LH Securities

ณัฐกร ศรีภูไพ, IAA
Fundamental Analyst
02 055 5143
ธีธัช บัวแย้ม
Assistant Fundamental Analyst

THAILAND | INVESTMENT ADVISORY

Global Stock Strategy

ส่องประเด็น เฟ้นหุ้นต่างประเทศ/ DR

NBIS Guidance FY26 ลดลง แต่แนวโน้ม FY27 ยังดี

- *NBIS รายงานรายได้ 3Q26 อยู่ที่ $980.8m โต +571% YoY มากกว่าคาด 6.8% Adjusted EBITDA อยู่ที่ $465.8m มากกว่าคาด 30.3% โดย Adjusted EBITDA Margin อยู่ที่ 47.5% เร่งตัวจากไตรมาสสองที่ 40.6% และพลิกกลับมาทำกำไรสุทธิแบบ Non-GAAP ที่ $90.9m ถือเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของบริษัท*
- *Demand และ Pricing ยังแข็งแกร่ง โดยมูลค่าสัญญารายปีต่อ MW มากกว่า $25m และราคาต่อ GPU-hour เพิ่มเฉลี่ยมากกว่า 20% QoQ อีกทั้ง TCV ที่ลูกค้าให้คำมั่นตั้งแต่ต้น 3Q26 มีมากกว่า $12bn*
- *จุดลบหลักของไตรมาสนี้คือบาง Colocation sites เปิดใช้งานช้ากว่าแผน ทำให้รายได้บางส่วนจากปี 2026 เลื่อนไปปี 2027*
- *เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย $267 อ้างอิงจาก Bloomberg Consensus ราคาปัจจุบันเทียบเท่า Blended Forward EV/Sales ที่ 3.48x*

ประเด็นการลงทุน

- *NBIS รายงานผลประกอบการ 3Q26* รายได้อยู่ที่ $980.8m โต +571% YoY มากกว่าคาด 6.8% Adjusted EBITDA อยู่ที่ $465.8m มากกว่าคาด 30.3% โดย Adjusted EBITDA Margin อยู่ที่ 47.5% เร่งตัวจากไตรมาสสองที่ 40.6% และพลิกกลับมาทำกำไรสุทธิแบบ Non-GAAP ที่ $90.9m ถือเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของบริษัท อย่างไรก็ตาม แม้ EBITDA สูง แต่ Operating cash flow ติดลบ $273m นอกจากนี้ บริษัทรับรู้รายได้จากความร่วมมือแบบ Asset-light ประมาณ $325m คิดเป็น 33% ของรายได้ในไตรมาสนี้ Model รายได้นี้คือพันธมิตรเป็นผู้ลงทุน Capacity และนำสถาปัตยกรรมกับ AI Cloud platform ของ NBIS ไปใช้ ซึ่งช่วยเพิ่ม Margin ได้
- *Demand และ Pricing ยังแข็งแกร่ง* โดยมูลค่าสัญญารายปีต่อ MW มากกว่า $25m และราคาต่อ GPU-hour เพิ่มเฉลี่ยมากกว่า 20% QoQ อีกทั้ง TCV ที่ลูกค้าให้คำมั่นตั้งแต่ต้น 3Q26 มีมากกว่า $12bn อีกทั้งบริษัทเริ่มมีสัญญา AI Cloud อายุ 5 ปี และในช่วงต้น 4Q26 มีดีลขนาดหลายพันล้านดอลลาร์แล้ว นอกจากนี้ บริษัทเปิดเผยว่าลูกค้ายอมจ่ายล่วงหน้ามากขึ้นอย่างชัดเจน โดยมากกว่า 90% ของมูลค่าสัญญาที่เซ็นใน 3Q26 มี Prepayment และ Prepayment ของดีลใหม่อายุอย่างน้อยหนึ่งปี ครอบคลุมมากกว่า 100% ของ Capex ที่เกี่ยวข้อง จาก 50–60% ใน 2Q26 คาด Customer prepayment commitments FY26 ประมาณ $10bn และ FY27 ประมาณ $17-20bn ผลบวกคือบริษัทสามารถนำเงินจากลูกค้ามาช่วยสร้าง Capacity ก่อนให้บริการ ลดความจำเป็นในการออกหุ้นหรือกู้เงินล่วงหน้า อีกทั้งดีลต่อสัญญาบน Capacity เดิมก็สร้าง Prepayment มาช่วยลงทุนโครงการใหม่ได้ด้วย
- *จุดลบหลักของไตรมาสนี้คือบาง Colocation sites เปิดใช้งานช้ากว่าแผน* ทำให้รายได้บางส่วนจากปี 2026 เลื่อนไปปี 2027 สำหรับ New Jersey Site ซึ่งเกี่ยวข้องกับ Microsoft คาดส่งมอบได้ มากกว่าครึ่งหนึ่งของ Capacity ตามสัญญาภายในสิ้นปี 2026 ส่วนที่เหลือเลื่อนไป 2Q27 จากที่ DataOne เริ่มปลดแหล่งผลิตไฟฟ้าชั่วคราวบางส่วน ก่อนเปลี่ยนไปใช้แหล่งไฟฟ้าถาวร ทำให้ต้องปรับตารางส่งมอบ บริษัทกำลังเพิ่มกำลังผลิตจาก Bloom Energy fuel cells ซึ่งเริ่มเดินระบบแล้ว ผู้บริหารระบุว่าลูกค้ารับทราบ และไม่มีการยกเลิก Capacity ที่ได้รับผลกระทบ
- *บริษัทให้ Guidance FY26 ลดลง* รายได้อยู่ในกรอบ $3.0-3.2bn ลดลงจาก $3.0-3.4bn Adjusted EBITDA Margin คงเดิมที่ 40% CapEx เพิ่มเป็นประมาณ $27bn จาก $20-25bn Contracted power คงเดิม 5 GW ณ สิ้นปี ส่วน FY27 บริษัทคาดรายได้ $12-13bn CapEx $40–45bn Capacity ใหม่ที่เปิดใช้งานมากกว่า 1 GW ต่อปี ผู้บริหารระบุว่าเป้ารายได้ FY27 เผื่อความล่าช้าของ Capacity แล้ว และยังไม่ได้รวมโอกาสรายได้ใหม่จาก Asset-light partnerships

- ***ความเสี่ยงของ NBIS*** ได้แก่ 1. ด้าน Execution หากไม่สามารถแปลง contracted power เป็น active power ได้ทันตามกำหนด 2. ด้าน Free Cash Flow จาก CapEx ที่สูงทำให้ต้องพึ่งพา external financing ต่อเนื่อง หากตลาดทุนตึงตัวหรือ sentiment เปลี่ยน การระดมทุนรอบต่อไปอาจยากขึ้นหรือ dilutive มากขึ้น
- ***เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย $267*** อ้างอิงจาก Bloomberg Consensus คิดเป็น Upside +108% ราคาปัจจุบันเทียบเท่า Blended Forward EV/Sales ที่ 3.48x เรามองว่า Demand และ Pricing Power ยังแข็งแกร่งมาก Margin ก็มีแนวโน้มดีขึ้นจาก Asset-light Model อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบคือการเลื่อนโครงการที่ส่งผลต่อรายได้ และความเชื่อมั่นของนักลงทุนทำให้ราคาปรับตัวลง จึงยังต้องรอติดตาม Sites ใน FY27 ว่าจะเปิดใช้งานและเริ่ม Billing ได้ตามกำหนดหรือไม่

Figure 1: Key Financial Summary (Annual)

Key Financial Summary (USD mm, except per-share data)

	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
GAAP Results					
Total Revenue	118	530	3,332	12,449	26,051
*Growth %, YoY***		*350.9%*	*529.0%*	*273.6%*	*109.3%*
Annualized Recurring Revenue (ARR, run-rate)	90	1,250	7,559	17,527	31,941
*Growth %, YoY***		*1288.9%*	*504.7%*	*131.9%*	*82.2%*
*Gross Margin % (Bloomberg field)**	*37.5%*	*68.6%*	*74.6%*	*75.0%*	*76.8%*
Operating Income	(347)	(596)	(856)	(494)	3,214
*Operating Margin % (calc.)**	*(294.9%)*	*(112.5%)*	*(25.7%)*	*(4.0%)*	*12.3%*
Net Income (GAAP)	**(645)**	**102**	**(342)**	**(1,534)**	**266**
*Growth %, YoY***			*(435.8%)*		
*Net Margin % (calc.)**	*(548.8%)*	*19.2%*	*(10.2%)*	*(12.3%)*	*1.0%*
Diluted EPS (GAAP)	**(1.99)**	**0.40**	**(1.49)**	**(4.57)**	**2.25**
*Growth %, YoY***			*(471.2%)*		
Adjusted (Non-GAAP) Results					
Adjusted EBITDA	(266)	(65)	1,374	6,688	15,736
*Adjusted EBITDA Margin % (calc.)**	*(226.7%)*	*(12.2%)*	*41.2%*	*53.7%*	*60.4%*
Adjusted Net Income	**(247)**	**(447)**	**(680)**	**(1,032)**	**154**
*Growth %, YoY***					
*Adjusted Net Margin % (calc.)**	*(210.2%)*	*(84.3%)*	*(20.4%)*	*(8.3%)*	*0.6%*
Adjusted Diluted EPS	**(0.83)**	**(1.77)**	**(2.14)**	**(2.78)**	**0.85**
*Growth %, YoY***					
Per-Share & Shares					
Diluted Weighted Avg. Shares (mm)	281.0	247.7	291.0	323.0	343.1
Balance Sheet (Fiscal Year-End)					
Cash & Cash Equivalents	2,435	3,678	5,387	2,735	5,170
Total Debt (incl. lease liabilities)	50	4,973			
Net Debt (Cash)	(2,385)	1,295	12,060	32,615	51,547
Cash Flow					
Cash Flow from Operations	246	385	7,732	11,894	23,055
Capital Expenditures	(808)	(4,066)	(24,370)	(33,414)	(40,699)
Free Cash Flow	**(562)**	**(3,681)**	**(15,990)**	**(22,469)**	**(20,102)**
*Free Cash Flow Margin % (calc.)**	*(478.2%)*	*(694.8%)*	*(479.9%)*	*(180.5%)*	*(77.2%)*

Source: Bloomberg, LHSEC Research

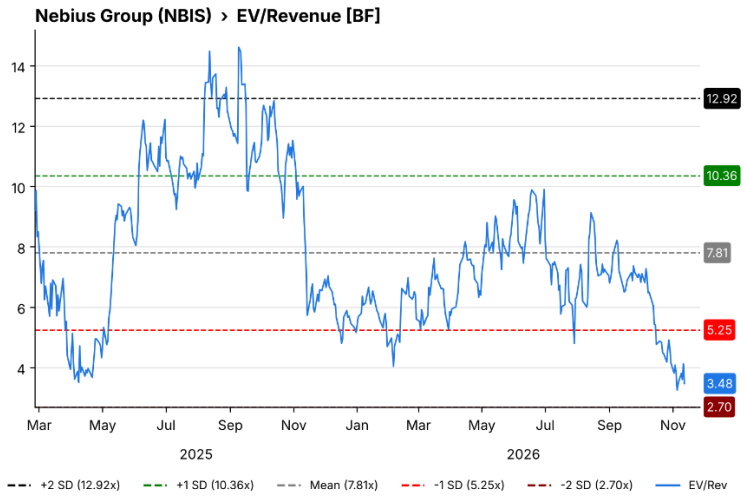
Figure 2: Key Financial Summary (Quarterly)

Key Financial Summary (USD mm, except per-share data)

	2025 Q4A	2026 Q1A	2026 Q2A	2026 Q3A	2026 Q4E	2027 Q1E
GAAP Results						
Total Revenue	228	399	582	981	1,407	2,147
Growth %, YoY	*500.8%*	*621.5%*	*454.0%*	*571.3%*	*518.0%*	*438.0%*
Annualized Recurring Revenue (ARR, run-rate)	1,250	1,920	3,000		7,559	9,015
Growth %, YoY	*1288.9%*	*671.1%*	*597.7%*		*504.7%*	*369.5%*
*Gross Margin % (Bloomberg field)**	*69.9%*	*74.0%*	*77.1%*	*77.6%*	*73.5%*	*74.3%*
Operating Income	(235)	(83)	(176)	50	(359)	(221)
*Operating Margin % (calc.)**	*(103.0%)*	*(20.7%)*	*(30.2%)*	*5.1%*	*(25.5%)*	*(10.3%)*
Net Income (GAAP)	**(250)**	**621**	**(190)**	**(38)**	**(432)**	**(417)**
Growth %, YoY			*(132.6%)*			*(167.1%)*
*Net Margin % (calc.)**	*(109.6%)*	*155.7%*	*(32.7%)*	*(3.8%)*	*(30.7%)*	*(19.4%)*
Diluted EPS (GAAP)	**(0.99)**	**2.11**	**(0.68)**	**(0.13)**	**(1.39)**	**(1.39)**
Growth %, YoY			*(127.8%)*			*(165.7%)*
Adjusted (Non-GAAP) Results						
Adjusted EBITDA	15	130	236	466	638	1,116
*Adjusted EBITDA Margin % (calc.)**	*6.6%*	*32.5%*	*40.6%*	*47.5%*	*45.4%*	*52.0%*
Adjusted Net Income	**(173)**	**(100)**	**(33)**	**91**	**(342)**	**(260)**
Growth %, YoY						
*Adjusted Net Margin % (calc.)**	*(76.0%)*	*(25.1%)*	*(5.7%)*	*9.3%*	*(24.3%)*	*(12.1%)*
Adjusted Diluted EPS	**(0.68)**	**(0.32)**	**(0.12)**	**0.31**	**(1.05)**	**(0.83)**
Growth %, YoY						
Per-Share & Shares						
Diluted Weighted Avg. Shares (mm)	251.8	309.0	280.4	298.0	295.1	297.1
Market Capitalization to Enterprise Value (as of 11/10/2026)						
*Market Capitalization**				*39,933*		
- Cash & Cash Equivalents				*(7,426)*		
*+ Total Debt (calc.)***				*14,191*		
Enterprise Value (calc.)*				**46,699**		
Balance Sheet (Quarter-End)						
Cash & Cash Equivalents	3,678	9,298	8,042	7,426	4,775	4,124
Total Debt (incl. lease liabilities)**	4,128	8,450	8,546	14,191	17,841	22,647
Net Debt (Cash)**	450	(848)	504	6,765	13,065	18,524
Cash Flow						
Cash Flow from Operations	834	2,258	2,246		3,557	2,381
Capital Expenditures	(2,056)	(2,473)	(5,657)		(9,511)	(7,860)
Free Cash Flow	**(1,222)**	**(215)**	**(3,411)**		**(6,801)**	**(6,134)**
*Free Cash Flow Margin % (calc.)**	*(536.5%)*	*(53.9%)*	*(585.8%)*		*(483.3%)*	*(285.8%)*

Source: Bloomberg, LHSEC Research

Figure 3: Blended Forward EV/Sales Ratio



Source: Bloomberg, LHSEC Research

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำเสนอซื้อ คำเสนอขาย หรือคำแนะนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างถึง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้นำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นที่