

SYNOPSIS

FUNDAMENTAL

GULF

Outperform

ยังเห็นภาพการเติบโตที่ชัดเจนในระยะยาว

Flash Points

- จากงาน Analyst Meeting GULF ผู้บริหารให้มุมมองภาพการดำเนินงานทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ยังเป็นไปตามกรอบที่วางไว้ โดยในช่วง 10 ปีข้างหน้า ยังมีโครงการที่อยู่ใน pipeline รอ COD อีกกว่า 4.45 พัน MWe นอกจากนี้ GULF ยังมองหาโอกาสจ้างทุนในโครงการใหม่ ๆ โดยคาดมีขนาดหลักหมื่นล้านบาท/ปี โดยมักกลุ่มประเทศเป้าหมายในยุโรป หรือ สหรัฐฯ ขณะนี้ในประเทศไทยยังอยู่ระหว่างเจรจาร่วมทุนกับ partner หลายราย ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานสะอาดในไทยทั้ง phase 1 และ phase 2 ที่เริ่มทยอยเซ็นสัญญากับภาครัฐ
- สำหรับความคืบหน้าโครงการในแผนฯ โรงไฟฟ้าบูรพา (210 Mwe) ซึ่งมีกำหนด COD ปี 2570 อาจมีความล่าช้าออกไป จากปัญหา Gas turbine ในตลาดโลกที่ขาดแคลน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้ทำสัญญาซื้อขายราคาไว้แล้ว รวมถึงอาจพิจารณาเพิ่มสัดส่วนการลงทุน(จากเดิม 35%) จึงคาดจะส่งผลให้ IRR และผลกระทบต่อมูลค่าพื้นฐานมีจำกัด

Impact Insight

- ภาพการเติบโตในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า ยังเห็นความแข็งแกร่งจากทั้งจากโครงการเดิมที่มีอยู่ในมือ และธุรกิจใหม่ที่จะเข้ามาจับคู่กัน ทั้งธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ LNG ซึ่งคาดว่าจะมีการนำเข้ามาใช้มากขึ้น และธุรกิจ Data Center ซึ่งปัจจุบัน phase 1 (25 MW) มีการเซ็นสัญญากับลูกค้าแล้วราว 70-80% และ phase 2 มีลูกค้าแล้ว ราว 50% แม้ปัจจุบันยังไม่ได้ช่วยสร้างกำไรอย่างมีนัยฯ แต่มองเป็นส่วนที่จะช่วยสร้างการเติบโตในระยะยาว
- นอกจากนี้ GULF อาจพิจารณาการจ่ายปันผลระหว่างกาล เพื่อสร้างจุดสมดุลระหว่างการเติบโต และการให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะหลังการควบรวมกิจการแล้วเสร็จ ส่งผลให้มีผู้ถือหุ้นบางส่วนที่มาจาก INTUCH ซึ่งคาดหวังการจ่ายปันผลในระดับสูง อย่างไรก็ตามคาด GULF จะยังมียกจ่ายการจากปันผลที่ราว 30-40% ของกำไรสุทธิ

Execution

- มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2569 อยู่ที่ 68.25 บาท/หุ้น คำนวณจากการลงทุน Outperform จากปัจจัยพื้นฐานที่ยังเห็นการเติบโตที่แข็งแกร่ง ทั้งในระยะสั้น ที่คาดว่าจะไปกดตีงเติบโตทำ New High ต่อเนื่อง และภาพระยะยาว ที่มี backlog รองรับไปอีก 10 ปีข้างหน้า รวมถึง โอกาสขยายการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องใหม่ๆ อีกทั้งราคาหุ้นปัจจุบันยัง laggard กลุ่มฯ มองเป็นจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตในระยะยาว

Technical Chart



แนวโน้มราคา : SIDEWAYS

แนวรับ : 39.50 บาท

แนวต้าน : 44.75 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

จัดทำโดย นลธิรัตน์ กิตติคำพลรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 0183350

สัญญา อุดม
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน



ราคาปัจจุบัน (บาท)	41.25
ราคาเป้าหมาย (บาท)	68.25
Upside (%)	65.45
Dividend yield (%)	3.42

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	1.88	3.80	-51%
2569F	2.10	2.02	4%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
CHINA YANGTZE-A	4.79	3.1	3.0	20.2	19.2
HUANENG POWER-H	4.41	0.8	0.8	7.1	6.9
DATANG INTL PO-H	5.00	0.6	0.5	6.9	6.4
HONGKONG					
CHINA POWER INTE	4.53	0.8	0.8	10.4	8.6
CHINA RES POWER	4.32	0.9	0.8	6.9	6.4
CLP HOLDINGS	4.00	1.6	1.5	15.2	14.4
KOREA					
KOREA ELEC POWER	4.64	0.6	0.5	3.6	3.1
JAPAN					
ELECTRIC POWER D	3.00	0.4	0.4	5.4	7.7
CHUBU ELEC POWER	4.33	0.6	0.6	8.6	9.6
CHUGOKU ELEC PWR	3.50	0.4	0.4	4.6	6.0
MALAYSIA					
TENAGA NASIONAL	4.65	1.2	1.2	17.0	15.7
PETRONAS GAS BHD	3.44	2.6	2.5	19.7	18.9
INDIA					
POWER GRID CORP	3.79	2.5	2.4	15.9	14.9
NTPC LTD	4.62	1.6	1.5	13.2	12.3
NHPC LTD	3.38	1.9	1.8	18.8	14.3
PHILIPPINES					
FIRST GEN CORP	4.20	0.3	0.3	3.3	2.6
ABOTIZ POWER	4.53	1.3	1.2	9.5	9.0
THAILAND					
RATCHABURI ELEC	Neutral	0.6	0.5	9.4	8.8
ELEC GENERATING	Underperform	0.6	0.6	9.4	8.5
GLOBAL POWER SYNERGY	Neutral	1.0	0.9	24.5	21.5
GULF ENERGY	Outperform	1.8	1.7	25.8	23.2
CK POWER	Outperform	0.7	0.6	13.3	13.1
BANPU POWER	Neutral	0.6	0.6	9.2	9.3
BGRIMM POWER	Neutral	0.8	0.7	21.7	17.5
		1.1	1.1	11.9	11.6

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

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)	34.38	28.82	7.25	19.67	17.74
DPS (บาท)	-	-	1.27	1.41	1.56
Dividend Yield (%)	n.m.	n.m.	3.07%	3.42%	3.79%
จำนวนหุ้นสามัญ	14,940	14,940	14,940	14,940	14,940

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ESG Assessment

SET ESG Ratings

CG Score

Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง

AAA

ดีเลิศ

-

ที่มา : SET

การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

Environment (E) :

ให้ความสำคัญด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ เป็นหลัก โดยกำหนดเป้าหมายประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ครอบคลุม 100% ของโครงการที่ COD โดยปี 2566 บรรลุเป้าหมายได้ 53% ส่วนระยะกลาง-ยาว ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 ลง 25% จากปี 2562 ให้ได้ภายในปี 2573 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 และ 2 สุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 ซึ่งภาพรวมถือว่ามีเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ลดลง 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

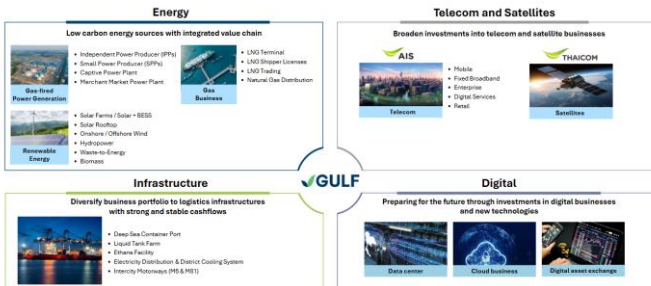
Governance (G) :

ให้ความสำคัญทั้งด้านการจัดการห่วงโซ่อุปทาน โดยมีการประเมินคู่ค้า ซึ่งต้องผ่านหลักเกณฑ์ ESG พร้อมมีหลักในการดำเนินงาน หากคู่ค้าไม่ผ่านมาตรฐานดังกล่าว, ด้านการกำกับกิจกรรมดูแลกิจการ และการต่อต้านคอร์รัปชัน โดยกำหนดนโยบายกระบวนการ 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 ที่ได้

ภาพรวมธุรกิจ GULF

GULF's Business Portfolio : Overview



ที่มา : GULF

2H68 OUTLOOK

Targets total revenue growth of 25% in 2025

New solar farms COD in Q4'25

- 5 solar farms (308 MW installed / 233.3 MW PPA)
- 2 solar farms with BESS (288.7 MW installed / 121 MW PPA)

LNG Import

- 2025 Plan: Import 60-70 cargoes ≈ 4-5 MT
- 1H'25: Imported 29 cargoes ≈ 2.0 MT

Higher share of profit from ADVANC Performance supported by:

- Higher ARPU
- Lower amortization and network OPEX from lower spectrum cost

Wind farms high season

BKR2 and Gulf Gunkul wind farms expected to enter peak season in Q4

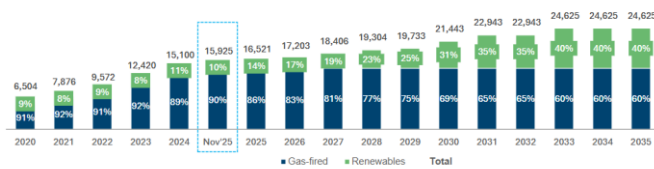
Lower interest rate outlook

Lower financing cost to boost project returns and lower interest expense

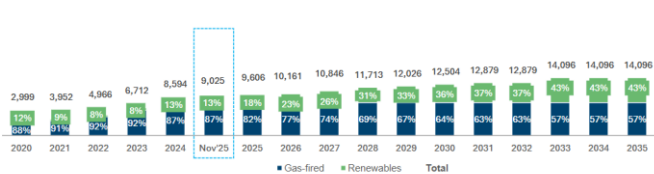
ที่มา : GULF

กำลังการผลิตในธุรกิจโรงไฟฟ้าของ GULF

Gross Installed Capacity (MW) of Committed Projects



Equity Installed Capacity (MW) of Committed Projects



ที่มา : GULF

แผนการ COD ในโครงการต่างๆ

GULF has secured power, infrastructure and Digital Projects that will commence commercial operation over the next decade to drive continuous growth



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)	(18,947)	(21,085)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.6%	30.1%	31.0%	31.0%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	8,192	91,351	(53,026)	(33,643)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	15.0%	93.3%	33.3%	34.2%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(1,904)	160,023	(23,611)	(3,894)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q67	1Q68	2Q68	3Q68	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
รายได้รวม	31,592	30,782	38,518	29,037	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	34,104	144,909	121,298	117,404
ต้นทุนขาย	(25,575)	(24,375)	(31,988)	(22,541)	ลูกหนี้การค้า	18,778	18,459	18,539	20,118
กำไรขั้นต้น	6,017	6,407	6,529	6,496	สินค้าคงเหลือ	3,180	664	678	730
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(940)	(1,143)	(1,168)	(926)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,060	-	-	-
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	3,907	4,452	5,380	5,779	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	90,646	111,045	112,886	117,215
EBIT	9,085	9,744	11,786	11,624	สินทรัพย์รวม	496,202	840,463	823,836	830,711
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,793)	(3,273)	(3,333)	(3,323)					
รายได้อื่นๆ	1,037	1,562	2,100	1,140	เจ้าหนี้การค้า	6,072	5,062	5,220	5,398
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(26)	58	650	(6)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	230	230	230	230
รายการพิเศษอื่น ๆ					หนี้สินการเงินระยะสั้น	56,199	73,671	66,464	66,727
EBT	6,991	8,190	65,946	9,094	หนี้สินการเงินระยะยาว	260,865	302,072	275,199	262,378
ภาษีเงินได้	(190)	(340)	(460)	(441)	หนี้สินรวม	342,363	401,705	368,040	356,034
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,216	1,286	1,614	1,379					
กำไรสุทธิ	5,585	6,564	63,871	7,274	ทุนที่ชำระแล้ว	11,733	14,940	14,940	14,940
กำไรปกติ	5,611	6,507	7,101	7,280	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	51,822	62,184	62,184	62,184
การเติบโตของรายได้		-3.6%	-10.5%	13.0%	กำไรสะสม	58,566	202,324	214,704	228,349
การเติบโตของกำไรสุทธิ		54.6%	873.0%	-88.6%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	153,840	438,759	455,796	474,677
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.0%	20.8%	17.0%	22.4%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	17.7%	21.3%	165.8%	25.1%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	496,202	840,463	823,836	830,711
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
Current Ratio (เท่า)	1.00	2.03	1.92	1.88	กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	8,270	9,002	9,199	9,396
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.05	4.90	5.09	5.26	อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	33	33	33	33
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	31.66	33.18	96.86	99.62	ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.37	3.37	3.10	3.10
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (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	0.81	0.75	ราคาขายไอน้ำเฉลี่ย (บาท/ตัน)	1,100	1,100	1,100	1,100
Net Gearing ratio (%)	180.0%	51.2%	47.0%	43.3%	ค่า Ft เฉลี่ย (บาท/หน่วย)	0.40	0.20	0.00	0.00
ROAA (%)	3.8%	12.7%	3.8%	4.2%	ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	350	320	300	300
ROAE (%)	12.2%	28.7%	7.0%	7.5%	จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,733	14,940	14,940	14,940

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส