

# EARNINGS REVIEW

FEBRUARY 20, 2026



KTX

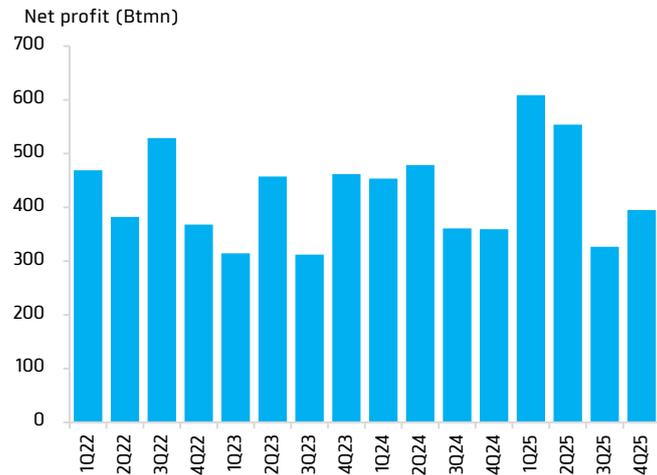
|                       |                                |                          |                |
|-----------------------|--------------------------------|--------------------------|----------------|
| <b>NER</b>            | <b>12M FWD Fair Value (Bt)</b> | <b>Valuation Metrics</b> | <b>Rating</b>  |
| บมจ. นอร์ทอีส รัชมอร์ | <b>5.38</b>                    | Current valuation +2%    | <b>Neutral</b> |
| AGRIBUSINESS          | Closing Price: Bt5.30          | LT Growth Steady         | Downgraded     |
| Mkt Cap (Btmn) 9,793  |                                | Tactical Neutral         |                |

| PERFORMANCE (FY: Dec) | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue (Btmn)        | 27,448 | 30,240 | 31,155 | 33,547 |
| Net Profit (Btmn)     | 1,652  | 1,885  | 2,343  | 2,583  |
| Core Profit (Btmn)    | 1,673  | 1,634  | 2,343  | 2,583  |
| Core EPS (Bt)         | 0.91   | 0.88   | 1.27   | 1.40   |
| Core EPS Growth (%)   | 5.7    | (2.3)  | 43.4   | 10.3   |
| Dividend Yield (%)    | 6.79   | 5.85   | 9.57   | 10.55  |
| Book Value (Bt)       | 4.59   | 5.25   | 6.01   | 6.85   |
| ROE (%)               | 19.5   | 19.4   | 21.1   | 20.4   |
| Net IBD/E (x)         | 1.22   | 1.02   | 0.83   | 0.65   |

## ทำไรปกติ 4Q25 ชะลอ คาดปี 2026E พ้นตัว

- KTX ปรับลดคำแนะนำเป็น Neutral จากเดิม Outperform เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้นมาใกล้เคียงกับมูลค่าเหมาะสมของเราที่ 5.38 บาท อิงอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง 20.7% สะท้อน PER เป้าหมายที่ 4.8 เท่า
- เราคาดปี 2026E ผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มขยายตัวสะท้อนการคลี่คลายของสถานการณ์ราคายางขาลง อย่างไรก็ตาม เราอยู่ระหว่างปรับลดประมาณการปี 2026-27E จากสมมติฐานอัตราทำไรขั้นต้นที่ประเมินไว้สูงก่อนหน้านี้

## QUARTERLY EARNINGS



## ESG PERCENTILE SCORE

No comparable data available.

## CG Rating



## OPERATING HIGHLIGHTS

- NER มีทำไรปกติ 4Q25 ที่ 212 ล้านบาท (-56% YoY, -38% QoQ) ต่ำกว่าคาดของ Bloomberg Consensus รว 8% หากรวมรายการพิเศษ ซึ่งมีรายการหลักคือ ส่วนต่างจากการเคลมประกันอัคคีภัยสุทธิ ทำไรสุทธิ 4Q25 จะอยู่ที่ 395 ล้านบาท (+10% YoY, +21% QoQ) สูงกว่าคาดของ Bloomberg Consensus รว 24%
- รายได้ 4Q25 อยู่ที่ 7.2 พันล้านบาท (-19% YoY, +8% QoQ) โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนหลัก ได้แก่ ปริมาณการขายลดลงราว 5% YoY แต่เพิ่มขึ้น 10% QoQ สุรระดับ 124,018 ตัน ขณะที่ราคาขายเฉลี่ยลดลง 15% YoY และ 3% QoQ ตามแนวโน้มขาลงของราคายาง
- GPM อยู่ที่ 8.4% โดยลดลงจาก 8.8% ใน 4Q24 และ 8.9% ใน 3Q25 สะท้อนราคายางลดลง และค่าเงินบาทที่แข็งค่า
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อรายได้เพิ่มขึ้นมาที่ 3.2% เทียบกับ 1.8% ใน 4Q24 และ 2.1% ใน 3Q25 สะท้อนค่าใช้จ่ายในการขนส่ง และค่ากองทุนสงเคราะห์การทำสวนยางที่เพิ่มขึ้น
- ภาพรวมปี 2025 บริษัทมีทำไรปกติ 1.6 พันล้านบาท (-2% YoY) โดยผลการดำเนินงานที่ค่อนข้างทรงตัว แม้รายได้เติบโต 10% YoY เกิดจากอัตราทำไรขั้นต้นที่ลดลง 0.4 ppt ตามแนวโน้มขาลงของราคายาง และค่าเงินบาทที่แข็งค่า ขณะเดียวกันค่าใช้จ่ายทางการเงินก็เพิ่มขึ้น 14% YoY
- บริษัทประกาศจ่ายปันผล 0.26 บาท/หุ้น จากผลการดำเนินงานครึ่งปีหลัง ส่งผลให้รวมทั้งปี 2025 จ่ายอยู่ที่ 0.31 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลปี 2025 รว 5.8% ทั้งนี้ อัตราปันผลจ่าย (Payout ratio) ปี 2025 ลดลงมาที่ 30% จาก 40% ในปี 2024 เนื่องจากบริษัทต้องการสำรองเงินสำหรับแผนการขยายโรงงานในปี 2026E

## FINANCIAL SUMMARY

|                    | 4Q24  | 3Q25  | Actual | Consensus | Deviation | % YoY | % QoQ | 2024   | 2025   | % YoY |
|--------------------|-------|-------|--------|-----------|-----------|-------|-------|--------|--------|-------|
| EPS (Bt)           | 0.19  | 0.18  | 0.21   | 0.17      | 24%       | 10%   | 21%   | 0.89   | 1.02   | 14%   |
| Sales (Btmn)       | 8,934 | 6,727 | 7,231  | 7,198     | 0%        | -19%  | 8%    | 27,448 | 30,240 | 10%   |
| Core Profit (Btmn) | 484   | 339   | 212    | 230       | -8%       | -56%  | -38%  | 1,673  | 1,634  | -2%   |
| Gross margin (%)   | 8.8%  | 8.9%  | 8.4%   | 8.4%      |           |       |       | 10.1%  | 9.7%   |       |

ข้อมูล ณ 31 ธ.ค. 2564, นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์ no. 045337, pathompolt@krungthaispring.com 02-624-6257

REFER TO DISCLOSURE SECTION AT END OF THE NOTE

Figure 1: NER's 4Q25 earnings review

| Year-end 31 Dec            | 4Q24        | 3Q25        | 4Q25        | % YoY         | %QoQ          | 2024         | 2025         | % YoY        |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue                    | 8,934       | 6,727       | 7,231       | (19.1)        | 7.5           | 27,448       | 30,240       | 10.2         |
| Cost of sales and services | (8,148)     | (6,127)     | (6,626)     | 23.0          | (7.5)         | (24,669)     | (27,314)     | (9.7)        |
| <b>Gross profit</b>        | <b>785</b>  | <b>600</b>  | <b>605</b>  | <b>(23.0)</b> | <b>0.7</b>    | <b>2,780</b> | <b>2,927</b> | <b>5.3</b>   |
| SG&A                       | (163)       | (143)       | (233)       | (30.0)        | (38.8)        | (601)        | (704)        | (14.6)       |
| <b>EBITDA</b>              | <b>687</b>  | <b>520</b>  | <b>436</b>  | <b>(36.5)</b> | <b>(16.2)</b> | <b>2,430</b> | <b>2,477</b> | <b>2.0</b>   |
| Interest expenses          | (129)       | (137)       | (135)       | (3.9)         | 1.9           | (469)        | (548)        | (14.4)       |
| Equity income              | -           | -           | -           | n.a.          | n.a.          | -            | -            | n.a.         |
| Other income/exp.          | 3           | 4           | 9           | 253.3         | 156.7         | 19           | 19           | 0.9          |
| Non-controlling interest   | -           | -           | -           | n.a.          | n.a.          | -            | -            | n.a.         |
| <b>Net profit</b>          | <b>359</b>  | <b>327</b>  | <b>395</b>  | <b>10.0</b>   | <b>21.0</b>   | <b>1,652</b> | <b>1,885</b> | <b>14.0</b>  |
| <b>Core net profit</b>     | <b>484</b>  | <b>339</b>  | <b>212</b>  | <b>(56.3)</b> | <b>(37.5)</b> | <b>1,673</b> | <b>1,634</b> | <b>(2.3)</b> |
| <b>Reported EPS (Bt)</b>   | <b>0.19</b> | <b>0.18</b> | <b>0.21</b> | <b>10.0</b>   | <b>21.0</b>   | <b>0.89</b>  | <b>1.02</b>  | <b>14.0</b>  |
| Gross margin (%)           | 8.8         | 8.9         | 8.4         |               |               | 10.1         | 9.7          |              |
| EBITDA margin (%)          | 7.7         | 7.7         | 6.0         |               |               | 8.9          | 8.2          |              |
| Net margin (%)             | 4.0         | 4.9         | 5.5         |               |               | 6.0          | 6.2          |              |

Source: KTX Research

## FINANCIAL SUMMARY

| PROFIT & LOSS (Btmn)        | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Revenues</b>             | <b>25,172</b> | <b>25,045</b> | <b>27,448</b> | <b>30,240</b> | <b>31,155</b> | <b>33,547</b> |
| Cost of sales and services  | (22,116)      | (22,232)      | (24,669)      | (27,314)      | (27,393)      | (29,515)      |
| <b>Gross profit</b>         | <b>3,056</b>  | <b>2,813</b>  | <b>2,780</b>  | <b>2,927</b>  | <b>3,762</b>  | <b>4,032</b>  |
| SG&A                        | (766)         | (719)         | (601)         | (704)         | (912)         | (992)         |
| <b>EBITDA</b>               | <b>2,505</b>  | <b>2,305</b>  | <b>2,430</b>  | <b>2,477</b>  | <b>3,166</b>  | <b>3,374</b>  |
| Depreciation & amortization | 184           | 199           | 232           | 235           | 295           | 313           |
| <b>EBIT</b>                 | <b>2,321</b>  | <b>2,107</b>  | <b>2,198</b>  | <b>2,242</b>  | <b>2,871</b>  | <b>3,061</b>  |
| Interest expenses           | (421)         | (440)         | (469)         | (548)         | (444)         | (406)         |
| Gain (loss) from affiliates | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Other income/exp.           | 31            | 12            | 19            | 19            | 20            | 21            |
| <b>EBT</b>                  | <b>1,900</b>  | <b>1,667</b>  | <b>1,729</b>  | <b>1,694</b>  | <b>2,427</b>  | <b>2,654</b>  |
| Corporate tax               | (54)          | (84)          | (55)          | (60)          | (84)          | (92)          |
| Minority interests          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Extra Items                 | (98)          | (37)          | (21)          | 250           | 0             | 0             |
| <b>Net profit</b>           | <b>1,748</b>  | <b>1,546</b>  | <b>1,652</b>  | <b>1,885</b>  | <b>2,343</b>  | <b>2,563</b>  |
| Reported EPS                | 0.95          | 0.84          | 0.89          | 1.02          | 1.27          | 1.39          |
| Fully diluted EPS           | 0.95          | 0.84          | 0.89          | 1.02          | 1.27          | 1.39          |
| <b>Core net profit</b>      | <b>1,846</b>  | <b>1,582</b>  | <b>1,673</b>  | <b>1,634</b>  | <b>2,343</b>  | <b>2,563</b>  |
| Core EPS                    | 1.00          | 0.86          | 0.91          | 0.88          | 1.27          | 1.39          |
| Dividend (Bt)               | 0.38          | 0.34          | 0.36          | 0.31          | 0.51          | 0.55          |

| BALANCE SHEET (Btmn)             | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash and equivalents             | 1,396         | 61            | 221           | 60            | 321           | 55            |
| Account receivable               | 990           | 690           | 805           | 916           | 944           | 1,016         |
| Inventories                      | 11,822        | 13,842        | 16,213        | 17,029        | 16,979        | 17,500        |
| PP&E-net                         | 1,709         | 1,778         | 1,683         | 1,515         | 2,193         | 2,172         |
| <b>Total assets</b>              | <b>16,307</b> | <b>16,839</b> | <b>19,457</b> | <b>20,005</b> | <b>20,922</b> | <b>21,228</b> |
| ST debt & current portion        | 4,158         | 4,015         | 5,214         | 5,545         | 6,646         | 6,599         |
| Accounts payable                 | 283           | 214           | 247           | 243           | 244           | 263           |
| Long-term debt                   | 5,193         | 5,067         | 5,399         | 4,465         | 2,875         | 1,658         |
| <b>Total liabilities</b>         | <b>9,719</b>  | <b>9,371</b>  | <b>10,969</b> | <b>10,298</b> | <b>9,809</b>  | <b>8,565</b>  |
| <b>Shareholder equity</b>        | <b>6,588</b>  | <b>7,469</b>  | <b>8,488</b>  | <b>9,707</b>  | <b>11,113</b> | <b>12,663</b> |
| Minority interests               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Total liab. & shareholder equity | <b>16,307</b> | <b>16,839</b> | <b>19,457</b> | <b>20,005</b> | <b>20,922</b> | <b>21,228</b> |

| CASH FLOW (Btmn)                 | 2022         | 2023           | 2024          | 2025           | 2026E          | 2027E          |
|----------------------------------|--------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Net income                       | 1,748        | 1,546          | 1,652         | 1,885          | 2,343          | 2,583          |
| Depreciation & amortization      | 184          | 199            | 232           | 235            | 295            | 313            |
| Change in working capital        | (1,105)      | (1,794)        | (2,444)       | (860)          | 23             | (575)          |
| <b>Cash flow from operations</b> | <b>1,258</b> | <b>367</b>     | <b>(68)</b>   | <b>1,641</b>   | <b>2,661</b>   | <b>2,321</b>   |
| Capex (Invest)/Divest            | (331)        | (246)          | (145)         | (110)          | (973)          | (292)          |
| Others                           | (98)         | (69)           | (56)          | 14             | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from investing</b>  | <b>(430)</b> | <b>(309)</b>   | <b>(196)</b>  | <b>28</b>      | <b>(973)</b>   | <b>(292)</b>   |
| Debt financing (repayment)       | 1,056        | (285)          | 1,550         | (624)          | (490)          | (1,262)        |
| Equity financing                 | 157          | 0              | 0             | (0)            | 0              | 0              |
| Dividend payment                 | (763)        | (665)          | (628)         | (665)          | (937)          | (1,033)        |
| Others                           | (422)        | (443)          | (497)         | (64)           | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>  | <b>28</b>    | <b>(1,393)</b> | <b>424</b>    | <b>(1,831)</b> | <b>(1,427)</b> | <b>(2,296)</b> |
| Net change in cash               | 856          | (1,335)        | 160           | (161)          | 261            | (267)          |
| <b>Free cash flow</b>            | <b>829</b>   | <b>52</b>      | <b>(269)</b>  | <b>1,545</b>   | <b>1,688</b>   | <b>2,029</b>   |
| <b>FCF per share (Bt)</b>        | <b>0.45</b>  | <b>0.03</b>    | <b>(0.15)</b> | <b>0.84</b>    | <b>0.91</b>    | <b>1.10</b>    |

| PROFITABILITY          | 2022  | 2023   | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|--------|------|------|-------|-------|
| Revenue growth (%)     | 3.1   | (0.5)  | 9.6  | 10.2 | 3.0   | 7.7   |
| EBITDA growth (%)      | (3.4) | (8.0)  | 5.4  | 2.0  | 27.8  | 6.6   |
| EPS growth (%)         | (5.5) | (11.6) | 6.9  | 14.0 | 24.3  | 9.4   |
| Gross margin (%)       | 12.1  | 11.2   | 10.1 | 9.7  | 12.1  | 12.0  |
| EBITDA margin (%)      | 9.9   | 9.2    | 8.9  | 8.2  | 10.2  | 10.1  |
| Operating margin (%)   | 9.2   | 8.4    | 8.0  | 7.4  | 9.2   | 9.1   |
| Net margin (%)         | 6.9   | 6.2    | 6.0  | 6.2  | 7.5   | 7.6   |
| Core profit margin (%) | 7.3   | 6.3    | 6.1  | 5.4  | 7.5   | 7.6   |
| Effective tax rate (%) | 2.8   | 5.1    | 3.2  | 3.5  | 3.5   | 3.5   |

| FINANCIAL QUALITY      | 2022  | 2023  | 2024   | 2025   | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Total debt (Btmn)      | 9,351 | 9,082 | 10,613 | 10,010 | 9,520 | 8,258 |
| Net debt (cash) (Btmn) | 7,955 | 9,020 | 10,392 | 9,950  | 9,199 | 8,203 |
| Net debt to equity (x) | 1.21  | 1.21  | 1.22   | 1.02   | 0.83  | 0.65  |
| Interest coverage (x)  | 5.5   | 4.8   | 4.7    | 4.1    | 6.5   | 8.0   |

**หมายเหตุ:**

**Krungthai XSpring** มีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็น ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) และ บมจ. เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ลูกคำโปรดใช้วิจารณ์ฐานในการตัดสินใจก่อนการลงทุนในหลักทรัพย์ KTB และ XPG

มีกรรมการของบริษัทเป็นกรรมการใน VNG, MAJOR, XPG, NVD, KTC, IVL, SAWAD, CI, HMPRO, SCAP

เป็นที่ปรึกษาทางการเงินใน NWR, PREB, MK, SPCG, SCAP, UNIQ, XPG, AAI

เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ใน INET, TIDLOR, SSP

**Disclaimer**

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ โดยอยู่บนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มิอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทวิเคราะห์ 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 เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ อ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ทั้งนี้ ค่าเบต้าที่ใช้ในการคำนวณหาส่วนต่างผลตอบแทนการลงทุนในหุ้น เป็นการประมาณการจากตัวเลขเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยเฉพาะของบริษัท

**คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม**

**มากกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**เท่ากับตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**ต่ำกว่าตลาด:** คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

**คำแนะนำการลงทุน**

คำแนะนำการลงทุน จะพิจารณาประกอบกันทั้งในเชิงประเมินมูลค่า และแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต ได้แก่

- 1) ความน่าสนใจในเชิงประเมินมูลค่า พิจารณาส่วนต่างราคาหุ้นเทียบกับมูลค่าที่เหมาะสมทางปัจจัยพื้นฐาน ตามเกณฑ์การประเมินมูลค่าหุ้นที่กล่าวไว้ข้างต้น
- 2) การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นระยะสั้น พิจารณาจากกรอบการเคลื่อนไหวของส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นเทียบกับราคาเหมาะสม
- 3) การเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS) ระยะ 24 เดือนข้างหน้า เพื่อสะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคต

ทั้งนี้ แต่ละเกณฑ์ จะมีการกำหนดช่วงคะแนนระหว่าง -5 ถึง +5 โดยประเมินเทียบกับเกณฑ์อ้างอิงที่กำหนด ยกเว้นการเติบโตของกำไรต่อหุ้น จะเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง หลังจากนั้น คะแนนรวมของทั้งสามเกณฑ์ จะไปกำหนดคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นต่อไป