

บมจ. นอร์ทอีส รับบอร์

NER

กลุ่มธุรกิจการเกษตร

12M FWD Fair Value (Bt)

6.52

Closing Price: Bt5.90

Rating

Outperform

Upgraded

Valuation Metrics

Current valuation
Long-term growth
Tactical

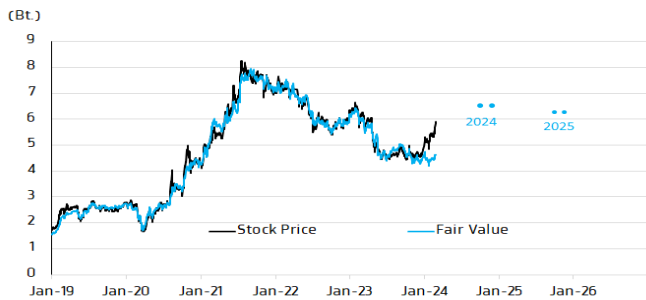
Buy
Strong
Very limited upside

VALUATIONS

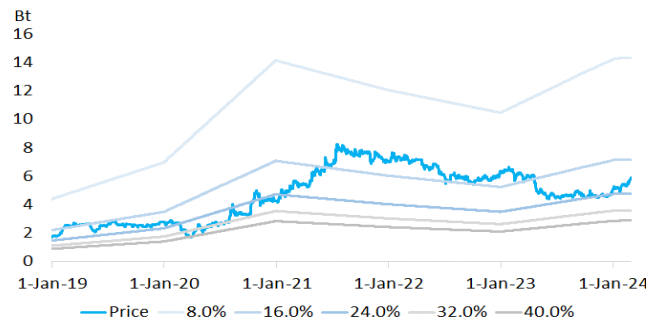
	2023	2024E	2025E	2026E
EPS estimates (Bt)	0.84	1.14	1.19	1.39
EPS growth (%)	(13.23)	36.44	3.95	17.30
Earnings yield (%)	14.18	19.34	20.11	23.59
Implied PER (x)	7.05	5.17	4.97	4.24
Required return (%)	20.72	17.51	19.12	20.38

Market cap (Btmn)	10,901.96
Avg. daily T/O ('000 shrs)	7,251.94
Free float (%)	62.96

VALUATIONS CHART



EARNINGS YIELD BAND



ESG PERCENTILE SCORE

No comparable data available.

FINANCIAL SUMMARY

	Sales (Btmn)	NP (Btmn)	EPS (Bt)	EPS growth (%)	DPS (Bt)	Yield (%)	ROE (%)	ROCE (%)	BV (Bt)	D/E (x)
2022	25,172	1,748	0.96	(14.72)	0.38	6.4	29.05	24.17	3.57	1.42
2023	25,045	1,546	0.84	(13.23)	0.34	5.8	21.99	18.29	4.04	1.22
2024E	28,449	2,109	1.14	36.44	0.40	6.8	25.69	20.81	4.84	0.92
2025E	30,958	2,192	1.19	3.95	0.42	7.0	22.66	21.17	5.63	0.78
2026E	35,128	2,571	1.39	17.30	0.49	7.0	22.74	23.65	6.61	0.57

มีมุมมองเชิงบวกต่อราคาที่ยังเพิ่มขึ้น หนุนกำไรแข็งแกร่ง

- NER เป็นหุ้น China-played (สัดส่วนลูกค้าหลัก 60-65% เป็นผู้ผลิตยางรถยนต์ของจีน ซึ่งรวมถึงลูกค้าจีนที่มีฐานการผลิตในไทยด้วย) และเป็นหุ้น cyclical-played ที่ราคาที่ยังขยับตัวสูงขึ้นใน 4Q23 และปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 2M24 จากอุปทานยางที่ตึงตัวขึ้น สะท้อนโมเมนตัมกำไรที่แข็งแกร่งของบริษัทในปี 2024E (โดยเฉพาะใน 2Q24E) และหนุนให้ราคาหุ้น NER YTD ปรับขึ้นราว 15%
- เราประเมิน 12M FV ที่ 6.52 บาท บน required return ที่ 17.5% และปรับคำแนะนำขึ้นเป็น Outperform (จากเดิม Neutral) โดย Valuation Metrics ของเราบ่งชี้มูลค่าประเมินปัจจุบันน่าสนใจ และการเติบโตระยะยาวแข็งแกร่ง (คาด EPS growth 2024-26E โต 10% CAGR) ขณะที่ความเสี่ยงเชิงบวกจำกัดในทางเทคนิค จากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นสะท้อนปัจจัยบวกไประดับหนึ่งแล้ว

INVESTMENT HIGHLIGHTS

- บริษัทมีมุมมองเชิงบวกต่อราคาขายยางในปี 2024E มากขึ้น โดยมองราคาขายยางในกรอบ 60-70 บาท/กก. (vs. 53-55 บาท/กก. ในการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งก่อน) และคาด GPM มีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 15-16% หนุนจากอุปทานยางที่ตึงตัวขึ้น (จีนเพิ่มปริมาณการนำเข้ายางพารา-เพิ่มปริมาณสต็อกยางพารา ท่ามกลางอุปทานยางของผู้ผลิตรายหลักที่เพิ่มขึ้นจำกัด)
- จากแนวโน้มขาขึ้นของราคาขาย บริษัทเน้นขายในตลาด spot มากขึ้น เพื่อรับรู้ผลบวกเต็มๆ และคาดจะเห็นโมเมนตัมราคาขายเฉลี่ยของบริษัทปรับตัวขึ้นโดดเด่นใน 2Q24E
- บริษัทคาดปริมาณการขายปี 2024E ทรงตัว YoY และคาดจะเติบโตในช่วงปี 2025-26E จากการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงาน STR#3 ใน 2Q25E ที่มีขนาดกำลังการผลิต STR-mixtures 302,400 ตัน/ปี โดยกำลังผลิตส่วนเพิ่มเฟสแรกราว 170,000 ตัน/ปี คาดจะใช้อัตรากำลังการผลิตเต็มที่ในปี 2026E และจะเริ่มเฟสสองในระยะถัดไป
- บริษัทมีค่าใช้จ่ายเงินลงทุนจากโครงการหลัก คือ โรงงาน STR#3 รวม 1,485 ล้านบาท (จากเดิมที่ 1,200 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มของระบบสาธารณูปโภค และโรงเก็บยาง) และเป็นการทยอยใช้เงินลงทุนตามเฟส โดยแหล่งเงินทุนคาดว่าจะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นหลัก
- เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26E ขึ้น 14-18% สะท้อนการปรับราคาขายยาง และ GPM เพิ่มขึ้น ซึ่งชัดเจนจากการปรับลดปริมาณการขายในปี 2024E จากการเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงาน STR#3 ออกไปเป็น 2Q25E (จากเดิมที่เราคาดใน 2H24E)

KTX gives high importance to the process of valuation. Our approach relies on estimating the fair Required Returns on Equity (RROE), which is then applied to our earnings or cash flow estimates. The RROE is derived from the CAPM formula, as follows:

$RROE = Risk\text{-Free Rate} + Market\ Risk\ Premium (MRP) * Beta$, where

Risk-Free Rate = Thai 10-Year Government Bond Yield (10Y TGB)

MRP = 12-Month Forward Risk Premium of the SET Index

Beta = 12-Month Forward Fundamental Beta (KTX Beta)

- Consensus view

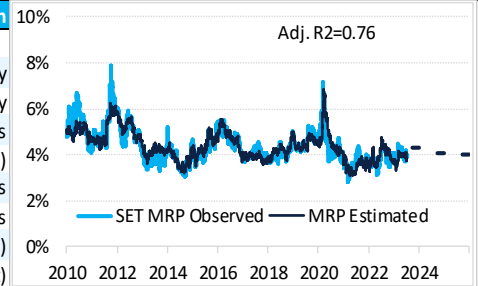
- Table ① shows the drivers and views that make up the forward MRP.

- Table ② shows the drivers and views that make up the forward KTX Beta.

The KTX Beta is calculated by dividing the 12M forward Equity Risk Premium of a stock (ERP) by the MRP on a daily basis going back to a full cycle. This observed beta set is then regressed with nine fundamental factors to establish their relationships. Finally, these relationships are applied to the forward estimates of the nine fundamental factors to arrive at the KTX Beta.

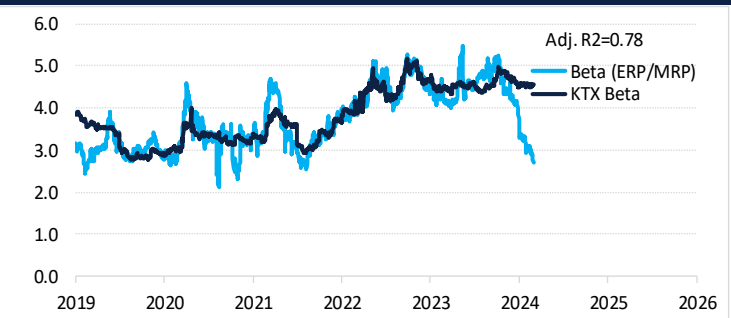
① Market Risk Premium (MRP)

FY Dec	2023	2024E	2025E	2026E	Reason
Market Risk Premium (MRP)	3.72%	3.70%	4.03%	4.03%	+0.72 SD as derived
- S&P500 MRP	1.91%	1.91%	1.91%	1.91%	Avg. 1Y Daily
- S&P500 VIX	19.61	19.61	19.61	19.61	Avg. 1Y Daily
- Thai 10Y Gov't Bond Yield	3.95%	3.10%	2.53%	2.53%	Consensus
- US 5Y BBB Credit Spread	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%	+2SD (US eco. slowdown)
- WTI Crude Oil (USD/BBL)	78.39	73.06	70.14	70.14	Consensus
- USD/THB	35.00	33.75	33.60	33.60	Consensus
- SET50/SET Index Trading Value	78.4%	78.4%	78.4%	78.4%	+2SD (higher confidence)
- Performance SET50/SET	-12.5%	-12.5%	-12.5%	-12.5%	+2SD (broader market)



② KTX Beta

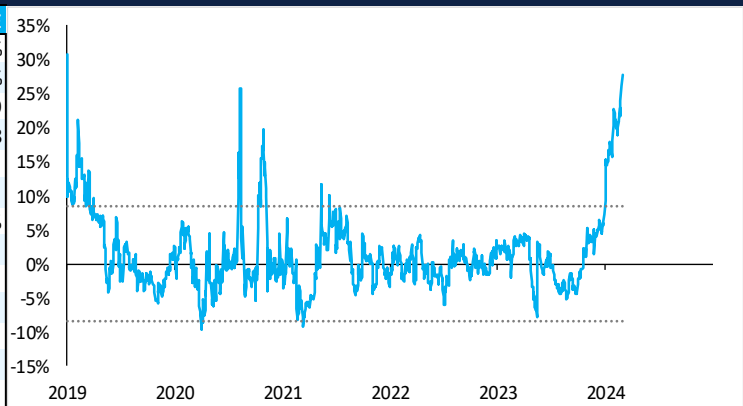
FY Dec	2023	2024E	2025E	2026E
Fundamental Beta	4.51	3.89	4.11	4.42
- Net Debt/Equity Ratio (%)	111%	86%	63%	46%
- EPS Growth Relative to SET	1%	20%	-8%	-12%
- 3Y EPS Growth	16%	10%	10%	10%
- Book Value	3.57	4.84	5.63	6.61
- ROE	22.0%	23.6%	21.1%	21.1%
- 2Y TGB	2.3%	2.4%	2.1%	2.1%
- 10Y TGB	2.7%	3.1%	2.5%	2.5%
- USD/THB	34.13	33.75	33.60	33.60
- WTI Crude Oil Price	71.77	73.06	70.14	70.14



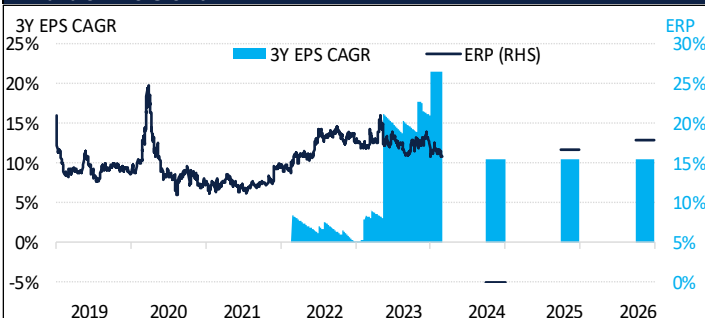
Valuation

FY Dec	2023	2024E	2025E	2026E
ERP	16.8%	14.4%	16.6%	17.9%
Rqd. ROE	20.7%	17.5%	19.1%	20.4%
EPS (Bt)	0.84	1.14	1.19	1.39
Fair Value (Bt)	4.0	6.5	6.2	6.8
Implied PE Ratio (x)	4.8	5.7	5.2	4.9
% Value Drivers		62%	-5%	10%
Specific stock factors				
- EPS estimates		36%	4%	17%
- Fundamental Beta		12%	-5%	-7%
Market factors				
- 10Y TGB		-2%	3%	0%
- Market Risk Premium		0%	-8%	0%

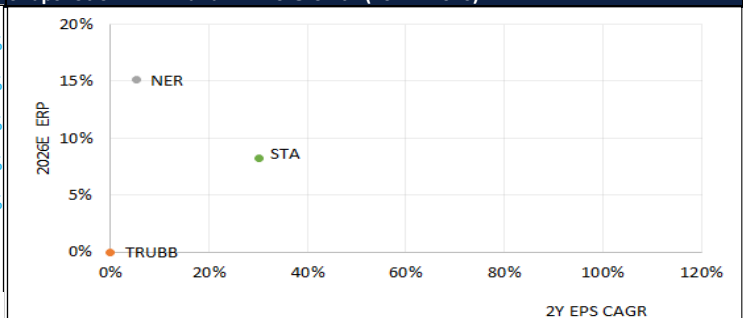
Deviation between Fair Value and Market Price



ERP and 3Y EPS Growth



Snapshot of 2Y ERP and 2Y EPS Growth (2024 - 2026)



KEY TAKEAWAYS

กำไรสุทธิ 4Q23 สูงกว่าคาด 21% จาก GPM ที่สูงกว่าคาด และมีกำไรจากอนุพันธ์ทางการเงิน ส่วนกำไรสุทธิปี 2023 ใกล้เคียง โดยลดลง 12% YoY กดดันจากราคาขายยาง และ GPM ที่ลดลง

บริษัทรายงานกำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 462 ล้านบาท (+25% YoY, +48% QoQ) ดีกว่าคาด 21% จาก GPM ที่สูงกว่าคาด (11.3% vs. คาดที่ 10%) และมีผลกระทบเชิงบวกสุทธิจากอนุพันธ์ทางการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนรวม 32 ล้านบาท ในไตรมาสดังกล่าว

ขณะที่บริษัทมีกำไรปกติ 430 ล้านบาท ใน 4Q23 (+25% YoY, +26% QoQ) โดยปัจจัยหนุน YoY มาจาก 1) GPM ที่สูงขึ้นเป็น 11.3% (vs. 10% ใน 4Q22); 2) SG&A ต่อรายได้ขายลดลงเป็น 2.8% ตามการลดลงของค่าระวางเรือ (vs. 3.3% ใน 4Q22); และ 3) ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง 8% YoY จากการไต่ถอนหุ้นกู้ 1,300 ล้านบาท เมื่อเดือน ต.ค.-2023 ส่วนปัจจัยหนุน QoQ มาจาก 1) ปริมาณขายที่โต 13% QoQ เป็น 127,574 ตัน; และ 2) GPM ที่ปรับตัวดีขึ้นเป็น 11.3% (vs. 10.9% ใน 3Q23) จากราคาขายยางเฉลี่ยที่ปรับขึ้น 3% QoQ

ส่วนภาพรวมปี 2023 บริษัทมีกำไรสุทธิ 1.55 พันล้านบาท (-12% YoY) ดีกว่าคาด 5% และมีกำไรปกติ 1.58 พันล้านบาท (-14% YoY) จาก GPM ที่ลดลงเป็น 11.2% (vs. 12.1% ใน 2022) จากราคาขายยางเฉลี่ยที่ลดลง 11% YoY ท่ามกลางปริมาณขายที่โต 11% YoY เป็น 497,052 ตัน และภาษีจ่ายที่เพิ่มขึ้น YoY จากสิทธิประโยชน์ทางภาษีของโรงงานยางแห่งที่ 1 หมดลงใน 2Q23

Figure 1: NER's 4Q23 and 2023 earnings review

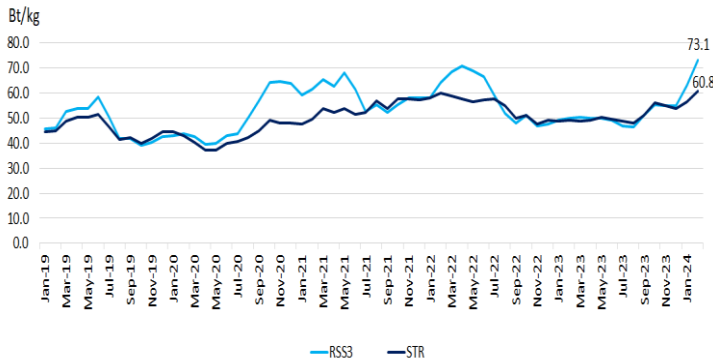
Profit and Loss (Btmn)								
Year-end 31 Dec	4Q22	3Q23	4Q23	% YoY	% QoQ	2022	2023	% YoY
Revenue	7,086	5,628	6,605	(6.8)	17.4	25,172	25,045	(0.5)
Gross profit	705	615	745	5.6	21.1	3,056	2,813	(7.9)
EBITDA	517	521	616	19.2	18.1	2,474	2,293	(7.3)
Interest expense	(121)	(111)	(111)	(8.3)	(0.2)	(421)	(440)	4.5
Other income	24	2	3	(85.7)	48.8	31	12	(61.1)
Income tax	(28)	(22)	(23)	(17.5)	5.4	(54)	(84)	56.7
Forex gain (loss) & gain (loss) from derivatives	24	(28)	32	35.7	nm	(98)	(37)	(62.4)
Net profit (loss)	368	312	462	25.5	47.9	1,748	1,546	(11.6)
Core profit (loss)	344	340	430	24.8	26.2	1,846	1,582	(14.3)
Reported EPS (Bt)	0.20	0.17	0.25	25.6	47.9	0.96	0.84	(13.2)
Gross margin (%)	10.0	10.9	11.3			12.1	11.2	
EBITDA margin (%)	7.3	9.3	9.3			9.8	9.2	
Net margin (%)	5.2	5.5	7.0			6.9	6.2	
Key data								
Sales volume (tons)	137,479	112,426	127,574	(7.2)	13.5	446,090	497,052	11.4
Average selling price (Bt/kg)	51.5	50.1	51.8	0.5	3.4	56.4	50.4	(10.7)

Source: KTX Research

บริษัทมีมุมมองเชิงบวกต่อราคาขายยางในปี 2024E มากขึ้น โดยมองราคาขายยางในกรอบ 60-70 บาท/กก. และคาด GPM มีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 15-16% หนุนจากอุปทานยางที่ตึงตัวขึ้น

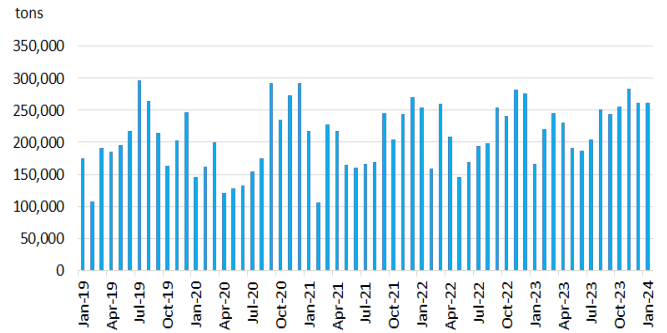
บริษัทมองราคาขายยางปี 2024E ในกรอบ 60-70 บาท/กก. (vs. กรอบ 53-55 บาท/กก. ในการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งก่อน และราคาเฉลี่ย 50.4 บาท/กก. ในปี 2023 และ 51.8 บาท/กก. ใน 4Q23) และคาด GPM มีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 15-16% โดยโมเมนตัมราคาขายที่แข็งแกร่ง หนุนจากอุปสงค์ยางที่เพิ่มขึ้น สะท้อนจากปริมาณการนำเข้ายางพาราของจีนที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ช่วง 2H23 รองรับการเติบโตของอุตสาหกรรมต่อเนื่อง อาทิ การผลิตยางรถยนต์ และยอดขายรถยนต์-รถยนต์ไฟฟ้า รวมทั้งการเร่งเพิ่มปริมาณสต็อกยางพาราของจีนทดแทนส่วนที่ใช้ไป ขณะที่อุปทานยางมีความเสี่ยงเชิงลบจากปรากฏการณ์ El Nino (คาดปริมาณฝนต่ำกว่าระดับปกติราว 50%) ที่อาจจำกัดปริมาณผลผลิตยางในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่เป็นผู้ผลิตยางพารารายใหญ่ของโลก (โดยปริมาณการผลิตยางพาราของไทยปี 2023 ของไทยเพิ่มขึ้นเพียง 2% YoY ส่วนอินโดนีเซียลดลง 18% YoY และเวียดนามทรงตัว YoY)

Figure 2: RSS3 and STR price movement



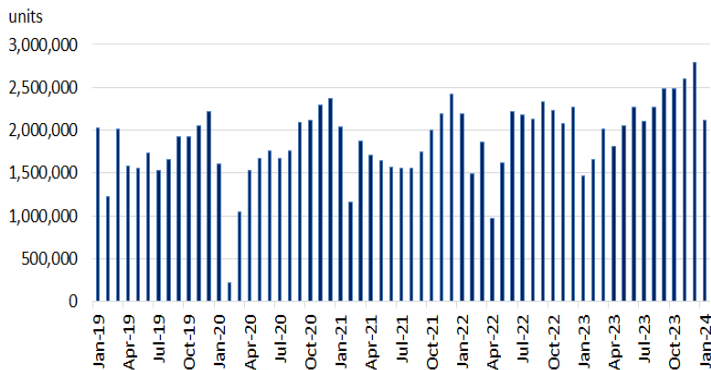
Sources: www.raot.co.th, KTX Research

Figure 3: China's natural rubber imports



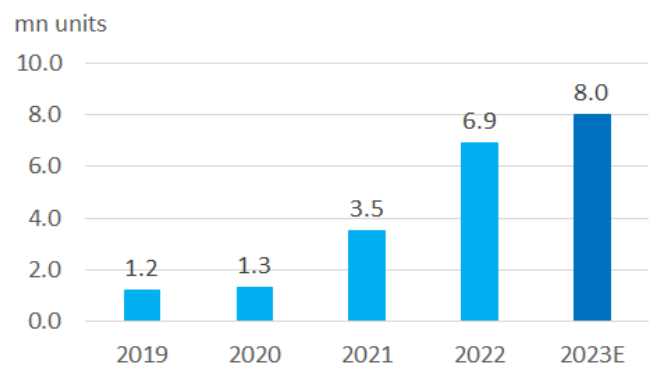
Sources: Bloomberg, KTX Research

Figure 4: China's automobile sales



Sources: Bloomberg, KTX Research

Figure 5: China's new NEV (new energy vehicle) sales



Source: China Association of Automobile Manufacturers

คาดการณ์โรงงาน STR#3 ที่มีกำลังการผลิต 302,400 ตัน/ปี จะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์เฟสแรก 170,000 ตัน/ปี ใน 2Q25E และคาดว่าจะใช้อัตรากำลังการผลิตเต็มที่ในปี 2026E

บริษัทคาดการณ์การขยายปี 2024E ทรงตัว YoY (vs. 497,052 ตัน ในปี 2023) จากการเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงาน STR#3 ออกไปเป็น 2Q25E (จากเดิมใน 2H24E) โดยโรงงานส่วนขยายดังกล่าวจะเพิ่มกำลังการผลิต STR-mixtures ขึ้นอีก 302,400 ตัน/ปี และจะทำให้กำลังการผลิตรวมของบริษัทเพิ่มขึ้น 59% เป็น 818,000 ตัน/ปี โดยกำลังผลิตส่วนเพิ่มเฟสแรกราว 170,000 ตัน/ปี คาดจะใช้อัตราการผลิตเต็มที่ในปี 2026E และจะเริ่มเฟสสองในระยะถัดไป ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินลงทุนรวม 1,485 ล้านบาท (จากเดิมที่ 1,200 ล้านบาท จากค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มของระบบสาธารณูปโภค และโรงเก็บยาง) และเป็นการทยอยใช้เงินลงทุนตามเฟส โดยแหล่งเงินทุนคาดว่าจะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นหลัก

ปรับทำไรสุทธปี 2024-26E ขึ้น 14-18% และประเมิน 12M FV ที่ 6.52 บาท รวมทั้งปรับคำแนะนำขึ้นเป็น Outperform

เราปรับประมาณการทำไรสุทธปี 2024-26E ขึ้น 14-18% สะท้อนการปรับราคาขายยาง และ GPM เพิ่มขึ้น (เป็นระดับที่อนุรักษ์นิยมเทียบกับกรอบคาดการณ์ของบริษัท) ซึ่งชดเชยการปรับลดปริมาณการขยายในปี 2024E จากการเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงาน STR#3 ออกไปเป็น 2Q25E (จากเดิมที่เราคาดใน 2H24E) โดยประมาณการทำไรสุทธใหม่คาดว่าจะโต 10% CAGR ในช่วงปี 2024-26E (ปี 2024E หนุนจากราคาขายยาง-GPM ที่เพิ่มขึ้น และปี 2025-26E หนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น)

เราประเมิน 12M FV ที่ 6.52 บาท (จากเดิม 5.34 บาท) บน required return ที่ 17.5% และปรับคำแนะนำขึ้นเป็น Outperform (จากเดิม Neutral) โดย Valuation Metrics ของเราบ่งชี้มูลค่าประเมินปัจจุบันน่าสนใจ และการเติบโตระยะยาวแข็งแกร่ง (คาด EPS growth 2024-26E โต 10% CAGR) ขณะที่ความเสี่ยงเชิงบวกจำกัดในทางเทคนิค จากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นสะท้อนปัจจัยบวกไประดับหนึ่งแล้ว

Figure 6: Key assumptions and earnings revision in 2024-26E

	2023A	New			Old			% change from old		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Sale volumes (tons)	497,052	497,538	562,800	638,600	535,312	560,448	610,720	-7%	0%	5%
Sales value (Btmn)	25,041	28,449	30,958	35,128	28,022	29,337	31,969	2%	6%	10%
ASP (Bt/kg)	50.4	57.2	55.0	55.0	52.3	52.3	52.3	9%	5%	5%
GP (Btmn)	2,813	3,562	3,726	4,212	3,118	3,250	3,544	14%	15%	19%
% GPM	11.2%	12.5%	12.0%	12.0%	11.1%	11.1%	11.1%			
NP (Btmn)	1,546	2,109	2,192	2,571	1,819	1,916	2,180	16%	14%	18%

Source: KTX Research

Figure 6: Comparison of earnings estimates and valuation multipliers of rubber operators

	Price (Bt)	Mkt Cap (USDmn)	NP (Btmn)		EPS (Bt)		EPS Growth (%)		PER (x)		P/BV (x)		Dividend Yield (%)		PBV/ROE (x)	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			NER*	5.90	303	2,109	2,192	1.14	1.19	36.4	4.0	5.2	5.0	1.2	1.0	6.8
STA	19.90	848	1,907	3,088	1.24	2.01	543.8	61.8	16.0	9.9	0.6	0.5	4.1	7.0	0.18	0.10
AVERAGE									10.6	7.4	0.9	0.8	5.4	7.0	0.12	0.08

Sources: Bloomberg, KTX Research

Note: *KTX estimates

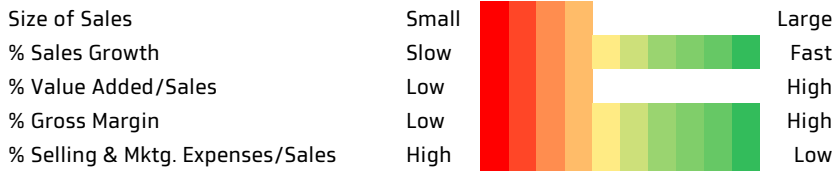
COMPANY VISIT HIGHLIGHTS

DATE	HIGHLIGHTS
28 ก.พ. 2024	บริษัทมีมุมมองเชิงบวกต่อราคาขายยางในปี 2024E มากขึ้น โดยมองราคาขายยางในกรอบ 60-70 บาท/กก. (vs. กรอบ 53-55 บาท/กก. ในการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งก่อน) และคาด GPM มีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 15-16% หนุนจากอุปทานยางที่ตึงตัวขึ้น
23 พ.ย. 2023	แนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2024E จะมีปัจจัยบวกเดียวจากราคายาง แต่คาดจะมีความเสี่ยงเชิงบวกจำกัด ขณะที่โมเมนตัมการเติบโตของปริมาณการขายคาดจะล่าช้าออกไป จากการเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงงาน STR#3 ออกไปปี 2025E
15 พ.ค. 2023	บริษัทคงเป้าปริมาณการขายยางปี 2023E ที่ 500,000 ตัน อย่างไรก็ตาม บริษัทให้น้ำหนักกับความเสี่ยงจากภาวะถดถอยของเศรษฐกิจโลก และปรากฏการณ์ El Nino ที่อาจเป็นปัจจัยก้ำกายราคาขาย และการบริหารจัดการวัตถุดิบรองรับการผลิตโดยเฉพาะปี 2024E ที่บริษัทมีแผนขยายกำลังการผลิตใหม่
20 ก.พ. 2023	บริษัทตั้งเป้าปริมาณการขายยางที่ 500,000 ตัน ในปี 2023E (+12% YoY) หนุนจากการเปิดประเทศของจีน และการขยายตัวที่แข็งแกร่งของอุตสาหกรรมต่อเนื่อง (ยางรถยนต์, ยอดขายรถยนต์ และยอดขายยานยนต์ไฟฟ้า) และมีแผนขยายกำลังการผลิตยาง STR และ mixtures อีก 178,200 ตัน/ปี ซึ่งคาดจะแล้วเสร็จ 1Q24E มูลค่าเงินลงทุน 700 ล้านบาท ขณะที่โครงการแผนบูรณาการปศุสัตว์ บริษัทยังไม่ได้วางเป้าหมายได้ขายในปี 2023E เนื่องจากอยู่ระหว่างปรับปรุงผลิตภัณฑ์ให้ตรงความต้องการของลูกค้า

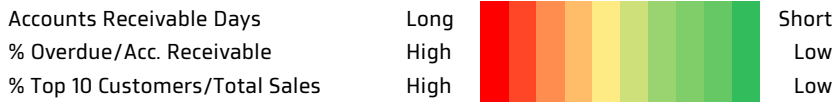
COMPETITIVENESS

Score **7.2**

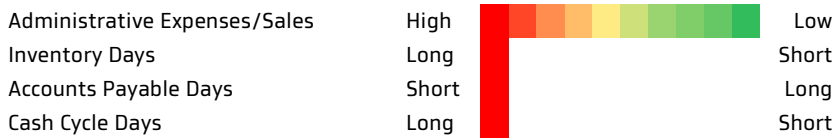
MARKET POSITION



CUSTOMER QUALITY

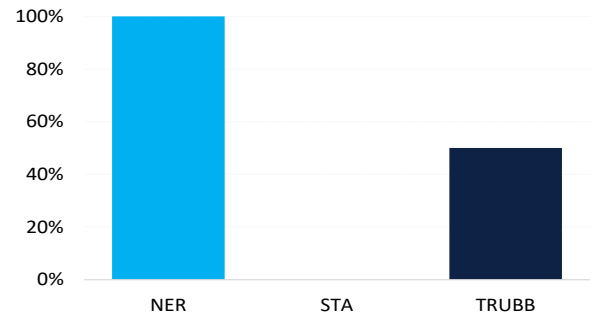


OPERATING EFFICIENCY

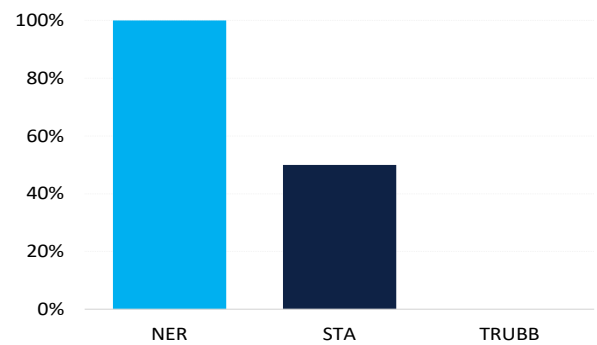


PERCENTILE RANK

SALES GROWTH (%)



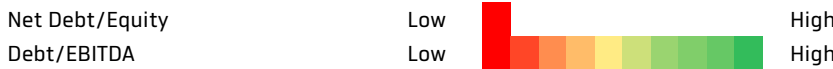
GROSS PROFIT MARGIN (%)



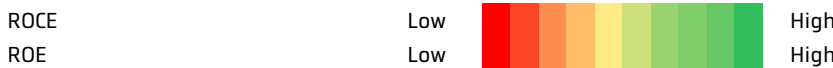
FINANCIALS & PROFITABILITY

Score **6.8**

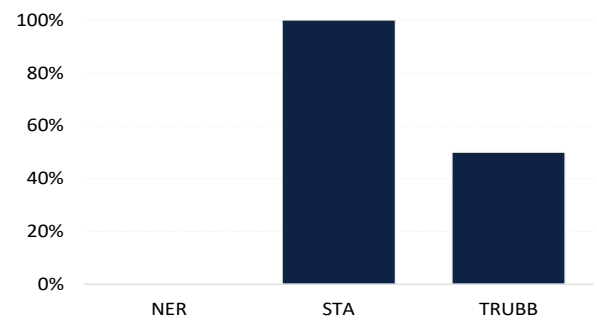
FINANCIAL STRENGTH



PROFITABILITY



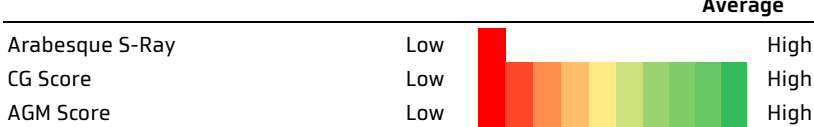
NET DEBT TO EQUITY RATIO (x)



SUSTAINABILITY (SEC)

Score **4.5**

ESG Score

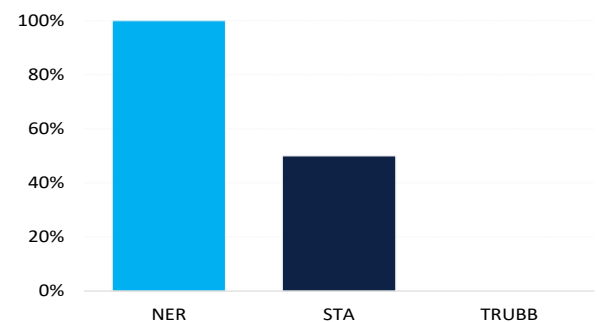


Source: Bloomberg

SOME ESG MATERIAL FACTORS

No comparable data available.

ROCE (%)



FINANCIAL SUMMARY

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PROFIT & LOSS (Btmn)						
Revenues	24,426	25,172	25,045	28,449	30,958	35,128
Cost of sales and service	(21,190)	(22,116)	(22,232)	(24,887)	(27,232)	(30,915)
Gross profit	3,235	3,056	2,813	3,562	3,726	4,212
SG&A	(828)	(766)	(719)	(853)	(939)	(1,077)
EBITDA	2,586	2,474	2,293	2,923	3,038	3,409
Depreciation & amortization	178	184	199	215	251	274
EBIT	2,408	2,290	2,095	2,709	2,787	3,135
Interest expense	(331)	(421)	(440)	(453)	(442)	(382)
Other income / exp.	7	31	12	12	12	12
EBT	2,083	1,900	1,667	2,268	2,357	2,765
Corporate tax	(36)	(54)	(84)	(159)	(165)	(194)
Forex gain (loss)	(221)	(98)	(37)	0	0	0
Extra Items	24	0	0	0	0	0
Net profit	1,850	1,748	1,546	2,109	2,192	2,571
Reported EPS	1.13	0.96	0.84	1.14	1.19	1.39
Fully diluted EPS	1.05	0.95	0.84	1.14	1.19	1.39
Core net profit	2,047	1,846	1,582	2,109	2,192	2,571
Core EPS	1.16	1.00	0.86	1.14	1.19	1.39
Dividend (Bt)	0.43	0.38	0.34	0.40	0.42	0.49
BALANCE SHEET (Btmn)						
Cash and equivalents	540	1,396	61	557	1,596	1,411
Accounts receivable	800	990	690	784	853	968
Inventories	11,067	11,822	13,842	13,637	13,803	14,399
PP&E-net	1,545	1,709	1,778	2,064	2,104	2,256
Other assets	287	390	467	490	514	539
Total assets	14,239	16,307	16,839	17,532	18,869	19,573
ST debt & current portion	4,667	4,158	4,015	3,150	4,146	4,099
Long-term debt	3,625	5,193	5,067	5,112	3,971	2,875
Total liabilities	8,793	9,719	9,371	8,583	8,466	7,366
Paid-up shares	880	924	924	924	924	924
Shareholder equity	5,446	6,588	7,469	8,949	10,403	12,207
Minority interests	0	0	0	0	0	0
Total liabilities & shareholder equity	14,239	16,307	16,839	17,532	18,869	19,573
CASH FLOW (Btmn)						
Net income	1,850	1,748	1,546	2,109	2,192	2,571
Forex and other extraordinary adjustments	221	98	37	0	0	0
Depreciation & amortization	178	184	199	215	251	274
Change in working capital	(4,128)	(1,099)	(1,811)	140	(210)	(673)
Cash flow from operations	(1,878)	931	(30)	2,463	2,233	2,172
Capex (Invest)/Divest	(213)	(347)	(268)	(501)	(290)	(426)
Cash flow from investing	(213)	(347)	(268)	(501)	(290)	(426)
Debt financing (repayment)	2,197	1,059	(269)	(819)	(146)	(1,142)
Equity financing	244	151	37	0	(0)	0
Dividend payment	(339)	(757)	(702)	(628)	(738)	(767)
Others	(302)	(180)	(102)	(19)	(20)	(21)
Cash flow from financing	1,801	272	(1,036)	(1,466)	(904)	(1,930)
Net change in cash	(290)	856	(1,335)	496	1,039	(185)
Free cash flow	(2,091)	583	(298)	1,962	1,943	1,746
FCF per share (Bt)	(1.19)	0.32	(0.16)	1.06	1.05	0.94
PROFITABILITY						
Revenue growth (%)	49.4	3.1	(0.5)	13.6	8.8	13.5
EBITDA growth (%)	98.8	(4.3)	(7.3)	27.5	3.9	12.2
EPS growth (%)	103.5	(14.7)	(13.2)	36.4	4.0	17.3
Gross margin (%)	13.2	12.1	11.2	12.5	12.0	12.0
EBITDA margin (%)	10.6	9.8	9.2	10.3	9.8	9.7
Operating margin (%)	9.9	9.1	8.4	9.5	9.0	8.9
Net margin (%)	7.6	6.9	6.2	7.4	7.1	7.3
Core profit margin (%)	8.4	7.3	6.3	7.4	7.1	7.3
Effective tax rate (%)	1.7	2.8	5.1	7.0	7.0	7.0

หมายเหตุ:

Krungthai XSpring มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกค้าโปรดใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG
 มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, PACE, VNG, PACE, MAJOR, KBS, XPG, NVD, KTC, IVL, SAWAD, CI, HMPRO, SCAP
 มีผู้บริหารของบริษัทเป็นกรรมการใน NFC
 เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน XPG, MUD, NWR, PREB, AIMIRT

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ โดยอยู่บนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มีอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บกวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือเป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน อนึ่ง บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในการนำข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน เว้นแต่ได้รับหนังสืออนุญาตจากบริษัทฯ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ การกล่าวอ้างต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด หรือสร้างความเสียหายแก่บริษัทฯ รวมถึงต้องอ้างอิงถึงวันที่ในเอกสารของบริษัทฯ อย่างชัดเจนด้วย

คำแนะนำการลงทุน**การประเมินมูลค่าหุ้น**

การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นในรายงานฉบับนี้ คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทในรอบระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า เทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM)

คำแนะนำการลงทุน

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาจากมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น สำหรับการประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานนั้น เราพิจารณาส่วนต่างราคาหุ้นเทียบกับมูลค่าที่เหมาะสม ดังที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น และการเติบโตของกำไรในระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อให้สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต โดยกำหนดคะแนนในช่วงระหว่าง -5 ถึง +5 สำหรับแต่ละเกณฑ์ ประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด ผลคะแนนรวมของทั้งสามเกณฑ์จะนำไปเป็นตัวกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น

คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม

มากกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

เท่ากับตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

ต่ำกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า