

11 July 2023

Sector: Energy

# Gulf Energy Development

## โครงการใหม่หนุนกำไรโตใน 2Q23E และคาดโตต่อเนื่องใน 2H23E

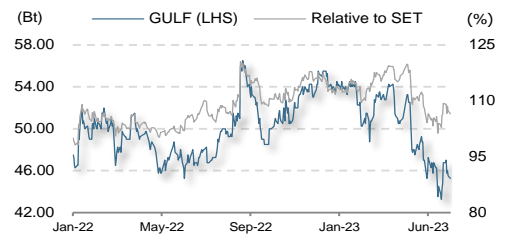
Bloomberg ticker	GULF TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt45.00
Target price	Bt60.00 (maintained)
Upside/Downside	+32%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt60.40
Bloomberg consensus	Buy 13 / Hold 3 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt57.25 / Bt45.00
Market cap. (Bt mn)	533,858
Shares outstanding (mn)	11,733
Avg. daily turnover (Bt mn)	860
Free float	27%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	47,467	94,151	105,936	118,296
EBITDA	20,099	28,167	33,124	38,698
Net profit	7,670	11,418	15,366	18,441
EPS (Bt)	0.65	0.97	1.31	1.57
Growth	62.8%	48.9%	34.6%	20.0%
Core EPS (Bt)	0.75	0.98	1.31	1.57
Growth	78.9%	30.8%	33.3%	20.0%
DPS (Bt)	0.38	0.44	0.65	0.79
Div. yield	0.7%	0.8%	1.2%	1.5%
PER (x)	82.6	55.5	41.2	34.4
Core PER (x)	71.9	55.0	41.2	34.4
EV/EBITDA (x)	38.8	27.9	25.1	21.7
PBV (x)	5.9	4.7	5.4	4.8

Bloomberg consensus				
Net profit	7,670	11,418	15,536	19,736
EPS (Bt)	0.65	0.97	1.31	1.69



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-3.2%	-15.7%	-17.3%	-3.7%
Relative to SET	0.6%	-9.7%	-5.8%	0.2%

Major shareholders		Holding
1. Mr. Sarath Ratanavadi		35.44%
2. UBS AG Singapore Branch		11.97%
3. Gulf Capital Holdings Limited		10.48%

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

คงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมาย 60.00 บาท อิง SOTP ทั้งนี้เราประเมินกำไรปกติ 2Q23E ที่ 3.8 พันล้านบาท (+22% YoY, +2% QoQ) หนุนโดยการ COD โครงการ IPP GPD 663MW รับรู้เต็มไตรมาสควบคู่กับ margin SPP ที่ยังขยายตัวแม้ค่า Ft ปรับลงแต่ได้ผลบวกจากค่าก๊าซที่ปรับลงมากกว่า และรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH มากขึ้น ชดเชยการเข้า low season ของโรงไฟฟ้าพลังงานลม และรับรู้ขาดทุนจากโครงการ Jackson ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2023E ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท (+33% YoY) แนวโน้ม 2H23E คาดโตได้ HoH แม้ค่า Ft มีโอกาสปรับลง (อิงเคสปรับลงล่าสุดจากการรับฟังความคิดเห็น 0.25 บาท/หน่วย ค่าไฟฟ้ารวม -5% จากปัจจุบัน) แต่ค่าก๊าซก็มีโอกาสปรับลงอย่างมีนัยสำคัญมาที่ 350 บาท/MMBTU (-13% จากปัจจุบัน) คาดไม่กดดัน margin ของ SPP ในช่วงที่เหลือของปี

ราคาหุ้นกลับมาเคลื่อนไหวใกล้เคียง SET ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา คาดรับรู้ negative sentiment กรณีนโยบายหาเสียงเลือกตั้งของพรรคแกนนำจัดตั้งรัฐบาลต้องการลดค่าไฟฟ้าและเจรจาความร่วมมือจ่ายใหม่และโอกาสในการปรับลดการผลิตไฟฟ้าของไทยในอนาคตลงไปพอสมควร ในขณะที่ key catalyst ในระยะถัดไปคือ active investment ทั้งในและต่างประเทศซึ่งครอบคลุมถึงโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ หากมีการแจ้งความคืบหน้ากับตลาดจะช่วยสร้าง positive sentiment ให้กับหุ้น

### Event: 2Q23E earnings preview

□ 2Q23E กำไรปกติโต YoY, QoQ จากโครงการใหม่ ประเมินกำไรปกติ 2Q23E ที่ 3.8 พันล้านบาท (+22% YoY, +2% QoQ) โดยมีปัจจัยหนุนจาก 1) การรับรู้รายได้เต็มไตรมาสจากโครงการใหม่ GPD unit 1 (IPP) 663MW 2) Margin SPP ที่ดีขึ้นจากการลดลงของค่าก๊าซมาที่ 403 บาท/MMBTU (-19% QoQ) ซึ่งยังดีกว่าผลกระทบจากการปรับค่า Ft ลงมาที่ 0.91 บาท/หน่วย (จาก 1.55 บาท/หน่วย ในไตรมาสก่อน) 3) ส่วนแบ่งกำไรจาก INTUCH ที่มากขึ้นตามการฟื้นตัวของ ADVANC ชดเชยปัจจัยลบ 1) การเข้า low season ของโรงไฟฟ้าพลังงานลม BKR2 และ JV GUNKUL และ 2) ยังคงรับรู้ผลขาดทุนจากโครงการ Jackson

### Implication

□ คงประมาณการกำไรปกติปี 2023E แนวโน้ม 2H23E คาดเติบโตได้ HoH เบื้องต้นเรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2023E ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท (+33% YoY) โดยมีโครงการหลักหนุนคือการ COD โครงการ IPP GPD กำลังการผลิตรวม 928MWe ใน 2Q23 และ 4Q23E ในขณะที่การปรับลดค่า Ft ลงในงวด ก.ย.-ธ.ค. 2023E ตามการเปิดรับฟังความคิดเห็นในปัจจุบันอัตราต่ำสุดจะอยู่ที่ -0.25 บาท/หน่วย (ค่าไฟฟ้าโดยรวม -5% จากงวดปัจจุบัน) ในขณะที่แนวโน้มค่าก๊าซมีโอกาสลงไปที่ 350 บาท/MMBTU (-13% จากงวดปัจจุบัน) ประเมินยังทำให้ margin SPP ยังไม่ถูกกดดัน ส่งผลให้แนวโน้ม 2H23E ยังสามารถเติบโตได้ HoH

### Valuation/Catalyst/Risk

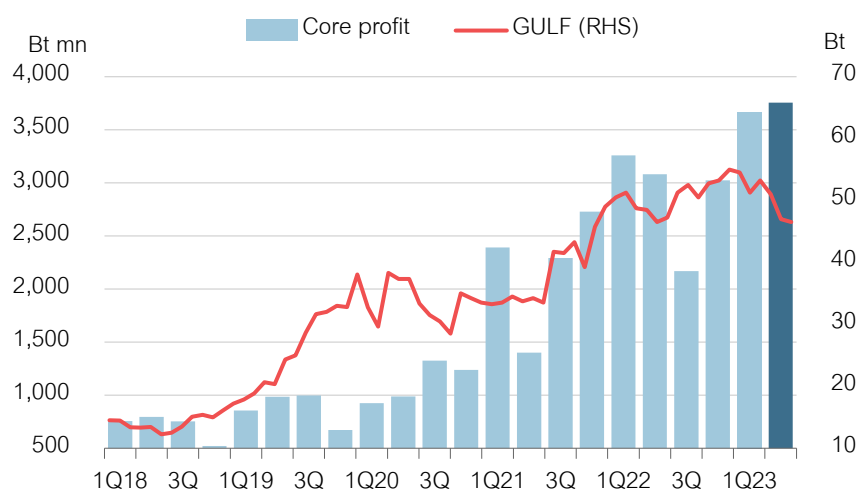
ราคาเป้าหมาย 60.00 บาท อิง SOTP ทั้งนี้ Key catalyst ยังคงเป็น active investment ทั้งในและต่างประเทศ โดย short-term catalyst คือโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในไทย เฟส 2 ราว 3.7GW ต่อจากโครงการ 5.2GW คาดเห็นความชัดเจนในปี 2023E และการโครงการใหม่ในเวียดนามหลังประกาศ Master Plan VIII

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 1: 2Q23E earnings preview

FY: Dec (Bt mn)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23E	1H22	YoY
Revenues	29,163	23,004	26.8%	26,413	10.4%	55,575	43,632	27.4%
CoGS	(23,241)	(18,567)	25.2%	(21,101)	10.1%	(44,343)	(34,632)	28.0%
Gross profit	5,921	4,437	33.4%	5,311	11.5%	11,233	9,000	24.8%
SG&A	(764)	(639)	19.6%	(742)	3.0%	(1,506)	(1,190)	26.5%
EBITDA	8,692	4,962	75.2%	8,456	2.8%	17,147	12,224	40.3%
Other inc./exps	2,434	(78)	-	2,932	-17.0%	5,367	1,927	178.5%
Interest expenses	(2,254)	(1,864)	20.9%	(2,124)	6.1%	(4,377)	(3,337)	31.2%
Income tax	(160)	(146)	9.6%	(186)	-14.1%	(347)	(594)	-41.6%
Core profit	3,755	3,081	21.9%	3,668	2.4%	7,423	6,338	17.1%
Net profit	3,755	1,531	145.3%	3,850	-2.5%	7,605	4,925	54.4%
EPS (Bt)	0.32	0.13	145.3%	0.33	-2.5%	0.65	0.42	54.4%
Gross margin	20.3%	19.3%		20.1%		20.2%	20.6%	
Net margin	12.9%	6.7%		14.6%		13.7%	11.3%	

Fig 2: GULF share prices vs profits



Source: Company



Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้จุดติ มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเพื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5