

# Fundamental Story

## Gulf Development Pcl (GULF TB) - BUY, Price Bt61.75, TP Bt65.00

Results Comment

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

### กำไร 1Q26 ดีกว่าคาด

- GULF รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมการรับรู้รายได้ย้อนหลังครั้งเดียว 363 ลบ. ของโรงไฟฟ้าพลังงานลมในเวียดนาม) อยู่ที่ 8.7 พันลบ. ใน 1Q26 เติบโต 34% y-y และ 10% q-q ซึ่งดีกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ โดยหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรที่ดีกว่าคาดจากบริษัทในกลุ่มโทรคมนาคม (ADVANC และ THCOM)
- กำไรขั้นต้นเติบโต 16% y-y และ 13% q-q เป็น 7.4 พันลบ. ใน 1Q26 หนุนโดยปริมาณการขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นของทั้งโครงการ IPP และ SPP ด้วยอัตรากำไรที่ดีขึ้นเช่นกัน และยังมีกำไรเติบโตกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนในระหว่างปีเป็นอีกปัจจัยหนุน
- ค่าใช้จ่ายการขายและบริหารลดลง 17% y-y และ 37% q-q มาเหลือ 945 ลบ. ใน 1Q26 จากฐานที่สูงในปีก่อนเนื่องจากมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการควบรวมกิจการ และค่าใช้จ่ายด้านโฆษณาและการคืนประโยชน์ผู้สังคม (CSR) ที่ลดลงตามฤดูกาล
- EBITDA จึงเติบโตได้แข็งแกร่งที่ 20% y-y และ 24% q-q เป็น 7.9 พันลบ. ใน 1Q26 สอดคล้องกับการขยายกำลังการผลิตการผลิตไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง
- ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเพิ่มขึ้น 35% y-y เป็น 4.6 พันลบ. ใน 1Q26 หนุนโดยผลการดำเนินงานที่สูงขึ้นของ ADVANC, ปริมาณการขายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นของทั้งโครงการ IPP และ SPP ในกลุ่มบริษัท GJP และปริมาณการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในต่างประเทศที่ดีขึ้นโดยรวม ส่วนการลดลงของกำไร 6% q-q นั้นมาจากการผลิตไฟฟ้าโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ลดลงตามฤดูกาล
- เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" GULF โดยมองว่ายังมีความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการจาก 1) กำไร 1Q26 ที่ออกมาดีกว่าคาด และ 2) โอกาสการเติบโตธุรกิจจากแผนการพัฒนาพลังงาน (PDP) ฉบับใหม่ที่คาดว่าจะออกมาช่วงปลายปีนี้

Income Statement		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	
Revenue	30,782	38,518	29,037	31,331	37,002	
<b>Gross profit</b>	<b>6,407</b>	<b>6,529</b>	<b>6,496</b>	<b>6,527</b>	<b>7,403</b>	
SG&A	1,143	1,168	926	1,490	945	
Operating profit	5,264	5,362	5,570	5,037	6,458	
<b>EBITDA</b>	<b>6,555</b>	<b>6,651</b>	<b>6,879</b>	<b>6,378</b>	<b>7,887</b>	
Other income	1,562	2,100	1,140	1,126	1,402	
Other expense						
Interest expense	3,273	3,333	3,323	3,284	3,290	
<b>Profit before tax</b>	<b>3,553</b>	<b>4,128</b>	<b>3,387</b>	<b>2,879</b>	<b>4,570</b>	
Income tax	340	460	441	393	518	
Equity & invest. income	4,582	4,679	5,623	6,590	6,208	
Minority interests	(1,288)	(1,248)	(1,288)	(1,187)	(1,568)	
Extraordinary items	58	56,772	(7)	962	426	
<b>Net profit</b>	<b>6,564</b>	<b>63,871</b>	<b>7,274</b>	<b>8,852</b>	<b>9,117</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>6,507</b>	<b>7,099</b>	<b>7,281</b>	<b>7,890</b>	<b>8,691</b>	
EPS (Bt)	0.44	4.28	0.49	0.59	0.61	
Normalized EPS (Bt)	0.44	0.48	0.49	0.53	0.58	

Balance Sheet		(consolidated)				
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	
Cash & ST investment	46,524	49,461	60,962	48,335	60,003	
A/C receivable	29,901	31,160	2,500	29,376	30,937	
Inventory	4,046	3,594	4,272	3,768	4,936	
Other current assets	24,802	15,902	35,358	17,285	14,222	
Investment	375,888	389,286	386,332	392,596	400,765	
Fixed assets	95,601	97,420	101,651	104,245	111,464	
Other assets	151,813	155,383	161,724	178,205	198,325	
<b>Total assets</b>	<b>728,575</b>	<b>742,205</b>	<b>752,800</b>	<b>773,810</b>	<b>820,652</b>	
S-T debt	72,985	65,152	93,877	65,421	69,329	
A/C payable	14,555	14,386	12,237	14,644	16,018	
Other current liabilities	11,494	12,830	9,379	15,809	12,877	
L-T debt	286,623	289,964	268,677	296,739	332,020	
Other liabilities	12,122	13,773	14,419	15,298	12,287	
Minority interest	29,891	30,284	30,451	30,226	31,719	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>300,906</b>	<b>315,816</b>	<b>323,760</b>	<b>335,673</b>	<b>346,401</b>	
Working capital	19,392	20,367	(5,465)	18,500	19,855	
Total debt	359,608	355,116	362,554	362,160	401,349	
<b>Net debt</b>	<b>313,084</b>	<b>305,655</b>	<b>301,592</b>	<b>313,825</b>	<b>341,347</b>	

Income Statement		3M as				
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	2026F	2027F	
Revenue	18	20	30	124,881	130,825	
<b>Gross profit</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>28,958</b>	<b>32,121</b>	
SG&A	(37)	(17)	21	4,506	4,573	
Operating profit	28	23	26	24,452	27,548	
<b>EBITDA</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>30,947</b>	<b>34,950</b>	
Other income	25	(10)	24	5,852	6,057	
Other expense			na			
Interest expense	0	1	25	13,012	12,994	
<b>Profit before tax</b>	<b>59</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>17,293</b>	<b>20,610</b>	
Income tax	32	52	23	2,248	2,885	
Equity & invest. income	(6)	35	26	23,802	25,635	
Minority interests	na	na	29	(5,357)	(5,632)	
Extraordinary items	(56)	640	na			
<b>Net profit</b>	<b>3</b>	<b>39</b>	<b>27</b>	<b>33,489</b>	<b>37,728</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>10</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>33,489</b>	<b>37,728</b>	
EPS (Bt)	3	39	27	2.24	2.53	
Normalized EPS (Bt)	10	34	26	2.24	2.53	

Financial Ratios		1Q25				
(%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	
Sales grow th	16.5	18.3	5.9	13.2	17.1	
Operating profit grow th	15.2	18.7	18.0	16.8	34.4	
EBITDA grow th	18.7	20.6	18.1	17.4	na	
Norm profit grow th	77.0	114.2	73.2	120.7	76.2	
Norm EPS grow th	39.0	68.2	36.0	73.3	76.2	
Gross margin	20.8	17.0	22.4	20.8	20.0	
Operating margin	17.1	13.9	19.2	16.1	17.5	
EBITDA margin	21.3	17.3	23.7	20.4	21.3	
Norm net margin	21.1	18.4	25.1	25.2	23.5	
D/E (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	
Net D/E (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	
Interest coverage (x)	2.0	2.0	2.1	1.9	2.4	
Interest rate	8.2	3.7	3.7	3.6	3.4	
Effective tax rate	9.6	11.1	13.0	13.7	11.3	
ROA	4.2	3.9	3.9	4.1	4.4	
ROE	10.6	9.2	9.1	9.6	10.2	

Sources: Company data, ttb wealth estimates

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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 ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)