

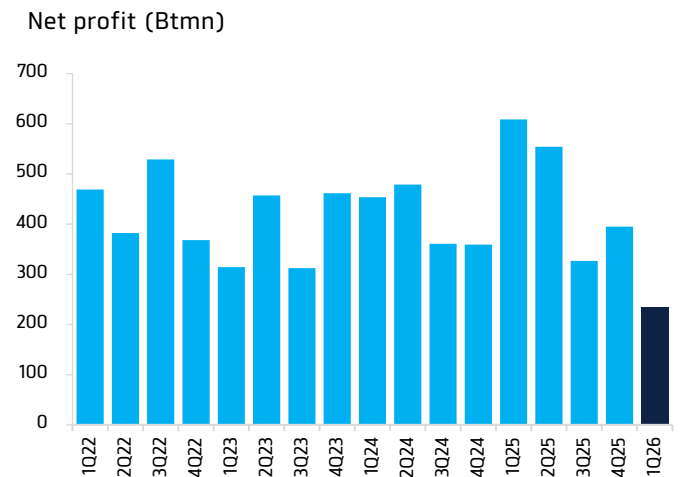
NER บมจ. นอร์ทอีสท์ รีเสิร์ช	Agribusiness	12M FWD Fair Value (Bt)		Valuation Metrics		Rating
		5.25		Current valuation	+13%	Outperform
Mkt Cap (Btmn)	8,611	Closing Price: 4.66	LT Growth	Above average	Maintained	
			Tactical	Neutral		

PERFORMANCE (FY: Dec)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue (Btmn)	30,240	32,060	42,053	43,496
Net Profit (Btmn)	1,885	1,889	2,465	2,634
Core Profit (Btmn)	1,634	1,889	2,465	2,634
Core EPS (Bt)	0.88	1.02	1.33	1.43
Core EPS Growth (%)	(2.3)	15.6	30.5	6.9
Dividend Yield (%)	6.65	6.58	11.45	12.24
Book Value (Bt)	5.25	5.97	6.77	7.62
ROE (%)	19.4	17.1	19.7	18.7
Net IBD/E (x)	1.02	0.94	0.69	0.52

EARNINGS DRIVERS	1Q26E	% YoY	% QoQ
Revenue (Btmn)	6,870	(21.0)	(5.0)
Core Profit (Btmn)	294	(50.5)	39.0
EPS (Bt)	0.13	(61.5)	(40.7)
Selling volume (tons)	120,235	(5.4)	(3.1)
ASP (Bt/kg.)	57.13	(16.5)	(2.0)
GPM (%)*	9.0	(1.6)	0.6

* แสดงการเปลี่ยนแปลงเป็น percentage point

QUARTERLY EARNINGS



CG Rating



กำไรปกติ 1Q26E ยังอ่อนแอ แต่แนวโน้มดีตั้งแต่ 2Q26E

- KTX คงคำแนะนำ Outperform ด้วยราคาเหมาะสม 12M FWD ที่ 5.25 บาท อิงจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง 20.9% สะท้อนค่า PER ที่ 4.8 เท่า โดย Valuation metrics ชี้ให้เห็นว่ามูลค่าเหมาะสมของเรามี Upside 13% จากราคาคู่ปัจจุบัน ขณะที่กำไรมีแนวโน้มขยายตัว 17% CAGR ในปี 2025-28E ซึ่งมีปัจจัยหนุนหลักจากแผนเพิ่มกำลังการผลิตในปี 2027E
- ผลการดำเนินงาน 1Q26E ที่ยังไม่แข็งแกร่ง น่าจะรับรู้ไปแล้วในราคาหุ้นที่ไม่ได้ปรับตัวขึ้นมากนัก แม้ได้รับผลประโยชน์จากราคายางที่ปรับขึ้นจากทั้งสถานการณ์อิหร่าน และอุปทานยางที่น่าจะตึงตัวขึ้น

OPERATING HIGHLIGHTS

- เราคาดว่า NER จะรายงานกำไรปกติ 1Q26E ที่ราว 294 ล้านบาท อ่อนลง -50.5% YoY จากฐานอัตรากำไรที่สูงเมื่อปีที่แล้ว แต่ฟื้นตัว +39.0% QoQ สะท้อนอัตรากำไรที่ฟื้นตัวและค่าใช้จ่ายในการส่งออกที่ลดลง อย่างไรก็ตาม หากรวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนราว 60 ล้านบาท คาดว่ากำไรสุทธิจะอยู่ที่ 234 ล้านบาท (-61.5% YoY, -40.7% QoQ) อ่อนลงเนื่องจากใน 4Q25 มีการรับรู้กำไรพิเศษจากการเคลมประกันอัคคีภัย
- ในภาพรวมเราคาดว่ารายได้ 1Q26E ที่ 6,870 ล้านบาท (-21.0% YoY, -5.0% QoQ) ทดถุนจากทั้งปริมาณขายและราคาขายที่ปรับลดลง โดยเราประเมินปริมาณการขายที่ 120,235 ตัน (-5.4% YoY, -3.1% QoQ) ขณะที่ราคาขายเฉลี่ย (ASP) คาดว่าจะอยู่ที่ 57.13 บาทต่อกิโลกรัม (-16.5% YoY, -2.0% QoQ) ตามทิศทางราคาขายที่ขายล่วงหน้าตั้งแต่ช่วง 4Q25 ทั้งนี้ คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) จะขยับขึ้นมาอยู่ที่ 9.0% เทียบกับ 8.4% ใน 4Q25 แต่ยังคงต่ำกว่าระดับ 10.6% ใน 1Q25 ด้านค่าใช้จ่าย SG&A คาดว่าจะบริหารจัดการได้ดีขึ้น โดยลดลงมาอยู่ที่ 157 ล้านบาท (-10.4% YoY, -32.6% QoQ) โดยการลดลงมาก QoQ เป็นผลมาจากการประหยัดค่าใช้จ่ายขนส่งทางเรือที่ลดลงตามสัดส่วนขายผ่านการส่งออกที่ลดลง
- รายการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากการขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงตามการทำสัญญาขายล่วงหน้าดอลลาร์ โดยค่าเงินบาทมีการอ่อนตัวเร็วช่วงปลายเดือน มี.ค. หากค่าเงินบาทในช่วง 2Q26E เคลื่อนไหวต่ำกว่า 32.6 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ บริษัทจะมีการบันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนคืนกลับมา
- ราคาขายในประเทศที่ปรับตัวขึ้นแข็งแกร่ง 20-35% YTD โดยเฉพาะจากสถานการณ์อิหร่าน น่าจะเป็นผลบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วง 2Q-3Q26E ขณะที่ผลกระทบด้านต้นทุนค่อนข้างจำกัด โดยเป็นในส่วนของค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้น ซึ่งการส่งออกคิดเป็นราว 30% ของปริมาณขายของบริษัท และค่าใช้จ่ายน้ำมันดีเซลที่ใช้ในกระบวนการผลิตอยู่ที่ปีละเพียง 20 กว่าล้านบาท
- สำหรับแนวโน้มปี 2026E เราคาดว่ากำไรปกติทั้งปี 1,889 ล้านบาท (+15.6% YoY) โดยมองว่าผลการดำเนินงานจะค่อย ๆ เติบโตขึ้นตั้งแต่ช่วง 2Q26E ตามเป้าหมายการขยายปริมาณการขายสู่ระดับ 5 แสนตัน และแนวโน้มขาขึ้นของราคาขายน่าจะสนับสนุนอัตราการทำกำไรของบริษัท

Figure 1: NER's 1Q26E earnings preview

Profit and Loss (Btmn)									
Year-end Dec. 31	1Q25	4Q25	1Q26E	% YoY	% QoQ	2025	2026E	% YoY	YTD (% 26E)
Revenue	8,698	7,231	6,870	(21.0)	(5.0)	30,240	32,060	6.0	21.4
Cost of sales and services	(7,775)	(6,626)	(6,251)	24.4	6.0	(27,314)	(28,887)	(5.4)	21.6
Gross profit	923	605	618	(33.0)	2.2	2,927	3,173	8.4	19.5
SG&A	(175)	(233)	(157)	11.6	48.3	(704)	(785)	(10.4)	20.0
EBITDA	811	436	524	(35.4)	20.2	2,477	2,677	8.1	19.6
Interest expenses	(139)	(135)	(132)	5.5	1.9	(548)	(444)	23.5	29.7
Equity income	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other income/exp.	3	9	5	45.3	(44.9)	19	20	5.4	24.5
Non-controlling interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net profit	609	395	234	(61.5)	(40.7)	1,885	1,889	0.3	12.4
Core net profit	595	212	294	(50.5)	39.0	1,634	1,889	15.6	15.6
Reported EPS (Bt)	0.33	0.21	0.13	(61.5)	(40.7)	1.02	1.02	0.3	12.4
Gross margin (%)	10.6	8.4	9.0			9.7	9.9		
EBITDA margin (%)	9.3	6.0	7.6			8.2	8.4		
Net margin (%)	7.0	5.5	3.4			6.2	5.9		

Sources: NER, KTX Research

FINANCIAL SUMMARY

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PROFIT & LOSS (Btmn)						
Revenues	25,045	27,448	30,240	32,060	42,053	43,496
Cost of sales and service	(22,232)	(24,669)	(27,314)	(28,887)	(38,102)	(39,384)
Gross profit	2,813	2,780	2,927	3,173	3,952	4,111
SG&A	(719)	(601)	(704)	(785)	(1,030)	(1,066)
EBITDA	2,305	2,430	2,477	2,677	3,310	3,459
Depreciation & amortization	199	232	235	269	368	392
EBIT	2,107	2,198	2,242	2,408	2,942	3,067
Interest expense	(440)	(469)	(548)	(444)	(379)	(328)
Equity income	0	0	0	0	0	0
Other income / exp.	12	19	19	20	21	21
EBT	1,667	1,729	1,694	1,964	2,563	2,739
Corporate tax	(84)	(55)	(60)	(75)	(98)	(105)
Non-controlling interest	0	0	0	0	0	0
Extra Items	(37)	(21)	250	0	0	0
Net profit	1,546	1,652	1,885	1,889	2,465	2,634
Reported EPS	0.84	0.89	1.02	1.02	1.33	1.43
Fully diluted EPS	0.84	0.89	1.02	1.02	1.33	1.43
Core net profit	1,582	1,673	1,634	1,889	2,465	2,634
Core EPS	0.86	0.91	0.88	1.02	1.33	1.43
Dividend (Bt)	0.34	0.36	0.31	0.31	0.53	0.57
BALANCE SHEET (Btmn)						
Cash and equivalents	61	221	60	284	481	585
Accounts receivable	690	805	916	971	1,274	1,318
Inventories	13,842	16,213	17,029	17,910	17,500	18,089
PP&E-net	424	479	465	465	465	465
Total assets	16,839	19,457	20,005	21,983	21,997	22,362
ST debt & current portion	4,015	5,214	5,545	6,146	5,599	6,220
Account payable	214	247	243	257	339	350
Long-term debt	5,067	5,399	4,465	4,506	3,506	1,658
Total liabilities	9,371	10,969	10,298	10,953	9,489	8,273
Non-controlling interest	0	0	0	0	0	0
Shareholder equity	7,469	8,488	9,707	11,030	12,509	14,089
CASH FLOW (Btmn)						
Net profit	1,546	1,652	1,885	1,889	2,465	2,634
Depreciation & amortization	199	232	235	269	368	392
Change in working capital	(1,794)	(2,444)	(860)	(922)	189	(621)
FX, non-cash adjustment & others	417	491	382	(0)	(0)	(0)
Cash flow from operations	367	(68)	1,641	1,237	3,022	2,405
Capex (Invest)/Divest	(246)	(145)	(110)	(1,088)	(292)	(20)
Others	(69)	(56)	14	0	0	0
Cash flow from investing	(309)	(196)	28	(1,088)	(292)	(20)
Debt financing (repayment)	(285)	1,550	(624)	641	(1,546)	(1,227)
Equity financing	0	0	(0)	0	0	0
Dividend payment	(665)	(628)	(665)	(567)	(986)	(1,054)
Others	(443)	(497)	(64)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,393)	424	(1,831)	75	(2,532)	(2,281)
Net change in cash	(1,335)	160	(161)	224	197	104
Free cash flow	52	(269)	1,545	149	2,730	2,385
FCF per share (Bt)	0.03	(0.15)	0.84	0.08	1.48	1.29
PROFITABILITY						
Revenue growth (%)	(0.5)	9.6	10.2	6.0	31.2	3.4
EBITDA growth (%)	(8.0)	5.4	2.0	8.1	23.6	4.5
EPS growth (%)	(11.6)	6.9	14.0	0.3	30.5	6.9
Gross margin (%)	11.2	10.1	9.7	9.9	9.4	9.5
EBITDA margin (%)	9.2	8.9	8.2	8.4	7.9	8.0
Operating margin (%)	8.4	8.0	7.4	7.5	7.0	7.1
Net margin (%)	6.2	6.0	6.2	5.9	5.9	6.1
Core profit margin (%)	6.3	6.1	5.4	5.9	5.9	6.1
Effective tax rate (%)	5.1	3.2	3.5	3.8	3.8	3.8
FINANCIAL QUALITY						
Net debt (Cash) (Btmn)	9,020	10,392	9,950	10,368	8,624	7,293
Net debt to equity (x)	1.21	1.22	1.02	0.94	0.69	0.52
Interest coverage (x)	4.8	4.7	4.1	5.4	7.8	9.3

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 MK, XPG, SAV, CI

เป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ใน INET, TIDLOR, SSP

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ต่อสาธารณะ โดยอยู่บนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่พิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ มิอาจรับรองความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าวได้ บทความวิเคราะห์ และความคิดเห็นที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการ และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า จึงมีอาจถือเป็นการชักชวน หรือเสนอแนะในการซื้อ/ขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาการลงทุน 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

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

คำแนะนำของกลุ่มอุตสาหกรรม

มากกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดอย่างน้อย 10% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

เท่ากับตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

ต่ำกว่าตลาด: คาดอุตสาหกรรมจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในระยะ 12 เดือนข้างหน้า