

# Fundamental Story

Gunkul Engineering (GUNKUL TB) - BUY, Price Bt6.60, TP Bt5.75

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

## กำไร 4Q21 ต่ำกว่าคาด

- GUNKUL รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติ 452 ลบ. (ไม่รวมผลจาก FX, hedging และรายการพิเศษอื่น) ใน 4Q21 ลดลง 17% y-y แต่ดีขึ้น 2% q-q ผลกำไรนี้ต่ำกว่าที่เราคาด เนื่องจากค่าใช้จ่ายการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นมาก และเดิมนราคาว่า GUNKUL จะเริ่มมีกำไรจากธุรกิจจกัญชง แต่ก็มีล่าช้าออกไป
- กำไรรวมทั้งปีเติบโตแข็งแกร่ง 42% y-y จากการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม และการรับรู้กำไรเต็มปีจากโรงไฟฟ้าใหม่ที่ซื้อเข้ามาเมื่อ 4Q20 อย่างไรก็ดี ผลกำไรรวมต่ำกว่าที่เราคาด 13% และต่ำกว่าตลาดคาด 5%
- กำไรขั้นต้น (รวม adder) เติบโต 10% y-y และ 16% q-q เป็น 1.1 พันลบ. ใน 4Q21 โดยได้แรงหนุนจากกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจากธุรกิจวิศวกรรมและการก่อสร้างภายหลังการคลายล็อกดาวน์จากโควิด-19 และการผลิตไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม ซึ่งชดเชยผลผลิตที่ลดลงตามฤดูกาล (q-q) จากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์
- ค่าใช้จ่าย SG&A รวมเพิ่มขึ้นเป็นถึง 325 ลบ. หรือสูงขึ้น 14% y-y และ 43% q-q และมากกว่าที่เราคาดมาก อัตราส่วน SG&A/Sales จึงเพิ่มขึ้นเป็น 14.4% จาก 10.6% ใน 3Q21 และ 12.9% ใน 4Q20 EBITDA margin ลดลงเหลือ 31.5% (จาก 35.9% และ 27.2%)
- GUNKUL ประกาศจ่ายปันผลงวดสุดท้าย 0.12 บาท/หุ้น โดยขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 5 พฤษภาคม และจ่ายเงินปันผลวันที่ 23 พฤษภาคม 2022 รวมเป็นเงินปันผลเต็มปี 0.18 บาท/หุ้น หรือคิดเป็นอัตรการจ่ายปันผลที่ 72% จากกำไรสุทธิในปี 2021
- เนื่องจากผลประกอบการพลาดเป้าในไตรมาสนี้ และราคาหุ้นปรับขึ้นเกินราคาเป้าหมายของเรามากแล้ว เราเริ่มมีมุมมองระมัดระวังต่อ GUNKUL แม้คาดการณ์ปรับรายได้จากกัญชงจะเริ่มต้นในไม่ช้า

Income Statement (consolidated)						Income Statement					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F
Revenue	2,207	1,740	1,814	2,137	2,254	Revenue	5	2	99	7,945	9,088
<b>Gross profit</b>	<b>535</b>	<b>551</b>	<b>578</b>	<b>603</b>	<b>640</b>	<b>Gross profit</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>94</b>	<b>2,372</b>	<b>3,237</b>
SG&A	285	211	209	227	325	SG&A	43	14	104	972	1,013
Operating profit	250	340	369	375	315	Operating profit	(16)	26	87	1,400	2,224
<b>EBITDA</b>	<b>600</b>	<b>716</b>	<b>750</b>	<b>767</b>	<b>709</b>	<b>EBITDA</b>	<b>(8)</b>	<b>18</b>	<b>92</b>	<b>2,942</b>	<b>3,840</b>
Other income	503	324	292	357	473	Other income	32	(6)	92	1,446	1,622
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense			na	0	0
Interest expense	235	242	240	243	246	Interest expense	1	5	102	971	879
<b>Profit before tax</b>	<b>518</b>	<b>423</b>	<b>421</b>	<b>489</b>	<b>542</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>85</b>	<b>1,875</b>	<b>2,967</b>
Income tax	70	33	6	106	43	Income tax	(59)	(39)	85	188	356
Equity & invest. income	100	86	105	70	96	Equity & invest. income	38	(4)	102	357	359
Minority interests	(2)	(5)	(5)	(9)	(4)	Minority interests	na	na	186	(22)	(12)
Extraordinary items	1,147	138	9	144	(83)	Extraordinary items	na	na	na	208	0
<b>Net profit</b>	<b>1,694</b>	<b>609</b>	<b>524</b>	<b>589</b>	<b>508</b>	<b>Net profit</b>	<b>(14)</b>	<b>(70)</b>	<b>96</b>	<b>2,229</b>	<b>2,958</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>547</b>	<b>471</b>	<b>515</b>	<b>445</b>	<b>591</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>33</b>	<b>8</b>	<b>87</b>	<b>2,022</b>	<b>2,958</b>
EPS (Bt)	0.19	0.07	0.06	0.07	0.06	EPS (Bt)	(14)	(70)	96	0.25	0.33
Normalized EPS (Bt)	0.06	0.05	0.06	0.05	0.07	Normalized EPS (Bt)	33	8	87	0.23	0.33

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Cash & ST investment	6,279	3,920	3,811	3,960	1,729	Sales grow th	40.0	32.4	22.2	(7.5)	2.1
A/C receivable	2,864	2,625	2,894	1,468	1,466	Operating profit grow th	(1.1)	109.3	35.7	103.2	26.1
Inventory	637	746	793	872	809	EBITDA grow th	9.7	45.9	23.3	46.4	18.2
Other current assets	2,003	1,891	1,365	1,032	3,563	Norm profit grow th	4.8	38.9	62.0	126.1	8.2
Investment	1,566	1,618	1,646	1,657	1,833	Norm EPS grow th	4.8	38.9	62.0	126.1	8.2
Fixed assets	26,943	26,602	26,789	26,905	26,536	Gross margin	24.2	31.7	31.8	28.2	28.4
Other assets	5,741	5,908	6,041	6,628	6,550	Operating margin	11.3	19.6	20.3	17.6	14.0
<b>Total assets</b>	<b>46,032</b>	<b>43,310</b>	<b>43,339</b>	<b>42,522</b>	<b>42,485</b>	EBITDA margin	27.2	41.1	41.3	35.9	31.5
S-T debt	7,975	5,622	4,818	6,240	6,114	Norm net margin	24.8	27.1	28.4	20.8	26.2
A/C payable	2,404	2,006	1,828	1,449	1,681	D/E (x)	2.2	1.8	2.0	2.0	1.9
Other current liabilities	2,604	2,512	2,466	1,074	1,258	Net D/E (x)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.8
L-T debt	18,793	18,439	19,974	19,185	18,630	Interest coverage (x)	2.6	3.0	3.1	3.2	2.9
Other liabilities	1,781	1,566	1,631	1,559	1,518	Interest rate	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9
Minority interest	125	148	152	159	162	Effective tax rate	13.5	7.7	1.5	21.6	7.9
<b>Shareholders' equity</b>	<b>12,350</b>	<b>13,015</b>	<b>12,470</b>	<b>12,857</b>	<b>13,122</b>	ROA	5.0	4.2	4.8	4.1	5.6
Working capital	1,097	1,365	1,860	891	593	ROE	18.8	14.9	16.2	14.0	18.2
Total debt	26,768	24,062	24,793	25,424	24,744						
<b>Net debt</b>	<b>20,489</b>	<b>20,142</b>	<b>20,982</b>	<b>21,464</b>	<b>23,015</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTT16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOM, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหาร กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)