลิตภัณฑ์พาวเวอร์ซัพพลายและแหล่งจ่ายไฟรายใหญ่ที่สุดของโลก โรงงานของบริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วนและมีเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ตามคะแนน ESG ของเราสำหรับ DELTA คือ 2.8 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลางเนื่องจากแผน ESG นั้นยังไม่ชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
DELTA	YES	YES	YES	AA	66.54	91.33	74.22	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ DELTA เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์พาวเวอร์ซัพพลายและแหล่งจ่ายไฟระดับโลก โดยมี 7 โรงงานที่ดำเนินการอยู่ โรงงานของบริษัทฯ จะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHC) และมลพิษอื่นๆ จำนวนหนึ่งออกมาโดยธรรมชาติ DELTA มีเป้าหมายระยะยาวสำหรับการปล่อยมลพิษ เทียบกับปีฐานใน 2020 DELTA วางแผนที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 35% ในปี 2025F เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว บริษัทฯ มีแผนจะเพิ่มรายได้สีเขียวราว 30% ในปี 2025 อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังไม่ได้จัดทำแผนการดำเนินงานที่ชัดเจนเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ▪ โรงงานที่สร้างใหม่ของ DELTA เริ่มให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น เช่น ลดการใช้น้ำลง 45% เมื่อเทียบกับโรงงานที่มีอยู่ ▪ DELTA ได้รับรางวัลในด้าน ESG เช่น รางวัล Bronze Class Sustainability Award 2022 โดย S&P Global
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ DELTA จัดให้มีโครงการพัฒนาพนักงานที่หลากหลาย เช่น การส่งคนงานไปฝึกอบรมที่โรงงานในต่างประเทศ นอกจากนี้ เดลต้ายังมีผู้บริหารระดับสูงให้ความรู้และข้อมูลเชิงลึกแก่พนักงานที่อายุน้อยกว่าเป็นครั้งคราว ▪ บริษัทฯ ยังตระหนักถึงความภาคภูมิใจของพนักงาน ด้วยการมอบรางวัลให้กับพนักงานที่มีอายุการทำงานยาวนาน ▪ DELTA ให้การสนับสนุนอย่างแข็งขัน เช่น การบริจาคและความช่วยเหลืออื่นๆ สำหรับผู้ที่ต้องการ ล่าสุด บริษัทฯ ได้จัดหาวัสดุ carbon box ที่ใช้แล้วมากกว่า 50 ตัน รวมถึงเตียงผู้ป่วยในโรงพยาบาลสำหรับผู้ป่วยโควิด
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ DELTA มีกรรมการ 9 คน (BOD) ซึ่งคล้ายกับธุรกิจอื่นๆ ที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ในจำนวนสมาชิกเก้าคน สี่คนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิงคนหนึ่ง ▪ DELTA มีผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายที่มีความหลากหลายสูงของรถยนต์ EV และไม่ใช่ EV ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับคลาวด์ โครงสร้างพื้นฐานด้านโทรคมนาคม และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ที่ใช้ในอุตสาหกรรมและสำหรับผู้บริโภคต่างๆ ▪ DELTA มีความกระตือรือร้นในการพัฒนาระบบอัตโนมัติเพื่อลดจำนวนพนักงาน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>We expect sales growth to slow down in 2023F after three strong years...</i>	Sales	63,208	84,318	117,293	129,981	141,091
	Cost of sales	48,089	66,960	90,315	99,537	107,660
	Gross profit	15,119	17,358	26,978	30,445	33,431
	% gross margin	23.9%	20.6%	23.0%	23.4%	23.7%
	Selling & administration expenses	8,762	11,435	13,139	14,729	15,948
	Operating profit	6,356	5,923	13,839	15,716	17,483
	% operating margin	10.1%	7.0%	11.8%	12.1%	12.4%
	Depreciation & amortization	2,206	2,508	2,890	3,329	3,754
	EBITDA	8,563	8,431	16,729	19,045	21,237
	% EBITDA margin	13.5%	10.0%	14.3%	14.7%	15.1%
	Non-operating income	619	496	594	646	725
	Non-operating expenses	(68)	(239)	(50)	(50)	(50)
	Interest expense	(1)	(4)	(21)	(24)	(26)
	Pre-tax profit	6,906	6,177	14,362	16,288	18,132
	Income tax	208	98	227	258	287
	After-tax profit	6,698	6,079	14,135	16,030	17,845
	% net margin	10.6%	7.2%	12.1%	12.3%	12.6%
	Shares in affiliates' Earnings	61	0	0	0	0
	Minority interests	50	(4)	(6)	(7)	(7)
	Extraordinary items	293	624	0	0	0
<i>...and profit growth</i>	NET PROFIT	7,102	6,699	14,129	16,023	17,838
	Normalized profit	6,809	6,075	14,129	16,023	17,838
	EPS (Bt)	5.6	5.3	11.2	12.7	14.2
	Normalized EPS (Bt)	5.4	4.8	11.2	12.7	14.2

BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Strong balance sheet position</i>	ASSETS:					
	Current assets:	42,452	48,764	67,820	79,094	92,912
	Cash & cash equivalent	14,236	6,604	10,000	23,000	37,000
	Account receivables	13,997	20,593	28,647	28,489	28,991
	Inventories	12,655	19,581	26,410	24,543	23,597
	Others	1,563	1,986	2,763	3,062	3,324
	Investments & loans	0	0	0	0	0
	Net fixed assets	12,724	18,583	20,994	22,765	23,960
	Other assets	2,043	1,991	1,991	1,953	1,953
	Total assets	57,218	69,338	90,806	103,813	118,826
	LIABILITIES:					
	Current liabilities:	17,170	24,736	34,249	37,077	40,566
	Account payables	16,181	22,049	29,740	32,777	35,452
	Bank overdraft & ST loans	76	1,692	2,919	2,655	3,299
	Current LT debt	0	0	0	0	0
	Others current liabilities	913	994	1,591	1,645	1,815
	Total LT debt	421	913	1,574	1,432	1,779
	Others LT liabilities	2,020	2,286	3,328	3,650	3,932
	Total liabilities	19,611	27,934	39,151	42,159	46,277
	Minority interest	(4)	0	6	13	20
	Preferreds shares	0	0	0	0	0
	Paid-up capital	1,247	1,247	1,259	1,259	1,259
	Share premium	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
	Warrants	0	0	0	0	0
	Surplus	(4,470)	(3,237)	(3,237)	(3,237)	(3,237)
	Retained earnings	39,342	41,902	52,135	62,128	73,015
	Shareholders' equity	37,612	41,404	51,649	61,641	72,529
	Liabilities & equity	57,218	69,338	90,806	103,813	118,826

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Capex needed for expansion but cashflow position still strong

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	6,906	6,177	14,362	16,288	18,132
Tax paid	(70)	(162)	(90)	(278)	(240)
Depreciation & amortization	2,206	2,508	2,890	3,329	3,754
Chg In working capital	(1,878)	(7,653)	(7,193)	5,062	3,119
Chg In other CA & CL / minorities	10	(274)	(318)	(224)	(139)
Cash flow from operations	7,175	595	9,651	24,177	24,627
Capex	(3,391)	(8,227)	(5,301)	(5,100)	(4,950)
Right of use	(179)	(153)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	464	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(67)	(67)	1,042	360	282
Cash flow from investments	(3,172)	(8,447)	(4,259)	(4,740)	(4,668)
Debt financing	404	3,126	1,888	(406)	992
Capital increase	0	0	12	0	0
Dividends paid	(2,245)	(4,116)	(3,896)	(6,030)	(6,951)
Warrants & other surplus	(431)	1,210	0	0	0
Cash flow from financing	(2,272)	219	(1,996)	(6,436)	(5,959)
Free cash flow	3,785	(7,632)	4,350	19,077	19,677

VALUATION

Expensive PE, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	161.2	180.7	77.7	68.5	61.5
Normalized PE - at target price (x)	99.5	111.5	47.9	42.3	38.0
PE (x)	154.6	163.9	77.7	68.5	61.5
PE - at target price (x)	95.4	101.1	47.9	42.3	38.0
EV/EBITDA (x)	126.6	129.7	65.3	56.7	50.2
EV/EBITDA - at target price (x)	77.5	79.9	40.2	34.6	30.4
P/BV (x)	29.2	26.5	21.3	17.8	15.1
P/BV - at target price (x)	18.0	16.4	13.1	11.0	9.3
P/CFO (x)	153.0	1,843.9	113.8	45.4	44.6
Price/sales (x)	17.2	12.9	9.3	8.4	7.7
Dividend yield (%)	0.4	0.2	0.5	0.6	0.7
FCF Yield (%)	0.3	(0.7)	0.4	1.7	1.8
(Bt)					
Normalized EPS	5.4	4.8	11.2	12.7	14.2
EPS	5.6	5.3	11.2	12.7	14.2
DPS	3.3	1.7	4.5	5.1	6.0
BV/share	29.9	32.9	41.0	49.0	57.6
CFO/share	5.7	0.5	7.7	19.2	19.6
FCF/share	3.0	(6.1)	3.5	15.2	15.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	21.4	33.4	39.1	10.8	8.5
Net profit (%)	139.9	(5.7)	110.9	13.4	11.3
EPS (%)	139.9	(5.7)	110.9	13.4	11.3
Normalized profit (%)	126.2	(10.8)	132.6	13.4	11.3
Normalized EPS (%)	126.2	(10.8)	132.6	13.4	11.3
Dividend payout ratio (%)	58.0	31.9	40.0	40.0	42.0
Operating performance					
Gross margin (%)	23.9	20.6	23.0	23.4	23.7
Operating margin (%)	10.1	7.0	11.8	12.1	12.4
EBITDA margin (%)	13.5	10.0	14.3	14.7	15.1
Net margin (%)	10.6	7.2	12.1	12.3	12.6
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	13.2	9.6	17.6	16.5	16.0
ROE - using norm profit (%)	19.2	15.4	30.4	28.3	26.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	18.9	15.4	30.4	28.3	26.6
- asset turnover (x)	1.2	1.3	1.5	1.3	1.3
- operating margin (%)	10.9	7.3	12.3	12.5	12.9
- leverage (x)	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	100.0	99.9	99.9	99.9	99.9
- tax burden (%)	97.0	98.4	98.4	98.4	98.4
WACC (%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROIC (%)	29.1	24.4	36.4	33.5	40.3
NOPAT (Bt m)	6,165	5,829	13,620	15,467	17,206
invested capital (Bt m)	23,872	37,405	46,141	42,728	40,607

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 57 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th