

# ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์



SET ETRON index Close: 19/1/2026 19,020.62 +125.43 / +0.66% Bt2,386mn  
 Bloomberg ticker: SETETRON

## แรงกดดันรออยู่ข้างหน้า

เราคาดว่ากลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะยังคงมีปัจจัย overhang หลายอย่างในปี 2569 ได้แก่ ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และยุโรปที่เพิ่มขึ้นล่าสุด เงินบาทที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่อง และต้นทุนทองแดงที่สูงขึ้น ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปกติของ DELTA และ KCE ลดลง เราคาดว่าตลาดจะปรับประมาณการกำไรลดลงเช่นกัน เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q68 ของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ โดยได้แรงหนุนหลักจาก DELTA จากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปกติของ KCE และ HANA จะได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ เราคงค่าแนะนำ NEUTRAL สำหรับ DELTA และ HANA แต่ปรับคำแนะนำสำหรับ KCE ลงจาก NEUTRAL มาอยู่ที่ UNDERPERFORM เนื่องจากได้รับผลกระทบเชิงลบมากที่สุดในกลุ่ม

**เราคาดว่ายังมีปัจจัย overhang หลายอย่างในปี 2569** เราคาดว่าความท้าทายสำหรับกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะประกอบด้วย ก) ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และยุโรปที่เพิ่มขึ้นล่าสุด ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม ข) การแข็งค่าอย่างต่อเนื่องของเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐในปี 2569 (นักเศรษฐศาสตร์ของเราคาดการณ์ที่ 32.2 บาท/US\$) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของกลุ่มฯ และ ค) ราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวขึ้นแรง เช่น ทองแดง (สำหรับ PCB, laminate และ copper foil) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของ KCE และทองคำ (wire bonding ในธุรกิจเซมิคอนดักเตอร์) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ DELTA และ HANA

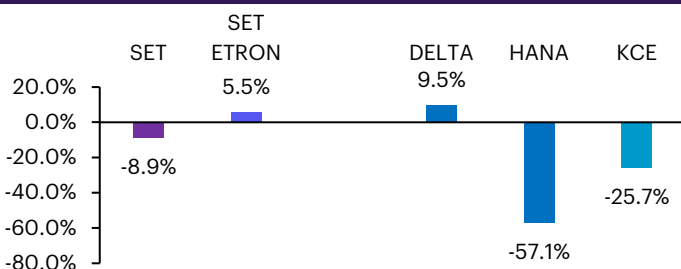
**เราปรับลดประมาณการกำไรของกลุ่มฯ ลง และคาดว่าตลาดจะปรับลดประมาณการลงเช่นกัน** เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2569 ของ DELTA ลดลง 5% มาอยู่ที่ 2.68 หมื่นลบ. (ต่ำกว่าตลาดคาด 14%) และลดลง 6% ในปี 2570 เพื่อสะท้อนสมมติฐานค่าเงินบาท/US\$ ใหม่ อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมรายได้จากผลิตภัณฑ์ liquid cooling ใหม่เข้ามาในประมาณการ HANA: เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2569 ไว้ที่ 953 ล้านบาท (ต่ำกว่าตลาดคาด 30%) เนื่องจากเราได้รวมความต้องการผลิตภัณฑ์โดยรวมที่อ่อนแอ โดยเฉพาะธุรกิจ PMS ที่คาดว่าจะยังคงขาดทุนต่อเนื่อง และสมมติฐานค่าเงินบาทที่ 32.2 บาท/US\$ เข้ามาในประมาณการแล้ว KCE: เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2569 ลดลง 18.4% มาอยู่ที่ 790 ลบ. (ต่ำกว่าตลาดคาด 34%) และลดลง 17.3% ในปี 2570 เพื่อสะท้อนผลกระทบสองด้านจากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับ US\$ (คาดการณ์ไว้ที่ 32.2 บาท/US\$ ในปี 2569-2570) และสมมติฐานราคาทองแดงใหม่ที่ US\$12,500/ตัน (เพิ่มขึ้นจาก US\$11,500/ตัน) พร้อมกับปรับสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นปี 2569-2570 ลดลงจาก 18.5% มาอยู่ที่ 17.1%

**คาดการณ์กำไรปกติ 4Q68 เพิ่มขึ้นทั้ง QoQ และ YoY แต่มีเพียง DELTA ที่มีกำไรแข็งแกร่ง** เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มจะเติบโต 165% YoY และ 0.2% QoQ มาอยู่ที่ 6.7 พันลบ. นำโดย DELTA ซึ่งคาดว่าจะรายงานกำไรปกติ 6.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 180% YoY และ 2% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q68 ของ HANA จะปรับตัวดีขึ้น YoY จากฐานที่ต่ำ แต่ยังคงลดลง 10% QoQ จากความต้องการโดยรวมที่อ่อนแอในธุรกิจ PCBA, IC และ PMS ประกอบกับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ ที่กดดันมาร์จิ้นโดยรวม สำหรับ KCE เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 10.5% YoY และ 38.4% QoQ จากความต้องการ PCB ที่อ่อนแอส่งผลทำให้อัตราการใช้จ่ายการผลิตและราคาขายเฉลี่ย (ASP) ลดลง รวมถึงผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ และต้นทุนทองแดงที่สูงขึ้น

**Valuation และคำแนะนำ** เราปรับคำแนะนำสำหรับ KCE ลดลงจาก NEUTRAL มาอยู่ที่ UNDERPERFORM เนื่องจาก KCE จะได้รับผลกระทบเชิงลบมากที่สุดจากราคาทองแดงที่ปรับตัวขึ้นแรงและแนวโน้มความต้องการ EV ที่อ่อนแอ โดยปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ใหม่เป็น 14.3 บาท (ลดลงจาก 25.4 บาท) อิงกับ -1.0SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ DELTA เนื่องจากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่งจะถูกหักล้างโดย valuation ที่สูง โดยปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ใหม่เป็น 195 บาท (ลดลงจาก 235 บาท) อิงกับ +1.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 91 เท่า เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ HANA เนื่องจากมีความกังวลเกี่ยวกับความต้องการอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคและ EV ที่อ่อนแอ

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ** คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อของลูกค้า สถานการณ์ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ สงครามเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ กับจีนกลับมาปะทุอีกครั้ง และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ คือ การบริหารจัดการแรงงาน และซัพพลายเออร์ (S)

### การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2568 จนถึงปัจจุบัน



Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลสถิติในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 25F	P/BV (x) 26F	P/BV (x) 28F
DELTA	Neutral	168.0	195.00	16.4	89.3	78.2	21.5
HANA	Neutral	16.8	17.00	3.5	21.5	22.8	0.6
KCE	Underperform	18.6	14.30	(18.4)	26.1	27.8	1.6
<b>Average</b>					<b>45.6</b>	<b>43.0</b>	<b>7.9</b>

Source: InnovestX Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DELTA	(0.6)	(10.9)	21.3	(3.0)	(11.5)	26.7
HANA	3.1	(28.2)	(25.7)	0.6	(28.7)	(22.3)
KCE	(11.4)	(27.1)	(14.3)	(13.6)	(27.5)	(10.4)

Source: SET and InnovestX Research

### นักวิเคราะห์

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย  
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2793-9015  
 chaiwat.a@innovestx.co.th

**ปรับประมาณการกำไรปกติ** เราปรับประมาณการกำไรปกติของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ลดลง เพื่อสะท้อนเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ และต้นทุนวัตถุดิบ (ทองแดง) ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ เรายังคาดว่าตลาดจะปรับประมาณการกำไรปี 2569-2570 ลดลงเช่นกัน เนื่องจากปัจจัยลบทั้งสองประการนี้

**DELTA:** เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2569-2570 ลดลง 5% และ 6% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนสมมติฐานค่าเงินบาท/US\$ ที่เราปรับใหม่ อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมรายได้จากผลิตภัณฑ์ liquid cooling ใหม่เข้ามา เนื่องจากคาดว่าจะมีการเลื่อนกำหนดเดินเครื่องสายการผลิตผลิตภัณฑ์ liquid cooling ออกไปเป็นครึ่งหลังของปี 2569 ทั้งนี้ เนื่องจากการบวนการผลิตมีความซับซ้อนและต้องการความแม่นยำสูง จึงมีความเป็นไปได้ที่จะมีการเลื่อนการดำเนินงานเชิงพาณิชย์สำหรับผลิตภัณฑ์ดังกล่าวที่ DELTA Thailand ออกไป นอกเหนือจากผลิตภัณฑ์ liquid cooling แล้ว DELTA น่าจะเริ่มขยายยอดขายผลิตภัณฑ์ AI power electronics และโครงสร้างพื้นฐาน AI data center หลังจากโรงงานเพิ่มเติมในนิคมฯ เวลโครวี (เป็นผลิตภัณฑ์ส่วนประกอบ) ก่อสร้างเสร็จในครึ่งหลังของปี 2568 และโรงงานใหม่ 3 แห่งในบางปูก่อสร้างเสร็จใน 1Q69 ถึง 3Q69 เพื่อใช้ในการผลิตผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI เราใช้สมมติฐานว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์ AI ที่มีมาร์จิ้นสูงจะเพิ่มขึ้นเป็น 35% ในปี 2569 และ 45% ในปี 2570 จากระดับที่ประเมินไว้ที่ 15-20% ในปี 2568 ส่งผลทำให้เราคาดการณ์การเติบโตของผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่ 200% ในปี 2568, 40% ในปี 2569 และ 29% ในปี 2570 ซึ่งสอดคล้องกับที่ IDC คาดการณ์ว่าการใช้จ่ายด้าน AI ของบริษัทชั้นนำทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 30-40% ต่อปีจนถึงปี 2570 เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นของผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่ AI ไว้ที่ 23-24% และผลิตภัณฑ์ AI ที่ 35% ในประมาณการปี 2569-2570 ทั้งนี้ประมาณการกำไรปกติปี 2569 ที่เราปรับใหม่ต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 14%

**HANA:** เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2569-2570 เนื่องจากเราได้รวมความต้องการผลิตภัณฑ์โดยรวมที่อ่อนแอเข้ามาแล้ว โดยเฉพาะธุรกิจ PMS ที่คาดว่าจะยังคงมีผลขาดทุนต่อเนื่อง รวมถึงสมมติฐานค่าเงินบาทที่ 32.2 บาท/US\$ ขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 7.9% และ 8.1% ในปี 2569-2570 เทียบกับที่ประเมินไว้ที่ 7.9% ในปี 2568 ทั้งนี้ประมาณการกำไรปกติปี 2569 ที่เราปรับใหม่ต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 30%

**KCE:** เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2569-2570 ลดลง 18.4% และ 17.3% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนผลกระทบสองด้านจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ (อิงตามสมมติฐานใหม่ของเราที่ 32.2 บาท/US\$ ตามมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ของเรา) และสมมติฐานราคากองแดงใหม่ที่ US\$12,500/ตัน (เพิ่มขึ้นจาก US\$11,500/ตัน) สำหรับปี 2569-2570 นอกจากนี้ เรายังปรับสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นลดลงจาก 18.5% มาอยู่ที่ 17.1% สำหรับปี 2569-2570 ทั้งนี้ ประมาณการกำไรปกติปี 2569 ที่เราปรับใหม่ต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 34%

Figure 1: การปรับประมาณการกำไร ราคาเป้าหมาย และคำแนะนำ

Companies	Core earnings in 2025F			Core earnings in 2026F			Target price (mid-26)		Recommendation		Valuation methodology
	Old	New	(%)	Old	New	(%)	Old	New	Old	New	
<b>DELTA</b>	23,791	23,464	(1.4)	28,283	26,781	(5.3)	235	195	Neutral	Neutral	91X PE (+1.5S.D. over 5-year PE mean)
<b>HANA</b>	692	692	0.0	653	653	0.0	17.0	17.0	Neutral	Neutral	18X PE (-0.5S.D. over 5-year PE mean)
<b>KCE</b>	953	866	-9.1	968	790	-18.4	25.4	14.3	Neutral	Underperform	21X PE (-1.0S.D. over 5-year PE mean)

Source: Company data, InnovestX Research

Figure 2: ประมาณการกำไรปกติปี 2568-2569 ของ INVX เทียบกับ consensus

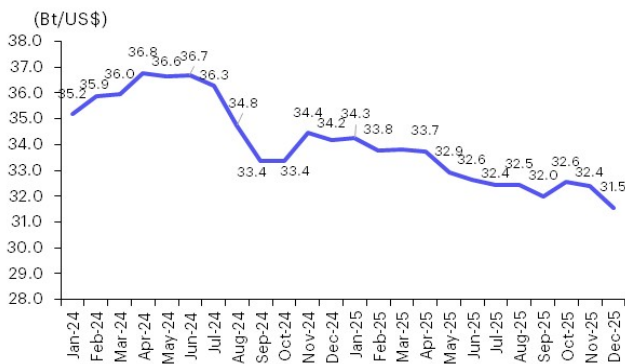
	Reported Core profit					INVX Core profit (Bt mn)		Consensus Core profit (Bt mn)		% diff (INVX/consensus)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
<b>DELTA</b>	6,664	5,686	14,564	17,852	17,860	23,464	26,781	24,195	31,189	(3.0)	(14.1)
<b>HANA</b>	1,778	2,229	2,381	2,025	886	692	653	722	931	(4.2)	(29.9)
<b>KCE</b>	1,127	2,426	2,281	1,569	1,539	843	790	975	1,201	(13.5)	(34.2)
<b>Total</b>	<b>9,569</b>	<b>10,341</b>	<b>19,225</b>	<b>21,446</b>	<b>20,285</b>	<b>25,000</b>	<b>28,224</b>	<b>25,892</b>	<b>33,321</b>		
<b>Growth YoY</b>											
<b>DELTA</b>	126.5	-14.7	156.2	22.6	0.0	31.4	14.1	35.5	28.9		
<b>HANA</b>	19.3	25.4	6.8	-14.9	-56.2	-21.9	-5.7	-18.5	28.9		
<b>KCE</b>	20.6	115.3	-6.0	-31.2	-2.0	-45.2	-6.3	-36.6	23.2		
<b>Total</b>	<b>78.3</b>	<b>8.1</b>	<b>85.9</b>	<b>11.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>23.2</b>	<b>12.9</b>	<b>27.6</b>	<b>28.7</b>		

Source: Company data, InnovestX Research

**ราคาว่าจ้างยังคงมีปัจจัย overhang กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์หลายอย่างในปี 2569** ได้แก่: ก) ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และยุโรปที่เพิ่มขึ้นล่าสุด ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความต้องการสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ในภาพรวม โดยเฉพาะกลุ่ม EV ซึ่งการส่งออกจากยุโรปไปสหรัฐฯ คิดเป็นประมาณ 25-30% ของปริมาณการส่งออก EV ทั้งหมด เรา มองว่าประเด็นนี้เป็นปัจจัยลบต่อกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยเฉพาะสำหรับ KCE เนื่องจากยอดขายที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์คิดเป็น 70% ของรายได้รวม หากพิจารณาสัดส่วนรายได้ตามภูมิภาค ยอดขายของ KCE มาจากการส่งออกไปยุโรป 50% และสหรัฐฯ 15% ขณะที่ DELTA มีสัดส่วนรายได้จากการส่งออกไปสหรัฐฯ 35% และยุโรปประมาณ 21% (เยอรมนี 15%, เนเธอร์แลนด์ 5% และนอร์เวย์ 1%) ส่วน HANA มีสัดส่วนการส่งออกไปสหรัฐฯ และยุโรปอยู่ที่ 24% และ 17% ของยอดขายรวมตามลำดับ ข) การแข็งค่าอย่างต่อเนื่องของเงินบาทเมื่อเทียบกับ US\$ ในปี 2569 (นักเศรษฐศาสตร์ของเรา คาดว่าค่าเงินบาทจะอยู่ที่ 32.2 บาท/US\$ ในปี 2569 แข็งค่าขึ้นจาก 32.7 บาทในปี 2568) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และ ค) ราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวขึ้นแรง เช่น ทองแดง (สำหรับ PCB, laminate และ copper foil) ซึ่งจะกระทบต่อกำไรปกติของ KCE และทองคำ (สำหรับ wire bonding ในเซมิคอนดักเตอร์) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ เล็กน้อยต่อ DELTA และ HANA

**ผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$** เราปรับสมมติฐานค่าเงินบาทเป็น 32.2 บาท/US\$ ในปี 2569-2570 ลดลงจาก 33.7 บาท/US\$ นอกจากนี้ เราได้ทำ sensitivity analysis และพบว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1 บาท/US\$ จะส่งผลกระทบต่อกำไรปกติของ DELTA, HANA และ KCE ที่ 5.1%, 6.7% และ 7.8% ตามลำดับ

**Figure 3: แนวโน้มค่าเงินบาท/US\$**



Source: BOT, InnovestX Research

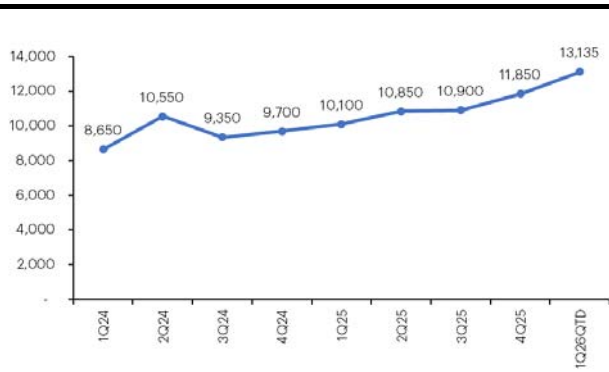
**Figure 4: การทำ sensitivity analysis ค่าเงินบาท vs กำไรปกติปี 2569**

	2026 Baht/US\$ currency	impact on 2026 core earnings		
		DELTA	HANA	KCE
Scenario 1	34.2	10.2%	13.4%	15.6%
Scenario 2	33.2	5.1%	6.7%	7.8%
<b>Base case</b>	<b>32.2</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Scenario 3	31.2	-5.1%	-6.7%	-7.8%
Scenario 4	30.2	-10.2%	-13.4%	-15.6%

Source: InnovestX Research

**ราคาวัตถุดิบ (ทองแดง) ที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อ KCE มากที่สุด** ข้อมูลจาก Shanghai Metal Market ระบุว่า ราคาทองแดงเกรดมาตรฐานพุ่งขึ้นทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ US\$12,787/ตัน (ไม่รวม VAT) ซึ่งเพิ่มขึ้น 15% จากระดับ US\$11,112/ตัน ใน 4Q68 และเพิ่มขึ้น 34% จากระดับ US\$9,560/ตัน ใน 3Q68 เราคาดว่าราคาทองแดงจะยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูงในปี 2569 โดยมีสาเหตุหลักมาจากภาวะขาดแคลนอุปทานหลังจากผู้ผลิตรายใหญ่อย่าง Rio Tinto และ Freeport McMoRan ปรับลดปริมาณการผลิตลงจากปัญหาเฉพาะที่เกิดขึ้นในเหมืองหลัก ประกอบกับความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์ข้อมูล AI data center ขณะที่ Goldman Sachs, Morgan Stanley และ S&P Global คาดการณ์ว่าจะเกิดภาวะขาดแคลนอุปทานทั่วโลกประมาณ 150,000-600,000 ตันในปี 2569-2570 เนื่องจากเหมืองทองแดงแห่งใหม่มีจำนวนน้อยลง และการหยุดชะงักที่เหมืองทองแดงสำคัญอย่างเหมือง Grasberg (เหมืองทองแดงที่ใหญ่เป็นอันดับสองของโลกในอินโดนีเซีย) ซึ่งได้รับผลกระทบจากดินถล่มและน้ำท่วมรุนแรง โดยคาดการณ์ว่าผลผลิตจะหายไปกว่า 500,000 ตันในปี 2569 สถานการณ์เช่นนี้น่าจะส่งผลกระทบต่อ KCE ซึ่งใช้ทองแดงเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต PCB รวมถึงวัสดุที่อยู่ในขั้นตอนการผลิต เช่น laminate และ copper foil โดยต้นทุนทองแดงคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 18% ของต้นทุนขายรวม ในขณะที่คาดว่า HANA และ DELTA จะได้รับผลกระทบทางอ้อมเพียงเล็กน้อยจากต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้จากการทำ sensitivity analysis พบว่าราคาทองแดงที่เพิ่มขึ้นทุกๆ US\$1,000/ตัน จากสมมติฐานใหม่ของเราที่ US\$12,500/ตัน จะส่งผลทำให้กำไรปกติปี 2569 ของ KCE ลดลง 17.5%

Figure 5: ราคาทองแดง - แนวโน้มตลาดเอเชีย



Source: Shanghai Metal Market, InnovestX Research

Figure 6: การทำ sensitivity analysis ราคาทองแดง vs ค่าไรปกติปี 2569 ของ KCE

	2026 Copper price Asia market (US\$/ton)	impact on 2026 core earnings
Scenario 1	10,500	35.0%
Scenario 2	11,500	17.5%
<b>Base case</b>	<b>12,500</b>	<b>0.0%</b>
Scenario 3	13,500	-17.5%
Scenario 4	14,500	-35.0%
Scenario 5	15,500	-52.5%

Source: InnovestX Research

**ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากคดีของทรัมป์ในศาลเกี่ยวกับภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ** ตลาดกำลังเฝ้ารอคำตัดสินของศาลสูงสุดสหรัฐฯ เกี่ยวกับความชอบด้วยกฎหมายของประธานาธิบดีทรัมป์ ในการใช้อำนาจตามกฎหมาย International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) ในการเก็บภาษีนำเข้าในวงกว้าง เราประเมินว่าหากศาลสูงสุดมีคำตัดสินที่เป็นลบต่อทรัมป์ จะทำให้ sentiment เป็นบวกในระยะสั้น เนื่องจากคำตัดสินดังกล่าวอาจบีบให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องคืนภาษีที่จัดเก็บไปแล้วให้แก่ผู้นำเข้า ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการนำเข้าและช่วยกระตุ้นการฟื้นตัวของอุปสงค์ อย่างไรก็ตาม ตลาดมองว่าทรัมป์น่าจะมีความเป็นไปได้ที่จะมีแผนรองรับ ("Plan B") โดยทรัมป์อาจหันไปใช้กฎหมายทางเลือกอื่นๆ เช่น มาตรา 122 (ดุลการชำระเงิน) หรือ มาตรา 232 (ความมั่นคงแห่งชาติ) เพื่อกำหนดภาษีนำเข้าใหม่อีกครั้ง ด้วยเหตุนี้ เราจึงมองว่าความพ่ายแพ้ทางกฎหมายของทรัมป์จะเป็นเพียงปัจจัยหนุน sentiment ระยะสั้นสำหรับกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์เท่านั้น ขณะที่แนวโน้มในระยะกลางยังคงมีความไม่แน่นอนจากนโยบายดังกล่าว

**ค่าไรปกติ 4Q68 เติบโต YoY และ QoQ แต่มีเพียง DELTA ที่มีกำไรแข็งแกร่ง** เราคาดว่าค่าไรปกติของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะเติบโต 165% YoY และ 0.2% QoQ มาอยู่ที่ 6.7 พันลบ.ใน 4Q68 นำโดย DELTA ซึ่งคาดว่าจะรายงานค่าไรปกติ 6.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 180% YoY และ 2% QoQ โดยได้แรงหนุนจากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งในกลุ่ม AI-related power electronics, AI server และโครงสร้างพื้นฐาน AI data center แต่จะถูกกดดันลงบางส่วนโดยความต้องการผลิตภัณฑ์ในกลุ่ม mobility (EV) ที่อ่อนแอลงเพราะได้รับผลกระทบจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ทำให้ความต้องการ EV โดยรวมในสหรัฐฯ มีจำกัด ประกอบกับการแข็งค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับ US\$ ขณะที่เราคาดว่าค่าไรปกติ 4Q68 ของ HANA จะปรับตัวดีขึ้น YoY จากฐานที่ต่ำ แต่ค่าไรปกติจะยังคงลดลง 10% QoQ จากความต้องการโดยรวมที่อ่อนแอในธุรกิจ PCBA, IC และ PMS ประกอบกับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ ที่กดดันมาร์จิ้นโดยรวม สำหรับ KCE เราคาดว่าค่าไรปกติจะลดลง 10.5% YoY และ 38.4% QoQ จากความต้องการ PCB โดยรวมที่อ่อนแอลง ซึ่งส่งผลทำให้อัตราการใช้จ่ายการผลิตและราคาขายเฉลี่ย (ASP) ลดลง รวมถึงผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ และต้นทุนทองแดงที่สูงขึ้นใน 4Q68

Figure 7: ประมาณการค่าไรปกติ 4Q68

Core profit (Bt mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	YoY	QoQ	Detail on 4Q25F
<b>DELTA</b>	3,720	5,819	5,989	2,332	5,700	5,098	6,392	6,519	180	2.0	ค่าไรปกติเพิ่มขึ้นทั้ง QoQ และ YoY จากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่ง แม้จะถูกกดดันจากธุรกิจ E) ที่อ่อนแอ และเงินบาทที่แข็งค่า ค่าไรปกติเพิ่มขึ้น YoY จากฐานค่าไรที่อยู่ในระดับต่ำอย่างไรก็ตาม ค่าไรปกติมีแนวโน้มลดลง QoQ จากแรงกดดันของเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ US\$ และอุปสงค์โดยรวมที่อ่อนแอ
<b>HANA</b>	367	494	21	4	220	326	39	35	771	(10.2)	ลดลง YoY และ QoQ จากความต้องการที่ลดลง ประกอบกับเงินบาทที่แข็งค่า และต้นทุนทองแดงที่สูงขึ้น
<b>KCE</b>	421	531	386	201	176	214	292	180	(10.5)	(38.4)	
<b>Total</b>	<b>4,508</b>	<b>6,844</b>	<b>6,396</b>	<b>2,537</b>	<b>6,096</b>	<b>5,637</b>	<b>6,723</b>	<b>6,734</b>	<b>165</b>	<b>0.2</b>	

Source: Company data, InnovestX Research

**คาดการณ์กำไรปกติปี 2569-2570 เติบโตอย่างแข็งแกร่งนำโดย DELTA** เราคาดว่ากำไรของบริษัทในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่เราวิเคราะห์ (DELTA, HANA และ KCE) จะเติบโต 12.8% สู่ระดับ 2.82 หมื่นลบ. ในปี 2569 และเติบโต 20.0% สู่ระดับ 3.39 หมื่นลบ. ในปี 2570 โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะจาก DELTA ซึ่งอยู่ในห่วงโซ่คุณค่าของ AI data center เราคาดว่ากำไรปกติของ DELTA จะเติบโต 14.1% ในปี 2569 และ 20.9% ในปี 2570 หนุนโดยความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ได้แก่ AI power electronics, AI server และโครงสร้างพื้นฐาน AI data center ส่วนกำไรปกติของ HANA คาดว่าจะลดลง 5.7% ในปี 2569 จากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI (consumer electronics) ที่อ่อนตัวลงและต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น (เช่น ทองคำที่ใช้ใน IC) รวมถึงผลกระทบเชิงลบจากเงินบาทที่แข็งค่า และสำหรับ KCE เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 6.3% ในปี 2569 จากแนวโน้มอุปสงค์ที่อ่อนแอ การแข็งค่าของเงินบาท และต้นทุนทองแดงซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักที่สูงขึ้น

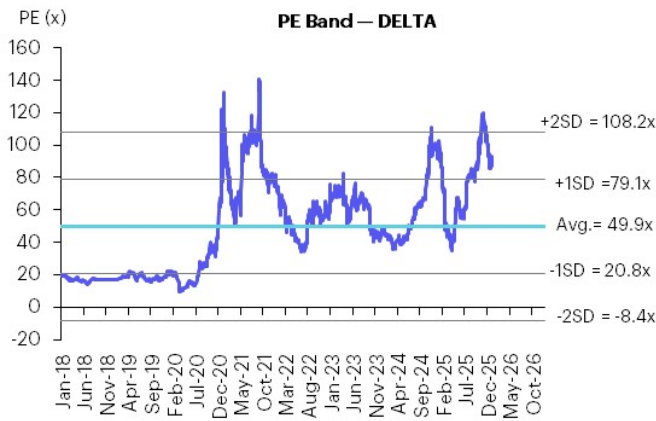
**ราคาเป้าหมายและคำแนะนำ** เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ **DELTA** เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการเลื่อนกำหนดดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของผลิตภัณฑ์ liquid cooling ออกไป และ valuation สูงที่ PE ปี 2569 ระดับ 77 เท่า แม้ว่าแนวโน้มกำไรจะแข็งแกร่งใน 1-2 ปีข้างหน้าก็ตาม ราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ที่เราปรับใหม่อยู่ที่ 195 บาท (จาก 235 บาท) อิงจาก +1.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 91 เท่า เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ HANA จากความกังวลเกี่ยวกับความต้องการอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคและ EV ที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่า **HANA** มี downside จำกัด เนื่องจากบริษัทมีเงินสดสุทธิในมือสูงถึง 5.4 พันลบ. คิดเป็น 37% ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 2-3 พันลบ./ปี ราคาเป้าหมายกลางปี 2569 อยู่ที่ 17 บาท อิงจาก -0.5SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ **KCE** ลงจาก NEUTRAL มาอยู่ที่ UNDERPERFORM เนื่องจาก KCE จะได้รับผลกระทบเชิงลบมากที่สุดจากราคาทองแดงที่ปรับตัวขึ้นแรง เงินบาทที่แข็งค่า และแนวโน้มความต้องการ EV ที่อ่อนแอ โดยปรับราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ใหม่เป็น 14.3 บาท (จาก 25.4 บาท) อิงจาก -1.0SD ของ PE เฉลี่ย 5 ปี

Figure 8: สรุปข้อมูล ESG

	DELTA	HANA	KCE
<b>SET ESG ratings</b>	n.a.	AAA	AA
<b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b>	4.37 (2023)	1.81 (2024)	2.19 (2024)
<b>Rank in Sector</b>	1/8	3/8	2/8
<b>ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DELTA ใช้มาตรฐานระบบการจัดการคุณภาพ IECQ/QC080000 พร้อมกันส่งเสริมระบบการจัดการผลิตภัณฑ์สีเขียว (Green Product Management - GPM) ในโรงงานหลักที่สำคัญของบริษัทฯ ทั้งนี้การดำเนินการตามมาตรฐาน IECQ จะทำบนพื้นฐานลักษณะความเสี่ยงของแต่ละวัสดุ ส่วนระบบการจัดการผลิตภัณฑ์สีเขียว (GPM) เป็นสิ่งที่ DELTA ใช้เป็นแนวทางในการแบ่งปันข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อมในห่วงโซ่อุปทาน โดยเมื่อเร็วๆ นี้ได้มีการออกข้อกำหนดด้านสิ่งแวดล้อมในระดับนานาชาติ เช่น สารควบคุมล่าสุดของสหภาพยุโรป คือ RoHS 2.0 REACH SVHC โดย DELTA ได้ดำเนินการส่งต่อข้อมูลนี้ไปยังซัพพลายเออร์พันธมิตรเพื่อใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงและปฏิบัติตามข้อกำหนด</li> <li>เราเห็นว่าปัจจัยสิ่งแวดล้อมทาง DELTA มีการบริหารจัดการได้ค่อนข้างดี เนื่องจากมีการทำสัญญาซื้อขายที่ยั่งยืนไปทั่วทั้งห่วงโซ่อุปทาน ซึ่งสอดคล้องกับคะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>HANA มุ่งเน้นในการดำเนินการเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ โดยมีเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนแห่งสหประชาชาติ (Sustainable Development Goals: SDGs) เพื่อใช้เป็นกรอบทิศทางในการพัฒนามิติสิ่งแวดล้อม</li> <li>มาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน - HANA มีการประเมินศักยภาพของเครื่องจักรหรืออุปกรณ์ที่มีประสิทธิภาพเพื่อนำไปค้นหามาตรการอนุรักษ์พลังงาน และได้ดำเนินการด้วยการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพหรือเปลี่ยนเครื่องจักรอุปกรณ์เพื่อการประหยัดพลังงาน รวมทั้งโครงการอนุรักษ์พลังงานเพื่อลดการใช้ไฟฟ้าหรือลดการใช้พลังงานจากแหล่งที่ใช้แล้วหมดไป (Non-renewal energy)</li> <li>เราเชื่อว่าการจัดการสิ่งแวดล้อมของ HANA อยู่ในตำแหน่งผู้ตามเมื่อเทียบกับคู่แข่ง เนื่องจากบริษัทมีการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมที่มีนัยสำคัญค่อนข้างจำกัด ซึ่งสอดคล้องกับคะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE มีความมุ่งมั่นอย่างมากในการวางกลยุทธ์สำหรับการจัดซื้อที่มุ่งเน้นไปที่คุณภาพของผลิตภัณฑ์และบริการ กำหนดกระบวนการบริหารความเสี่ยงอย่างครอบคลุม ด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เพื่อให้การบริหารจัดการสอดคล้องกับระดับความเสี่ยง โดยคำนึงถึงคุณภาพ ปริมาณ ผลิตภัณฑ์และบริการ ตลอดจนการปฏิบัติตามกฎหมายแรงงาน กฎหมายสิ่งแวดล้อม และระบบการจัดการคุณภาพอื่นๆ เพื่อปกป้อง และลดความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพ</li> <li>ตามที่ได้รายงานในรายงานประจำปี 2563 ซัพพลายเออร์ได้รับการตอบค้ำประกันร่วมลงนามใน "ข้อตกลงการควบคุมการใช้แร่ที่มีข้อขัดแย้ง" ประมาณ 83.65% ณ เดือนธันวาคม ปี 2564</li> <li>เราเห็นว่าปัจจัยสิ่งแวดล้อมทาง KCE มีการบริหารจัดการได้ค่อนข้างดี เนื่องจากมีการทำสัญญาซื้อขายที่ยั่งยืนไปทั่วทั้งห่วงโซ่อุปทาน ซึ่งสอดคล้องกับคะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>
<b>ประเด็นด้านสังคม</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DELTA มีความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจตามนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม รวมทั้งการปฏิบัติตามผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นธรรมโดยได้สนับสนุนมาตรฐานสากลต่างๆ เช่น ปฏิญญาขององค์การแรงงานระหว่างประเทศว่าด้วยหลักการที่เกี่ยวข้องกับสถานประกอบการข้ามชาติและนโยบายทางสังคม (International Labor Office Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy) และกรอบการรายงานสากล (Global Reporting Initiative หรือ GRI)</li> <li>เราเห็นว่าประเด็นที่เกี่ยวข้องกับแรงงาน จะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญกับทาง DELTA เนื่องจากต้องใช้เวลาอย่างมาก ขณะที่แรงงานบางกลุ่มจะมีทักษะเฉพาะทางสูง ดังนั้นเราให้ความสำคัญปัจจัยด้านสังคมที่สูงกว่าปัจจัยด้าน ESG ด้านอื่นๆ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>HANA ดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสังคม เพื่อลดผลกระทบต่อสังคมที่เกิดขึ้นจากการประกอบกิจการขององค์กร โดยยึดหลักการดำเนินงานที่โปร่งใส ตรวจสอบได้ มีจริยธรรมเคารพต่อหลักสิทธิมนุษยชน มุ่งเน้นต่อความต้องการและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียตลอดห่วงโซ่อุปทาน เช่น การเคารพสิทธิมนุษยชน</li> <li>HANA ยึดมั่นในการดำเนินธุรกิจอย่างมีคุณธรรม มีความรับผิดชอบต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มตามหลักบรรษัทภิบาลและจรรยาบรรณ ในด้านการคุ้มครองสิทธิมนุษยชนนั้น บริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามกฎหมาย และหลักสากลอย่างเคร่งครัด</li> <li>เราเชื่อว่าประเด็นที่เกี่ยวข้องกับแรงงานเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญกับทาง HANA เนื่องจากบริษัทต้องใช้เวลาอย่างมาก ขณะที่แรงงานบางกลุ่มจะมีทักษะเฉพาะทางสูง ดังนั้นเราให้ความสำคัญปัจจัยด้านสังคมที่สูงกว่าปัจจัยด้าน ESG ด้านอื่นๆ ในขณะที่คะแนน ESG ด้านสังคมซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE มีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนหรือสังคม โดยสนับสนุนพนักงานกลุ่มจิตอาสา ร่วมเป็นคณะทำงานในโครงการต่างๆ ที่เป็นโครงการต่อเนื่องและโครงการระยะสั้น สำหรับโครงการระยะสั้น ได้แก่ การมอบสิ่งของและเงินสนับสนุน รวมทั้งจัดกิจกรรมสุนทราภรณ์ให้แก่ผู้ด้อยโอกาส วัด โรงเรียน และสถานี่ราชการ เป็นต้น ในปี 2564 KCE ได้ร่วมจัดกิจกรรมกับสถานีตำรวจนครบาลฉลองกรุง สำนักงานนิคมอุตสาหกรรมลาดกระบัง และชุมชนโดยรอบ โดยการสนับสนุนน้ำดื่ม และสติกเกอร์รณรงค์เดินทางกลับบ้านปลอดภัยช่วงเทศกาลสงกรานต์ รวมถึงรณรงค์การป้องกันโควิด-19 โดยส่งมอบหน้ากากอนามัยให้กับชุมชนต่างๆ</li> <li>เราเห็นว่าประเด็นที่เกี่ยวข้องกับแรงงาน จะเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญกับทาง KCE เนื่องจากต้องใช้แรงงานที่ค่อนข้างมาก ขณะที่แรงงานบางกลุ่มจะมีทักษะเฉพาะทางสูง ดังนั้นเราให้ความสำคัญปัจจัยด้านสังคมที่สูงกว่าปัจจัยด้าน ESG ด้านอื่นๆ อย่างไรก็ตามในประเด็นด้านแรงงานนั้นทาง KCE ทำได้ค่อนข้างดีอยู่แล้ว โดยมี ESG score ด้านสังคมสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>
<b>ประเด็นด้านธรรมาภิบาล</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการบริษัท DELTA ได้ตระหนักและให้ความสำคัญในการดำเนินธุรกิจภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยได้จัดทำและอนุมัตินโยบายกำกับดูแลกิจการที่ดีมาตั้งแต่ปี 2550 โดยได้มีการพิจารณาทบทวนความเหมาะสมกับบริบททางธุรกิจของบริษัทฯ อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง เพื่อให้มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ปัจจุบัน และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560 หรือ CG Code ซึ่งได้รับการทบทวนโดยคณะกรรมการบริษัทโดยละเอียดแล้ว เพื่อให้คณะกรรมการบริหาร และพนักงานทุกคนยึดถือเป็นแนวทางปฏิบัติงาน</li> <li>DELTA มีนโยบายที่จะปฏิบัติตามกฎหมายอย่างเป็นธรรม รวมทั้งให้ออกัสในการก้าวหน้าทางด้านการงานอย่างเท่าเทียมตามความถนัดและความสามารถของแต่ละบุคคล โดยทาง DELTA ได้มีการพัฒนาบุคลากรอย่างสม่ำเสมอด้วยการจัดฝึกอบรมทั้งภายใน และต่างประเทศเพื่อเพิ่มความสามารถในการปฏิบัติงาน DELTA ให้ความสำคัญต่อนโยบายความโปร่งใส อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานเทียบเท่าเป้าหมายในการดำเนินธุรกิจด้านอื่นๆ</li> <li>เรามองว่าปัจจัยด้านธรรมาภิบาลยังเป็นประเด็นที่อาจจะต้องมีการพิจารณา จากประเด็นเรื่องบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท การเปิดเผยผลตอบแทนของผู้บริหาร และคณะกรรมการบริษัท</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>HANA ดำเนินธุรกิจด้วยหลักธรรมาภิบาล โปร่งใส และรับผิดชอบ คำนึงถึงทางเจริญเติบโตของบริษัทฯ ในระยะยาว และสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในระดับที่เหมาะสมอย่างต่อเนื่อง พร้อมทั้งส่งเสริมความคิดสร้างสรรค์และผลักดันการสร้างนวัตกรรมทั้งด้านพัฒนาระบบการผลิต กระบวนการทำงาน และการบริการ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและส่งเสริมผลิตภัณฑ์และบริการแก่ลูกค้าด้วยมาตรฐานคุณภาพ และที่นำไปสู่การสร้างประโยชน์หรือผลกระทบเชิงบวกต่อองค์กรต่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน</li> <li>คณะกรรมการบริษัทได้จัดตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลกิจการและความยั่งยืนที่ประกอบด้วยกรรมการอิสระ เป็นส่วนใหญ่ โดยมอบหมายให้คณะกรรมการฯ กำหนดนโยบายความยั่งยืนรอบ เป้าหมาย กลยุทธ์ และกำกับดูแลการดำเนินงานและติดตามความคืบหน้า</li> <li>HANA ยังมียุทธศาสตร์ในการเปิดโอกาสให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถมีส่วนร่วมในการสื่อสารและสร้างการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ ได้รับหรืออาจได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานของบริษัทฯ โดยได้นำข้อคิดเห็นจากผู้มีส่วนได้เสียมาใช้ประกอบการประเมินประเด็นสำคัญเพื่อหาวิธีการที่ได้ประโยชน์ร่วมกันทุกฝ่าย</li> <li>เรามองว่าปัจจัยด้านธรรมาภิบาลยังเป็นประเด็นที่อาจจะต้องมีการพิจารณา จากการที่คะแนน ESG ด้านธรรมาภิบาลของบริษัทยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอุตสาหกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE มีการจัดทำ KCE's Supplier Sustainable Code of Conduct (SCOC) สำหรับซัพพลายเออร์ เอกสารดังกล่าวมีเนื้อหาครอบคลุมประเด็นต่างๆ เช่น จริยธรรมทางธุรกิจ สิทธิมนุษยชน อาชีวอนามัย และความปลอดภัย และสิ่งแวดล้อม อีกทั้งยังสื่อสารกับซัพพลายเออร์ผ่าน website <a href="https://www.kce.co.th/Eng/index.aspx#SupplyChain">https://www.kce.co.th/Eng/index.aspx#SupplyChain</a> ในเรื่องต่างๆ เช่น Conflict Minerals Policy, Supplier Code of Conduct, Anti-Corruption Policy, Sustainable Procurement Policy เป็นต้น</li> <li>เรามองว่าปัจจัยด้านธรรมาภิบาลยังเป็นประเด็นที่อาจจะต้องมีการพิจารณา จากการที่ ESG score ด้านธรรมาภิบาลที่ค่อนข้างต่ำกว่าอุตสาหกรรม จากประเด็นเรื่องบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท การเปิดเผยผลตอบแทนของผู้บริหาร และคณะกรรมการบริษัท รวมถึงนโยบายผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ยังต้องปรับปรุง</li> </ul>

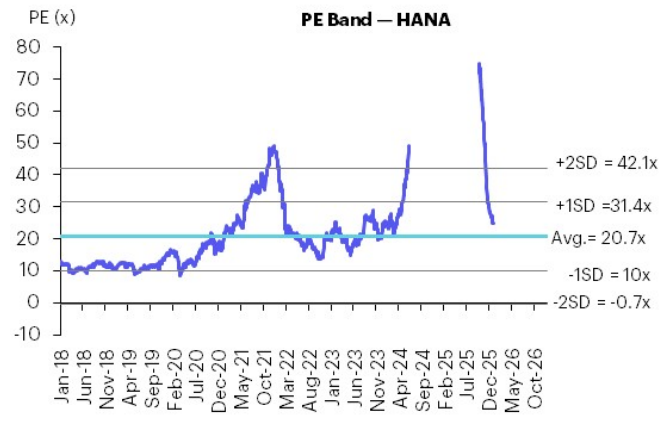
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 9: DELTA's PE BAND



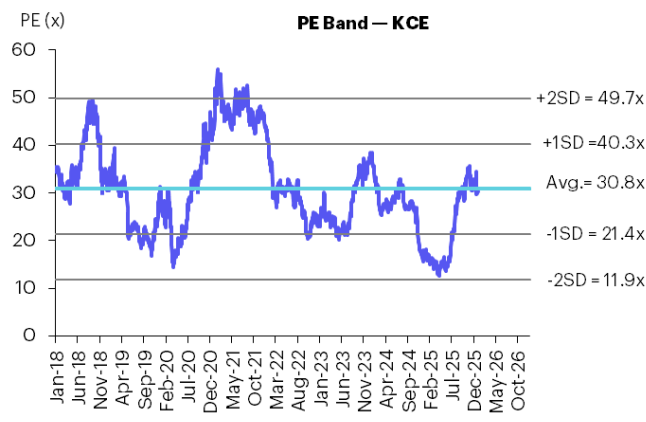
Source: InnovestX Research

Figure 10: HANA's PE BAND



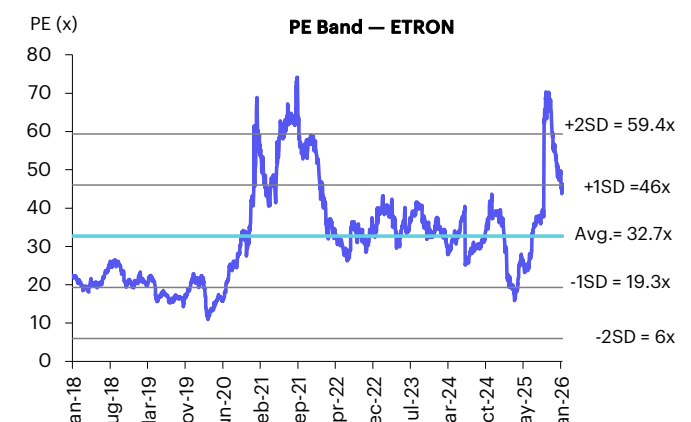
Source: InnovestX Research

Figure 11: KCE's PE BAND



Source: InnovestX Research

Figure 12: Electronics sector's PE BAND



Source: InnovestX Research

Figure 13: Valuation summary (price as of Jan 19, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
DELTA	Neutral	168.00	195.00	16.4	117.3	89.3	78.2	0	31	14	26.2	21.5	18.1	24	26	25	0.3	0.4	0.4	79.7	57.9	53.4
HANA	Neutral	16.80	17.00	3.5	16.8	21.5	22.8	(59)	(22)	(6)	0.5	0.6	0.6	3	3	2	4.5	2.3	2.6	6.5	8.4	8.3
KCE	Underperform	18.60	14.30	(18.4)	14.3	26.1	27.8	(2)	(45)	(6)	1.6	1.6	1.6	11	6	6	7.1	4.7	3.6	7.7	10.9	11.6
<b>Average</b>					<b>49.5</b>	<b>45.6</b>	<b>43.0</b>	<b>(20)</b>	<b>(12)</b>	<b>1</b>	<b>9.5</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>31.3</b>	<b>25.7</b>	<b>24.4</b>

Source: InnovestX Research

Figure 14: Regional valuation

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
<b>KCE Electronics PCL</b>	<b>Thailand</b>	<b>696</b>	<b>22.7</b>	<b>18.1</b>	<b>15.8</b>	<b>(41.7)</b>	<b>25.5</b>	<b>14.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>7.1</b>	<b>8.9</b>	<b>10.0</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>	<b>7.6</b>
Chin-Poon Industrial Co Ltd	Taiwan	446	19.0	27.8	32.2	(34.6)	(31.6)	(13.7)	0.8	0.8	0.8	2.4	1.7	1.7	3.0	2.5	2.5	6.9	6.8	6.4
TTM Technologies Inc	United States	10,437	41.4	34.4	27.9	343.3	20.5	23.3	6.4	6.0	5.5	n.a	n.a	n.a	n.a.	n.a.	n.a.	24.2	22.2	20.7
CMK Corp	Japan	247	8.8	11.6	21.1	(2.7)	(24.2)	(45.2)	0.5	0.5	0.5	3.6	3.6	2.7	6.1	1.5	2.0	6.9	7.4	6.2
Meiko Electronics Co Ltd	Japan	1,677	15.7	13.5	12.2	47.1	15.9	10.8	2.3	2.0	1.8	0.8	1.0	1.1	15.2	16.4	16.2	11.0	9.2	7.7
Kingboard Laminates Holdings Ltd	Hong Kong	5,655	19.4	14.0	11.7	70.1	38.7	19.8	2.7	2.5	2.2	2.6	3.4	4.6	13.8	17.0	19.7	11.8	8.8	7.2
<b>Hana Microelectronics PCL</b>	<b>Thailand</b>	<b>473</b>	<b>21.5</b>	<b>15.4</b>	<b>13.1</b>	<b>207.6</b>	<b>39.9</b>	<b>17.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>2.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>
Unisem M Bhd	Malaysia	1,380	111.9	40.8	32.1	(17.6)	174.2	27.1	2.6	2.6	2.5	2.0	2.2	2.3	2.2	6.3	7.2	18.2	13.5	12.3
STMicroelectronics NV	Switzerland	25,763	33.6	19.4	11.1	(64.0)	73.2	74.6	1.1	1.0	1.0	1.6	1.7	1.6	2.9	5.5	9.4	10.3	7.7	5.7
ON Semiconductor Corp	United States	24,275	25.9	20.6	15.0	(36.8)	25.8	37.7	3.2	3.0	2.6	n.a	n.a	n.a	10.7	14.8	19.6	15.0	13.8	10.9
Infineon Technologies AG	Germany	63,694	28.5	25.9	18.8	50.1	10.1	37.6	3.1	3.0	2.7	0.8	0.9	1.0	8.9	11.1	14.3	13.6	13.0	10.5
<b>Delta Electronics Thailand PCL</b>	<b>Thailand</b>	<b>66,647</b>	<b>87.6</b>	<b>67.3</b>	<b>52.3</b>	<b>25.4</b>	<b>30.3</b>	<b>28.7</b>	<b>21.4</b>	<b>17.4</b>	<b>14.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>26.4</b>	<b>28.2</b>	<b>29.2</b>	<b>60.5</b>	<b>47.1</b>	<b>37.9</b>
Schneider Electric SE	France	157,858	27.5	23.9	20.9	12.4	15.0	14.3	4.5	4.1	3.8	1.8	1.9	2.2	16.1	18.1	18.7	17.5	15.8	14.3
Emerson Electric Co	United States	84,042	24.9	23.0	21.1	74.4	8.3	9.0	3.8	4.0	3.8	1.4	1.5	1.5	14.9	18.3	28.1	18.9	17.7	16.4
ABB Ltd	Switzerland	142,229	30.3	27.0	24.9	19.7	12.1	8.4	8.8	7.4	6.4	1.3	1.5	1.5	30.5	31.1	27.7	21.0	19.2	17.7
Eaton Corp PLC	Ireland	133,513	28.5	25.3	22.2	26.5	12.4	14.3	6.9	6.2	5.5	1.2	1.2	1.4	23.6	24.4	24.6	22.1	19.6	17.4
Siemens AG	Germany	242,318	22.6	23.7	20.8	9.2	(4.7)	14.1	3.6	3.1	2.9	2.1	2.2	2.3	16.4	13.6	14.6	18.5	17.0	15.4
Omron Corp	Japan	5,190	52.6	23.5	16.7	83.4	123.7	40.8	1.0	1.0	1.0	2.6	2.6	2.7	1.8	4.2	5.8	11.0	10.6	9.1
<b>Average</b>			<b>34.6</b>	<b>25.3</b>	<b>21.7</b>	<b>42.9</b>	<b>31.4</b>	<b>18.5</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>11.9</b>	<b>13.3</b>	<b>14.9</b>	<b>16.7</b>	<b>14.5</b>	<b>12.6</b>

Source: Bloomberg

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาถึงความเสี่ยงของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

