

# Fundamental Story

## Gunkul Engineering (GUNKUL TB) - BUY, Price Bt2.22, TP Bt2.50

### Results Comment

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

#### กำไร 4Q25 ดีกว่าคาด

- GUNKUL รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 432 ลบ. ใน 4Q25 เพิ่มขึ้น 25% y-y แต่ลดลง 6% q-q การเติบโต y-y มาจากรายได้ธุรกิจก่อสร้างที่แข็งแกร่ง ซึ่งชดเชยปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่อ่อนตัวลง ส่วนการลดลง q-q เกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงตามฤดูกาล
- รวมกำไรจากการดำเนินงานปกติทั้งปี 2025 ของ GUNKUL อยู่ที่ 1.76 พันลบ. เพิ่มขึ้น 10% y-y และสูงกว่าที่เราคาด โดยคิดเป็น 110% ของประมาณการ เนื่องจากผลประกอบการของธุรกิจก่อสร้างที่ออกมาดีกว่าคาดมาก
- กำไรขั้นต้นใน 4Q25 อยู่ที่ 768 ลบ. เพิ่มขึ้น 17% y-y และ 10% q-q จากการรับรู้รายได้ธุรกิจก่อสร้างจำนวนมากในไตรมาสนี้ ซึ่งมากพอจะชดเชยปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่อ่อนตัวลงตามฤดูกาล
- EBITDA ใน 4Q25 เติบโตแข็งแกร่ง 30% y-y สู่ระดับ 667 ลบ. ได้แรงหนุนจากรายได้ธุรกิจก่อสร้างที่แข็งแกร่ง แต่ลดลงเล็กน้อย 2% q-q จากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงตามฤดูกาล
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมซึ่งส่วนใหญ่มาจากโรงไฟฟ้าพลังลมในประเทศ 3 โครงการ ลดลง 13% y-y และ 1% q-q เหลือ 255 ลบ. จากปริมาณการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานลมดังกล่าวที่ลดลง
- GUNKUL งดจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายสำหรับปี 2025 อย่างไรก็ตาม บริษัทได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลไปแล้วที่ 0.12 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายปันผล 60% ของกำไรสุทธิปี 2025
- เรามองว่ามี upside ต่อประมาณการปี 2026F ของเรา เนื่องจากมูลค่างานในมือของธุรกิจก่อสร้างล่าสุดของ GUNKUL ประกาศออกมาสูงกว่าสมมติฐานของเรา เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมองว่า GUNKUL เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์หลักจากการเร่งขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน และโครงข่ายสายส่งไฟฟ้าในไทย

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Revenue	2,047	2,070	1,802	1,811	2,519	
<b>Gross profit</b>	<b>659</b>	<b>631</b>	<b>748</b>	<b>695</b>	<b>768</b>	
SG&A	402	277	290	290	363	
Operating profit	257	354	458	404	405	
<b>EBITDA</b>	<b>512</b>	<b>625</b>	<b>736</b>	<b>679</b>	<b>667</b>	
Other income	65	25	142	23	25	
Other expense	0	0	0	0	0	
Interest expense	170	172	162	156	143	
<b>Profit before tax</b>	<b>153</b>	<b>207</b>	<b>439</b>	<b>271</b>	<b>287</b>	
Income tax	99	59	85	72	111	
Equity & invest. income	293	247	126	257	255	
Minority interests	(0)	(1)	(1)	1	1	
Extraordinary items	174	(27)	6	0	28	
<b>Net profit</b>	<b>520</b>	<b>367</b>	<b>485</b>	<b>457</b>	<b>460</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>346</b>	<b>394</b>	<b>478</b>	<b>457</b>	<b>432</b>	
EPS (Bt)	0.06	0.04	0.05	0.05	0.05	
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Cash & ST investment	1,205	1,198	855	1,815	894	
A/C receivable	2,034	1,903	1,678	1,438	1,774	
Inventory	988	937	841	790	835	
Other current assets	2,574	2,939	3,386	2,289	3,934	
Investment	5,004	4,845	5,622	5,821	5,913	
Fixed assets	14,564	14,374	12,543	12,293	11,841	
Other assets	6,335	6,596	6,497	6,450	6,352	
<b>Total assets</b>	<b>32,704</b>	<b>32,792</b>	<b>31,422</b>	<b>30,896</b>	<b>31,544</b>	
S-T debt	4,546	3,937	2,768	4,000	3,320	
A/C payable	1,387	1,677	1,327	1,636	2,416	
Other current liabilities	629	666	639	590	931	
L-T debt	11,249	11,151	11,639	9,308	9,647	
Other liabilities	1,013	1,020	1,063	1,150	1,111	
Minority interest	50	51	48	2	1	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>13,830</b>	<b>14,292</b>	<b>13,938</b>	<b>14,209</b>	<b>14,118</b>	
Working capital	1,635	1,163	1,192	593	193	
Total debt	15,796	15,087	14,407	13,308	12,967	
<b>Net debt</b>	<b>14,591</b>	<b>13,889</b>	<b>13,552</b>	<b>11,493</b>	<b>12,073</b>	

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F	
Revenue	39	23	95	8,203	12,321	
<b>Gross profit</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>105</b>	<b>2,841</b>	<b>3,223</b>	
SG&A	25	(10)	99	1,220	1,263	
Operating profit	0	58	109	1,621	1,960	
<b>EBITDA</b>	<b>(2)</b>	<b>30</b>	<b>104</b>	<b>2,707</b>	<b>3,081</b>	
Other income	12	(61)	108	215	173	
Other expense			na	0		
Interest expense	(8)	(16)	97	632	602	
<b>Profit before tax</b>	<b>6</b>	<b>88</b>	<b>117</b>	<b>1,203</b>	<b>1,531</b>	
Income tax	53	11	127	327	337	
Equity & invest. income	(1)	(13)	106	885	719	
Minority interests	(9)	na	1	(0)	(8)	
Extraordinary items	11,615	(84)	na	8	0	
<b>Net profit</b>	<b>1</b>	<b>(12)</b>	<b>111</b>	<b>1,769</b>	<b>1,906</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>(6)</b>	<b>25</b>	<b>110</b>	<b>1,761</b>	<b>1,906</b>	
EPS (Bt)	1	(12)	111	0.20	0.21	
Normalized EPS (Bt)	(6)	25	110	0.20	0.21	

Financial Ratios						
(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Sales growth	12.8	(20.1)	(20.2)	(29.1)	23.1	
Operating profit growth	10.0	(23.3)	(3.3)	(20.8)	57.6	
EBITDA growth	2.9	(12.0)	1.9	(10.1)	30.4	
Norm profit growth	35.9	24.2	3.6	(3.7)	24.6	
Norm EPS growth	35.9	24.2	3.6	(3.7)	24.6	
Gross margin	32.2	30.5	41.5	38.4	30.5	
Operating margin	12.5	17.1	25.4	22.3	16.1	
EBITDA margin	25.0	30.2	40.8	37.5	26.5	
Norm net margin	16.9	19.0	26.5	25.2	17.1	
D/E (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	
Net D/E (x)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9	
Interest coverage (x)	3.0	3.6	4.6	4.4	4.7	
Interest rate	4.3	4.5	4.4	4.5	4.4	
Effective tax rate	65.2	28.4	19.5	26.7	38.6	
ROA	4.2	4.8	6.0	5.9	5.5	
ROE	10.2	11.2	13.6	13.0	12.2	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ 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:** ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)