

Fundamental Story

Global Power Synergy Pcl (GPSC TB) - BUY, Price Bt38.5, TP Bt45

Results Comment

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

กำไร 4Q25 ต่ำคาดเล็กน้อยจากรายการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก

- GPSC รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ 903 ลบ. ใน 4Q25 เพิ่มขึ้น 12% y-y จากผลขาดทุนที่ลดลงของโครงการ Gheco-1 และ ต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลง แต่กำไรลดลง 24% q-q จากปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลงของโรงไฟฟ้า SPP รวมกำไรจากการดำเนินงานปกติปี 2025 อยู่ที่ 5.0 พันลบ. เพิ่มขึ้น 22% y-y ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อย โดยมีสาเหตุจากรายการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก
- โครงการ IPP: กำไรขั้นต้น (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) เพิ่มขึ้น 25% y-y เป็น 1.1 พันลบ. ใน 4Q25 จากผลขาดทุนสต็อกถ่านหินราคาสูงของโครงการ Gheco-1 ที่ลดลง แต่กำไรลดลง 11% q-q จากผลกระทบเชิงลบของเงินบาทที่แข็งค่าต่อรายได้ AP
- โครงการ SPP: กำไรขั้นต้นลดลง 4% y-y และ 15% q-q เหลือ 3.6 พันลบ. ใน 4Q25 จากปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลง 10% y-y และ 11% q-q ส่วนหนึ่งมาจากสัญญาบางฉบับกับ EGAT สิ้นสุดลง และการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าที่ลดลงระหว่างการหยุดซ่อมบำรุงตามแผน ส่วนค่า spark margin เฉลี่ยปรับเพิ่มขึ้นเป็น 1.59 บาทต่อหน่วย จาก 1.54 บาท ใน 3Q25 และ 1.56 บาท ใน 4Q24
- ค่าใช้จ่าย SG&A ลดลง 4% y-y เหลือ 965 ลบ. ใน 4Q25 จากความสำเร็จของโครงการเพิ่มประสิทธิภาพต้นทุนของบริษัท แต่สูงขึ้น 78% q-q จากปัจจัยทางฤดูกาล
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม (หลังหักรายการพิเศษได้แก่ กำไรทางบัญชี 515 ลบ. จากการลงทุนเพิ่มใน RPCL และรายได้เคลมผลการดำเนินงาน 371 ลบ. จากโครงการ CFXD) อยู่ที่ 254 ลบ. ใน 4Q25 ลดลง 21% y-y จากผลขาดทุนที่เพิ่มขึ้นของ Nuovo แต่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญจากไตรมาสก่อนหน้าที่มีผลขาดทุน เนื่องจาก capacity factor ของโครงการ CFXD สูงขึ้นในช่วง high season
- GPSC ประกาศปันผลงวดสุดท้าย 0.95 บาทต่อหุ้น ในวันที่ 20 เมษายน 2026 รวมปันผลทั้งปีอยู่ที่ 1.35 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายปันผล 64% ของกำไรสุทธิปี 2025 ซึ่งสูงกว่าที่เราคาดไว้
- เนื่องจากผลประกอบการที่ต่ำกว่าคาดใน 4Q25 มีสาเหตุหลักจากรายการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เราจึงยังคงประมาณการและคงคำแนะนำ “ซื้อ” GPSC โดยคาดว่ากำไรจะเติบโตต่อเนื่องในปี 2026F จากผลขาดทุนของ Gheco-1 ที่ลดลง และปริมาณขายไฟฟ้า SPP ที่ฟื้นตัว

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	21,968	21,414	22,476	21,561	19,465	Revenue	(10)	(11)	92	84,916	84,738
Gross profit	2,645	2,971	2,823	3,409	2,558	Gross profit	(25)	(3)	99	11,761	12,970
SG&A	1,001	605	580	541	965	SG&A	78	(4)	106	2,691	2,578
Operating profit	1,644	2,366	2,243	2,869	1,593	Operating profit	(44)	(3)	97	9,070	10,392
EBITDA	4,347	4,744	4,636	5,283	4,001	EBITDA	(24)	(8)	99	18,664	18,951
Other income	648	383	373	350	688	Other income	97	6	129	1,794	1,119
Other expense						Other expense			na		
Interest expense	1,451	1,380	1,292	1,240	1,207	Interest expense	(3)	(17)	99	5,120	4,690
Profit before tax	840	1,368	1,324	1,978	1,074	Profit before tax	(46)	28	103	5,744	6,821
Income tax	188	67	(11)	122	206	Income tax	69	10	138	383	546
Equity & invest. income	322	80	584	(415)	254	Equity & invest. income	na	(21)	109	503	1,062
Minority interests	(169)	(185)	(201)	(254)	(220)	Minority interests	na	na	104	(859)	(981)
Extraordinary items	195	(57)	301	554	595	Extraordinary items	7	206	174	1,394	
Net profit	1,000	1,140	2,019	1,742	1,498	Net profit	(14)	50	112	6,399	6,355
Normalized profit	805	1,197	1,718	1,187	903	Normalized profit	(24)	12	102	5,005	6,355
EPS (Bt)	0.35	0.40	0.72	0.62	0.53	EPS (Bt)	(14)	50	112	2.27	2.25
Normalized EPS (Bt)	0.29	0.42	0.61	0.42	0.32	Normalized EPS (Bt)	(24)	12	102	1.78	2.25

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	25,492	17,977	12,310	16,608	21,305	Sales grow th	19.9	(9.9)	(5.9)	2.1	(11.4)
A/C receivable	11,754	12,120	12,436	12,305	10,468	Operating profit grow th	36.9	4.4	(15.5)	25.3	(3.1)
Inventory	7,733	7,612	7,247	6,439	6,348	EBITDA grow th	22.1	3.3	(8.5)	9.9	(8.0)
Other current assets	4,800	6,398	8,905	6,888	4,705	Norm profit grow th	136.1	39.2	20.8	15.7	12.1
Investment	48,181	47,830	47,487	44,290	44,791	Norm EPS grow th	136.1	39.2	20.8	15.7	12.1
Fixed assets	92,473	91,012	89,684	87,977	86,936	Gross margin	12.0	13.9	12.6	15.8	13.1
Other assets	97,703	97,144	96,463	95,641	89,707	Operating margin	7.5	11.0	10.0	13.3	8.2
Total assets	288,136	280,094	274,531	270,147	264,259	EBITDA margin	19.8	22.2	20.6	24.5	20.6
S-T debt	12,104	10,790	9,767	8,801	14,965	Norm net margin	3.7	5.6	7.6	5.5	4.6
A/C payable	5,740	5,071	6,084	5,745	5,256	D/E (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0
Other current liabilities	5,282	5,642	4,358	4,357	4,591	Net D/E (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
L-T debt	117,888	110,947	106,735	104,269	97,031	Interest coverage (x)	3.0	3.4	3.6	4.3	3.3
Other liabilities	27,981	27,568	27,040	26,695	25,979	Interest rate	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3
Minority interest	11,584	11,711	11,569	11,739	12,029	Effective tax rate	22.3	4.9	(0.8)	6.1	19.1
Shareholders' equity	107,558	108,365	108,978	108,542	104,406	ROA	1.1	1.7	2.5	1.7	1.4
Working capital	13,748	14,661	13,599	12,999	11,560	ROE	3.0	4.4	6.3	4.4	3.4
Total debt	129,991	121,737	116,502	113,069	111,997						
Net debt	104,500	103,760	104,192	96,461	90,692						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"