

12 กันยายน 2565

### ธุรกิจโรงไฟฟ้าใน USA เสริมความแข็งแกร่งในระยะยาว

GULF ประกาศเข้าลงนามสัญญาซื้อหุ้น 49% ในโครงการโรงไฟฟ้า Jackson 588 MWe ในสหรัฐฯ ด้วยเงินลงทุน 409.6 ล้านดอลลาร์ (ราว 1.5 หมื่นล้านบาท) ซึ่งถือเป็นก้าวแรกสู่การลงทุนใน USA และช่วยเพิ่มกำลังการผลิตของ GULF ให้เติบโตขึ้นอีก 7.3% ไปสู่ 8.7 พัน MWe ในปี 2570 และคาดว่าจะช่วยให้ GULF รับรู้ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้นอีกราว 2.9-3 พันล้านบาท/ปี หลังติดตั้งเสร็จ คาดเดือน ธ.ค. 2565

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 66 เป็นต้นไป และปรับไปใช้ FV ปี 2566 ที่ 65.5 บาท/หุ้น (ธุรกิจในโครงการเดิมของ GULF 62 บาท และโครงการ Jackson 3.5 บาท) โดยยังมี upside ส่วนเพิ่มจากโครงการโรงไฟฟ้าที่ยังไม่ถูกรวมในประมาณการอีก 2 โครงการ ได้แก่ 1) Pak Beng ราว 1.5-2.5 บาท/หุ้น และ 2) Pak Lay ราว 1-2 บาท/หุ้น แม้ช่วงที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วระดับหนึ่งสะท้อนแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งในช่วง 5 ปีข้างหน้า แต่อย่างไรก็ตามภายใต้ FV ใหม่ยังมี upside เกือบ 16% จึงแนะนำให้หาจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตในระยะยาว

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564	2565F	2566F	2567F
กำไรสุทธิ	4,282	7,670	14,308	18,753	22,187
Norm Profit	4,478	8,811	14,308	18,753	22,187
Norm EPS (บาท)	0.38	0.75	1.22	1.60	1.89
EPS(บาท)	0.36	0.65	1.22	1.60	1.89
PER (x)	154.81	86.43	46.33	35.35	29.88
DPS (บาท)	0.38	0.44	0.82	1.08	1.27
Dividend Yield (%)	0.67%	0.78%	1.45%	1.90%	2.25%
EV/EBITDA	63.87	42.69	31.31	33.78	28.42

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### Technical chart



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### Technical comment

GULF แนวโน้มของราคา : Uptrend  
 แนวรับ : 52.75 บาท  
 แนวต้าน : 57.25/65.00 บาท

## GULF

### แนะนำ

### ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	56.50
ราคาเป้าหมาย ปี 65 (บาท)	53.00
ราคาเป้าหมาย ปี 66 (บาท)	65.50
Upside (%)	15.9
Dividend yield (%)	1.5

### ESG RATING

Arabesque S-Ray	51.58
Moody's	-
MSCI	B
Refinitiv	50.18
S&P	77.22
ที่มา: Settrade	

CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption	ได้รับการรับรอง

### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
<b>2565F</b>	1.22	1.09	12%
<b>2566F</b>	1.60	1.36	18%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

ปริญญา อุดม

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



## ซื้อหุ้น 49% ในโรงไฟฟ้าก๊าซฯ ที่ USA 588 MWE เพิ่มมูลค่าอีก 3.5 บ/หุ้น

เมื่อวันที่ 9 ก.ย. 2565 GULF ได้ประกาศได้เข้าลงนามในสัญญาซื้อหุ้นกับ J-POWER Jackson Partners, LLC (Jackson Partners) เพื่อเข้าซื้อหุ้น 49% ในโครงการโรงไฟฟ้า Jackson กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 588 MWE คิดเป็นมูลค่าการลงทุนทั้งสิ้น 409.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ราว 1.5 หมื่นล้านบาท) โดยคาดว่าจะดำเนินการชำระค่าหุ้นและโอนหุ้นภายในเดือน ธ.ค. 2565

สำหรับรายละเอียดโครงการ Jackson เป็นโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ กำลังการผลิตติดตั้ง 1.2 พันเมกะวัตต์ ตั้งอยู่ในเขตวิลล์ รัฐอิลลินอยส์ ประเทศสหรัฐอเมริกา เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์เมื่อ 4 พ.ค. 2565 โดยมีการจำหน่ายไฟฟ้าให้กับโครงข่ายระหว่างเพนซิลเวเนีย-นิวเจอร์ซีย์-แมริแลนด์ (Pennsylvania - New Jersey - Maryland Interconnection: PJM) ซึ่งถือเป็นตลาดซื้อขายไฟฟ้าแบบเสรี (Merchant Market) ที่มีความมั่นคง และมีความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในสหรัฐฯ ครอบคลุมพื้นที่ทั้งหมด 13 รัฐ และเขตปกครองพิเศษโคลัมเบีย โดยจุดเด่นของโรงไฟฟ้างังกล่าว นอกจากจะตั้งอยู่ในพื้นที่ที่มีความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดในสหรัฐฯ แล้ว ยังถือเป็นโรงไฟฟ้าที่มีความทันสมัยและมีประสิทธิภาพสูงสุด มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่ำสุดในสหรัฐฯ โดยมีค่าความร้อน (Heat rate) ที่ต่ำ ราว 6,400 – 6,600 BTU/KWh เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของตลาดในสหรัฐฯ ที่อยู่ราว 9,000 – 11,500 BTU/KWh จึงทำให้มีความสามารถในการแข่งขันได้สูง และได้เปรียบในด้านของต้นทุนค่าพลังงานในการผลิตจริงที่ถูกกว่าโรงไฟฟ้าก๊าซฯทั่วไป อีกทั้งยังสามารถเชื่อมต่อท่อส่งก๊าซฯ 3 ท่อ จากแหล่ง supply ก๊าซฯหลายแห่งทั้งในสหรัฐฯและแคนาดา จึงถือเป็นโรงไฟฟ้าที่มีความมั่นคงด้านแหล่งพลังงาน และมีความเสี่ยงต่ำที่จะจัดหาก๊าซฯ ให้กับโรงไฟฟ้างังกล่าวได้ไม่เพียงพอ

ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อการเข้าลงทุนในโครงการ Jackson ซึ่งจะช่วยให้ GULF สามารถรับรู้ผลประกอบการเข้ามาได้ทันทีหลังจากที่ติลแล้วเสร็จ คาดในเดือน ธ.ค. 2565 นอกจากนี้ยังถือเป็นการช่วยเปิดโอกาสการร่วมลงทุนกับกลุ่ม J-Power ที่เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระรายใหญ่ที่สุดของโลก มีโครงการโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ที่อยู่ระหว่างศึกษา ซึ่งจะช่วยต่อยอดโอกาสในการเข้าลงทุนโครงการใหม่ๆในอนาคต

สำหรับเงินลงทุนในโครงการครั้งนี้อยู่ที่ 409.6 ล้านดอลลาร์ฯ หรือราว 1.5 หมื่นล้านบาท โดยจะมาจากการขายหุ้น 50% ในโรงไฟฟ้า BRK2 ประเทศเยอรมนี ราว 1.1 หมื่นล้านบาท และส่วนที่เหลือมาจากการออกหุ้นกู้ครั้งล่าสุดอีกราว 400 ล้านบาท โดยฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐาน CAPEX/MW อยู่ที่ 0.7 ล้านดอลลาร์ฯ ซึ่งถือว่ามิต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อสร้างโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯขึ้นใหม่ที่มีต้นทุนเฉลี่ยอยู่ราว 1.2 ล้านดอลลาร์/MW



สัดส่วน D/E โครงการอยู่ที่ 1:1 อัตราดอกเบี้ย 4% และสมมติฐานต้นทุนก๊าซเฉลี่ยอยู่ที่ 7 เหรียญฯ/ล้านปีทิว ทั้งนี้โรงไฟฟ้าดังกล่าวไม่มีกำหนดอายุสัญญาโครงการ ซึ่งผู้บริหารตั้งเป้าให้สามารถเปิดดำเนินการได้ราว 40 ปี และคาดว่าจะช่วยให้ GULF รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในโครงการดังกล่าวที่ราว 2.9 – 3 พันล้านบาท/ปี คิดเป็น EIRR ที่ 16% และประเมินมูลค่าโครงการฯ อยู่ที่ 3.5 บาท/หุ้น

### สมมติฐาน WACC

Cost of debt :	Cost of Equity :	
%Debt	50%	%Equity 50.0%
Marginal tax rate	20%	Risk Free 2.5%
Interest Rate	4%	Mkt. Return 8.5%
Interest rate (after tax)	3%	beta 0.7
		CAPM 6.7%
<b>WACC</b>		<b>5.0%</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ประเมินมูลค่าโครงการฯ

WACC	5.0%	terminal Growth	0.0%
NPV (Debt)			97,361 (13,498)
<b>Value of Equity</b>			<b>83,863</b>
Number of Share			11,733
Price			7.15
GULF holding proportion (%)			49.0%
<b>Project value</b>			<b>3.50</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปี 2566 เป็นต้นไป สะท้อนโครงการใหม่ และสัดส่วนถือ BRK2 ที่ลดลง

ฝ่ายวิจัยปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปกติปี 2566 เป็นต้นไป เพื่อสะท้อน

- 1) การรวมโครงการโรงไฟฟ้า Jackson กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 49% ที่ 588 MWe ไว้ในประมาณการ
- 2) การปรับลดสัดส่วนการถือหุ้นในโรงไฟฟ้า BRK2 ลงเหลือ 25% จากเดิม 50% และถอดโครงการดังกล่าวออกจากงบการเงินรวม เปลี่ยนเป็นรับรู้กำไรด้วยวิธีส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม ส่งผลให้ GULF คาดจะรับรู้กำไรจากโครงการดังกล่าวเหลือเพียงราว 650-700 ล้านบาท/ปี จากเดิมราว 1.3-1.4 พันล้านบาท/ปี

ซึ่งภายใต้ประมาณการใหม่ ส่งผลให้ กำไรปกติปี 2566-67 เพิ่มขึ้น 16.0% และ 13.6% จากเดิมมาอยู่ราว 1.9 หมื่นล้านบาท และ 2.2 หมื่นล้านบาท เดบิต 31.1%yoy และ 18.3%yoy ตามลำดับ

### ตารางปรับประมาณการ

สมมติฐาน	2566F			2567F		
	ใหม่	เดิม	%Chg	ใหม่	เดิม	%Chg
รายได้ (ล้านบาท)	62,108	74,040	-16.1%	73,314	85,162	-13.9%
ต้นทุนขาย (ล้านบาท)	-42,444	-48,545	-12.6%	-49,754	-55,826	-10.9%
<b>กำไรขั้นต้น (ล้านบาท)</b>	<b>19,665</b>	<b>25,495</b>	<b>-22.9%</b>	<b>23,560</b>	<b>29,336</b>	<b>-19.7%</b>
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (ล้านบาท)	12,807	8,702	47.2%	13,798	9,669	42.7%
<b>กำไรสุทธิ (ล้านบาท)</b>	<b>18,753</b>	<b>16,162</b>	<b>16.0%</b>	<b>22,187</b>	<b>19,536</b>	<b>13.6%</b>
<b>กำไรปกติ (ล้านบาท)</b>	<b>18,753</b>	<b>16,162</b>	<b>16.0%</b>	<b>22,187</b>	<b>19,536</b>	<b>13.6%</b>
EPS (บาท/หุ้น)	1.60	1.38	16.0%	1.89	1.67	13.6%
Norm EPS (บาท/หุ้น)	1.60	1.38	16.0%	1.89	1.67	13.6%
<b>Fair Value 2566 (บาท/หุ้น)</b>	<b>65.50</b>	<b>62.00</b>				

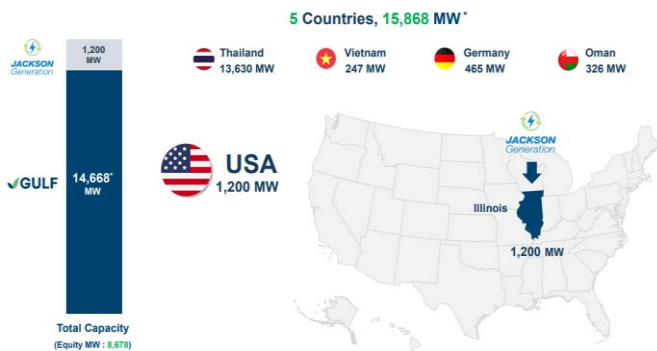
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



### ต่อยอดธุรกิจไฟฟ้า สู่การกระจายการลงทุนใน 5 ประเทศ

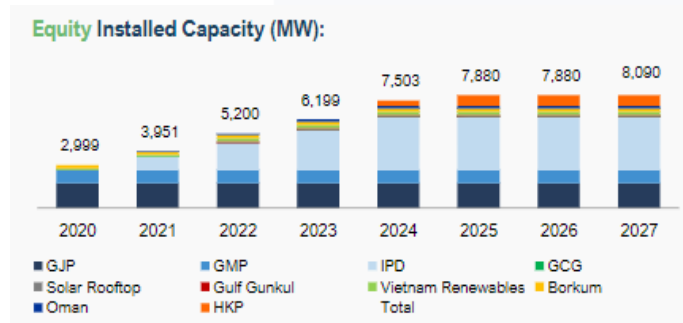
ปัจจุบัน GULF ถือเป็นหนึ่งของผู้ประกอบการผู้ผลิตพลังงานชั้นนำในประเทศไทย โดยมีโครงการโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซธรรมชาติ และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ทั้งในประเทศไทย, โอมาน, เวียดนาม, และเยอรมนี กำลังการผลิตรวม 8.1 พัน MWe โดยแบ่งเป็นโครงการที่ COD แล้ว 4.5 พัน MWe และยังมี backlog ในมือที่สูงสุดในกลุ่มฯ อีกราว 3.6 พัน MWe ซึ่งจะทยอย COD ต่อเนื่องไปได้จนถึงปี 2570 โดยการเข้าลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า Jackson จะเป็นส่วนช่วยต่อยอดกำลังการผลิตของ GULF ให้เติบโตขึ้นอีก 7.3% ของกำลังการผลิตทั้งหมดที่มีในมือในปัจจุบันไปสู่ 8.7 พัน MWe อีกทั้งยังถือเป็นการกระจายการลงทุนของ portfolio โรงไฟฟ้า ไปสู่ตลาดพลังงานใหม่ในสหรัฐอเมริกา ซึ่งถือเป็นอีกหนึ่งตลาดที่มีศักยภาพการเติบโตที่สูง ส่งผลให้แนวโน้มกำไรของ GULF ยังเห็นการเติบโตขึ้นทำ New High ต่อเนื่องในช่วง 5 ปีข้างหน้า

#### กำลังการผลิตของ GULF



ที่มา: GULF

#### แผน COD ของ GULF ในช่วง 5 ปีข้างหน้า



ที่มา: GULF

หมายเหตุ: ยังไม่รวมโครงการ Jackson

นอกจาก 5 กลุ่มประเทศที่ปัจจุบัน GULF ได้มีการเข้าไปลงทุนแล้ว ยังมีโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำในประเทศลาวอีก 2-3 โครงการ กำลังการผลิตติดตั้งรวมราว 2-4 พัน MW ซึ่งยังอยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนา และรอเซ็น PPA โดยเป็นโครงการในระยะยาวที่มีกำหนด COD ในช่วงปี 2575-76 ซึ่งคาด GULF จะมีการลงทุนที่สัดส่วนราว 30-40% ในแต่ละโครงการ ทั้งนี้ หากพัฒนาได้สำเร็จ จะถือเป็นอีกโครงการสำคัญที่จะช่วยต่อยอดฐานกำไรในธุรกิจโรงไฟฟ้าและเพิ่มกำลังการผลิตของ GULF ให้เติบโตต่อเนื่องในอนาคต โดยยังถือเป็น upside ส่วนเพิ่มที่ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมไว้ในประการ

### ขยายการเติบโตธุรกิจไปยังโครงสร้างพื้นฐาน และ DIGITAL

ปัจจุบัน สัดส่วนรายหลักของ GULF กว่า 92% ยังคงมาจากธุรกิจพลังงาน โดยมาจากการผลิตไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติเป็นหลัก ซึ่งแผนการลงทุนในช่วง 5 ปีข้างหน้ายังคงเน้นน้ำหนักไปในส่วนของธุรกิจพลังงานเป็นหลัก อย่างไรก็ตามกลยุทธ์หลักที่จะเป็น New-S-

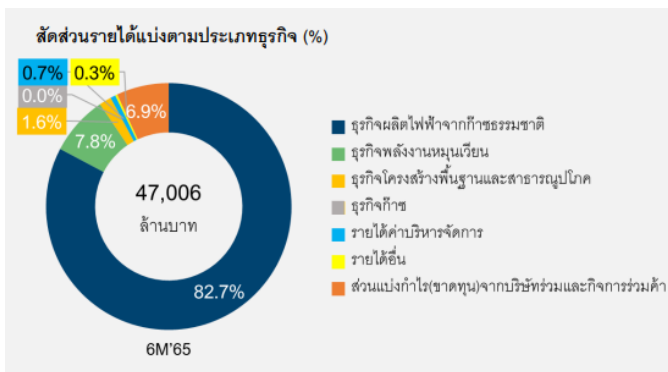


Curve ต่อจากนี้ GULF จะมุ่งเน้นไปยังโครงการพลังงานหมุนเวียนมากยิ่งขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายสากลในการเปลี่ยนผ่านไปสู่สังคมคาร์บอนต่ำ โดยตั้งเป้าหมายเพิ่มกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียนให้มีสัดส่วนไม่น้อยกว่า 30% ของ portfolio ภายในปี 2573

อีกทั้งยังได้มีการขยายธุรกิจไปยังการลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภค (ปัจจุบันมีสัดส่วนรายได้ราว 1.6% ของรายได้รวม) เพื่อเป็นส่วนช่วยต่อยอดกำไรให้เติบโตไปอีกขั้น พร้อมกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทย ซึ่งปัจจุบัน GULF มีโครงการที่อยู่ระหว่างพัฒนา ได้แก่ โครงการพัฒนาท่าเรืออุตสาหกรรมมาบตาพุด ระยะที่ 3, โครงการพัฒนาท่าเรือแหลมฉบัง phase 3 (terminal F), โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง (M6, M81), และโครงการระบบจำหน่ายกระแสไฟฟ้าและระบบผลิตน้ำเย็นแบบรวมศูนย์

นอกจากนี้ ยังได้มีการเข้าลงทุนไปยังธุรกิจดิจิทัลผ่านการถือหุ้น 46% ใน INTUCH (ปัจจุบัน สัดส่วนรายได้ราว 4.8% ของรายได้รวม) โดยเล็งเห็นศักยภาพการเติบโตของเทคโนโลยี digital ที่เข้ามามีบทบาทในชีวิตประจำวันมากขึ้น ซึ่งเทคโนโลยี 5G ของ INTUCH จะเข้ามาช่วยต่อยอดธุรกิจไฟฟ้าของ GULF ในส่วนของการเปิดซื้อขายไฟฟ้าเสรีในอนาคต อีกทั้งยังสามารถใช้ประโยชน์จาก Digital Platform ในการเข้าถึงฐานลูกค้าขนาดใหญ่ ถือเป็นโอกาสเกิด Synergy ได้ในระยะยาว รวมทั้งได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน Gulf Binance (GULF:Binance ถือหุ้น 51:49) เพื่อเตรียมดำเนินธุรกิจศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทยในอนาคต แม้ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างขั้นตอนการศึกษา และยังไม่ได้มีการลงทุนใดๆ แต่ภาพรวมถือเป็น sentiment เชิงบวกในระยะยาวที่จะช่วยต่อยอดฐานกำไรในธุรกิจดิจิทัลของ GULF ได้ในอนาคต

### สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทธุรกิจ



ที่มา: GULF

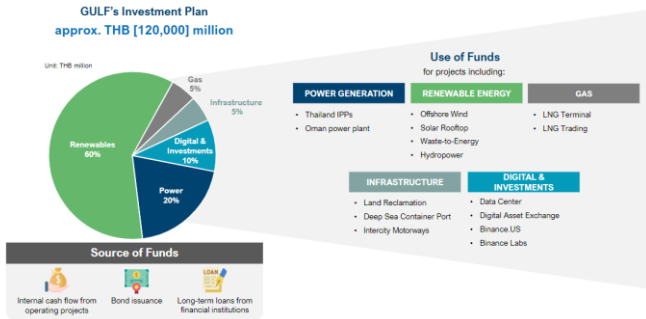
### โครงสร้างธุรกิจของ GULF ในปัจจุบัน



ที่มา: GULF

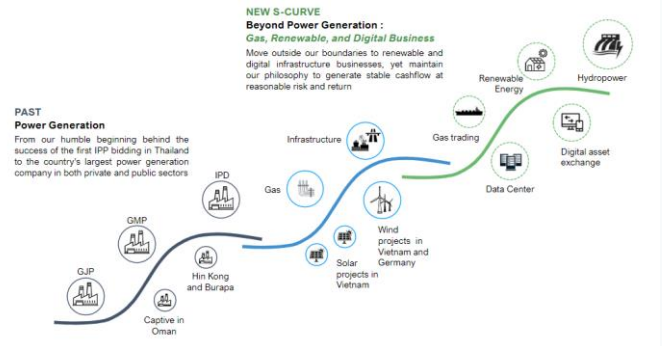


### แผนการลงทุนในช่วงปี 2565-2569



ที่มา: GULF

### New-S-Curve



ที่มา: GULF

### ปรับไปใช้ FV ปี 2566 อยู่ที่ 65.5 บ./หุ้น แะนำทยอยสะสมลงทุนระยะยาว

ภายใต้ประมาณการใหม่ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2566 ของ GULF ด้วยวิธี SOTP อยู่ที่ 65.5 บาท/หุ้น ซึ่งรวมโครงการ Jackson ไว้ในประมาณการแล้ว ทั้งนี้ยังมี upside ส่วนเพิ่มจากโครงการโรงไฟฟ้าที่ยังไม่ถูกรวมในประมาณการอีก 2 โครงการ ได้แก่ 1) Pak Beng ราว 1.5-2.5 บาท/หุ้น และ 2) Pak Lay ราว 1-2 บาท/หุ้น ที่อยู่ระหว่างรอเซ็นสัญญา PPA ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงปลายปี 2565 ช่วงที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตามยังมี upside จาก FV ใหม่เกือบ 16% จึงแนะนำให้หาจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตที่แข็งแกร่งในระยะยาว

### แนวทางประกอบธุรกิจตามหลักความยั่งยืน (ESG) ของ GULF

**ด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) :** บริษัทฯมีการประเมินโอกาสและความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศ ทั้งในแง่ความเสี่ยงทางกายภาพ (physical risk) และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผ่านหรือการเปลี่ยนแปลงนโยบาย (transition risk) อีกทั้ง มีการประเมินความเสี่ยงเกี่ยวกับความเพียงพอของน้ำและสถานะการขาดแคลนน้ำซึ่งอาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ และอาจมีผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียภายนอกองค์กร นอกจากนี้ยังมีการประเมินความเสี่ยงจากผลกระทบทางกายภาพ เช่น การเกิดพายุหรืออุทกภัยที่อาจมีผลกระทบต่อด้านการปฏิบัติการ และมีการติดตามปัจจัยต่างๆ ที่อาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบนิเวศท้องถิ่น เช่น ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับความหลากหลายทางชีวภาพ คุณภาพอากาศและน้ำ และความปลอดภัยของกระบวนการผลิต เป็นต้น โดย GULF มีการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) ก่อนจะเริ่มก่อสร้างโครงการใดๆ มีการตรวจสอบการปล่อยมลสารทางอากาศและคุณภาพของน้ำ และจัดทำการประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (carbon footprint) และการใช้น้ำ (water footprint) ทุกปี



**ด้านสังคม (Social) :** ให้ความสำคัญกับการติดตามและบริหารจัดการความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อชื่อเสียง และความปลอดภัยของพนักงาน ผู้รับเหมา และชุมชนท้องถิ่น โดยมีมาตรฐานความปลอดภัยที่เข้มงวดและนำเครื่องมือดิจิทัลมาใช้ในการทุกโครงการ รวมถึงจัดอบรมด้านความปลอดภัยให้แก่พนักงาน และผู้รับเหมาอย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้ GULF ยังได้เปิดรับฟังความเห็นและความพึงพอใจของกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียเป็นประจำ เพื่อมุ่งมั่นยกระดับคุณภาพชีวิตของคนในสังคม

**ธรรมาภิบาล (Governance):** ยึดหลักธรรมาภิบาลในการประกอบธุรกิจ ซึ่งในปี 2564 บริษัทฯ ได้ยกระดับการประเมินความเสี่ยงด้านการกำกับดูแลกิจการ และการควบคุมภายใน ด้วยการพัฒนากระบวนการประเมินความเสี่ยงด้านการทุจริตคอร์รัปชันตามหลักเกณฑ์ของแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC: Collective Action Against Corruption) อีกทั้ง บริษัทฯ ยังจัดให้พนักงานทุกคนเข้ารับการอบรมและผ่านการทดสอบเรื่องจรรยาบรรณทุกปี และจัดให้มีการตรวจสอบภายในโดยหน่วยงานตรวจสอบภายในอิสระตามเกณฑ์กฎหมายและมาตรฐานสากล นอกจากนี้ GULF ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC ในปี 2563 ได้มีการพัฒนาหลักสูตรการอบรมเรื่องการทุจริตคอร์รัปชันเพิ่มเติมและปรับปรุงนโยบายการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน รวมถึงแต่งตั้งคณะกรรมการต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน โดยคาดว่าจะได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทยอย่างเป็นทางการภายในปี 2565



### รายละเอียดโครงการ Jackson





**1,200 MW**  
Gas-fired Power Plant



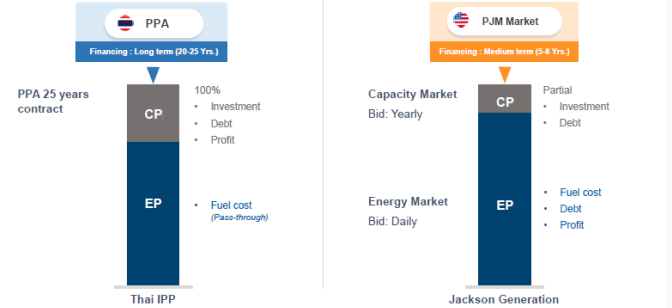
Ehwood, Illinois  
80 KM from Downtown Chicago

**COD : 4 MAY 2022**

Electricity sale	Merchant Market (PJM)
Owner	POWER
% Acquisition	49%
Equity MW	588 MW
Investment value	Over 400 million USD
Target Closing	December 2022

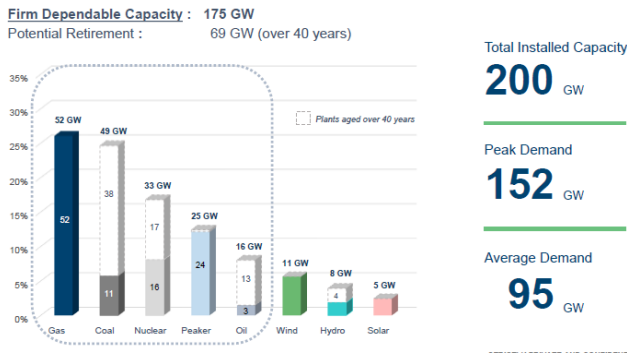
ที่มา: GULF

### โครงสร้างค่าไฟฟ้าในตลาด JPM ของสหรัฐฯ



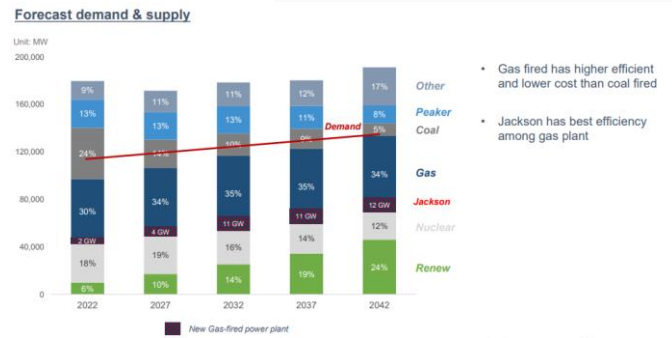
ที่มา: GULF

### กำลังการผลิตในตลาด JPM ของสหรัฐฯ



ที่มา: GULF

### คาดการณ์ demand & supply ไฟฟ้าใน USA



ที่มา: GULF

### สรุปคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC./BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV			PER	
					2565F	2566F	2566F	2566F	2566F
<b>CHINA</b>									
CHINA YANGTZE-A	4.90	24.3	27.7	13.9%	2.9	2.7	19.1	18.0	
HUANENG POWER-H	3.93	3.9	4.6	16.5%	0.6	0.6	10.9	6.3	
DATANG INTL PO-H	-	1.4	-	#VALUE!	-	-	1.3	1.1	
<b>HONGKONG</b>									
CHINA POWER INTE	4.82	4.8	5.5	13.7%	1.2	1.1	18.5	11.8	
CHINA RES POWER	4.74	15.6	20.2	29.1%	0.8	0.7	8.2	6.3	
CLP HOLDINGS	3.38	66.0	70.8	7.3%	1.4	1.4	17.9	14.7	
<b>KOREA</b>									
KOREA ELEC POWER	3.60	21500.0	25375.0	18.0%	0.3	0.4	-	-	
<b>JAPAN</b>									
ELECTRIC POWER D	3.40	2295.0	2247.5	-2.1%	0.5	0.4	6.6	7.2	
CHUJIBU ELEC POWER	3.00	1410.0	1338.0	-5.1%	0.5	0.5	-	8.0	
CHUGOKU ELEC PWR	3.00	916.0	903.3	-1.4%	0.6	0.6	-	12.8	
<b>MALAYSIA</b>									
TENAGA NASIONAL	3.30	8.0	9.8	22.9%	0.8	0.7	10.2	9.5	
PETRONAS GAS BHD	3.85	16.4	17.9	9.1%	2.4	2.4	17.0	16.5	
<b>INDIA</b>									
POWER GRID CORP	4.41	209.3	238.6	14.0%	1.8	1.6	10.0	9.5	
NTPC LTD	4.82	149.8	186.1	24.3%	1.0	0.9	8.1	6.9	
NHPC LTD	4.56	34.6	40.0	15.6%	0.9	0.9	9.2	7.4	
<b>PHILIPPINES</b>									
FIRST GEN CORP	4.45	15.7	31.9	103.1%	0.3	0.3	3.7	2.9	
ASOTITZ POWER	4.50	31.0	37.0	19.3%	1.5	1.4	11.6	9.5	
<b>THAILAND</b>									
RATCHABURI ELEC	BUY	38.75	50.00	29.0%	0.7	0.7	11.0	10.1	
ELEC GENERATING	BUY	186.00	214.00	15.1%	0.8	0.8	10.7	10.6	
GLOBAL POWER SYNERGY	BUY	66.75	82.50	23.6%	1.6	1.5	40.0	31.5	
GULF ENERGY	BUY	48.00	52.00	8.3%	4.7	4.3	40.4	36.5	
OK POWER	BUY	5.45	6.40	17.5%	2.0	1.9	23.6	24.2	
BANPU POWER	Switch	14.40	18.00	25.0%	0.9	0.9	11.9	10.7	
B GRIMM POWER	BUY	37.25	35.00	-6.0%	2.3	2.2	131.1	37.5	
					<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ความเสี่ยงสำคัญของ GULF

- โครงการโรงไฟฟ้าที่กำลังก่อสร้างอาจไม่สามารถผลิตเชิงพาณิชย์ได้ตามแผน (Construction risk)
- การหยุดซ่อมฉุกเฉินของโรงไฟฟ้า (Unplanned shutdown)
- ความเสี่ยงจากความผันผวนของ Fx และอัตราดอกเบี้ย เพราะ GULF กู้เงินลงทุนโรงไฟฟ้า บางส่วนด้วยสกุลเงินต่างประเทศ

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส





## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-67 ของ GULF

### งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
รายได้รวม	47,467	63,716	62,108	73,314
ต้นทุนขาย	(34,388)	(41,200)	(42,444)	(49,754)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>13,079</b>	<b>22,517</b>	<b>19,665</b>	<b>23,560</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,297)	(5,006)	(3,526)	(3,862)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	2,886	7,796	12,807	13,798
<b>EBIT</b>	<b>16,094</b>	<b>25,370</b>	<b>29,010</b>	<b>33,559</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,596)	(6,622)	(6,989)	(7,258)
รายได้อื่นๆ	2,516	213	213	213
<b>EBT</b>	<b>9,514</b>	<b>18,898</b>	<b>22,171</b>	<b>26,451</b>
ภาษีเงินได้	(347)	-	(5)	(8)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>8,811</b>	<b>14,308</b>	<b>18,753</b>	<b>22,187</b>
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(1,141)	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,497	4,590	3,413	4,255
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>7,670</b>	<b>14,308</b>	<b>18,753</b>	<b>22,187</b>
การเติบโตของรายได้	44.6%	34.2%	-2.5%	18.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	79.1%	86.5%	31.1%	18.3%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	27.6%	35.3%	31.7%	32.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	16.2%	22.5%	30.2%	30.3%

### งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65
รายได้รวม	11,242	11,903	15,287	20,628
ต้นทุนขาย	(8,525)	(8,944)	(10,890)	(16,065)
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>2,716</b>	<b>2,959</b>	<b>4,397</b>	<b>4,562</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(532)	(589)	(692)	(551)
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม	515	175	1,936	1,790
<b>EBIT</b>	<b>2,761</b>	<b>4,227</b>	<b>5,641</b>	<b>5,801</b>
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,174)	(1,753)	(1,737)	(1,473)
รายได้อื่นๆ	88	1,702	31	35
<b>EBT</b>	<b>1,640</b>	<b>1,770</b>	<b>4,172</b>	<b>4,543</b>
ภาษีเงินได้	193	(91)	(308)	(448)
<b>กำไรปกติ</b>	<b>1,401</b>	<b>2,293</b>	<b>2,728</b>	<b>3,257</b>
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	6	(705)	315	138
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	427	91	821	701
รายการพิเศษอื่น ๆ				
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,407</b>	<b>1,588</b>	<b>3,043</b>	<b>3,395</b>
การเติบโตของรายได้	24.4%	5.9%	28.4%	34.9%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-13.8%	12.9%	91.6%	11.5%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	24.2%	24.9%	28.8%	22.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	12.5%	13.3%	19.9%	16.5%

### อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
Current Ratio (เท่า)	1.11	0.84	1.14	1.09
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	6.23	5.97	5.34	5.85
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	42.10	48.06	101.49	107.93
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	15.51	13.35	13.53	14.39
Debt to Equity Ratio	2.37	2.13	2.02	1.87
Net Gearing ratio (%)	186.2%	176.3%	160.6%	151.6%
ROAA (%)	2.5%	3.9%	4.8%	5.4%
ROAE (%)	8.5%	12.5%	14.7%	15.8%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-67 ของ GULF (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	9,514	18,898	22,171	26,451
<b>รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด</b>				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	4,989	7,664	7,224	8,400
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	1,675	-	-	-
อื่นๆ	11,438	19,029	22,416	26,721
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(2,370)	(1,585)	84	(1,925)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>14,015</b>	<b>25,108</b>	<b>29,719</b>	<b>33,188</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(53,782)	(1,273)	(1,392)	(1,523)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(3,577)	(6,419)	(1,503)	(1,538)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(20,848)	(25,775)	(18,276)	(26,476)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(78,206)</b>	<b>(33,467)</b>	<b>(21,171)</b>	<b>(29,536)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	70,722	2,629	11,361	5,345
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	1,864	-	-	-
เพิ่ม/ลด จ่ายปันผล	(4,459)	(5,163)	(9,630)	(12,622)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>68,128</b>	<b>(2,534)</b>	<b>1,732</b>	<b>(7,277)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>3,937</b>	<b>(10,893)</b>	<b>10,280</b>	<b>(3,625)</b>

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>	19,847	8,954	19,233	15,609
ลูกหนี้การค้า	9,569	11,787	11,490	13,563
สินค้าคงเหลือ	1,303	412	424	498
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,314	2,429	2,551	2,678
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	130,128	148,239	159,291	177,367
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>362,674</b>	<b>379,178</b>	<b>403,415</b>	<b>423,399</b>
เจ้าหนี้การค้า	3,080	3,090	3,183	3,732
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	583	583	583	583
หนี้สินการเงินระยะสั้น	19,531	19,531	19,531	19,531
หนี้สินการเงินระยะยาว	203,296	205,924	217,286	222,631
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>255,165</b>	<b>257,934</b>	<b>269,635</b>	<b>275,798</b>
ทุนที่ชำระแล้ว	11,733	11,733	11,733	11,733
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	51,822	51,822	51,822	51,822
กำไรสะสม	36,931	46,076	55,199	64,765
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>107,509</b>	<b>121,244</b>	<b>133,780</b>	<b>147,601</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>362,674</b>	<b>379,178</b>	<b>403,415</b>	<b>423,399</b>

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	3,951	5,200	6,199	7,503
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	31	31	31	31
ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	3.10	3.10	3.10	3.10
ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)	3.25	3.25	3.25	3.25
ราคาขายไอน้ำเฉลี่ย (บาท/ตัน)	1,100	1,100	1,100	1,100
ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	265	265	265	265
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,733	11,733	11,733	11,733

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส