

เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย)

สองแนวโน้มไตรมาส 2/55 ยอดขายพุ่ง!

Electronics
Overweight

BUALUANG RESEARCH

จินดารัตน์ เล้าทวีรุ่งสวัสดิ์
+66 2 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 26.20 บาท
ราคา (25/07/12): 23.20 บาท

ประเด็นการลงทุน: เราได้เข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์วานนี้ ผู้บริหารให้แนวทางว่าแนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 2/55 จะออกมาในทิศทางที่ดีเนื่องจากยอดคำสั่งซื้อที่เลื่อนจากไตรมาส 1/55 มาเข้าในไตรมาส 2/55 แต่อย่างไรก็ตามเรามองเชิงบวกแบบระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้มในครึ่งหลังของปีเนื่องจากผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจของสหภาพยุโรป เราปรับลดประมาณการเติบโตปีของเราลงเล็กน้อย 2% และ 3% ตามลำดับโดยราคาเป้าหมายของเราในปี 2555 อยู่ที่ 26.20 บาทลดลงเล็กน้อยจากก่อนหน้านี้ที่ 26.50 เราเชื่อว่าโครงการในการลดพนักงานจะช่วยเพิ่มการเติบโตของกำไรสุทธิในปี 2556 ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2555 เท่ากับ 9.2 เท่าและ EV/EBITDA ที่ 4.5 เท่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 9.7 เท่าและ 5 เท่าตามลำดับ เรายังคงคำแนะนำซื้อ

กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 เติบโตจากไตรมาสก่อน... เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 2/55 จะเติบโต 22% จากไตรมาสก่อนและ 7% YoY หนุนโดยยอดคำสั่งซื้อที่ชะลอตัวจากไตรมาส 1 มาเข้าในไตรมาส 2 ยอดขายโซลาร์อินเวอร์เตอร์ในไตรมาส 2/55 เพิ่มขึ้นและบริษัทไม่ได้ตั้งสำรองการต่อค้าของสินค้าคงคลังตั้งนั้นอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะขยายตัว 1.5% เป็น 25.8% ใดๆก็ตามเราคาดว่ากำไรสุทธิจะอ่อนตัวลง 6% YoY เนื่องจากในไตรมาส 2/54 DELTA ได้มีการบันทึกเครดิตภาษี 44 ล้านบาท

...มองเชิงระมัดระวังมากขึ้นในครึ่งหลังของปีแต่น่าจะโตจากครั้งแรกของปี... ผู้บริหารปรับลดคำแนะนำสำหรับยอดขายทั้งปีลงเป็นอย่างน้อย 1,200 ล้านบาทจากก่อนหน้านี้ที่ 1,300-1,400 ล้านบาทเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจของสหภาพยุโรปที่อ่อนตัวซึ่งอาจกระทบต่อความต้องการลงทุนของบริษัททำให้ยอดขายขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อาจได้รับผลกระทบบ้างแต่อย่างไรก็ตามเรามองว่าแนวทางที่ผู้บริหารให้เน้นเป็นไปในเชิงรับมากขึ้นไป เนื่องจากปกติแล้วไตรมาส 3/55 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นของยอดขายอีกทั้งอ้างอิงจากนักวิเคราะห์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ที่สหรัฐฯของมอร์แกนสแตนเลย์ ยอดขายของลูกค้านักลงทุนของ DELTA ในครึ่งหลังของปียังดูดีและมีการเติบโตเล็กน้อย

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt28.94bn		
12-mth price range	Bt17.80/Bt27.50		
12-mth avg daily volume	Bt22.24m		
# of shares (m)	1247.4		
Est. free float (%)	29.8		
Foreign limit (%)	100.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	5.3	(5.0)	(16.2)
Absolute	8.9	(6.1)	(10.8)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	38,434	40,932	42,872	45,103
Net profit (Btm)	2,864	3,159	3,530	3,918
EPS (Bt)	2.30	2.53	2.83	3.14
BLS/Consensus (x)	0.61	1.00	1.02	1.04
EPS growth (%)	-31.0%	10.3%	11.8%	11.0%
Core profit (Btm)	2,527	3,049	3,530	3,918
Core EPS (Bt)	2.03	2.44	2.83	3.14
Core EPS growth (%)	-35.8%	20.7%	15.8%	11.0%
PER (x)	11.4	9.2	8.2	7.4
Core PER (x)	12.9	9.5	8.2	7.4
EV/EBITDA (x)	6.9	4.5	3.7	3.1
PBV (x)	1.6	1.36	1.3	1.2
Dividend (Bt)	1.20	1.39	1.56	1.73
Dividend yield (%)	4.6	6.0	6.7	7.4
ROE (%)	14.7	15.4	16.0	16.5
Net gearing (x)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)

CG Rating - 2011



Company profile

Delta Electronics (Thailand) Plc is one of the world's leading makers of power supplies and electronic components. The company was established in 1988 as a subsidiary of Delta Group (Taiwan).

COMPANY UPDATE

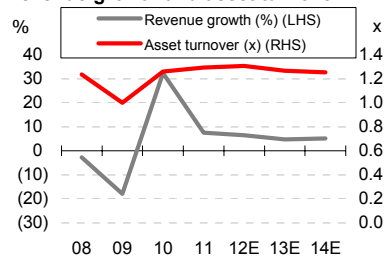
โครงการลดพนักงานจะเป็นปัจจัยระยะสั้นแต่จะส่งผลดีในระยะยาว: แม้ว่าเรามองแบบระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้มในครึ่งหลังของปี 2555 แต่เรายังมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของ DELTA ในปี 2556 หนุนโดยความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นจากการลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ในระยะยาวแล้วบริษัทตั้งเป้าปรับลดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็น 15% จากค่าเฉลี่ยในอดีตในช่วง 17-18% อันเนื่องมาจากการลดพนักงาน การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราบ่งชี้ว่าการปรับลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายได้ 1% จะทำให้กำไรสุทธิในปีหน้าเพิ่มขึ้นจากประมาณการในปัจจุบันได้ 11%

Figure 1: Earnings comparisons

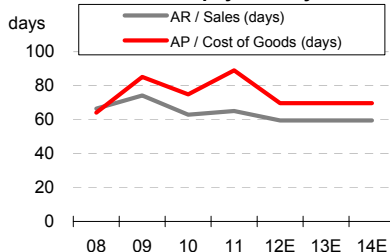
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12E	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12E	6M11	YoY %	6M12E	Comment
Income Statement										
Revenue	10,759	9,951	8	8,721	23	19,480	19,006	2	48	Top-line growth driven by the release of pent-up demand from 1Q12
Cost of sales and services	(7,985)	(7,535)	6	(6,479)	23	(14,464)	(14,562)	(1)	48	
EBITDA	885	985	(10)	847		1,733	1,680		43	GM should expand by 150 bps YoY due to
EBIT	858	748	15	641	34	1,499	1,301	15	48	no extra provision for obsolete inventory
Interest expense	(27)	(24)	13	(25)	8	(53)	(50)	5	48	
Other income/exp.	27	120	(78)	6	343	33	148	(78)	40	
Equity earnings from affiliates	0	4	(100)	0	nm	0	12	(100)	nm	
Extra items	23	20	14	93	(75)	116	40	190	nm	
EBT	858	844	2	621	38	1,479	1,399	6	48	
Corporate tax	(17)	44	nm	(1)	nm	(18)	17	nm		
Minority interest	0	(0)	nm	0	nm	0	(0)	nm		
Net profit (loss)	864	912	(5)	713	21	1,577	1,468	7	50	Bottom-line should soften 6% YoY because in 2Q11 DELTA booked a Bt44m tax credit
Reported EPS	0.69	0.73	(5)	0.6	21	1.26	1.18	7		
Core net profit	841	892	(6)	620	36	1,461	1,428	2	48	

Sources: Company, Bualuang Research estimates

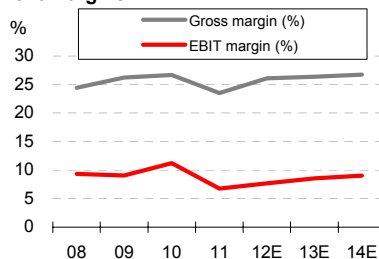
Revenue growth and asset turnover



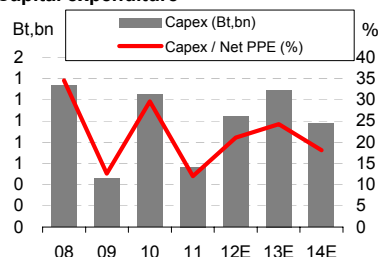
A/C receivable & A/C payable days



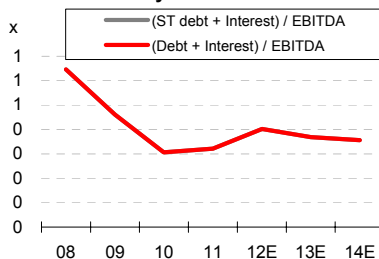
Profit margins



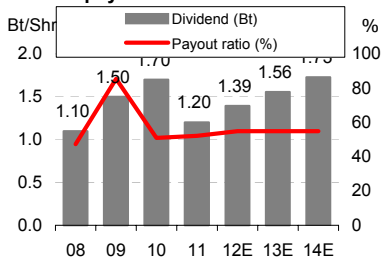
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	35,730	38,434	40,932	42,872	45,103
Cost of sales and services	(26,199)	(29,392)	(30,261)	(31,577)	(33,049)
Gross profit	9,531	9,041	10,671	11,295	12,054
SG&A	(5,521)	(6,448)	(7,532)	(7,631)	(7,983)
EBIT	4,010	2,593	3,139	3,663	4,071
Interest expense	(61)	(98)	(110)	(128)	(142)
Other income/exp.	(60)	70	82	86	90
EBT	3,890	2,565	3,111	3,621	4,019
Corporate tax	67	(55)	(62)	(91)	(100)
After-tax net profit (loss)	3,956	2,510	3,049	3,530	3,918
Minority interest	(28)	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	11	17	0	0	0
Extra items	213	337	109	0	0
Net profit (loss)	4,153	2,864	3,159	3,530	3,918
Reported EPS	3.33	2.30	2.53	2.83	3.14
Fully diluted EPS	3.33	2.30	2.53	2.83	3.14
Core net profit	3,939	2,527	3,049	3,530	3,918
Core EPS	3.16	2.03	2.44	2.83	3.14
EBITDA	4,658	3,484	4,036	4,624	5,049
	3276.3307	0.1028131			

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	32.4	7.6	6.5	4.7	5.2
Gross margin (%)	26.7	23.5	26.1	26.3	26.7
EBITDA margin (%)	13.0	9.1	9.9	10.8	11.2
Operating margin (%)	11.1	6.9	7.9	8.7	9.2
Net margin (%)	11.6	7.5	7.7	8.2	8.7
Core profit margin (%)	11.0	6.6	7.4	8.2	8.7
ROA (%)	14.7	9.6	10.1	10.4	10.9
ROCE (%)	21.0	13.8	14.5	14.9	15.4
Asset turnover (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6
Gearing ratio (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	76.3	35.7	36.7	36.1	35.4

BALANCE SHEET (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash & Equivalent	9,207	9,513	12,363	13,359	14,826
Accounts receivable	6,163	6,859	6,672	6,988	7,352
Inventory	6,468	5,952	5,947	6,206	6,495
PP&E-net	4,225	4,727	4,932	5,328	5,400
Other assets	3,548	2,833	2,914	2,980	3,051
Total assets	29,611	29,884	32,828	34,861	37,124
Accounts payable	5,365	7,173	5,781	6,032	6,314
ST debts & current portion	1,365	1,022	1,513	1,579	1,652
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	3,583	1,830	4,254	4,380	4,526
Total liabilities	10,313	10,024	11,548	11,992	12,492
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Share premium	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
Retained earnings	16,345	16,994	18,415	20,004	21,767
Shareholders' equity	19,210	19,859	21,281	22,869	24,632
Minority interests	87	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	29,611	29,884	32,828	34,861	37,124

CASH FLOW (Btm)

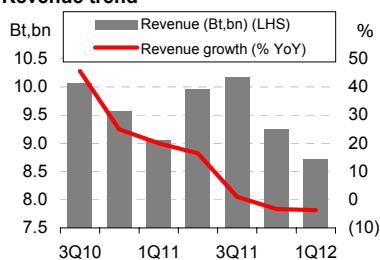
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	4,153	2,864	3,159	3,530	3,918
Depreciation and amortization	706	816	814	875	888
Change in working capital	(2,730)	(1,034)	1,165	(244)	(280)
FX, non-cash adjustment & others	150	283	0	0	0
Cash flows from operating activities	2,278	2,929	5,138	4,162	4,526
Capex (Invest)/Divest	(1,250)	(567)	(1,041)	(1,290)	(977)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,250)	(567)	(1,041)	(1,290)	(977)
Debt financing (repayment)	(174)	(124)	491	66	74
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,871)	(2,121)	(1,737)	(1,942)	(2,155)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(2,045)	(2,245)	(1,246)	(1,876)	(2,081)
Net change in cash	(1,017)	118	2,851	996	1,467

Free cash flow (Btm)

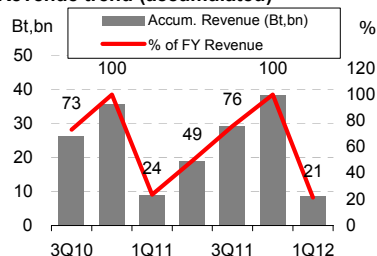
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
FCF per share (Bt)	0.82	1.89	3.28	2.30	2.84

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

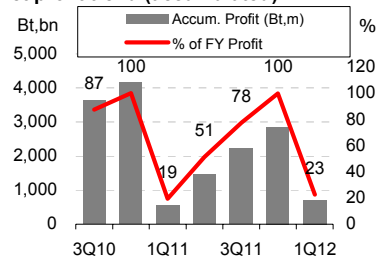
Revenue trend



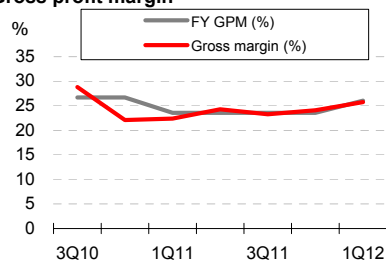
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	9,055	9,951	10,174	9,254	8,721
Cost of sales and services	(7,027)	(7,535)	(7,806)	(7,025)	(6,479)
Gross profit	2,028	2,416	2,368	2,229	2,243
SG&A	(1,475)	(1,668)	(1,619)	(1,686)	(1,602)
EBIT	553	748	749	543	641
Interest expense	(26)	(24)	(25)	(22)	(25)
Other income/exp.	28	120	30	(109)	6
EBT	555	844	755	412	621
Corporate tax	(27)	44	(43)	(30)	(1)
After-tax net profit (loss)	528	888	712	382	620
Minority interest	0	(0)	0	0	0
Equity earnings from affiliates	8	4	0	0	0
Extra items	20	20	40	257	93
Net profit (loss)	557	912	752	640	713
Reported EPS	0.45	0.73	0.60	0.51	0.57
Fully diluted EPS	0.45	0.73	0.60	0.51	0.57
Core net profit	537	892	712	382	620
Core EPS	0.43	0.71	0.57	0.31	0.50
EBITDA	696	985	910	766	847

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	22.4	24.3	23.3	24.1	25.7
EBITDA margin (%)	7.7	9.9	8.9	8.3	9.7
Operating margin (%)	6.4	8.7	7.7	4.7	7.4
Net margin (%)	6.1	9.2	7.4	6.9	8.2
Core profit margin (%)	5.9	9.0	7.0	4.1	7.1
BV (Bt)	15.94	15.15	15.52	15.92	15.24
ROE (%)	11.4	18.8	15.7	13.0	14.7
ROA (%)	7.4	12.0	10.0	8.5	9.5
Current ratio (x)					
Gearing ratio (x)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
Interest coverage (x)	26.9	40.4	36.5	34.3	33.4

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	8,790	7,040	8,087	9,513	10,204
Accounts receivable	6,942	7,513	7,489	6,859	6,267
Inventory	7,363	7,561	6,444	5,952	5,959
PP&E-net	4,521	4,685	4,612	4,727	4,883
Other assets	3,206	3,277	3,323	2,833	2,762
Total assets	30,823	30,076	29,955	29,884	30,075
Accounts payable	5,967	5,843	5,175	7,173	7,090
ST debts & current portion	1,140	0	0	1,022	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	3,839	5,338	5,424	1,830	3,974
Total liabilities	10,945	11,181	10,599	10,024	11,065
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Share premium	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
Retained earnings	17,013	0	0	16,994	0
Shareholders' equity	19,878	18,895	19,356	19,859	19,011
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	30,823	30,076	29,955	29,884	30,075

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A CO-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.





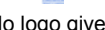
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.