

Fundamental Story

Gulf Development Pcl (GULF TB) - BUY, Price Bt67.50, TP Bt75.00

Results Comment

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

กำไร 2Q26 สูงเป็นพิเศษ เป็นไปตามคาด

- GULF รายงานกำไรจากการดำเนินงานปกติออกมาที่ 1.04 หมื่นลบ. ใน 2Q26 (ไม่รวมกำไรพิเศษ 1.9 พันลบ. จากการขายหุ้นบางส่วนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำปากลาย) ซึ่งสูงขึ้น 47% y-y และ 20% q-q จากการขยายกำลังการผลิตในช่วงปีที่ผ่านมา และการรับรู้เงินปันผลจาก KBANK ที่สูงเป็นพิเศษไตรมาสนี้
 - กำไรขั้นต้นเติบโต 13% y-y เป็น 7.35 พันลบ. ใน 2Q26 หนุนโดยการขยายกำลังการผลิตโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในช่วงปีที่ผ่านมา แต่ลดลงเล็กน้อย 1% q-q เนื่องจากอัตรากำไรของโครงการ SPP ที่ลดลงหักล้างผลบวกจากปริมาณขายไฟฟ้ารวมของโครงการ IPP ที่เพิ่มขึ้นในไตรมาสนี้
 - ค่าใช้จ่ายการขายและการบริหารเพิ่มขึ้น 47% y-y และ 81% q-q เป็น 1.7 พันลบ. ใน 2Q26 ซึ่งบริษัทระบุว่ามาจากค่าใช้จ่ายพิเศษจากการปรับโครงสร้างธุรกิจภายใน และค่าใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนการขายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง
- EBITDA จึงเติบโต 6% y-y แต่ลดลง 10% q-q เนื่องจากการเติบโตกำไรขั้นต้นถูกกดดันด้วยค่าใช้จ่ายการขายและการบริหารที่สูงขึ้น
 - ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเพิ่มขึ้น 30% y-y เป็น 6.1 พันลบ. ใน 2Q26 โดยส่วนใหญ่มาจากผลกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นของ ADVANC แต่ลดลง 2% q-q เนื่องจากปริมาณการผลิตไฟฟ้าที่อ่อนแอลงตามฤดูกาลของโรงไฟฟ้าพลังงานถ่านหินนอกชายฝั่ง Borkum
 - GULF รับรู้รายได้เงินปันผลจาก KBANK ที่สูงเป็นพิเศษในไตรมาสนี้ที่ 2.8 พันลบ. เนื่องจากธนาคารมีการจ่ายเงินปันผล 2.0 บาท/หุ้น นอกจากเงินปันผลปลายปีปกติที่ 10.0 บาท/หุ้นในปีนี้
 - แม้จะคาดกำไรจะอ่อนตัวลงในไตรมาสหน้า เนื่องจากฐานที่สูงของเงินปันผลพิเศษ แต่เรายังแนะนำ “ซื้อ” GULF บนแนวโน้มกำไรเติบโต y-y แข็งแกร่ง และเป็นบริษัทที่มีศักยภาพสูงสุดในการได้สัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มเติมหลังการประกาศ PDP ใหม่

Income Statement (consolidated)						Income Statement 6M as					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2026F	2026F	2027F
Revenue	38,518	29,037	31,331	37,002	44,478	Revenue	20	15	59	138,516	141,873
Gross profit	6,529	6,496	6,527	7,403	7,354	Gross profit	(1)	13	55	26,615	30,054
SG&A	1,168	926	1,490	945	1,713	SG&A	81	47	62	4,254	4,339
Operating profit	5,362	5,570	5,037	6,458	5,642	Operating profit	(13)	5	54	22,361	25,715
EBITDA	6,651	6,879	6,378	7,887	7,081	EBITDA	(10)	6	53	28,485	32,223
Other income	2,100	1,140	1,126	1,402	3,888	Other income	177	85	69	7,674	7,956
Other expense						Other expense					
Interest expense	3,333	3,323	3,284	3,290	3,429	Interest expense	4	3	50	13,532	13,668
Profit before tax	4,128	3,387	2,879	4,570	6,101	Profit before tax	34	48	65	16,503	20,003
Income tax	460	441	393	518	516	Income tax	(0)	12	52	1,980	2,400
Equity & invest. income	4,679	5,623	6,590	6,208	6,097	Equity & invest. income	(2)	30	48	25,732	27,923
Minority interests	(1,248)	(1,288)	(1,187)	(1,568)	(1,279)	Minority interests	na	na	55	(5,219)	(5,793)
Extraordinary items	56,772	(7)	962	426	2,043	Extraordinary items	380	(96)	na		
Net profit	63,871	7,274	8,852	9,117	12,446	Net profit	37	(81)	62	35,035	39,732
Normalized profit	7,099	7,281	7,890	8,691	10,403	Normalized profit	20	47	55	35,035	39,732
EPS (Bt)	4.28	0.49	0.59	0.61	0.83	EPS (Bt)	37	(81)	62	2.35	2.66
Normalized EPS (Bt)	0.48	0.49	0.53	0.58	0.70	Normalized EPS (Bt)	20	47	55	2.35	2.66

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	(%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Cash & ST investment	49,461	60,962	48,335	60,003	62,918	Sales grow th	18.3	5.9	13.2	17.1	na
A/C receivable	31,160	2,500	29,376	30,937	42,914	Operating profit grow th	18.7	18.0	16.8	34.4	na
Inventory	3,594	4,272	3,768	4,936	3,695	EBITDA grow th	20.6	18.1	17.4	na	na
Other current assets	15,902	35,358	17,285	14,222	11,271	Norm profit grow th	114.2	73.2	120.7	76.2	na
Investment	389,286	386,332	392,596	400,765	371,889	Norm EPS grow th	68.2	36.0	73.3	76.2	na
Fixed assets	97,420	101,651	104,245	111,464	114,046	Gross margin	17.0	22.4	20.8	20.0	16.5
Other assets	155,383	161,724	178,205	198,325	209,235	Operating margin	13.9	19.2	16.1	17.5	12.7
Total assets	742,205	752,800	773,810	820,652	815,968	EBITDA margin	17.3	23.7	20.4	21.3	15.9
S-T debt	65,152	93,877	65,421	69,329	85,559	Norm net margin	18.4	25.1	25.2	23.5	23.4
A/C payable	14,386	12,237	14,644	16,018	18,777	D/E (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
Other current liabilities	12,830	9,379	15,809	12,877	12,536	Net D/E (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
L-T debt	289,964	268,677	296,739	332,020	337,942	Interest coverage (x)	2.0	2.1	1.9	2.4	2.1
Other liabilities	13,773	14,419	15,298	12,287	13,550	Interest rate	3.7	3.7	3.6	3.4	3.3
Minority interest	30,284	30,451	30,226	31,719	32,006	Effective tax rate	11.1	13.0	13.7	11.3	8.5
Shareholders' equity	315,816	323,760	335,673	346,401	315,598	ROA	3.9	3.9	4.1	4.4	5.1
Working capital	20,367	(5,465)	18,500	19,855	27,832	ROE	9.2	9.1	9.6	10.2	12.6
Total debt	355,116	362,554	362,160	401,349	423,500						
Net debt	305,655	301,592	313,825	341,347	360,582						

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 เบลธ์ 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 เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลธ์”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลธ์ 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 เบลธ์ จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบริษั ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลธ์ จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"