

Global Stock Strategy



ส่องประเด็น เฟ้นหุ้นต่างประเทศ/ DR

NBIS 2Q26 ไตรอนแรง ดีมานด์ AI Cloud ยังแข็งแกร่ง

- NBIS เป็นบริษัทเทคโนโลยี ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานคลาวด์ที่ออกแบบมาเพื่อรองรับการฝึกฝนโมเดล AI, การประมวลผลข้อมูลขนาดใหญ่ และ workload อื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ AI
- NBIS รายงานรายได้ 2Q26 ที่ \$582.3m +454% YoY สูงกว่าตลาดคาดการณ์ 4.5% Adjusted EBITDA ปรับปรุงพลิกเป็นบวกที่ \$236.2m จากที่ขาดทุน \$21.0m ในปีก่อน สะท้อนว่าธุรกิจเริ่มมี operating leverage ดีขึ้นชัดเจน
- ธุรกิจ Nebius AI Cloud ซึ่งเป็นแกนหลักเติบโต +514% เป็น \$575m คิดเป็นสัดส่วนถึง 98% ของรายได้กลุ่มทั้งหมด ปัจจัยที่ขับเคลื่อนรายได้คือ capacity ที่เพิ่มเข้ามาใน 1Q26, การใช้งานที่สูงขึ้นจากประสิทธิภาพโครงสร้างพื้นฐานที่ดีขึ้น, รายได้มารจิ้นสูงจากโมเดล asset-light ใหม่, Token Factory และการเข้าซื้อกิจการล่าสุด
- เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย \$310 อ้างอิงจาก Consensus ความต้องการ AI compute ยังอยู่ในวงจรขยายตัวหลายปี โดย demand เปลี่ยนจาก training-heavy ไปสู่ inference และ enterprise ที่ต่อเนื่องและกว้างขึ้น ซึ่งส่งผลบวกต่อ NBIS

ประเด็นการลงทุน

- Nebius Group N.V. เป็นบริษัทเทคโนโลยี ให้บริการโครงสร้างพื้นฐานคลาวด์ที่ออกแบบมาเพื่อรองรับการฝึกฝนโมเดล AI, การประมวลผลข้อมูลขนาดใหญ่ และ workload อื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ AI สำหรับนักพัฒนาและบริษัทที่สร้างผลิตภัณฑ์ AI ลูกค้าหลักของ Nebius มี Microsoft, Meta, Cursor, Shopify, Cloudflare, Black Forest Labs, CentML, Prosus, World Labs และ NVIDIA
- Nebius วางตัวเองเป็น vertically integrated AI cloud platform ครอบคลุมตั้งแต่ hardware, orchestration, inference จนถึง enterprise software ไม่ใช่แค่ผู้ให้เช่า GPU ความสามารถในการ serve โมเดล เชื่อมต่อกันแน่นหนาภายในแพลตฟอร์มเดียว ทำให้ลูกค้าสามารถจัดการ AI life cycle เองทั้งหมดได้ ตั้งแต่การเทรนและ fine-tuning โมเดล ไปจนถึง inference และการนำไปใช้งาน โดยไม่ต้องพึ่งพาโครงสร้างพื้นฐานจากบุคคลที่สามที่กระจัดกระจาย เป็นจุดแข็งที่ Nebius พยายามสร้างรายได้จาก GPU ที่ปล่อยเช่าไปแล้วให้ได้มากขึ้น แทนที่จะพึ่งพาเฉพาะการเช่า compute ดิบ
- NBIS รายงานรายได้ 2Q26 ที่ \$582.3m +454% YoY สูงกว่าตลาดคาดการณ์ 4.5% Adjusted EBITDA ปรับปรุงพลิกเป็นบวกที่ \$236.2m จากที่ขาดทุน \$21.0m ในปีก่อน สะท้อนว่าธุรกิจเริ่มมี operating leverage ดีขึ้นชัดเจน Adjusted EPS อยู่ที่ \$(0.12)/หุ้น สูงกว่าตลาดคาดการณ์ถึง 83% ลดลงจากปีก่อนที่ \$(0.38)/หุ้น ซึ่งเหนือความคาดหมายอย่างมีนัยสำคัญ Annualized Run Rate Revenue (ARR)แตะ \$3bn ณ สิ้นเดือนมิถุนายน เพิ่มขึ้น +598% YoY
- ธุรกิจ Nebius AI Cloud ซึ่งเป็นแกนหลักเติบโต +514% เป็น \$575m คิดเป็นสัดส่วนถึง 98% ของรายได้กลุ่มทั้งหมด ปัจจัยที่ขับเคลื่อนรายได้คือ capacity ที่เพิ่มเข้ามาใน 1Q26, การใช้งานที่สูงขึ้นจากประสิทธิภาพโครงสร้างพื้นฐานที่ดีขึ้น, รายได้มารจิ้นสูงจากโมเดล asset-light ใหม่, Token Factory และการเข้าซื้อกิจการล่าสุด นอกจากนี้บริษัทยังย้ำว่า Capacity ขยายหมดทุกครั้งที่เปิดใช้งานใหม่ สะท้อน demand ที่ล้นเกิน supply ในไตรมาสที่ปิดดีลใหญ่กับ Reflection, Cohere, บริษัท scale สัญชาติสหรัฐฯ, neolab และบริษัท quant trading รายใหญ่ในสหรัฐฯ ดีลเฉลี่ยมากกว่า \$1bn ต่อดีล และยังมีกรยกระดับเป้ากำลังไฟฟ้าที่ทำสัญญาแล้ว (contracted power) ปลายปี 2026 เป็น 5 GW เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิมมาก โดยบริษัทตั้งเป้าสร้าง capacity ใหม่มากกว่า 1 GW ต่อปี ในปี 2027 ซึ่งผู้บริหารระบุว่าทำให้ NBIS เป็นหนึ่งในไม่กี่บริษัทในโลกที่ทำได้ในระดับนี้

- NBIS เปิดตัว Asset-light Partnership Model ให้พาร์ทเนอร์เป็นผู้จัดหาเงินทุน สร้าง และดำเนินการ data center เอง ขณะที่ NBIS ให้บริการซอฟต์แวร์หรือแพลตฟอร์มแบบ full-stack และนำ demand เข้ามา ทำให้ Margin มีแนวโน้มดีขึ้น จากการใช้เงินทุนในงบดุลน้อยมาก
- ผู้บริหารยังคงมั่นใจในการเติบโตของตลาด AI โดยมองว่าเรื่อง xAI ที่เริ่มขาย compute ในราคาพรีเมียมไม่กระทบแผนของ NBIS เลย เพราะตลาด AI cloud กำลังเติบโตจากหลักแสนล้านดอลลาร์ต่อปีไปสู่เกือบ 1 ล้านล้านดอลลาร์ ผู้เล่นรายใหญ่ Hyperscaler ทั้ง 3 จะเติบโตไปพร้อมตลาด แต่ก็มีช่องว่างสำหรับผู้เล่นอิสระรายใหม่ๆ เช่นกัน แม้เป้าหมาย 1 GW ต่อปีของ NBIS จะดูใหญ่ แต่เทียบกับตลาดรวมที่โตปีละ 10 GW แล้วยังถือว่าเล็กมาก และแม้แต่ Hyperscaler เองก็ไม่สามารถสร้าง capacity ได้ครอบคลุมทั้งหมด
- บริษัทให้ Guidance FY26 รายได้อยู่ที่ \$3.0bn-\$3.4bn Annualized Run Rate Revenue อยู่ที่ \$7.0bn-\$9.0bn CapEx อยู่ที่ \$20bn-\$25bn
- ความเสี่ยงของ NBIS ได้แก่ 1. ด้าน Execution หากไม่สามารถแปลง contracted power เป็น active power ได้ทันตามกำหนด 2. ด้าน Free Cash Flow จาก CapEx ที่สูงทำให้ต้องพึ่งพา external financing ต่อเนื่อง หากตลาดหุ้นตึงตัวหรือ sentiment เปลี่ยน การระดมทุนรอบต่อไปอาจยากขึ้นหรือ dilutive มากขึ้น
- เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย \$310 อ้างอิงจาก Consensus คิดเป็น Upside +15% โดยราคาปัจจุบันเทียบเท่า 1-Year Blended Forward EV/Sales ที่ 9x NBIS เป็นผู้เล่น Neocloud ที่ไม่ได้มีจุดเด่นแค่การปล่อยเช่า GPU แต่ยังมีบริการโครงสร้างพื้นฐาน AI ที่ออกมาให้ใช้ฝึกฝน AI หรือใช้งาน AI จริงได้ง่ายขึ้น และยังมีแผนให้บริการซอฟต์แวร์หรือแพลตฟอร์มแบบ full-stack ซึ่งถ้าสำเร็จจะทำให้ Margin มีแนวโน้มที่ดีมากขึ้นไปอีก นอกจากนี้ ความต้องการ AI compute ยังอยู่ในวงจรขยายตัวหลายปี โดย demand เปลี่ยนจาก training-heavy ไปสู่ inference และ enterprise ที่ต่อเนื่องและกว้างขึ้น

Figure 1: Key Financial Summary (Annual)

Nebius Group NV (NBIS US) - Adj. Highlights					
In Millions of USD, unless per-share	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
12 Months Ending	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	12/31/28
Market Data (as of 8/16/2026)*					
Market Capitalization	75,489				
- Cash & Cash Equivalents	(8,042)				
+ Total Debt	8,546				
Enterprise Value	75,993				
Income Statement (Adjusted)					
Revenue	118	530	3,301	11,199	19,948
Growth %, YoY		350.9%	523.1%	239.2%	78.1%
Gross Margin %	37.5%	68.6%	71.1%	72.0%	73.5%
Adj. Operating Income (EBIT)	(347)	(596)	(973)	(364)	1,740
Margin %	(436.7%)	(115.5%)	(29.5%)	(3.2%)	8.7%
EBITDA, Adj	(266)	(65)	1,333	6,225	12,842
Margin %	(226.7%)	(12.2%)	40.4%	55.6%	64.4%
Net Income, Adj	(247)	(447)	(782)	(926)	(290)
Margin %	(210.2%)	(84.3%)	(23.7%)	(8.3%)	(1.5%)
Diluted EPS, Adj	(0.83)	(1.77)	(2.54)	(2.80)	(1.66)
Growth %, YoY		n/m	n/m	n/m	n/m
Cash Flow					
Cash from Operations	246	385	6,471	9,307	17,994
Capital Expenditures	(808)	(4,066)	(22,559)	(28,957)	(32,255)
Free Cash Flow	(562)	(3,681)	(15,628)	(20,632)	(16,666)
FCF Margin %	(478.2%)	(694.8%)	(473.4%)	(184.3%)	(83.5%)
Balance Sheet					
Cash & Equivalents	2,435	3,678	4,561	2,911	2,857
Total Debt (incl. Leases)	6	4,128	16,919	32,992	45,660
Net Debt / (Cash)	(2,385)	1,295	14,620	35,511	51,835
Operating Metrics					
Annualized Recurring Revenue (ARR)	90	1,250	7,583	14,757	22,593

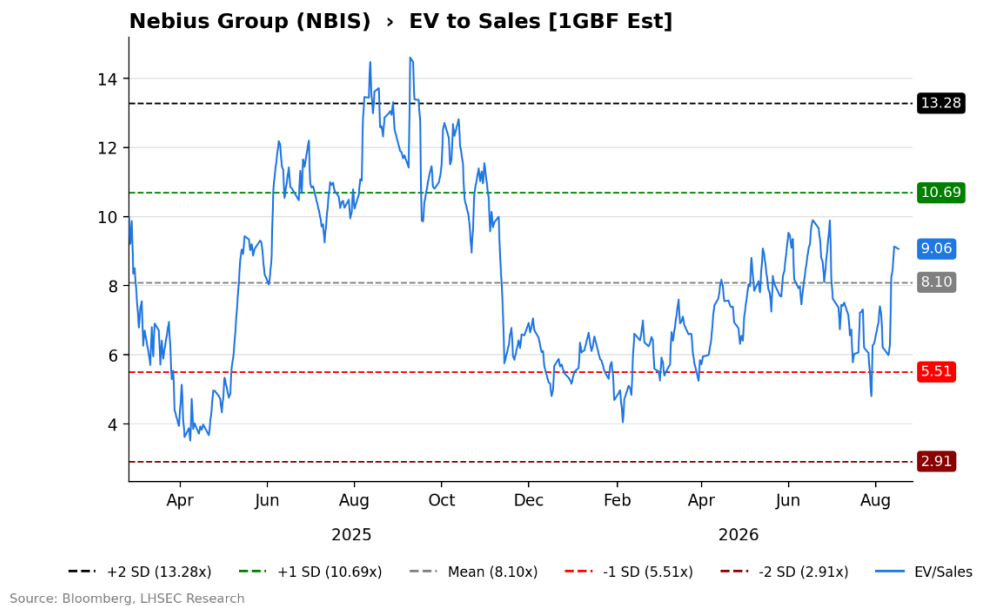
Source: Bloomberg, LHSEC Research

Figure 2: Key Financial Summary (Quarterly)

Nebius Group NV (NBIS US) - Adj. Highlights					
In Millions of USD, unless per-share	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
3 Months Ending	12/31/25	3/31/26	6/30/26	9/30/26	12/31/26
Income Statement (Adjusted)					
Revenue	228	399	582	901	1,421
Growth %, YoY	500.8%	621.5%	454.0%	516.8%	524.2%
Gross Margin %	69.9%	74.0%	77.1%	72.6%	72.9%
Adj. Operating Income (EBIT)	(235)	(83)	(176)	(265)	(336)
Margin %	(103.0%)	(32.1%)	(30.2%)	(29.4%)	(23.7%)
EBITDA, Adj	15	130	236	350	671
Margin %	6.6%	32.5%	40.6%	38.8%	47.2%
Net Income, Adj	(173)	(100)	(33)	(281)	(375)
Margin %	(76.0%)	(25.1%)	(5.7%)	(31.1%)	(26.4%)
Diluted EPS, Adj	(0.68)	(0.32)	(0.12)	(0.85)	(1.11)
Cash Flow					
Cash from Operations	834	2,258	2,246	1,462	2,554
Capital Expenditures	(2,056)	(2,473)	(5,657)	(7,053)	(8,855)
Free Cash Flow	(1,222)	(215)	(3,411)	(5,413)	(6,169)
FCF Margin %	(536.6%)	(53.9%)	(585.9%)	(600.6%)	(434.1%)
Balance Sheet					
Cash & Equivalents	3,678	9,298	8,042	6,523	3,628
Total Debt (Incl. Leases)	4,128	8,450	8,546	12,478	16,795
Net Debt / (Cash)	1,295	198	2,014	7,228	14,098

Source: Bloomberg , LHSEC Research

Figure 3: 1-Year Blended Forward EV/Sales Ratio



รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำซื้อขาย หรือคำแนะนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ีโฟเนมส์เซียด กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างอิง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชักนำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลของบริษัทซึ่งมีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิ์ในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นนี้