

GUNKUL

Outperform

คาดการณ์การเติบโตทางธุรกิจที่แข็งแกร่งร่วมกับ GULF

Flash Points

- จากการประชุมกับผู้บริหาร ผู้บริหารชี้แจงการขยายหุ้น 50% ให้ GULF ในโครงการโรงไฟฟ้า solar 9 โครงการ รวม 230.4 MWe มูลค่า 704 ล้านบาท โดยหลักเพื่อปรับโครงสร้างทางการเงินให้รองรับการเติบโตของกำลังการผลิตใหม่ที่จะขยายตัวในอนาคต และคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการ synergy มากกว่ากำลังการผลิตที่เสียไป
- หลังธุรกรรมเสร็จสิ้นใน 2Q68 GUNKUL จะมีกำลังการผลิตลดลงมาอยู่ราว 1.26 พัน MWe (เดิม 1.48 พัน MWe) และคาดมีกำไรจากการขายหุ้นเล็กน้อย ซึ่งอาจไม่มีนัย

Impact Insight

- โครงการดังกล่าว เป็นโครงการที่ GUNKUL ชะคืดเลือกโรงไฟฟ้าพลังงานสะอาดรอบแรก (รวม 832 MWe) ดังนั้น จึงต้องเริ่มจัดหาเงินกู้เพื่อเตรียม COD ปี 2569 เป็นต้นไป ซึ่งจะทำได้ IBD/EBITDA และ IBD/E ปรับตัวสูงกว่า covenant ที่ 6.0 และ 2.5 เท่า (ปัจจุบันอยู่ที่ราว 4.0 และ 1.1 เท่า ตามลำดับ) จึงมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลด credit rating ลงได้ (ปัจจุบันที่ BBB+) และเสี่ยงต่อการกู้ยืมเพื่อลงทุนโครงการใหม่ๆในอนาคต
- ประโยชน์ที่ GUNKUL คาดได้จากการลดสัดส่วนมาถือหุ้นเพียง 50% 1.) สถานะทางการเงินดีขึ้น มีโอกาสปรับเพิ่มอันดับ credit rating รองรับการลงทุนกำลังการผลิตในอนาคตได้อีกมาก, 2) มีต้นทุนทางการเงินของโครงการที่ถูกลง จากการใช้ rating ที่แข็งแกร่งของ GULF และลดการดอกเบี้ย, 3) สามารถรับรายได้จากการก่อสร้างโรงไฟฟ้าเข้ามาได้, 4) คาดหวัง synergy ซึ่งก่อให้เกิดรายได้จากธุรกิจอื่นๆในอนาคต

Execution

- เนื่องจากยังมีโครงการบางส่วนอีกราว 400 Mwe ที่ GUNKUL ชะคืดเลือก แต่ยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ เบื้องต้น ฝ่ายวิจัยจึงคงประมาณการ และ FV ปี 68 ที่ 2.5 บ./หุ้น
- ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Outperform จากค่าไร 2-3 ปีข้างหน้า ที่ทยอยเพิ่มขึ้น YoY พร้อมคาดการณ์การเติบโตทางธุรกิจที่แข็งแกร่งร่วมกับพันธมิตร และประโยชน์เชิงนโยบายภาครัฐในการให้สิทธิลดหย่อนภาษีจากการติดตั้ง solar rooftop



Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 1.36 บาท

แนวต้าน : 1.75/1.95 บาท

ราคาปัจจุบัน (บาท)

1.55

Upside (%)

61.29

ราคาเป้าหมาย (บาท)

2.50

Dividend yield (%)

5.34

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	0.18	0.18	2%
2569F	0.20	0.20	-1%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC./BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
SHANGHAI AEROS-A	5.00	3.6	3.3	43.4	35.4
XINYI SOLAR HLDS	4.73	2.3	1.9	8.8	6.8
CHINA SINGYES SO	4.47	0.6	0.6	5.2	5.0
GCL-POLY ENERGY	3.93	0.8	0.7	7.1	7.0
NEO SOLAR POWER	3.44	0.7	0.8	n.m.	n.m.
MOTEC INDUSTRIE	3.25	0.9	1.0	n.m.	n.m.
USA					
FIRST SOLAR INC	3.54	0.6	0.6	6.8	87.0
SUNPOWER CORP	3.35	0.8	0.9	n.m.	n.m.
SOLARCITY CORP	2.87	1.5	2.1	n.m.	n.m.
CHINA					
HUANENG RENEWA-H	4.74	1.0	0.9	8.2	7.0
HUADIAN FUXIN -H	4.73	0.6	0.6	5.4	5.0
CHINA LONGYUAN-H	4.56	1.0	0.9	11.4	9.4
XINJIANG GOLD-H	4.33	1.5	1.3	8.8	7.9
CHINA DATANG C-H	3.47	0.4	0.4	16.2	8.3
EUROPE					
GAMESA	4.19	3.0	3.0	18.6	17.1
VESTAS WIND SYST	4.00	4.0	3.4	13.8	14.5
THAILAND					
ENERGY ABSOLUTE	Underperform	0.25	0.24	11.6	18.4
GUNKUL ENGINEER	Outperform	0.86	0.80	7.9	7.3
BCPG PCL	Neutral	0.51	0.57	12.6	11.1
TPI POLINE POWER	Underperform	0.49	0.48	8.1	8.9
SERMSANG POWER	Underperform	0.66	0.61	8.9	7.5
TTW	Neutral	2.12	2.05	11.89	11.74
AVERAGE		1.2	1.2	11.3	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)	4.57	9.34	8.29	8.43	7.82
PBV (เท่า)	0.97	0.98	0.99	0.92	0.86
DPS (บาท)	0.12	0.06	0.08	0.08	0.08
Dividend Yield (%)	7.7%	3.9%	5.2%	5.3%	5.1%
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

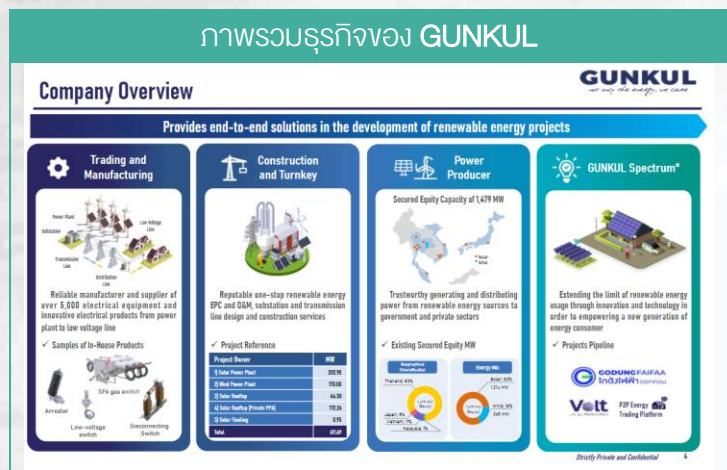
Environment (E) : บริหารจัดการและลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ โดยกำหนดหลักเกณฑ์การปฏิบัติงานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม และสนับสนุนการลงทุนเพื่อพัฒนา ปรับปรุง และแสวงหาแนวทางการใช้ทรัพยากรพลังงาน การลดการปล่อยของเสียและก๊าซเรือนกระจก เพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงต่อสภาพภูมิอากาศได้อย่างยั่งยืน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

Social (S) : สร้างเสริมกระบวนการทำงานร่วมกับชุมชนทั้งภายใน และภายนอกองค์กร ตลอดจนเครือข่ายชุมชนทุกภาคส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจ และสร้างสรรค์สังคมให้แข็งแกร่ง โดยบริษัทได้ปฏิบัติตามข้อบังคับและกฎหมายอย่างเคร่งครัด รวมถึงให้ความสำคัญแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรมไม่เลือกปฏิบัติ เคารพหลักสิทธิมนุษยชน และมีความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค

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

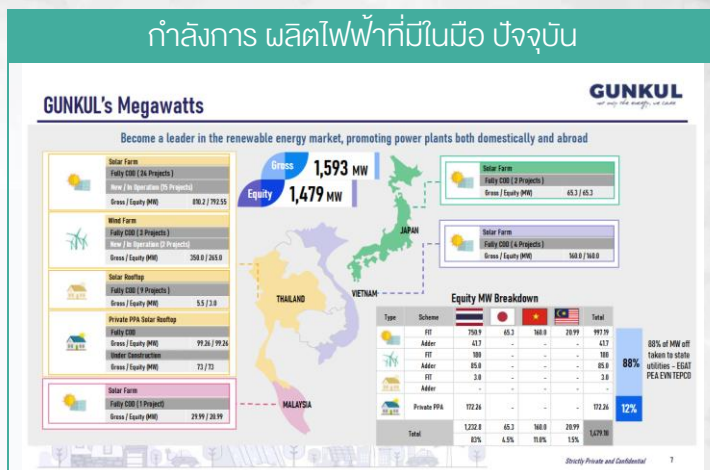
ESG Comment: บริษัทฯมุ่งเน้นการดำเนินงานควบคู่กับการให้ความสำคัญของ ESG ภายใต้พันธสัญญา Not only the energy we care ซึ่งมุ่งเน้นในการพัฒนาธุรกิจ บุคลากร และสังคม ถือเป็นส่วนช่วยให้ GUNKUL ได้ประโยชน์จากการพัฒนาเทคโนโลยีที่ทันสมัยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น พร้อมทั้งยังมีความสามารถในการแข่งขันด้านการลงทุนในโครงการต่างๆ ได้ดียิ่งขึ้นอีกด้วย

ภาพรวมธุรกิจของ GUNKUL



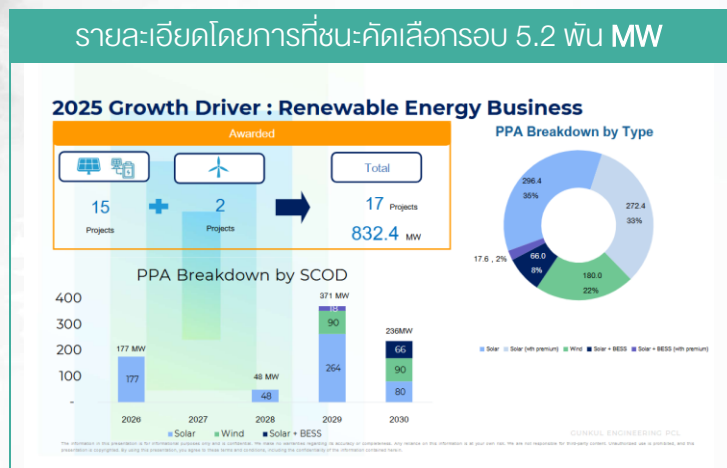
ที่มา : GUNKUL

กำลังการผลิตไฟฟ้าที่มีในมือ ปัจจุบัน



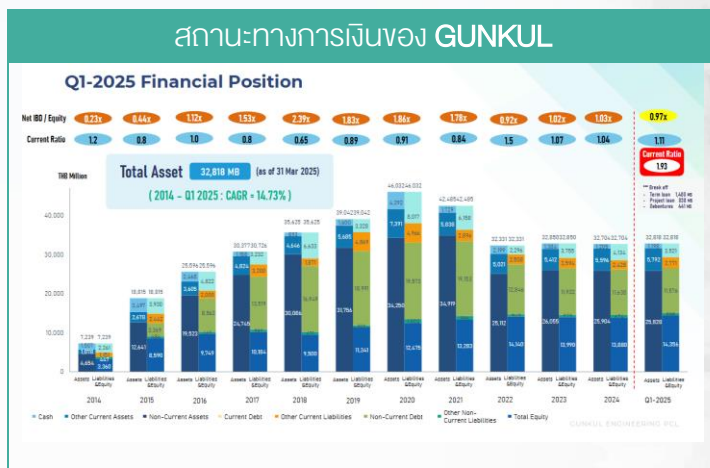
ที่มา : GUNKUL

รายละเอียดโครงการที่ชนะคัดเลือกรอบ 5.2 พัน MW



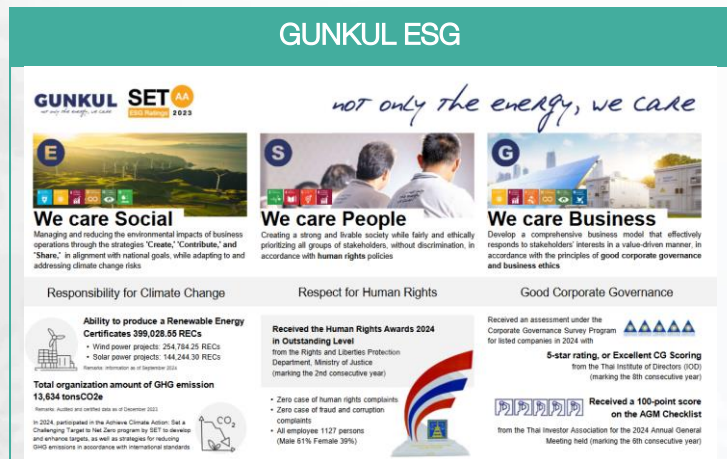
ที่มา : GUNKUL

สถานะทางการเงินของ GUNKUL



ที่มา : GUNKUL

GUNKUL ESG



ที่มา : GUNKUL

ประเด็นความเสี่ยง

- การหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
- ความเสี่ยงในการก่อสร้าง (Construction risk) ซึ่งอาจทำให้การผลิตเชิงพาณิชย์ไม่เป็นไปตามแผน
- การขึ้นสัญญาโครงการใหม่ๆล่าช้ากว่าที่กำหนด ส่งผลให้อาจเกิดการชะลอในการก่อสร้าง ทำให้ต้องเลื่อนระยะเวลาในการรับรู้รายได้ออกไป

รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GUNKUL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

ไตรมาส 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
รายได้จากการขายและบริการ	6618	8647	9292	10394
ต้นทุนขายและบริการ	5222	6689	6208	6842
กำไรขั้นต้นรวม	1395	1959	3084	3551
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1155	1244	1217	1299
ดอกเบี้ยจ่าย	687	717	696	864
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1019	807	868	819
รายได้อื่น	0	280	40	40
กำไรสุทธิก่อนภาษี	573	1086	2079	2247
ภาษีเงินได้	179	330	265	295
กำไรสุทธิ	1474	1661	1633	1761
กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษสุทธิ				
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%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68
รายได้จากการขายและบริการ	2238	1983	1960	1810
ต้นทุนขายและบริการ	1476	1257	1310	1198
กำไรขั้นต้นรวม	762	725	650	612
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	289	286	402	277
ดอกเบี้ยจ่าย	186	178	170	172
รายได้อื่น	0	-101	0	0
กำไรสุทธิก่อนภาษี	597	346	691	454
ภาษีเงินได้	86	68	99	59
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	511	278	592	396
กำไรขาดทุนจาก Fx	-49	101	-72	-29
กำไรสุทธิ	462	379	520	367
การเติบโตของรายได้	-9%	-11%	-1%	-8%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	54%	-18%	37%	-29%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34%	31%	32%	32%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	31%	28%	37%	33%

อัตราส่วนทางการเงิน

ไตรมาส 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	1.07	1.04	1.44	1.57
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว	0.44	0.54	0.96	1.10
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	1.55	1.49
Net gearing	0.93	0.98	1.25	1.21
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	4%	5%	4%	4%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	11%	12%	11%	11%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

ไตรมาส 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสำหรับปี	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	-735	-704
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-1180.4	-1115.4	3433.1	19.0
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-779	-121	2439	1108

งบดุล (ล้านบาท)

ไตรมาส 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	1,384	1,205	3,644	4,752
ลูกหนี้การค้า	1,413	2,309	2,089	2,194
สินค้าคงเหลือ	1,176	988	720	783
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	14,967	14,564	18,090	18,846
สินทรัพย์รวม	32,850	32,704	38,028	40,092
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	10,092	11,148
ส่วนของผู้ถือหุ้น	13,990	13,880	14,896	16,078
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,850	32,704	38,028	40,092

สมมติฐานในการทำประมาณการ

ไตรมาส 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