

KSS ชูพิกัด GUNKUL 2.6 บ. ล็อกเป้าผลิตไฟ 2,000 MW

เผยแพร่วันที่ 14 มีนาคม 2568



หุ้นวิชั่น – ทีมข่าวหุ้นวิชั่น รายงาน บริษัทหลักทรัพย์ กรุงศรี จำกัด (มหาชน) (KSS) ระบุว่า จากประจักษ์นักวิเคราะห์ เรามองมุมมองเป็นกลาง (Neutral) ต่อ GUNKUL โดยบริษัทฯ คงเป้าหมายการเติบโตรายได้ปี 25F ที่ 10-15% จากเป้าหมายกำลังการผลิตในระยะยาวที่ 2,000 MW (ปัจจุบัน 1,464 MW) อย่างไรก็ตามในระยะสั้น ทิศทาง Gross Margin ของงาน EPC ในปี 25F คาดว่าจะอยู่ในกรอบ 18-20% ซึ่งต่ำกว่าประมาณการเดิมที่ 21% เนื่องจากมีสัดส่วนของงานที่มี Margin ต่ำกว่าเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันค่าใช้จ่าย SG&A คาดว่าจะเพิ่มขึ้นสูงกว่าประมาณการเดิมของบริษัทฯ ทำให้เรามีการปรับลดประมาณการกำไรในปี 25-26F ลงเฉลี่ย 12% จากต้นทุนที่สูงกว่าคาดในระยะสั้น

แม้ว่าราคาหุ้นจะลดลง -25% YTD และอยู่ในโซนราคาที่น่าพอใจ (Value zone) ด้วย PER 25F ที่ 9x (-1SD) ซึ่งสะท้อนปัจจัยกดดันไปมากแล้ว แต่ยังคงมีความจำเป็นที่จะต้องติดตามความชัดเจนในบางประเด็น ได้แก่ 1) นโยบายการลดค่าไฟสำหรับโครงการที่ COD แล้ว แม้ว่าความเป็นไปได้จะยาก 2) การชะลอการเซ็น PPA สำหรับพลังงานหมุนเวียนเฟส 2 ที่ยังไม่รวมในประมาณการของบริษัทฯ

อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” (Buy) ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 2.60 บาท/หุ้น.

ประเด็นสำคัญ : เป้าหมายการผลิตในระยะยาว บริษัทตั้งเป้าหมายกำลังการผลิตในระยะยาวที่ 2,000 MW ภายในปี 2027F (ปัจจุบัน 1,464 MW) โดยมาจากพลังงานหมุนเวียนในประเทศ การทำ Direct PPA ร่วมกับเอกชน และการขยาย

ธุรกิจ在不同ประเทศ ซึ่งในขณะนี้บริษัทกำลังศึกษาโอกาสเติบโตในตลาดโซลาร์ในฟิลิปปินส์ เนื่องจากมีโอกาสการเติบโตสูง โดยมีความต้องการในตลาดกว่า 80 GW.

การเติบโตรายได้ บริษัทคงเป้าหมายการเติบโตรายได้ในปี 25F ที่ 10-15% (ในขณะที่เราคาดการณ์ที่ 8%) โดยมุ่งเน้นกลยุทธ์การเติบโตจากธุรกิจ EPC & Trading ผ่าน Backlog ปัจจุบันที่ 3,800 ล้านบาท ซึ่งรวมทั้งงานสายส่งและโรงไฟฟ้าที่ได้รับคัดเลือกทั้งหมด 5,203 MW ที่จะเริ่ม COD ในปี 26F นอกจากนี้ยังจะมีการเพิ่มโซลาร์พร้อมแบตเตอรี่

(Solar+BESS) ในกลุ่มลูกค้า Private PPA เพื่อเพิ่มรายได้จากฐานลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ประมาณ 15-20%

ทิศทาง Gross Margin บริษัทตั้งเป้าหมายที่จะรักษาระดับ Gross Margin ใกล้เคียงเดิมในปี 25F อย่างไรก็ตาม มาร์จิ้นจากกลุ่มธุรกิจ EPC อาจลดลงอยู่ในกรอบ 18-20% (จาก 22% ในปี 2024) เนื่องจากมีการเพิ่มสัดส่วนงานที่มี Margin ต่ำจากการทำโครงการขนาดใหญ่

แนวโน้ม SG&A คาดว่า SG&A ในปี 25F จะเริ่มเข้าสู่กระบวนการลดต้นทุนบุคลากร โดยการวางระบบในกลุ่มธุรกิจโรงไฟฟ้าเพื่อลดต้นทุนในการบำรุงรักษาโรงไฟฟ้า ซึ่งคาดว่าจะลดค่าใช้จ่ายได้ประมาณ 40 ล้านบาท แต่ SG&A โดยรวมยังคงสูงกว่าประมาณการเดิม

การ Roll-over หนี้กู้และ LT-Loan : บริษัทวางแผนที่จะ Roll-over หนี้กู้และ LT-Loan ในปี 25F รวมมูลค่า 1,842 ล้านบาท และคาดว่าจะสามารถลด Finance cost ได้ประมาณ 1%. ปัจจุบันบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (IBD/E) ที่ 1.04 เท่า ซึ่งยังคงมีพื้นที่ในการก่อหนี้สำหรับ CAPEX ในปี 25-27F ที่ 12,000 ล้านบาท เพื่อการลงทุนโครงการเพิ่มเติม โดยยังคงอยู่ภายใต้ข้อตกลงที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 3 เท่า

ความเห็นและคำแนะนำ

เรามองสถานการณ์เป็นกลาง (Neutral) โดยบริษัทฯ คงเป้าหมายการเติบโตรายได้ในปี 25F ที่ 10-15% โดยอิงจากเป้าหมายการผลิตในระยะยาวที่ 2,000 MW (ปัจจุบัน 1,464 MW) ถึงแม้ว่าจะมีต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งส่งผลให้เราปรับลดประมาณการรายได้ปี 25-26F ลงเฉลี่ย 12% โดยลด Gross margin ปี 25-26F ลง 70 bps และ 150 bps จากการปรับฐานของอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจากปี 24 เนื่องจากการรับงานโครงการขนาดใหญ่ที่มีมาร์จิ้นต่ำกว่าปกติจากธุรกิจ EPC

ปรับเพิ่มค่าใช้จ่าย SG&A ปี 25-26F ขึ้น 15% เพื่อสะท้อนต้นทุนที่สูงขึ้นจากบุคลากร แม้ว่าบริษัทฯ จะตั้งเป้าหมายลดค่าใช้จ่ายเหล่านี้ในปี 25F ประมาณ 40 ล้านบาท แต่ก็ยังคงมีสัดส่วนที่สูงกว่าประมาณการเดิมของเรา คาดว่ากำไรไตรมาส 1 ปี 25F จะเติบโตเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา (y-y) และทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน (q-q) เนื่องจากบริษัทฯ จะยังคงได้รับประโยชน์จากธุรกิจ EPC & Trading ต่อเนื่อง รวมถึงคาดว่าโรงไฟฟ้าพลังงานลมจะสามารถผลิตไฟฟ้าได้มากกว่าปีก่อน

เรายังคงคำแนะนำ **“Buy”** บนราคาเป้าหมายใหม่ (TP25F) ที่ 2.60 บาท โดยใช้วิธีการประเมินมูลค่าทั้งกลุ่ม (SOTP) ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจปัจจุบัน (โรงไฟฟ้า COD) มูลค่า 1.60 บาท ธุรกิจ EPC & Trading มูลค่า 0.43 บาท โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนใหม่ มูลค่า 0.57 บาท เนื่องจากเรามีการปรับเพิ่มสมมติฐาน WACC สำหรับกลุ่มโรงไฟฟ้าเป็น 8.5% (จากเดิม 7.0%) และปรับลด PER สำหรับกลุ่มธุรกิจก่อสร้างลงเป็น 10 เท่า (จากเดิม 15 เท่า) โดยประมาณการและราคาเป้าหมายในปัจจุบันยังไม่รวม Upside จากการคัดเลือกพลังงานหมุนเวียนเฟส 2 ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างชะลอการเซ็น PPA

เชิงกลยุทธ์ แม้ว่า GUNKUL จะยังคงเป็นบริษัทที่มีการเติบโตจากงาน EPC ในปี 25F (คาดการณ์กำไรเติบโต 4%) และการเพิ่ม Capacity พลังงานหมุนเวียนในปี 26F (คาดการณ์กำไรเติบโต 17%) แต่เราขอแนะนำให้ติดตามปัจจัยความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่อาจกระทบการลงทุน ได้แก่ นโยบายการลดค่าไฟ สำหรับโครงการที่ COD แล้ว ซึ่งโอกาสในการเกิดเป็นไปได้น้อย

การชะลอการเซ็น PPA สำหรับพลังงานหมุนเวียนเฟส 2