

# Fundamental Story

## Gulf Energy Dev. Pcl (GULFI TB) - U.R.

News Update

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

### ข้อมูลเบื้องต้นสำหรับบริษัทควมรวมใหม่

- บริษัทควมรวมใหม่จะเริ่มเข้าซื้อขายวันที่ 3 เมษายน 2025
- ราคาซื้อขายล่าสุดเทียบเท่ามูลค่าพื้นฐานที่ 29 เท่า PE ปี 2025F
- เราประเมินราคาเป้าหมายบริษัทใหม่เบื้องต้นที่ 64 บาทต่อหุ้น
- แนวโน้มยังคงดูเป็นบวก

บริษัทควมรวมใหม่ระหว่าง บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULFI) และ บมจ. อินทัช โฮลดิ้งส์ (INTUCH) จะเริ่มเข้าซื้อขายใน SET ด้วยสัญลักษณ์ตัวย่อ GULF ตั้งแต่วันที่ 3 เมษายน 2025 นี้ แต่เนื่องจากข้อมูลและรายละเอียดของบริษัทควมรวมใหม่ยังมีจำกัด ณ ขณะนี้ เราจึงรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเบื้องต้นเพื่อประกอบการพิจารณาลงทุนให้นักลงทุนในช่วงแรกนี้ และจะจัดทำบทวิเคราะห์โดยละเอียดสำหรับบริษัทควมรวมใหม่ (GULF) เมื่อเรารู้สึกว่ามีข้อมูลเพียงพอต่อความมั่นใจของเราในการประเมินมูลค่าพื้นฐานโดยละเอียดสำหรับการจัดทำบทวิเคราะห์อีกครั้ง

- หากคำนวณจากราคาซื้อขายสุดท้ายของหุ้น GULFI และ INTUCH เมื่อวันที่ 21 มีนาคม 2025 ที่ผ่านมา จะได้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ของบริษัทควมรวมใหม่ (GULF) อยู่ที่ราว 7.21 แสนลบ. หรือเทียบเป็นมูลค่าราคาต่อหุ้นที่ 48.3 บาทต่อหุ้น เมื่อคำนวณจากจำนวนหุ้นทั้งหมดของ GULF ที่ 1.49 หมื่นล้านหุ้น (ดู Exhibit 1 ประกอบ)
- หากอ้างอิงจากประมาณการกำไรของ GULFI และ บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC) ของเราแล้ว เราจะประเมินกำไรของ GULF ในเบื้องต้นได้ที่ราว 2.52 หมื่นลบ. ในปี 2025F โดยคำนวณมาจากประมาณการกำไรของ GULFI ที่ 2.09 หมื่นลบ. บวกเพิ่มด้วยส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้น 8.4 พันลบ. จากการที่ GULF จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน ADVANC สูงขึ้น 21.3% หลังการควมรวม และหักลบด้วยต้นทุนค่าตัดจำหน่าย 4.0 พันลบ. ที่เกิดจากมาตรฐานทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการควมรวม ซึ่งเป็นตัวเลขเบื้องต้นที่ทางบริษัทให้ข้อมูลแก่ตลาดฯ (ดู Exhibit 2 ประกอบ)
- จากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และประมาณการกำไรเบื้องต้นดังกล่าว จะคำนวณได้ว่า GULF จะเริ่มซื้อขายที่มูลค่าพื้นฐานราว 29 เท่า PE ในปี 2025F
- ส่วนการประมาณมูลค่าพื้นฐานเบื้องต้นสำหรับบริษัทควมรวมใหม่ เราสามารถคำนวณเบื้องต้นได้จากราคาเป้าหมาย GULFI ของเราที่ 65 บาทต่อหุ้นซึ่งเทียบได้เป็นมูลค่าหลักทรัพย์ที่ 7.63 แสนลบ. รวมเข้ากับมูลค่าส่วนเพิ่ม 1.96 แสนลบ. จากสัดส่วนการถือหุ้นใน ADVANC ที่เพิ่มขึ้น 21.3% หลังการควมรวม (คำนวณจากราคาเป้าหมาย ADVANC ของเราที่ 310 บาทต่อหุ้น) เราจะได้ราคาเป้าหมายเบื้องต้นสำหรับบริษัทใหม่ (GULF) ที่ 9.59 แสนลบ. หรือ 64 บาทต่อหุ้น

### Key Valuations

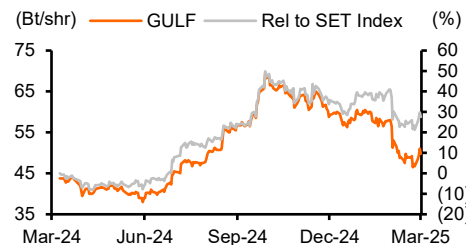
Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	120,888	140,832	140,731	142,526
Net profit	18,170	19,615	23,066	25,367
Norm net profit	18,074	19,615	23,066	25,367
Norm EPS (Bt)	1.5	1.7	2.0	2.2
Norm EPS gr (%)	22.5	8.5	17.6	10.0
Norm PE (x)	32.3	29.8	25.3	23.0
EV/EBITDA (x)	34.8	31.3	26.8	24.6
P/BV (x)	4.7	4.6	4.3	4.1
Div. yield (%)	2.0	2.4	2.8	3.0
ROE (%)	15.0	15.6	17.6	18.3
Net D/E (%)	180.2	172.2	158.8	146.8

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	49.75
Target price (Bt)	65.00
Market cap (US\$ m)	17,183
Avg daily turnover (US\$ m)	40.2
12M H/L price (Bt)	69.50/38.00

### Price Performance



Source: Bloomberg

## Fundamental Story

- เนื่องจากเราประมาณการเติบโตกำไรของ GULFI ที่ราว 10-18% และ 10-13% สำหรับ ADVANC ในขณะที่เราคาดกำไรของบริษัท GULF ใหม่จะมาจากธุรกิจโรงไฟฟ้าและโทรคมนาคมในสัดส่วนใกล้เคียงกัน เราจึงคาดกำไรของบริษัทใหม่มีการเติบโตได้ราว 10-15% ในช่วงปีดังกล่าว โดยมีปัจจัยหนุนคือ 1) การขยายกำลังการผลิตของการผลิตไฟฟ้า 2) แนวโน้ม ARPU ที่ดีขึ้นในตลาดโทรคมนาคม 3) การเริ่มดำเนินงานธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานสำหรับตลาดก๊าซธรรมชาติในประเทศไทย และ 4) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงตามแนวโน้มดอกเบี้ยขาลง และการอาจได้ปรับ credit rating ขึ้น

### Ex 1: GULF's Share Value Based On Last Trading Prices

	Last trading price (Bt/share)	Implied market capitalization (Bt m)
GULF	49.75	583,724
INTUCH*	81.50	137,542
<b>Implied merged-co market capitalization</b>	<b>721,266</b>	<b>Bt m</b>
# merged-co share	14,940	m shares
<b>Implied opening price</b>	<b>48.28</b>	<b>Bt/share</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* The implied market capitalization from INTUCH is calculated using only 1,688 million shares, excluding the portion already held by GULFI prior to the merger. This adjustment is made to avoid double-counting in the merged entity's valuation.

### Ex 2: Preliminary 2025F Earnings Estimate For GULF

Our 2025F earnings forecast for GULFI - (1)	20,873	Bt m
Our 2025F earnings forecast for ADVANC	39,324	Bt m
Additional share of profit based on 21.3% higher stake in GULF - (2)	8,376	Bt m
Additional amortization cost from the merger - (3)	4,000	Bt m
<b>New co earnings ---</b>	<b>(1) + (2) - (3)</b>	<b>25,249 Bt m</b>

Sources: Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนาชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนาชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"