

GUNKUL

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)

1.75

ราคาเป้าหมาย (บาท)

3.00

Upside (%)

72.41

Dividend yield (%)

4.23

4Q67 กำไรปกติลดตามคาด แต่จะเห็นการเติบโตได้ใน 1Q68

Flash Points

- กำไรสุทธิงวด 4Q67 เพิ่มขึ้น 37.1% qoq มาอยู่ที่ 520 ล้านบาท หนูนจากกำไรพิเศษสุทธิ 173.7 ล้านบาท โดยหลักจากกำไรต่อรองราคาซื้อ 136.8 ล้านบาท จากการซื้อหุ้นเพิ่มเติมในกิจการร่วมค้าบริษัท กันกุล พาวเวอร์ เจเนอเรชั่น จำกัด
- อย่างไรก็ตาม กำไรปกติ 4Q67 ลดลง 27.0% qoq มาอยู่ที่ 346.3 ล้านบาท ตามคาดกดดันจากรุทกิจขายไฟฟ้า solar ที่มีรายได้อ่อนตัว ตามค่าแสงที่ลดลงตามช่วงฤดูกลางและงาน EPC ที่ลดลง รวมถึงค่าใช้จ่าย SG&A เพิ่มขึ้น QoQ ถึงแม้ว่ายังรับรู้กลุ่มธุรกิจ Trading+O&M และส่วนแบ่งกำไรจากกลุ่มโครงการลมที่เพิ่มขึ้น QoQ ก็ตาม

Impact Insight

- ส่งผลให้ทั้งปี 2567 กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 12.6% yoy มาอยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท ในขณะที่กำไรปกติต่อตัวเล็กน้อย 0.3% yoy อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท จากรุทกิจไฟฟ้าที่ทั้งลมและค่าแสง ลดลง YoY แต่ชดเชยได้เกือบทั้งหมดจาก Trading, O&M, และ EPC ที่ดีขึ้น
- เบื้องต้นยังคงประมาณการกำไรปกติปี 2568 ที่ 1.6 พันล้านบาท เติบโต 2.0% yoy จากกลุ่มงาน Trading, O&M, และ EPC ที่ดีขึ้น เป็นหลัก ช่วงสิ้น 1Q68 คาดกำไรปกติฟื้นตัวได้ QoQ จากกลุ่ม solar ที่ผ่านพ้นช่วง low season มาแล้ว และ SG&A ที่ลดลง QoQ

Execution

- ปรับปรุงสมมติฐาน wacc จาก 6.5% เป็น 7.3% ให้สอดคล้องกับความผันผวนของสภาวะตลาดปัจจุบันมากขึ้น ส่งผลให้ FV ใหม่อยู่ที่ 3.0 บาท (เดิม 3.6) อย่างไรก็ตามช่วงที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับฐานลง เชื่อสะท้อนความกังวลจากการเลื่อนประมูล Renewable phase 2 มาบ้างแล้ว จนคาดมี downside จำกัดมากขึ้น ราคาหุ้นปัจจุบันเห็น upside เปิดกว้าง พร้อมกำไรปกติ 1Q68 ที่ฟื้นตัว ช่วงสิ้นเพิ่มน้ำหนักการลงทุนเป็น Neutral



ที่มา : GUNKUL

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Downtrend

แนวรับ : 1.67 บาท

แนวต้าน : 2.26/3.00 บาท

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.18	0.19	-4%
2569F	0.20	0.25	-22%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC./BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
CHINA YANGTZE-A	4.88	3.2	3.0	20.8	19.5
HUANGEN POWER-H	4.18	0.6	0.6	5.7	5.0
DATANG INTL PO-H	5.00	0.3	0.3	5.7	5.1
HONGKONG					
CHINA POWER INTE	4.81	0.7	0.6	6.9	5.7
CHINA RES POWER	4.79	0.9	0.8	5.7	5.2
CLP HOLDINGS	4.17	1.5	1.5	14.4	13.8
KOREA					
KOREA ELEC POWER	4.81	0.3	0.3	3.7	2.1
JAPAN					
ELECTRIC POWER D	2.60	0.4	0.3	7.1	6.8
CHUBU ELEC POWER	4.20	0.4	0.4	5.4	6.8
CHUGOKU ELEC PWR	3.50	0.5	0.4	5.0	4.6
MALAYSIA					
TEMEDA NASIONAL	4.22	1.3	1.3	19.7	16.8
PETRONAS GAS BHD	3.44	2.5	2.4	18.3	17.9
INDIA					
POWER GRID CORP	3.77	2.8	2.6	16.2	15.2
NTPC LTD	4.46	1.8	1.7	14.1	12.8
NHPC LTD	3.40	1.9	1.8	20.7	15.1
PHILIPPINES					
FIRST GEN CORP	4.83	-	-	-	-
ABOTIT POWER	4.56	1.6	1.5	9.9	9.6
THAILAND					
RATCHABURI ELEC	Underperform	0.6	0.6	9.6	9.1
ELEC GENERATING	Underperform	0.5	0.5	6.7	6.4
GLOBAL POWER SYNERGY	Neutral	0.7	0.9	20.4	18.2
GULF ENERGY	Outperform	4.0	3.7	31.5	28.2
OK POWER	Neutral	0.8	0.7	15.2	14.9
BANPU POWER	Underperform	0.5	0.4	8.1	8.2
B.GRIMM POWER	Underperform	0.7	0.6	16.9	11.7
		1.2	1.2	11.6	10.5

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567	2568F	2569F
รายได้	7,054	6,618	8,259	9,292	10,394
กำไรสุทธิ	3,011	1,474	1,661	1,633	1,761
กำไรปกติ	1,184	1,605	1,600	1,633	1,761
EPS (บาท)	0.34	0.17	0.19	0.18	0.20
PER (เท่า)	5.13	10.48	9.31	9.47	8.78
PBV (เท่า)	1.09	1.10	1.11	1.03	0.96
DPS (บาท)	0.12	0.06	0.08	0.07	0.08
Dividend Yield (%)	6.9%	3.4%	4.6%	4.2%	4.6%
ROE (%)	0.21	0.11	0.12	0.11	0.11

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

ที่มา : SET

AA

ดีเลิศ

Yes

การดำเนินการด้าน ESG ของ GUNKUL

Environment (E) : บริหารจัดการและลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ โดยกำหนดหลักเกณฑ์การปฏิบัติงานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม และสนับสนุนการลงทุนเพื่อพัฒนา ปรับปรุง และแสวงหาแนวทางการใช้ทรัพยากรพลังงาน การลดการปล่อยของเสียและก๊าซเรือนกระจก เพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงต่อสภาพภูมิอากาศได้อย่างยั่งยืน และตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ การใช้ไฟฟ้า และน้ำลง 5%

Social (S) : สร้างเสริมกระบวนการทำงานร่วมกับชุมชนทั้งภายใน และภายนอกองค์กร ตลอดจนเครือข่ายชุมชนทุกภาคส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทาง การดำเนินธุรกิจ และสร้างสรรค์สังคมให้แข็งแกร่ง โดยบริษัทได้ปฏิบัติตามข้อบังคับและกฎหมายอย่างเคร่งครัด รวมถึงให้ความสำคัญแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรมไม่เลือกปฏิบัติ เคารพหลักสิทธิมนุษยชน และมีความรับผิดชอบต่อผู้ริโภค

Governance (G) : จัดตั้งคณะกรรมการเพื่อการพัฒนาองค์กรสู่ความยั่งยืนขึ้น เพื่อให้กระบวนการทำงานและเป้าหมายการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนเกิดขึ้นอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ GUNKUL ได้รับการคัดเลือกเป็นหนึ่งในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) ประจำปี 2566 ในระดับ AA และจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ให้เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคะแนนอยู่ในเกณฑ์ ดีเลิศ (Excellent CG Scoring)

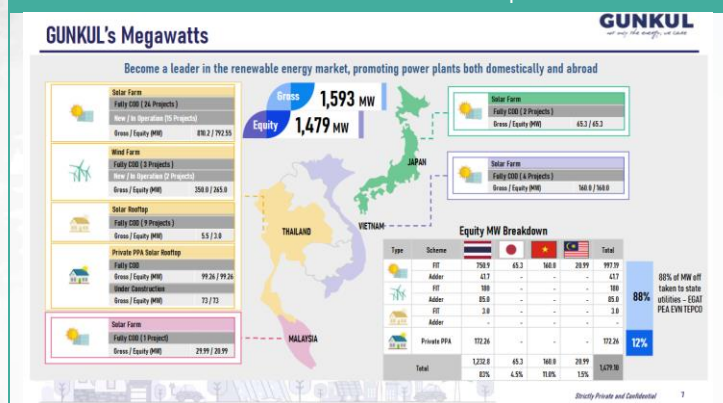
ESG Comment: บริษัทฯ มุ่งเน้นการดำเนินงานควบคู่กับการให้ความสำคัญของ ESG ภายใต้พันธสัญญา Not only the energy we care ซึ่งมุ่งมั่นในการพัฒนาธุรกิจ บุคลากร และสังคม ถือเป็นส่วนช่วยให้ GUNKUL ได้ประโยชน์จากการพัฒนาเทคโนโลยีที่ทันสมัยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น พร้อมทั้งยังมีความสามารถในการแข่งขันด้านการลงทุนในโครงการต่างๆ ได้ดียิ่งขึ้นอีกด้วย

ตารางผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส

GUNKUL (ล้านบาท)	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	%QoQ	%YoY	2567	2566	%YoY
รายได้จากการดำเนินงาน	1527	1590	1787	1714	2467	2238	1983	1960	-1.1%	14.3%	8647	6618	30.7%
ต้นทุนขาย	1005	976	1127	1188	1744	1476	1257	1310	4.2%	10.3%	5787	4296	34.7%
กำไรขั้นต้น	523	613	659	527	722	762	725	650	-10.3%	23.5%	2860	2322	23.2%
EBIT	649	661	706	325	561	734	623	789	26.6%	142.6%	2708	2341	15.7%
กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน	11	-10	-80	18	-63	-49	101	-72	-171.2%	-509.2%	-82	-62	33.3%
ดอกเบี้ยจ่าย	160	175	176	176	184	186	178	170	-4.5%	-3.8%	717	687	4.4%
กำไรสุทธิ	456	452	462	105	300	462	379	520	37.1%	395.0%	1661	1474	12.6%
EPS (บาท)	0.05	0.05	0.05	0.01	0.03	0.05	0.04	0.06	37.1%	395.0%	0.19	0.17	12.6%
Norm Profit	514	382	426	284	317	462	475	346	-27.0%	21.9%	1600	1605	-0.3%
Norm EPS (บาท)	0.06	0.04	0.05	0.03	0.04	0.05	0.05	0.04	-27.0%	21.9%	0.18	0.18	-0.3%
Gross margin	30%	37%	30%	32%	28%	34%	31%	32%			33%	35%	
Net profit margin	52%	54%	45%	10%	17%	31%	28%	37%			19%	22%	

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ ปัจจุบัน



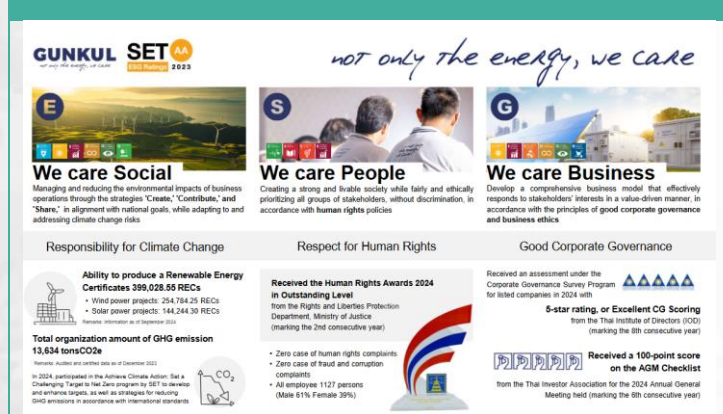
ที่มา : GUNKUL

ภาพรวมธุรกิจของ GUNKUL



ที่มา : GUNKUL

GUNKUL ESG



ที่มา : GUNKUL

ประเด็นความเสี่ยง

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
2. ความเสี่ยงในการก่อสร้าง (Construction risk) ซึ่งอาจทำให้การผลิตเชิงพาณิชย์ไม่เป็นไปตามแผน
3. การเซ็นสัญญาโครงการใหม่ๆล่าช้ากว่าที่กำหนด ส่งผลให้อาจเกิดการชะลอในการก่อสร้าง ทำให้ต้องเลื่อนระยะเวลาในการรับรู้รายได้ออกไป

รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GUNKUL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
รายได้จากการขายและบริการ	6618	8647	9292	10394
ต้นทุนขายและบริการ	5222	6689	6208	6842
กำไรขั้นต้นรวม	1396	1959	3084	3551
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1155	1244	1217	1299
ดอกเบี้ยจ่าย	687	717	696	864
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1019	807	868	819
รายได้อื่น	0	280	40	40
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	573	1086	2079	2247
ภาษีเงินได้	179	330	265	295
กำไรสุทธิ	1474	1661	1633	1761
กำไรขาดทุนจากการตีเคชสุทธิ				
กำไรปกติ	1605	1600	1633	1761
EPS	0.17	0.19	0.18	0.20
Norm EPS	0.18	0.18	0.18	0.20
การเติบโตของรายได้	-6%	31%	7%	12%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-47%	9%	-2%	8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	21%	23%	33%	34%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	24%	19%	18%	17%

งบกำไรขาดทุนรวมไตรมาส (ล้านบาท)				
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67
รายได้จากการขายและบริการ	2467	2238	1983	1960
ต้นทุนขายและบริการ	1744	1476	1257	1310
กำไรขั้นต้นรวม	722	762	725	650
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	267	289	286	402
ดอกเบี้ยจ่าย	184	186	178	170
รายได้อื่น	0	0	-101	0
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	439	597	346	691
ภาษีเงินได้	77	86	68	99
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	362	511	278	592
กำไรขาดทุนจาก Fx	-63	-49	101	-72
กำไรสุทธิ	300	462	379	520
การเติบโตของรายได้	44%	-9%	-11%	-1%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	185%	54%	-18%	37%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	28%	34%	31%	32%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	17%	31%	28%	37%

อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนหมุนเวียน	1.07	1.04	1.45	1.58
อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว	0.44	0.54	0.97	1.11
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.00	3.00	3.00	3.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.05	3.05	3.05	3.05
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.35	1.36	1.54	1.49
Net gearing	0.93	0.98	1.24	1.20
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	4%	5%	4%	4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	11%	12%	11%	11%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิปรับ	1,475	1,661	1,751	1,886
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,011	996	702	976
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	16	254	62	-21
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-706.0	-1266.3	663.0	-73.2
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	1,809	1,651	3,177	2,768
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและเกี่ยวข้อง	855	-120	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-2537	-506	-4227	-1732
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-1408	-657	-4171	-1679
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	70	173	4168	723
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-179	-593	0	0
เงินปันผลจ่าย	-1071	-696	-653	-704
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-1180.4	-1115.4	3514.7	19.0
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-779	-121	2521	1108

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,384	1,205	3,725	4,833
ลูกหนี้การค้า	1,413	2,309	2,089	2,194
สินค้าคงเหลือ	1,176	988	720	783
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	14,967	14,564	18,090	18,846
สินทรัพย์รวม	32,850	32,704	38,110	40,174
เจ้าหนี้การค้า	1,814	1,387	1,449	1,514
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	912	2,250	1,420	1,466
หนี้สินระยะยาว	9,994	9,343	14,230	14,791
หนี้สินรวม	18,860	18,824	23,132	24,014
ทุนที่ชำระแล้ว	2,221	2,221	2,221	2,221
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	5,179	5,179	5,179	5,179
กำไรสะสม	8,221	9,194	10,173	11,230
ส่วนของผู้ถือหุ้น	13,990	13,880	14,978	16,160
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,850	32,704	38,110	40,174

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
Gross margin ของธุรกิจจำหน่ายระบบไฟฟ้า	23%	22%	20%	20%
Gross margin ของธุรกิจโรงไฟฟ้า	54%	54%	54%	54%
Gross margin ของธุรกิจ EPC	14%	22%	13%	13%
SG&A/Sales	17%	14%	13%	13%
Total Equity Capacity (MW)	600.0	600.0	600.0	776.6

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส