

Fundamental Story

Gulf Development Pcl (GULF TB) - BUY, Price Bt61.25, TP Bt65.00

Results Comment

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

กำไร 4Q25 ดีกว่าคาด

- GULF รายงานกำไรสุทธิอยู่ที่ 8.6 พันลบ. ใน 4Q25 โดยหากหักผลจากรายการพิเศษ และรายการอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่ใช่เงินสดออกเราประเมินกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 7.9 พันลบ. เพิ่มขึ้น 8% q-q กำไรนี้ออกมาดีกว่าที่เราคาดไว้เนื่องจากกำไรของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในต่างประเทศออกมาสูงกว่าคาด
- เนื่องจาก GULF ก่อตั้งขึ้นเมื่อเดือนเมษายน 2025 ผลกำไรไตรมาสนี้ทำให้กำไรจากการดำเนินงานปกติรวมออกมาที่ 2.23 หมื่นลบ. ในช่วง 4M-12M25
- กำไรขั้นต้นทรงตัว q-q ที่ 6.5 พันลบ. จากผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอของโรงไฟฟ้า IPP และ SPP ในประเทศ
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 61% q-q เป็น 1.5 พันลบ. จากค่าใช้จ่ายพนักงานและการกุศลที่สูงขึ้นตามฤดูกาล
- EBITDA จีงลดลง 7% q-q เหลือ 6.4 พันลบ. ใน 4Q25
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมที่เพิ่มขึ้น 17% q-q มาที่ 6.6 พันลบ. เป็นปัจจัยการเติบโตกำไรหลักของไตรมาสนี้ หนุนโดย 1) กำไรที่เติบโตขึ้นของ ADVANC 2) การผลิตไฟฟ้าที่สูงขึ้นตามฤดูกาลของโรงไฟฟ้าพลังงานลม Borkum ในเยอรมัน 3) จำนวนวันปิดซ่อมบำรุงที่ลดลงของโรงไฟฟ้า IPP หินกอง ทั้งหมดช่วยลดผลลบจากการดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงไฟฟ้าก๊าซในประเทศไว้ได้
- GULF ประกาศเงินปันผลประจำปี 1.05 บาทต่อหุ้น เทียบเป็นอัตราการจ่ายปันผล 70% ของกำไรจากการดำเนินงาน 9 เดือน (4M-12M25) และประกาศเงินปันผลพิเศษ 2.2 บาทต่อหุ้นเพื่อส่งต่อปันผลพิเศษที่ได้จาก ADVANC โดยทั้งอัตราการจ่ายปันผลจากการดำเนินงานและจำนวนเงินปันผลพิเศษออกมาสูงกว่าที่เราคาด
- เรามองว่ามี upside ต่อประมาณการของเรา และคงคำแนะนำ "ซื้อ" GULF จาก 1) แนวโน้มกำไรเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่องในปี 2026F และ 2) น่าจะได้ประโยชน์จากนโยบายของรัฐบาลใหม่ทั้งภาคการผลิตไฟฟ้า และการสนับสนุนอุตสาหกรรมด้านดิจิทัล

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue		30,782	38,518	29,037	31,331	Revenue	8		105	129,667	124,881
Gross profit		6,407	6,529	6,496	6,527	Gross profit	0		100	25,959	28,958
SG&A		1,143	1,168	926	1,490	SG&A	61		107	4,727	4,506
Operating profit		5,264	5,362	5,570	5,037	Operating profit	(10)		98	21,233	24,452
EBITDA		6,555	6,651	6,879	6,378	EBITDA	(7)		98	26,463	30,947
Other income		1,562	2,100	1,140	1,126	Other income	(1)		104	5,928	5,852
Other expense						Other expense			na		
Interest expense		3,273	3,333	3,323	3,284	Interest expense	(1)		100	13,213	13,012
Profit before tax		3,553	4,128	3,387	2,879	Profit before tax	(15)		99	13,948	17,293
Income tax		340	460	441	393	Income tax	(11)		97	1,634	2,248
Equity & invest. income		4,582	4,679	5,623	6,590	Equity & invest. income	17		105	21,474	23,802
Minority interests		(1,288)	(1,248)	(1,288)	(1,187)	Minority interests	na		103	(5,010)	(5,357)
Extraordinary items		58	56,772	(7)	962	Extraordinary items	na		na	57,786	
Net profit		6,564	63,871	7,274	8,852	Net profit	22		308	86,562	33,489
Normalized profit		6,507	7,099	7,281	7,890	Normalized profit	8		102	28,777	33,489
EPS (Bt)		0.44	4.28	0.49	0.59	EPS (Bt)	22		308	5.79	2.24
Normalized EPS (Bt)		0.44	0.48	0.49	0.53	Normalized EPS (Bt)	8		102	1.93	2.24

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	35,422	46,524	49,461	60,962	48,335	Sales growth	na	16.5	18.3	5.9	13.2
A/C receivable	18,778	29,901	31,160	2,500	29,376	Operating profit growth	na	15.2	18.7	18.0	16.8
Inventory	3,180	4,046	3,594	4,272	3,768	EBITDA growth	na	18.7	20.6	18.1	17.4
Other current assets	15,393	24,802	15,902	35,358	17,285	Norm profit growth	na	77.0	114.2	73.2	120.7
Investment	377,922	375,888	389,286	386,332	392,596	Norm EPS growth	na	39.0	68.2	36.0	73.3
Fixed assets	90,658	95,601	97,420	101,651	104,245	Gross margin	na	20.8	17.0	22.4	20.8
Other assets	150,066	151,813	155,383	161,724	178,205	Operating margin	na	17.1	13.9	19.2	16.1
Total assets	691,419	728,575	742,205	752,800	773,810	EBITDA margin	na	21.3	17.3	23.7	20.4
S-T debt	55,873	72,985	65,152	93,877	65,421	Norm net margin	na	21.1	18.4	25.1	25.2
A/C payable	6,072	14,555	14,386	12,237	14,644	D/E (x)	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
Other current liabilities	9,836	11,494	12,830	9,379	15,809	Net D/E (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
L-T debt	259,230	286,623	289,964	268,677	296,739	Interest coverage (x)	na	2.0	2.0	2.1	1.9
Other liabilities	11,577	12,122	13,773	14,419	15,298	Interest rate	-	8.2	3.7	3.7	3.6
Minority interest	29,689	29,891	30,284	30,451	30,226	Effective tax rate	na	9.6	11.1	13.0	13.7
Shareholders' equity	319,143	300,906	315,816	323,760	335,673	ROA	-	4.2	3.9	3.9	4.1
Working capital	15,886	19,392	20,367	(5,465)	18,500	ROE	-	10.6	9.2	9.1	9.6
Total debt	315,104	359,608	355,116	362,554	362,160						
Net debt	279,681	313,084	305,655	301,592	313,825						

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 บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"