



ณัฐกร ศรีภูมิ
Fundamental Analyst
✉ Nathakorn.Sr@lhsec.co.th
☎ 02 055 5143

THAILAND | COMPANY FOCUS

Gulf Development Public Company Limited

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

RATING	BUY	TARGET	59.00	UPSIDE	+31%	TICKER	GULF
CLOSE	45.00	VALUATION	SOTP	TOTAL SHARES	14,940m	SECTOR	ENERGY

STOCK INFORMATION

Fiscal Year End	Dec 31
Issued Shares (m)	14,940
Par Value (Bt)	1.00
Market Capitalization (Btm)	672,293
Estimated Free Float (%)	32.4%
Foreign Shareholders (Actual / Limit) (%)	40.8% / 49.0%
YTD Avg Daily Turnover (Btm)	1,483
YTD Turnover Ratio (%)	15%
Statistical Beta (Raw / Adjusted)	2.04 / 1.34
Constituent	SET50 / SET50FF / SETCLMV / SETESG
Auditor	KPMG Phoomchai Audit Limited
CG Rating	Excellent
Thai CAC	Certified

ESG Scoring

SET ESG Ratings	AAA
ESG Book	59.63
Moody's	n.a.
MSCI	B
Refinitiv	53.63
S&P Global	71.00

MAJOR SHAREHOLDERS

As of 1 Apr 25

กลุ่มนายสารวัตร รัตนวาท	59.7%
SINGTEL GLOBAL INVESTMENT PTE. LTD.	7.7%
บจ. ไทยเอ็นวีดีอาร์	4.5%
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIMITED	4.3%
กองทุนรวมวายุภักษ์หนึ่ง	2.3%
บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น	1.5%
บมจ. ธนาคารกรุงไทย	1.0%
State Street Europe Limited	0.9%
บมจ. สวนอุตสาหกรรมโรจนะ	0.8%
นายเพิ่มศักดิ์ เก่งมานะ	0.4%

FORECASTS & VALUATION

Consolidated

Year End	2023A	2024A	2025F	2026F
Sales (Btm)	100,713	105,316	125,830	132,330
Total Revenue (Btm)	104,717	109,771	130,206	136,646
EBITDA (Btm)	32,582	36,709	42,776	45,843
Core Profit (Btm)	15,643	18,400	24,378	26,801
Net Profit (Btm)	14,858	18,170	24,378	26,801
Core EPS (Bt)	1.33	1.57	1.63	1.79
Core EPS Growth (%)	29.3%	17.6%	4.1%	9.9%
DPS (Bt)	0.88	1.01	1.06	1.17
P/E (Core) (x)	33.8	28.7	27.6	25.1
D/P (%)	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%
BV (Bt)	9.94	10.58	23.17	24.04
P/B (x)	4.53	4.25	1.94	1.87
EV/EBITDA (x)	28.8	26.6	23.1	21.9
ROE (%)	13.1%	15.1%	10.4%	7.6%

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates
2023A-2024A : GULFI, 2025-2026F : GULF

BUSINESS DESCRIPTION

ถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) ที่ประกอบธุรกิจหลักด้านการผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติและพลังงานหมุนเวียน รวมถึงการจัดการน้ำและจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ การลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานด้านดิจิทัล (Digital Infrastructure) และธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

DIVIDEND POLICY

ไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ หลังหักภาษี ทูลสำรองตามที่กฎหมายกำหนด และภาระผูกพันตามเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ (โดยมีเงื่อนไขเพิ่มเติม)

คาดการณ์กำไรปี 2Q68F ทำสถิติสูงสุดรายไตรมาสครั้งใหม่

- **คาดการณ์กำไร 2Q68F สูงถึง 5.2 หมื่นลบ. แต่หากไม่รวมรายการพิเศษ (กำไรจากการควบบริษัท) กำไรปกติ 6.5 พันลบ. (+22%QoQ, +37%YoY) ทำสถิติสูงสุดรายไตรมาสครั้งใหม่**
- **แรงหนุนกำไรปกติเกิดจากกำไรของโรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้นตามการหยุดซ่อมลดลงและต้นทุนก๊าซลดลง ส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC เพิ่มขึ้นมากตามการเปลี่ยนมาถือหุ้นทางตรง และเงินปันผลรับจาก KBANK**
- **GULF ทอยอยประกาศการลงทุนใหม่ต่อเนื่องทั้งธุรกิจ Renewable โครงสร้างพื้นฐาน และดิจิทัล เราคาดว่าจะมีดีดลักษณะนี้เกิดขึ้นอีกตามฐานทุนที่ใหญ่ขึ้นมาก**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ตามกำไรที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง และ Valuations ปัจจุบันยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต**

ประเด็นการลงทุน

- **คาดการณ์กำไรปี 2Q68F ทำสถิติสูงสุดรายไตรมาสครั้งใหม่** เราคาดการณ์กำไร 2Q68F สูงถึง 5.2 หมื่นลบ. หากไม่รวมรายการพิเศษคือ กำไร FX 300 ลบ. และกำไรจากการปรับมูลค่ายุติธรรมเงินลงทุน ADVANC จากการควบบริษัท 4.5 หมื่นลบ. กำไรปกติ 2Q68F 6.5 พันลบ. (+22%QoQ, +37%YoY) ทำสถิติสูงสุดรายไตรมาสครั้งใหม่ หนุนโดย 1) กำไรขั้นต้นของธุรกิจหลัก-โรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้น +2%QoQ, +9%YoY จาก 1.1) ปริมาณขายไฟฟ้าและรายได้ AP ของ IPP เพิ่มขึ้นตามการหยุดซ่อมลดลง; 1.2) กำไรของ SPPs (GMP) เพิ่มขึ้นตามต้นทุนก๊าซลดลง -4%QoQ; และ 1.3) ปริมาณขายไฟฟ้าของ Solar เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล; 2) ส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC จากการเปลี่ยนมาถือหุ้นทางตรง 40.4% และกำไรเพิ่มขึ้นตามผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้นและต้นทุนลดลง ที่ 3.4 พันลบ. (+74%QoQ, +107%YoY) เพิ่มขึ้นรวม 1.4 พันลบ. ซึ่งมากเกินพอต่อการลดลงของส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจาก Jackson, BKR2 ตามฤดูกาล; 3) เงินปันผลรับจาก KBANK จากการขึ้น XD 2 รอบ รวม 977 ลบ.; และ 4) รายได้อื่นหนุนโดยกำไรจากการขาย KBANK (GULF รายงานลดสัดส่วนถือหุ้นเหลือ 4.63% เมื่อ 22 พ.ค.) โดยกำไรถูกลดทอนบางส่วนจากดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นตามการออกหุ้นกู้ชุดใหม่สุทธิ 2 หมื่นลบ. ช่วงปลาย 1Q68
- **ทอยอยประกาศการลงทุนใหม่ต่อเนื่อง** ภายหลังการควบบริษัทเสร็จสิ้นเมื่อต้นเดือน เม.ย. GULF ได้ทอยอยประกาศการลงทุนใหม่ต่อเนื่อง (รายละเอียด Fig. 2) ทั้งการลงทุนมาบตาพุด ระยะที่ 3 การซื้อหุ้นเพิ่มในโครงการ Renewable จากผู้ถือหุ้นรายอื่น (เช่น GUNKUL, ETC, BWG) โดยมีทั้งโครงการที่ถือหุ้น 100% และถือหุ้นร่วมกับพันธมิตร (เช่น GUNKUL, เดอะ บลู เซอร์คิล) และการซื้อหุ้นเพิ่ม 10% จาก ADVANC ใน AISBB (ธุรกิจ Cloud) ทั้งนี้ การซื้อหุ้นเพิ่มดังกล่าวส่งผลให้ Equity MW เพิ่มขึ้น 13.5 GWe (ปัจจุบัน ณ มิ.ย. 8.97 GWe) ช่วยให้สัดส่วน Renew เพิ่มขึ้นจาก 13% เป็น 40% ในปี FY76 เป็นไปตามเป้าหมายระยะยาว เราคาดว่าจะมีดีดลักษณะนี้เกิดขึ้นอีกจากฐานทุนที่ใหญ่ขึ้นมาก Net IBD/E อยู่เพียง 0.9x (ต่ำกว่าข้อกำหนดสิทธิหุ้นกู้ที่ 3.5x มาก) ทำให้ GULF มีศักยภาพการกู้เงินเพิ่มได้อีกมาก

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิม 59 บ. จากคาดการณ์กำไร 2Q68F โดดเด่นอย่างมากตามการรับรู้กำไรพิเศษ แต่หากไม่รวม ดูเฉพาะกำไรปกติก็คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดครั้งใหม่ต่อเนื่อง คาดมีความเคลื่อนไหวของธุรกิจใหม่ๆ เพิ่มขึ้นอีกจากฐานการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นมาก และ กทพ. เปิดรับฟังความเห็นค่า Ft งวด ก.ย.-ธ.ค. เป็นบวกกับหุ้นโรงไฟฟ้าจากแนวโน้มค่าไฟฟ้าที่ 3.98 บ./หน่วย แต่ราคาก๊าซลดลง -4% ราคาหุ้นปัจจุบันแม้ปรับขึ้นมาบ้างแล้ว แต่มองว่าไม่แพงด้วย P/E ปีหน้า 25x และ P/B 1.9x ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต

ปัจจัยเสี่ยง

- **ความล่าช้าของโครงการลงทุน** เหตุการณ์ที่ทำให้โครงการก่อสร้างหรืออยู่ระหว่างพัฒนาไม่เป็นไปตามคาด
- **การหยุดซ่อมนอกแผน** อาจเกิดจากอุบัติเหตุ เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดต่างๆ รวมถึงต้นทุนก๊าซ ทำให้ต้นทุนสูงขึ้น

Figure 1 : 2Q68F Preview

GULF

Statement of Comprehensive Income

Unit : Btm

Quarterly	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F*	% QoQ	% YoY
Sales	27,608	26,707	23,282	27,148	28,242	4.0%	2.3%
Total Revenues	31,592	30,451	27,246	30,782	31,912	3.7%	1.0%
Total cost of sales and service	(25,575)	(24,595)	(21,116)	(24,375)	(25,379)	-4.1%	0.8%
Gross profit	6,017	5,856	6,130	6,407	6,533	2.0%	8.6%
Other income	101	14	331	776	400		
Interest income	823	734	852	756	690		
Dividend income	101	60	-	29	977		
Total Revenues	7,042	6,664	7,313	7,968	8,600	7.9%	22.1%
Administrative expenses	(906)	(944)	(955)	(1,007)	(1,040)	-3.3%	-14.8%
Share of profit : associates & JVs	3,041	4,753	2,384	3,067	4,128	34.6%	35.8%
Operating profit	9,176	10,473	8,741	10,028	11,688	16.6%	27.4%
Interest expenses	(2,792)	(2,716)	(2,974)	(3,193)	(3,360)	-5.2%	-20.3%
Profit before taxes	6,384	7,757	5,768	6,835	8,328	21.8%	30.4%
Extra items (FX & Derivatives)	(237)	953	(897)	186	45,300		
Profit before income taxes	6,147	8,710	4,871	7,021	53,628	663.8%	772.4%
Income taxes	(191)	9	(184)	(340)	(418)	-22.9%	-118.9%
Non-controlling interests	(1,215)	(2,689)	(786)	(1,286)	(1,380)	-7.3%	-13.6%
Net Profit	4,741	6,030	3,901	5,395	51,830	860.8%	993.2%
Core Profit	4,779	4,711	4,760	5,335	6,530	22.4%	36.6%
Core EPS (Bt)	0.41	0.40	0.41	0.45	0.44	-3.9%	7.3%
EPS (Bt)	0.40	0.51	0.33	0.46	3.47		

Figure 2 : New Investments

ความเคลื่อนไหวการลงทุนนับตั้งแต่การควบบริษัท

Date	Projects	% GULF Share	Partners	Details	Value (Btm)
24 มิ.ย. 68	มาบตาพุด ระยะที่ 3	70%	PTT Tank Terminal	พัฒนาท่าเทียบเรือก๊าซและสถานีจ่ายก๊าซ เริ่มก่อสร้าง 4Q68 COD 1Q72 โดยลงนาม EPC กับ PEC-CAZ Consortium ปริมาณขนส่งก๊าซ 8 ล้านตัน/ปี เพื่อเพิ่มขีดความสามารถนำเข้าก๊าซ ลูกค้าน้ำมัน LNG Shipper เช่น หินกองเพาเวอร์ กัลฟ์ แอลเอ็นจี เป็นต้น	60,000
26 มิ.ย. 68	Renewable	50%	GUNKUL	ลงทุนหุ้น 50% ใน GSPG และ GOE2 มูลค่า 704 ลบ. จาก GUNKUL โดยทั้งสองบริษัทมี 9 โครงการรวม 460.8 MW (230.4 MWe) อยู่ระหว่างพัฒนา แบ่งเป็น Solar 7 โครงการ 410.2 MW และ Solar+BESS 50.6 MW COD FY69-73	704
9 ก.ค. 68	Renewable	50%/60%/100%	GUNKUL/อัลฟาเอ็นเนอร์จี/เดอะบลู เซอร์เคิล	แจ้งมูลค่าการลงทุน 4.2 หมื่นลบ. สำหรับ 11 โครงการ 746.6 MW ซึ่งถือหุ้น 50%/60%/100% ร่วมกับพันธมิตร 1) Solar 4 โครงการ 244.6 MW; 2) Solar+BESS 2 โครงการ 126 MW; และ 3) Wind 5 โครงการ 376 MW COD FY69-70	42,000
9 ก.ค. 68	Renewable	50%	เดอะ บลู เซอร์เคิล	ลงทุนหุ้น 50% ใน BSWPH มูลค่า 0.375 ลบ. ซื้อจาก Inktide เพื่อร่วมทุนกับเดอะ บลู เซอร์เคิล 50% BSWPH พัฒนา 5 Wind รวม 436.5 MW (218.25 MWe) COD FY70-73	0.375
14 ก.ค. 68	Cloud Business	50%	ADVANC	ถือหุ้นเพิ่ม 10% จาก ADVANC รวมถือหุ้น 50% ใน AISBB มูลค่า 0.1 ลบ. AISBB เป็นผู้พัฒนาธุรกิจให้บริการระบบคลาวด์ในไทยร่วมกับพันธมิตรระดับโลกทั้ง Oracle และ Google รวมถึงมีแผนพัฒนาธุรกิจ AI Solutions	0.100
15 ก.ค. 68	ขยะอุตสาหกรรม	100%/67%	เวสต์เทค เอ็กซ์โพเนนเชียล	1) ซื้อหุ้นเพิ่ม 50% ในโรงไฟฟ้าขยะอุตสาหกรรมจาก ETC ทำให้ถือหุ้นเพิ่มเป็น 100% รวม 10 โครงการ 80 MW; 2) ซื้อหุ้นเพิ่ม 33% ในโรงไฟฟ้าขยะอุตสาหกรรมจาก ETC ทำให้ถือหุ้นเพิ่มเป็น 67% รวม 2 โครงการ 16 MW (10.7 MWe); และ 3) ซื้อหุ้นเพิ่ม 50% ในโรงงานผลิตเชื้อเพลิงแข็งจากขยะอุตสาหกรรมจาก BWG ทำให้ถือหุ้นเพิ่มเป็น 100% รวมมูลค่าทั้ง 3 รายการ 1.1 พันลบ.	1,100

GULF
Financial Highlight

Unit : Btm

Quarterly	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	%QoQ	%YoY
Revenues	31,599	31,592	30,451	27,246	30,782	13%	-3%
Gross profit	5,742	6,017	5,856	6,130	6,407	5%	12%
SG & A	(772)	(906)	(944)	(955)	(1,007)	-5%	-30%
Share of profit	1,789	3,041	4,753	2,384	3,067	29%	71%
Extra items	(495)	(237)	953	(897)	186	121%	138%
Core profit	4,151	4,779	4,711	4,760	5,335	12%	29%
Net profit	3,499	4,741	6,030	3,901	5,395	38%	54%

Key Drivers

Revenue from Gas-fired	28,819	29,105	27,865	25,220	25,774	2%	-11%
Revenue from Renewable	869	655	914	655	1,071	64%	23%
Revenue from Infrastructure	1,133	1,029	838	617	252	-59%	-78%
Electricity sold (GMP, GSRC, GPD) (GWh)	9,618	10,650	9,218	8,190	8,158	0%	-15%
Ft (Bt/kWh)	0.3972	0.3972	0.3972	0.3972	0.3672	-8%	-8%
Electricity price (Bt/kWh)	4.18	4.18	4.18	4.18	4.15	-1%	-1%
Electricity price : IUs (GMP) (Bt/kWh)	3.77	3.76	3.77	3.77	3.75	-1%	-1%
Discount (Bt/kWh)	(0.41)	(0.42)	(0.41)	(0.41)	(0.40)	2%	2%
Gas cost : SPP (Bt/MMBTU)	335	320	334	317	331	5%	-1%
Gas cost : IPP (Bt/MMBTU)	328	319	333	316	331	5%	1%
GP : Gas-fired & Gas	6,252	6,624	6,371	6,875	6,919	1%	11%
Share of profit : GJP (Core)	542	643	421	335	175	-48%	-68%

Share of profit (Core)

INTUCH	1,575	1,621	1,583	1,566	1,927	23%	22%
GJP	542	643	421	335	175	-48%	-68%
HKP	36	214	144	149	395	165%	997%
LPCL	(4)	(4)	(3)	(4)	(8)		
GULF1	2			5	8		
GGC	91	182	182	317	226	-29%	148%
PTT NGD	211	382	259	225	242	8%	15%
TTT	66			49	65		
BKR2	235	(21)	(85)	153	92	-40%	-61%
Jackson	(195)	(164)	414	(33)	30	191%	115%
DIPWP	193	124	115	46	131	185%	-32%
Others	(113)	(6)	(46)	93	(86)	-192%	24%
Total share of profit (Core)	2,639	2,971	2,984	2,901	3,197	10%	21%
Total share of profit (Extra)	(850)	70	1,769	(517)	(130)	75%	85%

GULF
Statement of Comprehensive Income

Unit : Btm

Yearly	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Sales	84,424	100,713	105,316	125,830	132,330
Total Revenues	94,151	114,054	120,888	142,421	149,150
Total cost of sales and service	(74,711)	(92,022)	(97,143)	(116,868)	(121,519)
Gross profit	19,440	22,033	23,746	25,553	27,631
Total Revenues	19,795	24,929	27,442	29,133	31,111
Administrative expenses	(2,955)	(3,915)	(3,578)	(4,114)	(4,320)
Share of profit : associates & JVs	6,321	10,284	11,966	16,518	17,416
Operating profit	23,162	31,297	35,831	41,536	44,207
Interest expenses	(7,652)	(9,817)	(11,088)	(10,906)	(10,920)
Core profit before taxes	15,510	21,481	24,742	30,631	33,287
Extra items (FX & Derivatives)	(57)	(808)	(676)	-	-
Profit before income taxes	15,453	20,672	24,067	30,631	33,287
Income taxes	(1,344)	(658)	(682)	(868)	(943)
Non-controlling interests	(2,691)	(5,157)	(5,214)	(5,266)	(5,424)
Net Profit	11,418	14,858	18,170	24,496	26,919
Core Profit	12,098	15,643	18,400	24,496	26,919
EPS (Bt)	0.97	1.27	1.55	1.64	1.80

Statement of Financial Position

Unit : Btm

Year End	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Total current assets	70,249	72,686	71,447	74,166	76,008
Total assets	418,172	459,514	496,202	736,051	761,493
Total current liabilities	51,868	65,623	71,610	77,075	77,176
Total liabilities	282,370	315,410	342,363	356,523	365,623
Issued and paid-up share capital	11,733	11,733	11,733	14,940	14,940
Total shareholders' equity	135,802	144,104	153,840	379,529	395,870

Cash Flow Statement

Unit : Btm

Yearly	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Profit for the year before taxes	15,453	20,672	24,067	30,631	33,287
Net cash from operating activities	11,278	18,295	19,815	26,990	26,198
Net cash from investing activities	(25,205)	(37,057)	(29,911)	(8,470)	(8,570)
Net cash from financing activities	33,277	15,628	8,192	(11,453)	(17,842)
Net increase (decrease) in cash	19,350	(3,134)	(1,904)	7,067	(215)

Key Financial Ratios

Unit : %

Yearly	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Sales growth	86.1%	19.3%	4.6%	19.5%	5.2%
Total revenues growth	98.3%	21.1%	6.0%	17.8%	4.7%
Gross profit growth	48.6%	13.3%	7.8%	7.6%	8.1%
SG&A growth	28.6%	32.5%	-8.6%	15.0%	5.0%
EBITDA growth	49.4%	16.9%	12.7%	16.9%	7.1%
Core profit growth	37.3%	29.3%	17.6%	33.1%	9.9%
Net profit growth	48.9%	30.1%	22.3%	34.8%	9.9%
Gross profit margin	22.8%	21.6%	22.4%	20.2%	20.7%
EBITDA margin	30.4%	28.3%	30.2%	29.2%	29.8%
Core profit margin	13.2%	13.6%	15.1%	16.7%	17.5%
Net profit margin	12.4%	12.9%	14.9%	16.7%	17.5%
Net IBD / Equity (x)	1.52	1.67	1.79	0.75	0.74
BV (Bt)	9.44	9.94	10.58	23.18	24.05
ROE	11.0%	13.1%	15.1%	10.4%	7.6%
ROA	2.9%	3.4%	3.8%	4.0%	3.6%

Source : Company, LHSEC Estimates (2022-2024A : GULFI, 2025-2026F : GULF (NewCo))

GULF
Statement of Comprehensive Income

Unit : Btm

Quarterly	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
Sales	27,720	27,608	26,707	23,282	27,148
Total Revenues	31,599	31,592	30,451	27,246	30,782
Total cost of sales and service	(25,857)	(25,575)	(24,595)	(21,116)	(24,375)
Gross profit	5,742	6,017	5,856	6,130	6,407
Total Revenues	6,423	7,042	6,664	7,313	7,968
Administrative expenses	(772)	(906)	(944)	(955)	(1,007)
Share of profit : associates & JVs	1,789	3,041	4,753	2,384	3,067
Operating profit	7,439	9,176	10,473	8,741	10,028
Interest expenses	(2,606)	(2,792)	(2,716)	(2,974)	(3,193)
Profit before taxes	4,833	6,384	7,757	5,768	6,835
Extra items (FX & Derivatives)	(495)	(237)	953	(897)	186
Profit before income taxes	4,338	6,147	8,710	4,871	7,021
Income taxes	(315)	(191)	9	(184)	(340)
Non-controlling interests	(524)	(1,215)	(2,689)	(786)	(1,286)
Net Profit	3,499	4,741	6,030	3,901	5,395
Core Profit	4,151	4,779	4,711	4,760	5,335
EPS (Bt)	0.30	0.40	0.51	0.33	0.46

Statement of Financial Position

Unit : Btm

Quarterly	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
Total current assets	77,219	75,338	84,109	71,447	97,462
Total assets	472,868	481,852	486,837	496,202	522,478
Total current liabilities	81,091	75,818	72,351	71,610	78,057
Total liabilities	324,563	337,974	338,422	342,363	376,802
Issued and paid-up share capital	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Total shareholders' equity	148,306	143,877	148,416	153,840	145,676

Cash Flow Statement

Unit : Btm

Quarterly	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
Profit before taxes	4,338	6,147	8,710	4,871	7,021
Net cash from operating activities	2,249	7,684	664	9,218	3,283
Net cash from investing activities	(4,444)	(5,564)	1,824	(21,728)	1,100
Net cash from financing activities	(3,394)	(669)	9,072	3,183	7,136
Net increase (decrease) in cash	(5,589)	1,452	11,560	(9,327)	11,519

Key Financial Ratios

Unit : %

Quarterly	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
Sales growth	15.4%	-4.1%	11.3%	-2.6%	-2.1%
Total revenues growth	19.6%	-3.0%	11.1%	-1.5%	-2.6%
Gross profit growth	8.1%	10.6%	5.5%	7.1%	11.6%
SG&A growth	4.1%	-2.2%	13.5%	-32.5%	30.4%
EBITDA growth	3.7%	27.8%	29.7%	-6.9%	26.3%
Core profit growth	13.2%	34.4%	12.1%	12.9%	28.5%
Net profit growth	-9.1%	64.3%	79.4%	-18.1%	54.2%
Gross profit margin	20.6%	21.7%	21.7%	26.1%	23.4%
EBITDA margin	26.0%	29.2%	33.3%	32.2%	31.2%
Core profit margin	13.7%	15.0%	14.5%	17.6%	16.7%
Net profit margin	11.5%	14.9%	18.6%	14.4%	16.9%
Net IBD / Equity (x)	1.68	1.82	1.72	1.79	1.97
BV (Bt)	10.28	9.84	10.09	10.58	9.87
ROE	11.8%	16.1%	20.6%	12.9%	18.0%
ROA	3.0%	4.0%	5.0%	3.2%	4.2%

Source : Company, LHSEC Estimates

ESG

- GULF มีกรอบการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนบนหลักสมดุลระหว่างความสำเร็จทางธุรกิจและความรับผิดชอบต่อองค์กร หลักของกรอบดังกล่าวคือ “กัลฟ์รักโลก หรือ GULF HELPS the WORLD” โดยมีกลยุทธ์สำคัญคือ No Coal Policy ตั้งเป้าหมายเพิ่มสัดส่วน Renewable เป็น 40% ภายในอีก 10 ปีข้างหน้า มุ่งเน้น Solar, Wind, Hydro, Waste to energy, Biomass, and Energy storage systems management ทั้งนี้ GULF ได้จัดโครงสร้างธุรกิจ Renewable ภายใต้ “Gulf Renewable Energy” แสดงให้เห็นถึงความจริงจังในการเพิ่มสัดส่วน Renewable ปัจจุบันมี 1047 MW (9%) โดยมีโครงการ Renewable ขนาดใหญ่โดยเฉพาะ Hydro 3-5 โครงการ (2,000-4,000 MW) และดีล M&A ใหม่ ๆ ทั้งในไทย ยุโรป และสหรัฐฯ ซึ่งจะช่วยเพิ่มสัดส่วน Renewable อย่างมีนัยสำคัญ

E=Environment

- นอกจากภาพใหญ่เรื่องเพิ่มสัดส่วน Renewable แล้ว GULF ยังตั้งเป้าหมายในการลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อหนึ่งหน่วยผลิต (Carbon Intensity) ให้ได้ 25% เมื่อเทียบกับปีฐาน (ปี 2562) ภายในปี 2573 การดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้ายังคำนึงถึงการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในทุกด้าน ทั้งรักษาประสิทธิภาพให้อยู่ในระดับสูงสุดที่ทำได้ การจัดการของเสีย เลือกใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อลดใช้ทรัพยากรและพลังงาน การดำเนินธุรกิจต้องไม่สร้างผลกระทบต่อชุมชนรอบข้าง

S=Social

- GULF หมายถึงการยกระดับคุณภาพชีวิตของทุกคนที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งในด้านสิทธิมนุษยชน บุคลากร ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าผ่านการพัฒนาคุณภาพชีวิต และกิจกรรมเพื่อสังคมผ่านโครงสร้างพื้นฐาน บริการทางการแพทย์ และการอนุรักษ์ธรรมชาติ

G=Governance

- GULF ได้แสดงให้เห็นถึงการกำกับกิจการที่ดีผ่านการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่ กสท. กำหนด มีโครงสร้างการบริหารงานที่ชัดเจนตั้งแต่ระดับคณะกรรมการ คณะกรรมการบริหาร โดยมีสัดส่วนของผู้หญิงที่มากถึง 40% และสัดส่วนของกรรมการย่อยในคณะกรรมการอยู่ที่ 25-40%

DISCLOSURES & DISCLAIMERS

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่กล่าวถึงในรายงานนี้

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนเชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ข้อมูลใดๆ ที่อ้างถึง LHFG ในรายงานนี้ มีวัตถุประสงค์เพียงเพื่อใช้ในการเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์อื่นๆ เท่านั้น

ข้อมูลต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยได้พิจารณาแล้วว่ามาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ และ/หรือ มีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่อาจรับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลยพินิจของบริษัทแต่เพียงฝ่ายเดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลต่างๆ โดยไม่ต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

รายงานนี้จัดทำขึ้นให้เฉพาะบุคคลที่กำหนด ห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคำยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง อีกทั้งบริษัทและ/หรือ บริษัทในกลุ่มธุรกิจทางการเงินของ LHFG อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงาน/บทความนี้ก็ได้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ในทุกรณี

RATINGS DEFINITION

ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เราจัดทำมีการให้คำแนะนำและใช้สัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้จะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

RATING คือ "คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน" พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยอิงส่วนต่างของราคาหุ้นกับมูลค่ายุติธรรม (FAIR VALUE) แบ่งเป็น 5 ขั้น ได้แก่ (1) SBUY= STRONG BUY=ราคาหุ้นมีส่วนต่างจากมูลค่ายุติธรรมตั้งแต่ 15% ขึ้นไป, (2) BUY= ราคามีส่วนต่างจากมูลค่ามากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ราคามีส่วนต่างจากมูลค่าน้อยกว่า 5%, (4) TBUY= TRADING BUY=ราคาเกินมูลค่าแล้ว แต่ยังมีปัจจัยหนุนให้ราคาปรับตัวขึ้นต่อ สามารถซื้อเพื่อเก็งกำไรระยะสั้นได้, (5) SELL=ราคาหุ้นขึ้นเกินมูลค่าแล้ว และขาดปัจจัยสนับสนุนอย่างเพียงพอที่จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ

ACTION คือ "คำแนะนำด้านกลยุทธ์" ตาม QUANTAMENTAL STRATEGY ของเรา ซึ่งได้มาจากการประเมิน 2 ด้าน คือ FUNDAMENTAL METRIC และ QUANTITATIVE METRIC

FUNDAMENTAL METRIC คือ "ความน่าสนใจของราคาหุ้น" (ATTRACTIVENESS) แบ่งเป็น 3 ระดับ คือ CHEAP=ถูก, FAIR=เหมาะสม และ DEAR=แพง เราใช้ RATING ที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นตัวชี้วัดทางด้านความเห็น (OPINION-BASED METRIC) โดยแปลงค่า RATING มาเป็น FUNDAMENTAL METRIC ดังนี้ CHEAP=SBUY หรือ BUY, FAIR=HOLD, DEAR=TBUY หรือ SELL

ส่วน **QUANTITATIVE METRIC** คือ "ความแข็งแกร่งของราคาหุ้น" (ROBUSTNESS) หรือ "คุณภาพของแนวโน้ม" (TREND QUALITY) ซึ่งได้จากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (REALITY-BASED METRIC) พิจารณาจาก 3 กรอบเวลา (สั้น=HOURLY, กลาง=DAILY และยาว= WEEKLY) โดยแบ่งตัวชี้วัดออกเป็น 3 ระดับเช่นกัน คือ BULL=แนวโน้มขึ้น, BOAR=แนวโน้มทรงตัว/ค่อนข้างไร้ทิศทาง และ BEAR=แนวโน้มลง

เมื่อนำ QUANT และ FUNDAMENTAL มารวมกัน จะเป็น QUANTAMENTAL จะได้ ACTION เป็น 3x3=9 กลยุทธ์ ตาม MATRIX ดังนี้

		FUNDAMENTAL		
		WEAK	NEUTRAL	STRONG
QUANTITATIVE	BULL	TBUY	BUY	SBUY
	BOAR	REDUCE	HOLD	ADD
	BEAR	SWITCH	SELL	WBUY

ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 กลยุทธ์ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่ามาก และราคามีแนวโน้มขึ้น ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาใกล้จะเต็มมูลค่า แต่ยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ, TBUY= TRADING BUY=ราคาอยู่ในระดับแพง แต่มีโอกาสที่จะปรับขึ้นต่อได้ แนะนำแค่ซื้อเก็งกำไร, ADD=ราคาอยู่ต่ำกว่ามูลค่ามาก แต่ยังมีแนวโน้มทรงตัว สามารถทยอยซื้อสะสมได้, WBUY=WEAK BUY=ราคาอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าแล้ว แต่มีปัจจัยกดดันให้ปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่อราคาอ่อนตัว, HOLD=ราคาใกล้จะเต็มมูลค่าแล้ว และมีแนวโน้มทรงตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเกินมูลค่า และมีแนวโน้มทรงตัว ควรจับตาดูใกล้ชิด/เพิ่มความระมัดระวัง แนะนำให้ทยอยลดการลงทุน, SELL=ราคาใกล้เต็มมูลค่า และมีแนวโน้มลง แนะนำขาย, SWITCH=ราคาเกินมูลค่าและมีแนวโน้มลง แนะนำให้เปลี่ยนตัวเล่น

สำหรับคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ในระดับ SECTOR พิจารณาจากผลตอบแทนเปรียบเทียบของกลุ่มธุรกิจ มี 3 ระดับ คือ OVERWEIGHT=ลงทุนสูงกว่าน้ำหนักดัชนี คาดให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด (OUTPERFORM), NEUTRAL=แนะนำลงทุนเท่ากับน้ำหนักดัชนี คาดว่าให้ผลตอบแทนใกล้เคียงตลาด และ UNDERWEIGHT=ลงทุนน้อยกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (UNDERPERFORM)

นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจถึงระดับความน่าสนใจของหุ้นต่างๆ อย่างง่าย เราได้ใช้สัญลักษณ์ความน่าสนใจของหุ้นเป็นจำนวนดาว (STAR RATING) ซึ่ง STAR RATING จะมีระดับความน่าสนใจสูงสุดเป็น ★★★★★ และระดับความน่าสนใจต่ำสุดเป็น ★

โดย STAR RATING นี้จะประมวลจากความเห็นนักวิเคราะห์ 3 ด้าน คือมาจาก RATING ทางด้านพื้นฐานสูงสุด 2 ดาว (SBUY/BUY=★★★★, TBUY/HOLD=★) ด้านเทคนิคสูงสุด 2 ดาว (BULL=★★, BOAR=★) และด้านกลยุทธ์ SECTOR สูงสุด 1 ดาว (OVERWEIGHT=★) เช่น หุ้น XYZ มีคำแนะนำด้านพื้นฐานเป็น BUY มีคำแนะนำด้านเทคนิคเป็น BOAR และมีคำแนะนำด้านกลยุทธ์ระดับ SECTOR เป็น NEUTRAL เราจะให้ STAR RATING ของหุ้น XYZ เท่ากับ ★★★ เป็นต้น

สำหรับเครื่องมือที่สภาวะตลาดต่างๆ ที่เราได้แสดงตัวเลขไว้ในหน้า 1 มีวิธีการอ่านค่าและแปลความหมายโดยสังเขป ดังนี้

Bullish	Bearish
MACD > SIGNAL	MACD < SIGNAL
% K > % D	% K < % D
FTI Signal > FTI	FTI Signal < FTI
DI ⁺ > DI ⁻	DI ⁺ < DI ⁻
Overbought	Oversold
% K > 80	% K < 20
RSI > 70	RSI < 30
Hist Vol < 10	Hist Vol > 20

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่อง การกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) และผลการประเมินของสถาบันไทยพัฒนาทางด้านดัชนีชี้วัดความคืบหน้า การป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR) ของบริษัทจดทะเบียนไว้ด้วย

ทั้งนี้ การประเมิน CG RATING และ ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR ดังกล่าว กำหนดสัญลักษณ์และความหมาย ดังนี้

CORPORATE GOVERNANCE RATING

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ (EXCELLENT)
80-89		ดีมาก (VERY GOOD)
70-79		ดี (GOOD)
60-69		ดีพอใช้ (SATISFACTORY)
50-59		ผ่าน (PASS)
ต่ำกว่า 50	-	-

ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR

ระดับ	ความหมาย
ได้รับการรับรอง (CERTIFIED)	บริษัทได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติในการต่อต้านทุจริต (COLLECTIVE ACTION COALITION) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
ประกาศเจตนารมณ์ (DECLARED)	บริษัทได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วม CAC
ไม่เปิดเผย (NON-DISCLOSURE) หรือ ไม่มั่นนโยบาย (NON-COMMITTED)	บริษัทไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เป็นแนวร่วม CAC หรือไม่มั่นนโยบายในเรื่องนี้

การจัดอันดับดังกล่าวเป็นผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏเท่านั้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมี การเปลี่ยนแปลง การเปิดเผยข้อมูลนี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของการ ประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด