

Fundamental Story

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB) - HOLD, Price Bt52.00, TP Bt40.00

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กำไร 4Q21 แข็งแกร่ง เป็นไปตามคาด

- GULF รายงานกำไรปกติ 2.77 พันลบ. ใน 4Q21 เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง 135% y-y โดยได้แรงหนุนจากกำไรที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มอินทรี และเพิ่มขึ้น 21% q-q จากการขยายกำลังการผลิตและการผลิตไฟฟ้าที่สูงขึ้นมากจากฟาร์มกังหันลมในเยอรมนี กำไรปกติทั้งปีอยู่ที่ 8.85 พันลบ. คิดเป็น 101% ของประมาณการของเรา
- กำไรขั้นต้นเติบโต 31% y-y และ 49% q-q เป็น 4.4 พันลบ. ใน 4Q21 การเติบโตมาจากการเริ่มดำเนินงานของโรงไฟฟ้า IPP ขนาด 928MW ในเดือนมีนาคมและตุลาคม ซึ่งชดเชยผลกระทบจากราคาก๊าซธรรมชาติที่พุ่งสูงขึ้นในโรงไฟฟ้า SPP การเติบโตที่แข็งแกร่งขึ้น q-q เกิดจากช่วงไฮซีซั่นของพลังงานลมในเยอรมนี
- EBITDA ต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อยที่ 5.0 พันลบ. ใน 4Q21 (เพิ่มขึ้นอย่างมาก 34% y-y และ 37% q-q) เนื่องจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงกว่าที่คาดในช่วง peak season ด้วยผลประโยชน์จากขนาดกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น อัตราส่วน SG&A/Sales จึงลดลงเหลือ 4.5% ใน 4Q21 จาก 5.0% ใน 3Q21 และ 9.4% ใน 4Q20
- GULF เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 1.1 พันลบ. จากกลุ่มอินทรีใน 4Q21 (บันทึกเป็นรายได้เงินปันผล 1.7 พันลบ. ใน 3Q21) ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้นเป็น 1.74 พันลบ. ในไตรมาสนี้ เพิ่มขึ้น 302% y-y และ 152% q-q
- GULF ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.44 บาทต่อหุ้น สำหรับผลการดำเนินงานปี 2021 XD วันที่ 4 มีนาคม และกำหนดจ่ายปันผลวันที่ 28 เมษายน 2022 ซึ่งคิดเป็นอัตราการจ่ายปันผลที่ 68% จากกำไรสุทธิในปี
- แม้ว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่ง ในขณะที่เราเห็น upside ต่อมูลค่าของเราจากการลงทุนใหม่ๆ ที่เรายังไม่ได้รวมในประมาณการของเรา แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ GULF ปรับไปตามความเชื่อมั่นที่แข็งแกร่งของนักลงทุนที่มีต่อแนวโน้มการเติบโต ซึ่งได้ปรับขึ้นเหนือปัจจัยพื้นฐานไปมากแล้ว

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Revenue	9,309	9,035	11,242	11,903	15,287	
Gross profit	3,367	3,006	2,716	2,959	4,397	
SG&A	878	484	532	589	692	
Operating profit	2,488	2,523	2,184	2,370	3,705	
EBITDA	3,709	3,724	3,429	3,642	4,977	
Other income	21	696	88	1,702	31	
Other expense						
Interest expense	1,040	932	1,174	1,753	1,737	
Profit before tax	1,469	2,287	1,098	2,319	1,998	
Income tax	167	141	(193)	91	308	
Equity & invest. income	433	689	733	690	1,740	
Minority interests	(558)	(445)	(624)	(626)	(662)	
Extraordinary items	668	(757)	5	(705)	274	
Net profit	1,844	1,632	1,407	1,588	3,043	
Normalized profit	1,176	2,389	1,401	2,293	2,769	
EPS (Bt)	0.16	0.14	0.12	0.14	0.26	
Normalized EPS (Bt)	0.10	0.20	0.12	0.20	0.24	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Cash & ST investment	21,772	18,136	18,931	24,623	19,847	
A/C receivable	5,660	5,838	7,778	7,966	9,569	
Inventory	331	116	1,002	1,058	1,303	
Other current assets	2,591	3,835	2,272	3,109	8,093	
Investment	22,079	24,268	24,169	24,468	135,573	
Fixed assets	129,718	120,088	124,961	133,307	130,128	
Other assets	63,429	84,165	89,815	160,657	58,161	
Total assets	245,581	256,446	268,929	355,188	362,674	
S-T debt	18,287	24,728	32,975	16,600	19,526	
A/C payable	1,353	1,540	2,341	2,271	3,080	
Other current liabilities	10,002	5,389	6,779	10,732	12,410	
L-T debt	122,577	128,107	128,341	202,751	203,296	
Other liabilities	21,281	16,730	19,722	23,451	16,853	
Minority interest	8,053	9,646	9,618	10,230	10,913	
Shareholders' equity	64,027	70,306	69,153	89,153	96,596	
Working capital	4,638	4,414	6,440	6,753	7,791	
Total debt	140,864	152,835	161,316	219,351	222,821	
Net debt	119,092	134,699	142,386	194,728	202,974	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement		12M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F	
Revenue	28	64	90	47,467	81,004	
Gross profit	49	31	98	13,079	17,753	
SG&A	18	(21)	95	2,297	2,863	
Operating profit	56	49	98	10,782	14,890	
EBITDA	37	34	93	15,771	22,606	
Other income	(98)	47	97	2,516	237	
Other expense			na			
Interest expense	(1)	67	103	5,596	7,114	
Profit before tax	(14)	36	94	7,703	8,014	
Income tax	240	84	117	347	360	
Equity & invest. income	152	302	93	3,853	8,492	
Minority interests	na	na	72	(2,356)	(4,068)	
Extraordinary items	na	(59)	na	(1,182)		
Net profit	92	65	87	7,670	12,078	
Normalized profit	21	135	101	8,852	12,078	
EPS (Bt)	92	65	87	0.65	1.03	
Normalized EPS (Bt)	21	135	101	0.75	1.03	

Financial Ratios						
(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
Sales grow th	16.3	14.8	44.6	51.1	64.2	
Operating profit grow th	81.7	66.8	52.2	47.3	48.9	
EBITDA grow th	80.5	66.6	59.3	53.0	34.2	
Norm profit grow th	76.2	158.3	41.6	73.1	135.4	
Norm EPS grow th	76.2	158.3	41.6	73.1	135.4	
Gross margin	36.2	33.3	24.2	24.9	28.8	
Operating margin	26.7	27.9	19.4	19.9	24.2	
EBITDA margin	39.8	41.2	30.5	30.6	32.6	
Norm net margin	12.6	26.4	12.5	19.3	18.1	
D/E (x)	2.0	1.9	2.0	2.2	2.1	
Net D/E (x)	1.7	1.7	1.8	2.0	1.9	
Interest coverage (x)	3.6	4.0	2.9	2.1	2.9	
Interest rate	3.1	2.5	3.0	3.7	3.1	
Effective tax rate	11.4	6.2	(17.6)	3.9	15.4	
ROA	2.0	3.8	2.1	2.9	3.1	
ROE	7.7	14.2	8.0	11.6	11.9	

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอวิปเมเนท จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิปเมเนท จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)