

# Fundamental Story

## Hana Microelectronics Pcl (HANA TB) – U.R.

Analyst Meeting

Pattadol Bunnak | Email: pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ให้ความระมัดระวังต่อคำสั่งซื้อใหม่เกี่ยวกับ AI

- HANA ได้รับ 2 คำสั่งซื้อใหม่เกี่ยวกับ AI
- เพิ่มงบประมาณลงทุน
- แนวโน้มธุรกิจ EMS หลักยังไม่ชัดเจน
- เราอยู่ในช่วงทบทวนคำแนะนำอีกครั้ง

■ HANA จัดประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ โดยบริษัทเปิดเผยว่าได้รับ 2 คำสั่งซื้อใหม่ที่เกี่ยวข้องกับ AI ทำให้ปัจจุบันมีโครงการเกี่ยวกับ AI รวมทั้งหมด 3 โครงการ ซึ่งคาดว่าจะเริ่มส่งมอบได้ตั้งแต่ 3Q26 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม HANA จะต้องเพิ่มงบลงทุน (capex) อย่างมีนัยสำคัญเพื่อรองรับคำสั่งซื้อที่คาดว่าจะเข้ามาเพิ่มเติม เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ 1 โครงการ AI แต่เห็นว่ามีความท้าทายในอีก 2 โครงการ และกังวลต่อความเสี่ยงจากการเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ ขณะที่ธุรกิจ EMS เดิมยังมีแนวโน้มที่ยังไม่ชัดเจน

■ ปัจจุบัน HANA ได้รับคำสั่งซื้อที่เกี่ยวข้องกับ AI รวมทั้งสิ้น 3 โครงการแล้ว โดยบริษัทคาดว่าโครงการ #1 และ #3 ต่างมีศักยภาพที่จะกลายเป็นลูกค้า 5 อันดับแรกของบริษัทภายในปี 2027 เราคาดว่าหากทั้งสองโครงการประสบความสำเร็จ อาจสร้างสัดส่วนรายได้รวมกันมากกว่า 15% ของยอดขาย HANA อย่างไรก็ตาม HANA ยังไม่ได้ให้แนวทางเกี่ยวกับสัดส่วนรายได้ของโครงการ #2 ในขณะนี้

■ โครงการ #1 บริการแพ็คเกจจิ้งสำหรับอุปกรณ์ทำความเย็นแบบโซลิดสเตต: HANA ได้รับคำสั่งซื้อจาก Phononic ซึ่งเป็นบริษัทสตาร์ทอัพที่มุ่งพัฒนาอุปกรณ์ทำความเย็นแบบโซลิดสเตตรุ่นใหม่สำหรับดาต้าเซ็นเตอร์ AI ที่มีการปล่อยความร้อนสูง โดย HANA ได้รับคำสั่งซื้อเพื่อให้บริการแพ็คเกจจิ้งสำหรับอุปกรณ์ดังกล่าวมาตั้งแต่ปลายปีก่อน และได้รับคำสั่งซื้อเพิ่มเติมอีกชุดใน 1Q26 ปัจจุบันบริษัทอยู่ในขั้นตอนการรับรองกระบวนการผลิต (production qualification) และคาดว่าจะการผลิตเชิงพาณิชย์ล็อตแรกจะเริ่มได้ใน 1Q27

■ โครงการ #2 การผลิตชิป SiC สำหรับอุปกรณ์ทำความเย็นแบบโซลิดสเตต: HANA ผ่าน PMS ซึ่งเป็นบริษัทย่อยด้านการผลิตชิป ได้รับคำสั่งซื้อให้ผลิตชิป SiC สำหรับใช้ในอุปกรณ์ทำความเย็นแบบโซลิดสเตตสำหรับดาต้าเซ็นเตอร์ AI โดยบริษัทไม่ได้เปิดเผยชื่อลูกค้า แต่ระบุว่าผู้ใช้งาน end-users อยู่ในเกาหลีและอินเดีย การผลิตจะดำเนินการที่โรงงาน SiC หลักของบริษัทในเกาหลี ทั้งนี้ HANA เชื่อว่าบริษัทเป็นหนึ่งในผู้เล่นรายแรกที่สามารถผลิตชิป SiC ที่ทนความร้อนสูงได้ และคาดว่าจะการผลิตล็อตแรกจะเริ่มในช่วงกลางปี 2027

■ โครงการ #3 การประกอบแผงวงจร PCB สำหรับออสซิลโลสโคปที่ใช้ในดาต้าเซ็นเตอร์ AI: โครงการนี้เกี่ยวข้องกับการประกอบแผงวงจร (PCBA) สำหรับอุปกรณ์ออสซิลโลสโคป ซึ่งใช้ตรวจสอบคุณภาพของสัญญาณและข้อมูลในอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI และดาต้าเซ็นเตอร์ โดย HANA ไม่ได้เปิดเผยชื่อลูกค้า แต่เราคาดว่าเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่มีฐานธุรกิจมั่นคง ทั้งนี้ HANA มีความกังวลต่อโครงการนี้น้อยกว่า เนื่องจากเป็นการต่อยอดจากงานเดิม คาดว่าการผลิตล็อตแรกจะเริ่มใน 3Q26

### Key Valuations

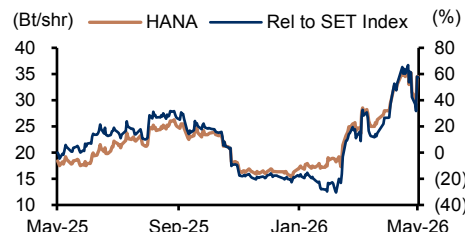
Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	20,563	21,015	22,359	23,030
Net profit	671	873	1,368	2,043
Norm net profit	679	873	1,368	2,043
Norm EPS (Bt)	0.8	1.0	1.5	2.3
Norm EPS gr (%)	(41.9)	28.6	56.7	49.3
Norm PE (x)	45.0	35.0	22.3	14.9
EV/EBITDA (x)	11.0	9.8	7.1	4.8
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1
Div. yield (%)	2.9	1.4	2.2	3.3
ROE (%)	2.5	3.3	5.1	7.3
Net D/E (%)	(43.8)	(43.4)	(46.7)	(53.0)

Source: ttb wealth estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	34.50
Target price (Bt)	26.50
Market cap (US\$ m)	936
Avg daily turnover (US\$ m)	19.4
12M H/L price (Bt)	35.50/15.10

### Price Performance



Source: Bloomberg

## Fundamental Story

- เพื่อเตรียมกำลังการผลิตรองรับลูกค้าใหม่ HANA ได้ปรับเพิ่มเป้าหมายงบลงทุน (capex) เป็น 2.2 พันลบ. คิดเป็นการเติบโต 247% y-y
- มุมมองของเรา: ในระยะสั้น เรากังวลต่อค่าใช้จ่ายล่วงหน้าจากการลงทุนในโรงงานและเครื่องจักรใหม่ ขณะที่คำสั่งซื้อยังอยู่ในช่วงทยอยเพิ่มขึ้น (ramp-up) โดยประเด็นที่เรากังวลมากที่สุดคือการกลับมาเดินเครื่องโรงงานผลิตชิป SiC ของ PMS ในเกาหลี PMS เคยเป็นหน่วยธุรกิจที่ขาดทุนอย่างมากของ HANA จากความพยายามก่อนหน้านี้ในการเข้าสู่ตลาดรถ EV ในจีน ซึ่งเผชิญภาวะอุปทานล้นตลาดและการแข่งขันด้านราคาที่ยืดเยื้อ ก่อนหน้านี้ HANA มีแผนจะยุติการผลิตในเกาหลีและย้ายฐานการผลิตไปยังจีน อย่างไรก็ตาม ผลิตรถยนต์ SiC ที่เกี่ยวข้องกับ AI ใหม่ ทำให้ HANA จำเป็นต้องกลับมาเดินสายการผลิตที่โรงงานในเกาหลีอีกครั้ง ซึ่งมีต้นทุนสูงกว่า ในระยะยาว เรายังมองว่าความสำเร็จของโครงการ #1 และ #2 ยังต้องใช้เวลาในการพิสูจน์ แม้ว่าเราจะมีมุมมองเชิงบวกต่อโครงการ #3 ก็ตาม
- อุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับออสซิลโลสโคปเป็นงานเดิมที่ใช้ในอุปกรณ์ด้านข้อมูลแบบดั้งเดิม ขณะที่ HANA ก็มีความเชี่ยวชาญด้านบริการประกอบแผงวงจร (PCBA) อยู่แล้ว นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าผู้ผลิตอุปกรณ์ออสซิลโลสโคปน่าจะเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่มีความมั่นคง อย่างไรก็ตาม เรายังคงกังวลต่อความพยายามครั้งใหม่ของ PMS ในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ AI โดยก่อนหน้านี้ PMS มุ่งเน้นการผลิตชิป SiC สำหรับตลาดรถ EV ในจีน แต่ภาวะอุปทานล้นตลาดของชิป SiC ส่งผลให้เกิดการตัดราคาที่ยืดเยื้อและทำให้บริษัทขาดทุนต่อเนื่องเป็นเวลานาน ทั้งนี้ สำหรับงาน AI ใหม่ HANA เชื่อว่าปัจจุบันบริษัทมีความได้เปรียบเหนือคู่แข่งในการพัฒนาเทคโนโลยี SiC ที่ทนความร้อนได้สูงกว่า เมื่อเทียบกับช่วงยุครถ EV อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าผู้เล่นรายใหญ่ เช่น onsemi และ Wolfspeed ยังมีโอกาสไล่ตามเทคโนโลยีได้ทัน ขณะที่ภาวะอุปทานล้นตลาดก็ยังไม่คลี่คลายอย่างสมบูรณ์ สำหรับธุรกิจบริการแพ็คเกจจิ้งให้กับผลิตภัณฑ์ทำความเย็นแบบโซลิดสเตตของ Phononic เรายังมองว่ายังต้องใช้เวลาในการประเมินศักยภาพความสำเร็จของบริษัทเพิ่มเติม โดยเราประเมินว่า Phononic ปัจจุบันมีรายได้ราว US\$50m คิดเป็นส่วนแบ่งตลาดประมาณ 5% ของตลาดระบบทำความเย็นแบบโซลิดสเตตทั้งหมดที่มีมูลค่าราว US\$1bn ทั้งนี้ เทคโนโลยีทำความเย็นแบบโซลิดสเตตยังถือเป็นเทคโนโลยีใหม่และอยู่ในตลาดเฉพาะกลุ่ม (niche market) ซึ่งพัฒนาขึ้นเพื่อแก้ไขข้อจำกัดบางประการของระบบระบายความร้อนด้วยของเหลว (liquid cooling) ที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน โดยตลาด liquid cooling มีมูลค่าราว US\$6bn ขณะที่ตลาดระบบทำความเย็นแบบโซลิดสเตต คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยประมาณ 15% ต่อปีในช่วงปี 2025-30 เทียบกับการเติบโตประมาณ 20% ต่อปีของอุปกรณ์ liquid cooling สะท้อนว่าปัจจุบันระบบ solid-state cooling ยังมีการเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในตลาดเซิร์ฟเวอร์ AI ได้อย่างจำกัด
- สำหรับธุรกิจ EMS เดิม HANA มองว่าแนวโน้มยังคงไม่ชัดเจน แม้ว่าฝ่ายบริหารเชื่อว่าอุปสงค์ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่บริษัทยังคงระมัดระวัง เนื่องจากยอดขายรถยนต์ยังอ่อนแอ และความต้องการสมาร์ตโฟนอาจชะลอตัวลง จากการที่ผู้ผลิตเริ่มปรับขึ้นราคาขายท่ามกลางภาวะขาดแคลนชิ้นส่วนทั่วโลก ขณะที่ธุรกิจ tire tag ในสหรัฐฯ แม้จะสามารถคว้างานใหม่ได้สำเร็จ แต่กำลังเผชิญการแข่งขันด้านราคาที่ยืดเยื้อจนเข้าสู่ภาวะขาดทุน
- ราคาหุ้น HANA ปรับตัวสูงกว่าราคาเป้าหมายของเราที่ 26.5 บาทต่อหุ้นแล้ว ดังนั้นเราจึงปรับอยู่ในช่วงทบทวนคำแนะนำของเราอีกครั้ง

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)