

EQUITY TALK

COMPANY UPDATE

ขึ้นแท่นผู้ประกอบการ Infrastructure รายใหญ่ของประเทศ

GULF ประกาศควมรวม INTUCH โดยจะเป็นการจัดตั้งบริษัทขึ้นใหม่ (NEWCO) ส่งผลให้ทั้ง GULF และ INTUCH จะถูก DELISTED ออกจาก ต.ล.ก. ซึ่งคาดธุรกรรมแล้วเสร็จ 2Q68 ถือเป็นปรับโครงสร้างเพื่อรับสัดส่วนถือหุ้น ADVANC เพิ่มขึ้นเป็น 40.4% จากเดิม 19.5% ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนให้ NEWCO มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง รวมถึงรับรู้กำไรและกระแสเงินสดได้เพิ่มขึ้น พร้อมเป็นผู้ส่งรายใหญ่ที่มี MARKET CAP สูงสุดอันดับ 4 ของไทย อีกทั้งยังคาดหวังการเกิด SYNERGY ใหม่ๆ ในธุรกิจ DATA CENTER, CLOUD, และพลังงานสะอาด รวมถึงโอกาสการเติบโตในธุรกิจเกี่ยวเนื่องใหม่ๆ ได้ในอนาคต

เบื้องต้นยังคงประมาณการ และมูลค่าพื้นฐานปี 2567 ของ GULF ที่ 56 บาท โดยประเมินมูลค่าพื้นฐานในเบื้องต้นภายใต้การแปลงจากการควมรวมบริษัทใหม่ คาดราคาอยู่ในกรอบ 42 – 55 บาทต่อหุ้น คงคำแนะนำ OUTPERFORM โดยเน้นหาจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตที่แข็งแกร่ง ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	11,418	14,858	17,360	19,488	21,165
Norm Profit	12,098	15,643	17,360	19,488	21,165
Norm EPS (บาท)	1.03	1.33	1.48	1.66	1.80
EPS(บาท)	0.97	1.27	1.48	1.66	1.80
PER (x)	46.24	35.54	30.41	27.09	24.95
DPS (บาท)	0.60	0.88	1.00	1.21	1.21
Dividend Yield (%)	1.33%	1.96%	2.21%	2.70%	2.70%
EV/EBITDA	33.34	33.57	26.53	24.45	23.60

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideway Up

แนวรับ : 41.50 บาท

แนวต้าน : 45.47 บาท

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือดัชนี SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



18 กรกฎาคม 2567

GULF

Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท) 45.00

ราคาเป้าหมาย (บาท) 56.00

Upside (%) 24.44

Dividend yield (%) 1.96

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	1.48	1.54	-4%
2568F	1.66	1.81	-8%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง
ที่มา: SET, SEC	

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณลิรัตน์ กิตติคำพรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

ลงทะเบียนนักวิเคราะห์ 018350

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

ลงทะเบียนนักวิเคราะห์ 066756

EQUITY TALK

ปรับโครงสร้างธุรกิจ โดยมีเป้าหมายการเข้าถือ ADVANC ทางตรง 40.4%

จากการประชุมนักวิเคราะห์ GULF ผู้บริหารชี้แจงถึงการปรับโครงสร้างธุรกิจผ่านการควบรวมบริษัทระหว่าง GULF และ INTUCH ในครั้งนี้ ซึ่งถือเป็นหนึ่งในแผนกลยุทธ์ที่ได้มีการพิจารณาไว้แล้วตั้งแต่ที่ GULF ได้เข้าซื้อ INTUCH เมื่อปี 2564 และได้เตรียมตัวดำเนินขั้นตอนต่างๆล่วงหน้ามาแล้วราว 1 ปี ก่อนที่จะประกาศปรับโครงสร้างครั้งนี้ เนื่องจากปัจจุบัน INTUCH รับรู้กำไรจากการถือหุ้น 40.44% ใน ADVANC เพียงธุรกิจเดียว จึงเป็นแค่เพียงส่วนช่วยสร้างกระแสเงินสดให้แก่ GULF ผ่านการรับรู้เงินปันผลเท่านั้น ดังนั้น ผู้บริหารจึงเห็นว่า การเข้าลงทุนทางตรงผ่าน ADVANC จะถือเป็นส่วนช่วยสร้างโอกาสการเติบโต รวมถึงโอกาสเกิด synergy ใหม่ๆ ในธุรกิจ digital Infrastructure ของ GULF ในระยะกลาง - ยาว ได้มากกว่าการถือหุ้นโดยอ้อมแบบเดิม จึงได้เลือกใช้แผนปรับโครงสร้างทางธุรกิจด้วยการควบรวมกิจการ (vertical amalgamation) ระหว่าง GULF และ INTUCH เป็นบริษัทมหาชน จำกัดใหม่ (NewCo) ซึ่งจะส่งผลให้ทั้ง GULF และ INTUCH สิ้นสุดสภาพจากการเป็นนิติบุคคล ภายหลังจากธุรกรรมควบรวมแล้วเสร็จ ซึ่งคาดว่าจะอยู่ราว 2Q68

แต่ทั้งนี้ เนื่องจาก GULF ถือหุ้น 41.14% ใน THCOM และ INTUCH ถือหุ้นในสัดส่วน 40.44% ใน ADVANC ส่งผลให้จำเป็นต้องมีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อทั้งหมดโดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไขก่อนทำคำเสนอซื้อ (Conditional voluntary Tender Offer : VTO) ของทั้ง ADVANC และ THCOM ตามหลักเกณฑ์ Chain Principle ของ กสท. อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยมองว่าธุรกรรมดังกล่าว เป็นเพียงการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์เท่านั้น ซึ่งไม่ได้เป็นผลต่อวัตถุประสงค์หลักของการควบรวมบริษัทอย่างมีนัยฯ ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงให้ความสำคัญเฉพาะในส่วนของการทำธุรกรรมควบรวมกิจการของ NewCo

NewCo ยังคง listed อยู่ในกลุ่มพลังงาน

เนื่องจากสัดส่วนรายได้หลักของ NewCo กว่า 80% ของรายได้รวม ยังมาจากธุรกิจพลังงานของ GULF เป็นหลัก จึงทำให้ NewCo จะจดทะเบียนอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงาน (Energy) โดยมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 14,939.84 ล้านบาท (หุ้นสามัญ 14,939.84 ล้านหุ้น par 1 บาท) จัดสรร ให้แก่

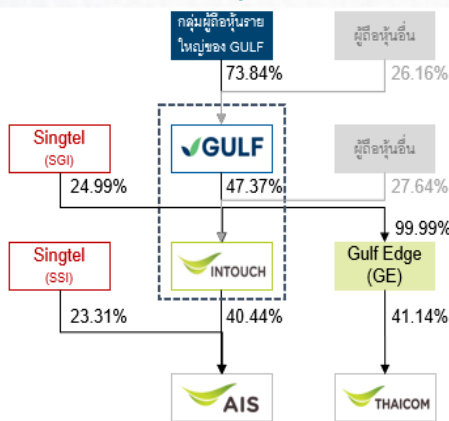
- I. GULF: ที่อัตราส่วน 1 หุ้นเดิมต่อ 1.02974 หุ้น NewCo และ

EQUITY TALK

II. INTUCH: ที่อัตราส่วน 1 หุ้นเดิมต่อ 1.69335 หุ้น NewCo (ไม่รวมหุ้น 47.37% ใน INTUCH ที่ถือโดย GULF)

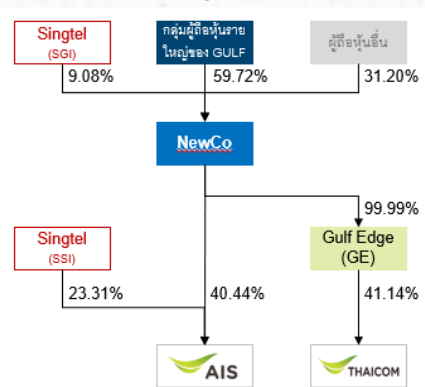
โดยภายหลังจากธุรกรรมแล้วเสร็จ NewCo จะรับรู้การถือหุ้นทางตรง 40.44% ใน ADVANC ผ่านวิธีรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม และจะมี Singtel เป็น partner ผ่านการเข้าถือหุ้น NewCo ที่สัดส่วน 9.08% โดยมีโครงสร้างการถือหุ้น และกรอบระยะเวลาสำหรับการควบรวม ดังนี้

โครงสร้างการถือหุ้นก่อนปรับโครงสร้าง



ที่มา: GULF

โครงสร้างการถือหุ้นหลังปรับโครงสร้าง



ที่มา: GULF

กรอบเวลาในการควบรวมกับ GULF เพื่อจัดตั้งเป็น บ.ใหม่

ขั้นตอนการดำเนินการที่สำคัญ		กำหนดเวลาเบื้องต้น
1	ประชุมผู้ถือหุ้นของ INTUCH และ GULF เพื่อพิจารณาอนุมัติธุรกรรมการปรับโครงสร้าง	3 ต.ค. 67
2	ส่งหนังสือแจ้งมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวไปยังเจ้าหน้าที่ของ INTUCH และ GULF (ภายใน 14 วันนับแต่วันวันที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติอนุมัติธุรกรรมการปรับโครงสร้าง)	4q67
3	ทำ VTO ใน ADVANC และทำ VTO ใน THCOM	4q67-1q68
4	ผู้รับซื้อหุ้นรับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นซึ่งเข้าประชุมผู้ถือหุ้นและออก เสียงคัดค้านธุรกรรมการควบบริษัท ("ผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน")	4q67-1q68
5	คณะกรรมการ intuch พิจารณาจ่ายเงินปันผลพิเศษ	1q68
6	กำหนดสิทธิผู้ที่มีสิทธิได้รับเงินปันผลพิเศษ (Record Date)	1q68
7	หยุดพักการซื้อขายหุ้นของ INTUCH และ GULF เพื่อ เตรียมการจัดสรรหุ้นใน NewCo	1q68
8	ประชุมผู้ถือหุ้นร่วมของผู้ถือหุ้นของ INTUCH และ GULF	1q68
9	ดำเนินการจดทะเบียนการควบบริษัท	2Q68
10	ยื่นคำขอให้รับหุ้นของ NewCo เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	2Q68

ที่มา: INTUCH

ทั้งนี้ ในช่วงระหว่างกระบวนการควบรวมกิจการดังกล่าว INTUCH จะยังคงจ่ายปันผลระหว่างกาลตามปกติจากผลการดำเนินงานในช่วง 1H67 และ 2H67

EQUITY TALK

(ภายใต้สมมติฐานกันรอบการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี แต่หากไม่กันรอบดังกล่าว อาจมีการพิจารณาการจ่ายปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด 2H67 อีกครั้งหนึ่ง) แต่ INTUCH จะมีการจ่ายปันผลพิเศษในอัตรา 4.5 บาทต่อหุ้น ซึ่งคาดว่าจะมีการจ่ายในงวด 1Q68 คิดเป็นมูลค่า 1.4 หมื่นล้านบาท โดยจะใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมระยะสั้น (Bridging loan) ซึ่ง GULF จะได้รับปันผลพิเศษตามสัดส่วนการถือหุ้น 47.37% ใน INTUCH ที่ 6.8 พันล้านบาท ถือเป็นส่วนช่วยลดภาระหนี้สินของ NewCo ภายหลังจากการจัดตั้งบริษัทแล้วเสร็จได้ในบางส่วน

ผู้ประกอบการ Infrastructure รายใหญ่ของประเทศไทย เสริมความมั่นคงในระยะยาว

NewCo มีเป้าหมายให้นำหนักของการลงทุนไปยังธุรกิจพลังงานสีเขียว และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน โดยมุ่งเน้นการเกิด synergy ระหว่างธุรกิจ Data Center, Cloud, และการใช้ไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน (Green energy) ซึ่งมีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่อง และส่งเสริมซึ่งและกัน โดยถือเป็นจุดแข็งของ GULF จากการเป็นผู้ประกอบการทั้งด้านธุรกิจไฟฟ้า และโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลที่ครบวงจร ซึ่งแผนการลงทุนของบริษัทฯต่อจากนี้ จะมีทั้งในส่วนของภาคพลังงาน และโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล เพื่อขับเคลื่อนธุรกิจในอนาคต และแข็งแกร่งในระยะยาว

อีกทั้ง ภายหลังจากการควบรวมบริษัท NewCo จะได้รับประโยชน์จากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น เมื่อเทียบกับสถานะทางการเงินของ GULF ในปัจจุบันที่มีสัดส่วน NET IBD/E ที่ 1.7 เท่า โดยหลังควบรวมกิจการแล้วเสร็จ คาดจะส่งผลให้ NewCo มีอัตราส่วน NET IBD/E ลดลงมาอยู่ที่ราว 0.9 เท่า เนื่องจาก INTUCH ไม่มีหนี้เงินกู้ยืม อีกทั้งยังได้ประโยชน์จากส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น หนุนให้บริษัทฯ มีความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุน เพื่อการลงทุนโครงการใหม่ๆ ในอนาคตได้อีกมาก เท่า ซึ่งเบื้องต้นคาดว่าจะสามารถกู้ยืมได้เพิ่มเติมอีกราว 1.5-2.0 แสนล้านบาท ภายใต้นโยบายควบคุมอัตราส่วนดังกล่าวให้ไม่เกินที่ 2.0 เท่าของทางบางบริษัท แต่อย่างไรก็ตามบริษัทมีอัตราส่วน NET IBD/E ที่ต้องดำรงสำหรับการออกหุ้นกู้ได้ถึง 3.5 เท่า จึงคาดว่าจะสามารถจัดหากระแสเงินสดได้อีกมากในระยะยาว

ประกอบกับภายหลังจากการควบรวมแล้วเสร็จ คาด NewCo จะมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap) ที่ราว 4-6 แสนล้านบาท หนุนให้กลายเป็นหุ้นใหญ่สูงสุดอันดับ 4 ใน ต.ล.ก. ซึ่งจะส่งผลให้ NewCo เข้าสู่ SET50, SET100 ได้ทันที พร้อมคาดหวังโอกาสได้รับการเข้าร่วมดัชนีกองทุนในต่างประเทศได้อีกมาก

EQUITY TALK

นอกจากนี้การเข้าถือหุ้นใน ADVANC จะเพิ่มขึ้นจากเดิมที่ถือหุ้นทางอ้อม 19.2% เป็นการถือหุ้นในทางตรง 40.4% ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ NewCo มีกำไรส่วนเพิ่มสุทธิราว 2.0 พันล้านบาทต่อปี ซึ่งอิงจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมที่คาดเพิ่มขึ้นจากเดิมราว 6.0 พันล้านบาทต่อปี และการระงับค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนเพิ่มขึ้นราว 4.0 พันล้านบาทต่อปี

ดังนั้น หากกล่าวโดยสรุปแล้ว การควบรวมกิจการในครั้งนี้คาดว่าจะส่งผลให้ NewCo ได้ประโยชน์จากสถานะทางการเงินโดยรวมที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงยังมีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไร และกระแสเงินสดได้มากขึ้น นอกจากนี้ยังมีโอกาสในการขยายธุรกิจ และโอกาสเกิด synergy ใหม่ ๆ ทางธุรกิจได้อีกมากในอนาคต จึงถือเป็นผู้ประกอบการด้านสาธารณูปโภคพื้นฐานรายใหญ่ในประเทศไทย ที่มีความมั่นคง แข็งแรงในระยะยาว

การประเมินมูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NewCo

สำหรับ NewCo เกิดจากการควบรวมในรูปแบบที่จัดตั้งบริษัทขึ้นใหม่ (amalgamation) โดยเป็นการรวมกิจการของ GULF และ INTUCH เข้าด้วยกัน โดยมีอัตราส่วนการแปลง หุ้น GULF : NewCo ที่ 1:1.02974 และ INTUCH : NewCo ที่ 1: 1.69335 โดยแสดงตัวเลขสำคัญทางการเงินตามรายละเอียดในตารางด้านล่าง

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงินเบื้องต้นของ NEWCO

ล้านบาท	GULF			INTUCH			Merged Co.	
	2566	2567F	2568F	2566	2567F	2568F	2567F	2568F
สินทรัพย์รวม	459,514	472,201	472,203	40,511	41,760	43,844	513,961	516,047
หนี้สินรวม	315,410	316,633	304,194	97	96	95	316,729	304,289
ส่วนของผู้ถือหุ้น	144,104	155,567	168,009	40,414	41,664	43,749	197,232	211,758
กำไรสุทธิ	14,858	17,360	19,488	13,139	12,119	13,545	19,827	22,707
EPS (บาท)	1.27	1.48	1.66	3.51	3.78	4.22	1.33	1.52
BVS	12.28	13.26	14.32	12.60	12.99	13.64	13.20	14.17
D/E (x)	2.19	2.04	1.81	0.00	0.00	0.00	1.61	1.44
PER (x)	35.54	30.41	27.09	18.92	20.51	18.35	25 - 30	25 - 30

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

จำนวนหุ้น และอัตราส่วนการแลกหุ้นของ GULF และ INTUCH

	จำนวนหุ้น	swap ratio		หุ้นใหม่
		หุ้นเดิม	หุ้น NewCo	
GULF	11,733.15 ล้านหุ้น	1	1.02974	12,082.1 ล้านหุ้น
INTUCH	3,206.69 ล้านหุ้น	1	1.69335	2,857.7 ล้านหุ้น
Merged co.	14,939.84 ล้านหุ้น			14,939.84 ล้านหุ้น

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยใช้วิธีประเมินมูลค่าพื้นฐานของ NewCo ณ สิ้นปี 2568 ในเบื้องต้น ประกอบด้วย

1. ประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) : ฝ่ายวิจัยประเมินวิธี DCF ในเบื้องต้น โดยกำหนดสมมติฐานให้ NewCo มีการรับหุ้นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม ADVANC ผ่านการถือหุ้นทางตรง 40.44% เข้ามาราว 6.5-7.8 พันล้านบาทต่อปี และมีค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่มที่เกิดจากการตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของ ADVANC เฉลี่ยราว 4.0-4.2 พันล้านบาทต่อปี ซึ่งคาดจะช่วยรับกำไรสุทธิปี 2567-2570 ที่ราว 2.0 – 3.0 หมื่นล้านบาท ต่อปี ภายใต้ wacc ที่กรอบ 5.4-5.6% ซึ่งคาดมูลค่าพื้นฐานของ NewCo ณ สิ้นปี 2568 จะอยู่ราว 45 – 52 บาทต่อหุ้น
2. ประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี P/E : ใช้กรอบ P/E ในเบื้องต้นที่ราว 27-35 เท่า ซึ่งอิงจากค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงไฟฟ้า Growth stock (GULF, BGRIM, GPSC) ซึ่งปัจจุบันมี P/E อยู่ราว 31-36 เท่า ภายใต้ EPS ที่ 1.52 เท่า คาดมูลค่าพื้นฐานของ NewCo จะอยู่ราว 41-53 บาทต่อหุ้น

ประเมินมูลค่าพื้นฐานของ NEWCO ด้วยวิธี PE

PE (x)	FV 2567	FV2568	FV 2569
27	35.83	41.04	59.24
28	37.16	42.56	61.43
29	38.49	44.08	63.63
30	39.81	45.60	65.82
31	41.14	47.12	68.02
32	42.47	48.64	70.21
33	43.80	50.16	72.40
34	45.12	51.68	74.60
35	46.45	53.20	76.79

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ภายใต้กรอบราคาดังกล่าวข้างต้น หากคิดกลับเป็นมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF คาดจะอยู่ที่ราว 41 – 53 บาทต่อหุ้น ซึ่งคาดหวัง upside ส่วนเพิ่มได้จากการเกิดโอกาสการเกิด synergy ใหม่ได้ภายหลังจากการควบรวม หรือโอกาสทางธุรกิจได้ต่อไปในอนาคต โดยฝ่ายวิจัยยังคงให้คำแนะนำ Outperform สำหรับ GULF เน้นทยอยสะสมลงทุนในระยะยาว ขณะที่ INTUCH คาดมูลค่าพื้นฐานที่เหมาะสมจะอยู่ราว 70-90 บาทต่อหุ้น แนะนำ Neutral แต่ยังคงคาดหวังผลตอบแทนจากเงินปันผลปกติสำหรับปี 2567 ที่ 4.3% และเป็นผลพิเศษใน 1Q68 ที่ 5.7%

มูลค่าพื้นฐานของ GULF

PE (x)	กำไรปี NewCo ปี 2568	สัดส่วนผู้ถือหุ้น GULF ใน NewCo	กำไรตามสัดส่วนของ GULF (ล้านบาท)	FV 2568
27	22,707	80.9%	18,363	42.3
28	22,707	80.9%	18,363	43.8
29	22,707	80.9%	18,363	45.4
30	22,707	80.9%	18,363	47.0
31	22,707	80.9%	18,363	48.5
32	22,707	80.9%	18,363	50.1
33	22,707	80.9%	18,363	51.6
34	22,707	80.9%	18,363	53.2
35	22,707	80.9%	18,363	54.8

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานของ INTUCH

PE (x)	กำไรปี NewCo ปี 2568	สัดส่วนผู้ถือหุ้น INTUCH ใน NewCo	กำไรตามสัดส่วนของ INTUCH (ล้านบาท)	FV 2568
27	22,707	19.1%	4,343	69.5
28	22,707	19.1%	4,343	72.1
29	22,707	19.1%	4,343	74.7
30	22,707	19.1%	4,343	77.2
31	22,707	19.1%	4,343	79.8
32	22,707	19.1%	4,343	82.4
33	22,707	19.1%	4,343	85.0
34	22,707	19.1%	4,343	87.5
35	22,707	19.1%	4,343	90.1

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ การประเมินมูลค่าดังกล่าวถือเป็นการประเมินโดยใช้สมมติฐานในเบื้องต้นของทางฝ่ายวิจัย เพื่อใช้ในการพิจารณาในการลงทุนเบื้องต้น แต่อย่างไรก็ตามในส่วนของตัวเลขที่ชัดเจน คงต้องรอธุรกรรมดังกล่าวแล้วเสร็จในช่วง 2Q68

การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

Environment (E) : บริษัทฯมีการประเมินโอกาสและความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศ ทั้งในแง่ความเสี่ยงทางกายภาพ และการเปลี่ยนแปลงนโยบาย อีกทั้ง มีการประเมินความเสี่ยงเกี่ยวกับความเพียงพอของน้ำและสภาวะการขาดแคลนน้ำ ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ และอาจกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียภายนอกองค์กร นอกจากนี้ยังมีการประเมินความเสี่ยงจากผลกระทบทางกายภาพ เช่น การเกิดพายุ หรืออุทกภัยที่อาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ รวมถึงปัจจัยต่างๆ ที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบนิเวศท้องถิ่น โดย GULF จะมีการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อมก่อนจะเริ่มก่อสร้างโครงการใดๆ มีการตรวจสอบการปล่อยมลสารทางอากาศและคุณภาพของน้ำ และจัดทำ การประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการใช้น้ำ ทุกปี

Social Contribution(S) : ให้ความสำคัญกับการติดตามและบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อสังคม และความปลอดภัยของพนักงาน ผู้รับเหมา และ

EQUITY TALK

ชุมชนท้องถิ่น โดยมีมาตรฐานความปลอดภัยที่เข้มงวดและนำเครื่องมือดิจิทัลมาใช้ในการทุกโครงการ รวมถึงจัดอบรมด้านความปลอดภัยให้แก่พนักงาน และผู้รับเหมาอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ GULF ยังได้เปิดรับฟังความเห็นและความพึงพอใจของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียเป็นประจำ เพื่อมุ่งมั่นยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคม

Governance (G): ให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการสื่อสารนโยบายการกำกับดูแลกิจการ และจรรยาบรรณและจริยธรรมธุรกิจผ่านระบบสารสนเทศภายในบริษัท และเผยแพร่บนเว็บไซต์ ซึ่งในปี 2566 ได้รับผลประเมินจากโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในระดับ ดีเลิศ (5 ดาว) และผลการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี 2566 จากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ด้วย 100 คะแนนเต็ม รวมถึงได้รับ SET ESG RATING ปี 2566 ในระดับ AA

ESG Comment: GULF ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนควบคู่กับการบริหารจัดการธุรกิจ และมุ่งมั่นสนับสนุนการดำเนินการทั่วโลกด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ โดยตั้งใจลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 และ 2 สุทธิให้เป็นศูนย์ภายในปี 2593 ส่งผลให้บริษัทมีการขยายการลงทุนไปยังพลังงานสะอาด มากยิ่งขึ้น ซึ่งถือเป็นส่วนช่วยผลักดันให้บริษัทมีภาพลักษณ์ที่ ควบคู่ไปกับการเติบโตที่ยั่งยืน และเป็นที่ยอมรับในระดับสากล ถือเป็นส่วนช่วยสร้างโอกาสความร่วมมือกับ partner ที่ดีในระดับโลก และศักยภาพการแข่งเงินทางธุรกิจได้

EQUITY TALK

โครงสร้างกลุ่มบริษัทของ NEWCO

ธุรกิจพลังงาน & โครงสร้างพื้นฐาน
 แหล่งพลังงานคาร์บอนต่ำพร้อมห่วงโซ่คุณค่าแบบบูรณาการ
 รวมถึงธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน



ธุรกิจดิจิทัล
 ขับเคลื่อนสู่ Digitalization ด้วยการลงทุนในธุรกิจดิจิทัลและเทคโนโลยีใหม่ๆ



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แผนการ COD ในโครงการต่างๆ

GULF has secured Power and Infrastructure Projects that will commence commercial operation over the next decade to drive continuous growth



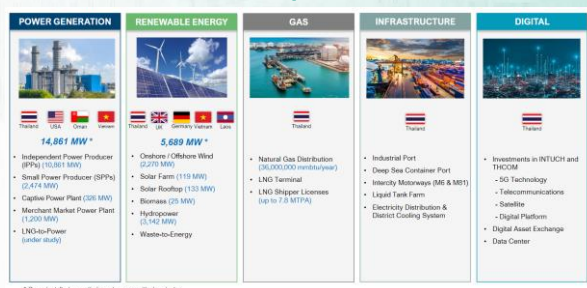
ที่มา: GULF

สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2567F	2568F	2567F	2568F
CHINA								
CHINA YANGTZE-A	4.82	29.9	30.3	1.4%	3.4	3.1	21.4	20.2
HUANENG POWER-H	4.18	5.2	5.6	9.0%	0.7	0.6	6.2	5.6
DATANG INTL PO-H	5.00	1.7	-	#VALUE!	-	-	-	-
HONGKONG								
CHINA POWER INTE	4.70	3.8	4.2	11.1%	0.9	0.8	8.8	7.2
CHINA RES POWER	4.66	22.4	24.4	8.9%	1.1	1.0	7.4	6.5
CLP HOLDINGS	3.89	95.7	70.1	6.7%	1.6	1.5	13.4	12.7
KOREA								
KOREA ELEC POWER	4.74	19760.0	25738.5	30.3%	0.3	0.3	3.8	3.2
JAPAN								
ELECTRIC POWER D	3.00	2494.0	2454.0	-1.2%	0.4	0.4	8.5	7.1
CHUBU ELEC POWER	3.00	1893.0	2018.0	6.6%	0.5	0.5	8.5	8.5
CHUGOKU ELEC PWR	3.00	1046.0	1210.0	15.7%	0.6	0.5	6.9	5.9
MALAYSIA								
TENAGA NASIONAL	3.81	14.5	14.8	2.2%	1.4	1.3	21.2	18.3
PETRONAS GAS BHD	3.67	18.2	18.6	1.9%	2.6	2.5	18.8	18.3
INDIA								
POWER GRID CORP	3.48	343.1	303.4	-11.6%	3.4	3.3	19.0	18.0
NTPC LTD	4.30	377.2	404.5	7.2%	2.1	2.0	16.4	14.9
NHPC LTD	3.00	113.0	92.7	-18.0%	2.8	2.8	29.4	23.8
PHILIPPINES								
FIRST GEN CORPDR	5.00	17.7	30.5	72.1%	0.3	0.3	3.9	3.6
ABOITIZ POWER	4.53	33.9	45.9	35.3%	1.3	1.2	8.0	7.4
THAILAND								
RATCHABURI ELEC	Neutral	32.25	51.00	58.1%	0.0	0.0	9.1	8.0
ELEC GENERATING	Neutral	129.00	170.00	31.8%	1.0	-	6.5	5.0
GLOBAL POWER SYNERGY	Neutral	43.50	55.00	26.4%	1.5	1.1	40.7	22.6
GULF ENERGY	Outperform	44.75	63.00	40.8%	0.4	0.5	33.6	25.9
CK POWER	Neutral	3.16	5.00	76.1%	0.0	0.0	14.1	13.9
BAKUJI POWER	Neutral	14.50	19.00	24.1%	1.1	1.0	9.0	10.7
B GRIMM POWER	Outperform	24.10	34.00	41.1%	0.7	0.6	32.2	28.2
					1.2	1.1	11.1	11.5

ที่มา: ฝ่ายวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ภาพรวมธุรกิจ GULF



ที่มา: GULF

ประเด็นความเสี่ยง

1. โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (CONSTRUCTION RISK)
2. การหยุดซ่อมอุปกรณ์ของโรงไฟฟ้า (UNPLANNED SHUTDOWN)
3. ความเสี่ยงจากความผันผวนของ FX และอัตราดอกเบี้ย เพราะ GULF กู้เงินลงทุนโรงไฟฟ้า บางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

ที่มา: GULF

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GULF

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
รายได้รวม	114,054	74,584	81,066	78,928
ต้นทุนขาย	(92,022)	(50,636)	(54,837)	(52,771)
กำไรขั้นต้น	22,033	23,948	26,229	26,157
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3,915)	(4,521)	(4,673)	(4,652)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	10,284	11,795	12,452	13,421
EBIT	28,672	31,286	34,072	35,655
ดอกเบี้ยจ่าย	(9,817)	(10,652)	(11,170)	(10,820)
รายได้อื่นๆ	2,896	1,672	1,672	2,290
EBT	20,672	22,176	24,441	26,395
ภาษีเงินได้	(658)	(388)	(315)	(641)
กำไรปกติ	15,643	17,360	19,488	21,165
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(785)	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	5,157	4,428	4,638	4,588
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	14,858	17,360	19,488	21,165
การเติบโตของรายได้	21.1%	-34.6%	8.7%	-2.6%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	30.1%	16.8%	12.3%	8.6%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.3%	32.1%	32.4%	33.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	13.0%	23.3%	24.0%	26.8%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67
รายได้รวม	32,557	27,419	27,665	31,599
ต้นทุนขาย	(27,115)	(21,866)	(21,940)	(25,857)
กำไรขั้นต้น	5,442	5,553	5,726	5,742
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(926)	(832)	(1,415)	(772)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	1,754	2,507	3,933	1,789
EBIT	6,411	7,348	8,240	6,758
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,416)	(2,582)	(2,695)	(2,606)
รายได้อื่นๆ	951	748	616	681
EBT	4,095	4,503	6,697	4,338
ภาษีเงินได้	(203)	(229)	(39)	(315)
กำไรปกติ	3,556	4,203	4,217	4,151
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(671)	(842)	545	(653)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,007	913	1,896	524
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	2,885	3,360	4,763	3,499
การเติบโตของรายได้	23.3%	-15.8%	0.9%	14.2%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-25.1%	16.5%	41.7%	-26.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	16.7%	20.3%	20.7%	18.2%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	8.9%	12.3%	17.2%	11.1%
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
Current Ratio (เท่า)	1.11	1.18	0.74	0.46
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.68	4.11	5.12	4.89
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	40.73	29.06	99.45	93.37
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.91	7.46	12.79	12.14
Debt to Equity Ratio	2.19	2.04	1.81	1.48
Net Gearing ratio (%)	168.3%	159.5%	144.3%	128.4%
ROAA (%)	3.4%	3.7%	4.1%	4.6%
ROAE (%)	10.6%	11.6%	12.0%	12.2%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GULF

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	20,672	22,176	24,441	26,395
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	4,181	9,278	9,360	9,368
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	496	-	-	-
อื่นๆ	18,916	22,249	24,571	26,537
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(4,661)	4,862	(1,470)	674
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	18,295	36,001	32,145	35,938
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1,534	357	(703)	(277)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(18,053)	(3,099)	(3,205)	(3,316)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(17,880)	(28,674)	(10,791)	(6,188)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(34,400)	(31,416)	(14,699)	(9,782)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	21,320	6,356	(12,777)	(37,793)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	1,349	-	-	-
เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล	(10,325)	(10,325)	(11,684)	(14,246)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	15,628	(3,969)	(24,461)	(52,039)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(477)	617	(7,015)	(25,883)

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
ลูกหนี้การค้า	21,165	15,087	16,591	15,712
สินค้าคงเหลือ	2,958	528	575	555
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,805	1,895	1,990	2,089
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	90,222	109,618	111,049	107,869
สินทรัพย์รวม	459,514	472,201	472,203	445,972
หนี้สินรวม				
เจ้าหนี้การค้า	9,391	4,185	4,392	4,303
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	336	336	336	336
หนี้สินการเงินระยะสั้น	42,289	35,462	60,193	50,224
หนี้สินการเงินระยะยาว	242,171	255,355	217,847	190,023
หนี้สินรวม	315,410	316,633	304,194	266,454
ทุนที่ชำระแล้ว				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	11,733	11,733	11,733	11,733
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	51,822	51,822	51,822	51,822
กำไรสะสม	50,891	57,925	65,729	72,648
ส่วนของผู้ถือหุ้น	144,104	155,567	168,009	179,517
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	459,514	472,201	472,203	445,972

สมมติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	6,670	8,270	9,002	9,199
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	31	31	31	31
ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.40	3.37	3.10	3.10
ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)	4.64	4.00	3.80	3.80
ราคาขายไอน้ำเฉลี่ย (บาท/ตัน)	1,100	1,100	1,100	1,100
ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	400	350	280	280
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,733	11,733	11,733	11,733

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส