

# FUNDAMENTAL

## GULF

### Outperform

3Q68 คัดกำไรปกติยังทรงตัว QoQ ก่อนทำ new high ใน 4Q68

#### Flash Points

- คัดกำไรสุทธิงวด 3Q68 ของ GULF จะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 7.2 พันล้านบาท จาก 6.4 หมื่นล้านบาท ในงวด 2Q68 กดดันจากรายการพิเศษที่สุกแล้วคาดมีการบันทึกกำไร 60.3 ล้านบาท เทียบกับงวดก่อนหน้าที่มีกำไรพิเศษ 5.7 หมื่นล้านบาท จากการบันทึกกำไรจากการรวมธุรกิจ (1 – time item) ที่ 5.6 หมื่นล้านบาท เป็นหลัก
- อย่างไรก็ตาม คัดกำไรปกติเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 0.6% qoq มาอยู่ที่ 7.1 พันล้านบาท หนุนหลักจากส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้น QoQ ตามผลประกอบการของโรงไฟฟ้า Jackson ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวดีขึ้นตามการเข้าสู่ฤดูร้อน และการขึ้นค่าไฟรวมถึงส่วนแบ่งกำไร ADVANC ที่ปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนค่าบริการที่ลดลง และกลุ่มโรงไฟฟ้า GULF GUNKUL ที่กระแสลมฟื้นตัว ประกอบกับคัดกำไรขึ้นต้นเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากต้นทุนก๊าซที่ลดลง ซึ่งชดเชยการรับรู้ปันผลรับ KBANK ที่ลดลงได้ทั้งหมด

#### Impact Insight

- โดยรวมแล้วคัดกำไรสุทธิงวด 9M68 อยู่ที่ 2.1 หมื่นล้านบาท และคิดเป็น 77.5% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 เดิมที่ประเมินไว้ โดยฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2568 – 69 ขึ้น 5.1% และ 5.0% จากเดิม มาอยู่ที่ 2.8 และ 3.1 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ เพื่อสะท้อนการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Jackson ที่ดีขึ้น และรับรู้ปันผลรับจากการถือหุ้น KBANK ที่เพิ่มขึ้น ภายใต้ประมาณการใหม่ส่งผลให้กำไรปกติปี 2568-69 เติบโต 30.5%yoy และ 11.3%yoy ตามลำดับ
- ช่วงสั้น งวด 4Q68 คัดกำไรปกติจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทำระดับสูงสุดใหม่รายไตรมาสเป็นประวัติการณ์ หนุนหลักจากการเข้าสู่ช่วง high season ของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลมทั้งในประเทศไทย และเยอรมนี และส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC ที่คาดเติบโต QoQ แม้คาดส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า Jackson จะอ่อนตัวหลังผ่านพ้นช่วง peak ของปีมาแล้ว ประกอบกับปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมของกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่คาดปรับตัวลดลง ตามการเข้าสู่ช่วง low season ของฤดูการใช้ไฟฟ้าในประเทศไทยก็ตาม

#### Execution

- คงมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2569 อยู่ที่ 68.25 บาท/หุ้น คงน้ำหนักการลงทุน Outperform จากปัจจัยพื้นฐานที่ยังเห็นการเติบโตที่แข็งแกร่ง ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว รวมถึงราคาหุ้นปัจจุบันยัง laggard กลุ่มฯ มองเป็นจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตในระยะยาว

#### Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS

แนวรับ : 44.00 บาท

แนวต้าน : 47.00 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

จัดทำโดย นลินรัตน์ ทิตติภาพรัตน์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

สัญญา อุดม  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756



|                    |       |
|--------------------|-------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท) | 45.50 |
| ราคาเป้าหมาย (บาท) | 68.25 |
| Upside (%)         | 50.0  |
| Dividend yield (%) | 3.10  |

#### Consensus Analysis

| EPS (บาท) | ASPS | IAA Cons | % diff |
|-----------|------|----------|--------|
| 2568F     | 1.88 | 3.17     | -41%   |
| 2569F     | 2.10 | 2.23     | -6%    |

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

#### Global Peers

| Company              | REC/BB<br>Rating | PBV   |       | PER   |       |
|----------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                      |                  | 2568F | 2569F | 2568F | 2569F |
| <b>CHINA</b>         |                  |       |       |       |       |
| CHINA YANGTZE-A      | 4.79             | 3.1   | 2.9   | 20.0  | 19.0  |
| HUANENG POWER-H      | 4.41             | 0.8   | 0.7   | 7.1   | 6.8   |
| DATANG INTL PGH      | 5.00             | 0.6   | 0.5   | 7.2   | 6.5   |
| <b>HONGKONG</b>      |                  |       |       |       |       |
| CHINA POWER INTE     | 4.53             | 0.8   | 0.8   | 10.1  | 8.7   |
| CHINA RES POWER      | 4.32             | 0.9   | 0.8   | 6.6   | 6.2   |
| CLP HOLDINGS         | 4.00             | 1.5   | 1.5   | 14.8  | 14.1  |
| <b>KOREA</b>         |                  |       |       |       |       |
| KOREA ELEC POWER     | 4.55             | 0.6   | 0.5   | 3.6   | 3.2   |
| <b>JAPAN</b>         |                  |       |       |       |       |
| ELECTRIC POWER D     | 3.00             | 0.4   | 0.4   | 5.7   | 8.0   |
| CHUBU ELEC POWER     | 4.33             | 0.5   | 0.5   | 8.0   | 8.8   |
| CHUGOKU ELEC PWR     | 3.50             | 0.4   | 0.4   | 4.2   | 5.5   |
| <b>MALAYSIA</b>      |                  |       |       |       |       |
| TENAGA NASIONAL      | 4.64             | 1.2   | 1.2   | 17.3  | 15.9  |
| PETRONAS GAS BHD     | 3.44             | 2.6   | 2.5   | 20.0  | 19.2  |
| <b>INDIA</b>         |                  |       |       |       |       |
| POWER GRID CORP      | 3.88             | 2.7   | 2.5   | 16.8  | 15.8  |
| NTPC LTD             | 4.62             | 1.7   | 1.6   | 13.6  | 12.7  |
| NHPC LTD             | 3.25             | 2.0   | 1.9   | 19.8  | 14.6  |
| <b>PHILIPPINES</b>   |                  |       |       |       |       |
| FIRST GEN CORP       | 4.20             | 0.3   | 0.3   | 3.4   | 3.3   |
| ABOTIZ POWER         | 4.53             | 1.3   | 1.2   | 9.6   | 8.8   |
| <b>THAILAND</b>      |                  |       |       |       |       |
| RATCHABURI ELEC      | Neutral          | 0.6   | 0.5   | 9.4   | 8.8   |
| ELEC GENERATING      | Underperform     | 0.8   | 0.8   | 9.4   | 8.5   |
| GLOBAL POWER SYNERGY | Neutral          | 1.0   | 0.9   | 24.4  | 21.4  |
| GULF ENERGY          | Outperform       | 1.8   | 1.7   | 25.3  | 22.7  |
| OK POWER             | Outperform       | 0.7   | 0.7   | 13.5  | 13.3  |
| BANPU POWER          | Neutral          | 0.6   | 0.5   | 9.1   | 9.2   |
| B.GRIMM POWER        | Neutral          | 0.8   | 0.7   | 25.6  | 20.9  |
|                      |                  | 1.1   | 1.1   | 11.5  | 11.7  |

ที่มา : Bloomberg

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญ ทางการเงิน

| สิ้นสุด 31 ส.ค.    | 2566   | 2567   | 2568F  | 2569F  | 2570F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| กำไรสุทธิ          | 17,923 | 21,383 | 85,038 | 31,326 | 34,730 |
| Norm Profit        | 18,603 | 21,572 | 28,150 | 31,326 | 34,730 |
| Norm EPS (บาท)     | 1.25   | 1.44   | 1.88   | 2.10   | 2.32   |
| EPS(บาท)           | 1.20   | 1.43   | 5.69   | 2.10   | 2.32   |
| PER (x)            | 37.93  | 31.79  | 7.99   | 21.70  | 19.57  |
| DPS (บาท)          | -      | -      | 3.83   | 1.41   | 1.56   |
| Dividend Yield (%) | n.m.   | n.m.   | 8.42%  | 3.10%  | 3.44%  |
| จำนวนหุ้นสามัญ     | 14,940 | 14,940 | 14,940 | 14,940 | 14,940 |

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

#### ESG Assessment

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| SET ESG Ratings                  | AAA    |
| CG Score                         | ดีเลิศ |
| Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง | -      |

ที่มา : SET

#### คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

**คาดการณ์กำไรปี 3Q68 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ หนุนหลักจากส่วนแบ่งกำไร Jackson และ ADVANC**

คาดการณ์กำไรงวด 3Q68 จะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 7.2 พันล้านบาท จาก 6.4 หมื่นล้านบาท ในงวด 2Q68 กดดันจากรายการพิเศษที่สุกแล้วคาดการณ์การบันทึกกำไร Fx ของทั้งในส่วนของบริษัทใหญ่ และบริษัทร่วม 60.3 ล้านบาท เทียบกับงวด 2Q68 ที่มีกำไรพิเศษ 5.7 หมื่นล้านบาท เนื่องจากการบันทึกกำไรจากการรวมธุรกิจ (1 – time item) ที่ 5.6 หมื่นล้านบาท หลังเสร็จสิ้นการควบรวมกิจการกับ INTUCH และกำไร Fx ที่ 649.8 ล้านบาท

อย่างไรก็ตาม หากตัดรายการพิเศษออกไป คาดกำไรปีปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกเล็กน้อย 0.6% qoq มาอยู่ที่ 7.1 พันล้านบาท หนุนหลักจากส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม (ไม่รวมผลกระทบ Fx และตราสารอนุพันธ์) ที่คาดปรับตัวเพิ่มขึ้น 12.1% qoq มาอยู่ราว 5.2 พันล้านบาท หนุนหลักจากผลประกอบการของโรงไฟฟ้า Jackson ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวดีขึ้น ตามราคายไฟฟ้า (ค่า CP) ในตลาด PJM ของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 270 จากเดิม 29 –50 เหรียญ/MW-day ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2568 – พ.ค. 2569 รวมถึงส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC ที่คาดปรับตัวดีขึ้น QoQ จากต้นทุนค่าบริการที่ปรับตัวลดลง QoQ ประกอบกับกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลม GULF GUNKUL ที่คาดรับรู้ผลประกอบการดีขึ้น QoQ ตามกระแสลมบริเวณที่ตั้งโครงการที่ฟื้นตัว ตามการเริ่มเข้าสู่ช่วงฤดูมรสุม

อีกทั้ง คาดกำไรขั้นต้นปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2.2% qoq มาอยู่ที่ 6.7 พันล้านบาท หนุนจากต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่คาดปรับตัวลดลง 5.4% qoq มาอยู่ราว 300 บาท/ล้านบีทียู เนื่องจากไม่มีการบันทึกต้นทุนก๊าซฯ ปตก.เรียกเก็บย้อนหลัง ดังที่เคยเกิดขึ้นในงวดก่อนหน้า ถึงแม้ว่าราคายไฟฟ้าจะลดลง QoQ ตามค่า Ft ในงวดเดือน ก.ย. -ธ.ค. 2568 ที่ปรับลดลง 4 สตางค์/หน่วย มาอยู่ที่ 15.72 สตางค์/หน่วย ก็ตาม ขณะที่ปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมทั้งในกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP และ SPP คาดยังทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงเดิม QoQ

แต่อย่างไรก็ตาม คาดยังมีแรงกดดันจากการรับรู้รายได้จากเงินปันผลรับที่ลดลงมาอยู่ที่ 214.7 ล้านบาท จาก 1.0 พันล้านบาทในงวดก่อนหน้า จากการรับรู้เงินปันผลรับ KBANK ที่ลดลงเป็นหลัก ประกอบกับค่าใช้จ่าย SG&A ที่คาดเพิ่มอีกเล็กน้อย 2.4% qoq มาอยู่ที่ 1.2 พันล้านบาท มาจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการขยายกิจการที่เพิ่มขึ้นของทางบริษัทฯ

โดยรวมแล้วคาดการณ์กำไรปี 9M68 อยู่ที่ 2.1 หมื่นล้านบาท และคิดเป็นสัดส่วน 77.5% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 เดิมที่ฝ่ายวิจัยได้ประเมินไว้

**ปรับเพิ่มประมาณการ สะท้อนการปรับปรุงค่าไฟในโรงไฟฟ้า Jackson และปันผล KBANK ที่เพิ่ม**

ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2568 – 69 ขึ้น 5.1% และ 5.0% จากเดิม มาอยู่ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท และ 3.1 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ เพื่อสะท้อน

- 1) การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการโรงไฟฟ้า Jackson ในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น 45.2% และ 101% จากเดิม มาอยู่ที่ 1.5 และ 2.2 พันล้านบาทในปี 2568 และ 2569 ตามลำดับ ตามการปรับเพิ่มค่าไฟฟ้าในสหรัฐฯ
- 2) การรับรู้รายได้จากเงินปันผลรับในปี 2568 และ 2569 ที่คาดจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1.3 พันล้านบาท และ 1.2 พันล้านบาท ตามลำดับ ตามการรับรู้การจ่ายปันผลรับของ KBANK ภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ GULF ถือหุ้น KBANK ที่สัดส่วน 5.0%

ภายใต้ประมาณการใหม่ ส่งผลให้กำไรปกติปี 2568 – 69 เติบโต 30.5% yoy และ 11.3% yoy ตามลำดับ

นอกจากนี้ ฝ่ายวิจัยยังได้ปรับเพิ่มกำไรสุทธิขึ้นมาอยู่ที่ 8.5 หมื่นล้านบาท จากเดิม 2.7 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนการรับรู้กำไรพิเศษจากการรวมกิจการ และกำไร Fx ที่เกิดขึ้นในช่วง 9M68

**4Q68 คาดกำไรปกติเติบโต ทำระดับสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง QoQ จาก High season ของฤดูกาลลม**

ช่วงสิ้นงวด 4Q68 คาดกำไรปีปรับตัวขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่รายได้ไตรมาสต่อเนื่อง หนุนหลักจากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมทั้งในประเทศไทย และเยอรมนี ที่จะเข้าสู่ช่วง High season ส่งผลให้คาดการณ์ผลกำไรสุทธิได้มากขึ้น QoQ และส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC ที่คาดจะได้แรงหนุนจากรายได้ค่าบริการที่

เติบโต ตามช่วงฤดูกาล แม้คาดว่าจะยังมีปัจจัยกดดันบางส่วนจากส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้า Jackson ที่อ่อนตัว หลังผ่านพ้นช่วง peak ของปีในฤดูร้อนมาแล้ว ประกอบกับปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมของกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ที่คาดว่าจะปรับตัวลดลง ตามการเข้าสู่ช่วง low season ของฤดูกาลใช้ไฟในประเทศไทยก็ตาม

## การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

### Environment (E) :

ให้ความสำคัญด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ เป็นหลัก โดยกำหนดเป้าหมายประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ครอบคลุม 100% ของโครงการที่ COD โดยปี 2566 บรรลุเป้าหมายได้ 53% ส่วนระยะกลาง-ยาว ตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 ลง 25% จากปี 2562 ให้ได้ภายในปี 2573 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 และ 2 สุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 ซึ่งภาพรวมถือว่าการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ลดลง นอกจากนี้ยังมีการประเมินด้านการจัดการใช้น้ำ การจัดการมลสารทางอากาศและของเสีย และความหลากหลายทางชีวภาพ ซึ่งภาพรวมถือว่าอยู่ในกรอบมาตรฐานที่ ตั้งไว้

### Social Contribution (S) :

กำหนดเป้าหมายในด้านความเสมอภาค และการพัฒนาคุณภาพของพนักงาน เช่น ตั้งเป้าหมายให้มีสัดส่วนพนักงานหญิงในระดับบริหารมากกว่า 30%, จำนวนการอบรมเฉลี่ย/คนมากกว่า 30% เป็นต้น ซึ่งปี 2566 มีผลการรายงานเป็นไปตามเป้าหมายทั้งหมด ในขณะที่ด้านความปลอดภัย ภาพรวมปี 2563-2565 ถือว่าบรรลุเป้าหมาย อุบัติเหตุเป็น 0 ในขณะที่ปี 2566 มีอุบัติเหตุจากการทำงานในระดับ 0.5 นอกจากนี้ในด้านการพัฒนาชุมชนและสังคม มีการจัดกิจกรรม CSR มาอย่างต่อเนื่อง จัดตั้งศูนย์การเรียนรู้ และแปลงนาสาธิตหนองแซง ซึ่งช่วยสร้างรายได้เสริมอย่า 5 แสนบาท ให้แก่คนในชุมชน เป็นต้น

### Governance (G) :

ให้ความสำคัญทั้งด้านการจัดการห่วงโซ่อุปทาน โดยมีการประเมินคู่ค้า ซึ่งต้องผ่านหลักเกณฑ์ ESG พร้อมมีหลักในการดำเนินงาน หากคู่ค้าไม่ผ่านมาตรฐานดังกล่าว, ด้านการกำกับกิจกรรมดูแลกิจการ และการต่อต้านคอร์รัปชัน โดยกำหนดนโยบายสละกระบวนการ มีการดำเนินงาน และตรวจสอบและเปิดเผยข้อมูล โดยตั้งเป้าได้รับการประเมินการกำกับดูแลในระดับ 5 ดาว จาก CGR โดยในปี 2566 ได้รับคะแนนดังกล่าวในระดับ 5 ดาว, และด้านความมั่นคงปลอดภัยทางข้อมูลและไซเบอร์ โดยการนำระบบและโครงสร้างพื้นฐานเทคโนโลยี ตามมาตรฐานสากลเพื่อช่วยด้านความมั่นคงปลอดภัยของข้อมูล รวมทั้งมีการประเมินความเสี่ยง และการตรวจสอบภายในอย่างเคร่งครัด ซึ่งปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายดัชนีชี้วัดได้ทั้งหมด

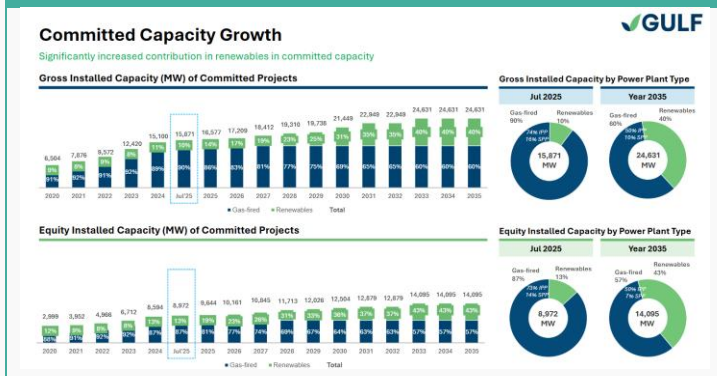
ESG Comment: GULF ได้รับการรับรอง และจัดอันดับความยั่งยืน (ESG) จาก SET ESG rating ที่ระดับ AAA ปรับตัวดีขึ้นจากระดับ AA ในปี 2566 แสดงถึงการเป็นบริษัทที่ให้ความสำคัญ และมีการนำหลักด้านความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินธุรกิจ และได้มีการปรับปรุงคะแนนในด้านของสิ่งแวดล้อม และสังคม ที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และโดดเด่นในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้ GULF ยังมีแนวโน้มการบรรลุเป้าหมายในแต่ละด้านที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ถือเป็นส่วนช่วยให้มีภาพลักษณ์ และสร้างโอกาสความร่วมมือกับ partner ที่ดีได้

### รายละเอียดงบการเงินเสมือน และผลการดำเนินงานงวด 3Q68 ของ GULF

| Key Data (ล้านบาท) (งบการเงินเสมือน) | 1Q67     | 2Q67     | 1Q68     | 2Q68     | 3Q68F    | %QoQ   | 9M68F    |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|----------|
| รายได้รวม                            | 31,599   | 31,592   | 30,782   | 38,518   | 37,467   | -2.7%  | 106,766  |
| ต้นทุนขาย                            | (25,857) | (25,575) | (24,375) | (31,988) | (30,794) | -3.7%  | (87,158) |
| กำไรขั้นต้น                          | 5,742    | 6,017    | 6,407    | 6,529    | 6,672    | 2.2%   | 19,608   |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม            | 2,692    | 3,907    | 4,452    | 5,380    | 5,467    | 1.6%   | 15,299   |
| กำไรจากการดำเนินงาน                  | 7,496    | 9,085    | 9,744    | 11,786   | 11,158   | -5.3%  | 32,688   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                         | (2,607)  | (2,793)  | (3,273)  | (3,333)  | (3,383)  | 1.5%   | (9,989)  |
| กำไร/ขาดทุนจาก FX                    | (687)    | (26)     | 58       | 650      | 60       | -90.7% | 768      |
| กำไร / ขาดทุน จากรายการพิเศษอื่น ๆ   |          |          |          | 56,120   | -        | n.m.   | 56,120   |
| กำไรสุทธิ                            | 4,246    | 5,585    | 6,564    | 63,871   | 7,203    | -88.7% | 77,639   |
| Norm Profit                          | 4,932    | 5,611    | 6,507    | 7,101    | 7,143    | 0.6%   | 20,751   |
| EPS (บาท)                            | 0.28     | 0.37     | 0.44     | 4.28     | 0.48     | -88.7% | 5.20     |
| Norm EPS (บาท)                       | 0.33     | 0.38     | 0.44     | 0.48     | 0.48     | 0.6%   | 1.39     |
| Gross Margin                         | 18.2%    | 19.0%    | 20.8%    | 17.0%    | 17.8%    |        | 18.4%    |
| Net Profit Margin                    | 13.4%    | 17.7%    | 21.3%    | 165.8%   | 19.2%    |        | 72.7%    |

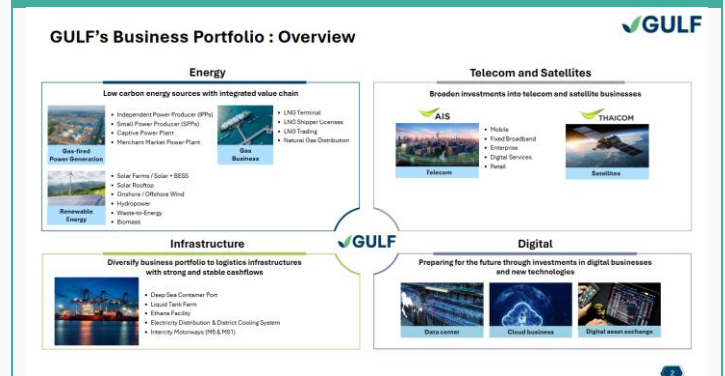
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

### กำลังการผลิตในธุรกิจโรงไฟฟ้าของ GULF



ที่มา : GULF

### ภาพรวมธุรกิจ GULF



ที่มา : GULF

### แผนการ COD ในโครงการต่างๆ



ที่มา : GULF

### ประเด็นความเสี่ยง

1. โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (Construction risk)
2. การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
3. ความเสี่ยงจากความผันผวนของ Fx และอัตราดอกเบี้ย เพราะ GULF กู้เงินลงทุนโรงไฟฟ้า บางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ GULF

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                 |          |          |          |          | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)                     |          |          |          |          |
|----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2567     | 2568F    | 2569F    | 2570F    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                             | 2567     | 2568F    | 2569F    | 2570F    |
| รายได้รวม                              | 120,888  | 91,163   | 94,208   | 101,589  | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน                  |          |          |          |          |
| ต้นทุนขาย                              | (97,143) | (63,766) | (64,990) | (70,119) | กำไรก่อนภาษีเงินได้                         | 24,067   | 90,057   | 36,918   | 41,270   |
| กำไรขั้นต้น                            | 23,746   | 27,397   | 29,218   | 31,469   | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด          |          |          |          |          |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร            | (3,578)  | (5,631)  | (5,879)  | (6,271)  | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย                  | 4,575    | 10,237   | 11,059   | 11,929   |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม              | 11,966   | 21,250   | 23,697   | 25,943   | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้           | 713      | -        | -        | -        |
| EBIT                                   | 32,295   | 100,424  | 48,236   | 52,341   | อื่นๆ                                       | 20,427   | 90,245   | 37,116   | 41,480   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (11,088) | (13,429) | (13,818) | (13,572) | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน             | (5,258)  | 1,017    | (178)    | (1,629)  |
| รายได้อื่นๆ                            | 3,696    | 3,787    | 3,700    | 3,700    | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ             | 19,815   | 100,746  | 47,064   | 50,476   |
| EBT                                    | 24,067   | 90,057   | 36,918   | 41,270   | กระแสเงินสดจากการลงทุน                      |          |          |          |          |
| ภาษีเงินได้                            | (682)    | (752)    | (934)    | (1,304)  | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น                | (450)    | (883)    | (553)    | (216)    |
| กำไรปกติ                               | 18,400   | 28,150   | 31,326   | 34,730   | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง           | (6,747)  | (568)    | (4,197)  | (4,252)  |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx                      | (230)    | 768      | -        | -        | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร                   | (22,714) | (30,624) | (12,900) | (16,258) |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                     | 5,214    | 4,267    | 4,658    | 5,236    | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ                 | (29,911) | (32,074) | (17,650) | (20,726) |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      |          |          |          |          | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน                  |          |          |          |          |
| กำไรสุทธิ                              | 18,170   | 85,038   | 31,326   | 34,730   | เพิ่ม/ลด เงินกู้                            | 19,252   | 103,581  | (34,079) | (12,558) |
|                                        |          |          |          |          | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น           | -        | -        | -        | -        |
| การเติบโตของรายได้                     | 6.0%     | -24.6%   | 3.3%     | 7.8%     | อื่นๆ                                       | (735)    | -        | -        | -        |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ                  | 22.3%    | 368.0%   | -63.2%   | 10.9%    | เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล                          | (10,325) | (12,230) | (57,236) | (21,085) |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 19.6%    | 30.1%    | 31.0%    | 31.0%    | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ             | 8,192    | 91,351   | (91,315) | (33,643) |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ                     | 15.0%    | 93.3%    | 33.3%    | 34.2%    | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ                        | (1,904)  | 160,023  | (61,901) | (3,894)  |
|                                        |          |          |          |          |                                             |          |          |          |          |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)        |          |          |          |          | งบดุล (ล้านบาท)                             |          |          |          |          |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 1Q67     | 2Q67     | 1Q68     | 2Q68     | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                             | 2567     | 2568F    | 2569F    | 2570F    |
| รายได้รวม                              | 31,599   | 31,592   | 30,782   | 38,518   | เงินสดและเทียบเท่าเงินสด                    | 34,104   | 144,909  | 83,009   | 79,115   |
| ต้นทุนขาย                              | (25,857) | (25,575) | (24,375) | (31,988) | ลูกหนี้การค้า                               | 18,778   | 18,459   | 18,539   | 20,118   |
| กำไรขั้นต้น                            | 5,742    | 6,017    | 6,407    | 6,529    | สินค้าคงเหลือ                               | 3,180    | 664      | 678      | 730      |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร            | (938)    | (940)    | (1,143)  | (1,168)  | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น                      | 1,060    | -        | -        | -        |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม              | 2,692    | 3,907    | 4,452    | 5,380    | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ                | 90,646   | 111,045  | 112,886  | 117,215  |
| EBIT                                   | 7,496    | 9,085    | 9,744    | 11,786   | สินทรัพย์รวม                                | 496,202  | 840,463  | 785,547  | 792,422  |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (2,607)  | (2,793)  | (3,273)  | (3,333)  |                                             |          |          |          |          |
| รายได้อื่นๆ                            | 691      | 1,037    | 1,562    | 2,100    | เจ้าหนี้การค้า                              | 6,072    | 5,062    | 5,220    | 5,398    |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx                      | (687)    | (26)     | 58       | 650      | หนี้สินหมุนเวียนอื่น                        | 230      | 230      | 230      | 230      |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      |          |          |          |          | หนี้สินการเงินระยะสั้น                      | 56,199   | 73,671   | 66,464   | 66,727   |
| EBT                                    | 5,085    | 6,991    | 8,190    | 65,946   | หนี้สินการเงินระยะยาว                       | 260,865  | 302,072  | 275,199  | 262,378  |
| ภาษีเงินได้                            | (315)    | (190)    | (340)    | (460)    | หนี้สินรวม                                  | 342,363  | 401,705  | 368,040  | 356,034  |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                     | 524      | 1,216    | 1,286    | 1,614    |                                             |          |          |          |          |
| กำไรสุทธิ                              | 4,246    | 5,585    | 6,564    | 63,871   | ทุนที่ชำระแล้ว                              | 11,733   | 14,940   | 14,940   | 14,940   |
| กำไรปกติ                               | 4,932    | 5,611    | 6,507    | 7,101    | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                          | 51,822   | 62,184   | 62,184   | 62,184   |
| การเติบโตของรายได้                     |          |          | -3.6%    | -10.5%   | กำไรสะสม                                    | 58,566   | 202,324  | 176,415  | 190,060  |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ                  |          |          | 54.6%    | 873.0%   | ส่วนของผู้ออกหุ้น                           | 153,840  | 438,759  | 417,507  | 436,388  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 18.2%    | 19.0%    | 20.8%    | 17.0%    |                                             |          |          |          |          |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ                     | 13.4%    | 17.7%    | 21.3%    | 165.8%   | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น                 | 496,202  | 840,463  | 785,547  | 792,422  |
|                                        |          |          |          |          |                                             |          |          |          |          |
| อัตราส่วนทางการเงิน                    |          |          |          |          | สมมติฐานในการทำประมาณการ                    |          |          |          |          |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2567     | 2568F    | 2569F    | 2570F    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                             | 2567     | 2568F    | 2569F    | 2570F    |
| Current Ratio (เท่า)                   | 1.00     | 2.03     | 1.45     | 1.41     | กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)               | 8,270    | 9,002    | 9,199    | 9,396    |
| อัตราส่วนหนี้เงินลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 6.05     | 4.90     | 5.09     | 5.26     | อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)                   | 33       | 33       | 33       | 33       |
| อัตราส่วนหนี้เงินสินค้านคงเหลือ (เท่า) | 31.66    | 33.18    | 96.86    | 99.62    | ราคาขายไฟฟ้า EGAT (บาท/หน่วย)               | 3.37     | 3.37     | 3.10     | 3.10     |
| อัตราส่วนหนี้เงินเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 12.57    | 11.46    | 12.64    | 13.21    | ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย) | 4.00     | 4.00     | 3.80     | 3.80     |
| Debt to Equity Ratio                   | 2.23     | 0.92     | 0.88     | 0.82     | ราคาขายไอน้ำเฉลี่ย (บาท/ตัน)                | 1,100    | 1,100    | 1,100    | 1,100    |
| Net Gearing ratio (%)                  | 180.0%   | 51.2%    | 60.5%    | 55.9%    | ค่า Ft เฉลี่ย (บาท/หน่วย)                   | 0.40     | 0.20     | 0.00     | 0.00     |
| ROAA (%)                               | 3.8%     | 12.7%    | 3.9%     | 4.4%     | ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)          | 350      | 320      | 300      | 300      |
| ROAE (%)                               | 12.2%    | 28.7%    | 7.3%     | 8.1%     | จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)                        | 11,733   | 14,940   | 14,940   | 14,940   |

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส