



# DELTA Electronics (Thailand) PCL

DELTA TB Neutral

Target Price Bt 420.00

Price (19/04/2021) Bt 399.00

Upside % 5.26

Valuation PER

Sector Electronic Components

Market Cap Btm 497,705

30-day avg turnover Btm 1,872.17

No. of shares on issue m 1,247

CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Year-end Dec 31 2020A 2021E 2022E 2023E

Company Financials

Revenue (Btmn) 63,208 70,845 82,972 97,344

Core profit (Btmn) 6,809 8,733 11,452 13,427

Net profit (Btmn) 7,102 8,753 11,452 13,427

Net EPS (Bt) 5.69 7.02 9.18 10.76

DPS (Bt) 3.30 3.92 5.14 6.03

BVPS (Bt) 30.15 33.87 39.13 44.75

Net EPS growth (%) 139.92 23.25 30.84 17.25

ROA (%) 13.63 14.50 16.74 17.02

ROE (%) 20.06 21.92 25.15 25.67

Net D/E (x) (0.37) (0.40) (0.43) (0.45)

Valuation

P/E (x) 85.36 56.86 43.46 37.07

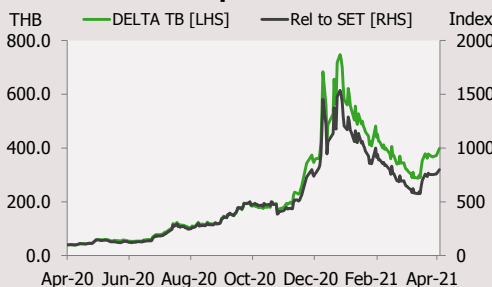
P/BV (x) 16.12 11.78 10.20 8.92

EV/EBITDA (x) 64.98 43.12 33.75 28.86

Dividend yield (%) 0.68 0.98 1.29 1.51

## Investment fundamentals

### DELTA TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

## Analyst

Tan Chirasittikorn

Tan.c@kasikornsecurities.com

20 April 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

## คาดการณ์ไตรมาส 1/64 โตขึ้น YoY และ QoQ

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 1/2564 จะอยู่ที่ 1.89 พันลบ. เดิมโตขึ้นทั้ง YoY และ QoQ และจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้นถึงกลาง
- ▶ คงมุมมองบวกตลอดทั้งปี 2564 จากรายได้ที่เติบโตแข็งแกร่ง คาด GPM ที่ลดลงในไตรมาส 1/2564 จะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2564 เป็นต้นไป
- ▶ ลดคาดการณ์กำไรปี 2564 ลง 8% เพิ่มคำแนะนำเป็น "ถือ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 420 บาท เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรที่ดี และเปลี่ยนวิธีคำนวณมูลค่าหุ้น

## Investment Highlights

- ▶ **คาดยอดขายเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในไตรมาส 1/2564** เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 1/2564 จะแตะระดับที่ 677 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเติบโตขึ้น 67.1% YoY และ 12% QoQ และคาดว่าปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนการเติบโตของรายได้จะมาจากยอดขายสินค้ากลุ่ม EV ที่คาดว่าจะขยายตัวขึ้นราว 20% จากที่ 77 ล้านดอลลาร์ฯ ในไตรมาส 4/2563 ขณะเดียวกัน เราคาดว่ายอดขายพัดลม DC จะเติบโตขึ้นในอัตราเดียวกัน
- ▶ **คาด GPM ยังได้รับผลกระทบจากประเด็นเรื่องต้นทุน** เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในไตรมาส 1/2564 จะอยู่ที่ 21.6% เพิ่มขึ้น 1.2 ppt YoY จาก operating leverage ที่สูงขึ้นและความประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้น เพราะยอดขายเติบโตขึ้นแข็งแกร่ง แต่คาดจะลดลงเล็กน้อยในเชิง QoQ เพราะเงินบาทแข็งค่าขึ้นมาอยู่ในระดับเฉลี่ยที่ 30.3 บาท/ดอลลาร์ฯ เราคาดว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์จะอยู่ในระดับเดียวกับในไตรมาส 4/2563 ดังนั้น จึงจะไม่ส่งผลกระทบต่อ GPM ในไตรมาสนี้ เราเชื่อว่า ปัญหาต้นทุนเนอรัลชาด แคลนที่จะยังคงเป็นปัจจัยลบต่อ DELTA เพราะอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทฯ จะต้องจ่ายค่านำเข้าวัตถุดิบสูงขึ้น และส่งออกสินค้าสำเร็จรูปแพงขึ้น
- ▶ **คาดการณ์กำไรสุทธิจะเติบโตขึ้นแข็งแกร่งทั้งในเชิง YoY และ QoQ** แม้เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายจะทรงตัวจากในไตรมาส 4/2563 จากอัตรากำไรที่ลดลงที่ยังอยู่ในระดับสูง แต่เราเชื่อว่า DELTA จะรายงานกำไรสุทธิที่ 2.1 พันลบ. (+143.6% YoY และ +31.9% QoQ) หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (FX) ที่คาดว่าจะอยู่ที่ 200 ลบ. เราคาดว่ากำไรปกติจะอยู่ที่ 1.89 พันลบ. (+195.7% YoY และ +17.4% QoQ) เราเชื่อว่า ตัวเลขกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้นถึงระยะกลาง เราคาดว่ากำไรปกติไตรมาส 1/2564 จะคิดเป็นสัดส่วนที่ 21.6% ของประมาณการกำไรสุทธิรวมทั้งปี 2564 ที่ 8.7 พันลบ.
- ▶ **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ลง 8%** เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2564 ลงจาก 9.5 พันลบ. มาอยู่ที่ 8.7 พันลบ. เพื่อสะท้อนปัญหาของโรงงานที่ประเทศอินเดียและเมียนมาร์ และปัญหาต้นทุนเนอรัลชาดแคลนอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของ DELTA อย่างไรก็ดี เราคาดว่าปัญหาทั้งหมดดังกล่าวจะคลี่คลายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2564 เพราะบริษัทฯ กำลังเจรจากับกลุ่มลูกค้าหลักเพื่อเจรจาขอส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2565 ขึ้นเล็กน้อยเพราะเราเปลี่ยนประมาณการ FX เฉลี่ยของเราจาก 29 บาท/ดอลลาร์ฯ มาอยู่ที่ 30 บาท/ดอลลาร์ฯ
- ▶ **ทิศทางเติบโตในระยะยาวอยู่ในเชิงบวก** เราคงมุมมองบวกต่อทิศทางเติบโตของบริษัทในระยะยาว เพราะ DELTA เป็นแค่ไม่กี่บริษัทในประเทศไทยที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทานของ tech ระดับโลก เรามองปัจจัยหนุนการเติบโตในปี 2564-66 จะมาจากการเติบโตของยอดขาย power supply ในกลุ่ม EV และ data center เราคาดว่ากำไรปกติในปี 2564-66 จะมีอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 25% ซึ่งอยู่ในทิศทางเดียวกับของทั้งกลุ่มอุตสาหกรรม

## Valuation and Recommendation

- ▶ เพิ่มคำแนะนำเป็น "ถือ" และเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2564 ขึ้นเป็น 420 บาท แม้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564 ลง แต่เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2564 ขึ้นเป็น 420 บาท จาก 263 บาท เราเปลี่ยนวิธีคำนวณมูลค่าหุ้นจาก EV/EBITDA เป็น PER เพื่อสะท้อนทิศทางเติบโตของกำไรสุทธิขาขึ้น ราคาเป้าหมายของเราคำนวณด้วย PER ที่ 45.8 เท่า หรือ 2SD มากกว่า PER ล่วงหน้า 12 เดือน ช่วง 5 ปี ราคาหุ้น DELTA ขณะนี้ซื้อขายด้วย PER และ PBV ปี 2564 ที่ 56.9 เท่า และ 11.9 เท่า ตามลำดับ



**Fig 1 Earnings revisions**

Unit: Btmn. P&L	2021E			2022E			2023E		
	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Total revenue	70,845	70,845	0.0	82,972	80,206	3.4	97,344	n.a.	n.a.
Cost of goods sold	53,577	52,023	3.0	61,752	58,737	5.1	72,449	n.a.	n.a.
Gross profit	17,268	18,822	(8.3)	21,220	21,470	(1.2)	24,896	n.a.	n.a.
SG&A	9,210	9,847	(6.5)	10,537	10,908	(3.4)	12,363	n.a.	n.a.
EBITDA	11,146	11,921	(6.5)	14,126	13,817	2.2	16,377	n.a.	n.a.
EBIT	8,852	9,607	(7.9)	11,578	11,270	2.7	13,574	n.a.	n.a.
Core profit	8,733	9,500	(8.1)	11,452	11,146	2.7	13,427	n.a.	n.a.
Net profit	8,753	9,500	(7.9)	11,452	11,146	2.7	13,427	n.a.	n.a.
<b>Key assumptions</b>									
Average FX (Bt/USD)	30.0	30.0	0.0	30.0	29.0	3.4	30.0	n.a.	n.a.
USD sales (mn)	2,362	2,362	0.0	2,766	2,766	0.0	3,245	n.a.	n.a.
GPM (%)	24.4	26.6	(8.3)	25.6	26.8	(4.5)	25.6	n.a.	n.a.
SG&A to sales (%)	13.0	13.9	(6.5)	12.7	13.6	(6.6)	12.7	n.a.	n.a.

Source: KS Research

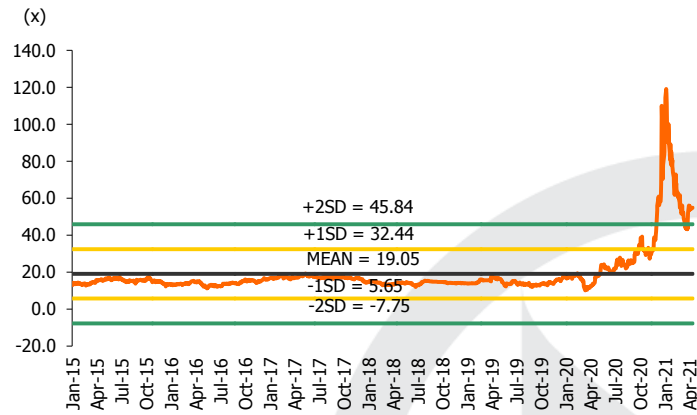
**Fig 2 1Q21 preview**

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	%YoY	%QoQ	%YTD2021E	2021E
<b>Financials</b>									
Sales (Btmn)	12,680	14,491	17,540	18,498	20,513	61.8	10.9	29.0	70,845
EBITDA (Btmn)	1,182	2,465	3,154	2,312	2,458	107.9	6.3	22.1	11,146
Operating profit (Btmn)	653	1,913	2,594	1,747	1,898	190.6	8.6	21.7	8,767
Core profit (Btmn)	638	2,029	2,536	1,606	1,886	195.7	17.4	21.6	8,733
Net profit (Btmn)	856	2,022	2,642	1,582	2,086	143.6	31.9	23.8	8,753
Net EPS (Bt)	0.69	1.62	2.12	1.27	1.67	143.6	31.9	23.8	7.02
<b>Performance Drivers</b>									
Average FX (Bt/USD)	31.3	32.0	31.3	30.6	30.3	-3.2	-1.0	100.9	30.0
USD sales (mn)	405	453	560	605	677	67.1	12.0	28.7	2,362
FX gain/loss (Btmn)	219	-7	106	71	200	-8.5	183.5	1,000.0	20
SG&A to sales (%)	16.1	14.4	12.2	13.4	13.2	-17.8	-1.7	101.5	13.0
<b>Ratios</b>									
Gross margin (%)	20.4	26.9	26.1	22.0	21.6	1.2	-0.4	21.6	24.4
EBITDA margin (%)	9.3	17.0	18.0	12.5	12.0	2.7	-0.5	12.0	15.7
Optg. margin (%)	5.2	13.2	14.8	9.4	9.3	4.1	-0.2	9.3	12.4
ROE (%)	10.6	24.1	28.6	16.8	22.2	11.6	5.4	22.2	21.9

Source: KS Research

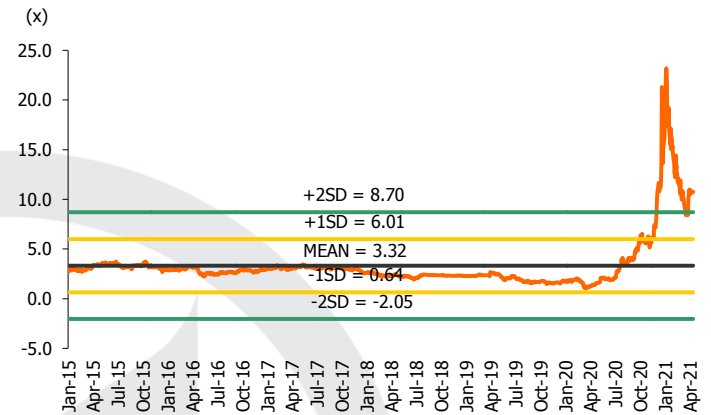


**Fig 3 5-year historical 12M FWD PER**



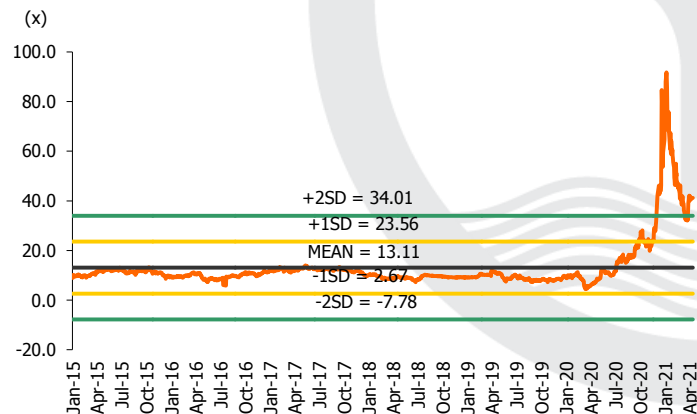
Source: Bloomberg

**Fig 4 5-year historical 12M FWD PBV**



Source: Bloomberg

**Fig 5 5-year historical 12M FWD EV/EBITDA**



Source: Bloomberg

**Fig 6 Peer comparison**

Stock	Rating	Price (Bt) 19-Apr-21	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
DELTA	N	399.00	420.00	5.3	56.9	43.5	11.8	10.2	23.3	30.8	1.0	1.3	21.9	25.2
HANA	N	60.00	60.00	0.0	22.2	18.9	2.1	2.0	14.2	17.2	2.7	3.2	9.9	11.0
KCE	OP	61.50	65.00	5.7	33.3	25.1	5.5	4.9	92.9	33.0	1.4	2.0	17.2	20.6
SVI	UP	5.10	3.90	-23.5	24.1	19.4	2.8	2.5	-30.1	24.2	1.5	1.8	11.7	13.5
<b>Simple Average</b>														
					34.1	26.7	5.5	4.9	25.5	28.8	1.6	2.1	15.2	17.6

Source: KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	52,047	63,208	70,845	82,972	97,344
Cost of sales and services	-41,411	-48,089	-53,577	-61,752	-72,449
<b>Gross Profit</b>	10,636	15,119	17,268	21,220	24,896
SG&A	-8,314	-8,762	-9,210	-10,537	-12,363
Other income	620	550	708	830	973
<b>EBIT</b>	2,999	7,261	8,852	11,578	13,574
<b>EBITDA</b>	4,677	9,113	11,146	14,126	16,377
Interest expense	-2	-1	-11	-11	-11
Equity earnings	25	61	65	66	68
<b>EBT</b>	2,997	7,259	8,841	11,568	13,563
Income tax	-23	-208	-88	-116	-136
<b>NPAT</b>	2,974	7,052	8,753	11,452	13,427
Minority Interest	-14	50	0	0	0
<b>Core Profit</b>	2,928	6,809	8,733	11,452	13,427
Extraordinary items	0	-95	0	0	0
FX gain (loss)	32	388	20	0	0
<b>Reported net profit</b>	2,960	7,102	8,753	11,452	13,427

**Balance Sheet (Btmn)**

Cash & equivalents	12,504	13,882	17,223	21,203	25,283
ST investments	2	354	0	0	0
Accounts receivable	9,845	13,997	15,528	18,186	21,336
Inventories	9,004	12,655	13,945	16,073	18,856
Other current assets	1,292	1,563	1,771	2,074	2,434
<b>Total current assets</b>	32,646	42,452	48,466	57,535	67,908
Investment in subs & others	514	51	51	51	51
Fixed assets-net	11,627	13,334	13,585	14,255	14,993
Other assets	1,468	1,382	1,430	1,462	1,501
<b>Total assets</b>	46,255	57,219	63,533	73,304	84,453
Short-term debt	0	73	0	0	0
Accounts payable	10,255	16,181	17,614	20,302	23,819
Other current liabilities	698	917	901	998	1,113
<b>Total current liabilities</b>	10,952	17,170	18,516	21,300	24,932
Long-term debt	0	108	181	181	181
Other liabilities	2,121	2,333	2,594	3,018	3,521
<b>Total liabilities</b>	13,073	19,612	21,290	24,499	28,634
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
Reserves & others, net	-3,912	-4,344	-4,344	-4,344	-4,344
Retained earnings	34,359	39,216	43,852	50,414	57,428
Minority interests	-4	-4	-4	-4	-4
<b>Total shareholders' equity</b>	33,182	37,607	42,243	48,805	55,819
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	46,255	57,219	63,533	73,304	84,453

**Key Assumptions**

Average FX (Bt/USD)	31.1	31.3	30.0	30.0	30.0
USD sales (mn)	1,676	2,020	2,362	2,766	3,245
- Power electronics (%)	62.1	71.2	73.1	74.9	76.6
- Infrastructure	33.6	25.7	24.2	22.7	21.3
- Automation	4.1	2.9	2.5	2.2	1.9
- Others	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
SG&A to sales (%)	16.0	13.9	13.0	12.7	12.7

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	2,974	7,052	8,753	11,452	13,427
Depreciation & amortization	1,735	2,206	2,379	2,614	2,871
Change in working capital	275	-2,007	-1,490	-2,032	-2,337
Others	252	-18	23	49	68
<b>CF from operation activities</b>	5,236	7,233	9,665	12,083	14,029
Capital expenditure	-5,357	-3,399	-2,631	-3,284	-3,608
Investment in subs and affiliates	161	-6	419	66	68
Others	226	-205	4	4	5
<b>CF from investing activities</b>	-4,969	-3,610	-2,207	-3,213	-3,536
Cash dividend	-2,869	-2,245	-4,116	-4,890	-6,413
Net proceeds from debt	0	-85	0	0	0
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-567	85	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	-3,436	-2,245	-4,116	-4,890	-6,413
<b>Net change in cash</b>	-3,169	1,378	3,342	3,980	4,080

**Key Statistics & Ratios**
**Per share (Bt)**

Reported EPS	2.37	5.69	7.02	9.18	10.76
Core EPS	2.35	5.46	7.00	9.18	10.76
DPS	1.80	3.30	3.92	5.14	6.03
BV	26.60	30.15	33.87	39.13	44.75
EV	43.47	474.73	385.33	382.14	378.87
Free Cash Flow	-0.10	3.07	5.64	7.05	8.35

**Valuation analysis**

Reported P/E (x)	22.55	85.36	56.86	43.46	37.07
Core P/E (x)	22.79	89.04	56.99	43.46	37.07
P/BV (x)	2.01	16.12	11.78	10.20	8.92
EV/EBITDA (x)	11.59	64.98	43.12	33.75	28.86
Price/Cash flow (x)	12.74	83.81	51.49	41.19	35.48
Dividend yield (%)	3.36	0.68	0.98	1.29	1.51

**Profitability ratios**

Gross margin (%)	20.44	23.92	24.37	25.57	25.57
EBITDA margin (%)	8.99	14.42	15.73	17.02	16.82
EBIT margin (%)	5.76	11.49	12.49	13.95	13.94
Net profit margin (%)	5.71	11.16	12.35	13.80	13.79
ROA (%)	6.30	13.63	14.50	16.74	17.02
ROE (%)	8.82	20.06	21.92	25.15	25.67

**Liquidity ratios**

Current ratio (x)	2.98	2.47	2.62	2.70	2.72
Quick ratio (x)	2.04	1.64	1.77	1.85	1.87

**Leverage Ratios**

Liabilities/Equity ratio (x)	0.39	0.52	0.50	0.50	0.51
Net debt/EBITDA (x)	-2.67	-1.54	-1.53	-1.49	-1.53
Net debt/equity (x)	-0.38	-0.37	-0.40	-0.43	-0.45
Int. coverage ratio (x)	1,519.07	6,216.27	816.98	1,068.63	1,252.80

**Growth**

Revenue (%)	-1.92	21.44	12.08	17.12	17.32
EBITDA (%)	-27.47	94.86	22.31	26.73	15.94
Reported net profit (%)	-42.38	139.92	23.25	30.84	17.25
Reported EPS (%)	-42.38	139.92	23.25	30.84	17.25
Core profit (%)	-40.97	132.53	28.26	31.14	17.25
Core EPS (%)	-40.97	132.53	28.26	31.14	17.25



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STEC, TASCO, TISCO, TMB, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.