

# EQUITY TALK

## 3Q67 EARNING PREVIEW

### 3Q67 คาดกำไรปกติอ่อนตัวช่วงสั้น ก่อนลุ้นทำ New high ใน 4Q67

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q67 เพิ่มขึ้น 20.4%QOQ มาอยู่ที่ 5.7 พันล้านบาท หนุ่จากรายการพิเศษคาดที่พลิกกลับเป็นกำไร 1.2 พันล้านบาท จากขาดทุน 38 ล้านบาท ในงวดก่อนหน้า ขณะที่กำไรปกติคาดลดลง 5.7%QOQ มาอยู่ที่ 4.5 พันล้านบาท กัดันหลักจากทั้งปริมาณขายไฟฟ้าที่อ่อนตัวตามฤดูกาล และอัตรากำไร (GPM) ที่ลดลงตามต้นทุนก๊าซฯที่เพิ่ม ขณะที่กำไรปกติงวด 4Q67 คาดฟื้นตัว ลุ้นทำ NEW HIGH จากการรับรู้โครงการ GPD PHASE 4 และ RENEWABLE ที่ทยอยรับรู้ใน 4Q67 รวมถึงโครงการลมทั้งในไทยและเยอรมนี ที่คาดฟื้นตัวตามฤดูกาล

คงประมาณการ แต่ปรับไปใช้ FV ใหม่ปี 2568 ของ GULF ที่สะท้อนการควบรวมเป็น NEWCO แล้ว อยู่ที่ 70 บาท เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับเพิ่มประมาณการ และ FV ใหม่ของ ADVANC ในช่วงก่อนหน้า แม้ราคาปัจจุบันเริ่มมี UPSIDE จำกัด แต่ยังคงหวัง UPSIDE ส่วนเพิ่มจากธุรกิจใหม่ ทั้ง CLOUD , DATA CENER และการเกิด SYNERGY ใหม่ ๆ ที่ยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ คง OUTPERFORM

#### 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)	68.34	52.52	42.49	36.32	32.42
DPS (บาท)	0.60	0.88	1.05	1.38	1.38
Dividend Yield (%)	0.90%	1.32%	1.58%	2.08%	2.08%
EV/EBITDA	33.34	33.57	26.33	23.35	21.33

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Up Trend  
 แนวรับ : 57.50/64 บาท  
 แนวต้าน : 70/75 บาท

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX  
**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX  
**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX

### 🕒 5 พฤศจิกายน 2567

## GULF

### Outperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	70.00
ราคาเป้าหมาย (บาท)	66.50
Upside (%)	5.26
Dividend yield (%)	2.08

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
<b>2567F</b>	1.57	1.57	0%
<b>2568F</b>	1.83	1.81	1%

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  
 นลินรัตน์ กิตติคำพรัตน์  
 นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
 โทร: 02-018350  
 รัชญา อุดม  
 นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
 โทร: 066756

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้  
 ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และไม่ได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ  
 การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ส่วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วน  
 เกี่ยวข้องหรือพัวพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด



# EQUITY TALK

## 3Q67 คาดกำไรปกติอ่อนตัว QoQ จาก GPM ที่ลดลง

คาดกำไรสุทธิงวด 3Q67 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 20.4%qoq มาอยู่ที่ 5.7 พันล้านบาท หนุนหลักจากรายการพิเศษที่คาดว่าจะบันทึกกลับเป็นกำไร Fx และตราสารอนุพันธ์ของทั้งบริษัทใหญ่ และบริษัทร่วมสุทธิ 1.2 พันล้านบาท เทียบกับงวด 2Q67 ที่เป็นผลขาดทุนรายการดังกล่าวที่ 38.0 ล้านบาท ตามค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น เมื่อเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นงวด 3Q67

แต่อย่างไรก็ตาม หากตัดรายการพิเศษออกไป และพิจารณาเฉพาะกำไรจากการดำเนินงานปกติปกติ คาดจะปรับตัวลดลง 5.7%qoq มาอยู่ที่ 4.5 พันล้านบาท กัดคืนจากรายได้ขายไฟฟ้าโดยรวมที่คาดอ่อนตัว 2.1%qoq มาอยู่ราว 3.0 หมื่นล้านบาท โดยหลักเป็นผลมาจากปริมาณขายไฟฟ้าของกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ที่ลดลง QoQ ตามการเรียกซื้อไฟฟ้าของภาครัฐ (EGAT) ที่น้อยลง หลังผ่านพ้นช่วงความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในช่วงฤดูร้อนมาแล้ว ในขณะที่ปริมาณขายไฟฟ้าในกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP คาดยังอยู่ในระดับใกล้เคียงเดิม QoQ อีกทั้ง คาดต้นทุนก๊าซธรรมชาติงวดนี้จะปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 10.0%qoq มาอยู่ที่ 351.6 บาท/ล้านบีทียู ในขณะที่ค่า Ft ยังตรึงอยู่ในระดับเดิมที่ 39.79 สตางค์/หน่วย กัดคืนให้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) คาดจะลดลงมาอยู่ที่ 17.9% จากเดิม 19.0% ในงวดก่อนหน้า ส่งผลให้คาดกำไรขั้นต้นลดลง 7.6%qoq มาอยู่ที่ 5.6 พันล้านบาท

รวมถึงคาดส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม (ไม่รวมผลกระทบ Fx และตราสารอนุพันธ์) จะอ่อนตัวลง 5.3%qoq มาอยู่ที่ 2.8 พันล้านบาท กัดคืนหลักจากกลุ่มโรงไฟฟ้า GJP ที่อัตรากำไรลดลง ตามทิศทางต้นทุนก๊าซที่เพิ่มขึ้น อีกทั้ง คาดโรงไฟฟ้าหिनกอง phase 1 คาดมีปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลงตามช่วงฤดูกาล และโรงไฟฟ้าพลังงานลม BRK2 ยังมีผลประกอบการขาดทุนต่อเนื่อง ตามการเข้าสู่ช่วง low season ของลมในประเทศไทยขณะนี้ ถึงแม้คาดว่าจะมีแรงหนุนชดเชยได้บางส่วนจากผลประกอบการของโรงไฟฟ้า Jackson ที่คาดปรับตัวดีขึ้น จากปริมาณขายไฟฟ้าที่ฟื้นตัว ตามการเข้าสู่ช่วงฤดูร้อนของสหรัฐฯ และโรงไฟฟ้าพลังงานลม GULF GUNKUL ที่คาดได้รับอานิสงส์จากกระแสลมที่คาดฟื้นตัว QoQ จากสภาพอากาศแบบลาเนียนา (ฝนตกหนัก) ในช่วง 2H67 ของประเทศไทย แต่คาดยังชดเชยไม่หมด

อีกทั้ง คาดค่าใช้จ่าย SG&A จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 9.3%qoq มาอยู่ที่ 989.4 ล้านบาท จากการรับรู้ค่าใช้จ่ายค่าที่ปรึกษา และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานภายในบริษัทที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้คาดต้นทุนทางการเงินที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 4.4%qoq มาอยู่ที่ 2.9 พันล้านบาท จากการกู้ยืมเงินต้นที่มีภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นของทางบริษัทฯ

# EQUITY TALK

โดยรวมแล้วคาดกำไรปกติ 9M67 อยู่ที่ 8.7 พันล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้น 17.6% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า และคิดเป็นสัดส่วน 73.2% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2567 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้

## คงประมาณการ... 4Q67 ลุ้นกำไรปกติขึ้นทำ New High

ฝ่ายวิจัยคงประมาณการกำไรปกติปี 2567 อยู่ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท เติบโต 17.4%yoy หนุนหลักจากการรับรู้โครงการที่ COD เข้ามาในปี 2566 ราว 1.7 พัน MWe ได้เต็มทั้งปี รวมถึงคาดจะรับรู้โครงการใหม่ๆ ที่เริ่มทยอย COD ตามแผนในปี 2567 อีกราว 1.6 พัน MWe นอกจากนี้ คาดยังได้รับแรงหนุนบางส่วนจากต้นทุนก๊าซเฉลี่ยปี 2567 ที่ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP คาดปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY

ช่วงสั้นงวด 4Q67 คาดกำไรปกติปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ และขึ้นทำระดับสูงสุดรายไตรมาสเป็นประวัติการณ์ หนุนหลักจากการรับรู้โครงการโรงไฟฟ้า GPD Phase 4 กำลังการผลิต 231.8 MWe (เปิด COD 1 ต.ค. 2567) ในไตรมาสแรก และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน กำลังการผลิตรวม 295 MWe ที่คาดจะเริ่มทยอย COD ตามแผนในช่วงปลายปี นอกจากนี้ คาดส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ จากผลประกอบการของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลม BRK2 และ GULF GUNKUL ที่คาดได้รับอานิสงส์จากกระแสลมที่ปรับตัวดีขึ้น ตามการเข้าสู่ช่วง High season ถึงแม้คาดว่าจะยังมีปัจจัยกดดันบางส่วนจากปริมาณขายไฟฟ้าในกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ที่อ่อนตัว ตามการเข้าสู่ช่วง low season ของการใช้ไฟฟ้า และอัตรากำไร (GPM) ของกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP ที่คาดลดลง ตามต้นทุนก๊าซที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นก็ตาม

## FV ใหม่ที่สะท้อนมูลค่า NewCo อยู่ที่ 70 บาท

ฝ่ายวิจัยได้ปรับปรุงมูลค่าพื้นฐานของ GULF ที่สะท้อนการควบรวมเป็น NewCo ใหม่ เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับเพิ่มประมาณการ และมูลค่าพื้นฐานใหม่ปี 2568 ของ ADVANC ในช่วงก่อนหน้า ส่งผลให้ FV ใหม่ของ GULF ปี 2568 ที่สะท้อนการควบรวมเป็น NewCo แล้ว อยู่ที่ 70 บาท/หุ้น หรือคิดเป็นมูลค่า P/E ที่ราว 41.3 เท่า อิงจาก EPS NEWCO ปี 2568 ที่คาดอยู่ราว 1.7 เท่า และปี 2569 ที่ราว 1.9 เท่า ตามรายละเอียดการคำนวณด้านล่าง

# EQUITY TALK

## การคำนวณมูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NEWCO

	ADVANC	GULF
FV@ 2568	313	69
หัก มูลค่า INTUCH		-14.59
(1)	<b>313</b>	<b>54.41</b>
จำนวนหุ้น (2)	2,974	11,733
Enterprise Value = (1)*(2)	930,928	638,369
สัดส่วน GULF ถือหุ้น	40.44%	100%
EV ตามสัดส่วนของ GULF	376,467	638,369
NewCo Enterprise Value	<b>1,014,836</b>	
Total share NewCo	14,940	
<b>FV NewCo</b>	<b>68.0</b>	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## มูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NEWCO ด้วยวิธี PE

PE (x)	FV2568	FV 2569
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
41	69.57	78.01
42	71.27	79.91
43	72.96	81.81

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## มูลค่าพื้นฐานที่เหมาะสมของ GULF ภายใต้การสะท้อนการควบรวม NEWCO

		GULF
(1)	อัตราแลกเปลี่ยนหุ้น	1 หุ้น GULF = 1.02974 NewCo
(2)	จำนวนหุ้น GULF ที่ใช้แลกเพื่อให้ได้ 1 หุ้น NewCo	0.9711
(3)	ราคาเหมาะสม ปี 2568 ของ NewCo	68.0
(4) = (3)/(2)	ราคาเหมาะสมปี 2568 ของ GULF ภายใต้การสะท้อนควบรวม NewCo	70.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

**Environment (E)** : บริษัทฯมีการประเมินโอกาสและความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศ ทั้งในแง่ความเสี่ยงทางกายภาพ และการเปลี่ยนแปลงนโยบาย อีกทั้ง มีการประเมินความเสี่ยงเกี่ยวกับความเพียงพอของน้ำและสถานะการขาดแคลนน้ำ ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ และอาจกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียภายนอกองค์กร นอกจากนี้ยังมีการประเมินความเสี่ยงจากผลกระทบต่อทางกายภาพ เช่น การเกิดพายุ หรืออุทกภัยที่อาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ รวมถึงปัจจัยต่างๆ ที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบนิเวศท้องถิ่น โดย GULF จะมีการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อมก่อนจะเริ่มก่อสร้างโครงการใดๆ มีการตรวจสอบการปล่อยมลสารทางอากาศและคุณภาพพองน้ำ และจัดทำ การประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการใช้น้ำ ทุกปี

**Social Contribution(S)** : ให้ความสำคัญกับการติดตามและบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อสุขภาพ และความปลอดภัยของพนักงาน ผู้รับเหมา และชุมชนท้องถิ่น โดยมีมาตรฐานความปลอดภัยที่เข้มงวดและนำเครื่องมือดิจิทัลมา

# EQUITY TALK

ใช้ในทุกโครงการ รวมถึงจัดอบรมด้านความปลิดภัยให้แก่พนักงาน และผู้รับเหมาอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ GULF ยังได้เปิดรับฟังความเห็นและความพึงพอใจของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียเป็นประจำ เพื่อมุ่งมั่นยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคม

**Governance (G):** ให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี มีการสื่อสารนโยบายการกำกับดูแลกิจการ และจรรยาบรรณและจริยธรรมธุรกิจผ่านระบบสารสนเทศภายในบริษัท และเผยแพร่บนเว็บไซต์ ซึ่งในปี 2566 ได้รับผลประเมินจากโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ประจำปี 2566 จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) อยู่ในระดับ ดีเลิศ (5 ดาว) ซึ่งเป็นระดับสูงสุด และผลการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้นประจำปี 2566 จากสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ด้วยคะแนนประเมิน 100 คะแนนเต็ม รวมถึงได้รับคัดเลือกให้เป็นสมาชิกดัชนีความยั่งยืน SET ESG INDEX และมีผลประเมินหุ้นยั่งยืน 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 และศักยภาพการแข่งขันทางธุรกิจได้

# EQUITY TALK

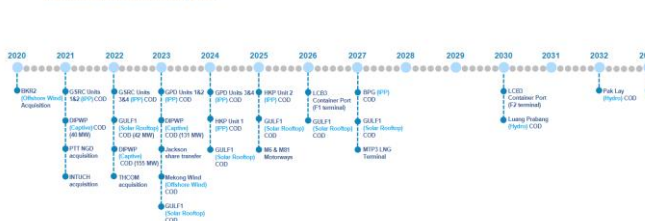
## คาดการณ์ผลประกอบการงวด 3Q67

Key Data (ล้านบาท)	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	%QoQ	%YoY	9M67F	9M66	%YoY
รายได้รวม	26,888	26,413	32,557	27,419	27,665	31,599	31,592	30,976	-2.0%	13.0%	94,167	86,389	9.0%
ต้นทุนขาย	(21,148)	(21,101)	(27,115)	(21,866)	(21,940)	(25,857)	(25,575)	(25,416)	-0.6%	16.2%	(76,848)	(70,082)	9.7%
กำไรขั้นต้น	5,740	5,311	5,442	5,553	5,726	5,742	6,017	5,560	-7.6%	0.1%	17,319	16,307	6.2%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	2,511	2,089	1,754	2,507	3,933	1,789	3,041	2,339	-23.1%	-6.7%	7,168	6,350	12.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	7,130	6,673	6,411	7,348	8,240	6,758	8,253	6,999	-15.2%	-4.7%	22,011	20,432	7.7%
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,279)	(2,124)	(2,416)	(2,582)	(2,695)	(2,606)	(2,792)	(2,915)	4.4%	12.9%	(8,313)	(7,122)	16.7%
กำไร/ขาดทุนจาก FX	2,092	262	(711)	(892)	532	(495)	(237)	2,851	N/A	N/A	2,119	(1,341)	N/A
Norm Profit	3,593	3,667	3,556	4,203	4,217	4,151	4,779	4,506	-5.7%	7.2%	13,436	11,426	17.6%
กำไรสุทธิ	5,406	3,850	2,885	3,360	4,763	3,499	4,741	5,707	20.4%	69.8%	13,947	10,095	38.2%
EPS (บาท)	0.46	0.33	0.25	0.29	0.41	0.30	0.40	0.49	20.4%	69.8%	1.19	0.86	38.2%
Norm EPS (บาท)	0.31	0.31	0.30	0.36	0.36	0.35	0.41	0.38	-5.7%	7.2%	1.15	0.97	17.6%
Gross Margin	21.3%	20.1%	16.7%	20.3%	20.7%	18.2%	19.0%	17.9%			18.4%	18.9%	
Net Profit Margin	20.1%	14.6%	8.9%	12.3%	17.2%	11.1%	15.0%	18.4%			14.8%	11.7%	

ที่มา: รายงานวิจัย 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



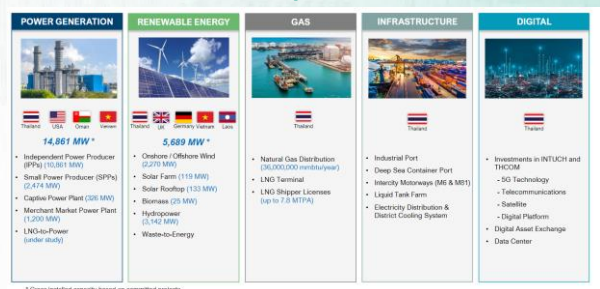
ที่มา: GULF

## สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV			PER	
					2567F	2568F	2567F	2568F	
<b>CHINA</b>									
CHINA YANGTZE-A		4.93	28.0	32.4	15.7%	3.2	3.0	20.0	19.0
HUANGHE POWER-H		4.13	4.2	4.9	18.3%	0.7	0.6	5.9	5.2
DATANG INTL PO-H		5.00	1.5	1.9	24.5%	-	-	6.0	5.3
<b>HONGKONG</b>									
CHINA POWER INTE		4.76	3.3	4.4	33.4%	0.8	0.7	7.5	6.2
CHINA RES POWER		4.72	18.5	25.2	35.9%	0.9	0.8	6.0	5.4
CLP HOLDINGS		4.09	66.7	73.4	10.1%	1.6	1.5	14.9	14.0
<b>KOREA</b>									
KOREA ELEC POWER		4.80	23050.0	28117.8	13.3%	0.4	0.3	5.1	3.0
<b>JAPAN</b>									
ELECTRIC POWER D		3.00	2634.0	2458.0	-5.3%	0.4	0.4	9.0	7.5
CHUBU ELEC POWER		3.40	1747.0	2008.0	14.9%	0.5	0.5	7.4	8.0
CHUGOKU ELEC PWR		3.50	1092.0	1275.0	16.8%	0.6	0.5	7.2	5.9
<b>MALAYSIA</b>									
TENAGA NASIONAL		4.29	13.9	16.3	17.0%	1.3	1.3	19.7	17.0
PETRONAS GAS BHD		3.67	17.4	18.4	5.9%	2.5	2.4	18.1	17.6
<b>INDIA</b>									
POWER GRID CORP		3.15	322.1	337.7	4.9%	3.2	3.0	17.8	17.0
NTPC LTD		4.29	411.4	444.9	8.1%	2.4	2.2	18.1	16.3
NHP LTD		3.20	84.1	93.4	11.1%	2.1	1.9	21.9	17.3
<b>PHILIPPINES</b>									
FIRST GEN CORP		5.00	18.0	30.8	70.9%	-	-	4.4	4.0
ABOITIZ POWER		4.56	37.5	48.1	23.0%	1.3	1.2	8.6	7.9
<b>THAILAND</b>									
RATCHABURI ELEC	Underperform	32.25	38.00	11.6%	0.7	0.6	12.6	11.7	
ELEC GENERATING	Underperform	120.00	120.00	0.0%	0.6	0.5	8.9	7.2	
GLOBAL POWER SYNERGY	Underperform	42.25	54.00	27.8%	1.0	0.9	31.4	18.2	
GULF ENERGY	Outperform	66.50	70.00	5.3%	5.0	4.6	42.5	38.3	
CK POWER	Outperform	3.65	4.50	23.0%	1.0	0.9	16.0	15.8	
BANGPU POWER	Underperform	12.70	15.00	18.1%	0.7	0.7	10.1	10.0	
BGRIMM POWER	Underperform	22.20	30.00	35.1%	1.0	1.0	29.2	24.7	
					<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>11.7</b>	<b>11.5</b>	

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	74,768	83,560	84,646
ต้นทุนขาย	(92,022)	(50,717)	(55,943)	(55,428)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>22,033</b>	<b>24,051</b>	<b>27,618</b>	<b>29,218</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3,915)	(4,532)	(4,841)	(5,091)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	10,284	12,675	13,759	15,073
<b>EBIT</b>	<b>28,672</b>	<b>32,353</b>	<b>36,696</b>	<b>39,930</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(9,817)	(10,698)	(11,782)	(11,934)
รายได้อื่นๆ	2,896	1,769	1,769	2,290
<b>EBT</b>	<b>20,672</b>	<b>23,198</b>	<b>26,453</b>	<b>29,555</b>
ภาษีเงินได้	(658)	(407)	(335)	(653)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>15,643</b>	<b>18,362</b>	<b>21,480</b>	<b>24,065</b>
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(785)	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	5,157	4,428	4,638	4,837
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>14,858</b>	<b>18,362</b>	<b>21,480</b>	<b>24,065</b>
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)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>5,553</b>	<b>5,726</b>	<b>5,742</b>	<b>6,017</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(832)	(1,415)	(772)	(906)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	2,507	3,933	1,789	3,041
<b>EBIT</b>	<b>7,348</b>	<b>8,240</b>	<b>6,758</b>	<b>8,253</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,582)	(2,695)	(2,606)	(2,792)
รายได้อื่นๆ	748	616	681	1,024
<b>EBT</b>	<b>4,503</b>	<b>6,697</b>	<b>4,338</b>	<b>6,147</b>
ภาษีเงินได้	(229)	(39)	(315)	(191)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>4,203</b>	<b>4,217</b>	<b>4,151</b>	<b>4,779</b>
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(842)	545	(653)	(38)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	913	1,896	524	1,215
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>3,360</b>	<b>4,763</b>	<b>3,499</b>	<b>4,741</b>
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: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ GULF

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	20,672	23,198	26,453	29,555
<b>รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด</b>				
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
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>18,295</b>	<b>36,975</b>	<b>34,654</b>	<b>40,282</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
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)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(34,400)</b>	<b>(31,416)</b>	<b>(34,532)</b>	<b>(15,726)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
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)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>15,628</b>	<b>13,850</b>	<b>(11,861)</b>	<b>(50,539)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(477)</b>	<b>19,410</b>	<b>(11,739)</b>	<b>(25,983)</b>

งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566F	2567F	2568F	2569F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>	<b>38,713</b>	<b>58,123</b>	<b>46,384</b>	<b>20,401</b>
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
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>459,514</b>	<b>491,029</b>	<b>505,700</b>	<b>484,233</b>
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
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>315,410</b>	<b>334,459</b>	<b>335,370</b>	<b>301,198</b>
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
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>144,104</b>	<b>156,570</b>	<b>170,329</b>	<b>183,035</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>459,514</b>	<b>491,029</b>	<b>505,700</b>	<b>484,233</b>

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: รายงานวิจัย บอ. เอเชีย พลัส