BY RESEARCH DIVISION

EQUITY TALK

COMPANY UPDATE

Outlook NewCo สดใส โดดเด่นสุดในกลุ่มพลังงานยามนี้

11 ตุลาคม 2567

คาดกำไรปกติ 3Q67 อ่อนตัว QOQ กดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลงตามฤดูกาล และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง แต่คาดกำไรจะฟื้นตัวขึ้นขึ้นทำ NEW HIGH ใน 4Q67 อีกทั้งภาพในระยะยาวจากการเป็น NEWCO ยังสดใส หลังจับมือกับ GOOGLE ที่ช่วยสร้างโอกาสใหม่ในธุรกิจดิจิทัล และประโยชน์จากการควบรวม พร้อมขึ้นแท่น market cap อันดับ 2 ของไทย หนุนการเติบโตแข็งแกร่งระยะยาว

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2567 เป็นต้นไป ให้สอดคล้องกับการปรับประมาณการของ ADVANC ในรอบก่อนหน้า และรวมโครงการใหม่ๆที่ได้รับ PPA เข้ามาในประมาณการ และปรับไปใช้ FV ปี 2568 ที่สะท้อนการควบรวมเป็น NEWCO แล้วอยู่ที่ 68 บาท/หุ้น แม้ราคาปัจจุบันจะมี upside จำกัด แต่ยังคาด dividend yield จากปันผลพิเศษ INTUCH กว่า 6 % และหวังส่วนเพิ่มจากธุรกิจ Cloud , Data Cener และการเกิด synergy ใหม่ๆ ที่ยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ	11,418	14,858	18,362	21,480	24,065
Norm Profit	12,098	15,643	18,362	21,480	24,065
Norm EPS (บาท)	1.03	1.33	1.57	1.83	2.05
EPS(บาท)	0.97	1.27	1.57	1.83	2.05
PER (x)	64.48	49.55	40.10	34.28	30.59
DPS (บาท)	0.60	0.88	1.05	1.38	1.38
Dividend Yield (%)	0.96%	1.40%	1.68%	2.20%	2.20%
EV/EBITDA	33.34	33.57	26.33	23.35	21.33

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideway Up

แนวรับ : 55/58.50 บาท

แนวต้าน : 65/70 บาท

GULF

Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	62.75
ราคาเป้าหมาย (บาท)	68.00
Upside (%)	8.37
Dividend yield (%)	2.20

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	1.57	1.56	1%
2568F	1.83	1.81	1%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ESG RATING

SET ESG Ratings	AA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง

ที่มา: SET, SEC

RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 018350

ธัญญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

OUTPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

NEUTRAL: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

UNDERPERFORM: กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่แย่ค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือแย่กว่า SET INDEX

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ASIA PLUS Securities

3Q67 คาดกำไรปกติลด QoQ ก่อนทำ New High ได้ใน 4Q67

คาดทิศทางกำไรปกติของ GULF งวด 3Q67 มีแนวโน้มปรับตัวลดลง QoQ โดยคาดจะมีปัจจัยกดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าโดยรวมในกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ที่คาดจะปรับตัวลดลง QoQ หลังจากผ่านพ้นช่วงความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดของประเทศไทยในช่วงฤดูร้อนมาแล้วในงวด 2Q67 ส่งผลให้ภาครัฐ (EGAT) มีการเรียกซื้อไฟฟ้าที่น้อยลง ประกอบกับอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP ที่คาดอ่อนตัว จากต้นทุนก๊าซธรรมชาติที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น QoQ ตามราคา spot LNG ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเริ่มเตรียมสำรองก๊าซฯไว้ใช้ในช่วงฤดูหนาวของฝั่งเอเชียเหนือ และทวีปยุโรป รวมถึงการหยุดชะงักของ supply ก๊าซฯจากประเทศออสเตรเลียที่เกิดขึ้นเป็นระลอกๆ

อีกทั้ง ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมคาดจะปรับตัวลดลงอีกเล็กน้อย QoQ โดยหลักเป็นผลมาจากการเข้าสู่ช่วง low season ของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลม BRK2 กำลังการผลิต 1163 MWe ที่ประเทศเยอรมนี ส่งผลให้มีปริมาณการผลิตกระแสไฟฟ้าที่ลดลงตามช่วงฤดูกาล ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม INTUCH คาดยังสามารถประคองตัวได้ใกล้เคียงในระดับเดิม ตามการรับรู้ผลประกอบการ ADVANC ที่คาดจะมีรายได้จากการขายและบริการที่ดีขึ้น แต่จะถูกหักล้างจากค่าใช้จ่ายขายและบริหารที่สูงขึ้นตามไปด้วย

แต่อย่างไรก็ตาม คาดทิศทางกำไรปกติในช่วง 4Q67 ของ GULF จะเห็นการฟื้นตัวขึ้น และทำระดับสูงสุดรายไตรมาสเป็นประวัติการณ์อีกครั้ง โดยได้รับแรงหนุนจากการรับรู้โครงการ GPD phase 4 กำลำลังการผลิต 463.8 MWe ที่เปิด COD ได้ตามแผนเมื่อ 1 ต.ค. 2567 ประกอบกับคาดยังมีแรงกดดันจากส่วนแบ่งกำไรของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลมทั้งในประเทศไทยและประเทศเยอรมนี ที่คาดจะผลิตกระแสไฟฟ้าได้มากขึ้น ตามการเริ่มเข้าสู่ช่วง High season ของลมในช่วงปลายปี แม้อาจได้รับปัจจัยกดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าของกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ในประเทศไทยที่อ่อนตัวตาม และอัตรากำไรกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP ที่มีลดลง QoQ ก็ตาม

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 67 เป็นต้นไป สะท้อนส่วนแบ่ง INTUCH ดีกว่าคาด และรวมโครงการใหม่ไว้ในประมาณการ

ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2567 ของ GULF เป็นต้นไป โดยปรับเพิ่มกำไรปกติปี 2567- 68 ขึ้น 5.8%yoy และ 10.2%yoy มาอยู่ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท และ 2.1 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อน

1. การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH ที่ดีกว่าที่เคยคาดไว้ ซึ่งเป็นไปตามผลประกอบการของ ADVANC ใน 1H67 ที่เติบโตแรง จากรายได้ค่าบริการ และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น โดยฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 47.3% ใน INTUCH เพิ่มขึ้น 16.2% และ 27.0% จากเดิมมาอยู่ที่ 6.3 พันล้านบาท และ 6.9 พันล้านบาท ตามลำดับ เพื่อให้สอดคล้องกับคาดการณ์ผลการดำเนินงานใหม่ของ INTUCH ในปี 2567 – 68 ในปัจจุบัน
2. รวมโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศไทยที่ประกาศชนะประมูลและได้เซ็นสัญญา PPA แล้วทั้งสิ้น 1,398.5 MWe ไว้ในประมาณการตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป
3. รวมโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ Paklay กำลังการผลิต 308 MWe, Pak Beng กำลังการผลิต 446.9 MWe, และ Luang prabang กำลังการผลิต 291.9 MWe ที่มีกำหนด COD ปี 2576, 2576, และ 2573 ตามลำดับ ไว้ในประมาณการระยะยาว

ภายใต้ประมาณการใหม่ ส่งผลให้กำไรปกติปี 2567-68 ของ GULF เติบโต 17.4%yoy และ 17.0%yoy ตามลำดับ โดยมีแรงหนุนหลักมาจากการรับรู้โครงการใหม่ๆ ที่ทยอย COD เข้ามาในปี 2567 ราว 2.0 พัน MWe และมีแผน COD ต่อเนื่องในปี 2568 อีกราว 732.3 MWe นอกจากนี้ยังคาดหวัง upside ส่วนเพิ่มได้จากธุรกิจ data center และ cloud ที่คาดจะมีความชัดเจนของแผนการดำเนินงาน และเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2568 รวมถึงการรับรู้กำไรจากการถือหุ้นทางตรงของ ADVANC ที่จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 40.4% จากปัจจุบันที่ถือทางอ้อม 19.2% ภายหลังจาก Deal ควบรวม INTUCH แล้วเสร็จใน 2Q68 ซึ่งยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ

GULF-Google โอกาสเติบโตครั้งสำคัญในธุรกิจ digital

จากการประกาศลงนามสัญญาความร่วมมือระหว่าง GULF และบริษัท กูเก้ล เอเชีย แปซิฟิก จำกัด (Google) เพื่อดำเนินธุรกิจการให้บริการระบบ Google Distributed Cloud airgapped (GDC air-gapped) แก่ลูกค้าเป้าหมายที่เป็นองค์กรที่ต้องการจัดเก็บ และประมวลผลข้อมูลที่มีความสำคัญ หรือเป็นความลับ เช่น การให้บริการทางการแพทย์ พลังงานและสาธารณูปโภค หรือการให้บริการด้านความปลอดภัยสาธารณะ เป็นต้น

โดยฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อการประกาศความร่วมมือดังกล่าว ซึ่งถือเป็นโอกาสในการสร้างการเติบโตในระยะยาวสำหรับธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล

เพื่อรองรับความต้องการในการจัดเก็บและประมวลผลข้อมูลในประเทศไทย ที่คาดจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในอนาคต อีกทั้ง การที่ Google ได้ ประกาศแผนการลงทุนเพื่อขยายโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลในประเทศไทยมูลค่า 1,000 ล้านดอลลาร์ (36,000 ล้านบาท) เพื่อสร้าง data center และ cloud region ในพื้นที่จังหวัดกรุงเทพฯ และชลบุรี โดย GULF ซึ่งถือเป็นพันธมิตรกับ Google คาดยังได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากโอกาสที่จะช่วยให้บริการในระบบ cloud และ data center แก่ Google ได้เพิ่มเติม รวมทั้งยังเป็นโอกาสขยายธุรกิจไปสู่บริการด้านอื่นๆ ในระบบนิเวศของ Google cloud เช่น AI, cybersecurity ได้ต่อไปในอนาคต

ทั้งนี้ คาดจะเห็นแผนการดำเนินธุรกิจ cloud ที่ชัดเจน และเริ่มให้บริการในธุรกิจดังกล่าวได้ภายในปี 2568 เบื้องต้น คาดจะสร้างรายได้ให้แก่ GULF ได้จาก 2 ส่วน ได้แก่ 1) การให้บริการให้คำปรึกษา และบริการ Managed GDC Provider แก่ลูกค้า และ 2) รายจากการให้บริการลูกค้าที่อยู่ใน Data Center ซึ่งปัจจุบัน GULF อยู่ในขั้นตอนของการจัดหาอุปกรณ์ และติดตั้งระบบต่างๆของระบบ cloud และอยู่ระหว่างก่อสร้าง data canter phase 1 ที่กำลังการผลิต 25 เมกะวัตต์ ซึ่งคาดจะก่อสร้างแล้วเสร็จ และเปิดให้บริการในเดือน มี.ค. 2568 และภายหลังจากนั้น จะมีแผนในการขยาย data center phase 2 เพิ่มเติมอีก 25 เมกะวัตต์ เพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าที่คาดว่าจะขยายตัวขึ้นต่อไป ถือเป็นโอกาสใหม่ของ GULF ในการขยายธุรกิจดิจิทัล ให้มีความมั่นคง และเติบโตแข็งแกร่งได้ในระยะยาว

NewCo หุ้นใหม่ในกลุ่ม Energy ที่น่าจับตามอง

แผนธุรกิจของ NewCo มีเป้าหมายการลงทุนในทั้งธุรกิจพลังงานสีเขียว และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน โดยมุ่งเน้นการเกิดโอกาส synergy ใหม่ๆ จากการใช้ไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนให้แก่ระบบ Data Center และ cloud ซึ่งมีความต้องการใช้ไฟฟ้าเป็นจำนวนมาก จึงถือเป็นธุรกิจที่สามารถส่งเสริมซึ่งกันและกันได้ โดยระยะเริ่มต้นคาดสัดส่วนรายได้ของ NewCo จะมาจากธุรกิจไฟฟ้า : โครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล ที่ราว 80:20 ส่วนระยะถัดไป ตั้งเป้าที่จะมีสัดส่วนที่ 50:50 จากโอกาสการเติบโตใน Cloud และ Data Center ที่คาดจะยังมีอีกมากในอนาคต ขณะที่ด้านธุรกิจไฟฟ้ายังคาดหวังได้จากโครงการใหม่ๆที่มีโอกาสได้รับเข้ามาเพิ่มเติมจากการเปิดรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทย เพื่อรองรับแผน PDP ฉบับใหม่ที่จะมุ่งเน้นไปยังสัดส่วนโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่มากขึ้น

ในส่วนของแผนการดำเนินการควบรวมธุรกิจ GULF และ INTUCH ปัจจุบันยังคงมีความคืบหน้าตามแผน ซึ่งภายหลังจากที่ deal แล้วเสร็จใน 2Q68 จะส่งผลให้ GULF และ INTUCH จะสิ้นสุดสภาพจากการเป็นนิติบุคคล และมีสถานะเป็นบริษัท

EQUITY TALK

มหาชนจำกัดใหม่ (NewCo) และจดทะเบียนอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงาน (Energy) ทั้งนี้ การควบรวมดังกล่าว ไม่เพียงแต่จะช่วยในด้านการปรับโครงสร้างให้การบริหารจัดการภายในกลุ่มบริษัทฯ มีความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่เป็นส่วนช่วยสร้างโอกาสการเติบโตจากการเกิด synergy ใหม่ๆในระยะยาว ได้ดีการถือหุ้น ADVANC โดยอ้อมแบบเดิม

อีกทั้งในเชิงของการสร้างกำไร คาดจะช่วยให้ NewCo มีกำไรส่วนเพิ่มสุทธิราว 2.0 พันล้านบาทต่อปี โดยอิงจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมจากการถือหุ้น ADVANC ที่คาดเพิ่มขึ้นจากเดิมราว 6.0 พันล้านบาทต่อปี และหักด้วยภาระค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่จะเกิดขึ้นราว 4.0 พันล้านบาทต่อปี ประกอบกับในแง่ของสถานะทางการเงิน จะช่วยให้ NewCo มีอัตราส่วน NET IBD/E ลดลงมาอยู่ที่ราว 0.9 เท่า เทียบกับ GULF ในปัจจุบันที่อยู่ราว 1.7 เท่าเนื่องจาก INTUCH ไม่มีหนี้เงินกู้ยืม และยังได้ประโยชน์จากส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น หนุนให้บริษัทฯมีความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุน เพื่อเตรียมสำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ๆได้อีกมากในอนาคต

นอกจากนี้ภายหลังจากการควบรวมแล้วเสร็จ คาด NewCo จะมีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Cap) ที่ราว 1.0 ล้านล้านบาท หนุนให้กลายเป็นหุ้นใหญ่สูงสุดอันดับ 2 ใน ต.ล.ท. (รองจาก DELTA) ส่งผลให้ Newco เข้าสู่ SET50, SET100 ได้ทันที พร้อมคาดหวังโอกาสได้รับการเข้าร่วมดัชนีกองทุนในต่างประเทศ

FV ของ GULF ที่สะท้อนการควบรวม NewCo อยู่ที 68 บาท

NewCo เกิดจากการควบรวมในรูปแบบที่จัดตั้งบริษัทขึ้นใหม่ (amalgamation) โดยเป็นการรวมกิจการของ GULF และ INTUCH เข้าด้วยกัน โดยมีอัตราส่วนการแปลงหุ้น และตัวเลขสำคัญทางการเงิน ตามรายละเอียดด้านล่าง

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงินเบื้องต้นของ NEWCO

ล้านบาท	GULF			INTUCH			Merged Co.	
	2566	2567F	2568F	2566	2567F	2568F	2567F	2568F
สินทรัพย์รวม	459,514	491,029	505,700	40,511	42,092	35,947	533,121	541,647
หนี้สินรวม	315,410	334,459	335,370	97	96	95	334,555	335,465
ส่วนของผู้ถือหุ้น	144,104	156,570	170,329	40,414	41,996	35,851	198,566	206,180
กำไรสุทธิ	14,858	18,362	21,480	13,139	13,452	14,708	21,532	25,350
EPS (บาท)	1.27	1.57	1.83	3.51	4.19	4.59	1.44	1.70
BVS	12.28	13.34	14.52	12.60	13.10	11.20	13.29	13.80
D/E (x)	2.19	2.14	1.97	0.00	0.00	0.00	1.68	1.63
PER (x)	49.95	40.42	34.55	29.62	24.82	22.66	30-40	30-40

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

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. เอเซีย พลัส

ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยใช้วิธีประเมินมูลค่าพื้นฐานของ NewCo ณ สิ้นปี 2568 อยู่ที่ 66 บาท ภายใต้การคำนวณด้วยวิธีการอิงมูลค่าพื้นฐานเดิมของ GULF ณ สิ้นปี 2568 ที่ 69 บาท และมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ ADVANC ที่ 288 บาท หรือคิดเป็นมูลค่า P/E ที่ราว 39 เท่า อิงจาก EPS NEWCO ปี 2568 ที่คาดอยู่ราว 1.71เท่า และปี 2568 ที่ราว 1.9 เท่า ตามรายละเอียดตารางด้านล่าง

การคำนวณมูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NEWCO

	ADVANC	GULF
FV@ 2568	288	69
หัก มูลค่า INTUCH		-14.59
(1)	**288**	**54.41**
จำนวนหุ้น (2)	2,974	11,733
Enterprise Value = (1)*(2)	856,572	638,369
สัดส่วน GULF ถือหุ้น	40.44%	100%
EV ตามสัดส่วนของ GULF	346,398	638,369
NewCo Enterprise Value	**984,767**	
Total share NewCo	14,940	
FV NewCo	**66.0**	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

มูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NEWCO ด้วยวิธี PE

PE (x)	FV2568	FV 2569
30	50.90	57.08
31	52.60	58.98
32	54.30	60.88
33	55.99	62.79
34	57.69	64.69
35	59.39	66.59
36	61.09	68.49
37	62.78	70.40
38	64.48	72.30
39	66.18	74.20
40	67.87	76.10

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ภายใต้กรอบราคาของ NewCo ที่ 66 บาท หากคิดกลับเป็นมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF จะอยู่ที่ 68 บาท/หุ้น ตามรายละเอียดวิธีการคำนวนดังนี้

มูลค่าพื้นฐานที่เหมาะสมของ GULF ภายใต้การสะท้อนการควบรวม NEWCO

		GULF
(1)	อัตราการแลกหุ้น	1 หุ้น GULF = 1.02974 NewCo
(2)	จำนวนหุ้น GULF ที่ใช้แลกเพื่อให้ได้ 1 หุ้น NewCo	0.9711
(3)	ราคาเหมาะสม ปี 2568 ของ NewCo	66.0
(4) = (3)/(2)	**ราคาเหมาะสมปี 2568 ของ GULF ภายใต้การสะท้อนควบรวม NewCo**	**68.0**

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ทั้งนี้ ภายใต้มูลค่าพื้นฐานดังกล่าวของ GULF ยังสามารถคาดหวัง upside ส่วนเพิ่มได้จากโอกาสการเกิด synergy และโอกาสทางธุรกิจได้ต่อไปในอนาคต ภายหลังจากการควบรวม และรับรู้การจ่ายปันผลพิเศษจาก INTUCH ได้อีก 4.5 บาท/หุ้น ที่คาดจะจ่ายในช่วง 1Q68 เพื่อช่วยลดภาระหนี้สินบางส่วน และโอกาสใช้เงินสำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ๆ ดังนั้น ฝ่ายวิจัยยังคงให้คำแนะนำ Outperform สำหรับ GULF โดยเน้นทยอยสะสมลงทุนในระยะยาว

การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

Environment (E) : บริษัทฯมีการประเมินโอกาสและความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศ ทั้งในแง่ความเสี่ยงทางกายภาพ และการเปลี่ยนแปลงนโยบาย อีกทั้ง มีการประเมินความเสี่ยงเกี่ยวกับความเพียงพอของน้ำและสภาวะการขาดแคลนน้ำ ซึ่งอาจมีผลกระทบด้านการปฏิบัติการ และอาจกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียภายนอกองค์กร นอกจากนี้ยังมีการประเมินความเสี่ยงจากผลกระทบทางกายภาพ เช่น การเกิดพายุ หรืออุทกภัยที่อาจมีผลกระทบด้านการปฏิบัติการ รวมถึงปัจจัยต่างๆ ที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบนิเวศท้องถิ่น โดย GULF จะมีการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อมก่อนจะเริ่มก่อสร้างโครงการใดๆ มีการตรวจสอบการปล่อยมลสารทางอากาศและคุณภาพของน้ำ และจัดทำการประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการใช้น้ำ ทุกปี

Social Contribution(S) : ให้ความสำคัญกับการติดตามและบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจส่งผลถึงสุขอนามัย และความปลอดภัยของพนักงาน ผู้รับเหมา และชุมชนท้องถิ่น โดยมีมาตรฐานความปลอดภัยที่เข้มงวดและนำเครื่องมือดิจิทัลมาใช้ในทุกโครงการ รวมถึงจัดอบรมด้านความปลิดภัยให้แก่พนักงาน และผู้รับเหมาอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ GULF ยังได้เปิดรับฟังความเห็นและความพึงพอใจของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียเป็นประจำ เพื่อมุ่งมั่นยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคม

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

EQUITY TALK

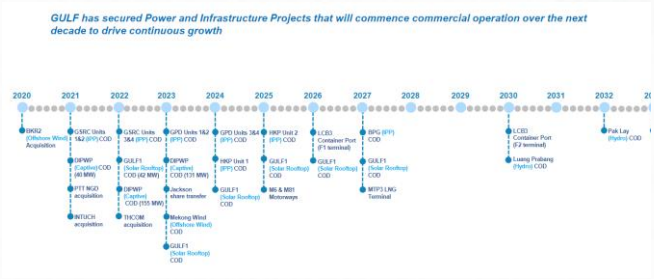
ESG Comment: GULF ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนควบคู่กับการบริหารจัดการธุรกิจ และมุ่งมั่นสนับสนุนการดำเนินการทั่วโลกด้านการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ โดยตั้งใจลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 และ 2 สุทธิให้เป็นศูนย์ภายในปี 2593 ส่งผลให้บริษัทมีการขยายการลงทุนไปยังพลังงานสะอาด มากยิ่งขึ้น ซึ่งถือเป็นส่วนช่วยผลักดันให้บริษัทมีภาพลักษณ์ที่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

EQUITY TALK

โครงสร้างกลุ่มบริษัทของ NEWCO

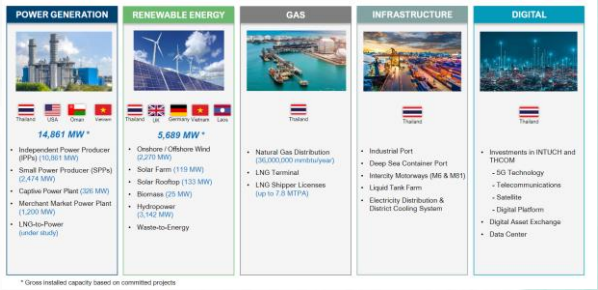
ที่มา: GULF

แผนการ COD ในโครงการต่างๆ



ที่มา: GULF

ภาพรวมธุรกิจ GULF



ที่มา: GULF

สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC./BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV 2567F	PBV 2568F	PER 2567F	PER 2568F
CHINA								
CHINA YANGTZE-A	4.93	30.1	32.9	9.5%	3.4	3.2	21.5	20.4
HUANENG POWER-H	4.13	4.9	5.1	3.8%	0.9	0.7	6.9	6.1
DATANG INTL PO-H	5.00	1.7	1.9	13.9%	-	-	6.2	5.1
HONGKONG								
CHINA POWER INTE	4.76	3.7	4.4	18.7%	0.8	0.8	8.5	7.0
CHINA RES POWER	4.72	21.7	25.3	16.8%	1.1	1.0	7.1	6.3
CLP HOLDINGS	4.00	68.9	73.4	6.7%	1.6	1.6	14.4	13.6
KOREA								
KOREA ELEC POWER	4.80	20200.0	25294.1	25.2%	0.3	0.3	4.7	3.3
JAPAN								
ELECTRIC POWER D	3.00	2433.5	2428.0	-0.2%	0.4	0.3	8.7	7.0
CHUBU ELEC POWER	3.00	1724.5	1928.0	11.8%	0.5	0.5	7.4	7.9
CHUGOKU ELEC PWR	3.00	991.3	1210.0	22.1%	0.6	0.5	6.5	5.3
MALAYSIA								
TENAGA NASIONAL	4.29	14.3	16.3	13.9%	1.4	1.3	20.0	17.1
PETRONAS GAS BHD	3.67	17.8	18.4	3.8%	2.5	2.5	18.5	18.0
INDIA								
POWER GRID CORP	3.24	338.9	332.6	-1.8%	3.4	3.3	19.0	17.9
NTPC LTD	4.29	430.5	432.5	0.5%	2.4	2.2	18.7	16.9
NHPC LTD	3.00	93.2	95.5	2.5%	2.3	2.4	23.1	18.5
PHILIPPINES								
FIRST GEN CORPOR	5.00	18.0	29.1	61.6%	-	-	4.5	4.1
ABOITIZ POWER	4.56	38.0	45.4	19.6%	1.3	1.2	8.8	8.1
THAILAND								
RATCHABURI ELEC	Underperform	31.75	36.00	13.4%	0.6	0.6	12.4	11.5
ELEC GENERATING	Underperform	122.00	120.00	-1.6%	0.6	0.6	9.0	7.3
GLOBAL POWER SYNERGY	Outperform	47.50	55.00	15.8%	1.1	0.9	29.6	18.2
GULF ENERGY	Outperform	57.75	68.00	17.7%	4.4	4.0	39.0	34.8
CK POWER	Outperform	3.68	4.50	22.3%	1.0	0.9	16.1	15.9
BANPU POWER	Underperform	13.00	15.00	15.4%	0.7	0.7	10.3	10.3
B.GRIMM POWER	Neutral	23.40	30.00	28.2%	1.1	1.0	30.8	26.1
					1.5	**1.4**	**12.0**	**11.2**

ที่มา: ฝ่ายวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยง

1. โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (CONSTRUCTION RISK)
2. การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (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	74,768	83,560	84,646
ต้นทุนขาย	(92,022)	(50,717)	(55,943)	(55,428)
กำไรขั้นต้น	**22,033**	**24,051**	**27,618**	**29,218**
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3,915)	(4,532)	(4,841)	(5,091)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	10,284	12,675	13,759	15,073
EBIT	**28,672**	**32,353**	**36,696**	**39,930**
ดอกเบี้ยจ่าย	(9,817)	(10,698)	(11,782)	(11,934)
รายได้อื่นๆ	2,896	1,769	1,769	2,290
EBT	**20,672**	**23,198**	**26,453**	**29,555**
ภาษีเงินได้	(658)	(407)	(335)	(653)
กำไรปกติ	**15,643**	**18,362**	**21,480**	**24,065**
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(785)	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	5,157	4,428	4,638	4,837
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	**14,858**	**18,362**	**21,480**	**24,065**
การเติบโตของรายได้	21.1%	-34.4%	11.8%	1.3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	30.1%	23.6%	17.0%	12.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	19.3%	32.2%	33.1%	34.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	13.0%	24.6%	25.7%	28.4%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67
รายได้รวม	27,419	27,665	31,599	31,592
ต้นทุนขาย	(21,866)	(21,940)	(25,857)	(25,575)
กำไรขั้นต้น	**5,553**	**5,726**	**5,742**	**6,017**
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(832)	(1,415)	(772)	(906)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	2,507	3,933	1,789	3,041
EBIT	**7,348**	**8,240**	**6,758**	**8,253**
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,582)	(2,695)	(2,606)	(2,792)
รายได้อื่นๆ	748	616	681	1,024
EBT	**4,503**	**6,697**	**4,338**	**6,147**
ภาษีเงินได้	(229)	(39)	(315)	(191)
กำไรปกติ	**4,203**	**4,217**	**4,151**	**4,779**
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(842)	545	(653)	(38)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	913	1,896	524	1,215
รายการพิเศษอื่น ๆ				
กำไรสุทธิ	**3,360**	**4,763**	**3,499**	**4,741**
การเติบโตของรายได้	-15.8%	0.9%	14.2%	0.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	16.5%	41.7%	-26.5%	35.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	20.3%	20.7%	18.2%	19.0%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	12.3%	17.2%	11.1%	15.0%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
Current Ratio (เท่า)	1.11	1.53	0.92	0.67
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.68	4.12	5.19	5.01
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	40.73	29.10	100.38	94.91
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	10.91	7.47	12.91	12.35
Debt to Equity Ratio	2.19	2.14	1.97	1.65
Net Gearing ratio (%)	168.3%	157.9%	152.3%	137.2%
ROAA (%)	3.4%	3.9%	4.3%	4.9%
ROAE (%)	10.6%	12.2%	13.1%	13.6%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GULF

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	20,672	23,198	26,453	29,555
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	4,181	9,278	10,237	11,059
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	496	-	-	-
อื่นๆ	18,916	23,271	26,583	29,698
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(4,661)	4,833	(1,831)	178
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**18,295**	**36,975**	**34,654**	**40,282**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	1,534	357	(703)	(277)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(18,053)	(3,099)	(3,205)	(2,549)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(17,880)	(28,674)	(30,624)	(12,900)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(34,400)**	**(31,416)**	**(34,532)**	**(15,726)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	21,320	24,176	498	(34,342)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	1,349	-	-	-
เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล	(10,325)	(10,325)	(12,359)	(16,197)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**15,628**	**13,850**	**(11,861)**	**(50,539)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**(477)**	**19,410**	**(11,739)**	**(25,983)**

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	38,713	58,123	46,384	20,401
ลูกหนี้การค้า	21,165	15,121	17,052	16,770
สินค้าคงเหลือ	2,958	529	586	582
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,805	1,895	1,990	2,089
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	90,222	109,618	130,005	131,845
สินทรัพย์รวม	**459,514**	**491,029**	**505,700**	**484,233**
เจ้าหนี้การค้า	9,391	4,191	4,475	4,502
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	336	336	336	336
หนี้สินการเงินระยะสั้น	42,289	35,462	60,193	50,224
หนี้สินการเงินระยะยาว	242,171	273,174	248,941	224,568
หนี้สินรวม	**315,410**	**334,459**	**335,370**	**301,198**
ทุนที่ชำระแล้ว	11,733	11,733	11,733	11,733
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	51,822	51,822	51,822	51,822
กำไรสะสม	50,891	58,928	68,049	75,917
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**144,104**	**156,570**	**170,329**	**183,035**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**459,514**	**491,029**	**505,700**	**484,233**

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. เอเซีย พลัส

ASIA PLUS Securities