

Fundamental Story

Gunkul Engineering Pcl (GUNKUL TB) - BUY

News update

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

สัดส่วนการถือครองโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมลดลง

- GUNKUL โอนย้ายโรงไฟฟ้าพลังงานลม 170MW เข้าไปใน JV กับ GULF
- GULF เพิ่มทุน 5.0 พันลพ. เพื่อให้สัดส่วนการถือหุ้นใน JV เป็น 50-50
- เรากลับมามองว่าดีลนี้ดูเป็นลบกับ GUNKUL
- บริษัท JV ใหม่ตั้งเป้าลงทุนในโครงการพลังงานทดแทนใหม่ 1,000MW

GUNKUL ประกาศเมื่อสัปดาห์ก่อนถึงการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนร่วมกับ GULF อย่างเป็นทางการภายใต้ชื่อบริษัท 'Gulf Gunkul Corporation' หลังมีประกาศไปเมื่อเดือนพฤษภาคมว่าทั้งสองบริษัทมีแผนความร่วมมือที่จะจัดตั้งบริษัทร่วมทุนซึ่งจะถือหุ้นกันคนละ 50% เพื่อร่วมกันลงทุนและพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนรวม 1,000MW

- GUNKUL ได้โอนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม (ที่มีสัญญา adders) รวม 170MW เข้าในบริษัทร่วมทุน ซึ่งเราประเมินมูลค่ารวมของโครงการได้กล่าวไว้ที่ 1.02 หมื่นลพ.
- GULF เพิ่มทุนรวม 5.0 พันลพ. เข้าในบริษัทร่วมทุนผ่านแผนการเพิ่มทุนของบริษัท โดยการออกหุ้นใหม่ ซึ่ง GUNKUL สละสิทธิในการร่วมเพิ่มทุนดังกล่าว
- ทั้งนี้ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทร่วมทุนนี้เป็น GULF 50% และ GUNKUL 50% โดยมีสินทรัพย์หลักในช่วงเริ่มต้นทุนบริษัทร่วมทุนเป็น โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมรวม 170MW และเงินสด 5.0 พันลพ.

มุมมองของเรา

- เรามองว่าดีลนี้เป็นลบต่อ GUNKUL เนื่องจากต้องโอนสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงกว่าถึงสองเท่า (โรงไฟฟ้าพลังงานลมมูลค่า 1.02 หมื่นลพ. เทียบกับ เงินสด 5.0 พันลพ.) เพื่อถือหุ้นในสัดส่วน 50-50 ในบริษัทร่วมทุน แม้อาจจะมองได้ว่าการยอมลดสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการปัจจุบัน จะแลกมาซึ่งโอกาสการเติบโตใหม่ที่สูงในอนาคตจากบริษัทร่วมทุน
- นอกจากนั้น เรามองว่าโรงไฟฟ้าพลังงานลมดังกล่าวเป็นสินทรัพย์การดำเนินงานหลักของ GUNKUL ในปัจจุบัน และสร้างกำไรเป็นรายครึ่งหนึ่งของฐานกำไรของ GUNKUL ภายใต้ประมาณการของเรา การลดสัดส่วนการถือหุ้นในโครงการจึงเกิด downside ต่อประมาณการกำไร GUNKUL ของเราราว 10% และ 20% ในปี 2022-23F
- และอาจส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของ GUNKUL ด้วย เนื่องจากกระแสเงินสดที่ลดลงจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลม ส่วนเงินที่ได้จากการโอนสินทรัพย์ไปจะถูกเก็บไว้ในบริษัทร่วมทุนเพื่อการลงทุนในอนาคต ไม่ได้เป็นกระแสเงินสดกลับมาถึง GUNKUL
- เรามองว่าการที่ GULF รับใส่เงินลงทุนเข้ามาถึงบริษัทร่วมทุน อาจเป็นสัญญาณที่ดีว่าโครงการการลงทุนใหม่ในบริษัทร่วมอาจเริ่มขึ้นได้ในระยะเวลาอันสั้น
- แต่เนื่องจากเรารวมมูลค่าของบริษัทร่วมทุนเข้าในประมาณการของเราแล้ว การโอนสินทรัพย์เพิ่มเติมนี้ทำให้มี downside ต่อมูลค่าพื้นฐานของ GUNKUL รว 0.5 บาทต่อหุ้น จากราคาเป้าหมายปัจจุบันของเราที่ 6.2 บาทต่อหุ้น

Key Valuations

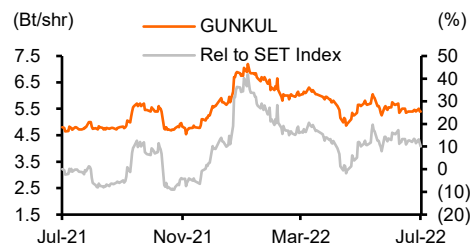
| Y/E Dec (Bt m) | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| Revenue | 7,945 | 10,176 | 12,718 | 13,666 |
| Net profit | 2,229 | 2,864 | 3,543 | 3,803 |
| Norm net profit | 2,022 | 2,864 | 3,543 | 3,803 |
| Norm EPS (Bt) | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| Norm EPS gr (%) | 42.3 | 41.7 | 23.7 | 7.3 |
| Norm PE (x) | 23.7 | 16.7 | 13.5 | 12.6 |
| EV/EBITDA (x) | 23.4 | 17.8 | 13.7 | 12.1 |
| P/BV (x) | 3.7 | 3.2 | 2.8 | 2.4 |
| Div. yield (%) | 1.1 | 2.4 | 3.0 | 3.2 |
| ROE (%) | 15.9 | 20.3 | 21.8 | 20.5 |
| Net D/E (%) | 157.2 | 121.6 | 115.2 | 92.6 |

Source: Thanachart estimates

Stock Data

| | |
|-----------------------------|-----------|
| Closing price (Bt) | 5.40 |
| Target price (Bt) | 6.20 |
| Market cap (US\$ m) | 1,303 |
| Avg daily turnover (US\$ m) | 13.3 |
| 12M H/L price (Bt) | 7.20/4.54 |

Price Performance



Source: Bloomberg

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, CPALL16C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2211A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2211A, IVL16C2209A, JMART16C2211A, JMART16C2210A, JMT16C2211A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTG16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016C2209B, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, CPALL, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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