

# Fundamental Story

**Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB) - HOLD, Price Bt52.75, TP Bt45.00**

Results Comment

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

## กำไร 3Q22 อ่อนแอ แต่เป็นไปตามคาด

- GULF รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมกำไร/ขาดทุนจาก FX และการป้องกันความเสี่ยง) ที่ 2.17 พันลบ. ใน 3Q22 ลดลง 5% y-y และ 30% q-q สอดคล้องกับที่เราคาด
- ผลกำไรที่อ่อนตัวลง เป็นผลจากขาดทุนจากธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติในประเทศและโครงการ SPP ในขณะที่โรงไฟฟ้า IPP มีการผลิตไฟฟ้าลดลงเช่นกัน ทั้งนี้แม้โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเยอรมนีจะทำกำไรได้สูงเป็นพิเศษก็ตาม การลดลงอย่างมาก y-y มาจากรายได้เงินปันผลจากกลุ่มอินทรีที่รับรู้ครั้งเดียวในปีที่แล้ว
- EBITDA รวมเติบโต 46% y-y เป็น 5.33 พันลบ. ใน 3Q22 โดยได้แรงหนุนหลักจากการขยายกำลังการผลิต และค่าไฟฟ้าที่สูงเป็นพิเศษในโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเยอรมนี การเติบโต 5% q-q นั้นเนื่องจากแรงหนุนที่แข็งแกร่งจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมดังกล่าวถูกหักล้างไปด้วยอัตรากำไรที่ลดลงของโรงไฟฟ้า SPP
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือเพิ่มขึ้น 81% y-y เป็น 1.25 พันลบ. ใน 3Q22 เนื่องจาก GULF เริ่มรับรู้กำไรจาก Intouch Group ใน 4Q21 แต่อย่างไรก็ตาม กำไรลดลง 38% q-q เนื่องจากผลประกอบการที่อ่อนแอของโรงไฟฟ้า SPP ของ GJP (ถือหุ้น 40%) และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติในประเทศ (ถือหุ้น 42%)
- ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 16% y-y เป็น 2.04 พันลบ. ใน 3Q22 เนื่องจากหนี้สินสุทธิของ GULF ยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับการเติบโต ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของ GULF อยู่ที่ 3.3% ณ 3Q22 และ net D/E อยู่ที่ 1.9 เท่า
- แม้ผลประกอบการในไตรมาสนี้จะชะลอตัว แต่กำไร 9M22 ของ GULF คิดเป็น 79% ของประมาณการทั้งปี 2022F ของเรา ดังนั้นเราจึงเห็น upside ต่อประมาณการกำไรและมูลค่าของ GULF เรา จำเป็นต้องทบทวนประมาณการกำไรและคำแนะนำของเรา

Income Statement (consolidated)					Income Statement 9M as						
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2022F	2022F	2023F
Revenue	11,903	15,287	20,628	23,004	23,631	Revenue	3	99	83	80,636	104,923
<b>Gross profit</b>	<b>2,959</b>	<b>4,397</b>	<b>4,562</b>	<b>4,437</b>	<b>4,700</b>	<b>Gross profit</b>	<b>6</b>	<b>59</b>	<b>87</b>	<b>15,759</b>	<b>19,710</b>
SG&A	589	692	551	639	643	SG&A	1	9	74	2,493	2,891
Operating profit	2,370	3,705	4,011	3,798	4,057	Operating profit	7	71	89	13,266	16,819
<b>EBITDA</b>	<b>3,642</b>	<b>4,977</b>	<b>5,257</b>	<b>5,040</b>	<b>5,334</b>	<b>EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>46</b>	<b>78</b>	<b>19,958</b>	<b>25,393</b>
Other income	1,702	31	35	98	75	Other income	(24)	(96)	95	217	186
Other expense						Other expense			na		
Interest expense	1,753	1,737	1,473	1,864	2,036	Interest expense	9	16	72	7,424	7,335
<b>Profit before tax</b>	<b>2,319</b>	<b>1,998</b>	<b>2,573</b>	<b>2,032</b>	<b>2,096</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>3</b>	<b>(10)</b>	<b>111</b>	<b>6,060</b>	<b>9,670</b>
Income tax	91	308	448	146	572	Income tax	292	532	370	315	362
Equity & invest. income	690	1,699	1,784	2,035	1,252	Equity & invest. income	(38)	81	64	7,947	9,073
Minority interests	(626)	(662)	(653)	(840)	(608)	Minority interests	na	na	73	(2,872)	(3,518)
Extraordinary items	(705)	315	138	(1,550)	(1,081)	Extraordinary items	na	na	na		
<b>Net profit</b>	<b>1,588</b>	<b>3,043</b>	<b>3,395</b>	<b>1,531</b>	<b>1,087</b>	<b>Net profit</b>	<b>(29)</b>	<b>(32)</b>	<b>56</b>	<b>10,820</b>	<b>14,862</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,293</b>	<b>2,728</b>	<b>3,257</b>	<b>3,081</b>	<b>2,168</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>(30)</b>	<b>(5)</b>	<b>79</b>	<b>10,820</b>	<b>14,862</b>
EPS (Bt)	0.14	0.26	0.29	0.13	0.09	EPS (Bt)	(29)	(32)	56	0.92	1.27
Normalized EPS (Bt)	0.20	0.23	0.28	0.26	0.18	Normalized EPS (Bt)	(30)	(5)	79	0.92	1.27

  

Balance Sheet (consolidated)					Financial Ratios (%)						
Yr-end Dec (Bt m)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22		3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Cash & ST investment	24,623	19,847	22,621	16,819	27,945	Sales grow th	51.1	64.2	128.3	104.6	98.5
A/C receivable	7,966	9,569	14,561	15,484	15,969	Operating profit grow th	47.3	48.9	59.0	73.9	71.2
Inventory	1,058	1,303	1,732	2,115	2,152	EBITDA grow th	53.0	34.2	41.2	47.0	46.5
Other current assets	3,109	8,093	6,356	7,387	8,208	Norm profit grow th	73.1	131.9	36.3	119.9	(5.5)
Investment	24,468	135,573	139,760	137,563	139,445	Norm EPS grow th	73.1	131.9	36.3	119.9	(5.5)
Fixed assets	133,307	130,128	124,610	126,958	135,322	Gross margin	24.9	28.8	22.1	19.3	19.9
Other assets	160,657	58,161	72,552	81,923	92,579	Operating margin	19.9	24.2	19.4	16.5	17.2
<b>Total assets</b>	<b>355,188</b>	<b>362,674</b>	<b>382,193</b>	<b>388,249</b>	<b>421,621</b>	EBITDA margin	30.6	32.6	25.5	21.9	22.6
S-T debt	16,600	19,526	22,940	27,082	24,744	Norm net margin	19.3	17.8	15.8	13.4	9.2
A/C payable	2,271	3,080	6,338	6,171	6,286	D/E (x)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1
Other current liabilities	10,732	12,410	12,637	16,719	19,427	Net D/E (x)	2.0	1.9	1.8	1.9	1.9
L-T debt	202,751	203,296	210,646	209,244	238,125	Interest coverage (x)	2.1	2.9	3.6	2.7	2.6
Other liabilities	23,451	16,853	13,083	10,702	10,628	Interest rate	3.7	3.1	2.6	3.2	3.3
Minority interest	10,230	10,913	12,950	14,725	15,567	Effective tax rate	3.9	15.4	17.4	7.2	27.3
<b>Shareholders' equity</b>	<b>89,153</b>	<b>96,596</b>	<b>103,598</b>	<b>103,605</b>	<b>106,843</b>	ROA	2.9	3.0	3.5	3.2	2.1
Working capital	6,753	7,791	9,954	11,429	11,834	ROE	11.6	11.7	13.0	11.9	8.2
Total debt	219,351	222,821	233,586	236,327	262,869						
<b>Net debt</b>	<b>194,728</b>	<b>202,974</b>	<b>210,965</b>	<b>219,508</b>	<b>234,923</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 111 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2302A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2302A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2302A, BANPU16C2212A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2302A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2302A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, BTS16C2301A, CBG16C2302A, CBG16C2301B, CBG16C2301A, CENTEL16C2209A, COM716C2302A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, DTAC16C2212A, DOHOME16C2301A, EA16C2303A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2302A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2209A, GULF16C2302B, GULF16C2302A, GULF16C2301A, GUNKUL16C2302A, GUNKUL16C2301A, GUNK16C2209A, HANA16C2301A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2301A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2211A, JMT16C2302A, JMT16C2211A, KBANK16C2302A, KBANK16C2301A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2302A, KCE16C2301B, KCE16C2301A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2302A, MINT16C2301A, MINT16C2211A, MTC16C2301A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2303A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWAD16C2302A, SAWA16C2209A, SCB16C2301A, SCB16C2211A, SCGP16C2303A, SCGP16C2212A, SET5016P2212B, SET5016C2212C, SET5016C2212B, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, CPN, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, TTA, VGI, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิ้นซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิ้นซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการจำหน่ายหุ้นกู้ ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)