

## GULF ENERGY DEVELOPMENT PCL

GULF TB Neutral

Target Price Bt 44.50

Price (17/01/2022) Bt 52.00

Downside % 14.42

Valuation DCF

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 610,124

30-day avg turnover Btm 1,461.10

No. of shares on issue m 11,733

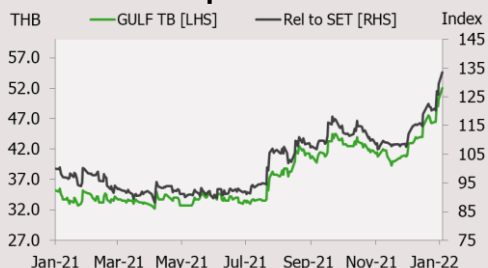
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Declared

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	32,827	53,960	72,732	103,432
Core profit (Btmn)	4,479	7,993	13,535	15,303
Net profit (Btmn)	4,282	7,002	13,746	15,303
Net EPS (Bt)	0.36	0.60	1.17	1.30
DPS (Bt)	0.38	0.44	0.75	0.85
BVPS (Bt)	5.46	7.77	8.51	9.06
Net EPS growth (%)	-84.07	63.52	96.31	11.33
ROA (%)	2.50	2.24	4.37	4.64
ROE (%)	6.69	7.68	13.77	14.40
Net D/E (x)	1.75	2.18	2.17	2.19
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	93.85	87.13	44.39	39.87
P/BV (x)	6.28	6.69	6.11	5.74
EV/EBITDA (x)	48.62	50.17	39.11	30.24
Dividend yield (%)	1.11	0.85	1.44	1.63

### GULF TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Ornmongkol Tantitanatorn

ormmongkol.t@kasikornsecurities.com

18 January 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## ลงนามใน MOU กับ Binance

- GULF ลงนาม MOU กับ Binance Group เพื่อจัดตั้งธุรกิจศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลในประเทศไทย
- เรายังไม่ได้รวม upside จากการขยายโครงสร้างพื้นฐานด้านสินทรัพย์ดิจิทัลเนื่องจากความไม่แน่นอนของระยะเวลาและขนาดการลงทุน
- คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 44.50 บาท การขยายกำลังการผลิตและการเพิ่มกำลังของโรงไฟฟ้ากับกลุ่ม INTUCH อาจทำให้เกิดความเสี่ยงขาขึ้นได้

## Investment Highlights

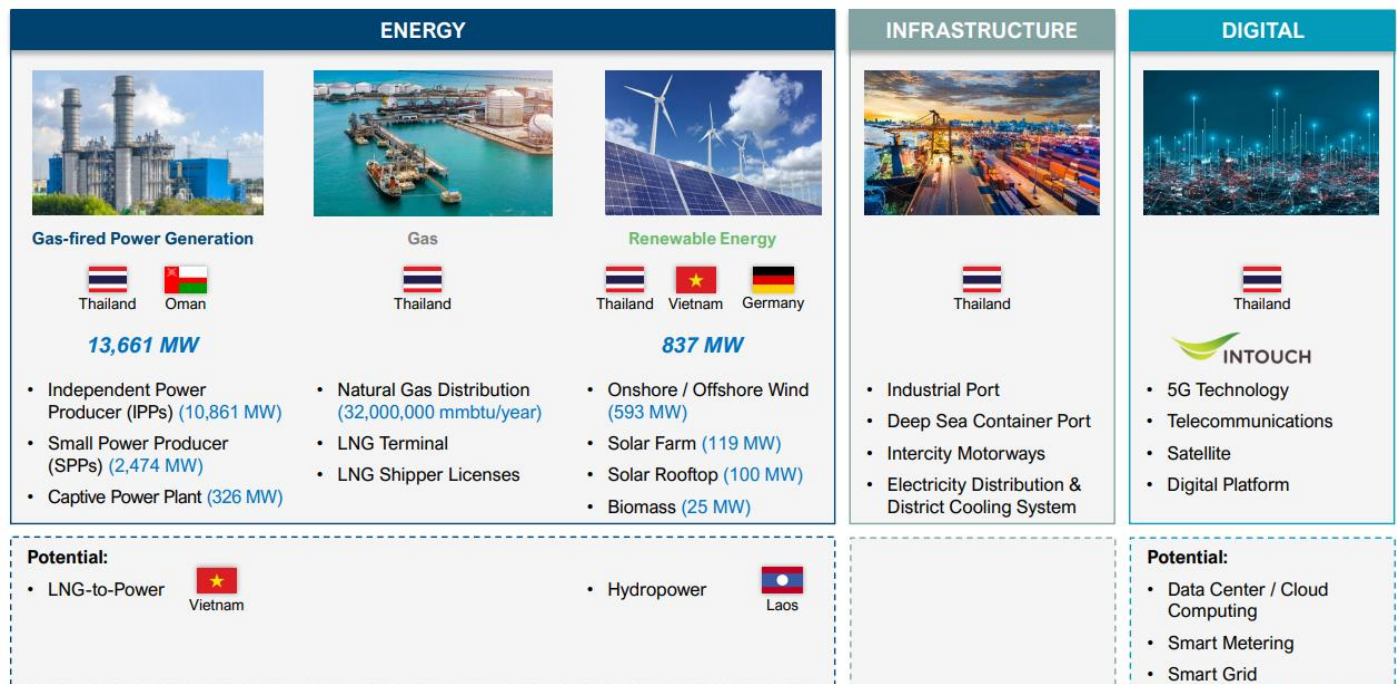
- **MOU เพื่อการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัล** GULF แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า บริษัท กอล์ฟ อินโนว จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ GULF ถือหุ้นทั้งหมด ได้เข้าทำบันทึกความเข้าใจกับ Binance Group (Binance) เพื่อร่วมกันศึกษาแนวทางการพัฒนาธุรกิจศูนย์ซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัลและธุรกิจที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย ความร่วมมือของบริษัทฯ กับ Binance จะช่วยให้ประเทศไทยมีความก้าวหน้าในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านสินทรัพย์ดิจิทัลและเทคโนโลยีบล็อกเชน
- **ประโยชน์จากข้อตกลง 1)** การรวบรวมความเชี่ยวชาญ GULF รวบรวมความเชี่ยวชาญในการจัดตั้งธุรกิจในประเทศด้วยเครือข่ายองค์กรในท้องถิ่นจากภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน ในขณะที่ Binance นำเทคโนโลยีการแลกเปลี่ยนเข้ามาใช้ **2)** การขยายธุรกิจดิจิทัลโดยนับเป็นครั้งแรกที่ GULF เข้าสู่การเป็นผู้ให้บริการแพลตฟอร์มการซื้อขาย ปัจจุบัน GULF ถือหุ้น 42.2% ใน INTUCH ซึ่งเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้น (Holding Company) ในธุรกิจโทรคมนาคมและดาวเทียม บริษัทฯ ยังได้ศึกษาการพัฒนาตลาดอาเซียนในประเทศไทยกับ SINGTEL **3)** ได้รับประโยชน์จากอุปสงค์สินทรัพย์ดิจิทัลที่เติบโตขึ้นในประเทศไทย
- **แนวโน้มกำไรไตรมาส 4/2564** เราคาดกำไรสุทธิในไตรมาส 4/2564 จะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ จาก 1) โครงการ GSRC Unit 2 จะเริ่มผลิตในเดือนด.ค. ซึ่งจะเพิ่มกำลังการผลิตขึ้น 35% YoY และ 17% QoQ เป็น 4,036 MW 2) ส่วนแบ่งกำไรที่บันทึกจาก INTUCH 3) ช่วงไฮซีซั่นในไตรมาสที่ 4 สำหรับโรงไฟฟ้าพลังงานลมในประเทศเยอรมัน 4) กำไรจาก FX จากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น 0.3 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 33.7 บาท/ดอลลาร์ฯ (เทียบกับที่แข็งค่า 1.6 บาท/ดอลลาร์ฯ ในไตรมาส 4/2563 และค่าเสื่อมราคา 1.8 บาท/ดอลลาร์ฯ ในไตรมาส 3/2564)

## Valuation and Recommendation

- **คงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 44.50 บาท** เราคงคำแนะนำ "ถือ" GULF ด้วยราคาเป้าหมายที่ 44.50 บาท เรายังไม่ได้รวม upside จากธุรกิจการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัลในประมาณการกำไรสุทธิและมูลค่าหุ้นของเรา เนื่องจากมีความไม่แน่นอนในเรื่องระยะเวลาและขนาดการลงทุนของธุรกิจ GULF กำลังพัฒนาโครงการหลายโครงการ เช่น การดำเนินงานโครงการโรงไฟฟ้าในต่างประเทศ ซึ่งจะขยายพอร์ตการลงทุนในอนาคต ทั้งในด้านพลังงาน และด้านธุรกิจดิจิทัลที่จะช่วยเพิ่มการเติบโตในระยะยาว



Fig 1 GULF's business overview



Source: Company data

Fig 2 Operators with a digital asset exchange license in Thailand

Name	Company Name	Website	Cryptocurrency	Digital Token
BITKUB	Bitkub Online Co., Ltd.	bitkub.com	/	/
Satang Pro	Satang Corporation	satang.pro	/	/
Huobi *	Huobi (Thailand) Co., Ltd	huobi.co.th	/	/
ERX	ERX Co., Ltd.	er-x.io	/	/
Zipmex	Zipmex Co., Ltd.	zipmex.com/th	/	/
Upbit	Upbit Exchange (Thailand) Co., Ltd.	th.upbit.com	/	/
Z.comEX	GMO-Z.com Cryptonomics (Thailand) Co., Ltd.	ex.z.com	/	/
SCBS	SCB Securities Co., Ltd.	scbs.com	/	/

Source: SEC



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	30,040	32,827	53,960	72,732	103,432
Cost of sales and services	-22,791	-23,702	-41,116	-54,354	-78,956
<b>Gross Profit</b>	7,249	9,125	12,844	18,378	24,476
SG&A	-1,713	-2,080	-2,595	-2,799	-3,376
Other income	304	543	1,162	253	270
<b>EBIT</b>	10,048	9,917	14,535	25,215	30,469
<b>EBITDA</b>	8,273	11,020	16,711	22,212	29,911
Interest expense	-2,896	-3,665	-5,715	-6,668	-8,410
Equity earnings	2,365	2,436	4,871	9,022	9,098
<b>EBT</b>	7,152	6,252	8,821	18,547	22,058
Income tax	14	-107	-618	-650	-699
<b>NPAT</b>	7,166	6,144	8,203	17,897	21,359
Minority Interest	-2,280	-1,862	-1,200	-4,151	-6,056
<b>Core Profit</b>	3,509	4,479	7,993	13,535	15,303
Extraordinary items	0	0	-13	0	0
FX gain (loss)	-1,377	197	1,004	-211	0
<b>Reported net profit</b>	4,887	4,282	7,002	13,746	15,303
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	14,390	15,902	6,467	9,829	10,362
Accounts receivable	5,205	6,337	7,206	9,728	13,852
Inventories	157	331	268	362	516
<b>Total current assets</b>	22,417	30,354	21,202	27,555	32,979
Investment in subs & others	23,350	50,602	142,185	152,697	163,094
Fixed assets-net	84,299	136,532	170,284	197,911	232,739
<b>Total assets</b>	134,278	245,581	365,543	410,011	460,637
Short-term debt	3,214	18,360	25,946	31,603	40,068
Accounts payable	2,323	2,374	6,944	9,221	13,414
<b>Total current liabilities</b>	9,809	29,643	43,867	51,045	66,427
Long-term debt	73,947	123,358	199,525	223,413	245,184
<b>Total liabilities</b>	85,238	173,501	265,068	296,802	334,868
Paid-up capital	10,667	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	20,889	51,822	51,822	51,822	51,822
Retained earnings	6,084	7,310	9,854	18,437	24,941
Minority interests	10,613	8,053	9,253	13,404	19,460
<b>Total shareholders' equity</b>	49,040	72,080	100,474	113,209	125,769
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	134,278	245,581	365,543	410,011	460,637
Key Assumptions					
THB/USD-Average	31.2	31.5	32.1	32.5	32.3
THB/USD-End	30.3	30.2	32.8	32.3	32.3
Gas cost(USD/mmbtu)	6.9	6.8	6.3	7.1	6.4
Effecting power capacity (MWe)	2,730	2,987	4,300	5,277	6,607
Thailand	2,594	2,619	3,547	4,474	5,434
- IPP	1,362	1,362	1,362	2,290	3,217
- SPP/VSPP	1,367	1,625	2,938	2,987	3,390
Overseas	135	368	754	803	1,173

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
NPAT	7,166	6,144	8,203	17,897	21,359
Depreciation & amortization	2,434	3,431	5,301	6,379	8,541
Change in working capital	-47	-543	8,356	-1,689	1,706
Others	-1,505	1,546	-80	-2,436	-777
<b>CF from operation activities</b>	8,048	10,579	21,781	20,151	30,830
Capital expenditure	-13,360	-11,867	-43,656	-33,095	-42,114
Investment in subs and affiliates	-455	-22,365	-63,979	-4,762	-8,516
Others	1,243	-36,178	2,841	3,354	7,306
<b>CF from investing activities</b>	-12,573	-70,410	-104,795	-34,503	-43,324
Cash dividend	-2,560	-2,773	-4,459	-5,163	-8,800
Net proceeds from debt	4,742	35,041	78,038	22,876	21,827
Capital raising	1,153	32,490	0	0	0
Others	-1,115	-1,657	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	2,221	63,101	73,579	17,714	13,027
<b>Net change in cash</b>	-2,304	3,269	-9,435	3,362	533
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	2.29	0.36	0.60	1.17	1.30
Core EPS	1.65	0.38	0.68	1.15	1.30
DPS	1.30	0.38	0.44	0.75	0.85
BV	18.01	5.46	7.77	8.51	9.06
EV	200.40	45.66	71.45	74.04	77.09
Free Cash Flow	-2.49	-0.11	-1.86	-1.10	-0.96
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	72.47	93.85	87.13	44.39	39.87
Core P/E (x)	100.91	89.72	76.33	45.08	39.87
P/BV (x)	9.22	6.28	6.69	6.11	5.74
EV/EBITDA (x)	51.67	48.62	50.17	39.11	30.24
Price/Cash flow (x)	44.00	37.99	28.01	30.28	19.79
Dividend yield (%)	0.78	1.11	0.85	1.44	1.63
Profitability ratios					
Gross margin (%)	24.13	27.80	23.80	25.27	23.66
EBITDA margin (%)	27.54	33.57	30.97	30.54	28.92
EBIT margin (%)	33.45	30.21	26.94	34.67	29.46
Net profit margin (%)	23.86	18.72	15.20	24.61	20.65
ROA (%)	5.34	2.50	2.24	4.37	4.64
ROE (%)	12.72	6.69	7.68	13.77	14.40
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.29	1.02	0.48	0.54	0.50
Quick ratio (x)	2.00	0.75	0.31	0.38	0.36
Leverage Ratios					
D/E ratio (x)	1.74	2.41	2.64	2.62	2.66
Net debt/EBITDA (x)	7.59	11.42	13.11	11.04	9.19
Net debt/equity (x)	1.28	1.75	2.18	2.17	2.19
Int. coverage ratio (x)	3.47	2.71	2.54	3.78	3.62
Growth					
Revenue (%)	74.84	9.28	64.38	34.79	42.21
EBITDA (%)	76.01	33.20	51.65	32.91	34.66
Reported net profit (%)	61.37	-12.37	63.52	96.31	11.33
Reported EPS (%)	61.37	-84.07	63.52	96.31	11.33
Core profit (%)	24.17	27.63	78.46	69.32	13.07
Core EPS (%)	24.17	-76.79	78.46	69.32	13.07

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.