



GUNKUL ENGINEERING PCL

GUNKUL TB Neutral

Target Price Bt 5.60

Price (11/10/2021) Bt 5.70

Downside % 1.75

Valuation SOTP

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 50,630

30-day avg turnover Btm 1,172.95

No. of shares on issue m 8,883

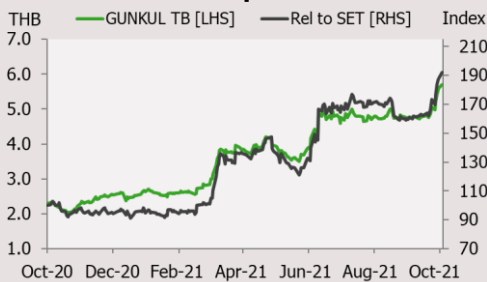
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	7,736	9,341	11,485	11,480
Core profit (Btmn)	1,415	1,946	2,831	2,845
Net profit (Btmn)	3,412	1,946	2,831	2,845
Net EPS (Bt)	0.38	0.22	0.32	0.32
DPS (Bt)	0.18	0.10	0.15	0.15
BVPS (Bt)	1.39	1.43	1.65	1.82
Net EPS growth (%)	58.91	-42.96	45.48	0.46
ROA (%)	8.05	4.30	6.27	6.28
ROE (%)	29.59	15.55	20.74	18.50
Net D/E (x)	1.83	1.80	1.40	1.10
Valuation				
P/E (x)	6.56	26.01	17.88	17.80
P/BV (x)	1.81	3.99	3.46	3.14
EV/EBITDA (x)	12.93	17.35	13.39	12.69
Dividend yield (%)	7.22	1.75	2.63	2.63

GUNKUL TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ornmongkol.t@kasikornsecurities.com

12 October 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

ลงทุนใน THCG

- **GUNKUL ลงทุน 50% ในบริษัท ทีเอสซี กรุ๊ป จำกัด (THCG) เพื่อขยายธุรกิจกัญชา และกัญชา เป็นจำนวนเงิน 250 ลบ.**
- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2565-66 ขึ้น 12%/4% จากโอกาสที่ธุรกิจกัญชาจะประสบความสำเร็จสูงขึ้นเป็น 70% จากเดิม 50% และส่วนแบ่งกำไรจากการร่วมทุน**
- **คงคำแนะนำ "ถือ" แต่เพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.60 บาท คาดการขยายกำลังผลิต และยอด backlog งาน EPC ที่สูงขึ้นจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ**

Investment Highlights

- **GUNKUL ร่วมลงทุนใน THCG** GUNKUL ลงทุนทางอ้อมผ่านการถือหุ้นสามัญจำนวน 50% ของบริษัท ทีเอสซี กรุ๊ป จำกัด (THCG) โดยเป็นการเพิ่มเงินทุนในรูปแบบของหุ้นบุริมสิทธิ (preferred share) ด้วยเงินลงทุนรวม 250 ลบ. ผ่านบริษัทย่อย จี.เค.เอ็มพี กรุ๊ป จำกัด (GKMG) GUNKUL ตั้งเป้าอัดฉีดเงินสดที่ 100 ลบ. เข้าไปในบริษัทร่วมทุน JV ในปี 2564 และอีก 150 ลบ. ในปี 2565 และอาจพิจารณาอัดฉีดเงินสดเข้าไปใน THCG อีกสำหรับการขยายธุรกิจในอนาคต
- **ธุรกิจของ THCG** THCG ลงทุนในสินทรัพย์และให้คำปรึกษากับธุรกิจการเพาะปลูกและการจัดจำหน่ายกัญชาและกัญชา รวมถึงการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่ได้จากกัญชาและกัญชา อีกทั้งยังเป็นคู่สัญญากับภาครัฐและเอกชน THCG มีโครงการที่ได้รับใบอนุญาตและกำลังดำเนินการอยู่ ได้แก่ โครงการแม่สะเรียง จ.แม่ฮ่องสอน โครงการเขาค้อ และโครงการหล่มเก่าใน จ.เพชรบูรณ์ THCG มีบริษัท ไทยสติกเคียร์ จำกัด (TSH) เป็นบริษัทย่อยซึ่งดำเนินธุรกิจเพาะปลูก ผลิต แปรรูป วิเคราะห์ ครอบครอง นำเข้าและส่งออกผลิตภัณฑ์สมุนไพรหลายประเภท
- **คาดประโยชน์ที่จะได้จากการลงทุนใน THCG** การลงทุนใน THCG คาดจะส่งผลบวกต่อ GUNKUL จาก 1) การขยายธุรกิจสู่ธุรกิจกัญชาซึ่งทาง THCG ดำเนินธุรกิจทั้งต้นน้ำ (เพาะปลูก) กลางน้ำ (สกัดสาร THC&CBD) และปลายน้ำ (ผลิตภัณฑ์สุดท้าย) (แผนภาพ 1) ปัจจุบัน GUNKUL ดำเนินธุรกิจสวนกัญชาและสกัดสาร CBD ผ่านบริษัทย่อย 2) การขยายพื้นที่ปลูกกัญชา THCG มีสวนกัญชาในพื้นที่จังหวัดภาคเหนือและกลางตอนเหนือของประเทศ ได้แก่ เพชรบูรณ์ ลำพูน และเชียงใหม่ ในขณะที่เฟสแรกทาง GUNKUL มีแผนที่จะปลูกกัญชา 100-200 ไร่ในพื้นที่ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของประเทศ (จ.นครราชสีมา) 3) การขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจปลายน้ำของกัญชาและกัญชาซึ่งรวมถึงการพัฒนาและผลิตผลิตภัณฑ์ขั้นสุดท้ายในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม เครื่องสำอางและการแพทย์ (แผนภาพ 3) และ 4) โอกาสสร้างประโยชน์จากการทำงานร่วมกันระหว่างกลุ่มธุรกิจ โดย GUNKUL สามารถใช้โรงสกัดสาร THC และ CBD จากกัญชาและกัญชาได้
- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2565-2566 ขึ้น 12%/4%** เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2565-2566 ขึ้น 12%/4% เป็น 2.8 พันลบ./2.9 พันลบ. เพราะ 1) เราปรับเพิ่มความเป็นไปได้ที่ธุรกิจกัญชาจะประสบความสำเร็จสูงขึ้นเป็น 70% จากเดิม 50% สาเหตุที่เราเริ่มมองบวกมากขึ้นก็เพราะ GUNKUL ได้รับใบอนุญาตนำเข้าเมล็ดกัญชาจากสำนักงานคณะกรรมการอาหารและยา (อย.) เมื่อเดือน ต.ค.2564 และ 2) เราเริ่มส่วนแบ่งกำไรจากการร่วมทุนกับ THCG มูลค่า 100 ลบ.ต่อปี ซึ่งใกล้เคียงกับคาดการณ์ของของผู้บริหารในประมาณการของเราแล้ว (แผนภาพ 2)

Valuation and Recommendation

- **คงคำแนะนำ "ถือ" แต่เพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.60 บาท** เราคงคำแนะนำ "ถือ" แต่ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 5.60 บาท จากเดิม 4.62 บาท เพื่อสะท้อน 1) มูลค่าที่เพิ่มขึ้น 0.58 บาท จากความเป็นไปได้ที่ธุรกิจกัญชาจะประสบความสำเร็จ 2) มูลค่าที่เพิ่มขึ้น 0.37 บาท จากการร่วมทุน JV กับ THCG ด้าน upside risk ที่สำคัญต่อคำแนะนำของเรา คือ 1) การขยายกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าเนื่องจากบริษัทฯ กำลังมองหาโอกาสในการขยายพอร์ตโรงไฟฟ้าทั้งในและต่างประเทศและ 2) ยอด backlog งาน EPC ที่สูงขึ้น และ 3) ความสำเร็จของธุรกิจกัญชา



Fig 1 GUNKUL hemp and cannabis business

	GUNKUL JV(THCG)	GUNKUL subsidiary
Hemp business		
Plantation	Yes (Phetchabun,Lumphun,ChiangMai)	Yes (Nakhon Ratchasima)
CBD extraction	Yes (Lab scale 10 kg/day)	Yes (Commercial scale1,000 kg/day)
Final products (F&Bs,Cosmetics ,Medicals)	Yes (TSH)	
Cannabis business		
Plantation	Yes (MaeHongSon,Lampang,Bangkok)	
THC&CBD extraction	Yes (Lab scale 10 kg/day)	
Final products (F&Bs,Cosmetics ,Medicals)	Yes (TSH)	

Source: KS research

Fig 2 Earnings revisions

		Add JV(THCG)+Adjust CBD price/Prob. of success						Adjust CBD price/Prob. of success						Old		
		2021E	2022E	2023E (+/-)	(+/-)	(+/-)		2021E	2022E	2023E (+/-)	(+/-)	(+/-)		2021E	2022E	2023E
Sales revenue	(Btmn)	9,341	11,485	11,480	0%	4%	2%	9,341	11,485	11,480	0%	4%	2%	9,341	11,010	11,255
Net Profit	(Btmn)	1,946	2,831	2,845	0%	12%	4%	1,946	2,731	2,757	0%	8%	1%	1,946	2,522	2,728
Core profit	(Btmn)	1,946	2,831	2,845	0%	12%	4%	1,946	2,731	2,757	0%	8%	1%	1,946	2,522	2,728
Target price	(Bt/sh)	5.60				21%		5.20				13%		4.62		
Hemp business assumption																
GUNKUL subsidiary																
Plantation area	(Rai)	200	200	200				200	200	200				200	200	200
Probability of success	(%)	50%	70%	70%				50%	70%	70%				50%	50%	50%
Revenue	(Btmn/rai)	1.8	11.9	10.1				1.8	11.9	10.1				1.8	11.9	11.9
NP	(Btmn/rai)	0.0	4.6	3.3				0.0	4.6	3.3				0.0	4.4	4.4
Number of crop per year	(Times)	1	3	3				1	3	3				1	3	3
Number of plant per crop	(Plants)	1000	1000	1000				1000	1000	1000				1000	1000	1000
%Yield-Dry flower	(%)	18%	18%	18%				18%	18%	18%				18%	18%	18%
%Yield-CBD	(%)	11%	11%	11%				11%	11%	11%				11%	11%	11%
ASP-Dry flower	(Bt/kg)	10,000	10,000	10,000				10,000	10,000	10,000				10,000	10,000	10,000
ASP-CBD	(Bt/kg)	200,000	200,000	170,000				200,000	200,000	170,000				###	###	###
NP-hemp	(Btmn)	4	639	461				4	639	461				4	439	441
TP-hemp	(Bt/sh)	2.17						2.17						1.59		
GUNKUL JV(THCG)																
Plantation area	(Rai)		57	57												
Captive CBD demand	(%)		3%	4%												
NP-hemp (50% holding stake)	(Btmn)		101	88												
TP-hemp	(Bt/sh)	0.37														

Source: KS research

Fig 3 TSH products

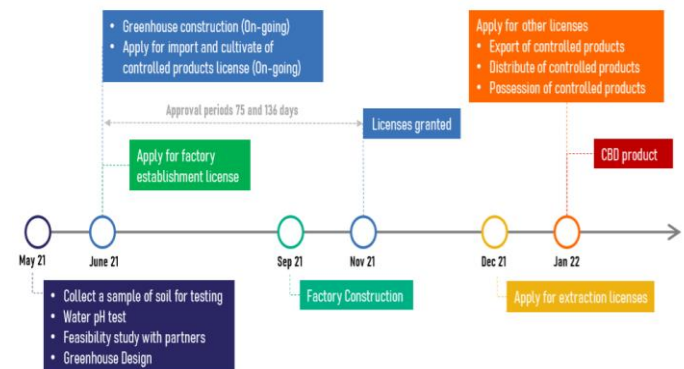


12 R&D Product Pipeline

- Happy Gummy CBD/THC
- Serum Hemp Seed Oil
- Shampoo Hemp Seed Oil
- Toothpaste Hemp Seed Oil
- Mouth Spray
- Terpene Beer
- Aroma Spray (Sleep/Happy/Energized)
- Balm (Sleep/Happy/Energized)
- Pain Relief Spray (Jangana)
- Massage Cream (Jangana)

Source: Company data

Fig 4 GUNKUL hemp business timeline



Source: Company data



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	7,099	7,736	9,341	11,485	11,480
Cost of sales and services	-3,450	-4,716	-5,701	-6,516	-6,473
Gross Profit	3,648	3,019	3,640	4,969	5,008
SG&A	-840	-955	-961	-1,256	-1,232
Other income	77	88	55	28	41
EBIT	3,173	4,456	3,096	4,102	4,008
EBITDA	4,022	3,506	4,253	5,332	5,408
Interest expense	-910	-912	-1,024	-986	-914
Equity earnings	269	291	362	361	191
EBT	2,263	3,545	2,072	3,116	3,094
Income tax	-41	-119	-123	-282	-246
NPAT	2,222	3,425	1,949	2,834	2,847
Minority Interest	-75	-13	-3	-3	-3
Core Profit	2,127	1,415	1,946	2,831	2,845
Extraordinary items	-0	2,011	0	0	-0
FX gain (loss)	20	-14	0	0	0
Reported net profit	2,147	3,412	1,946	2,831	2,845

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	1,600	4,392	2,133	3,281	3,669
Accounts receivable	1,689	4,089	4,764	5,858	5,855
Inventories	653	637	747	919	918
Total current assets	7,285	11,782	10,308	12,722	13,106
Investment in subs & others	1,731	1,566	1,739	1,931	1,945
Fixed assets-net	24,567	26,943	26,892	25,744	24,596
Total assets	39,042	46,032	44,608	45,828	44,842
Short-term debt	3,328	8,017	9,109	7,934	8,279
Accounts payable	1,128	2,804	3,082	3,584	3,486
Total current liabilities	8,205	12,983	14,353	13,680	13,928
Long-term debt	19,008	19,346	16,219	16,166	13,418
Total liabilities	27,709	33,557	31,800	31,075	28,574
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Retained earnings	4,662	6,309	6,638	8,581	10,094
Minority interests	621	125	128	131	134
Total shareholders' equity	11,333	12,475	12,808	14,754	16,269
Total equity & liabilities	39,042	46,032	44,608	45,828	44,842

Key Assumptions

No. of share outstanding (mn)	8,883	8,883	8,883	8,883	8,883
Effective capacity (MWe)	367	585	585	585	585

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	2,222	3,425	1,949	2,834	2,847
Depreciation & amortization	1,137	1,353	1,519	1,591	1,591
Change in working capital	-397	-2,854	-507	-763	-94
Others	611	-1,314	662	625	723
CF from operation activities	3,573	611	3,623	4,287	5,067
Capital expenditure	-750	-3,500	-1,454	-265	-265
Investment in subs and affiliates	-118	3,306	-41	-91	59
Others	103	380	288	320	177
CF from investing activities	-765	186	-1,207	-37	-30
Cash dividend	-118	-1,200	-1,617	-888	-1,332
Net proceeds from debt	-1,061	4,070	-2,035	-1,228	-2,404
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-905	-905	-1,024	-986	-914
CF from financing activities	-2,083	1,965	-4,675	-3,102	-4,650
Net change in cash	726	2,762	-2,259	1,148	388

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	0.24	0.38	0.22	0.32	0.32
Core EPS	0.24	0.16	0.22	0.32	0.32
DPS	0.14	0.18	0.10	0.15	0.15
BV	1.21	1.39	1.43	1.65	1.82
EV	5.38	5.10	8.31	8.04	7.73
Free Cash Flow	0.32	-0.33	0.24	0.45	0.54

Valuation analysis

Reported P/E (x)	12.33	6.56	26.01	17.88	17.80
Core P/E (x)	12.44	15.82	26.01	17.88	17.80
P/BV (x)	2.47	1.81	3.99	3.46	3.14
EV/EBITDA (x)	11.88	12.93	17.35	13.39	12.69
Price/Cash flow (x)	7.41	36.61	13.97	11.81	9.99
Dividend yield (%)	4.56	7.2	1.8	2.6	2.6

Profitability ratios

Gross margin (%)	51.39	39.03	38.97	43.27	43.62
EBITDA margin (%)	56.66	45.32	45.53	46.43	47.10
EBIT margin (%)	44.70	57.61	33.14	35.72	34.91
Net profit margin (%)	31.31	44.28	20.86	24.68	24.80
ROA (%)	5.95	8.05	4.30	6.27	6.28
ROE (%)	21.89	29.59	15.55	20.74	18.50

Liquidity ratios

Current ratio (x)	0.89	0.91	0.72	0.93	0.94
Quick ratio (x)	0.40	0.67	0.49	0.68	0.70

Leverage Ratios

D/E ratio (x)	2.44	2.69	2.48	2.11	1.76
Net debt/EBITDA (x)	5.15	6.51	5.42	3.87	3.30
Net debt/equity (x)	1.83	1.83	1.80	1.40	1.10
Int. coverage ratio (x)	3.49	4.89	3.02	4.16	4.39

Growth

Revenue (%)	13.93	8.98	20.75	22.95	-0.04
EBITDA (%)	21.49	-12.84	21.30	25.38	1.42
Reported net profit (%)	97.88	58.91	-42.96	45.48	0.46
Reported EPS (%)	65.27	58.91	-42.96	45.48	0.46
Core profit (%)	16.89	-33.50	37.57	45.48	0.46
Core EPS (%)	-2.38	-33.50	37.57	45.48	0.46

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTGTC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.