LH Securities

ณัฐกร ศรีภูไพ, IAA
Fundamental Analyst
02 055 5143
ธีธัช บัวแย้ม
Assistant Fundamental Analyst

THAILAND | INVESTMENT ADVISORY

Global Stock Strategy

ส่องประเด็น เฟ้นหุ้นต่างประเทศ

DELL 3Q27 Demand AI Server ยังแข็งแกร่ง

- *Dell รายงาน รายได้ 3Q27 อยู่ที่ $54.9bn โต +103% YoY สูงกว่าคาด 11.5% Adjusted Operating Margin อยู่ที่ 14.2% ส่วน Adjusted EPS อยู่ที่ $9.45 โต +265% YoY มากกว่าคาดถึง 43.11%*
- *AI Server ส่งมอบทำสถิติ และ Backlog เพิ่มประมาณ $37bn ในไตรมาสเดียว Backlog อยู่ที่ $132.3bn โต +619% YoY และ +39% QoQ ในขณะที่คำสั่งซื้อใหม่ทรงตัวใกล้ระดับสูงสุด ขณะที่รายได้เร่งตัวจากการส่งมอบ คำสั่งซื้อใหม่ส่วนใหญ่เป็น NVIDIA Vera Rubin NVL72*
- *Dell ปรับ Guidance FY27 เพิ่มขึ้น รายได้จาก $192bn เป็น $202bn และ Adjusted EPS จาก $25.5 เป็น $29.68 สำหรับ FY28 ผู้บริหารเห็นแรงส่งต่อเนื่องจาก Vera Rubin การปรับปรุง Data Center และงาน Inference*
- *เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย $433 คิดเป็น upside +47% อ้างอิงจาก FY28F EPS ที่ $31.07 และ Blended Forward PER ที่ 13.94x เทียบเท่าค่าเฉลี่ย 2 ปี*

ประเด็นการลงทุน

- *Dell รายงานผลประกอบการ 3Q27* รายได้อยู่ที่ $54.9bn โต +103% YoY สูงกว่าคาด 11.5% Adjusted Operating Margin อยู่ที่ 14.2% ขยายตัวจาก 12.6% ในไตรมาสก่อน และ 9.3% ในปีก่อน โดยการขยายตัวของ Operating Margin มาจาก OpEx ต่อรายได้ที่ลดลงเป็นหลัก ส่วน Adjusted EPS อยู่ที่ $9.45 โต +265% YoY มากกว่าคาดถึง 43.11%
- *AI Server ส่งมอบทำสถิติ และ Backlog เพิ่มประมาณ $37bn ในไตรมาสเดียว* Backlog อยู่ที่ $132.3bn โต +619% YoY และ +39% QoQ ในขณะที่คำสั่งซื้อใหม่ทรงตัวใกล้ระดับสูงสุด ขณะที่รายได้เร่งตัวจากการส่งมอบ คำสั่งซื้อใหม่ส่วนใหญ่เป็น NVIDIA Vera Rubin NVL72 สำหรับ Dell การขายระบบขนาดใหญ่มีงานตั้งแต่ออกแบบแรกให้เหมาะกับไฟฟ้าและระบบระบายความร้อนของแต่ละไซต์ จัดหาอุปกรณ์ ทดสอบระบบเครือข่ายและการระบายความร้อนก่อนส่งมอบ ไปจนถึงติดตั้งและดูแลหน้างาน บริษัทระบุว่าสามารถติดตั้งแร็กได้ภายในราว 6 ชั่วโมง หลังส่งถึงไซต์ และผู้บริหารประเมินว่าโครงการขนาดใหญ่สามารถเริ่มประมวลผลได้เร็วขึ้น 4–6 สัปดาห์ เทียบกับคู่แข่ง เวลาที่ประหยัดได้มีความหมายกับลูกค้าที่ต้องการเปิดใช้งานคลัสเตอร์เร็วขึ้น และช่วยให้ Dell มีโอกาสขาย Networking, Storage และบริการเพิ่มเติมในโครงการเดียวกัน นอกจากนี้ Dell มีฐานลูกค้ากว้างขึ้น โดยมีลูกค้า AI Factory กว่า 7,500 ราย ครอบคลุมผู้ให้บริการ Neocloud โครงการ Sovereign AI และองค์กรทั่วไป โดยโอกาสขายในกลุ่ม Enterprise ขยายเร็วที่สุด QoQ ตามที่ผู้บริหารระบุ
- *Storage ยังโต แต่ PC ได้รับแรงกดดัน* โดย Storage โต +24% YoY และสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ใช้เทคโนโลยีของ Dell เองสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ความต้องการ Dell IP Storage โตต่อเนื่อง 7 ไตรมาส AI เพิ่มความต้องการจัดเก็บข้อมูลหลายประเภท นอกจากข้อมูลต้นทางแล้ว ระบบต้องเก็บบริบทที่ใช้ประมวลผล เช่น KV cache ในบางสถาปัตยกรรม บันทึกการทำงานของ agents และไฟล์หรือผลลัพธ์จากงานที่ agents ทำ ผู้บริหารเห็นการขาย PowerScale และ ObjectScale ควบคู่กับระบบ AI เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม CSG ยังเป็นส่วนที่อ่อนที่สุดของผลประกอบการ โดย Commercial โต +6% YoY ขณะที่ Consumer หด -15% YoY ผู้บริหารระบุว่าลูกค้าองค์กรบางส่วนเลื่อนการเปลี่ยน PC เพื่อจัดงบให้ Servers และ Storage ก่อน ขณะที่ราคาเครื่องที่สูงขึ้นยังกดดันจำนวนเครื่องในตลาด PC บริษัทจึงคาดรายได้ CSG ใน 4Q27 ทรงตัว YoY และมองว่าตลาดด้านจำนวนเครื่องยังอ่อนต่อในปีถัดไป
- *ประเด็นเรื่องอุปสงค์ AI ใกล้จุดสูงสุดหรือยัง* ผู้บริหารระบุยังไม่เห็นสัญญาณอุปสงค์ชะลอ โดยยกยอดสั่งซื้อ AI Servers ราว $180bn ในสี่ไตรมาส เทียบกับยอดส่งมอบเกือบ $64bn ขณะที่โอกาสขายในช่วงห้าไตรมาสข้างหน้ายังเพิ่มขึ้น ผู้บริหารมองว่าการใช้งานกำลังขยายจาก Training ไปสู่ Inference และ Agentic AI ซึ่งเพิ่มความต้องการทั้ง GPU, CPU และ Storage

- ***ประเด็นถ้า Data Center ล่าช้า*** ผู้บริหารตอบเรื่องการควบคุมความเสี่ยงและความพร้อมของโครงการ บริษัทตรวจสอบลูกค้าทั้งตอนรับคำสั่งซื้อและก่อนเริ่มผลิต โดยดูแหล่งเงินทุน สัญญากับผู้ใช้ปลายทาง และความพร้อมของอาคาร ไฟฟ้า กับระบบระบายความร้อน Backlog ครอบคลุมเกือบ 100 ไซต์ทั่วโลก และทยอยส่งมอบหลายไตรมาส ณ วันประชุม ผู้บริหารระบุว่ายังไม่มีลูกค้าเลื่อนกำหนด ส่วนการจัดหาเงินทุนผ่าน Dell Financial Services ใช้เป็นรายกรณีและเป็นระยะสั้น
- ***Dell ปรับ Guidance FY27 เพิ่มขึ้น*** รายได้จาก $192bn เป็น $202bn และ Adjusted EPS จาก $25.5 เป็น $29.68 สำหรับ FY28 ผู้บริหารเห็นแรงส่งต่อเนื่องจาก Vera Rubin การปรับปรุง Data Center และงาน Inference ที่ใช้ทั้ง CPU กับ Storage พร้อมประเมินว่าในปีปฏิทิน 2027 ช่องว่างระหว่างอุปสงค์กับอุปทานชิ้นส่วนอาจกว้างขึ้น และแรงกดดันด้านราคา DRAM/NAND สำหรับเซิร์ฟเวอร์อาจยังอยู่แม้อัตราการขึ้นราคาชะลอลง
- ***ความเสี่ยงของ Dell ได้แก่*** 1. ลูกค้า AI กระจุกตัว Demand ส่วนใหญ่มาจาก Neocloud ซึ่งพึ่งการระดมทุนและความต่อเนื่องของ AI spending 2. Supply chain และการส่งมอบ โดยเป็นตัวกำหนดว่าจะ Upside ได้อีกแค่ไหน การเลื่อนส่งมอบจะทำให้รายได้ขยับข้ามไตรมาสและกระทบ Guidance
- ***เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย $433 คิดเป็น upside +47%*** อ้างอิงจาก FY28F EPS ที่ $31.07 และ Blended Forward PER ที่ 13.94x เทียบเท่าค่าเฉลี่ย 2 ปี เรามองว่า Dell มี Visibility รายได้สูงและแข็งแกร่ง จาก Backlog ที่ขยายตัวไว ผนวกกับกำไรที่มากขึ้น จาก Margin ที่ขยายตัวได้ต่อเนื่อง

Figure 1: Key Financial Summary (Annual)

Key Financial Summary (USD mm, except per-share data) — Fiscal Year Ending late Jan/early Feb

	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2030E
GAAP Results					
Total Revenue	**113,538**	**193,713**	**231,533**	**261,862**	**279,447**
Growth %, YoY	*18.8%*	*70.6%*	*19.5%*	*13.1%*	*6.7%*
*Gross Margin % (calc.)**	*20.0%*	*19.5%*	*18.5%*	*18.8%*	*18.5%*
Operating Income	8,149	20,462	23,673	28,770	30,261
*Operating Margin % (calc.)**	*7.2%*	*10.6%*	*10.2%*	*11.0%*	*10.8%*
Net Income (GAAP, attrib. to Dell)	**5,936**	**15,996**	**18,473**	**21,715**	**23,769**
Growth %, YoY	*29.3%*	*169.5%*	*15.5%*	*17.5%*	*9.5%*
*Net Margin % (calc.)**	*5.2%*	*8.3%*	*8.0%*	*8.3%*	*8.5%*
Diluted EPS (GAAP)	**8.68**	**24.35**	**29.37**	**35.47**	**39.38**
Growth %, YoY	*36.1%*	*180.5%*	*20.6%*	*20.7%*	*11.0%*
Adjusted (Non-GAAP) Results					
*Adjusted Gross Margin % (calc.)**	*20.4%*	*19.6%*	*18.7%*	*18.3%*	*19.7%*
Adjusted EBITDA	12,523	24,592	28,233	32,256	35,445
*Adjusted EBITDA Margin % (calc.)**	*11.0%*	*12.7%*	*12.1%*	*12.0%*	*12.5%*
Adjusted Operating Income	9,991	21,974	25,607	28,941	33,029
*Adjusted Operating Margin % (calc.)**	*8.8%*	*11.4%*	*11.0%*	*10.8%*	*11.6%*
Adjusted Net Income	**7,046**	**16,617**	**19,367**	**21,549**	**25,101**
Growth %, YoY	*20.1%*	*135.8%*	*16.5%*	*11.3%*	*16.5%*
*Adjusted Net Margin % (calc.)**	*6.2%*	*8.6%*	*8.3%*	*8.0%*	*8.8%*
Adjusted Diluted EPS	**10.30**	**26.02**	**31.07**	**36.52**	**41.95**
Growth %, YoY	*26.5%*	*152.6%*	*19.4%*	*17.5%*	*14.9%*
Per-Share & Shares					
Diluted Weighted Avg. Shares (mm)	684.0	651.2	637.4	620.9	602.7
Dividend per Share	2.10	2.54	2.89	3.32	3.65
Balance Sheet (Fiscal Year-End)					
Cash & Cash Equivalents	11,528	15,270	21,540	31,612	49,599
Total Debt	31,763	34,064	33,604	36,521	41,713
Net Debt (Cash)	20,702	17,418	8,533	(5,128)	(15,390)
Total Assets	101,286	138,233	156,434	179,605	198,895
Total Shareholders' Equity (Deficit)**	(2,470)	3,073	8,817	15,671	31,484
Cash Flow					
Cash Flow from Operations	11,185	19,523	25,181	29,947	30,202
Capital Expenditures	(2,633)	(4,505)	(4,890)	(5,218)	(5,793)
Free Cash Flow	**8,552**	**14,581**	**20,429**	**24,871**	**24,403**
*Free Cash Flow Margin % (calc.)**	*7.5%*	*7.5%*	*8.8%*	*9.5%*	*8.7%*
Adjusted Free Cash Flow	11,508	19,794	21,912	28,996	24,772

Source: Bloomberg, LHSEC Research

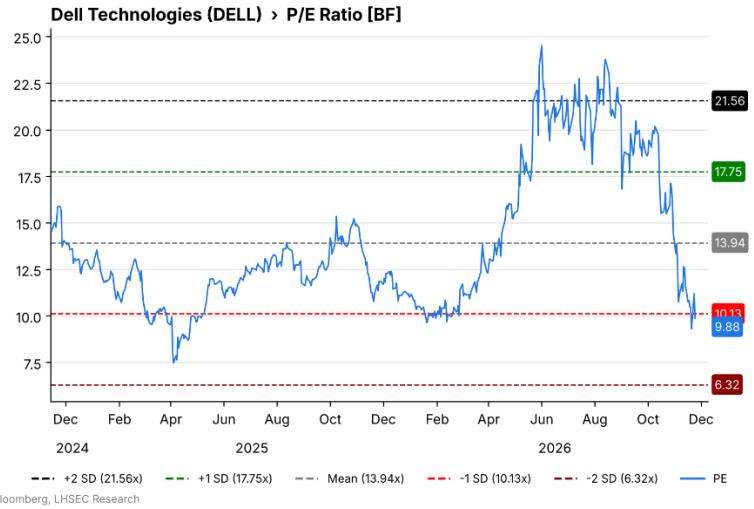
Figure 2: Key Financial Summary (Quarterly)

Key Financial Summary (USD mm, except per-share data)

	2026 Q4A	2027 Q1A	2027 Q2A	2027 Q3A	2027 Q4E	2028 Q1E
GAAP Results						
Total Revenue	**33,379**	**43,842**	**46,971**	**54,937**	**52,865**	**54,126**
Growth %, YoY	*39.5%*	*87.5%*	*57.7%*	*103.4%*	*58.4%*	*23.5%*
*Gross Margin % (calc.)**	*20.2%*	*17.8%*	*20.9%*	*21.0%*	*19.5%*	*19.1%*
Operating Income	3,092	3,656	5,385	7,442	5,864	5,533
*Operating Margin % (calc.)**	*9.3%*	*8.3%*	*11.5%*	*13.5%*	*11.1%*	*10.2%*
Net Income (GAAP, attrib. to Dell)	**2,259**	**3,438**	**4,133**	**5,673**	**4,422**	**4,203**
Growth %, YoY	*47.4%*	*256.3%*	*255.1%*	*266.5%*	*95.7%*	*22.2%*
*Net Margin % (calc.)**	*6.8%*	*7.8%*	*8.8%*	*10.3%*	*8.4%*	*7.8%*
Diluted EPS (GAAP)	**3.37**	**5.24**	**6.34**	**8.82**	**6.93**	**6.50**
Growth %, YoY	*56.7%*	*282.5%*	*272.9%*	*285.2%*	*105.7%*	*24.0%*
Adjusted (Non-GAAP) Results						
*Adjusted Gross Margin % (calc.)**	*20.5%*	*18.1%*	*21.1%*	*21.2%*	*19.3%*	*18.5%*
Adjusted EBITDA	4,186	4,896	6,587	8,501	6,896	6,397
*Adjusted EBITDA Margin % (calc.)**	*12.5%*	*11.2%*	*14.0%*	*15.5%*	*12.9%*	*11.7%*
Adjusted Operating Income	3,538	4,235	5,929	7,826	6,267	5,827
*Adjusted Operating Margin % (calc.)**	*10.6%*	*9.7%*	*12.6%*	*14.2%*	*11.7%*	*10.6%*
Adjusted Net Income	**2,607**	**3,190**	**4,591**	**6,074**	**4,715**	**4,491**
Growth %, YoY	*36.4%*	*193.7%*	*188.6%*	*244.7%*	*80.8%*	*40.8%*
*Adjusted Net Margin % (calc.)**	*7.8%*	*7.3%*	*9.8%*	*11.1%*	*8.8%*	*8.2%*
Adjusted Diluted EPS	**3.89**	**4.86**	**7.04**	**9.45**	**7.53**	**7.02**
Growth %, YoY	*45.1%*	*213.5%*	*203.4%*	*264.9%*	*93.7%*	*44.5%*
Per-Share & Shares						
Diluted Weighted Avg. Shares (mm)	670.0	656.0	652.0	643.0	646.8	643.6
Dividend per Share	0.53	0.63	0.63	0.63	0.64	0.72
Market Capitalization to Enterprise Value (as of 11/24/2026)						
*Market Capitalization**				*189,865*		
- Cash & Cash Equivalents				*(13,553)*		
*+ Total Debt (calc.)***				*37,697*		
Enterprise Value (calc.)*				**214,009**		
Balance Sheet (Quarter-End)						
Cash & Cash Equivalents	11,528	11,578	11,569	13,553	15,330	16,421
Total Debt**	31,763	31,413	34,747	37,697	34,569	34,319
Net Debt (Cash)**	20,702	20,328	23,702	24,144	17,685	17,351
Total Assets	101,286	114,913	127,393	145,212	137,645	142,333
Total Shareholders' Equity (Deficit)***	(2,470)	(1,404)	(1,427)	(456)	2,710	4,354
Cash Flow						
Cash Flow from Operations	4,674	4,081	2,225	4,459	6,046	5,033
Capital Expenditures	(721)	(963)	(1,239)	(985)	(1,189)	(1,147)
Free Cash Flow	**3,953**	**3,118**	**986**	**3,474**	**5,032**	**4,055**
*Free Cash Flow Margin % (calc.)**	*11.8%*	*7.1%*	*2.1%*	*6.3%*	*9.5%*	*7.5%*
Adjusted Free Cash Flow	5,088	3,165	8,149	4,288	5,616	2,923

Source: Bloomberg, LHSEC Research

Figure 3: Blended Forward PER



Source: Bloomberg, LHSEC Research

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำเสนอซื้อ คำเสนอขาย หรือคำแนะนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างถึง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้นำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นที่