

EQUITY TALK

COMPANY UPDATE

เซ็น PPA solar 429.6 MWe เพิ่มมูลค่า 0.6 บาท/หุ้น

GUNKUL ประกาศเซ็น PPA ในโครงการที่ได้รับคัดเลือกการจัดหาไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ FIT ปี 2565-2573 รอบแรก โดยเป็น SOLAR 8 โครงการ รวม 429.6 MWE กำหนด COD ปี 2569-73 และคาดว่าจะทยอยประกาศเซ็น PPA ที่เหลือเพิ่มเติม ถือเป็นมุมมองเชิงบวกในการสะสมกำลังการผลิตให้เพิ่มขึ้นเกือบ 70% จากปัจจุบันไปสู่ 1 พัน MWE และต่อยอดกำไรให้เติบโตอีกราว 450-550 ล้านบาท/ปี หลัง COD ครบทุกโครงการ คิดเป็น EIRR 10-13%

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรตั้งแต่ปี 2569 สะท้อนการรวมโครงการใหม่ ส่งผลให้ FV ใหม่ปี 2567 อยู่ที่ 3.6 บาท (ประกอบด้วยโครงการเดิม 3.0 บาท และมูลค่าโครงการใหม่ 0.6 บาท) ภาพกำไรช่วง 1-2 ปีข้างหน้ายังไม่โดดเด่น เนื่องจากยังไม่มีโครงการใหม่ๆเข้ามา แต่ช่วงสั้นคาดการณ์ราคาหุ้นจะมีแรงหนุนจากประเด็นเชิงบวกดังกล่าว และแนวโน้มกำไร 4Q66 ที่สดใส

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565	2566F	2567F	2568F
รายได้	8,348	7,054	6,922	7,010	7,135
กำไรสุทธิ	2,229	3,011	1,769	1,452	1,467
กำไรปกติ	2,022	1,184	1,769	1,452	1,467
EPS (บาท)	0.25	0.34	0.20	0.16	0.17
PER (เท่า)	11.16	8.26	14.06	17.12	16.96
PBV (เท่า)	1.87	1.76	1.64	1.56	1.48
DPS (บาท)	0.18	0.12	0.11	0.09	0.09
Dividend Yield (%)	6.4%	4.3%	3.9%	3.2%	3.2%
ROE (%)	0.17	0.21	0.12	0.09	0.09

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Downtrend

แนวรับ : 2.26 บาท

แนวต้าน : 3.00/3.76 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX
NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX
UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



22 ธันวาคม 2566

GUNKUL

Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	2.80
ราคาเป้าหมาย (บาท)	3.60
Upside (%)	28.6
Dividend yield (%)	3.2

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2566F	0.20	0.20	0%
2567F	0.16	0.19	-14%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AA
ESG Book	71.75
Moody's	-
MSCI	-
Refinitiv	69.53
S&P	27.00
ที่มา: Settrade	
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: IAA CONSENSUS	

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณลิรัตน์ กิตติคำพรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

ลงทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

ลงทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

EQUITY TALK

เซ็น PPA Solar 8 โครงการ กำลังการผลิตรวม 429.6 MWe

ตามที่ คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้ประกาศรับซื้อไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Feed-in-Tariff (FIT) ปี 2565-2573 ในกลุ่มไม่มีต้นทุนเชื้อเพลิง รอบแรก 5,203 เมกะวัตต์ ซึ่งมีผู้ผ่านการพิจารณาคัดเลือก 175 ราย ปริมาณเสนอขาย รวม 4,852.3 MW ซึ่งทาง GUNKUL เป็นผู้ได้รับคัดเลือก 17 โครงการ ที่กำลังการผลิตรวม 832.4 MWe (ประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ 15 โครงการ รวม 652.4 MWe และโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม 2 โครงการ รวม 180.0 MWe) โดยล่าสุด GUNKUL ได้ประกาศเข้าทำสัญญา PPA ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดินกับ กกพ. เรียบร้อยแล้ว 8 โครงการ กำลังการผลิตรวม 429.6 MWe มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเป็นเวลา 25 ปี ที่อัตราค่าไฟฟ้า 2.1679 - 2.6679 บาท/กิโลวัตต์-ชั่วโมง ตลอดอายุสัญญา กำหนด COD ปี 2569-2573 และในส่วนที่เหลืออีก 402.8 MWe คาดจะมีการทยอยประกาศลงนามสัญญาเพิ่มเติมต่อไป

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อประเด็นดังกล่าว ซึ่งจะถือเป็นส่วนช่วยต่อยอดฐานกำไรเดิมของ GUNKUL ได้ในระยะยาว และเป็นส่วนช่วยเพิ่มกำลังการผลิตให้เติบโตขึ้นอีก 426.6 MWe หรือคิดเป็นสัดส่วน 69.8% ของกำลังการผลิตเดิมที่มีในมือปัจจุบันไปสู่ 1,045.2 MWe ภายในปี 2573

สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมของแต่ละโครงการมีดังนี้

รายละเอียดโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่ประกาศเซ็น PPA

บริษัทย่อยของบริษัทฯ	ประเภทโครงการพลังงานแสงอาทิตย์	กำลังการผลิตตามสัญญา (เมกะวัตต์)	กำหนดเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (SCOD)	อัตรารับซื้อไฟฟ้า FIT
1. บริษัท กันกุล โซลาร์ พาวเวอร์เจเน จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	60.0	2569	2.6679
2. บริษัท กันกุล โซลาร์ พาวเวอร์เจเน จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	70.0	2569	2.1679
3. บริษัท กันกุล วัน เอ็นเนอร์ยี 2 จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	46.6	2569	2.6679
4. บริษัท กันกุล โซลาร์ พาวเวอร์เจเน จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	46.6	2571	2.6679
5. บริษัท กันกุล วัน เอ็นเนอร์ยี 2 จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	77.6	2572	2.6679
6. บริษัท กันกุล วัน เอ็นเนอร์ยี 9 จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	24.2	2572	2.1679
7. บริษัท กันกุล วัน เอ็นเนอร์ยี 9 จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	63.0	2572	2.1679
8. บริษัท กันกุล วัน เอ็นเนอร์ยี 2 จำกัด	ติดตั้งบนพื้นดิน	41.6	2573	2.6679
	รวม	429.6		

ที่มา: GUNKUL

EQUITY TALK

ในส่วนของเงินลงทุนแต่ละโครงการ ฝ่ายวิจัยคาดจะอยู่ที่ราว 37-40 ล้านบาท/เมกะวัตต์ หรือคิดเป็นเงินลงทุนทั้งหมดราว 1.6-1.7 หมื่นล้านบาท ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง หากเทียบกับการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ทั่วไป ที่มีต้นทุนเฉลี่ยอยู่ราว 30 - 35 ล้านบาท/เมกะวัตต์ แต่อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารให้มุมมองว่าเป็นการเข้าลงทุนในเทคโนโลยีของแผง solar ที่ทันสมัย ซึ่งคาดจะช่วยให้การผลิตไฟฟ้ามีประสิทธิภาพสูงกว่าการแผง solar ทั่วไปในท้องตลาด และช่วยให้มีผลตอบแทนจากการเข้าลงทุนที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานสัดส่วน D/E ในแต่ละโครงการอยู่ที่ 75/25 หรือคิดเป็นจำนวนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินที่ราว 1.3 หมื่นล้านบาท และเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัทอีกราว 4.0 พันล้านบาท ซึ่งหากพิจารณาสถานะทางการเงินของ GUNKUL ล่าสุด ณ สิ้นงวด 3Q66 พบว่ามีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดราว 1.5 พันล้านบาท และอัตราส่วน Net Interest Bearing Debt to Equity ที่ 0.98 เท่า ซึ่งยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำ โดยหากดูเงินตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ คาดอัตราส่วน Net Interest Bearing Debt to Equity จะอยู่ในระดับที่ไม่เกิน 1.85 เท่า อีกทั้งคาดบริษัทจะจัดการทยอยกู้เงินตามกำหนด COD ของแต่ละโครงการ จึงทำให้คาดจะมีกระแสเงินสดที่เพียงพอ และไม่มีปัญหาในด้านการจัดหาแหล่งเงินทุน

สำหรับอัตราค่าไฟของโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ จะเป็นรูปแบบ FiT อยู่ที่ 2.1679 - 2.6679 บาท/กิโลวัตต์-ชั่วโมง ตลอดอายุสัญญา 25 ปี โดยฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐาน capacity factor เฉลี่ยในแต่ละโครงการที่ 20% ซึ่งคาดจะช่วยสร้างรายได้ และ กำไรให้แก่ทาง GUNKUL ที่ราว 1.7-1.9 พันล้านบาท/ปี และ 450-550 ล้านบาท/ปี ตามลำดับ ภายหลังจาก COD แล้วเสร็จครบทุกโครงการ คิดเป็นผลตอบแทนในแต่ละโครงการที่ EIRR ราว 10.1-13.5% และคิดเป็นมูลค่าโครงการ ณ สิ้นปี 2567 รวม 0.6 บาท/หุ้น

เพิ่มประมาณการกำไรตั้งแต่ปี 2569 สะท้อนโครงการใหม่

เนื่องจากโครงการดังกล่าว ยังเป็นโครงการในระยะยาวซึ่งจะมีกำหนดเริ่มทยอย COD ในปี 2569 เป็นต้นไป เบื้องต้น ฝ่ายวิจัยจึงคงประมาณการกำไรปกติปี 2566-2568 ไว้ดังเดิมที่ 1.8 พันล้านบาท , 1.5 พันล้านบาท, และ 1.5 พันล้านบาท ตามลำดับ

โดยในปี 2566 คาดกำไรปกติจะเติบโต 49.4%yoy มาอยู่ที่ 1.8 พันล้านบาท หนุนหลักจากรธุรกิจโรงไฟฟ้าที่คาดกระแสในปี 2566 จะอยู่ในระดับสูงกว่าปกติ ประกอบกับแรงหนุนบางส่วนจากค่า Ft เฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น YoY เทียบกับฐานกำไรปกติปี 2565 ที่อยู่ในระดับต่ำ จากผลกระทบของกระแสที่อ่อนตัวกว่าค่าเฉลี่ย

EQUITY TALK

และมีการปรับลดสัดส่วนการถือหุ้นในกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลม 170 MW ลงจากเดิม 100% เหลือ 50% ส่งผลให้รับรู้กำไรตามสัดส่วนถือหุ้นในโครงการดังกล่าวลดลงตั้งแต่ช่วง 3Q65 เป็นต้นไป นอกจากนี้ยังมีแรงหนุนจากงบกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว YoY ส่งผลให้กลุ่มธุรกิจอื่นๆ ทั้ง Trading, O&M, และ EPC มีการรับรู้รายได้จากการก่อสร้าง และส่งมอบสินค้าได้เพิ่มขึ้น

ในขณะที่ปี 2567 คาดกำไรปกติจะอ่อนตัว 17.9%yoy มาอยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท กุดตันหลักจากธุรกิจโรงไฟฟ้าที่อยู่ภายใต้สมมติฐานกระแสลมจะอ่อนตัวกลับสู่ระดับปกติ และปี 2568 คาดกำไรปกติยังทรงตัวใกล้เคียงในระดับเดิมที่ 1.5 พันล้านบาท เนื่องจากยังไม่มีโครงการใหม่ที่ COD เข้ามาในช่วงเวลาดังกล่าว

แต่อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มประมาณการในระยะยาวปี 2569 เป็นต้นไป เพื่อสะท้อนการรวมโครงการ solar ทั้ง 8 โครงการที่ได้เซ็นสัญญา PPA เข้ามาไว้ในประมาณการ ส่งผลให้กำไรปกติปี 2569 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 10.5% จากเดิม มาอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท

ช่วงสั้น 4Q66 คาดกำไรเติบโตต่อเนื่อง QoQ

ช่วงสั้นงวด 4Q66 คาดกำไรปกติยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง QoQ โดยยังคงมีแรงหนุนหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วม ที่คาดกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลม 85 MWe จะมีผลประกอบการดีขึ้นต่อเนื่อง จากกระแสลมที่คาดยังพัดแรงตามการเข้าสู่ช่วง high season ประกอบกับคาดรายได้จากงาน EPC ที่เพิ่มขึ้นตามการรับรู้งานก่อสร้างได้มากขึ้นในช่วงปลายปี ถึงแม้ว่าคาดจะยังมีแรงกดดันจากกลุ่มโรงไฟฟ้า solar ทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศที่คาดจะมีค่าความเข้มแสงที่อ่อนตัวลงตามช่วงฤดูกาล ประกอบกับราคายไฟฟ้าในประเทศไทยจะถูกกดดันจาก Ft ที่ปรับตัวลดลง และค่าใช้จ่าย SG&A ที่คาดจะเพิ่มขึ้นเป็นปกติในช่วงปลายปี ก็ตาม

FV ใหม่ ที่ 3.6 บาท ช่วงสั้น trading ด้วยความระมัดระวัง

ภายใต้ประมาณการใหม่ ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2567 อยู่ที่ 3.6 บาท/หุ้น (เดิม 3.0) ประกอบด้วยโครงการเดิมซึ่งไม่รวมธุรกิจกัญชง 3.0 บาท และมูลค่าโครงการใหม่ 0.6 บาท คงคำแนะนำ Neutral จากภาพกำไรในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าที่ยังไม่โดดเด่น เนื่องจากยังไม่มีโครงการใหม่ๆเข้ามา แต่อย่างไรก็ตาม ช่วงสั้นคาดยังมีแรงหนุนจากประเด็นเชิงบวกจากการเริ่มเซ็นสัญญา PPA บางส่วน และทิศทางกำไรปกติงวด 4Q66 ที่ยังเห็นการเติบโต QoQ ช่วงสั้นอาจหาจังหวะเข้า trading ด้วยความระมัดระวัง

EQUITY TALK

การประกอบธุรกิจตามหลัก ESG ของ GUNKUL

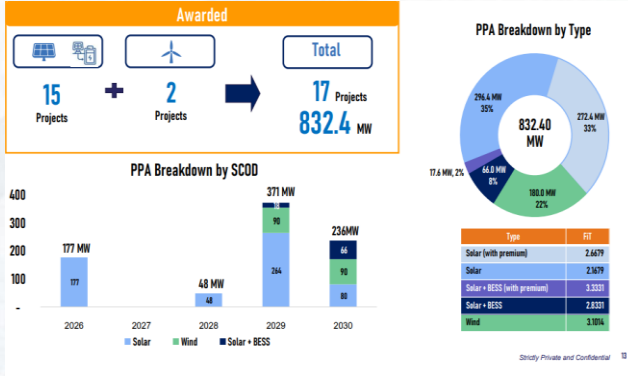
ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) : มุ่งมั่นบริหารจัดการและแสดงผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ โดยกำหนดหลักเกณฑ์การปฏิบัติงานด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม และสนับสนุนการลงทุนเพื่อพัฒนาปรับปรุง และแสวงหาแนวทางการใช้ทรัพยากรพลังงาน ตลอดจนการลดการปล่อยของเสียและก๊าซเรือนกระจก เพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงต่อสภาพภูมิอากาศได้อย่างยั่งยืน และตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ การใช้ไฟฟ้า และการใช้น้ำลง 5% จากฐานปี 2564

ด้านสังคม (Social) : สร้างเสริมกระบวนการทำงานร่วมกับชุมชนทั้งภายใน และภายนอกองค์กร ตลอดจนเครือข่ายชุมชนทุกภาคส่วน เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางทางการดำเนินธุรกิจ และสร้างสังคมให้แข็งแกร่ง โดยบริษัทได้ปฏิบัติตามข้อบังคับและกฎหมายอย่างเคร่งครัด รวมถึงให้ความสำคัญแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรมโดยไม่เลือกปฏิบัติ ตลอดจนเคารพหลักสิทธิมนุษยชน และมีความรับผิดชอบต่อผู้บริโภค

ธรรมาภิบาล (Governance) : จัดตั้งคณะทำงานเพื่อการพัฒนาองค์กรสู่ความยั่งยืนขึ้น เพื่อให้กระบวนการทำงานและเป้าหมายการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนเกิดขึ้นอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ GUNKUL ได้รับการคัดเลือกเป็นหนึ่งในรายชื่อหุ้นยั่งยืน (Thailand Sustainability Investment: THSI) ประจำปี 2564 เป็นปีแรก และจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ให้เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับคะแนนอยู่ในเกณฑ์ ดีเลิศ (Excellent CG Scoring)

EQUITY TALK

รายละเอียดโครงการที่ได้รับคัดเลือกของ GUNKUL



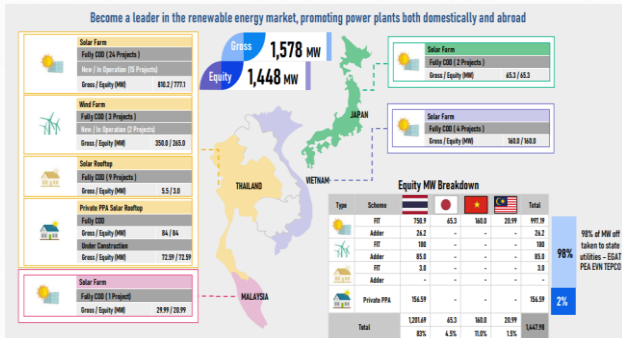
ที่มา: GUNKUL

รายละเอียดโครงการ (ต่อ)

No	Location	Type	PPA MW	Offtaker	SCOD	FIT
1	NARATHIWAT		77.6	EGAT (SPP)	2029	
2	NARATHIWAT		41.6	EGAT (SPP)	2030	
3	NARATHIWAT	Solar (with premium)	46.6	EGAT (SPP)	2026	2,6679
4	PATTANI		60.0	EGAT (SPP)	2026	
5	SONGKHLA		46.6	EGAT (SPP)	2026	
Subtotal for Solar (with premium)			272.4			
6	PHETCHABUN		1.6	PEA (VSPP)	2028	
7	SUPHAN BURI		24.2	EGAT (SPP)	2029	
8	UDON THANI		31.0	EGAT (SPP)	2029	
9	SURIN	Solar	63.0	EGAT (SPP)	2029	2,1679
10	SAKON NAKHON		38.8	EGAT (SPP)	2030	
11	SONGKHLA		67.8	EGAT (SPP)	2029	
12	SATUN		70.0	EGAT (SPP)	2026	
Subtotal for Solar			296.4			
13	NARATHIWAT	Solar + BESS (with premium)	17.6	EGAT (SPP)	2029	3,3331
Subtotal Solar + BESS (with premium)			17.6			
14	UDON THANI		33.0	EGAT (SPP)	2030	
15	SONGKHLA	Solar + BESS	33.0	EGAT (SPP)	2030	2,8331
Subtotal Solar + BESS			66.0			
16	NAKHON RATCHASIMA	Wind	90.0	EGAT (SPP)	2030	
17	AMNAT CHAREON	Wind	90.0	EGAT (SPP)	2029	
Subtotal Wind			180.0			3,1014
Total Awarded Projects			832.4			

ที่มา: GUNKUL

กำลังการผลิตไฟฟ้า ณ ปัจจุบัน



ที่มา: GUNKUL

ภาพรวมธุรกิจของ GUNKUL



ที่มา: GUNKUL

สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV			PER	
					2566F	2567F	2568F	2566F	2567F
CHINA									
SHANGHAI AEROS-A	5.00	10.97	14.3	29.9%	3.6	3.3	43.4	35.4	
XINMI SOLAR HLDS	4.73	2.62	4.0	51.3%	2.3	1.9	8.8	6.8	
CHINA SINGES SO	4.47	3.52	5.0	42.0%	0.6	0.6	5.2	5.0	
GCL-POLY ENERGY	3.93	11.00	1.3	32.5%	0.8	0.7	7.1	7.0	
NEO SOLAR POWER	3.44	14.50	13.0	-10.3%	0.7	0.8	n.m.	n.m.	
MOOTECH INDUSTRIE	3.25	25.60	24.0	-6.3%	0.9	1.0	n.m.	n.m.	
USA									
FIRST SOLAR INC	3.54	31.16	37.0	18.6%	0.6	0.6	6.8	87.0	
SUNPOWER CORP	3.35	6.88	11.1	60.9%	0.8	0.9	n.m.	n.m.	
SOLARCITY CORP	2.87	20.40	20.9	2.6%	1.5	2.1	n.m.	n.m.	
CHINA									
HUANENG RENEWA-H	4.74	2.45	3.4	37.4%	1.0	0.9	8.2	7.0	
HUADIAN FUJIN -H	4.73	1.69	2.5	49.1%	0.6	0.6	5.4	5.0	
CHINA LONGYUAN-H	4.56	5.72	7.7	34.4%	1.0	0.9	11.4	9.4	
XINJIANG GOLD-H	4.33	11.20	14.6	30.4%	1.5	1.3	8.8	7.9	
CHINA DATANG C-H	3.47	0.75	0.9	24.7%	0.4	0.4	16.2	8.3	
EUROPE									
GAMESA	4.19	19.04	22.3	17.1%	3.0	3.0	18.6	17.1	
VESTAS WIND SYST	4.00	443.10	571.4	29.0%	4.0	3.4	13.8	14.5	
THAILAND									
ESMO PCL	Neutral	2.52	3.69	22.4%	0.39	0.37	8.6	8.3	
ENERGY ABSOLUTE	Neutral	44.00	55.00	25.0%	3.50	3.18	20.2	25.3	
GUNKUL ENGINEER	Neutral	2.58	3.00	16.3%	1.51	1.44	13.0	15.8	
BCPG PCL	Neutral	8.85	10.40	17.5%	0.87	0.73	25.3	6.5	
TRI POLYENIE POWER	Neutral	3.38	3.70	9.5%	0.89	0.81	7.8	7.9	
BERMSANG POWER	Underperform	7.45	7.00	-6.0%	1.03	0.80	12.4	9.8	
AVERAGE					1.4	1.3	13.4	11.6	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (UNPLANNED SHUTDOWN)
2. ความเสี่ยงในการก่อสร้าง (CONSTRUCTION RISK) ซึ่งอาจทำให้การผลิตเชิงพาณิชย์ไม่เป็นไปตามแผน
3. การเซ็นสัญญาโครงการใหม่ล่าช้ากว่าที่กำหนด ส่งผลให้อาจเกิดการชะลอในการก่อสร้าง ทำให้ต้องเลื่อนระยะเวลาในการรับรู้รายได้ออกไป

ที่มา: GUNKUL

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ GUNKUL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
รายได้จากการขายและบริการ	7054	6922	7010	7135
ต้นทุนขายและบริการ	5573	3964	4131	4226
กำไรขั้นต้นรวม	1481	2957	2879	2909
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1027	1211	1227	1249
ดอกเบี้ยจ่าย	865	717	701	678
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	511	1033	872	868
รายได้อื่น	2009	100	40	40
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2110	2162	1863	1890
ภาษีเงินได้	301	181	186	190
กำไรสุทธิ	3011	1769	1452	1467
กำไรขาดทุนจากรายการพิเศษสุทธิ				
กำไรปกติ	1184	1769	1452	1467
EPS	0.34	0.20	0.16	0.17
Norm EPS	0.13	0.20	0.16	0.17
การเติบโตของรายได้	-15%	-2%	1%	2%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-47%	-41%	-18%	1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	21%	43%	41%	41%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	17%	26%	21%	21%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66
รายได้จากการขายและบริการ	1575	1527	1590	1787
ต้นทุนขายและบริการ	1065	1005	976	1127
กำไรขั้นต้นรวม	510	523	613	659
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	350	241	276	286
ดอกเบี้ยจ่าย	174	160	175	176
รายได้อื่น	-48	-11	0	0
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	165	479	495	609
ภาษีเงินได้	23	34	33	68
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	141	445	462	542
กำไรขาดทุนจาก Fx	48	11	-10	-80
กำไรสุทธิ	190	456	452	462
การเติบโตของรายได้	-16%	-3%	4%	12%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-88%	140%	-1%	2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	32%	37%	39%	38%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	19%	52%	54%	45%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	1.50	1.43	1.19	1.15
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว	0.89	0.92	0.58	0.56
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.00	3.00	3.00	3.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	3.05	3.05	3.05	3.05
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.29	1.14	1.19	1.30
Net gearing	0.94	0.81	0.88	0.98
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (ROA)	9%	5%	4%	4%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (ROE)	21%	12%	9%	9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2566-2568 ของ GUNKUL

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสำหรับปี	3,014	1,961	1,624	1,646
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1313	702	702	702
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	-1159	0	-572	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-1089.9	1088.8	-145.4	-132.7
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,037	3,752	1,609	2,215
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและเกี่ยวข้อง	616	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-840	-800	-4227	-4227
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	4175	-800	-4227	-4227
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-4063	-962	1818	2827
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
เงินปันผลจ่าย	-1603	-973	-799	-807
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-5730.1	-1934.4	1019.2	2020.5
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	481	1017	-1599	8
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,199	3,216	1,617	1,625
ลูกหนี้การค้า	2,087	1,240	1,277	1,316
สินค้าคงเหลือ	984	545	578	593
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	14,732	14,830	18,355	21,881
สินทรัพย์รวม	32,331	32,358	35,002	38,668
เจ้าหนี้การค้า	1,693	1,693	1,693	1,693
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	1,057	1,115	1,280	1,537
หนี้สินระยะยาว	10,608	9,589	11,242	13,812
หนี้สินรวม	18,192	17,230	19,048	21,875
ทุนที่ชำระแล้ว	2,221	2,221	2,221	2,221
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	5,179	5,179	5,179	5,179
กำไรสะสม	7,807	8,603	9,256	9,917
ส่วนของผู้ถือหุ้น	14,140	15,128	15,954	16,792
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	32,331	32,358	35,002	38,668
สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566F	2567F	2568F
Gross margin ของธุรกิจจำหน่ายระบบไฟฟ้า	16%	23%	20%	20%
Gross margin ของธุรกิจโรงไฟฟ้า	54%	54%	54%	54%
Gross margin ของธุรกิจ EPC	9%	14%	13%	13%
SG&A/Sales	15%	18%	18%	18%
Total Equity Capacity (MW)	601.8	615.5	615.5	615.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส