Fundamental Story

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB) - BUY, Price Bt44.25, TP Bt56.00

Results Comment

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

กำไร 3Q25 ออกมาดีกว่าคาด

- GULF รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติออกมาที่ 7.19 พันลบ. ใน 3Q25 เทียบเป็นการเติบโต 1% q-q หนุนโดยผลกำไรที่ดีขึ้นของ ADVANC และโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ Jackson ในสหรัฐอเมริกา ซึ่งกลบผลลบจากรายได้เงินปันผลจาก KBANK ที่ลดลง และการปิดซ่อมบำรุงตามแผนในโรงไฟฟ้า IPP บางโครงการไว้ได้
- กำไรนี้ออกมาดีกว่าที่เราคาด โดยหลักมาจากกำไรของ ADVANC ที่เติบโตได้มากกว่าที่เราประเมินไว้
- กำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อย 1% q-q ลงเหลือ 6.50 พันลบ. เนื่องจากมีการปิดซ่อมบำรุงตามแผนของโรงไฟฟ้า IPP สองแห่งคือ GSRC ยูนิต 2 และ GPD ยูนิต 2 และผลกระทบทางลบจากเงินลาทแข็งค่า ทั้งนี้แม้อัตรากำไรของโรงไฟฟ้า SPP ปรับดีขึ้นในไตรมาสนี้
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารลดลง 21% q-q มาเหลือ 926 ลบ. จากฐานสูงในไตรมาสก่อนที่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการ
- EBITDA ปรับเพิ่มขึ้น 3% q-q เป็น 6.88 พันลบ. จากค่าใช้จ่ายการขายให้บริการที่ลดลงช่วยกลบผลลบจากกำไรขั้นต้นที่อ่อนตัวลงได้
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น 20% q-q เป็น 5.62 พันลบ. จากกำไรที่ดีขึ้นของ 1) โรงไฟฟ้า Jackson (ค่า CP ที่สูงขึ้นและช่วงไฮซีซั่นของการใช้ไฟฟ้าในตลาด PJM) 2) ADVANC (รายได้การให้บริการโทรคมนาคมเติบโต) และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานลมในไทย (ปริมาณการผลิตไฟฟ้าสูงขึ้น)
- สถานะทางการเงินยังแข็งแกร่งที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ 0.9 เท่าใน 3Q25 แม้เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.8 เท่า ณ สิ้นปี 2024 เนื่องจาก GULF ยังกู้เงินมาเพื่อลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศอย่างต่อเนื่อง
- เนื่องจากกำไร 9M25 คิดเป็น 79% ของประมาณการของเราและเรามองกำไรยังเติบโตต่อใน 4Q25F จากการขยายกำลังการผลิต เราจึงมองว่ามี upside ต่อประมาณการ และยังแนะนำ "ซื้อ" GULF

Income Statement					(consolidated)
Yr-end Dec (Bt m)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Revenue			30,782	38,518	29,037
Gross profit			**6,407**	**6,529**	**6,496**
SG&A			1,143	1,168	926
Operating profit			5,264	5,362	5,570
EBITDA			**6,555**	**6,651**	**6,879**
Other income			1,562	2,100	1,140
Other expense					
Interest expense			3,273	3,333	3,323
Profit before tax			**3,553**	**4,128**	**3,387**
Income tax			340	460	441
Equity & invest. income			4,582	4,679	5,623
Minority interests			(1,288)	(1,248)	(1,288)
Extraordinary items			58	56,772	(7)
Net profit			**6,564**	**63,871**	**7,274**
Normalized profit			**6,507**	**7,099**	**7,281**
EPS (Bt)			0.44	4.28	0.49
Normalized EPS (Bt)			0.44	0.48	0.49

Income Statement			9M as		
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025F	2026F
Revenue	(25)		63	155,500	158,135
Gross profit	**(1)**		**81**	**23,923**	**27,553**
SG&A	(21)		69	4,712	4,806
Operating profit	4		84	19,211	22,747
EBITDA	**3**		**81**	**24,676**	**28,872**
Other income	(46)		74	6,473	6,251
Other expense			na		
Interest expense	(0)		76	13,049	13,102
Profit before tax	**(18)**		**88**	**12,635**	**15,896**
Income tax	(4)		82	1,516	1,908
Equity & invest. income	20		72	20,530	23,666
Minority interests	na		76	(5,054)	(5,424)
Extraordinary items	na		na		
Net profit	**(89)**		**292**	**26,594**	**32,231**
Normalized profit	**3**		**79**	**26,594**	**32,231**
EPS (Bt)	(89)		292	1.78	2.16
Normalized EPS (Bt)	3		79	1.78	2.16

Balance Sheet					(consolidated)
Yr-end Dec (Bt m)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Cash & ST investment		35,422	46,524	49,461	60,962
A/C receivable		18,778	29,901	31,160	2,500
Inventory		3,180	4,046	3,594	4,272
Other current assets		15,393	24,802	15,902	35,358
Investment		377,922	375,888	389,286	386,332
Fixed assets		90,658	95,601	97,420	101,651
Other assets		150,066	151,813	155,383	161,724
Total assets		**691,419**	**728,575**	**742,205**	**752,800**
S-T debt		55,873	72,985	65,152	93,877
A/C payable		6,072	14,555	14,386	12,237
Other current liabilities		9,836	11,494	12,830	9,379
L-T debt		259,230	286,623	289,964	268,677
Other liabilities		11,577	12,122	13,773	14,419
Minority interest		29,689	29,891	30,284	30,451
Shareholders' equity		**319,143**	**300,906**	**315,816**	**323,760**
Working capital		15,886	19,392	20,367	(5,465)
Total debt		315,104	359,608	355,116	362,554
Net debt		**279,681**	**313,084**	**305,655**	**301,592**

Financial Ratios					
(%)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Sales growth	na	na	16.5	18.3	5.9
Operating profit growth	na	na	15.2	18.7	18.0
EBITDA growth	na	na	18.7	20.6	18.1
Norm profit growth	na	na	77.0	114.2	73.2
Norm EPS growth	na	na	39.0	68.2	36.0
Gross margin	na	na	20.8	17.0	22.4
Operating margin	na	na	17.1	13.9	19.2
EBITDA margin	na	na	21.3	17.3	23.7
Norm net margin	na	na	21.1	18.4	25.1
D/E (x)	na	0.9	1.1	1.0	1.0
Net D/E (x)	na	0.8	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	na	na	2.0	2.0	2.1
Interest rate	na	-	8.2	3.7	3.7
Effective tax rate	na	na	9.6	11.1	13.0
ROA	na	-	4.2	3.9	3.9
ROE	na	-	10.6	9.2	9.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Note: GULF was founded in April 2025. 1Q25 numbers shown are pro-forma information provided by the company

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท กัลฟ์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"