

28 February 2024

Sector: Agribusiness

North East Rubber

Rubber prices uptrend driven by mounting EVs demand & El Nino, new capacity launches in 2025E

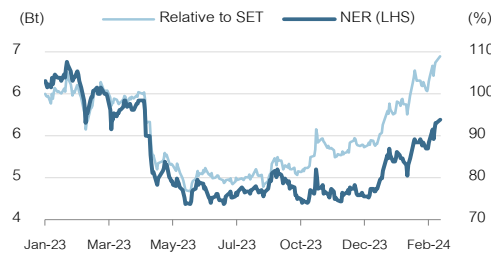
Bloomberg ticker	NER TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt5.85
Target price	Bt6.80
Upside/Downside	+16%
EPS revision	n.a.

Bloomberg target price	Bt6.53
Bloomberg consensus	Buy 4 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt6.30 / Bt4.40
Market cap. (Bt mn)	10,810
Shares outstanding (mn)	1,848
Avg. daily turnover (Bt mn)	31
Free float	63%
CG rating	Excellent
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights					
FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024E	2025E	
Revenue	25,172	25,045	27,214	30,447	
EBITDA	2,505	2,305	2,556	2,833	
Net profit	1,748	1,546	1,766	1,938	
EPS (Bt)	0.96	0.84	0.96	1.05	
Growth	-14.7%	-13.2%	14.3%	9.7%	
Core EPS (Bt)	1.02	0.86	0.96	1.05	
Growth	-18.6%	-15.9%	11.6%	9.7%	
DPS (Bt)	0.38	0.34	0.38	0.42	
Div. yield	6.5%	5.8%	6.5%	7.2%	
PER (x)	6.1	7.0	6.1	5.6	
Core PER (x)	5.7	6.8	6.1	5.6	
EV/EBITDA (x)	7.4	8.6	7.5	6.4	
PBV (x)	1.6	1.4	1.3	1.1	

Bloomberg consensus				
Net profit	1,748	1,546	1,720	n.a.
EPS (Bt)	0.96	0.84	0.94	n.a.



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	13.6%	25.0%	26.1%	-6.4%
Relative to SET	11.8%	25.3%	36.8%	8.3%

Major shareholders		Holding
1. Mr. Chuwit Jungtanasonboon		27.34%
2. Mr. Jirayut Jungtanasonboon		4.99%
3. Ms. Mathucha Jungtanasonboon		2.23%

Analyst: Veeraya Mukdapitak (Reg. no. 086645)

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น NER ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 6.80 บาท ถึง 2024E PER 7x (+0.5SD above 5-yr average PER) จาก 3 ปัจจัยหลักคือ 1) ราคายางกลับมาเป็นขาขึ้นตั้งแต่ 4Q23 และจะทรงตัวสูงในปี 2024E หนุนโดย a) El Nino ทำให้ผู้ผลิตเร่งสต็อกยาง จากความกังวลปริมาณวัตถุดิบลดลง, b) Global EVs trend ทำให้เงินนำเข้ายางสูงขึ้น (21% ของรายได้รวมของบริษัทมาจากจีน) ในขณะที่บริษัท Goodyear ผู้ผลิตยางรถยนต์รายใหญ่โลกชี้ว่ายางรถ EVs จะเสื่อมสภาพเร็วกว่ารถสันดาปถึง 30% เนื่องจากน้ำหนักแบตเตอรี่รถ EVs และระบบแรงและเบรกที่เร็วกว่า, 2) แผนสร้างโรงงานแห่งใหม่จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว โดยจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ปี 2025E ซึ่งเฟสแรกจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตรวม +34% และ 3) แนวโน้มผลการดำเนินงาน 1H24E จะโต YoY/HoH หลังบริษัทสามารถ secure คำสั่งซื้อไว้เกือบทั้งหมดแล้ว

เราประเมินกำไรปกติปี 2024E ที่ 1.8 พันล้านบาท (+12% YoY) กลับมาฟื้นตัวในรอบ 3 ปี ได้อานิสงส์หลักจากราคายางที่ปรับตัวขึ้นตามทิศทางราคาขายธรรมชาติ ส่งออกโดยรวมฟื้นตัวโดยเฉพาะจีน และการขยายลูกค้ารายใหม่ ขณะที่แนวโน้มกำไรปกติ 1Q24E จะโตต่อเนื่อง YoY, QoQ

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น และ outperform SET +37% ใน 6 เดือน อานิสงส์ราคาขายปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งโดยปกติราคาหุ้น NER และราคาขายมี correlation ค่อนข้างสูงราว 0.6x ทั้งนี้เรามองว่าราคาขายที่ปรับตัวสูงขึ้นปัจจุบัน +40-50% YoY จะเป็นปัจจัยหนุนต่อผลการดำเนินงานมากขึ้นใน 2H24E หากบริษัทสามารถจัดหาวัตถุดิบได้ตามแผน นอกเหนือจากนี้บริษัทประกาศจ่ายปันผลงวด 2H23 ที่อัตรา 0.29 บาท/หุ้น คิดเป็น dividend yield ที่ 5% กำหนดขึ้น XD วันที่ 22 เม.ย. 2024

KEY HIGHLIGHTS

□ คำสั่งซื้อ secure อย่างน้อยใน 1H24E แล้ว, แนวโน้มราคาขายยังทรงตัวสูง เราคาดการณ์ผลการดำเนินงาน 1H24E จะขยายตัว YoY, HoH หลังบริษัทสามารถ secure คำสั่งซื้อไว้ครอบคลุมเกือบทั้งหมดแล้ว รวมถึงจะได้อานิสงส์จากราคายางที่ทยอยปรับตัวขึ้น นอกจากนี้เรามองว่าแนวโน้มราคาขายตลาดยังมีโอกาสทรงตัวสูงใน 1H24E ซึ่งจะบวมต่อผลการดำเนินงานบริษัทต่อเนื่องใน 2H24E หนุนโดยการเร่งสต็อกยางจากผู้ผลิตหลายๆ ประเทศจากความกังวลปริมาณวัตถุดิบลดลงจากผลกระทบ El Nino ความกังวลสถานการณ์ Red Sea และอานิสงส์การเข้าสู่ช่วงฤดูปลูกกรีดยาง

□ ได้ปัจจัยหนุนจากอุปสงค์จีนขยายตัว อานิสงส์อุตสาหกรรม EV โดยจีนคิดเป็นราว 59% ของรายได้ส่งออกรวมของ NER (รายได้ส่งออกอยู่ที่ 35% ของรายได้รวม) ทั้งนี้ในปี 2023 มูลค่าส่งออกยางแท่งของไทยไปจีนฟื้นตัวขึ้น +16% YoY อยู่ที่ 1,011 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่ปี 2024E มีแนวโน้มที่ดี หนุนโดยการขยายตัวต่อเนื่องของอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า

□ โรงงานใหม่ช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว เริ่มผลิตเฟสแรกปี 2025E NER มีแผนสร้างโรงงานใหม่แห่งที่ 3 บนลงทุนรวม 1.5 พันล้านบาท เพื่อขยายกำลังการผลิตกลุ่มยางแท่งและยางแท่งผสม 3 แลนด์ ซึ่งจะช่วยเพิ่มกำลังการผลิตรวม +59% เป็นทั้งหมด 8 แลนด์ เริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ปี 2025E ซึ่งจะช่วยเพิ่มโอกาสการขยายคำสั่งซื้อจากลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ ขณะที่ปัจจุบันบริษัทมีการเจรจากับกลุ่มลูกค้าเดิมเพื่อรองรับอย่างน้อย 7 หมื่นตันแล้ว (40% ของเฟสแรก)

□ ประเมินกำไรปกติปี 2024E กลับมาฟื้นตัว +12% YoY เราประเมินกำไรปกติปี 2024E ที่ 1.8 พันล้านบาท (+12% YoY) ฟื้นตัวในรอบ 3 ปี โดยคาดการณ์รายได้โต +9% YoY ถึงสมมติฐานปริมาณขายรวมที่ 5.1 แสนตัน (+4% YoY) และราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้น +5% YoY ได้ปัจจัยหนุนหลักจากราคายางที่ปรับตัวขึ้นตามทิศทางราคาตลาดขายธรรมชาติ การส่งออกโดยรวมฟื้นตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะจีน และการขยายลูกค้าใหม่ เช่น ญี่ปุ่น อินเดีย เป็นต้น

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 6.80 บาท ถึง 2024E PER 7x (+0.5SD above 5-yr average PER) จากแนวโน้มกำไรปกติปี 2024E จะกลับมาขยายตัวในรอบ 3 ปี อีกทั้งมี catalysts จาก 1) แผนขยายโรงงานใหม่แห่งที่ 3 ซึ่งมีกำหนดเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ปี 2025E, 2) แนวโน้มราคาขายทรงตัวสูง, และ 3) อานิสงส์การขยายตัวของอุตสาหกรรม EV สำหรับ key risk ได้แก่ ผลกระทบ El Nino โดยหากยาวนานกว่าคาด อาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาวัตถุดิบและยอดขายของบริษัทใน 2H24E

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

KEY INVESTMENT HIGHLIGHTS

□ คำสั่งซื้อ secure อย่างน้อยใน 1H24E แล้ว, แนวโน้มราคายางยังทรงตัวสูง

เราประเมินทิศทางผลการดำเนินงาน 1H24E จะปรับตัวดีขึ้น YoY, HoH หลังบริษัทสามารถ secure คำสั่งซื้อและวัตถุดิบรองรับไว้แล้วทั้งหมดใน 1Q24E และมีคำสั่งซื้ออย่างน้อย 80% ใน 2Q24E อีกทั้งได้อานิสงส์จากราคายางในตลาดที่ทยอยปรับตัวขึ้น ซึ่งราคาขายใน 1H24E ส่วนใหญ่จะเป็นราคาขายที่อยู่ในช่วง 2H23-ต้น 1Q24E (เนื่องจากปกติบริษัทมีการขายล่วงหน้าราว 5 เดือน) โดยคาดการณ์ปรับตัวขึ้นเฉลี่ยราว +14% YoY, HoH นอกจากนี้เรามองว่าแนวโน้มราคายางตลาดยังมีโอกาสทรงตัวสูงใน 1H24E ซึ่งจะเป็นบวกต่อผลการดำเนินงานบริษัทต่อเนื่องใน 2H24E หนุนโดย 1) การเร่งสต็อกยางจากผู้ผลิตหลายประเทศ จากความกังวลสถานการณ์ผลผลิตจะมีปริมาณลดลงจากผลกระทบ El Nino รวมถึงความกังวลสถานการณ์ Red Sea ส่งผลให้บริษัทต้องขยายบางส่วนมีการสต็อกวัตถุดิบยาวนานขึ้นเป็น 3 เดือนจากเดิม 1 เดือน, 2) การเร่งสต็อกจากฝั่งจีนเพื่อทดแทนปริมาณวัตถุดิบภายในคลังที่ลดลง, 3) การเริ่มเข้าสู่ช่วงฤดูปิดกรีดยางใน ม.ค.-เม.ย. 2024, และ 4) ปัญหาการระบาดของโรคใบร่วงยางพาราต่อเนื่องในอินโดนีเซียและภาคใต้ของไทย

Fig 1: RSS 3 – Central Rubber Market, Songkhla vs RSS 3 – Sicom



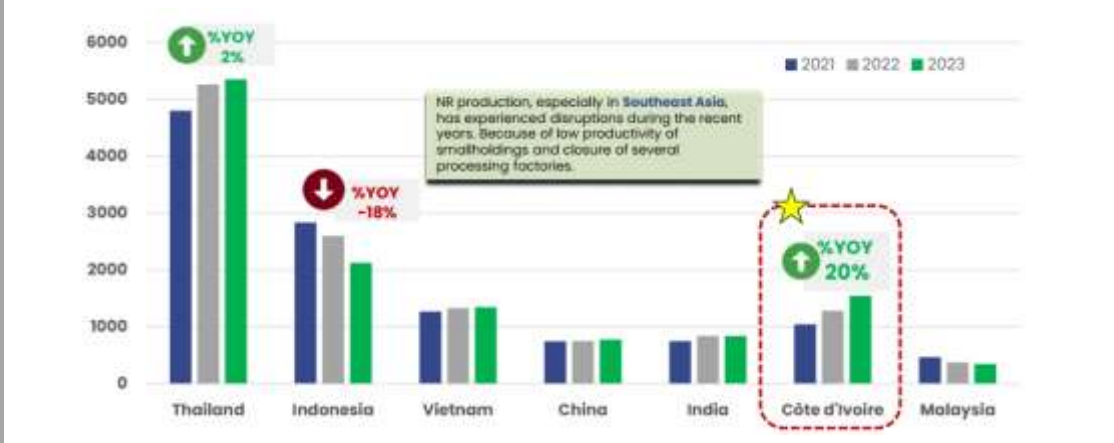
Source: Rubber Authority of Thailand, Bloomberg

Fig 2: Thailand's rainfall forecast

Part	Prediction								
	January 2024			February 2024			March 2024		
	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal	Rain (mm)	Rainy Days	Comparing with normal
Northern	10-20	2-3	30% Above normal	Less than 10	2-3	50% Below normal	10-20	3-5	50% Below normal
Northeastern	Less than 10	1-2	Near normal	10-20	1-2	50% Below normal	15-35	4-6	50% Below normal
Central	Less than 10	1-2	Near normal	Less than 10	1-2	50% Below normal	15-35	3-5	50% Below normal
Eastern	15-35	2-3	Near normal	10-20	2-3	50% Below normal	20-40	5-7	50% Below normal
Southern Thailand (East Coast)	100-130	7-9	Near normal	15-35	3-4	50% Below normal	40-60	6-8	50% Below normal
Southern Thailand (West Coast)	40-60	4-6	Near normal	10-20	2-3	50% Below normal	50-70	7-9	50% Below normal
Bangkok Metropolis and Vicinity	15-35	2-3	Near normal	10-20	2-3	50% Below normal	20-40	4-6	50% Below normal

Source: NER, Thai Meteorological Department

Fig 3: Natural rubber production (thousand tons)

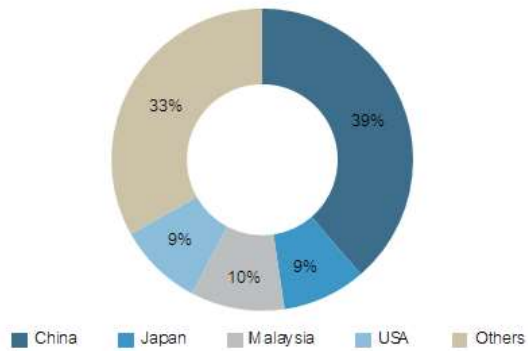


Source: NER

□ **ได้ปัจจัยหนุนจากอุปสงค์จีนขยายตัว อานิสงส์อุตสาหกรรม EV**

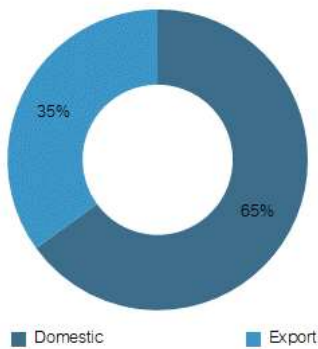
เราคาดการณ์บริษัทจะได้อานิสงส์จากอุปสงค์นำเข้ายางของจีนทยอยปรับตัวดีขึ้น โดยจีนเป็นประเทศส่งออกผลิตภัณฑ์ยางหลักของไทย คิดเป็นสัดส่วนราว 39% ของส่งออกรวม อีกทั้งสัดส่วนส่งออกไปจีนคิดเป็นราว 59% ของรายได้ส่งออกรวมของ NER (รายได้ส่งออกอยู่ที่ 35% ของรายได้รวม) ทั้งนี้ในช่วงปี 2023 จีนมีการนำเข้ายางแท่งและยางแผ่นโดยรวมสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับตัวเลขมูลค่าส่งออกยางแท่งของไทยไปยังจีนในปี 2023 พุ่งตัวขึ้น +16% YoY อยู่ที่ 1,011 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ปี 2024E ยังมีแนวโน้มที่ดี ด้วยปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า ซึ่งจีนนับเป็นแหล่งผลิตรถยนต์ไฟฟ้ารายใหญ่ของโลก รวมถึงการเพิ่มสินค้าคงคลังจากความกังวลสถานการณ์ El Nino จะส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานการผลิต

Fig 4: Thailand's natural rubber export breakdown by destination



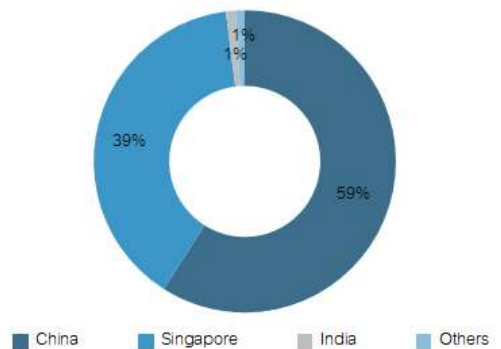
Source: Ministry of Commerce

Fig 5: NER's total revenue breakdown



Source: NER

Fig 6: NER's export revenue breakdown by destination



Source: NER

Fig 7: China's natural rubber import

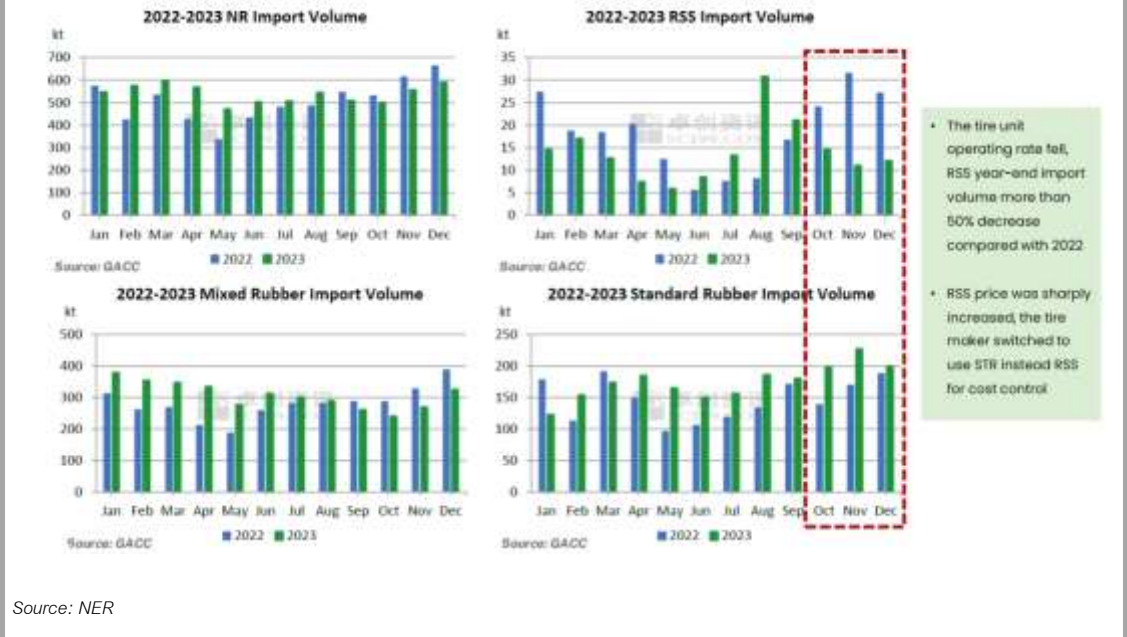


Fig 8: Thailand's annual standard rubber export to China (mn USD)

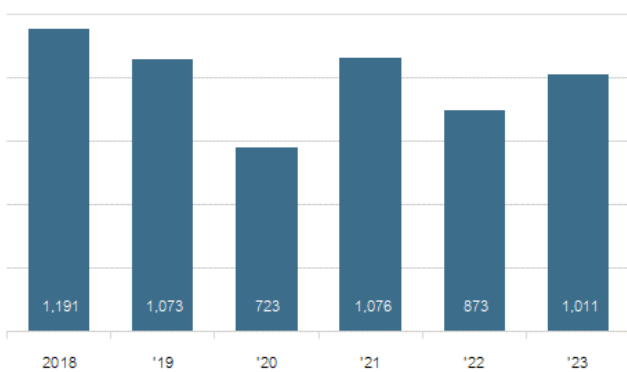


Fig 9: Thailand's monthly standard rubber export to China (mn USD)

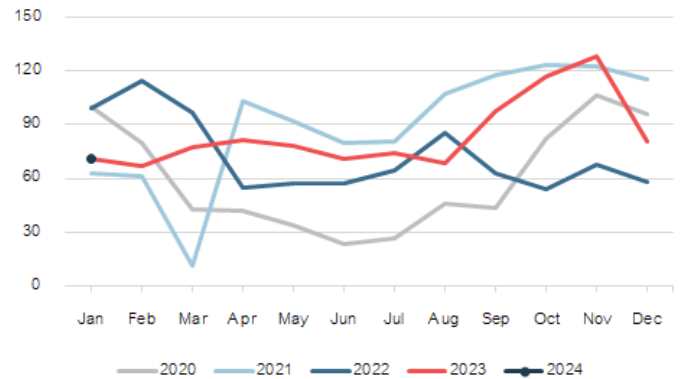


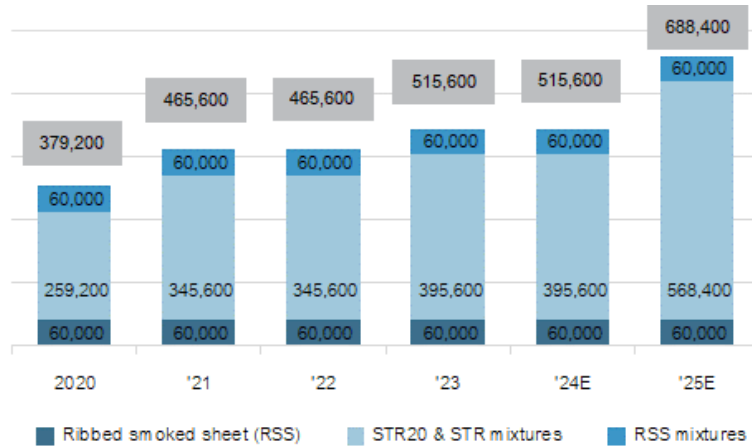
Fig 10: China's electric vehicle export



□ **โรงงานใหม่ช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว เริ่มผลิตเฟสแรกปี 2025E**

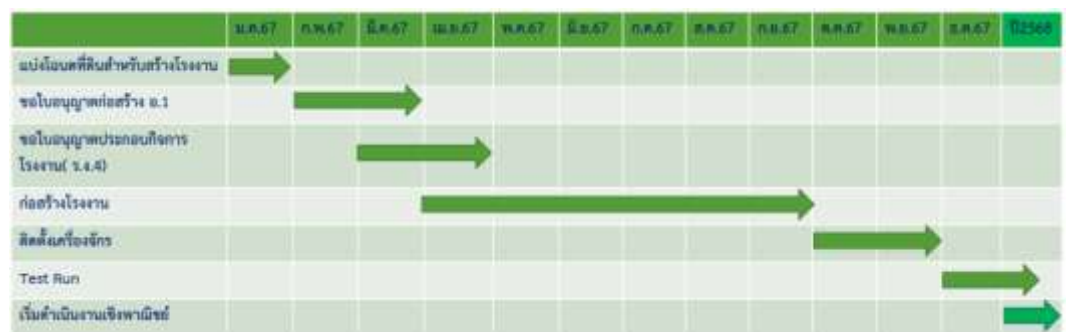
ปัจจุบัน NER มีโรงงานผลิต 2 แห่ง มีกำลังการผลิตรวม 5.2 แสนตัน แบ่งออกเป็นยางแท่งและยางแท่งผสมรวม 3.96 แสนตัน และยางแผ่นและยางแผ่นผสมรวม 1.2 แสนตัน ขณะที่บริษัทมีแผนสร้างโรงงานใหม่แห่งที่ 3 งบลงทุนรวม 1.5 พันล้านบาท ซึ่งตั้งเป้าขยายกำลังการผลิตในกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแท่งและยางแท่งผสมเพิ่มเติมอีก 3 แสนตัน หรือช่วยเพิ่มกำลังการผลิตรวม +59% เป็นทั้งหมด 8 แสนตัน การลงทุนแบ่งออกเป็น 2 เฟส ได้แก่ เฟสแรก 1.7 แสนตัน คาดจะเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์ปี 2025E และเฟสที่ 2 อีก 1.3 แสนตัน เริ่มดำเนินการผลิตในปี 2026E ทั้งนี้เรามองว่าการลงทุนดังกล่าวจะช่วยหนุนให้บริษัทสามารถขยายคำสั่งซื้อทั้งจากลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ โดยเฉพาะลูกค้าในกลุ่มยานยนต์จากความต้องการรถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มสูงขึ้น โดยปัจจุบันบริษัทมีการเจรจากับกลุ่มลูกค้าเดิมรองรับอย่างน้อย 7 หมื่นตันแล้ว หรือคิดเป็น 40% ของกำลังการผลิตเฟสแรก ขณะที่เราคาดระดับกำลังการผลิตรวมที่ 8 แสนตันค่อนข้างเพียงพอต่อแผนการเติบโตระยะยาวของบริษัท

Fig 11: 2020-25E total capacity (tons)



Source: NER, DAOL

Fig 12: New plant's timeline



Source: NER

□ กำไรปกติ 4Q23 โต YoY, QoQ ใกล้เคียง consensus คาด

บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 462 ล้านบาท (+25% YoY, +48% QoQ) หากไม่รวมรายการ Fx กำไรปกติอยู่ที่ 430 ล้านบาท (+25% YoY, +26% QoQ) ใกล้เคียง consensus คาด กำไรปกติขยายตัว YoY ได้ปัจจัยหนุนจาก 1) GPM ดีขึ้นอยู่ที่ 11.3% เทียบกับ 4Q22 ที่ 10% เป็นไปตามทิศทางราคาขายสูงขึ้น, 2) SG&A/Sale อ่อนตัวอยู่ที่ 2.8% จาก 4Q22 ที่ 3.3% จากค่าขนส่งโดยรวมลดลง, และ 3) ต้นทุนทางการเงินลดลง -8% YoY เนื่องจากมีการไถ่ถอนหุ้นกู้จำนวน 1.3 พันล้านบาท ใน ต.ค. 2023 นอกจากนี้กำไรปกติปรับตัวดีขึ้น QoQ หนุนโดยรายได้ขยายตัว +17% QoQ หลังปริมาณขายรวมโต +13% QoQ อานิสงส์จากคำสั่งซื้อลูกค้าจีนปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง รวมถึงมีคำสั่งซื้อค้างส่งของลูกค้าจีนบางส่วนที่มีการเลื่อนมาจาก 3Q23 ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยสูงขึ้น +3% QoQ เช่นกัน ตามทิศทางราคายางธรรมชาติ

Fig 13: 4Q23 results review

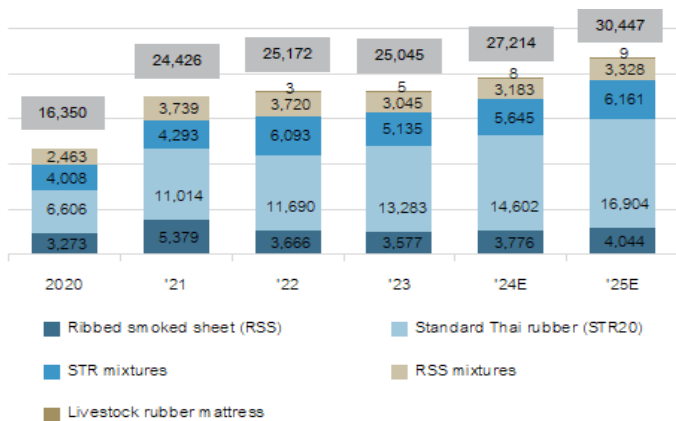
FY: Dec (Bt mn)	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	2023	2022	YoY
Revenues	6,605	7,086	-6.8%	5,628	17.4%	25,045	25,172	-0.5%
CoGS	(5,860)	(6,380)	-8.1%	(5,013)	16.9%	(22,232)	(22,116)	0.5%
Gross profit	745	705	5.6%	615	21.1%	2,813	3,056	-7.9%
SG&A	(184)	(236)	-21.8%	(144)	28.5%	(719)	(766)	-6.2%
EBITDA	619	541	14.5%	523	18.3%	2,305	2,505	-8.0%
Other inc./exps	3	24	-85.7%	2	48.8%	12	31	-61.1%
Interest expenses	(111)	(121)	-8.3%	(111)	-0.2%	(440)	(421)	4.5%
Income tax	(23)	(28)	-17.5%	(22)	5.4%	(84)	(54)	56.7%
Core profit	430	344	24.8%	340	26.2%	1,582	1,846	-14.3%
Net profit	462	368	25.5%	312	47.9%	1,546	1,748	-11.6%
EPS (Bt)	0.25	0.20	25.8%	0.17	47.9%	0.84	0.96	-13.2%
Gross margin	11.3%	10.0%		10.9%		11.2%	12.1%	
Net margin	7.0%	5.2%		5.5%		6.2%	6.9%	

Source: NER, DAOL

□ ประเมินกำไรปกติปี 2024E กลับมาฟื้นตัว +12% YoY

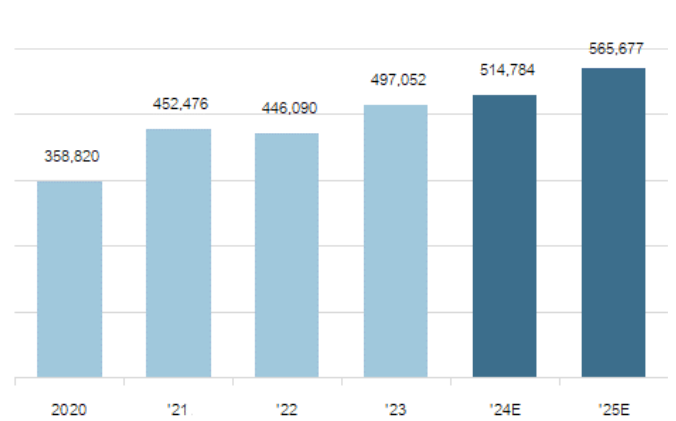
เราประเมินกำไรปกติปี 2024E ที่ 1.8 พันล้านบาท (+12% YoY) กลับมาฟื้นตัวในรอบ 3 ปี โดยคาดการณ์รายได้จะปรับตัวดีขึ้น +9% YoY และ GPM อยู่ที่ 11.6% ดีขึ้นจากปี 2023 ที่ 11.2% อิงสมมติฐานปริมาณขายรวมที่ 5.1 แสนตัน (+4% YoY) ใกล้เคียงเป้าหมายบริษัท และราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้น +5% YoY ซึ่งเราคาดการณ์ผลการดำเนินงานปี 2024E จะได้อานิสงส์หลักจากราคายางที่ปรับตัวขึ้นตามทิศทางราคาตลาดโลก การส่งออกฟื้นตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะจีน และการขยายลูกค้ารายใหม่ เช่น ญี่ปุ่น อินเดีย ขณะที่ธุรกิจแผ่นปูรองปศุสัตว์ แม้รายได้เร่งตัวสูง +50% YoY จากแผนทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้นทั้งในและต่างประเทศ เช่น ญี่ปุ่น และ CLMV รวมถึงการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ แต่คาดการณ์ contribution ยังต่ำเพียง 0.03% ของรายได้รวม สำหรับ 1Q24E เบื้องต้นประเมินกำไรปกติจะดีขึ้น YoY, QoQ แม้เป็น low season หลักๆ หนุนโดยราคาขายดีขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นราคาขายที่อยู่ในช่วง 3Q23-ต้น 4Q23 โดยเพิ่มขึ้นราว +3% YoY, +6% QoQ

Fig 14: 2020-25E total revenue (Bt mn)



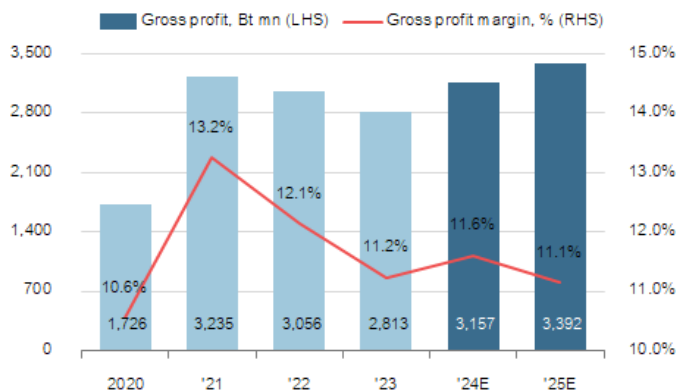
Source: NER, DAOL

Fig 15: 2020-25E sales volume (tons)



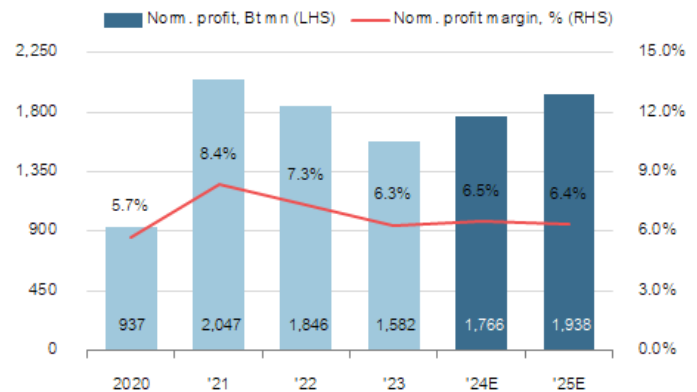
Source: NER, DAOL

Fig 16: 2020-25E gross profit



Source: NER, DAOL

Fig 17: 2020-25E normalized profit



Source: NER, DAOL

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 6.80 บาท

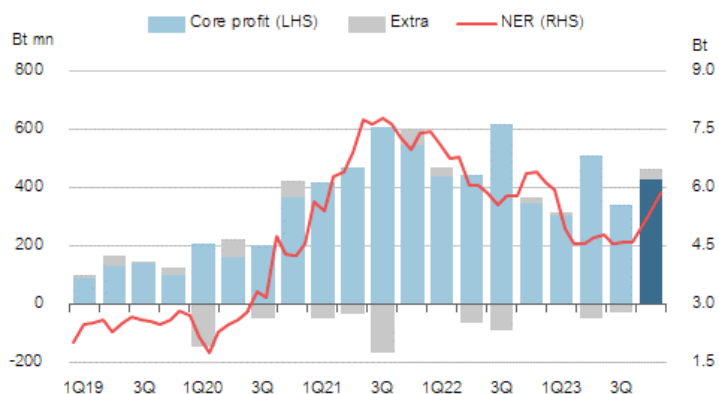
เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์หุ้น NER ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ประเมินราคาเหมาะสมที่ 6.80 บาท อิง 2024E PER 7x (+0.5SD above 5-yr average PER) แม้ว่าแนวโน้มปริมาณขายปี 2024E จะโตเพียง +4% YoY เป็นผลจากกำลังการผลิตเดิมที่ยังจำกัด แต่เราคาดการณ์แนวโน้มกำไรปกติปี 2024E จะกลับมาฟื้นตัว +12% YoY ในรอบ 3 ปี อันสืบเนื่องจากทิศทางราคาขายที่ปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ยังมี catalysts จาก 1) ความคืบหน้าแผนการขยายโรงงานใหม่แห่งที่ 3 โดยจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2025E ซึ่งในเฟสแรกจะขยายกำลังการผลิตราว +34%, 2) แนวโน้มราคาขายยังทรงตัวสูง จากความกังวลปัญหาด้านผลผลิตที่มีปริมาณลดลง, และ 3) อันสืบเนื่องการขยายตัวของอุตสาหกรรม EV สำหรับ key risk ได้แก่ สถานการณ์ El Nino กระทบยาวนานกว่าคาด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาวัตถุดิบและยอดขายของบริษัทใน 2H24E

Fig 18: NER's forward PER band



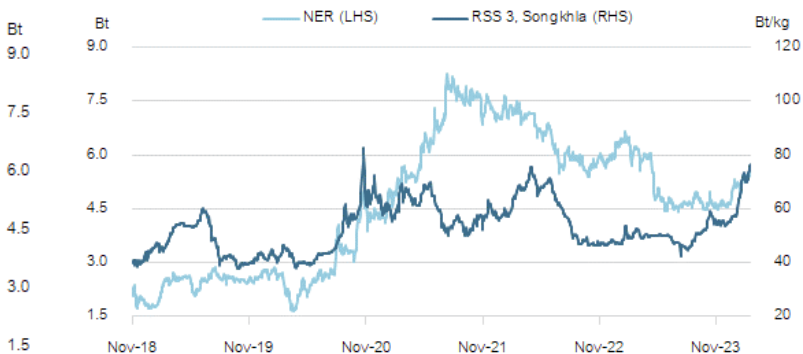
Source: Setsmart, DAOL

Fig 19: NER share prices vs profits



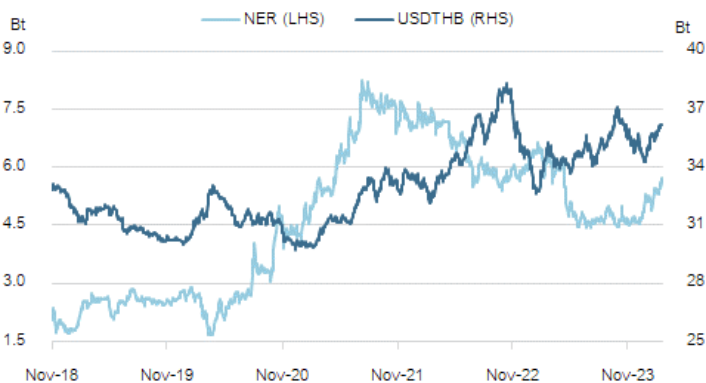
Source: Setsmart, DAOL

Fig 20: NER share prices vs RSS 3, Songkhla market (Correlation = 0.6x)



Source: Setsmart, Rubber Authority of Thailand

Fig 21: NER share prices vs USDTHB (Correlation = 0.5x)



Source: Setsmart, Bloomberg

COMPANY PROFILE

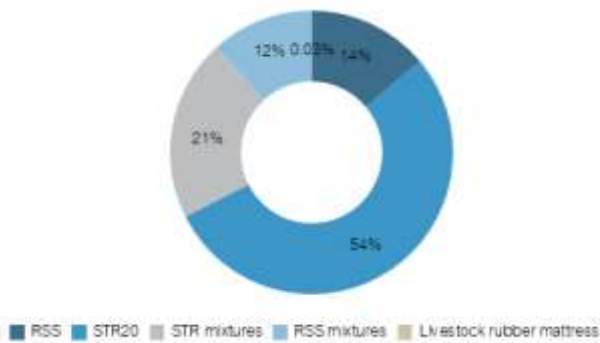
บริษัท นอร์ทอีสต์ รีบเบอรั จำกัด (มหาชน) หรือ NER ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติ ประกอบด้วย ยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet: RSS) ยางแท่ง (Standard Thai Rubber: STR20) และยางผสม (Mixtures Rubber) ภายใต้ตราสินค้า NER เพื่อจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มผู้ค้าคนกลางทั้งในและต่างประเทศ เช่น จีน สิงคโปร์ อินเดีย โดยนับเป็นการผลิตยางแปรรูปขั้นต้นที่สำคัญที่นำไปใช้เป็นตัววัตถุดิบในการผลิตผลิตภัณฑ์ยางสำเร็จรูปหลากหลายประเภท โดยเฉพาะยางล้อรถยนต์ นอกเหนือจากผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติ บริษัทมีการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์สินค้าสำเร็จรูป ได้แก่ แผ่นยางพาราปูรองปศุสัตว์ (Livestock Rubber Mattress) โดยมีการจำหน่ายผ่านตัวแทนจำหน่ายสินค้าเป็นหลัก ซึ่งจัดจำหน่ายสินค้าตรงไปที่ฟาร์มปศุสัตว์ เน้นกลุ่มลูกค้าในและต่างประเทศ อีกทั้งบริษัทอยู่ระหว่างพัฒนาผลิตภัณฑ์อื่นๆ เพิ่มเติม

Fig 22: NER's products



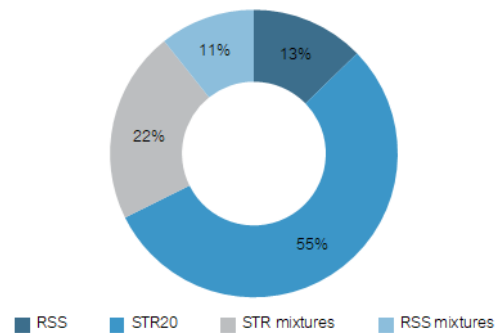
Source: NER

Fig 23: 2024E revenue breakdown by product



Source: NER, DAOL

Fig 24: 2024E natural rubber sales volume breakdown by product



Source: NER, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Sales	7,086	6,254	6,558	5,628	6,605
Cost of sales	(6,380)	(5,647)	(5,712)	(5,013)	(5,860)
Gross profit	705	608	846	615	745
SG&A	(236)	(180)	(211)	(144)	(184)
EBITDA	541	478	685	523	619
Finance costs	(121)	(113)	(105)	(111)	(111)
Core profit	344	303	509	340	430
Net profit	368	314	457	312	462
EPS	0.20	0.17	0.25	0.17	0.25
Gross margin	10.0%	9.7%	12.9%	10.9%	11.3%
EBITDA margin	7.6%	7.6%	10.4%	9.3%	9.4%
Net profit margin	5.2%	5.0%	7.0%	5.5%	7.0%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & deposits	540	1,396	61	735	1,163
Accounts receivable	800	990	690	907	1,015
Inventories	11,067	11,822	13,842	13,365	13,527
Other current assets	9	24	33	33	33
Total cur. assets	12,416	14,232	14,627	15,040	15,739
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	1,521	1,689	1,764	2,649	2,641
Other assets	302	386	448	448	448
Total assets	14,239	16,307	16,839	18,137	18,828
Short-term loans	3,848	2,695	3,860	3,880	3,899
Accounts payable	461	283	214	401	451
Current maturities	820	1,463	155	1,118	1,234
Other current liabilities	26	65	52	52	52
Total cur. liabilities	5,154	4,505	4,281	5,450	5,636
Long-term debt	3,625	5,193	5,067	4,054	3,325
Other LT liabilities	15	20	23	26	29
Total LT liabilities	3,640	5,214	5,090	4,080	3,354
Total liabilities	8,793	9,719	9,371	9,530	8,990
Registered capital	1,005	1,005	1,005	1,005	1,005
Paid-up capital	880	924	924	924	924
Share premium	1,458	1,572	1,572	1,572	1,572
Retained earnings	3,107	4,092	4,973	6,111	7,342
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	5,446	6,588	7,469	8,607	9,838

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Net profit	1,850	1,748	1,546	1,766	1,938
Depreciation	178	184	199	204	312
Chg in working capital	(4,047)	(1,111)	0	451	(217)
Others	334	437	(1,377)	0	0
CF from operations	(1,684)	1,258	367	2,421	2,033
Capital expenditure	(215)	(340)	(258)	(1,089)	(304)
Others	(67)	(90)	(51)	0	0
CF from investing	(282)	(430)	(309)	(1,089)	(304)
Free cash flow	(1,966)	828	58	1,332	1,728
Net borrowings	2,197	1,059	(269)	(30)	(593)
Equity capital raised	263	157	0	0	0
Dividends paid	(454)	(763)	(665)	(628)	(707)
Others	(330)	(425)	(459)	0	0
CF from financing	1,676	28	(1,393)	(659)	(1,300)
Net change in cash	(290)	856	(1,335)	673	429

Source: NER, DAOL

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sales	24,426	25,172	25,045	27,214	30,447
Cost of sales	(21,190)	(22,116)	(22,232)	(24,057)	(27,055)
Gross profit	3,235	3,056	2,813	3,157	3,392
SG&A	(828)	(766)	(719)	(816)	(883)
EBITDA	2,593	2,505	2,305	2,556	2,833
Depre. & amortization	(178)	(184)	(199)	(204)	(312)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	7	31	12	12	12
EBIT	2,414	2,321	2,107	2,353	2,521
Finance costs	(331)	(421)	(440)	(453)	(438)
Income taxes	(36)	(54)	(84)	(133)	(146)
Net profit before MI	2,047	1,846	1,582	1,766	1,938
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	2,047	1,846	1,582	1,766	1,938
Extraordinary items	(197)	(98)	(37)	0	0
Net profit	1,850	1,748	1,546	1,766	1,938

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Growth YoY					
Revenue	49.4%	3.1%	-0.5%	8.7%	11.9%
EBITDA	98.1%	-3.4%	-8.0%	10.9%	10.8%
Net profit	115.5%	-5.5%	-11.6%	14.3%	9.7%
Core profit	118.4%	-9.8%	-14.3%	11.6%	9.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	13.2%	12.1%	11.2%	11.6%	11.1%
EBITDA margin	10.6%	9.9%	9.2%	9.4%	9.3%
Core profit margin	8.4%	7.3%	6.3%	6.5%	6.4%
Net profit margin	7.6%	6.9%	6.2%	6.5%	6.4%
ROA	15.1%	11.4%	9.3%	10.1%	10.5%
ROE	40.5%	29.1%	22.0%	22.0%	21.0%
Stability					
D/E (x)	1.52	1.42	1.22	1.05	0.86
Net D/E (x)	1.42	1.21	1.21	0.97	0.74
Interest coverage ratio	7.3	5.5	4.8	5.2	5.8
Current ratio (x)	2.41	3.16	3.42	2.76	2.79
Quick ratio (x)	0.26	0.54	0.18	0.31	0.39
Per share (Bt)					
Reported EPS	1.13	0.96	0.84	0.96	1.05
Core EPS	1.25	1.02	0.86	0.96	1.05
Book value	3.33	3.63	4.04	4.66	5.32
Dividend	0.43	0.38	0.34	0.38	0.42
Valuation (x)					
PER	5.18	6.07	6.99	6.12	5.58
Core PER	4.68	5.75	6.83	6.12	5.58
P/BV	1.76	1.61	1.45	1.26	1.10
EV/EBITDA	6.68	7.41	8.60	7.48	6.39
Dividend yield	7.4%	6.5%	5.8%	6.5%	7.2%

Corporate governance report of Thai listed companies 2023

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 12