

บริษัท นอร์ทอีส รับเบอร์ จำกัด (มหาชน) (NER)

ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางพาราของไทยที่กำลังเติบโตอย่างก้าวกระโดด

บริษัท นอร์ทอีส รับเบอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางพาราของคนไทย ที่มีศักยภาพการเติบโตในอนาคต ด้วยจุดแข็งจากการมีห้องวิจัยของตนเองและใช้วัตถุดิบในประเทศไทยซึ่งเป็นผู้ผลิตยางพารารายใหญ่และคุณภาพดีของโลก ขณะที่ยอดขายมีแนวโน้มดีตามการเติบโตของอุตสาหกรรมยานยนต์ในตลาดโลก เราประเมินการเติบโตของกำไรสุทธิเฉลี่ย 4 ปี คือตั้งแต่ปี 2561-2564 ที่ 46% ต่อปี โดยมาจากการขยายกำลังการผลิตเป็นหลัก ประเมินราคาพื้นฐานปี 2562 ที่ 3.90 บาท

ประเด็นการลงทุน

- **ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางพาราของคนไทย ที่มีศักยภาพการเติบโตในอนาคต** บริษัทมีจุดแข็งจากการมีห้องวิจัยของตนเองทำให้สามารถทำการวิเคราะห์คุณภาพของผลิตภัณฑ์ก่อนจำหน่ายได้ด้วยตนเอง อีกทั้งใช้วัตถุดิบในประเทศไทยซึ่งเป็นผู้ผลิตยางพารารายใหญ่และคุณภาพดีของโลก ขณะที่ยอดขายมีแนวโน้มดีตามการเติบโตของอุตสาหกรรมยานยนต์ในตลาดโลก
- **แผนเพิ่มกำลังการผลิตจะสนับสนุนการเติบโตของผลกำไร** บริษัทมีแผนเพิ่มกำลังการผลิตยางผสมและยางแท่งเป็น 2 เท่าตัวจากปัจจุบัน ภายในปี 2563 เนื่องจากเล็งเห็นถึงศักยภาพด้านการขยายตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ในตลาดโลก โดยเฉพาะการส่งออกไปยังประเทศจีนที่มีความต้องการใช้ยางพาราจากไทยเพิ่มมากขึ้น
- **แนวโน้มกำไรในอนาคตขยายตัวสูง** เราประเมินกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 4 ปี คือตั้งแต่ปี 2561-2564 ที่ 46% โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักจากการขยายกำลังการผลิต
- **กำหนดราคาพื้นฐานปี 2562 ที่ 3.90 บาท:** โดยคิดที่ PE ปี 2562 ที่ 12 เท่า ซึ่งเท่ากับ -0.5 SD ของค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง 5 ปีของบริษัทคู่แข่งได้แก่ STA

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Net turnover	6,185	9,877	8,809	12,297	18,980
EBITDA	275	558	662	909	1,430
Operating profit	213	483	592	837	1,356
Net profit (rep./act.)	10	224	333	498	858
Net profit (adj.)	10	224	333	498	858
EPS (Bt)	0.01	0.24	0.22	0.32	0.56
PE (x)	NA	NA	18.1	12.1	7.0
P/B (x)	NA	NA	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	NA	NA	9.3	7.8	5.7
Dividend yield (%)	NA	NA	2%	3%	6%
Net margin (%)	0%	2%	4%	4%	5%
Net debt/(cash) to equity (%)	6.0	5.4	0.8	0.7	0.8
Interest cover (x)	1.1	1.9	2.8	3.9	4.8
ROE (%)	2%	34%	17%	15%	23%

Source: NER, UOB Kay Hian

ข้อมูลพื้นฐานหลักทรัพย์

ราคาพื้นฐาน 3.90 บาท
 เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET

รายละเอียดการเสนอขายหลักทรัพย์

จำนวนหุ้น IPO	600	ล้านบาท
จำนวนหุ้นหลัง IPO	1,540	ล้านบาท
จำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมด	600	ล้านบาท
ราคาพาร์	0.50	บาท/หุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

1 นายชวิทย์ จึงธนสมบูรณ์	60.05	%
2 นายรินทร์ จึงธนสมบูรณ์	0.44	%
3 นางภณิดา จึงธนสมบูรณ์	0.29	%
4 นางชুম จึงธนสมบูรณ์	0.26	%
5 ประชาชนทั่วไป	38.96	%

นโยบายจ่ายเงินปันผล

ไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักเงินสำรองต่าง ๆ ทุกประเภทที่กฎหมายและบริษัทกำหนด

UOB Kay Hian อาจเป็นผู้ร่วมจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นของ NER โดยมีระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ในช่วง วันที่ 6 ตุลาคม 2561 จนถึงวันจองวันสุดท้าย

นักวิเคราะห์

ธัญญา สุทธิปราโมชานนท์

02-659-8031

thunya@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่มีปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

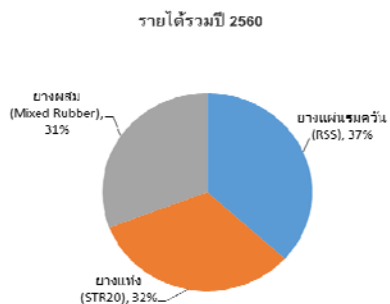
บริษัท นอร์ทอีส ริปเบอร์ จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet: RSS) ยางแท่ง (Standard Thai Rubber: STR) และยางผสม (Mixtures Rubber) เพื่อจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มผู้ค้าคนกลาง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ อาทิ จีน สิงคโปร์ ส่องกง และมาเลเซีย เป็นต้น ซึ่งบริษัทได้รับอนุญาตเป็นผู้ผลิตและส่งออกยางพาราไปยังนอกราชอาณาจักร

บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายสินค้าในประเทศต่อต่างประเทศ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ ร้อยละ 60: ร้อยละ 40 ของรายได้จากการขายสินค้า

กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่บริษัทผลิตและจำหน่าย สามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทหลัก ได้ดังนี้

1. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแผ่นรมควัน (Ribbed Smoked Sheet: RSS) เป็นผลิตภัณฑ์ยางแผ่นดิบที่ใช้น้ำยางสดเป็นวัตถุดิบ นำมาผ่านกระบวนการผลิตและการรมควัน ซึ่งสามารถแบ่งชั้นตามคุณภาพของยางแต่ละแผ่นออกเป็น 6 ประเภท ได้แก่ ยางแผ่นรมควัน RSSชั้นพิเศษ RSSชั้น 1 RSSชั้น2 RSSชั้น3 RSSชั้น4 RSSชั้น5 ซึ่งสามารถนำไปเป็นวัตถุดิบสำคัญของผลิตภัณฑ์หลากหลาย อาทิ ยางล้อรถยนต์ สายพาน ท่อน้ำ อะไหล่รถยนต์ เป็นต้น โดยบริษัทจำหน่ายเพียงยางแผ่นรมควัน RSSชั้น2 RSSชั้น3 RSSชั้น4 RSSชั้น5 ซึ่งจะนำมาอัดก้อนและจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นส่วนใหญ่
2. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางแท่ง (Standard Thai Rubber: STR) เป็นผลิตภัณฑ์ยางแท่ง (Block Rubber) หรือ มาตรฐานยางแท่งที่เรียกว่า Standard Thai Rubber (STR) ซึ่งใช้น้ำยางสดและยางแท่งเป็นวัตถุดิบในการผลิต โดยแบ่งตามคุณภาพของยางออกเป็น 8 ประเภท ได้แก่ ยางแท่ง STRXL STR5L STR5 STR5CV STR10 STR10CV STR20 และ STR20CV ส่วนใหญ่จะนำไปใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิตยางยานพาหนะ ซึ่งบริษัทจำหน่ายเพียงยางแท่ง STR20 และจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์ โดยยางแท่งมีการกำหนดคุณภาพเป็นมาตรฐานดีกว่ายางแผ่นรมควันและมีใบรับรองคุณภาพรองรับ
3. กลุ่มผลิตภัณฑ์ยางผสม (Mixtures Rubber) ผลิตภัณฑ์ยางผสม (Mixtures Rubber) หรือผลิตภัณฑ์ยางคอมปาว์น (Compound Rubber) เป็นผลิตภัณฑ์ยางธรรมชาติที่มีส่วนของยางและสารเคมีต่างๆ โดยสามารถนำไปประกอบการผลิตได้หลายผลิตภัณฑ์ อาทิ ยางล้อ ถู่มือยาง ถูยางอนามัย และยางรัดซอง เป็นต้น ซึ่งบริษัทจะผลิตและนำมาอัดเป็นแท่ง และจำหน่ายไปยังผู้ผลิตในอุตสาหกรรมยางยนต์

รูปที่ 1: โครงสร้างรายได้ของบริษัทในปี 2560



Source: NER

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

NER เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน 600 ล้านหุ้น (มูลค่าที่ตราไว้ (พาร์) 0.50 บาท/หุ้น) คิดเป็น 38.96% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนี้

รูปที่ 2 : โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลังการระดมทุน

รายชื่อ	ก่อนเสนอขายหุ้น IPO		หลังเสนอขายหุ้น IPO	
	จำนวนหุ้น (หุ้น)	สัดส่วน (%)	จำนวนหุ้น (หุ้น)	สัดส่วน (%)
1. กลุ่มนายชูวิทย์ จິงธนสมบูรณ	929,260,000	98.86	929,260,000	60.34
1.1 นายชูวิทย์ จິงธนสมบูรณ	924,780,000	98.38	924,780,000	60.05
1.2 นางภนิดา จິงธนสมบูรณ	4,480,000	0.48	4,480,000	0.29
3. นายนรินทร์ จິงธนสมบูรณ	6,710,000	0.71	6,710,000	0.44
4. นางชুম จິงธนสมบูรณ	4,030,000	0.43	4,030,000	0.26
จำนวนหุ้นรวมก่อน IPO	940,000,000	100.00	940,000,000	61.04
เสนอขายประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)	-	-	600,000,000	38.96
จำนวนหุ้นรวมหลัง IPO	940,000,000	100.00	1,540,000,000	100.00

Source: NER

วัตถุประสงค์การระดมทุน/โครงการในอนาคต

รูปที่ 3 : วัตถุประสงค์การใช้เงิน

วัตถุประสงค์การใช้เงิน	ระยะเวลาที่ใช้เงินโดยประมาณ
1. ใช้เป็นเงินทุนในการก่อสร้างโรงงานใหม่ สำหรับผลิตภัณฑ์ยางแท่ง และยางผสม	ภายในปี 2563
2. ใช้เป็นเงินทุนสำหรับดำเนินการปรับปรุงเครื่องจักรเพื่อเพิ่มกำลังการผลิต	ภายในปี 2562
3. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ	ภายในปี 2562

Source: NER

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ภาวะอุตสาหกรรม**ภาพรวมอุตสาหกรรมยางพารา**

ปริมาณการผลิตยางแปรรูปขั้นต้นและยางรถยนต์ ปี 2560 เพิ่มขึ้นจากปี 2559 ตามการขยายตัวของ การส่งออก โดยเฉพาะในตลาดจีนและสหรัฐอเมริกา สำหรับปริมาณการผลิตถุงมือยางปรับตัวลดลงเล็กน้อย แม้ว่าตลาดทั้งในและต่างประเทศจะมีการขยายตัวที่ดี โดยการผลิตรูปขั้นต้น และยางรถยนต์ เพิ่มขึ้นจากปี 2559 ร้อยละ 9.37 และ 0.37 ตามลำดับ และสำหรับปี 2561 คาดการณ์ว่าการผลิตรูปขั้นต้น ยางรถยนต์ และถุงมือยาง จะยังขยายตัวได้ตามแนวโน้มการขยายตัวของตลาดต่างประเทศ โดยเฉพาะจีน ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักในสินค้ายางแปรรูปขั้นต้น และสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักในสินค้ายางรถยนต์และถุงมือยางของไทย

การผลิต

ภูมิภาคเอเชียเป็นแหล่งผลิตรูปขั้นต้นที่สำคัญของโลก โดยคิดเป็นร้อยละ 90 ของผลผลิตรูปขั้นต้นทั่วโลก ซึ่งในปี 2560 ประเทศไทยเป็นประเทศที่มีผลผลิตรูปขั้นต้นยางพาราเป็นอันดับ 1 ของโลก คิดเป็นประมาณร้อยละ 35.90 ของผลผลิตโลก อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการลงทุนพัฒนาอุตสาหกรรมปลายน้ำสำหรับยางพาราของไทยยังมีไม่มากนัก ทำให้ผลผลิตรูปขั้นต้นของไทยกว่าร้อยละ 85 ถูกส่งออกไปยังฐานการผลิตผลิตภัณฑ์ยางในต่างประเทศ ในขณะที่การใช้ผลิตภัณฑ์ยางแปรรูปขั้นต้นในประเทศมีเพียงร้อยละ 15 ทั้งนี้ ในกระบวนการผลิตรูปขั้นต้นของไทยส่วนใหญ่เป็นน้ำยางสด ซึ่งเป็นวัตถุดิบในการผลิตผลิตภัณฑ์ยางแปรรูปขั้นต้นได้ทุกประเภท ต่างจากอินโดนีเซียและมาเลเซียที่ผลิตรูปขั้นต้นด้วยยางก้อนถ้วยเป็นหลัก จึงเน้นการผลิตไปที่ยางแท่ง สำหรับโครงสร้างผลิตภัณฑ์ยางแปรรูปขั้นต้นของไทย มีการผลิตรูปขั้นต้นสูงสุด โดยในปี 2560 มีสัดส่วนประมาณร้อยละ 45 ของปริมาณการผลิตทั้งหมดของไทย สาเหตุจากอุตสาหกรรมยานยนต์เปลี่ยนมาใช้ยางแท่งเป็นวัตถุดิบแทนยางแผ่นรมควันมากขึ้น เนื่องจากคุณภาพของยางแท่งมีความสม่ำเสมอมากกว่ายางแผ่น จากการผ่านการทดสอบตามหลักวิชาการ หนึ่งผลผลิตรวมยางพาราทั้งประเทศในปี 2560 คือ 4.51 ล้านตัน มาจากภาคใต้มากที่สุดที่ 2.94 ล้านตัน และภาคตะวันออกเฉียงเหนือรองลงมาที่ 0.95 ล้านตัน ที่เหลือเป็นภาคกลางและภาคเหนือที่ 0.47 ล้านตัน และ 0.15 ล้านตัน ตามลำดับ

การส่งออก

ตลาดส่งออกยางพาราที่สำคัญของประเทศไทย คือ ประเทศจีน ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 50 ของมูลค่าการส่งออกยางพารารวม รองลงมาได้แก่ ประเทศมาเลเซีย ประเทศญี่ปุ่น และประเทศเกาหลีใต้ โดยมีสัดส่วนร้อยละ 13 ร้อยละ 8 และร้อยละ 5 ตามลำดับ ปัจจุบันประเทศไทยเป็นผู้ส่งออกน้ำยางข้นและยางแผ่นรมควัน เป็นอันดับ 1 ของโลก ซึ่งมีส่วนแบ่งการตลาดร้อยละ 75.80 และร้อยละ 62.90 ของมูลค่าการส่งออกยางของโลก ตามลำดับ ส่วนการส่งออกยางแท่งประเทศไทยส่งออกรองจากประเทศอินโดนีเซียเป็นลำดับที่สอง โดยมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ที่ร้อยละ 27.50 และสำหรับยางผสม ประเทศไทยมีส่วนแบ่งการตลาดอยู่ที่เพียงร้อยละ 5.70 ของมูลค่าการส่งออกยางของโลก

ราคายางพารา

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อุตสาหกรรมยางพาราโลกเผชิญแรงกดดันจากราคายางพาราธรรมชาติที่เป็นขา ลงอย่างต่อเนื่อง จากระดับราคาเฉลี่ยสูงสุดที่ 190.03 บาทต่อกก. ในเดือน ก.พ.2554 มาที่เฉลี่ยประมาณ 52-55 บาทต่อกก. ในปัจจุบัน อ้างอิงจากราคายางแผ่นรมควันชั้น 3 ซึ่งใช้เป็นราคาอ้างอิงของอุตสาหกรรม สาเหตุมาจากอุปสงค์เติบโตชะลอลง เนื่องจากยางพาราทั่วโลกราว 3 ใน 4 ส่วน ถูกใช้เป็นที่ วัตถุดิบในอุตสาหกรรมล้อยาง ซึ่งที่ผ่านมาความต้องการใช้ล้อยางของโลกเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวตาม อุตสาหกรรมยานยนต์โลกที่โตเฉลี่ย 2-4% ต่อปี (ที่มา: LMC International) เนื่องจากที่ผ่านมาการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกมีความประปราย ทำให้ความต้องการยางพาราไม่สูงมากนัก อย่างไรก็ตามแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่เป็นบวกมากขึ้นในอนาคต ประกอบกับแนวโน้มราคาน้ำมันที่จะเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ผลิตรูปแปรรูปรับ สัดส่วนการใช้ยางสังเคราะห์ลดลง เพราะต้นทุนสูงขึ้น อีกทั้งการที่ในปีประชุมสมัชชาประจำปี 2559 ของ สมาคมผู้ผลิตรูปแปรรูปธรรมชาติ ณ ประเทศอินโดนีเซีย มีข้อตกลงกันว่า ประเทศสมาชิกต้องใช้ยางธรรมชาติใน การสร้างถนนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของถนนที่สร้างใหม่ และซ่อมแซมในช่วง 3 ปีแรก และเพิ่มเป็นร้อยละ 100 ภายใน 5 ปี จะทำให้ความต้องการใช้ยางพาราเพิ่มขึ้น และส่งผลบวกต่อการเพิ่มขึ้นของราคายางใน อนาคต

ประเด็นการลงทุน

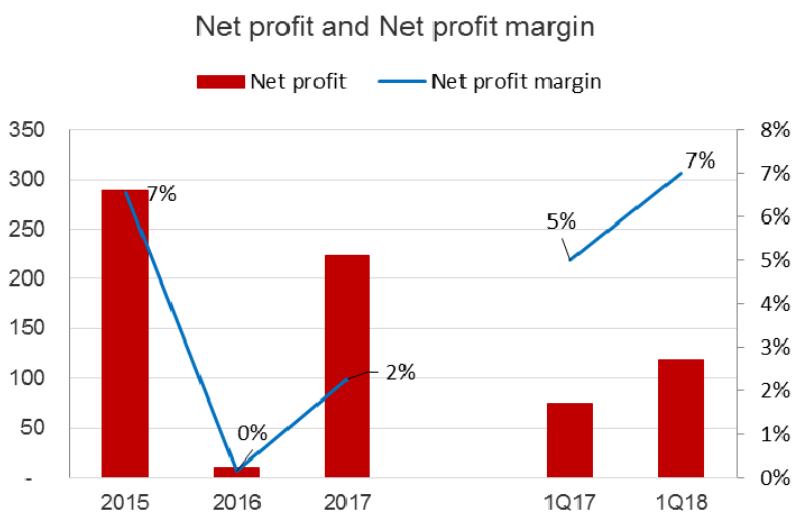
ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางพาราของคนไทย ที่มีศักยภาพการเติบโตในอนาคต บริษัทมีจุดแข็งจากการมีห้องวิจัยของตนเอง ทำให้สามารถทำการวิเคราะห์คุณภาพของผลิตภัณฑ์ก่อนจำหน่ายได้ด้วยตนเอง อีกทั้งบริษัทมีการควบคุมคุณภาพในทุกขั้นตอน ทำให้ที่ผ่านมาบริษัทไม่เคยได้รับการร้องเรียนเรื่องคุณภาพของผลิตภัณฑ์ นอกจากนี้บริษัทยังใช้วัตถุดิบในประเทศไทยซึ่งเป็นผู้ผลิตยางพารารายใหญ่และคุณภาพดีของโลก ขณะที่ยอดขายมีแนวโน้มดีตามการเติบโตของอุตสาหกรรมยานยนต์ในตลาดโลก

แผนเพิ่มกำลังการผลิตจะสนับสนุนการเติบโตของผลกำไร บริษัทมีแผนเพิ่มกำลังการผลิตอย่างผสมด้วยการปรับปรุงเครื่องจักร โดยจะเพิ่มขึ้น 60,000 ตันต่อปี และเพิ่มกำลังการผลิตอย่างอัตโนมัติและอย่างผสม จากการสร้างโรงงานแห่งใหม่ โดยจะเพิ่มขึ้น 172,800 ตันต่อปีภายในปี 2563 รวมกำลังการผลิตทั้งหมดจะเป็น 465,600 ตันต่อปีภายในปี 2563 ซึ่งเพิ่มขึ้นเป็น 2 เท่าตัวจากกำลังการผลิตเดิมที่ 232,800 ตันต่อปีในปี 2561 ทั้งนี้บริษัทเชื่อมั่นว่ากำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่มศักยภาพของบริษัทให้สามารถรับคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหญ่ต่างๆ จากประเทศจีนได้เพิ่มเติมมากขึ้นในอนาคต

กำไรสุทธิใน 3 เดือนปีนี้ดีขึ้น yoy กำไรสุทธิใน 3 เดือนแรกปีนี้อยู่ที่ 119 ล้านบาท ดีขึ้นจาก 75 ล้านบาทใน 3 เดือนแรกของปี 2560 เป็นผลจากในปีก่อนมีการปรับนโยบายทางด้านงบลงทุนจากเดิมแบบ FIFO เป็น Average cost ประกอบกับการมีสินค้าคงคลังต้นทุนสูงเข้ามาในช่วงเวลาดังกล่าว ขณะที่ในปี 2561 ทางบริษัทไม่เหลือสินค้าคงคลังต้นทุนสูงดังกล่าวแล้ว ทั้งนี้คาดว่ากำไรสุทธิทั้งปีในปี 2561 จะเติบโตขึ้น 48%yoy

แนวโน้มกำไรในอนาคตขยายตัวสูง เราประเมินกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 4 ปี คือ ตั้งแต่ปี 2561-2564 ที่ 46% โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักมาจากยอดขายที่เติบโตจากการเพิ่มกำลังการผลิต รวมทั้งการขยายตัวขึ้นเล็กน้อยของอัตรากำไรขั้นต้นจากการแปลลดต้นทุนค่าไฟฟ้า ด้วยโครงการผลิตแก๊สชีวภาพจากพืชพลังงาน และความสามารถในการกำหนดราคาขายสินค้าแบบ Cost Plus Margin

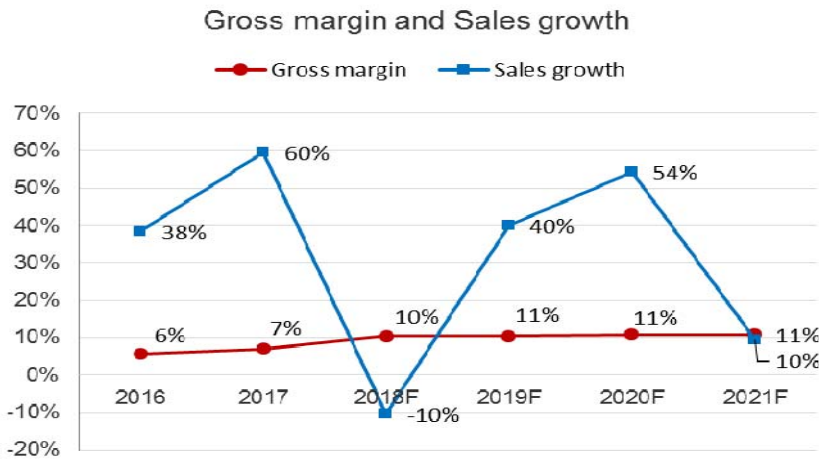
รูปที่ 4: กำไรสุทธิในระยะเวลาต่าง ๆ



Source: NER

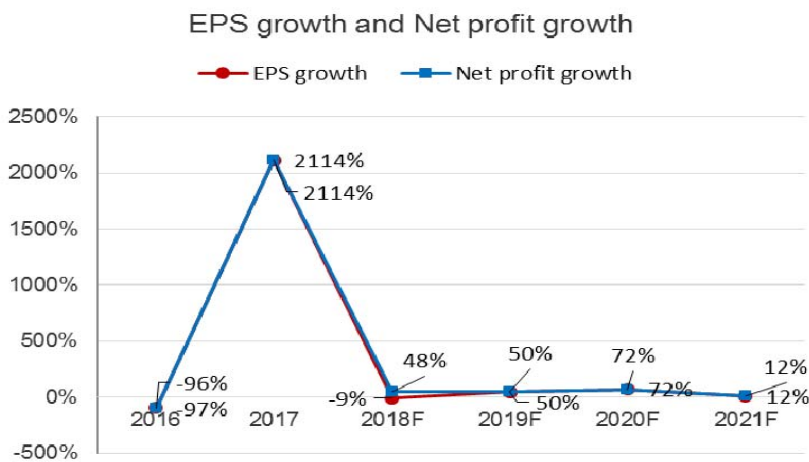
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 5 : อัตรากำไรขั้นต้นและการเติบโตของยอดขาย



Source: NER, UOB Kay Hian

รูปที่ 6 : การเติบโตของกำไรสุทธิรายปี



Source: NER, UOB Kay Hian

รูปที่ 7 : ผลิตภัณฑ์ต่างๆของบริษัท



Source: NER

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การกำหนดมูลค่า

กำหนดราคาพื้นฐานปี 2562 ที่ 3.90 บาท

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ **NER** ปี 2562 อยู่ที่หุ้นละ **3.90** บาท/หุ้น บน PE ปี 2562 ที่ 12 เท่า ซึ่งเท่ากับ **-0.5SD** ของค่าเฉลี่ย PE ย้อนหลัง **5** ปีของ **STA** ซึ่งเป็นบริษัทที่ทำธุรกิจลักษณะเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์ **SET** แต่มีรายได้ที่สูงกว่า **NER**

รูปที่ 8: กำลังการผลิตสูงสุดของ NER และ STA

บริษัท	ยางแผ่นรมควัน	ยางแท่ง	ยางผสม	หมายเหตุ
1.บริษัท ศรีตรัง แอสโตรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)	209,921 ตัน/ปี	1,992,900 ตัน/ปี		มีการจำหน่าย สินค้านี้ไปยัง และถุงมือยาง
2.บริษัท นอร์ท อีสท์ รีบเบอร์ จำกัด (มหาชน)	60,000 ตัน/ปี	172,800 ตัน/ปี		

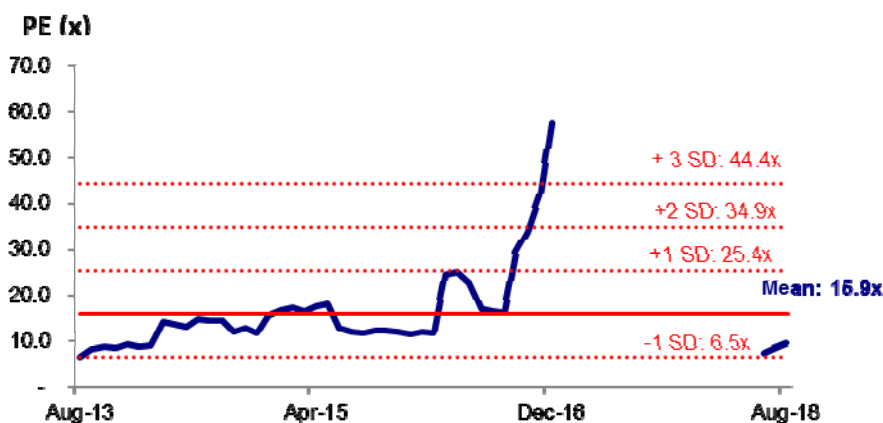
Source: NER, STA

รูปที่ 9 : เปรียบเทียบ NER และ STA

	2560	NER	STA
รายได้รวม (ล้านบาท)		9,877	91,267
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)		224	-1,437
อัตรากำไรขั้นต้น		7%	5%
อัตรากำไรสุทธิ		2%	NM
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์		5%	NM
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น		34%	NM

Source: SET Smart, NER, UOB Kay Hian

รูปที่ 10 : ราคาหุ้น และ PE band ของ STA ย้อนหลัง 5 ปี



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอชเอ็น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้ถูกประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ประเด็นความเสี่ยง

(1) ความเสี่ยงจากราคายางพาราผันผวนไปตามราคาตลาดโลก

บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากยางธรรมชาติและการแปรรูปยางพารา ซึ่งวัตถุดิบที่สำคัญที่ใช้ในการผลิตได้แก่ ยางพารา ซึ่งเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity) มีความผันผวนของราคาตามราคาตลาดโลก และราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ดังกล่าวถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานของยางธรรมชาติ ซึ่งปัจจัยที่มีผลต่อราคายางพารามีหลายปัจจัย เช่น การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์และอุปทานของยางธรรมชาติ ปัจจัยของราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้ผลิตยางสังเคราะห์และเป็นสินค้าทดแทนยางพารา ปัจจัยการเก็งกำไรราคา ยาง และปัจจัยนโยบายภาครัฐบาล ทั้งนี้บริษัทมีการติดตามราคายางในตลาดโลกและตลาดกลางในประเทศอย่างใกล้ชิด เพื่อหาราคาเหมาะสมในการซื้อ และการตั้งราคาจำหน่ายสินค้า ซึ่งบริษัทสามารถลดความเสี่ยงในประเด็นดังกล่าว สำหรับการซื้อขายแบบครั้งเดียว (Spot) เนื่องจากมีนโยบายควบคุมต้นทุนและกำหนดราคาขายสินค้าแบบ Cost Plus Margin ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถบริหารต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และบริษัทยังมีนโยบายจัดเก็บวัตถุดิบให้เพียงพอต่อการวางแผนการผลิต เพื่อส่งมอบสินค้าให้ลูกค้าตรงตามกำหนดเวลา โดยบริษัทมีการสั่งซื้อวัตถุดิบขั้นต้นสำหรับการผลิตเป็นระยะเวลา 3-5 เดือนล่วงหน้า เพื่อป้องกันความเสี่ยงในการขาดแคลนวัตถุดิบของบริษัท นอกจากนี้ บริษัทไม่มีการซื้อขายในตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้า (Commodity Future Exchange) จึงทำให้บริษัทไม่ได้รับผลกระทบจากการเก็งกำไรและความผันผวนของราคาในตลาดสินค้านี้ดังกล่าว

(2) ความเสี่ยงจากการไม่ได้ทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับลูกค้าบางราย และความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าไม่ปฏิบัติตามสัญญา

เนื่องจากบริษัทมีการทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับลูกค้ารายสำคัญเท่านั้น สำหรับลูกค้าของบริษัทส่วนใหญ่ยังเป็นกลุ่มลูกค้าที่ซื้อขายสินค้ากับบริษัทเป็นครั้งเดียว (Spot) โดยไม่ได้จัดทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกันในระยะยาวเป็นลายลักษณ์อักษร แต่มีลักษณะเป็นการออกใบสั่งขาย (Sales Order) และจัดทำสัญญาซื้อขาย (Sales Contract) เป็นครั้ง ๆ ภายหลังจากตกลงซื้อ-ขาย กันเท่านั้น ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในกรณีที่ลูกค้ายกเลิกการสั่งซื้อ หรือลดปริมาณการสั่งซื้ออย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้บริษัทยังมีความเสี่ยงจากการที่ลูกค้าไม่ปฏิบัติตามสัญญา หากราคายางในตลาดมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่มีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้เกิดเหตุการณ์ที่ลูกค้าไม่ชำระเงินเพื่อรับสินค้าตามสัญญา ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม หากมีการยกเลิกการสั่งซื้อสินค้า บริษัทสามารถนำสินค้าไปจำหน่ายให้กับลูกค้ารายอื่นได้ เนื่องจากเป็นสินค้าที่ไม่ได้มีการกำหนดลักษณะโดยเฉพาะ ทำให้สินค้าทุกประเภทสามารถจำหน่ายได้ทั้งหมด จากข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา พบว่าลูกค้ารายต่าง ๆ มีประวัติการซื้อขายจากบริษัทอย่างต่อเนื่องเรื่อยมา และในปี 2559 บริษัทมีหนี้สูญเท่ากับ 4.26 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 0.64 ของลูกหนี้การค้า ซึ่งจะเห็นได้ว่าเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับรายได้ พร้อมกับบริษัทยังกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทที่จะขยายตลาดให้ครอบคลุมทั้งในประเทศและต่างประเทศมากขึ้น

(3) ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

บริษัทส่งออกไปยังต่างประเทศหลายประเทศ อาทิ จีน สิงคโปร์ มาเลเซีย ฮองกง เป็นต้น โดยในปี 2558-2560 และไตรมาสที่ 1 ปี 2561 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายสินค้าไปยังต่างประเทศ คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 43 ร้อยละ 41 ร้อยละ 40 และร้อยละ 34 ของรายได้จากการขายตามลำดับ ซึ่งบริษัทมีการจำหน่ายสินค้าในสกุลเงินเหรียญสหรัฐ และสกุลเงินยูโร เป็นสำคัญ หากมีการเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทไปในทิศทางที่แข็งค่าขึ้น บริษัทอาจได้รับผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญด้านรายรับจากการขายสินค้าได้ อย่างไรก็ดี บริษัทมีนโยบายการบริหารความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยการทำ Forward Contract ไม่น้อยกว่าร้อยละ 70 ของยอดขายต่างประเทศ เพื่อป้องกันความเสี่ยงในประเด็นดังกล่าว

Financial table

NER	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Financial ratio							
Gross margin	14%	6%	7%	10%	11%	11%	11%
Net margin	6%	0%	2%	4%	4%	5%	5%
ROE	0%	2%	34%	17%	15%	23%	22%
ROA	0%	0%	5%	6%	8%	12%	12%
Debt/Equity	5.55	5.97	5.41	0.75	0.69	0.77	0.68
Income Statement (Btm)							
Total revenue	4,418	6,185	9,877	8,809	12,297	18,980	20,785
Total expense	3,965	5,972	9,394	8,217	11,460	17,624	19,290
EBIT	453	213	483	592	837	1,356	1,495
Interest expense	172	195	249	208	215	284	292
EBT	281	19	234	384	623	1,072	1,204
Net profit	282	10	224	333	498	858	963
EPS (Bt/share)	0.34	0.01	0.24	0.22	0.32	0.56	0.63
DPS (Bt/share)	-	-	-	0.09	0.13	0.22	0.25
BV (Bt/share)	0.58	0.65	0.76	2.11	2.31	2.64	3.02
Balance Sheet (Btm)							
Cash and cash equivalents	0	1	25	2,269	1,326	982	1,036
Short-term investment	-	-	-	-	-	-	-
Inventories	2,374	2,531	1,784	1,386	2,144	3,021	3,307
Total current assets	2,631	3,662	4,147	5,156	5,568	6,937	7,550
Property, plant and equipment	702	877	892	922	950	976	1,001
Total non-current assets	709	883	954	985	1,013	1,039	1,063
Total assets	3,340	4,546	5,101	6,141	6,580	7,976	8,613
Short-term borrowings	2,436	3,297	3,623	2,222	2,222	2,922	2,922
Total current liabilities	2,570	3,581	4,013	2,543	2,684	3,565	3,624
Long-term debt	275	348	255	228	228	228	228
Total non-current liabilities	281	353	371	344	344	344	344
Total liabilities	2,852	3,934	4,384	2,887	3,027	3,909	3,968
Total shareholders' equity	489	611	717	3,254	3,553	4,068	4,645
Total liabilities and shareholders' equity	3,340	4,545	5,101	6,141	6,580	7,976	8,613

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยิน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน