

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 220.00 (From: Bt 170.00)

Upside : 22.6%

13 OCTOBER 2025

Delta Electronics Pcl (DELTA TB)

การย้ายฐานการผลิตหนุหนการเติบโต

สองคำสั่งซื้อใหม่ของ DELTA ในช่วงการย้ายฐานการผลิตล่าสุดออกมาดีกว่าที่คาดใน 2H25F และคาดว่าจะมีปริมาณคำสั่งซื้อเพิ่มมากขึ้นในปหน้า เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น 4-24% ต่อปี จนถึงปี 2030F และยังคงแนะนำ “ซื้อ” DELTA ด้วย EPS เติบโต 30% ต่อปีในปี 2025-30F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

สองคำสั่งซื้อใหม่และเพิ่มเติมในอนาคต: คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” DELTA และปรับราคาเป้าหมายเป็น 220 บาท (จาก 170 บาท) 1) เรามองว่าปี 2020-24 เป็นรอบการย้ายฐานการผลิตครั้งใหญ่รอบแรกสำหรับ DELTA และนี่เป็นรอบที่สอง DELTA เริ่มได้รับคำสั่งซื้อใหม่ 2 รายการ ในรอบสองของการย้ายฐานการผลิตจาก Delta Electronics (Taiwan) ใน 2H25F ได้แก่ งานจัดการพลังงานใหม่ และงานระบายความร้อนด้วยของเหลว โดยมีปริมาณที่มากกว่าที่คาดไว้ 2) อุปสงค์ในอุตสาหกรรมสำหรับผลิตภัณฑ์จัดการพลังงานเดิมก็แข็งแกร่งกว่าคาด เนื่องจาก AI data centers ที่เติบโตอย่างรวดเร็วต้องการกำลังไฟที่สูงขึ้น และ 3) เราได้ปรับกำไรสุทธิขึ้น 4-24% ต่อปี ในปี 2025-30F เพื่อสะท้อนการย้ายฐานการผลิตที่แข็งแกร่ง และ AI ที่เฟื่องฟู ด้วย EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 30% ต่อปี ในปี 2025-30F และเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับอุตสาหกรรม AI ระดับโลกเพียงรายเดียวในประเทศไทย DELTA จึงสมควรซื้อขายที่ระดับที่มีพรีเมียมในมุมมองของเรา

คำสั่งซื้อใหม่ #1: ชั้นเก็บประจุพลังงาน (Power Capacitance Shelf)

Delta Group ซึ่งเป็นหนึ่งในสามผู้ผลิตอุปกรณ์จัดการพลังงานรายใหญ่ที่สุดของโลกสำหรับผู้ให้บริการคลาวด์ขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ มุ่งเน้นการจัดการพลังงานหลักสามประการ ได้แก่ หน่วยจ่ายไฟ (PSU), หน่วยกระจายไฟ (Power Distribution Unit - PDU) และชั้นเก็บประจุพลังงาน (Power Capacitance Shelf - PCS) โดย DELTA มุ่งเน้นที่ PSU และ PDU ขณะที่ Delta Taiwan เชี่ยวชาญด้าน PCS เป็นหลัก ซึ่งใน 3Q25 Delta Taiwan ได้เริ่มย้ายสายการผลิต PCS มายัง DELTA

คำสั่งซื้อใหม่ #2: ระบบระบายความร้อนด้วยของเหลว

DELTA เริ่มได้คำสั่งซื้อระบบระบายความร้อนด้วยของเหลว 3Q25 หลัง Delta Taiwan ประสบความสำเร็จในการเจาะตลาดผลิตภัณฑ์ในช่วงสองสามปีที่ผ่านมา AI data centers ต้องการเทคโนโลยีระบายความร้อนด้วยของเหลวใหม่มาแทนที่ลมระบายความร้อน Delta Taiwan ชนะโครงการระบายความร้อนด้วยของเหลวขนาดใหญ่ 3 โครงการ (เซิร์ฟเวอร์, แร็ค และโครงสร้างพื้นฐานของ data center) และเริ่มโอนสายการผลิตระบบระบายความร้อนมายังไทย คำสั่งซื้อระบบระบายความร้อนด้วยของเหลวคิดเป็น 13% ของกำไรของ Delta Taiwan ใน 2Q25 ในคาดการณ์ของเรา เราคาดว่า 30% ของผลผลิตระบบระบายความร้อนด้วยของเหลวจะมาจาก DELTA โดยคิดเป็น 28% ของกำไรในปี 2027F คำสั่งซื้อระบบระบายความร้อนด้วยของเหลวทั่วโลกคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยปีละ 22% ในปี 2025-35F ตามการคาดการณ์ของสถาบันวิจัยหลายแห่ง

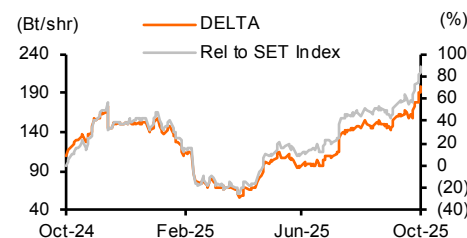
คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 3Q25F

เราคาดว่า DELTA จะมีกำไร 3Q25F ที่ 6.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 7% y-y และ 23% q-q หากไม่รวมผลจากภาษีขั้นต่ำโลก (อัตราภาษีอยู่ที่ 13.2% ใน 3Q25 เทียบกับ 2% ใน 3Q24) กำไรจากการดำเนินงานจะเติบโต 18% y-y แม้เงินบาทจะแข็งค่าขึ้น 9% เมื่อเทียบกับ US\$ แต่เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะยังคงแข็งแกร่ง หนุนโดยคำสั่งซื้อที่เกี่ยวกับ AI ซึ่งมียอดขายสกุล US\$ เพิ่มขึ้น 50% y-y DELTA คาดว่าคำสั่งซื้อจะยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่งใน 4Q25F แม้จะเป็นช่วงนอกฤดูกาล ในภาพรวม เราคาดว่ายอดขายในเทอม US\$ ของ DELTA จะเติบโต 27% ต่อปี ไปถึงปี 2030F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	164,733	191,421	245,693	313,176
Net profit	18,939	23,072	31,435	43,987
Consensus NP	—	21,761	26,668	32,957
Diff frm cons (%)	—	6.0	17.9	33.5
Norm profit	17,980	23,072	31,435	43,987
Prev. Norm profit	—	22,108	28,618	38,785
Chg frm prev (%)	—	4.4	9.8	13.4
Norm EPS (Bt)	1.4	1.8	2.5	3.5
Norm EPS grw (%)	1.3	28.3	36.2	39.9
Norm PE (x)	125.5	97.8	71.8	51.3
EV/EBITDA (x)	91.2	66.0	48.9	35.5
P/BV (x)	28.2	23.3	18.9	15.2
Div yield (%)	0.3	0.3	0.5	0.8
ROE (%)	24.4	26.1	29.1	32.8
Net D/E (%)	(15.9)	(19.2)	(23.1)	(25.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-25 (Bt)	179.50
Market Cap (US\$ m)	68,443.2
Listed Shares (m shares)	12,473.8
Free Float (%)	23.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	69.6
12M Price H/L (Bt)	197.50/56.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Delta Group 62.6%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P12

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

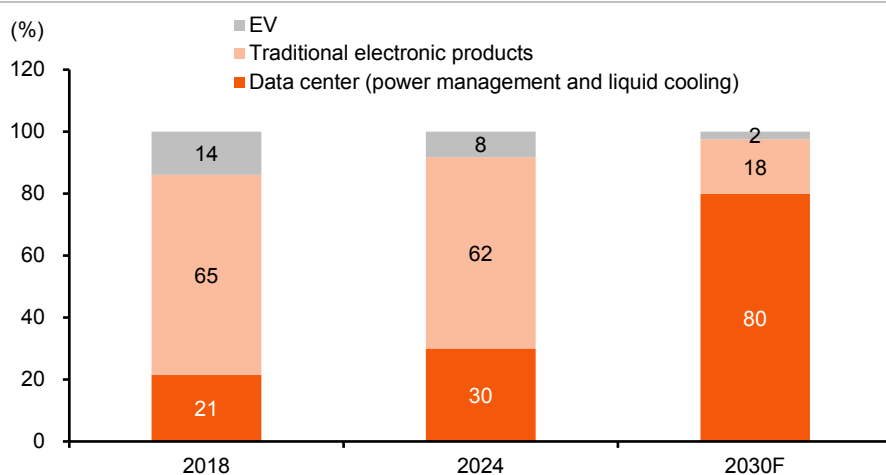
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our Assumptions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Total US\$ sales (% growth)	(0.2)	22.2	30.3	24.4	28.3	12.3	23.0	29.8	25.6	26.4	31.8	25.8
Data center (power management + liquid cooling)												
- EV	9.0	38.7	12.4	34.2	26.0	68.7	62.5	58.6	38.3	37.2	42.4	32.3
- Traditional electronics	33.0	152.7	15.5	94.8	20.0	(3.0)	3.0	12.0	10.0	10.0	7.0	7.0
	(7.7)	(9.7)	48.5	(10.1)	37.5	(8.0)	(2.1)	(5.1)	4.6	2.8	6.4	3.2
Gross margin (%)	22.0	24.9	20.6	23.6	22.9	24.6	26.3	26.5	27.9	29.2	30.4	31.5
SG&A (% to sales)	15.7	13.7	13.6	11.3	10.6	13.7	12.9	12.1	12.0	11.7	11.3	10.9

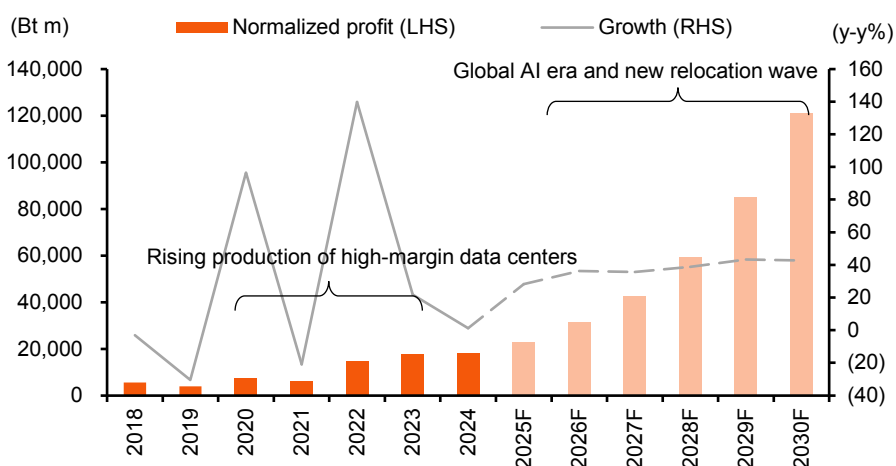
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: DELTA's Sales Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: DELTA's Earnings Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (US\$ m)						
- New	3,337	4,109	4,667	5,738	7,445	9,349
- Old				5,675	6,655	8,067
- Change (%)				1.1	11.9	15.9
Bt/US\$						
- New	35.1	34.8	35.3	33.4	33.0	33.5
- Old				33.4	34.5	34.5
Gross margin (%)						
- New	23.6	22.9	24.6	26.3	26.5	27.9
- Old				26.0	27.0	28.5
- Change (ppt)				0.3	(0.4)	(0.6)
SG&A to sales (%)						
- New	11.3	10.6	13.7	12.9	12.1	12.0
- Old				13.0	13.0	12.8
- Change (ppt)				(0.1)	(0.8)	(0.8)
Tax (%)						
- New	3.1	5.7	4.3	14.0	14.0	14.0
- Old				14.0	14.0	14.0
Normalized profit (Bt m)						
- New	14,564	17,747	17,980	23,072	31,435	43,987
- Old				22,108	28,618	38,785
- Change (%)				4.4	9.8	13.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Global AI Data Centers By Volume

	2025	2030	% CAGR
Global data center capacity (GW)	82	220	22
- AI	44	156	28
- Non AI	38	64	11

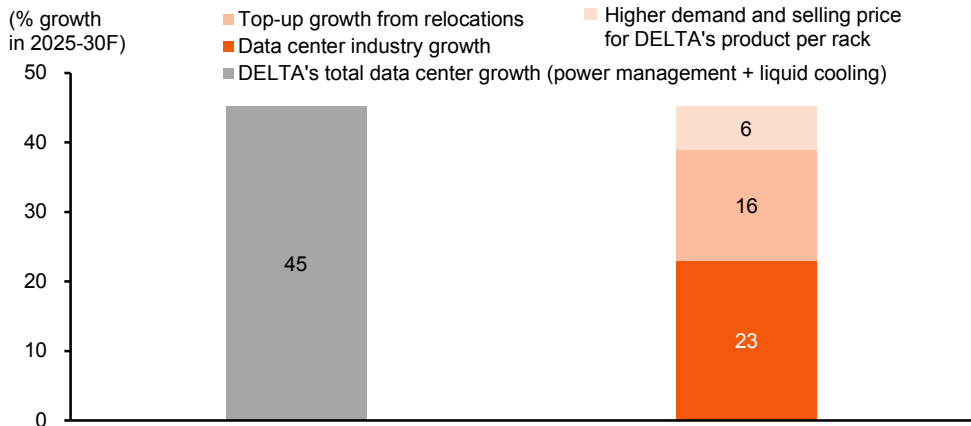
Sources: McKinsey, Thanachart compilation, Thanachart estimates

Ex 6: Global AI Data Centers By Value

	2025	2030	% CAGR
Global data center capacity (US\$ T)	2.4	6.7	23
- AI	1.47	5.2	29
- Non AI	0.9	1.5	11

Sources: McKinsey, Thanachart compilation, Thanachart estimates

Ex 7: Our Data Center Growth Forecasts For DELTA



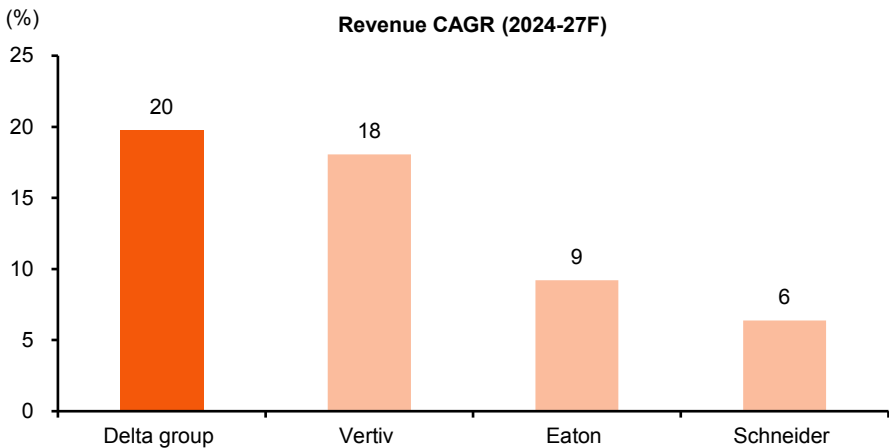
Sources: Thanachart compilation, Thanachart estimates

Ex 8: DELTA’s Products Are Needed More

	Non AI data center	AI data center	Key player/s
PSU	Medium: Needed but simpler	Critical: complex, high efficiency required	Delta group
PDU	Medium: basic distribution	Critical: complex, sensor control	Delta group, Vertiv, Schneider, ABB
UPS	Critical: Backup always essential		Vertiv, Schneider and Eaton
PCS	Not used	Highly critical: for grid stability	New products, Delta group is a leader now
Cooling	Low-Medium: simple air cooling is sufficient	Most critical: GPU overheat without it	New products, Delta group, Vertiv and Schneider

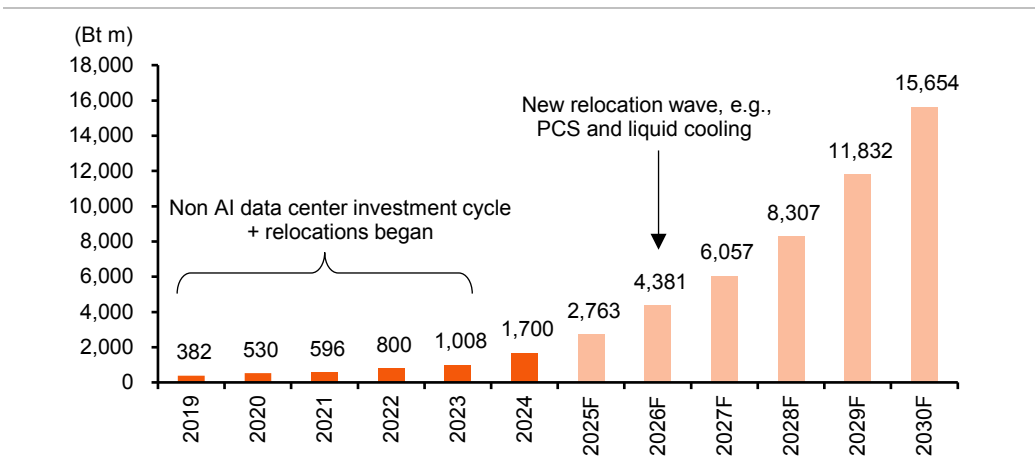
Sources: Company data, Thanachart compilations

Ex 9: Delta Group Vs. Other Key Players



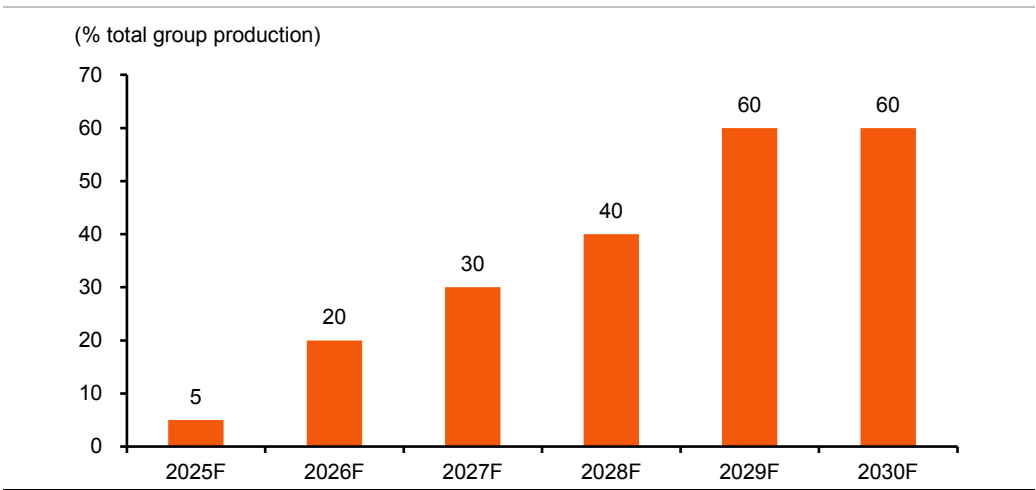
Source: Bloomberg

Ex 10: DELTA Data Center Growth Milestones



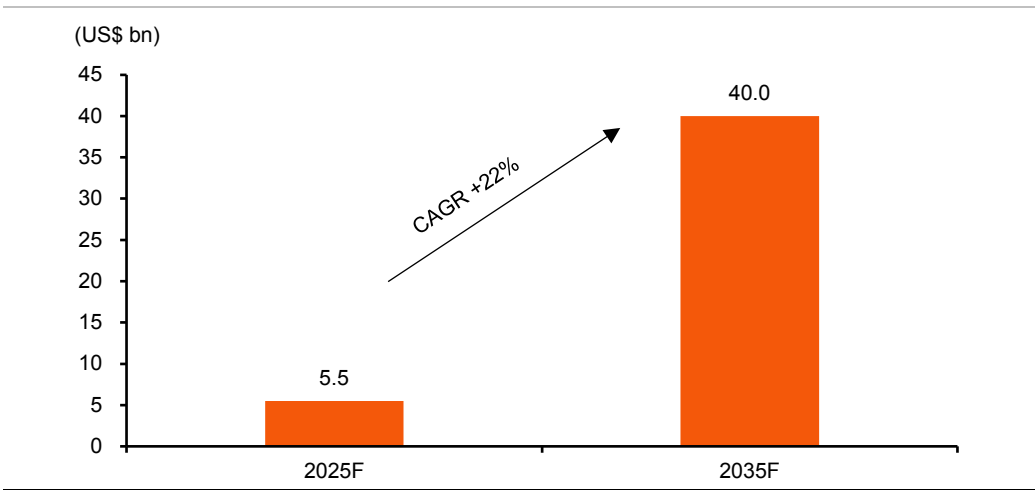
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Our Liquid Cooling System Assumptions



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Global Liquid Cooling System Demand Growth

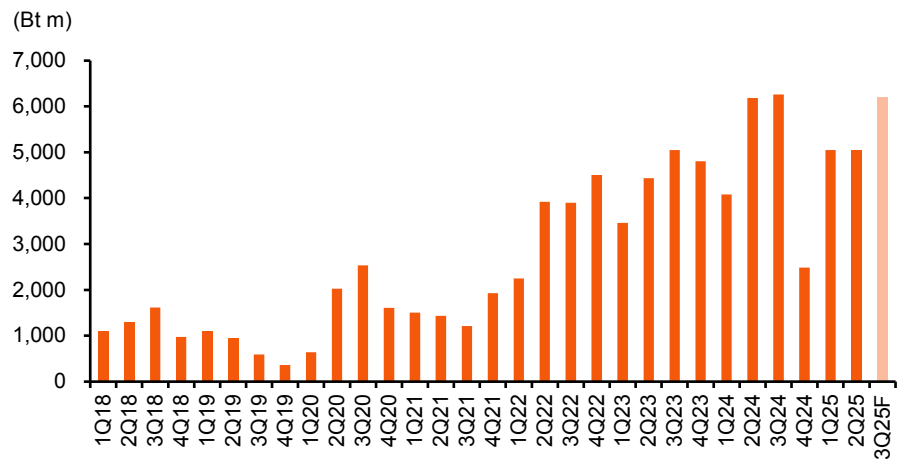


Source: Thanachart compilations

Ex 13: DELTA Production Facilities

Existing	Focused end-products	Note
Bangpu		
F1	Traditional electronics	
F3	Delta Taiwan relocated work: Traditional electronics	
F5*	High-end data centers, consumer appliances, EV	– Non-data center and non-EV products will be moved to India to allow data center product manufacturing
F8	EV	– EV is underutilized due to weak demand, and more data center work to be accommodated here
Well Grow		
WG1	Traditional electronics	
WG2	Delta Taiwan relocation work, e.g., data center products	
New facilities		
Bangpu		
Project 1	High-end data centers	
Project 2	Traditional electronics	
Project 3	Data center solutions products	
Project 4	Data center solutions products	
Well Grow		
Project 1	Delta Taiwan relocated works, e.g., traditional electronic products	
Project 2	Delta Taiwan relocated works, e.g., data center products and liquid cooling systems	– Liquid cooling systems for data centers are currently produced by Delta Taiwan, and it is planning to move production to DELTA
India		
Expanding existing factory	Traditional electronic products, e.g., telecommunication equipment	– India provides operational flexibility as an alternative to Thailand in case of adverse US tariff impacts

Sources: Company data, Thanachart compilations

Ex 14: Quarterly Earnings Momentum

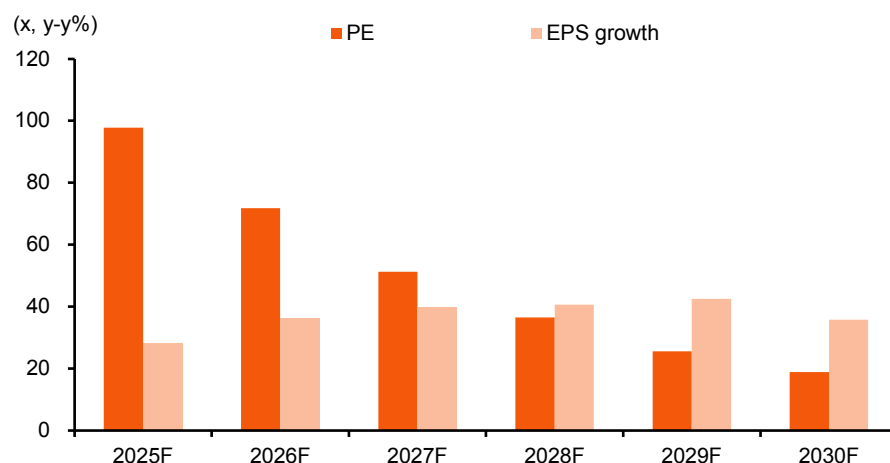
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Our Royalty Fee Assumptions



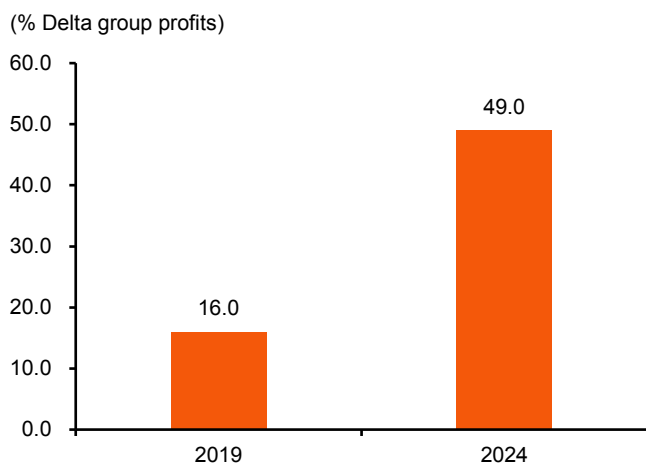
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: PE Vs. EPS Growth



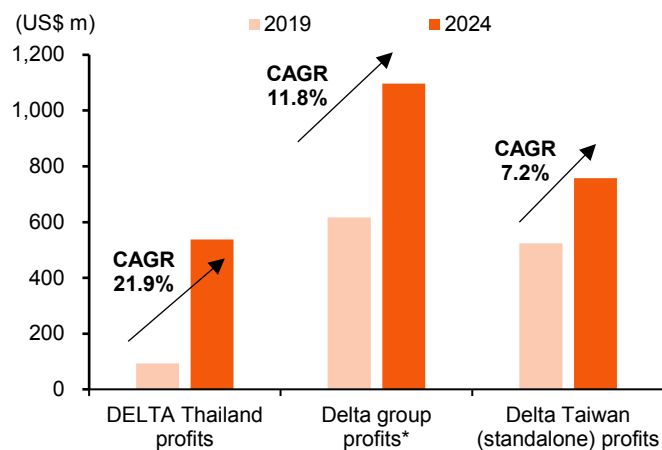
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: More Profits At DELTA (Thailand)

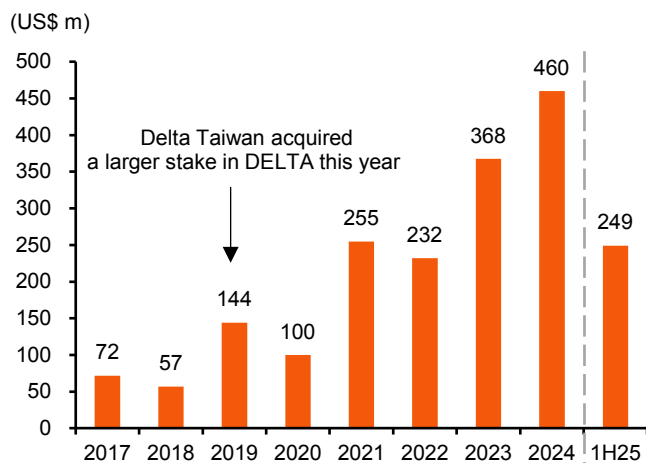


Sources: Company data; Thanachart estimates

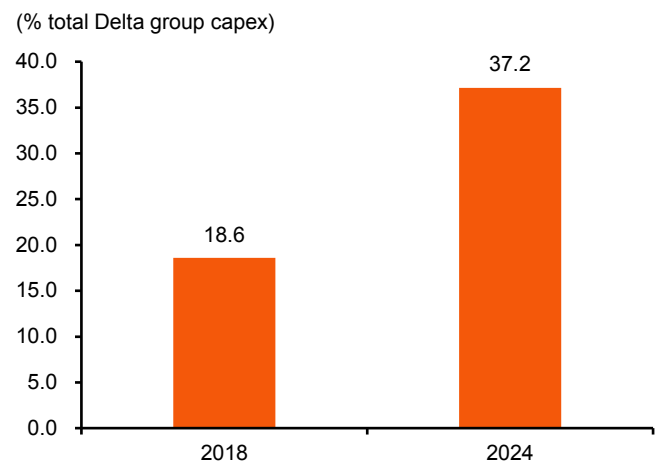
Ex 18: DELTA (Thailand) Growing Faster Than Delta Group



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 19: DELTA's Capex Over The Years

Source: Company data

Ex 20: More Capex In Thailand

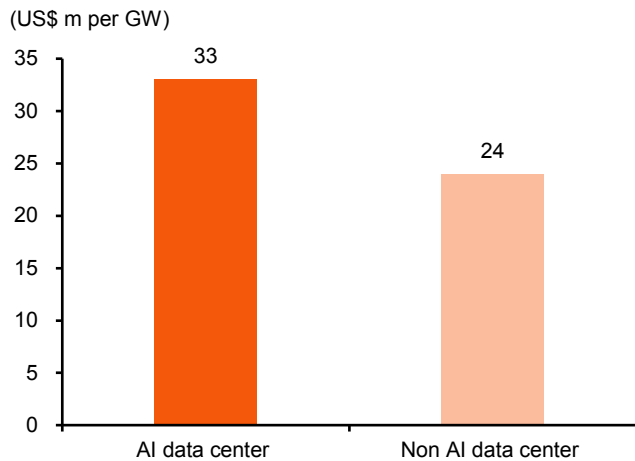
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 21: 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2026F

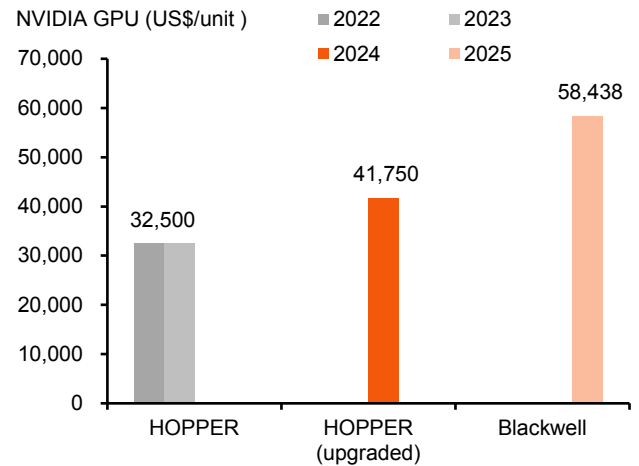
(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	45,621	62,501	86,358	120,305	160,276	202,361	265,834	335,299	410,647	498,239	615,061	—
Free cash flow	17,730	23,617	32,895	55,944	89,232	119,778	155,918	214,230	276,493	344,781	423,139	5,871,471
PV of free cash flow	17,682	19,374	24,432	37,628	54,353	66,073	77,869	96,892	113,249	127,889	142,101	1,971,789
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.4											
Terminal growth (%)	3.0											
Enterprise value - add investments	2,749,331											
Net debt (2025F)	(18,598)											
Minority interest	0											
Equity value	2,767,928											
# of shares (m)	12,572											
Target price/share (Bt)	220											

Sources: Company data, Thanachart estimates

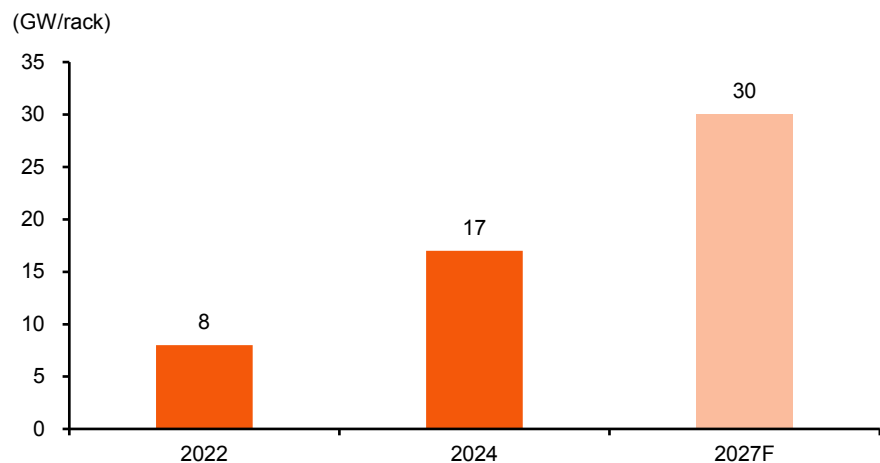
Note: we have assumed additional 98m stocks from in-the-price convertible bond

Ex 22: AI Data Centers Are More Expensive

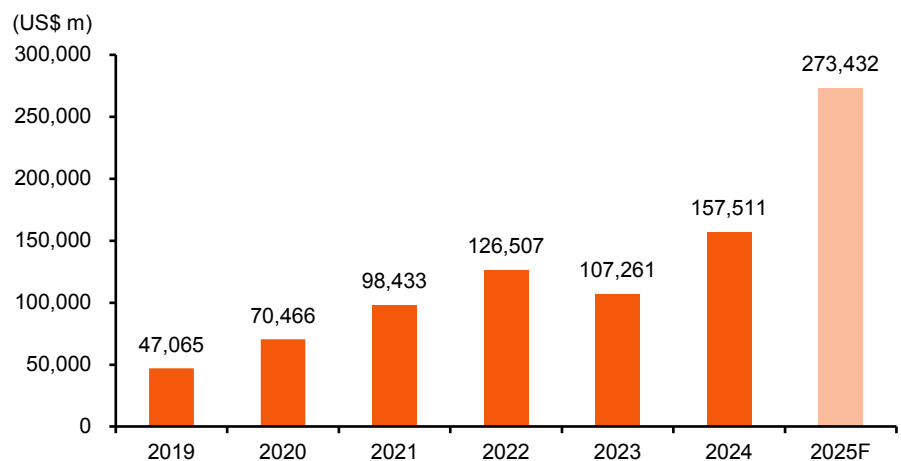
Sources: Thanachart compilation, Thanachart estimates

Ex 23: NVIDIA GPU Price Rising (US\$/unit)

Sources: Company Data, Thanachart compilation

Ex 24: Data Center Power Requirements To Increase

Source: Thanachart compilation

Ex 25: Hyperscalers' Capex

Source: Bloomberg

Note: Hyperscalers include Google, Meta, and Amazon

Valuation Comparison

Ex 26: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Schneider Electric SE	SU FP	France	5.9	12.8	30.2	25.8	4.7	4.3	18.5	16.9	1.7	1.9
Delta Electronics Inc	2308 TT	Taiwan	58.9	33.5	46.4	34.7	10.0	8.5	25.7	20.4	1.0	1.4
Vertiv Holdings	VRT US	US	34.2	23.2	44.2	35.8	18.4	14.2	31.2	25.0	0.1	0.1
Snap	SNAP US	US	(8.4)	40.1	31.5	22.5	6.4	5.9	28.1	19.6	0.0	0.0
Meta Platforms	META US	US	10.2	6.1	26.0	24.5	7.8	5.9	17.6	14.8	0.3	0.3
Alphabet	GOOGL US	US	6.1	10.2	24.4	22.5	7.2	5.9	16.8	14.6	0.3	0.3
Amazon.com	AMZN US	US	16.0	9.5	34.1	29.9	6.6	5.4	14.4	12.2	0.0	0.0
Pinterest	PINS US	US	39.4	16.7	17.7	15.2	4.0	3.3	15.0	12.4	0.0	0.0
Cisco Systems	CSCO US	US	6.2	7.4	17.3	16.1	5.5	5.0	13.0	12.4	2.4	2.4
Delta Electronics	DELTA TB*	Thailand	28.3	36.2	97.8	71.8	23.3	18.9	66.0	48.9	0.3	0.5
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	27.3	(20.5)	15.5	19.4	0.8	0.7	4.1	3.4	3.2	2.6
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	3.1	4.9	17.5	16.7	2.1	2.1	10.9	10.2	4.9	5.2
Average			18.9	15.0	33.6	27.9	8.1	6.7	21.8	17.6	1.2	1.2

Source: Bloomberg
Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 10 October 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

DELTA เป็นผู้ออกแบบและผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ บริษัทผลิตแหล่งจ่ายไฟให้กับหลายๆ อุตสาหกรรม อาทิเช่น ดาต้าเซ็นเตอร์ การสื่อสาร การแพทย์ Industrial automation และรถยนต์ โดย DELTA ยังได้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อื่นๆ อีก ได้แก่ พัฒน EMI filter และ โซลีนอย DELTA มีฐานการผลิตอยู่ในสามประเทศ รวมถึงไทย อินเดีย และสโลวาเกีย และมีพนักงานมากกว่า 12,000 คนทั่วโลก นอกจากนี้บริษัทยังมีฐานพัฒนาและวิจัย (R&D) ในประเทศไทย เยอรมันนี สวิตเซอร์แลนด์ โรมาเนีย 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

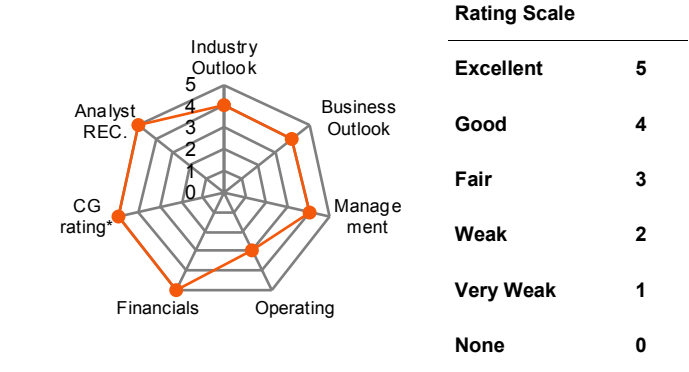
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	138.59	220.00	59%
Net profit 25F (Bt m)	21,761	23,072	6%
Net profit 26F (Bt m)	26,668	31,435	18%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 4	SELL: 12

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมาย และประมาณการกำไรของเราสูงกว่าตัวเลขเฉลี่ยจาก Bloomberg Consensus ซึ่งเรามองว่าเกิดจากมุมมองเชิงบวกมากกว่าของเราต่อแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ DELTA ในกลุ่มธุรกิจ AI

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

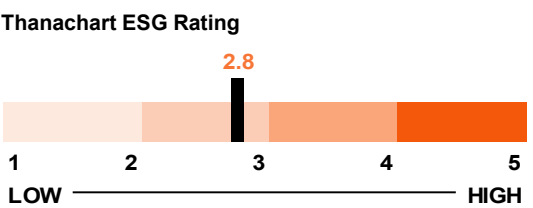
- ความไม่แน่นอนทั้งในด้านอุตสาหกรรมและการเมืองของประเทศกำลังพัฒนา (เช่น อินเดีย บราซิล ASEAN)
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากตลาดด้านล่างของกลุ่ม cloud

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การกลับมาอีกครั้งของปัจจัยลบของ DELTA เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของตลาดรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ทั่วโลกที่ช้ากว่าคาด อาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จที่น้อยกว่าคาดในการได้รับคำสั่งซื้อผลิตภัณฑ์สำหรับ data center AI ก็อาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

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



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
DELTA	YES	A	-	A	72.83	77.96	79.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแก่ DELTA ที่ 3.0DELTA 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 ยังไม่ได้จัดทำแผนการดำเนินงานที่ชัดเจนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายโรงงานที่สร้างใหม่ของ DELTA เริ่มให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น เช่น ลดการใช้น้ำลง 45% เมื่อเทียบกับโรงงานที่มีอยู่DELTA ได้รับรางวัลในด้าน ESG เช่น รางวัล Bronze Class Sustainability Award 2022 โดย S&P Global
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคมแก่ DELTA ที่ 2.4 ซึ่งสะท้อนถึงประเด็นที่ดีขึ้นของ DELTADELTA จัดให้มีโครงการพัฒนาพนักงานที่หลากหลาย เช่น การส่งคนงานไปฝึกอบรมที่โรงงานในต่างประเทศ นอกจากนี้ DELTA ยังมีผู้บริหารระดับสูงให้ความรู้และข้อมูลเชิงลึกแก่พนักงานที่อายุน้อยกว่าเป็นครั้งคราวบริษัทฯ ยังตระหนักถึงความภักดีของพนักงาน ด้วยการมอบรางวัลให้กับพนักงานที่มีอายุการทำงานยาวนานอย่างไรก็ตาม มีรายงานเกี่ยวกับเหตุการณ์ที่พนักงานไม่พึงพอใจ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า DELTA ยังขาดโปรแกรมสนับสนุนที่เพียงพอสำหรับพนักงานDELTA ให้การสนับสนุนอย่างแข็งขัน เช่น การบริจาคและความช่วยเหลืออื่นๆ สำหรับผู้ที่ต้องการ ล่าสุด บริษัทฯ ได้จัดหาวัสดุ carbon box ที่ใช้แล้วมากกว่า 50 ตัน รวมถึงเตียงผู้ป่วยในโรงพยาบาลสำหรับผู้ป่วยโควิด
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาลแก่ DELTA ที่ 2.9โครงสร้างคณะกรรมการของ DELTA ยังต้องได้รับการปรับปรุงในมุมมองของเรา DELTA มีคณะกรรมการบริษัท (BOD) จำนวน 9 คน ซึ่งใกล้เคียงกับบริษัทอื่นที่มีขนาดใกล้เคียงกัน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 4 คน โดยประธานกรรมการเป็นบุคคลเดียวกับกรรมการบริษัท และมีกรรมการหญิงเพียง 1 คนDELTA มีผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายที่มีความหลากหลายสูงของรถยนต์ EV และไม่ใช่ EV ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับคลาวด์ โครงสร้างพื้นฐานด้านโทรคมนาคม และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ที่ใช้ในอุตสาหกรรมและสำหรับผู้บริโภคต่างๆDELTA มีความกระตือรือร้นในการพัฒนาเทคโนโลยีระบบอัตโนมัติเพื่อลดการพึ่งพาแรงงาน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect S-Curve sales growth from AI adoption

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	146,371	164,733	191,421	245,693	313,176
Cost of sales	112,881	124,236	141,168	180,478	225,717
Gross profit	33,491	40,497	50,253	65,215	87,459
% gross margin	22.9%	24.6%	26.3%	26.5%	27.9%
Selling & administration expenses	15,483	22,637	24,629	29,801	37,528
Operating profit	18,008	17,860	25,624	35,414	49,931
% operating margin	12.3%	10.8%	13.4%	14.4%	15.9%
Depreciation & amortization	4,608	6,738	8,271	10,207	12,570
EBITDA	22,616	24,598	33,896	45,621	62,501
% EBITDA margin	15.5%	14.9%	17.7%	18.6%	20.0%
Non-operating income	1,304	1,260	1,725	1,720	1,820
Non-operating expenses	(382)	(163)	(360)	(360)	(360)
Interest expense	(109)	(167)	(162)	(222)	(243)
Pre-tax profit	18,820	18,790	26,828	36,552	51,148
Income tax	1,073	810	3,756	5,117	7,161
After-tax profit	17,747	17,980	23,072	31,435	43,987
% net margin	12.1%	10.9%	12.1%	12.8%	14.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	(0)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	675	959	0	0	0
NET PROFIT	18,423	18,939	23,072	31,435	43,987
Normalized profit	17,747	17,980	23,072	31,435	43,987
EPS (Bt)	1.5	1.5	1.8	2.5	3.5
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.4	1.8	2.5	3.5

Profits to grow faster due to margin expansion

BALANCE SHEET

Strong balance sheet position

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	75,566	82,532	101,842	133,447	169,381
Cash & cash equivalent	7,617	15,701	25,000	35,000	45,000
Account receivables	33,237	32,906	38,237	49,078	62,558
Inventories	32,747	31,697	36,017	46,047	57,589
Others	1,965	2,227	2,588	3,322	4,234
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	29,681	37,721	44,300	51,291	60,643
Other assets	2,898	2,844	2,844	2,812	2,812
Total assets	108,145	123,097	148,986	187,550	232,836
LIABILITIES:					
Current liabilities:	36,176	38,127	44,112	58,566	72,872
Account payables	32,096	35,793	40,671	54,391	68,024
Bank overdraft & ST loans	2,530	680	1,441	1,681	1,751
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	1,549	1,654	2,000	2,494	3,097
Total LT debt	1,963	2,342	4,962	5,790	6,032
Others LT liabilities	2,468	2,685	3,252	4,096	5,146
Total liabilities	40,606	43,155	52,327	68,452	84,050
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,247	1,247	1,257	1,257	1,257
Share premium	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,826)	(4,758)	(4,758)	(4,758)	(4,758)
Retained earnings	68,626	81,961	98,669	121,107	150,796
Shareholders' equity	67,539	79,942	96,659	119,098	148,787
Liabilities & equity	108,145	123,097	148,986	187,550	232,836

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	18,820	18,790	26,828	36,552	51,148
Tax paid	(933)	(1,039)	(3,528)	(5,069)	(6,922)
Depreciation & amortization	4,608	6,738	8,271	10,207	12,570
Chg In working capital	(10,908)	5,077	(4,773)	(7,152)	(11,388)
Chg In other CA & CL / minorities	777	238	(242)	(288)	(549)
Cash flow from operations	12,364	29,804	26,557	34,250	44,859
Capex	(11,503)	(14,711)	(14,850)	(17,199)	(21,922)
Right of use	(43)	61	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(307)	1,005	567	876	1,050
Cash flow from investments	(11,853)	(13,645)	(14,283)	(16,322)	(20,873)
Debt financing	2,527	(1,540)	3,380	1,068	313
Capital increase	0	0	10	0	0
Dividends paid	(4,990)	(5,613)	(6,364)	(8,996)	(14,299)
Warrants & other surplus	(574)	(922)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,036)	(8,076)	(2,974)	(7,928)	(13,986)
Free cash flow	861	15,094	11,707	17,052	22,936

Capex needed for expansion but cash flow position still strong

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	127.2	125.5	97.8	71.8	51.3
Normalized PE - at target price (x)	155.8	153.8	119.9	88.0	62.9
PE (x)	122.5	119.2	97.8	71.8	51.3
PE - at target price (x)	150.1	146.0	119.9	88.0	62.9
EV/EBITDA (x)	99.6	91.2	66.0	48.9	35.5
EV/EBITDA - at target price (x)	122.2	111.9	81.0	60.0	43.7
P/BV (x)	33.4	28.2	23.3	18.9	15.2
P/BV - at target price (x)	41.0	34.6	28.6	23.2	18.6
P/CFO (x)	182.5	75.7	85.0	65.9	50.3
Price/sales (x)	15.3	13.6	11.7	9.1	7.1
Dividend yield (%)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.8
FCF Yield (%)	0.0	0.7	0.5	0.8	1.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.4	1.8	2.5	3.5
EPS	1.5	1.5	1.8	2.5	3.5
DPS	0.4	0.5	0.6	0.9	1.4
BV/share	5.4	6.4	7.7	9.5	11.8
CFO/share	1.0	2.4	2.1	2.7	3.6
FCF/share	0.1	1.2	0.9	1.4	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

High PE is justified by earnings growth, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	23.5	12.5	16.2	28.4	27.5
Net profit (%)	20.1	2.8	21.8	36.2	39.9
EPS (%)	20.1	2.8	21.8	36.2	39.9
Normalized profit (%)	21.9	1.3	28.3	36.2	39.9
Normalized EPS (%)	21.9	1.3	28.3	36.2	39.9
Dividend payout ratio (%)	30.5	30.3	30.3	35.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	22.9	24.6	26.3	26.5	27.9
Operating margin (%)	12.3	10.8	13.4	14.4	15.9
EBITDA margin (%)	15.5	14.9	17.7	18.6	20.0
Net margin (%)	12.1	10.9	12.1	12.8	14.0
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	164.7	107.0	158.6	159.5	205.7
Interest coverage - EBITDA (x)	206.8	147.3	209.8	205.5	257.5
ROA - using norm profit (%)	17.8	15.6	17.0	18.7	20.9
ROE - using norm profit (%)	29.0	24.4	26.1	29.1	32.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	29.0	24.4	26.1	29.1	32.8
- asset turnover (x)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5
- operating margin (%)	12.9	11.5	14.1	15.0	16.4
- leverage (x)	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
- interest burden (%)	99.4	99.1	99.4	99.4	99.5
- tax burden (%)	94.3	95.7	86.0	86.0	86.0
WACC (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
ROIC (%)	36.0	26.5	32.8	39.0	46.9
NOPAT (Bt m)	16,981	17,090	22,037	30,456	42,940
invested capital (Bt m)	64,414	67,263	78,062	91,568	111,570

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none 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 and 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.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท กัลป์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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