

# EQUITY TALK

## COMPANY UPDATE

### Outlook NewCo สดใส โดดเด่นสุดในกลุ่มพลังงานยามนี้

คาดการณ์กำไรปกติ 3Q67 อ่อนตัว QOQ กดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าที่ลดลงตามฤดูกาล และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง แต่คาดการณ์กำไรจะฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 4Q67 อีกทั้งภาพในระยะยาวจากการเป็น NEWCO ยังสดใส หลังจับมือกับ GOOGLE ที่ช่วยสร้างโอกาสใหม่ในธุรกิจดิจิทัล และประโยชน์จากการควบรวมพร้อมกันแทน market cap อันดับ 2 ของไทย พร้อมกลยุทธ์มุ่งเน้นสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน หนุภาพการเติบโตที่แข็งแกร่ง ควบคู่กับความยั่งยืนในระยะยาว

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 67 เป็นต้นไป ให้สอดคล้องกับการปรับประมาณการของ ADVANC ในรอบก่อนหน้า และรวมโครงการใหม่ที่ได้รับ PPA แล้วเข้ามาในประมาณการ ปรับไปใช้ FV ปี 2568 ที่สะท้อนการควบรวมแล้วอยู่ที่ 68 บาท/หุ้น ทั้งนี้ จากการระดมเงินทุนเพื่อความยั่งยืนของ GULF พบว่า ทุกๆ 0.015% ของ WACC ที่ลดลงจากการออก Green Bond ยังช่วยเพิ่ม FV ได้อีก 0.33 บาท/หุ้น

#### 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. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideway Up  
แนวรับ : 55/58.50 บาท  
แนวต้าน : 65/70 บาท

**OUTPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ชนะค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือชนะ SET INDEX

**NEUTRAL:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่พอๆกับค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือพอๆกับ SET INDEX

**UNDERPERFORM:** กรณีที่นักวิเคราะห์พิจารณาปัจจัยแวดล้อมทางพื้นฐานแล้วเห็นว่าราคาหุ้นบริษัทที่ทำการวิเคราะห์มีโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ SECTOR หรือต่ำกว่า SET INDEX



11 ตุลาคม 2567

# 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. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

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

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ธิญา อุดม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 066756

# EQUITY TALK

## 3Q67 คาดกำไรปกติลด QoQ ก่อนทำ New High ได้ใน 4Q67

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

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 กำลังการผลิต 463.8 MWe ที่เปิด COD ได้ตามแผนเมื่อ 1 ต.ค. 2567 ประกอบกับคาดยังมีแรงกดดันจากส่วนแบ่งกำไรของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานลมทั้งในประเทศไทยและประเทศเยอรมนี ที่คาดจะผลิตกระแสไฟฟ้าได้มากขึ้น ตามการเริ่มเข้าสู่ช่วง High season ของลมในช่วงปลายปี แม้อาจได้รับปัจจัยกดดันจากปริมาณขายไฟฟ้าของกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ในประเทศไทยที่อ่อนตัวตาม และอัตรากำไรกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP ที่มีลดลง QoQ ก็ตาม

## EQUITY TALK

## ผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาสของ GULF

Key Data (ล้านบาท)	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	%QoQ	%YoY	1H67	1H66	%YoY
รายได้รวม	23,631	26,888	26,413	32,557	27,419	27,665	31,599	31,592	0.0%	-3.0%	63,191	58,970	7.2%
ต้นทุนขาย	(18,931)	(21,148)	(21,101)	(27,115)	(21,866)	(21,940)	(25,857)	(25,575)	-1.1%	-5.7%	(51,432)	(48,216)	6.7%
กำไรขั้นต้น	4,700	5,740	5,311	5,442	5,553	5,726	5,742	6,017	4.8%	10.6%	11,759	10,754	9.3%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	569	2,511	2,089	1,754	2,507	3,933	1,789	3,041	70.0%	73.3%	4,829	3,844	25.6%
กำไรจากการดำเนินงาน	4,650	7,130	6,673	6,411	7,348	8,240	6,758	8,253	22.1%	28.7%	15,011	13,084	14.7%
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,036)	(2,279)	(2,124)	(2,416)	(2,582)	(2,695)	(2,606)	(2,792)	7.1%	15.6%	(5,398)	(4,540)	18.9%
กำไร/ขาดทุนจาก FX	(1,272)	2,092	262	(711)	(892)	532	(495)	(237)	-52.1%	-66.6%	(732)	(449)	62.9%
Norm Profit	2,168	3,593	3,667	3,556	4,203	4,217	4,151	4,843	16.7%	36.2%	8,994	7,223	24.5%
กำไรสุทธิ	1,087	5,406	3,850	2,885	3,360	4,763	3,499	4,741	35.5%	64.3%	8,240	6,735	22.3%
EPS (บาท)	0.09	0.46	0.33	0.25	0.29	0.41	0.30	0.40	35.5%	64.3%	0.70	0.57	22.3%
Norm EPS (บาท)	0.18	0.31	0.31	0.30	0.36	0.36	0.35	0.41	16.7%	36.2%	0.77	0.62	24.5%
Gross Margin	19.9%	21.3%	20.1%	16.7%	20.3%	20.7%	18.2%	19.0%			18.6%	18.2%	
Net Profit Margin	4.6%	20.1%	14.6%	8.9%	12.3%	17.2%	11.1%	15.0%			13.0%	11.4%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 67 เป็นต้นไป สะท้อนส่วนแบ่ง INTUCH ตีกว่าคาด 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 ที่ตีกว่าที่เคยคาดไว้ 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 ส่วนเพิ่ม



# EQUITY TALK

ได้จากธุรกิจ data center และ cloud ที่คาดว่าจะมีความชัดเจนของแผนการดำเนินงาน และเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2568 รวมถึงการรับรู้กำไรจากการถือหุ้นทางตรงของ ADVANC ที่จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 40.4% จากปัจจุบันที่ถือทางอ้อม 19.2% ภายหลังจาก Deal ควบรวม INTUCH แล้วเสร็จใน 2Q68 ซึ่งยังไม่ถูกรวมไว้ในประมาณการ

## ตารางปรับประมาณการ

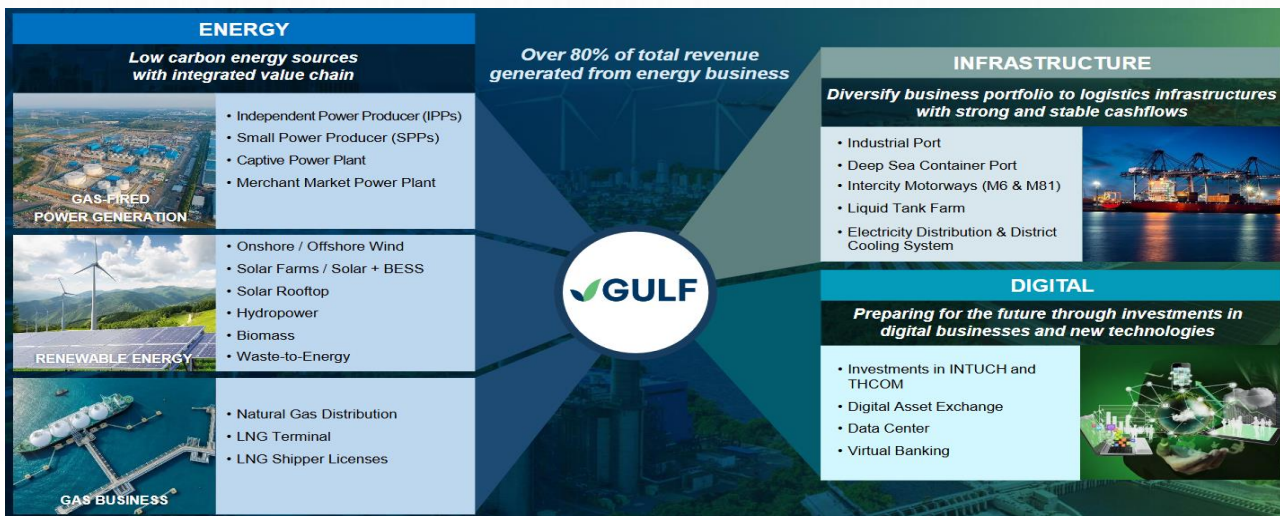
สมมติฐาน	2567F			2568F		
	ใหม่	เดิม	%Chg	ใหม่	เดิม	%Chg
รายได้ (ล้านบาท)	74,768	74,584	▲ 0.2%	83,560	81,066	▲ 3.1%
ต้นทุนขาย (ล้านบาท)	50,717	50,636	▲ 0.2%	55,943	54,837	▲ 2.0%
กำไรขั้นต้น (ล้านบาท)	24,051	23,948	▲ 0.4%	27,618	26,229	▲ 5.3%
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (ล้านบาท)	12,675	11,795	▲ 7.5%	13,759	12,452	▲ 10.5%
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	18,362	17,360	▲ 5.8%	21,480	19,488	▲ 10.2%
กำไรปกติ (ล้านบาท)	18,362	17,360	▲ 5.8%	21,480	19,488	▲ 10.2%
EPS (บาท/หุ้น)	1.57	1.48	▲ 5.8%	1.83	1.66	▲ 10.2%
Norm EPS (บาท/หุ้น)	1.57	1.48	▲ 5.8%	1.83	1.66	▲ 10.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## NewCo หุ่นใหม่ในกลุ่ม Energy ที่น่าจับตามอง

สำหรับแผนธุรกิจของ NewCo มีเป้าหมายการลงทุนในทั้งธุรกิจพลังงานสีเขียว และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน โดยมุ่งเน้นการเกิดโอกาส synergy ใหม่ๆ จากการใช้ไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนให้แก่ระบบ Data Center และ cloud ซึ่งมีความต้องการใช้ไฟฟ้าเป็นจำนวนมาก จึงถือเป็นธุรกิจที่สามารถส่งเสริมซึ่งกันและกันได้ โดยระยะเริ่มต้น คาดสัดส่วนรายได้ของ NewCo จะมาจากธุรกิจไฟฟ้า : โครงสร้างพื้นฐาน ดิจิทัลที่ราว 80:20 ส่วนระยะถัดไป ตั้งเป้าที่จะมีสัดส่วนที่ 50:50 จากโอกาสการเติบโตใน Cloud และ Data Center ที่คาดว่าจะยังมีอีกมากในอนาคต

## สัดส่วนโครงสร้างรายได้ของ GULF หลังควบรวม

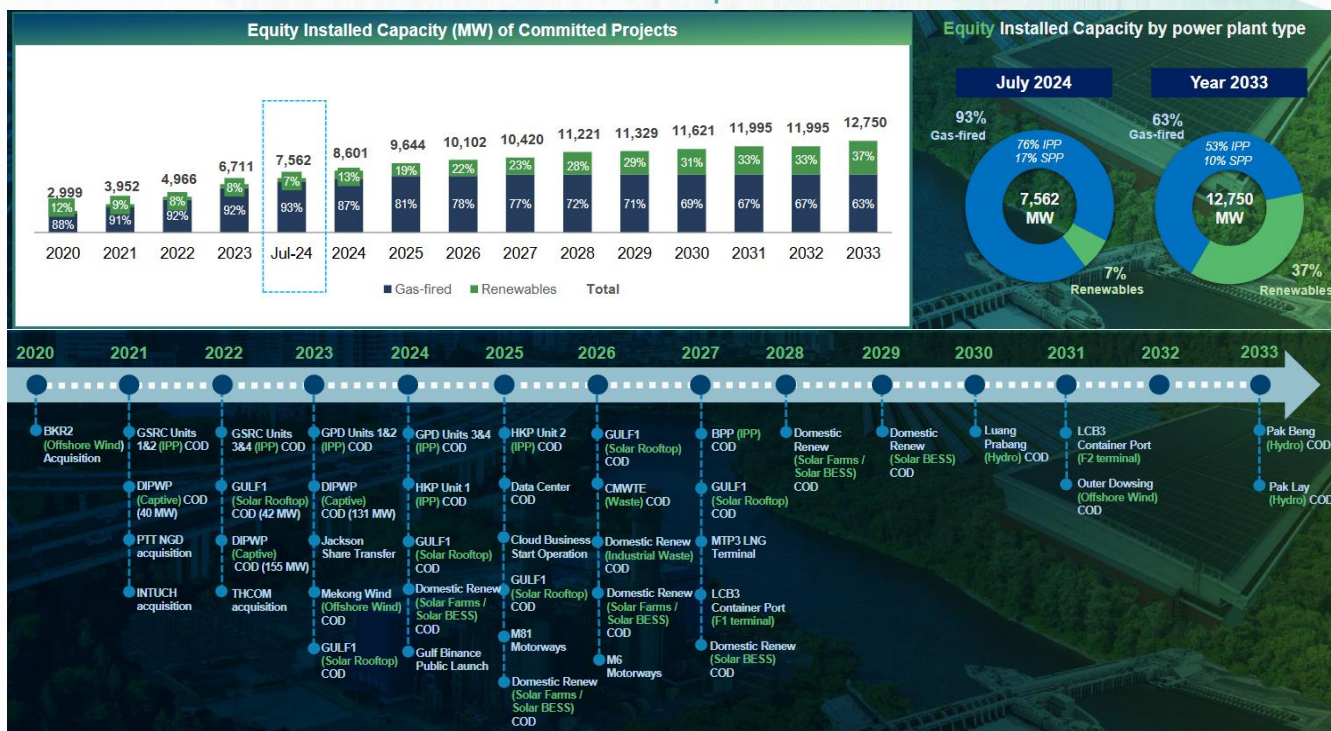


ที่มา: GULF

# EQUITY TALK

ในด้านของธุรกิจหลักโรงไฟฟ้า ปัจจุบันมีกำลังการผลิตในมือตามสัดส่วนการถือ  
 หุ้นรวม 12,750 MWe แบ่งเป็นโครงการที่เปิด COD แล้ว 7,562 MWe และมี  
 โครงการ (Backlogs) ในแผน pipeline ที่เตรียมทยอย COD ไปจนถึงปี 2576 อีก  
 5,188 MWe โดยกลยุทธ์การลงทุนต่อนี้ จะมุ่งเน้นไปยังโครงการโรงไฟฟ้า  
 พลังงานหมุนเวียนมากขึ้น เพื่อเป็นไปตามเป้าหมายหลักของ GULF ที่มุ่งเน้น  
 ความสำคัญด้านสิ่งแวดล้อม และกำหนดให้มีสัดส่วนพลังงานหมุนเวียน 40%  
 ของกำลังการผลิต ภายในปี 2578 จากปัจจุบันที่มีมืออยู่ราว 7% ของกำลังการ  
 ผลิตที่เปิด COD โดยยังคงคาดหวังโครงการใหม่ๆที่มีโอกาสได้รับเพิ่มเติม จากการ  
 เปิดรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในประเทศไทย เพื่อรองรับแผน PDP ฉบับใหม่  
 รวมถึงยังเดินทางแสวงหาโอกาสการลงทุนในโครงการต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง

## กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น และแผน COD ของGULF



ที่มา: GULF

ในส่วนของบริษัทโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล มีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก  
 ADAVANC เป็นหลัก รวมถึงยังมีธุรกิจให้บริการด้านโทรคมนาคมผ่านดาวเทียม  
 จาก THCOM นอกจากนี้ยังมีการต่อยอดไปสู่ธุรกิจดิจิทัลอื่นๆ ได้แก่ ศูนย์ซื้อขาย  
 สินทรัพย์ดิจิทัล ซึ่งปัจจุบันเปิดให้บริการแก่บุคคลทั่วไปแล้วผ่าน Gulf Binance,  
 ธุรกิจ Data Center ปัจจุบันยังอยู่ระหว่างก่อสร้าง phase 1 ที่กำลังการผลิต 25  
 เมกะวัตต์ โดยคาดว่าจะก่อสร้างแล้วเสร็จ และเปิดให้บริการปี 2568 ภายหลังจากนั้น  
 จะมีแผนในการขยาย data center phase 2 เพิ่มเติมอีก 25 เมกะวัตต์ เพื่อรองรับ



# EQUITY TALK

ความต้องการของลูกค้ำที่คาดว่าจะขยายตัวขึ้นไป, และธุรกิจ cloud ในประเทศไทย ซึ่งยังเป็นธุรกิจใหม่ ที่คาดหวังการเติบโตขึ้นไปในอนาคต

## ธุรกิจ DIGITAL ของ GULF

ที่มา: GULF

## GULF-Google โอกาสเติบโตครั้งสำคัญในธุรกิจ digital

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

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงบวกต่อการประกาศความร่วมมือดังกล่าว ซึ่งถือเป็นโอกาสในการสร้างการเติบโตในระยะยาวสำหรับธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล เพื่อรองรับความต้องการในการจัดเก็บและประมวลผลข้อมูลในประเทศไทย ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในอนาคต อีกทั้ง การที่ Google ได้ ประกาศแผนการลงทุนเพื่อขยายโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลในประเทศไทยมูลค่า 1,000 ล้านดอลลาร์ (36,000 ล้านบาท) เพื่อสร้าง data center และ cloud region ในพื้นที่จังหวัดกรุงเทพฯ และชลบุรี โดย GULF ซึ่งถือเป็นพันธมิตรกับ Google คาดยังได้รับ

# EQUITY TALK

ประโยชน์ทางอ้อมจากโอกาสที่จะช่วยให้บริการในระบบ cloud และ data center แก่ Google ได้เพิ่มเติม รวมทั้งยังเป็นโอกาสขยายธุรกิจไปสู่บริการด้านอื่นๆ ในระบบนิเวศของ Google cloud เช่น AI, cybersecurity ได้ต่อไปในอนาคต

ทั้งนี้ คาดจะเห็นแผนการดำเนินงานธุรกิจ cloud ที่ชัดเจน และเริ่มให้บริการในธุรกิจดังกล่าวได้ภายในปี 2568 เบื้องต้น คาดจะสร้างรายได้ให้แก่ GULF ได้จาก 2 ส่วน ได้แก่ 1) การให้บริการให้คำปรึกษา และบริการ Managed GDC Provider แก่ลูกค้า และ 2) รายจากการให้บริการลูกค้าที่อยู่ใน Data Center

## ผลประโยชน์หลากหลาย ภายใต้ธุรกรรมควบรวม

สำหรับความความคืบหน้าของควบรวมธุรกิจ GULF และ INTUCH ปัจจุบันยังดำเนินการได้ตามแผน ซึ่งภายหลังจากที่ deal แล้วเสร็จใน 2Q68 จะส่งผลให้ GULF และ INTUCH จะสิ้นสุดสภาพจากการเป็นนิติบุคคล และมีสถานะเป็นบริษัทมหาชนจำกัดใหม่ (NewCo) และจดทะเบียนอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมกลุ่มพลังงาน (Energy) ทั้งนี้ การควบรวมดังกล่าว ไม่เพียงแต่จะช่วยในด้านการปรับโครงสร้างให้การบริหารจัดการภายในกลุ่มบริษัทฯ มีความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่เป็นส่วนช่วยสร้างโอกาสการเติบโตจากการเกิด synergy ใหม่ๆในระยะยาว ได้ดีกว่าการถือหุ้น ADVANC โดยอ้อมแบบเดิม

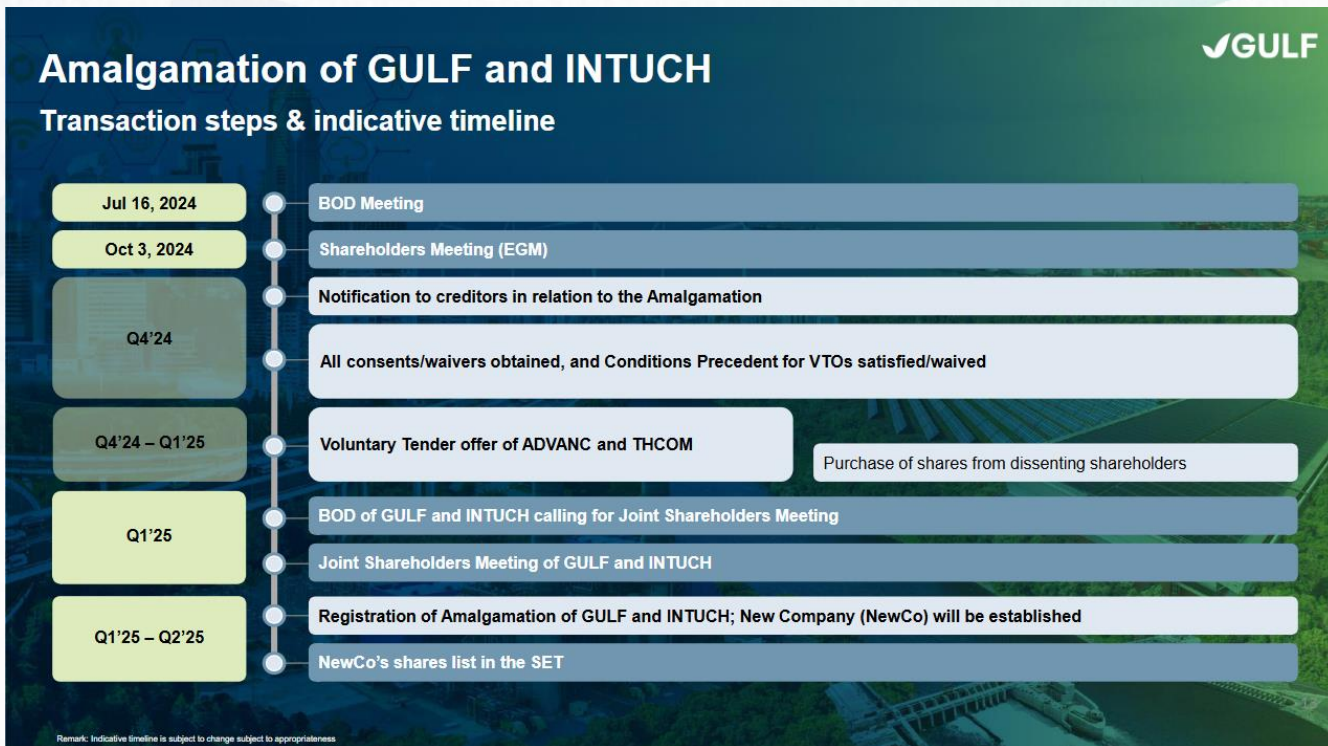
อีกทั้งในเชิงของการสร้างกำไร คาดจะช่วยให้ NewCo มีกำไรส่วนเพิ่มสุทธิตรา 2.0 พันล้านบาทต่อปี โดยอิงจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทร่วมจากการถือหุ้น ADVANC ที่คาดเพิ่มขึ้นจากเดิมราว 6.0 พันล้านบาทต่อปี และหักด้วยภาระค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่จะเกิดขึ้นราว 4.0 พันล้านบาทต่อปี ประกอบกับในแง่ของสถานะทางการเงิน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

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



# EQUITY TALK

## รายละเอียด TIMELINE การควบรวม NEWCO



ที่มา: GULF

### FV ของ GULF ที่สะท้อนการควบรวม NewCo อยู่ที่ 68 บาท

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF ภายใต้ธุรกิจเดิม อยู่ที่ 69 บาท/หุ้น , มูลค่าพื้นฐานปี 2568ของ NewCo อยู่ที่ 66 บาท/หุ้น, และมูลค่าพื้นฐานปี 2568ของ GULF ที่สะท้อนการควบรวมเป็น NewCo แล้ว อยู่ที่ 68 บาท/หุ้น โดยแสดงรายละเอียดวิธีการคำนวณดังต่อไปนี้

1) การประเมินมูลค่าพื้นฐานของ GULF ภายใต้ธุรกิจเดิม :

สำหรับมูลค่าพื้นฐานของ GULF อยู่ที่ 69 บาท/หุ้น อยู่ภายใต้การประเมินด้วยวิธี DCF และ Sum Of The Part (wacc เวน้อยอยู่ที่ 4.1%-5.6% ขึ้นอยู่กับโครงการ) โดยมีรายละเอียดในแต่ละโครงการดังต่อไปนี้



# EQUITY TALK

## มูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF ก่อนการควบรวม

Project	Category	Installed Capacity Power (MW)	Equity (%)	Equity Capacity Power (MW)	COD/SCOD	VALUE	
<b>GMP</b>							
GVTP	SPP	137.0	52.5%	71.9	16-พ.ค.-17	0.26	
GTS1	SPP	134.0	52.5%	70.3	8-ก.ค.-17	0.32	
GTS2	SPP	134.0	52.5%	70.3	1-ก.ย.-17	0.32	
GTS3	SPP	129.9	52.5%	68.2	1-พ.ย.-17	0.31	
GTS4	SPP	129.9	52.5%	68.2	ม.ค.-18	0.31	
GNC	SPP	126.5	70.0%	88.6	มี.ค.-18	0.33	
GBL	SPP	126.8	52.5%	66.6	ก.ย.-18	0.27	
GBP	SPP	126.8	52.5%	66.6	พ.ย.-18	0.27	
GNLL2	SPP	126.9	52.5%	66.6	ม.ค.-19	0.27	
GNPM	SPP	135.2	70.0%	94.6	มี.ค.-19	0.34	
GNRV1	SPP	128.2	70.0%	89.7	พ.ค.-19	0.32	
GNRV2	SPP	128.2	70.0%	89.7	ก.ค.-19	0.32	
<b>IPD</b>							
GSRC	IPP	2650.0	70.0%	1855.0	Unit 1 & 2: 2021 Unit 3 & 4: 2022	6.64	
GPD	IPP	2650.0	70.0%	1855.0	Unit 1 & 2: 2023 Unit 3 & 4: 2024	7.88	
<b>IPP</b>							
HKP	IPP	1540.0	49.0%	754.6	Mar 24 , Mar2025	2.34	
BPH	IPP	600.0	35.0%	210.0	2027	0.76	
<b>GJP</b>							
GKP1	SPP	114.0	40.0%	45.6	5-ม.ค.-13	0.17	
GKP2	SPP	114.0	40.0%	45.6	1-ก.พ.-13	0.17	
GTLG	SPP	114.0	40.0%	45.6	1-มี.ค.-13	0.16	
GNNK	SPP	114.0	40.0%	45.6	1-เม.ย.-13	0.19	
GNLL	SPP	123.0	30.0%	36.9	1-พ.ค.-13	0.19	
GCRN	SPP	119.0	40.0%	47.6	1-ค.ค.-13	0.17	
GNK2	SPP	133.0	40.0%	53.2	11-ม.ค.-13	0.23	
GNS	IPP	1653.2	40.0%	661.3	Unit1: 01-Jun-14 Unit2: 01-Dec-14	0.85	
GUT	IPP	1752.4	40.0%	701.0	Unit1: 01-Jun-15 Unit2: 01-Dec-15	1.17	
<b>GULFsolar +GCG</b>							
Gulf Solar	RE	0.6	75.0%	0.4	2014-2015	0.66	
GCG	RE	25.0	100.0%	25.0	มี.ค.-20	0.17	
<b>VIETNAM</b>							
TTCIZ-01	RE	68.8	90.0%	61.9	มี.ค.-19	0.17	
TTCIZ-02	RE	50.0	90.0%	45.0	พ.ค.-19	0.12	
Wind VN I	RE	30.0	95.0%	28.5	2021	0.69	
<b>GERMANY</b>							
BRK2	RE	464.8	50.0%	232.4	เม.ย.-19	0.66	
<b>OMAN</b>							
DUQM	IPP	326.0	45.0%	146.7	2020-2023	1.34	
<b>GULF GUNKUL</b>							
Wind 170 MW	RE	170.0	50.0%	85.0	2559-2561	1.32	
<b>USA</b>							
Jackson	Gas	1200.0	49.0%	588.0	4-May-22	3.00	
<b>INFRASTRUCTURE</b>							
MTP3		1000 rai	70.0%		2025	3.95	
LCB3		>4 million TEU	40.0%		2027-2031	2.64	
M6&M81		196 + 96 km	40.0%		2025-2026	1.03	
ONE BKK		240 MW + 38,000 RT	13.33%, 16.3	32.0	2023-2026	0.87	
<b>Gas</b>							
PTT NGD		32,000,000 mmbtuPA	40.0%		1997-2019	1.32	
<b>Digital Business</b>							
INTUCH			47.37%			14.59	
THCOM			41.1%			0.75	
<b>Renew TH</b>							
phase 1	RE				2025-2029	4.00	
<b>HYDRO Power - Laos</b>							
Pak Lay	RE	770.0	40.0%	308.0	2033	2.10	
Pak Beng	RE	912.0	49.0%	446.9	2033	3.06	
Luang Prabang	RE	1460.0	20.0%	291.9	2030	1.98	
<b>SUMMARY</b>						<b>Fair Value'68</b>	<b>69.00</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

2) การประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ NewCo:

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. เอเชีย 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. เอเชีย พลัส

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



# EQUITY TALK

## การคำนวณมูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นของ NEWCO

	ADVANC	GULF
FV@ 2568	288	69
หัก มูลค่า INTUCH		-14.59
(1)	<b>288</b>	<b>54.41</b>
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	<b>984,767</b>	
Total share NewCo	14,940	
<b>FV NewCo</b>	<b>66.0</b>	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย 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. เอเชีย พลัส

### 3) มูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF ที่สะท้อนการควบรวมธุรกิจแล้ว:

ภายใต้กรอบราคาของ NewCo ที่ 66 บาท/หุ้น หากคิดกลับเป็นมูลค่าพื้นฐานปี 2568 ของ GULF ที่สะท้อนการรวมมูลค่าธุรกิจของ NewCo แล้ว จะอยู่ที่ 68 บาท/หุ้น ภายใต้อัตราส่วนการแลก 1 หุ้น GULF ต่อ 1.02974 หุ้น NewCo โดยมีวิธีการคำนวณดังนี้

## 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
<b>(4) = (3)/(2) ราคาเหมาะสมปี 2568 ของ GULF ภายใต้การสะท้อนควบรวม NewCo</b>	<b>68.0</b>

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ทั้งนี้ ภายใต้มูลค่าพื้นฐานที่ 68 บาท/หุ้น ราคาหุ้นปัจจุบันปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงและเร็ว สะท้อนการรวมธุรกิจของ GULF และ INTUCH ไปแล้วระดับหนึ่ง จนเหลือ upside ที่ค่อนข้างจำกัด แต่อย่างไรก็ตาม ยังสามารถคาดหวัง upside ส่วนเพิ่มได้จากโอกาสการเกิด synergy และโอกาสทางธุรกิจได้ต่อไปในอนาคต ภายหลังจากการควบรวม และรับรู้การจ่ายปันผลพิเศษจาก INTUCH ได้อีก 4.5 บาท/หุ้น ที่คาดว่าจะจ่ายในช่วง 1Q68 เพื่อช่วยลดภาระหนี้สินบางส่วน และโอกาสใช้เงินสำหรับการลงทุนในโครงการใหม่ๆ ดังนั้น ฝ่ายวิจัยยังคงให้คำแนะนำ Outperform สำหรับ GULF โดยเน้นหาจังหวะทยอยเข้าสะสมลงทุน รับการเติบโตในระยะยาว

# EQUITY TALK

## การดำเนินการด้าน ESG ของ GULF

### BLOOMBERG ESG SCORES ของ GULF

GULF' ESG Scores	2021	2022	2023
ESG :	2.58	2.61	2.77
Environment :	1.64	1.64	1.84
Social :	2.95	2.95	3.22
Governance :	4.03	4.17	4.10

ที่มา: BLOOMBERG

### ESG SCORES หุ่นกลุ่มโรงไฟฟ้า

กลุ่มโรงไฟฟ้า	SET ESG	Global ESG Ratings by Third Party			
	Rating (BBB-AAA)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	S&P Global (0-100)	Bloomberg (0-10)
GPSC	AA	B	64.56	86.00	4.48
RATCH	AA	BB	56.12	62.00	4.67
EGCO	AA	BB	61.53	85.00	5.18
<b>GULF</b>	<b>AA</b>	<b>B</b>	<b>58.96</b>	<b>66.00</b>	<b>2.77</b>
BGRIM	AAA	BBB	62.27	84.00	3.51
BPP	AAA	BBB	59.42	70.00	-

ที่มา: SETTRADE, BLOOMBERG

**ESG Comment:** GULF ได้รับการรับรอง และจัดอันดับความยั่งยืน (ESG) จาก SET ESG rating ที่ระดับ AA แสดงถึงการเป็นบริษัทที่ให้ความสำคัญ และมีการนำหลักด้านความยั่งยืนเข้าเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้หากประเมินภาพรวมจากการประเมิน ESG ขององค์กรจัดอันดับอื่นๆ ยิ่งถือว่า GULF ได้รักษาคะแนนการจัดอันดับที่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ฝ่ายวิจัยศึกษา โดยปี 2566 มีคะแนนโดยรวมจาก Bloomberg ที่ 2.77 คะแนน เทียบกับกลุ่มฯ ที่อยู่ราว 4.12 คะแนน แต่อย่างไรก็ตาม GULF ได้รับการปรับปรุงคะแนนในด้านของสิ่งแวดล้อม และสังคม ที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกๆปี และยังคงมีความโดดเด่นในด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ภาพรวมปี 2565 - 2566 มีคะแนนรวม ESG ที่เพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับฐานเดิมในปี 2564

ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยมีความเห็นว่า จากผลของรายงานด้านความยั่งยืน ทั้งในเชิงตัวเลข และดัชนีชี้วัด ที่ GULF ได้เปิดเผย รวมถึงมีการกำหนดกลยุทธ์ในแผน ESG ที่ชัดเจน แสดงให้เห็นว่า GULF มีแนวโน้มการบรรลุเป้าหมายในแต่ละด้านที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และคาดว่า ปี 2567 GULF จะได้รับคะแนน ESG score จาก Bloomberg ที่ปรับปรุงดีขึ้นจากปี 2566 ด้วยเช่นกัน ซึ่งการได้รับคะแนน ESG ในระดับสูง ถือเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ GULF มีภาพลักษณ์ที่ดี เป็นที่ยอมรับในระดับสากล และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน พร้อมทั้งสร้างโอกาสความร่วมมือกับ partner ที่ดีในระดับโลกที่ อาทิ Google เป็นต้น

อีกทั้ง ยังช่วยให้ GULF ขยายฐานธุรกิจ จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานดั้งเดิม ไปสู่ตลาดธุรกิจพลังงานทดแทน ซึ่งช่วยสร้างการเติบโตต่อเนื่องในระยะยาว และถือเป็นส่วนกระจายความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคาพลังงาน ให้มีการรับรู้รายได้จากแหล่งพลังงานที่หลากหลาย รวมถึงโอกาสต่อยอดธุรกิจจากการเกิด synergy ใหม่ๆร่วมกัน ระหว่างธุรกิจไฟฟ้าพลังงานสีเขียว กับธุรกิจโครงสร้าง



# EQUITY TALK

พื้นฐานดิจิทัล อาทิ Cloud, Data Center ซึ่งมีความต้องการใช้ไฟฟ้าในระดับที่สูงมาก เป็นต้น

นอกจากนี้ เพื่อบรรลุเป้าหมายหลักด้าน ESG GULF ยังได้กำหนดแผนกลยุทธ์เข้าถึงการเงินเพื่อความยั่งยืน ผ่านการระดมเงินทุนจากรณาการเพื่อการพัฒนาและหุ้นกู้สีเขียว (Green Bond) ซึ่งในปี 2566 GULF ประสบความสำเร็จในการระดมเงินทุนผ่าน Green bond มูลค่ารวม 8.0 พันล้านบาท ที่อัตราดอกเบี้ย 3.2%-3.6% ซึ่งถือว่าม้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยตราสารหนี้แบบทั่วไปของ GULF หากเปรียบเทียบระยะเวลาของตราสารที่ใกล้เคียงกัน ที่อยู่ราว 3.4% - 4.0% จึงถือเป็นส่วนช่วยในการประหยัดต้นทุนทางการเงิน และช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นให้แก่ GULF จากต้นทุนของหนี้สิน (Cost of debt) ที่ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ จากการคำนวณ sensitivity เบื้องต้น พบว่า ภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ ทุกๆการออก Green Bond ในสัดส่วน 10% ของต้นทุนเงินกู้ยืมรวม โดยมีอัตราดอกเบี้ยจาก Green Bond ต่ำกว่าต้นทุนปกติ 0.25% ซึ่งภายใต้สมมติฐานดังกล่าว ส่งผลให้ WACC ปรับตัวลดลง 0.015% และราคาหุ้นของ GULF ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.33 บาท/หุ้น โดยแสดงรายละเอียดการเปลี่ยนแปลงในแต่ละตัวแปร ดังนี้

## FV ปัจจุบันของ GULF

GULF (unit : mil. Bath)	2568F	2569F	2570F
EBIT	36,696	39,930	42,865
Less Tax	(335)	(653)	(1,027)
<b>Net EBIT after Tax</b>	<b>36,361</b>	<b>39,276</b>	<b>41,838</b>
Plus Depreciation & Amortization	10,237	11,059	11,929
Less Capital Expenditures	(30,624)	(12,900)	(16,258)
Less Change in Working Capital	1,831	(178)	1,602
FCFF (Firm Value)	17,805	37,258	39,110
Discount Rate (WACC)	4.63%	4.63%	4.63%
<b>PV of FCFF</b>			
Terminal Value			
<b>PV of FCFF</b>	<b>700,722</b>		
<b>PV of Terminal Value</b>	<b>376,194</b>		
<b>Value of Operation</b>	<b>1,076,917</b>		
Less NCI	(4,638)		
<b>Firm Value</b>	<b>1,072,279</b>		
Plus Cash	46,384		
Less Total External Debt	(309,134)		
Value of Equity	809,528		
No. of shares outstanding	11,733		
<b>Value per share</b>	<b>69.00</b>		

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## FV ของ GULF ภายใต้สมมติฐาน GREEN BOND 10%

GULF (unit : mil. Bath)	2568F	2569F	2570F
EBIT	36,696	39,930	42,865
Less Tax	(335)	(653)	(1,027)
<b>Net EBIT after Tax</b>	<b>36,361</b>	<b>39,276</b>	<b>41,838</b>
Plus Depreciation & Amortization	10,237	11,059	11,929
Less Capital Expenditures	(30,624)	(12,900)	(16,258)
Less Change in Working Capital	1,831	(178)	1,602
FCFF (Firm Value)	17,805	37,258	39,110
Discount Rate (WACC)	4.62%	4.62%	4.62%
<b>PV of FCFF</b>			
Terminal Value			
<b>PV of FCFF</b>	<b>701,836</b>		
<b>PV of Terminal Value</b>	<b>378,808</b>		
<b>Value of Operation</b>	<b>1,080,644</b>		
Less NCI	(4,638)		
<b>Firm Value</b>	<b>1,076,006</b>		
Plus Cash	46,461		
Less Total External Debt	(309,057)		
Value of Equity	813,410		
No. of shares outstanding	11,733		
<b>Value per share</b>	<b>69.33</b>		

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## สมมติฐานที่ใช้คำนวณ WACC เดิม

สมมติฐาน WACC	
cost of debt	3.45%
Tax	20%
Interest Rate after tax	2.76%
beta	1.00
Risk Free	0.00%
Market Return	10.00%
CAPM	10.00%
<b>Target capital structure</b>	
Debt	74.1%
Equity	25.9%
<b>WACC</b>	<b>4.633%</b>
Growth rate	1.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## สมมติฐาน WACC ภายใต้ GREEN BOND 10%

สมมติฐาน WACC	
cost of debt	3.43%
Tax	20%
Interest Rate after tax	2.74%
beta	1.00
Risk Free	2.50%
Market Return	10.00%
CAPM	10.00%
<b>Target capital structure</b>	
Debt	74.1%
Equity	25.9%
<b>WACC</b>	<b>4.618%</b>
Growth rate	1.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สำหรับเป้าหมาย และการกำหนดนโยบายที่สำคัญของ ESG ในแต่ละด้านของ GULF มีดังนี้

## นโยบาย ESG หลักในแต่ละด้านของ GULF

สิ่งแวดล้อม	สังคม	การกำกับดูแล
1 การจัดการการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ	5 การบริหารทุนมนุษย์	8 การบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทาน
2 การจัดการการใช้น้ำ	6 อาชีวอนามัยและความปลอดภัย	9 การกำกับดูแลกิจการและการต่อต้านคอร์รัปชัน
3 ความหลากหลายทางชีวภาพ	7 การพัฒนาชุมชนและสังคม	10 ความมั่นคงปลอดภัยทางข้อมูลและไซเบอร์
4 มลสารทางอากาศและของเสีย		

ที่มา: GULF

### Environment (E – Bloomberg score 2023: 1.84) :

- ด้านการเปลี่ยนแปลงสภาวะภูมิอากาศ : มีการกำหนดเป้าหมายในการประเมินการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ครอบคลุมทั้ง 100% ของโครงการที่ COD ซึ่งปี 2566 บรรลุเป้าหมายได้ 53% สำหรับเป้าหมายระยะกลาง-ยาว กำหนดลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 ลง 25% จากฐานเดิมปี 2562 ให้ได้ภายในปี 2573 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกขอบเขตที่ 1 และ 2 สุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 ซึ่งภาพรวมถือว่ามี การปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ลดลง นอกจากนี้ยังตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 40% ของกำลังการผลิต ภายในปี 2578 ปัจจุบันมีสัดส่วนที่ 7%



# EQUITY TALK

- ด้านการจัดการใช้น้ำ: ประเมินความเสี่ยงด้านการใช้น้ำ และมีแผนป้องกันความเสี่ยง เช่น การสร้างบ่อเก็บน้ำ กำหนดตัวชี้วัดระดับคุณภาพพองน้ำตามมาตรฐานของนิคมอุตสาหกรรม และกรมชลประทาน ซึ่งผลการดำเนินงานในช่วงที่ผ่านมา มีระดับที่ผ่านเกณฑ์มาตรฐานทั้งหมด และลดการใช้น้ำในการดำเนินงานได้
- ด้านมลสารทางอากาศและของเสีย: ยึดการปฏิบัติงานให้มีการปล่อยของเสียให้น้อยกว่าที่กฎหมายกำหนด ผ่านการใช้เทคโนโลยีที่มีประสิทธิภาพสูงสุดในกระบวนการผลิต และมีการติดตั้งเครื่องมือวัดคุณภาพอากาศตามจุดต่างๆ รอบโรงไฟฟ้า และมีการรายงานระดับตัวเลข ซึ่งในปี 2566 ภาพรวมมลสารอยู่ในระดับต่ำกว่าขีดจำกัดที่ EIA กำหนด
- ด้านความหลากหลายทางชีวภาพ : สำรวจพื้นที่ทุกๆ 6 เดือน โดยกำหนดเป้าไม่ให้มีความสูญเสียสุกรของพันธุ์สัตว์ ซึ่งปี 2566 เป็นไปตามเป้าที่กำหนด

## Social Contribution (S – Bloomberg score 2023 : 3.22) :

- ด้านการบริหารทุนมนุษย์: กำหนดเป้าหมายในด้านความเสมอภาค และการพัฒนาคุณภาพพนักงาน เช่น ตั้งเป้าหมายให้มีสัดส่วนพนักงานหญิงในระดับบริหารมากกว่า 30%, จำนวนการอบรมเฉลี่ย/คนมากกว่า 30% เป็นต้น ซึ่งปี 2566 มีผลการรายงานเป็นไปตามเป้าหมายทั้งหมด
- ด้านชีวอนามัย และความปลอดภัย : กำหนดมาตรฐานการทำงานตามตามมาตรฐานรับรองสากล และอุบัติเหตุสุกรเป็น 0 โดยปี 2563-2565 สามารถบรรลุเป้าหมาย อย่างไรก็ตามปี 2566 มีอุบัติเหตุจากการทำงานในระดับ 0.5
- ด้านการพัฒนาทุนมนุษย์และสังคม: จัดกิจกรรม CSR มาอย่างต่อเนื่อง โดยมีโครงการสำคัญ เช่น ศูนย์การเรียนรู้ และแปลงนาสาธิตหนองแซง ซึ่งช่วยสร้างรายได้เสริมอย่า 5 แสนบาท ให้แก่คนในชุมชน

## Governance (G – Bloomberg score 2023 : 4.10) :

- ด้านการจัดการห่วงโซ่อุปทาน: มีการประเมินคู่ค้า ซึ่งต้องผ่านหลักเกณฑ์ ESG และมีหลักในการดำเนินงาน หากคู่ค้าไม่ผ่านมาตรฐานดังกล่าว
- ด้านการกำกับกิจกรรมดูแลกิจการ และการต่อต้านคอร์รัปชัน: กำหนดนโยบายคณะกรรมการ มีการดำเนินงาน และตรวจสอบและเปิดเผยข้อมูล โดยตั้งเป้าได้รับการประเมินการกำกับดูแลในระดับ 5 ดาว จาก CGR โดยในปี 2566 ได้รับคะแนนดังกล่าวในระดับ 5 ดาว

# EQUITY TALK

- ด้านความมั่นคงปลอดภัยทางข้อมูลและไซเบอร์: มีการนำระบบและโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยี ตามมาตรฐานสากลเพื่อช่วยกีดการความมั่นคงปลอดภัยของข้อมูล รวมทั้งมีการประเมินความเสี่ยง และการตรวจสอบภายในอย่างเคร่งครัด ซึ่งปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายดัชนีชี้วัดด้านดังกล่าวได้ทั้งหมด

## โครงสร้างกลุ่มบริษัทของ NEWCO

### ธุรกิจพลังงาน & โครงสร้างพื้นฐาน

แหล่งพลังงานคาร์บอนต่ำพร้อมห่วงโซ่คุณค่าแบบบูรณาการ รวมถึงธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน



### ธุรกิจดิจิทัล

ขับเคลื่อนสู่ Digitalization ด้วยการลงทุนในธุรกิจดิจิทัลและเทคโนโลยีใหม่ๆ



ที่มา: GULF

## สรุปตัวเลขสำคัญกลุ่มโรงไฟฟ้า

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป็นบาท	Upside (%)	PBV		PER	
					2567F	2568F	2567F	2568F
<b>CHINA</b>								
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 PD-H	5.00	1.7	1.9	13.9%	-	-	6.2	5.1
<b>HONGKONG</b>								
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
<b>KOREA</b>								
KOREA ELEC POWER	4.80	20200.0	25294.1	25.2%	0.3	0.3	4.7	3.3
<b>JAPAN</b>								
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	1929.0	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
<b>MALAYSIA</b>								
TENAGA NASIONAL	4.29	14.3	16.3	13.9%	1.4	1.3	20.0	17.1
PETRONAS GAS BHD	3.97	17.8	18.4	3.8%	2.5	2.5	18.5	18.0
<b>INDIA</b>								
POWER GRID CORP	3.24	338.9	332.6	-1.8%	3.4	3.3	19.0	17.9
NTPCLTD	4.29	430.5	432.5	0.5%	2.4	2.2	18.7	18.9
NHPC LTD	3.00	93.2	95.5	2.5%	2.3	2.4	23.1	18.5
<b>PHILIPPINES</b>								
FIRST GEN CORPOR	5.00	18.0	29.1	61.6%	-	-	4.5	4.1
ABOITZ POWER	4.56	38.0	45.4	19.6%	1.3	1.2	8.8	8.1
<b>THAILAND</b>								
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	19.2
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	30.9	25.1
					1.5	1.4	12.0	11.2

ที่มา: ฝ่ายวิจัย บล. เอเชีย 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.	2566	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.	2566	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.	2566	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.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	38,713	58,123	46,384	20,401
<b>ลูกหนี้การค้า</b>				
ลูกหนี้การค้า	21,165	15,121	17,052	16,770
<b>สินค้าคงเหลือ</b>				
สินค้าคงเหลือ	2,958	529	586	582
<b>สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น</b>				
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,805	1,895	1,990	2,089
<b>ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ</b>				
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>
<b>หนี้สินและการค้า</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>
<b>ทุนที่ชำระแล้ว</b>				
ทุนที่ชำระแล้ว	11,733	11,733	11,733	11,733
<b>ส่วนเกินมูลค่าหุ้น</b>				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	51,822	51,822	51,822	51,822
<b>กำไรสะสม</b>				
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>

สมมติฐานในการกำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)</b>				
กำลังการผลิตไฟฟ้า (Equity MW)	6,670	8,270	9,002	9,199
<b>อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)</b>				
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	33	33	33	33
<b>ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)</b>				
ราคาขายไฟฟ้าให้ EGAT (บาท/หน่วย)	4.47	3.37	3.37	3.10
<b>ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)</b>				
ราคาขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (บาท/หน่วย)	4.64	4.00	4.00	3.80
<b>ราคาขายไอเอ็นจีเฉลี่ย (บาท/ตัน)</b>				
ราคาขายไอเอ็นจีเฉลี่ย (บาท/ตัน)	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>ค่า Ft เฉลี่ย (บาท/หน่วย)</b>				
ค่า Ft เฉลี่ย (บาท/หน่วย)	0.89	0.40	0.40	0.20
<b>ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)</b>				
ราคาก๊าซธรรมชาติเฉลี่ย (บาท/MMBTU)	400	350	320	300
<b>จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)</b>				
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	11,733	11,733	11,733	11,733

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส