

Fundamental Story

Gulf Development Pcl (GULF TB) - BUY

News Update

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

อีกหนึ่งการลงทุนเชิงกลยุทธ์กับ GUNKUL

- GULF ซื้อสัดส่วน 50% ใน 12 โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนจาก GUNKUL
- รวมเพิ่มกำลังการผลิตตามสัดส่วน 337MW เข้าพอร์ตที่มีเดิม 13.1GW
- สองบริษัทจะร่วมลงทุนโครงการดังกล่าวที่กำหนด COD ระหว่างปี 2027-30F
- เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และประเมิน upside 0.7 บาทต่อหุ้น

GULF ประกาศเมื่อวานนี้ถึงการซื้อสัดส่วนการลงทุน 50% ในโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 12 โครงการ ซึ่งมีสัญญาที่ได้จากการประมูล RE Biglot ของภาครัฐเมื่อปี 2023 จาก GUNKUL ด้วยมูลค่ารวม 466.5 ลบ. โดยโครงการดังกล่าวมีกำลังการผลิตตามสัญญารวม 673.4MW เทียบเท่ากำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นส่วนเพิ่มให้ GULF รวม 336.7MW โรงไฟฟ้าดังกล่าวมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ที่อัตราาราคารับซื้อไฟฟ้า (Feed-in Tariff) คงที่เป็นระยะเวลา 25 ปี และมีกำหนดเริ่มดำเนินงานในช่วงปี 2027-30F เรามองการลงทุนนี้เป็นบวกกับ GULF จึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” และมองว่ามี upside ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

- GULF ประกาศซื้อสัดส่วนการลงทุน 50% ในโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 12 โครงการจาก GUNKUL ซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ขนาดกำลังการผลิตตามสัญญา 176.4MW โรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่ติดตั้งระบบกักเก็บพลังงาน 33.0MW และโรงไฟฟ้าพลังงานลม 464.0MW รวมทั้งสิ้น 673.4MW เทียบเป็นกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น 336.7MW จากกำลังการผลิตที่ GULF มีอยู่แล้วในมือรวม 13.1GW
- โครงการดังกล่าวมีกำหนดเริ่มดำเนินงานในช่วงปี 2027-30F ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. ที่อัตรารับซื้อไฟฟ้าคงที่ 2.1679 บาทต่อหน่วยสำหรับโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ 2.8331 บาทสำหรับโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่มีระบบกักเก็บพลังงาน และ 3.1014 บาทสำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานลม
- มูลค่าการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้รวมอยู่ที่ 466.5 ลบ. ซึ่งเป็นเพียงการเข้าลงทุนในสัดส่วนการถือหุ้นเท่านั้น โดยทั้งสองบริษัทจะลงทุนในการพัฒนาโครงการดังกล่าวร่วมกันต่อไปตามสัดส่วนการถือหุ้นคนละ 50%
- เราประเมินการเข้าซื้อโครงการครั้งนี้จะเพิ่ม upside ให้ราคาเป้าหมายของเราราว 0.7 บาทต่อหุ้น และเพิ่มกำไรของ GULF ขึ้นราว 1.18 พันลบ. ตั้งแต่ปี 2031F เป็นต้นไป ซึ่งเทียบเป็น 2% ของประมาณการกำไรปัจจุบันของเราในปีดังกล่าว
- นี่เป็นครั้งที่สองที่ GULF เข้าลงทุน 50% ในโครงการที่ GUNKUL ได้จากการประมูลในปี 2023 โดยการลงทุนครั้งแรกเกิดขึ้นในเดือนมิถุนายน 2025 ที่ GULF ซื้อสัดส่วนการลงทุนเป็นมูลค่ารวม 704.0 ลบ. ในโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ 410.2MW และโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์แบบมีระบบกักเก็บพลังงาน 50.6MW รวมเพิ่มกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นให้ GULF รวม 230.4MW (ดู Exhibit 1) ซึ่งรวมอยู่ในราคาเป้าหมายปัจจุบันของเราที่ 75.0 บาทต่อหุ้นแล้ว

Key Valuations

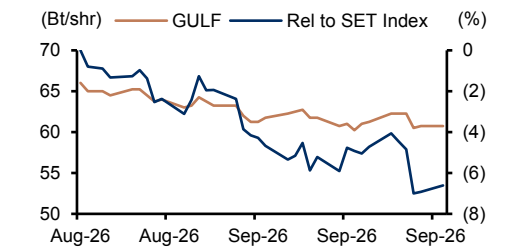
Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	129,667	138,516	141,873	145,907
Net profit	86,562	35,035	39,732	44,131
Norm net profit	28,777	35,035	39,732	44,131
Norm EPS (Bt)	1.9	2.3	2.7	3.0
Norm EPS gr (%)	30.5	21.7	13.4	11.1
Norm PE (x)	31.5	25.9	22.8	20.6
EV/EBITDA (x)	46.0	42.7	38.4	33.9
P/BV (x)	2.7	2.5	2.4	2.3
Div. yield (%)	0.0	2.3	2.6	2.9
ROE (%)	8.6	10.1	10.8	11.4
Net D/E (%)	84.7	78.2	79.0	78.6

Source: ttb wealth estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	60.75
Target price (Bt)	75.00
Market cap (US\$ m)	27,013
Avg daily turnover (US\$ m)	103.0
12M H/L price (Bt)	67.75/39.75

Price Performance



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- จากการร่วมลงทุนทั้งสองรอบที่ผ่านมา ทำให้ในปัจจุบัน GULF จึงเข้าร่วมลงทุนในทุกโครงการพลังงานทดแทนที่ GUNKUL ได้จากการประมูลเมื่อปี 2023 แล้ว เว้นเพียงโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ขนาดเล็กกำลังการผลิตตามสัญญา 1.6MW เพียงโครงการเดียวเท่านั้น โดยแม้เรามองว่า GULF น่าจะไม่มีร่วมลงทุนกับ GUNKUL เพิ่มเติมแล้ว แต่เชื่อว่าอาจมีการเข้าร่วมลงทุนกับพันธมิตรรายอื่นได้ ดังเช่นที่มีการลงทุน 50% ในโรงไฟฟ้าพลังงานลม 5 โครงการรวมกำลังการผลิตตามสัญญา 437.0MW (218.5MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น) กับบริษัท Blue Sky Wind Power และซื้อสัดส่วนการลงทุน 100% ในโรงไฟฟ้าขยะ (Waste to energy) 12 โครงการรวมกำลังการผลิตตามสัญญา 96MW จากบริษัท Earth Tech Environment (ETC) และ Better World Green (BWG) ทั้งสองรายการเมื่อเดือนกรกฎาคม 2025 ที่ผ่านมา

Ex 1: GULF’s Investments In 1.13GW Renewable Projects With GUNKUL

1) Acquired 50% stakes in June 2025 for a total of Bt704.0m

Project	Type	Contracted capacity (MW)	Tariff (Bt/kWh)	COD year
NWT 3	Solar	46.6	2.6679	2026
PTN	Solar	60.0	2.6679	2026
STN	Solar	70.0	2.1679	2026
SKA 3	Solar	46.6	2.1679	2028
NWT 2	Solar	77.6	2.6679	2029
SKA 2	Solar	67.8	2.1679	2029
NWT 1	Solar	41.6	2.6679	2030
Total - Solar		410.2		
NWT 4	Solar + ESS	17.6	3.3331	2029
SKA 1	Solar + ESS	33.0	2.8331	2030
Total - Solar ESS		50.6		
Grand total (1)		460.8		

2) Acquired 50% stakes in September 2026 for a total of Bt466.5m

Project	Type	Contracted capacity (MW)	Tariff (Bt/kWh)	COD year
KPT	Solar	19.4	2.1679	2027
SPD	Solar	24.2	2.1679	2029
UDN1	Solar	31.0	2.1679	2029
SRN	Solar	63.0	2.1679	2029
SNK	Solar	38.8	2.1679	2030
Total - Solar		176.4		
UDN 2	Solar + ESS	33.0	2.8331	2030
Total - Solar ESS		33.0		
GWD 1	Wind	41.6	3.1014	2029
GWP 5	Wind	90.0	3.1014	2029
GWD 3	Wind	62.4	3.1014	2030
GWP 3	Wind	90.0	3.1014	2030
GWD 6	Wind	90.0	3.1014	2030
GWD 8	Wind	90.0	3.1014	2030
Total - Wind		464.0		
Grand total (2)		673.4		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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, ประเมินการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย 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) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์กสกี ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPFTH) ครั้งที่ 1/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: * “บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)” (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แชนสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”