

Delta Electronic (Thailand)  
(DELTA.BK/DELTA TB) \*

Neutral-Maintained

Price as of 19 July 2017	88.75
12M target price (Bt/shr)	82.00
Unchanged/Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	(7.6)

Key messages

ราคาตัวช้อดยอดขายใน 2Q60 จะแข็งแกร่งอยู่ที่ US\$370 ล้าน แต่ค่าตัวที่ไรสุทธิจะลดลงเหลือแค่ 650 ล้านบาท เนื่องจาก i) เงินบาทแข็งค่าขึ้น ii) มีการบันทึกสำรองภาษี 800 ล้านบาท และ iii) อัตราค่าไรขึ้นต้นลดลงจากการเปลี่ยนโครงสร้างรายได้ของการทำธุรกรรมภายใน ราคาตัวที่ไรปกติใน 2Q60F จะอยู่ที่ 1.4 พันล้านบาทและใน 1H60 จะอยู่ที่ 2.7 พันล้านบาทคิดเป็นสัดส่วน 45% ของประมาณการปีนี้ทั้งปีของเรานี้ การเติบโตในอนาคตจะมาจากกลุ่มยานยนต์ และ server ในขณะที่เงินสดในมือที่อยู่ในระดับสูง และวัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมก็เป็นอีกปัจจัยที่ช่วยหนุนให้ราคาหุ้นมีการซื้อขายกันในระดับ premium เราแนะนำให้ถือโดยให้ราคาเป้าหมายปี 2560 ที่ 82.00 บาท ถึงเราจะมองว่ามีความเสี่ยงที่ถ้าไรอาจจะต่ำกว่าประมาณการของเราจากการแข็งค่าของเงินบาทแต่เราจะไม่ทบทวนประมาณการหลังจากที่บริษัทประกาศงบ 2Q60 แล้ว

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	110/2.7		
Outstanding share (mn)	1,247		
Foreign ownership (mn)	1,100.2		
3M avg. daily trading (mn)	1		
52-week trading range (Bt)	69.5-98.8		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-0.3	5.7	22.4
Relative	-0.9	4.9	17.2

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2015	1.25	1.37	1.40	1.37
2016	1.00	1.07	1.13	1.23
2017	1.08	n.a.	n.a.	n.a.

Share price chart



Source: SET

Chananthorn Pichayapanupat  
66.2658.8888 Ext.8849  
chananthorp@kgi.co.th

ประมาณการ 2Q60: ผลประกอบการสะดุดช่วงสั้น

Event

ประมาณการ 2Q60

Impact

การเติบโตที่แข็งแกร่งใน 2Q60F จะถูกชุดโดยปัจจัยที่ควบคุมไม่ได้

ราคาตัวช้อดยอดขายใน 2Q60 จะเติบโตแข็งแกร่งอยู่ที่ US\$370 ล้าน (+16.4% YoY และ +7.9% QoQ) จากค่าตัวที่ไรสุทธิของกลุ่ม data center แต่อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นส่งผลให้ยอดขายในสกุลเงินบาทอยู่ที่ 1.26 พันล้านบาท (+11.9% YoY และ +4.0% QoQ) ค่าไรสุทธิใน 2Q60F อยู่ที่ 650 ล้านบาท (-51.1% YoY และ -51.8% QoQ) จาก i) รายการพิเศษ 800 ล้านบาทจากการตั้งสำรองกรณีศึกษาเงินได้ และ ii) อัตราค่าไรขึ้นต้นลดลงจากการเปลี่ยนโครงสร้างรายได้หลังจากการทำรายการระหว่างกัน โดยราคาตัวที่ไรสุทธิที่ขึ้นต้นจะลดลงจาก 26.5% ใน 1Q60 เหลือ 26.0% ใน 2Q17F ถ้าไรปกติใน 2Q60F อยู่ที่ 1.4 พันล้านบาท (+8.2% YoY และ +6.1% QoQ) และคาดว่าค่าไรปกติใน 1H60 จะอยู่ที่ 2.7 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 45% ของประมาณการปีนี้ทั้งปีของเรา

เริ่มเข้าสู่ช่วงของการเติบโตและมีแนวโน้มสดใส

ถึงแม้ว่าสัดส่วนรายได้จากกลุ่มยานพาหนะไฟฟ้า (Electric vehicles) จะคิดเป็นแค่ 10% ของยอดขายรวมในปี 2559 แต่เราเชื่อว่ายอดขายในกลุ่มนี้จะเป็นตัวหลักที่สร้างการเติบโตให้กับบริษัท ซึ่งทางบริษัทเองตั้งเป้าที่จะเพิ่มยอดขายสินค้าต่อรถยนต์หนึ่งคันให้สูงขึ้น นอกจากนี้ รายงานของ Gartner และบทวิเคราะห์ของทีเอ็มวีซี KGI ได้เห็น ยังชี้ว่าธุรกิจ server ในปี 2560 F น่าจะโตได้ถึง 4.8% YoY จากการเติบโตของอุปสงค์ data center ของภาคธุรกิจ ซึ่งจะเป็นอีกหนึ่งธุรกิจที่สามารถช่วยสร้างการเติบโตให้กับ DELTA ได้เนื่องจากธุรกิจนี้คิดเป็นสัดส่วน 45-50% ของรายได้รวม

หุ้นซื้อขายกันใน Premium เนื่องจากมีเงินสดในมืออยู่ในระดับสูง

ในปัจจุบัน ราคาหุ้น DELTA ซื้อขายอยู่ที่ระดับ PER ที่ 18.5X ในขณะที่ PER เฉลี่ยอยู่ที่ 13.7X เท่านั้น เราเชื่อว่า DELTA สมควรจะมี premium จากการที่อุตสาหกรรมกำลังอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น ในขณะที่บริษัทเองก็มีเงินสดในมืออยู่ในระดับสูง โดยเมื่อวันที่ 31 มีนาคม 2560 บริษัทมีเงินสด 1.89 พันล้านบาท (คิดเป็น 41% ของสินทรัพย์รวม) เท่ากับ 15.20 บาทต่อหุ้น ซึ่งหมายความว่าถึงแม้จะไม่มีกำไรจากการดำเนินงานเลย บริษัทก็ยังสามารถจ่ายปันผลต่อไปได้อีกห้าปี

Valuation & Action

เราแนะนำให้ถือ โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2560 ที่ 82.00 บาท อิงจาก PER ที่ 17.0X (ค่าเฉลี่ยของกลุ่ม +1 S.D.) เราคิดว่าหุ้น DELTA สมควรจะมี premium จากยอดขายในกลุ่มยานยนต์ และการเติบโตของ server ถึงแม้ว่าผลประกอบการอาจมีความเสี่ยงจากการแข็งค่าของเงินบาทและการปรับเปลี่ยนโครงสร้างรายได้ ทั้งนี้เราอาจมีการทบทวนการคาดการณ์อีกครั้งหลังการประกาศงบ 2Q60

Risks

ภัยธรรมชาติ, มีการปิดโรงงาน โดยไม่ได้วางแผนไว้ล่วงหน้า, ลูกค้าเปลี่ยนไปสั่งซื้อจาก supplier รายอื่น และเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

Key financials and valuations

	Dec - 15A	Dec - 16A	Dec - 17F	Dec - 18F	Dec - 19F
Revenue (Btmn)	46,938	46,887	48,307	49,599	51,116
Net Profit (Btmn)	6,714	5,516	6,005	6,325	6,513
Normalized Profit (Btmn)	6,302	5,333	6,005	6,325	6,513
EPS (Bt)	5.38	4.42	4.81	5.07	5.22
Normalized EPS (Bt)	5.05	4.28	4.81	5.07	5.22
DPS (Bt)	3.10	3.00	3.13	3.30	3.39
EPS Growth (%)	13.0	(17.8)	8.9	5.3	3.0
Normalized EPS Growth (%)	14.2	(15.4)	12.6	5.3	3.0
P/E (X)	14.2	19.3	17.7	16.8	16.3
P/B (X)	3.1	3.3	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA (X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt to Equity (%)	0.6	1.0	0.7	0.3	0.2
Dividend Yield (%)	4.1	3.5	3.7	3.9	4.0
Return on Average Equity (%)	22.0	17.3	17.7	17.5	16.9

Source: KGI Research

Figure 1: 2Q17 earnings preview

<b>Btmn</b>	<b>2Q17F</b>	<b>2Q16</b>	<b>YoY (%)</b>	<b>1Q17</b>	<b>QoQ (%)</b>
Revenue	12,613	11,273	11.9	12,127	4.0
Gross Margin	3,278	3,070	6.8	3,218	1.9
SG&A	1,902	1,848	2.9	1,841	3.3
Operating Profit	1,440	1,342	7.3	1,474	(2.3)
Operating EBITDA	1,685	1,553	8.5	1,707	(1.3)
Non-Operating Inc./(Exp.)	(774)	31	(2,588.1)	25	(3,193.9)
Net Profit	650	1,329	(51.1)	1,348	(51.8)
Normalized Profit	1,405	1,298	8.2	1,323	6.1
EPS(Bt)	0.52	1.07	(51.1)	1.08	(51.8)
Normalized EPS(Bt)	1.13	1.04	8.2	1.06	6.1
<b>Percent</b>	<b>2Q17F</b>	<b>2Q16</b>	<b>YoY (ppts)</b>	<b>1Q17</b>	<b>QoQ (ppts)</b>
Gross margin	26.0	27.2	(1.2)	26.5	(0.5)
EBIT margin	11.4	11.9	(0.5)	12.2	(0.7)
SG&A/sales	15.1	16.4	(1.3)	15.2	(0.1)
<b>Sales in US\$mn</b>	<b>2Q17F</b>	<b>2Q16</b>	<b>YoY (%)</b>	<b>1Q17</b>	<b>QoQ (%)</b>
ODM	270	238	13.8	248	9.0
Regional	100	80	24.0	95	5.0
<b>Total</b>	<b>370</b>	<b>318</b>	<b>16.4</b>	<b>343</b>	<b>7.9</b>

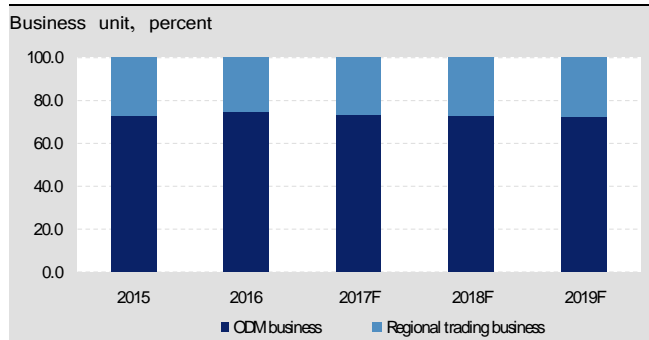
Source: KGI Research

**Figure 1: Company profile**

Delta Electronics (Thailand) PCL. (DELTA), was founded in 1990 and is one of the world's leading producers of power supplies and electronic components comprising cooling fans, EMI filters and solenoids. DELTA's key power management products consist of switching power supply, DC-DC converters and solar inverters. The products are widely used in applications for automotive, medical, telecommunications, IT, automation and more

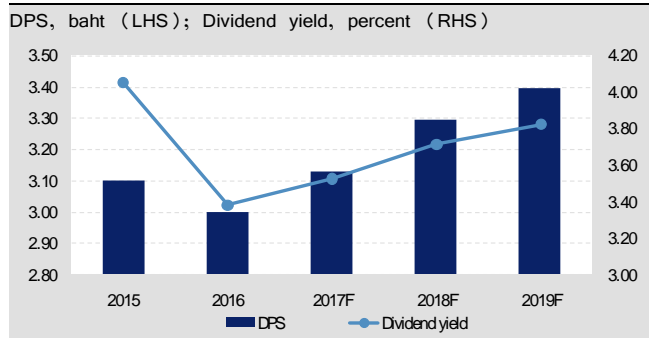
Source: Company data

**Figure 3: DELTA's business breakdown**



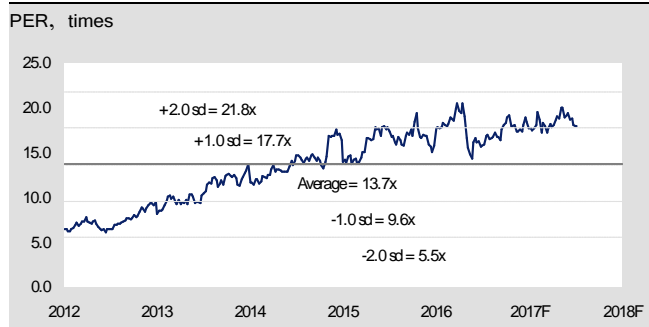
Source: Company data, KGI Research

**Figure 5: Dividend yield 3.1–3.4% in 2017–19**



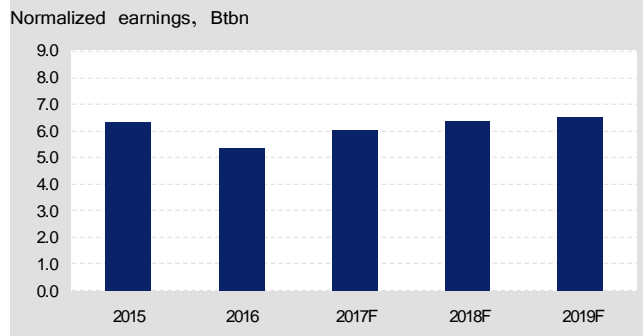
Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: Company's PER**



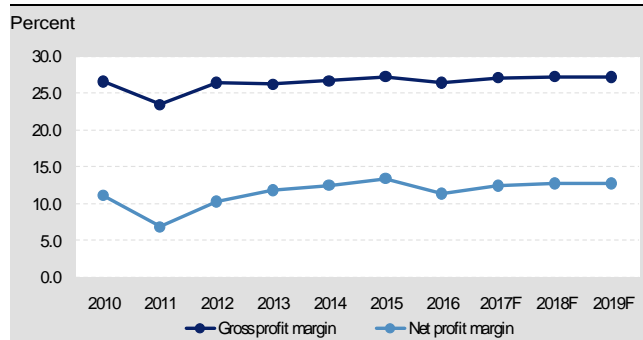
Source: KGI Research

**Figure 2: Earnings to post moderate growth**



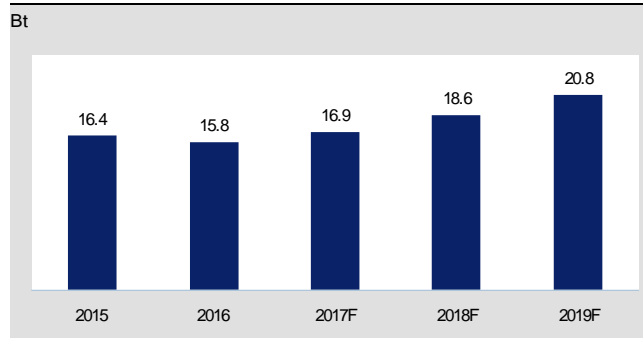
Source: Company data, KGI Research

**Figure 4: High profitability**



Source: Company data, KGI Research

**Figure 6: Cash per share**



Source: KGI Research

**Figure 8: Company's PBV**



Source: KGI Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>													
Revenue	10,768	10,957	11,456	10,891	10,987	11,466	12,103	12,382	11,203	11,273	11,612	12,800	12,127
Cost of Goods Sold	(7,855)	(8,028)	(8,192)	(8,209)	(7,949)	(8,342)	(8,945)	(8,891)	(8,247)	(8,203)	(8,533)	(9,489)	(8,909)
<b>Gross Profit</b>	<b>2,913</b>	<b>2,929</b>	<b>3,263</b>	<b>2,682</b>	<b>3,038</b>	<b>3,124</b>	<b>3,158</b>	<b>3,491</b>	<b>2,956</b>	<b>3,070</b>	<b>3,078</b>	<b>3,312</b>	<b>3,218</b>
Operating Expense	(1,636)	(1,571)	(1,621)	(1,553)	(1,515)	(1,518)	(1,656)	(1,910)	(1,842)	(1,848)	(1,725)	(1,903)	(1,841)
Other incomes	107	89	108	(38)	85	89	77	154	163	121	79	89	97
<b>Operating Profit</b>	<b>1,384</b>	<b>1,447</b>	<b>1,750</b>	<b>1,091</b>	<b>1,608</b>	<b>1,695</b>	<b>1,579</b>	<b>1,735</b>	<b>1,277</b>	<b>1,342</b>	<b>1,432</b>	<b>1,497</b>	<b>1,474</b>
Depreciation of fixed asset	(192)	(199)	(200)	(198)	(191)	(193)	(197)	(199)	(201)	(211)	(220)	(230)	(233)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,576</b>	<b>1,646</b>	<b>1,950</b>	<b>1,289</b>	<b>1,799</b>	<b>1,887</b>	<b>1,775</b>	<b>1,933</b>	<b>1,478</b>	<b>1,553</b>	<b>1,651</b>	<b>1,727</b>	<b>1,707</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>75</b>	<b>58</b>	<b>215</b>	<b>78</b>	<b>49</b>	<b>80</b>	<b>189</b>	<b>94</b>	<b>39</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>82</b>	<b>25</b>
Interest Income													
Other Non-op Income	75	58	215	78	49	80	189	94	39	31	31	82	25
<b>Non-Operating Expense</b>	<b>(20)</b>	<b>(23)</b>	<b>(16)</b>	<b>(13)</b>	<b>(8)</b>	<b>(9)</b>	<b>(12)</b>	<b>(10)</b>	<b>(9)</b>	<b>(12)</b>	<b>(14)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
Interest Expense	(20)	(23)	(16)	(13)	(8)	(9)	(12)	(10)	(9)	(12)	(14)	(10)	(10)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity income/(Loss)	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,439</b>	<b>1,482</b>	<b>1,949</b>	<b>1,156</b>	<b>1,649</b>	<b>1,765</b>	<b>1,755</b>	<b>1,819</b>	<b>1,307</b>	<b>1,361</b>	<b>1,449</b>	<b>1,569</b>	<b>1,489</b>
Current Taxation	(45)	3	(9)	(35)	(90)	(62)	(14)	(109)	(58)	(32)	(44)	(35)	(141)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>1,394</b>	<b>1,486</b>	<b>1,940</b>	<b>1,121</b>	<b>1,559</b>	<b>1,703</b>	<b>1,741</b>	<b>1,710</b>	<b>1,250</b>	<b>1,329</b>	<b>1,405</b>	<b>1,533</b>	<b>1,348</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>1,319</b>	<b>1,427</b>	<b>1,725</b>	<b>1,043</b>	<b>1,509</b>	<b>1,624</b>	<b>1,553</b>	<b>1,616</b>	<b>1,211</b>	<b>1,298</b>	<b>1,373</b>	<b>1,452</b>	<b>1,323</b>
EPS(Bt)	1.12	1.19	1.56	0.90	1.25	1.37	1.40	1.37	1.00	1.07	1.13	1.23	1.08
Normalized EPS(Bt)	1.06	1.14	1.38	0.84	1.21	1.30	1.24	1.30	0.97	1.04	1.10	1.16	1.06
<b>Margins</b>													
Gross profit margin	27.1	26.7	28.5	24.6	27.7	27.2	26.1	28.2	26.4	27.2	26.5	25.9	26.5
Operating EBIT margin	12.9	13.2	15.3	10.0	14.6	14.8	13.0	14.0	11.4	11.9	12.3	11.7	12.2
Operating EBITDA margin	14.6	15.0	17.0	11.8	16.4	16.5	14.7	15.6	13.2	13.8	14.2	13.5	14.1
Net profit margin	12.9	13.6	16.9	10.3	14.2	14.9	14.4	13.8	11.2	11.8	12.1	12.0	11.1
<b>Growth</b>													
Revenue growth	0.6	1.8	4.6	(4.9)	0.9	4.4	5.6	2.3	(9.5)	0.6	3.0	10.2	(5.3)
Operating EBIT growth	33.9	4.5	20.9	(37.7)	47.4	5.4	(6.8)	9.9	(26.4)	5.1	6.7	4.6	(1.6)
Operating EBITDA growth	25.2	4.4	18.5	(33.9)	39.6	4.9	(5.9)	8.9	(23.5)	5.0	6.3	4.6	(1.1)
Net profit growth	27.2	6.6	30.6	(42.2)	39.1	9.3	2.2	(1.8)	(26.9)	6.3	5.7	9.1	(12.0)
Normalized profit growth	29.3	8.2	20.9	(39.5)	44.7	7.6	(4.4)	4.1	(25.1)	7.2	5.8	5.7	(8.8)

Source: KGI Research

**Peer comparison - Key valuation stats**

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	16 core EPS (Bt)	17F core EPS (Bt)	18F core EPS (Bt)	17F PER (x)	18F PER (x)	17F PBV (x)	18F PBV (x)	17F Div yield (%)	18F Div yield (%)	17F ROAE (%)	18F ROAE (%)
DELTA*	N	82.00	88.75	(7.6)	4.28	4.81	5.07	17.70	16.80	3.10	2.90	3.70	3.90	17.50	17.60
KCE*	CP	122.00	101.50	20.2	5.00	6.40	7.42	16.60	14.30	5.10	4.00	2.40	2.10	30.40	29.80
SMT	CP	8.25	4.96	66.3	0.02	0.45	0.61	14.30	10.60	2.20	7.60	3.60	4.80	12.40	16.60
SMT*	N	6.10	5.95	2.5	0.25	0.36	0.42	15.50	13.10	1.70	1.50	2.60	3.10	16.60	11.20
<b>Sector</b>	<b>Neutral</b>							<b>16.0</b>	<b>13.7</b>	<b>3.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>19.2</b>	<b>18.8</b>

Source: KGI Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Total Assets</b>	<b>43,601</b>	<b>46,319</b>	<b>46,598</b>	<b>49,034</b>	<b>51,649</b>
<b>Current Assets</b>	<b>37,149</b>	<b>38,928</b>	<b>39,300</b>	<b>41,967</b>	<b>45,283</b>
Cash & ST Investments	20,488	19,685	21,048	23,236	25,975
Inventories	6,141	7,297	6,746	6,917	7,133
Accounts Receivable	9,622	10,697	10,588	10,871	11,203
Others	898	1,250	918	942	971
<b>Non-current Assets</b>	<b>6,452</b>	<b>7,391</b>	<b>7,299</b>	<b>7,067</b>	<b>6,366</b>
LT Investments	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	4,942	5,966	5,825	5,603	5,383
Others	1,510	1,425	1,474	1,464	983
<b>Total Liabilities</b>	<b>13,044</b>	<b>14,428</b>	<b>12,606</b>	<b>12,827</b>	<b>13,163</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>11,109</b>	<b>12,402</b>	<b>10,664</b>	<b>10,834</b>	<b>11,119</b>
Accounts Payable	7,025	7,896	7,227	7,411	7,643
ST Borrowings	190	321	221	121	71
Others	3,894	4,185	3,215	3,301	3,405
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>1,935</b>	<b>2,026</b>	<b>1,942</b>	<b>1,994</b>	<b>2,045</b>
Long-term Debts	0	0	0	0	0
Others	1,935	2,026	1,942	1,994	2,045
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>30,558</b>	<b>31,891</b>	<b>33,993</b>	<b>36,206</b>	<b>38,486</b>
Common Stock	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Capital Surplus	1,492	1,492	1,492	1,492	1,492
Retained Earnings	29,091	30,705	32,807	35,020	37,300
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	6.5	(0.1)	3.0	2.7	3.1
OP	16.6	(16.1)	13.2	5.2	2.8
EBITDA	13.4	(15.6)	9.6	5.6	2.5
NP	13.0	(17.8)	8.9	5.3	3.0
Normalized Profit	14.2	(15.4)	12.6	5.3	3.0
EPS	13.0	(17.8)	8.9	5.3	3.0
Normalized EPS	14.2	(15.4)	12.6	5.3	3.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	27.3	26.5	27.2	27.3	27.2
Operating Margin	14.1	11.8	13.0	13.3	13.3
EBITDA Margin	16.6	14.1	15.0	15.4	15.3
Net Profit Margin	14.3	11.8	12.4	12.8	12.7
ROAA	15.4	11.9	12.9	12.9	12.6
ROAE	22.0	17.3	17.7	17.5	16.9
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
Net Debt/Equity (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest Coverage (x)	178.5	126.9	231.7	321.9	589.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	30.6	15.6	25.3	46.7	82.2
Cash Flow Interest Coverage (x)	178.1	118.0	234.4	341.3	658.0
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	30.6	14.5	25.6	49.5	91.8
Current Ratio (x)	3.3	3.1	3.7	3.9	4.1
Quick Ratio (x)	2.8	2.6	3.1	3.2	3.4
Net Debt (Bt mn)	(20,298)	(19,364)	(20,827)	(23,115)	(25,904)
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	5.4	4.4	4.8	5.1	5.2
Normalized EPS	5.1	4.3	4.8	5.1	5.2
CFPS	5.6	4.3	5.1	5.6	6.1
BVPS	24.5	25.6	27.3	29.0	30.9
SPS	37.6	37.6	38.7	39.8	41.0
EBITDA/Share	6.3	5.3	5.8	6.1	6.3
DPS	3.1	3.0	3.1	3.3	3.4
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Days Receivables	74.8	83.3	80.0	80.0	80.0
Days Inventory	65.7	77.3	70.0	70.0	70.0
Days Payable	75.1	83.6	75.0	75.0	75.0
Cash Cycle	65.4	76.9	75.0	75.0	75.0

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue</b>	<b>46,938</b>	<b>46,887</b>	<b>48,307</b>	<b>49,599</b>	<b>51,116</b>
Cost of Goods Sold	(34,127)	(34,471)	(35,173)	(36,068)	(37,194)
<b>Gross Profit</b>	<b>12,811</b>	<b>12,416</b>	<b>13,134</b>	<b>13,532</b>	<b>13,921</b>
Operating Expenses	(6,599)	(7,319)	(7,343)	(7,415)	(7,566)
Other Incomes	404	452	491	492	441
<b>Operating Profit</b>	<b>6,616</b>	<b>5,548</b>	<b>6,282</b>	<b>6,609</b>	<b>6,796</b>
Depreciation of fixed assets	(779)	(861)	(941)	(1,021)	(1,021)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>7,807</b>	<b>6,593</b>	<b>7,223</b>	<b>7,630</b>	<b>7,817</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>412</b>	<b>183</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	412	183	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(39)</b>	<b>(45)</b>	<b>(27)</b>	<b>(21)</b>	<b>(12)</b>
Interest Expenses	(39)	(45)	(27)	(21)	(12)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>6,989</b>	<b>5,686</b>	<b>6,255</b>	<b>6,588</b>	<b>6,784</b>
Current Taxation	(275)	(170)	(250)	(264)	(271)
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>6,714</b>	<b>5,516</b>	<b>6,005</b>	<b>6,325</b>	<b>6,513</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>6,302</b>	<b>5,333</b>	<b>6,005</b>	<b>6,325</b>	<b>6,513</b>
EPS (Bt)	5.38	4.42	4.81	5.07	5.22
Normalized EPS (Bt)	5.05	4.28	4.81	5.07	5.22

Source: KGI Research

**Cash Flow**

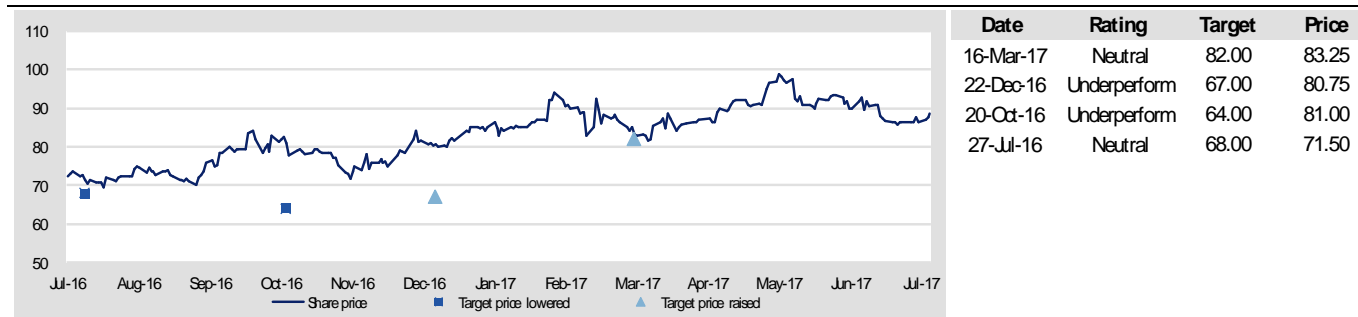
Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>7,014</b>	<b>5,329</b>	<b>6,355</b>	<b>7,008</b>	<b>7,588</b>
Net Profit	6,302	5,333	6,005	6,325	6,513
Depreciation & Amortization	779	861	941	1,021	1,021
Change in Working Capital	(1,364)	(1,666)	(590)	(338)	54
Others	1,297	800	0	0	0
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>(1,372)</b>	<b>(2,379)</b>	<b>(369)</b>	<b>(800)</b>	<b>(801)</b>
Net CAPEX	(1,345)	(1,866)	(800)	(800)	(801)
Change in LT Investment	4	18	0	0	0
Change in Other Assets	(32)	(531)	431	0	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>5,642</b>	<b>2,950</b>	<b>5,987</b>	<b>6,208</b>	<b>6,787</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(3,802)</b>	<b>(3,736)</b>	<b>(4,624)</b>	<b>(4,021)</b>	<b>(4,048)</b>
Change in Share Capital	0	(0)	0	0	0
Net Change in Debt	1,091	948	(721)	90	185
Change in Other LT Liab.	(4,893)	(4,684)	(3,903)	(4,111)	(4,233)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>2,556</b>	<b>(803)</b>	<b>1,363</b>	<b>2,188</b>	<b>2,739</b>

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1 -	COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2015		72.7%	1.7%	14.9%	10.7%	
2016		73.5%	1.8%	16.6%	8.1%	
2017F		72.8%	1.9%	16.2%	9.0%	
2018F		72.7%	2.1%	15.9%	9.3%	
2019F		72.8%	2.0%	15.7%	9.6%	
Year	1/	Working Capital Revenue	+ Net FPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2015		0.0	0.1	0.8	1.1	
2016		0.0	0.1	0.9	1.1	
2017F		0.0	0.1	0.8	1.0	
2018F		0.0	0.1	0.9	1.0	
2019F		0.0	0.1	0.9	1.0	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2015	10.7%		1.1		3.9%	0.5%
2016	8.1%		1.1		3.0%	0.3%
2017F	9.0%		1.0		4.0%	0.4%
2018F	9.3%		1.0		4.0%	0.4%
2019F	9.6%		1.0		0.0%	0.0%

Source: KGI Research

**Delta Electronic (Thailand)- Recommendation & target price history**


Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b> Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building,2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b> Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone886.2.2181.8888 · Facsimile886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>	41/F CentralPlaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b> Bangkok	8th - 11th floors, AsiaCentreBuilding 173 South Sathorn Road, Bangkok10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types ofcommunications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.