

17 July 2024

Gulf Energy Development

GULF และ INTUCH ประกาศควบรวมกิจการ

Bloomberg ticker	GULF TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt42.50
Target price	Bt60.00 (maintained)
Upside/Dow	+41%
EPS revision	No change
Bloomberg target price	Bt56.18
Bloomberg consensus	Buy 17 / Hold 1 / Sell 0
Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt54.75 / Bt41.50
Market cap. (Bt mn)	495,726
Shares outstanding (mn)	11,733
Avg. daily turnover (Bt mn)	462
Free float	27%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

News Flash

GULF และ INTUCH ประกาศควบรวมกิจการ เพื่อเป็นการปรับโครงสร้างของบริษัทที่เกี่ยวข้องให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อการดำเนินการในการบริหารจัดการและการลงทุนในอนาคต โดยมีรายละเอียดสรุปดังนี้:

- การควบรวมระหว่าง GULF และ INTUCH จะจัดตั้งเป็นบริษัทใหม่ (NewCo) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะนำเข้าที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ GULF และ INTUCH ในวันที่ 3 ต.ค. 2024 เพื่อขออนุมัติ ทั้งนี้ธุรกรรมดังกล่าวคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 2Q25E

- อัตราการจัดสรรหุ้นใน NewCo ให้แก่ผู้ถือหุ้นของ GULF 1:1.02974 หุ้น และ INTUCH 1:1.69335 หุ้น (ไม่รวมหุ้น 47.37% ใน INTUCH ที่ถือโดย GULF เนื่องจากได้รับการจัดสรรโดยตรงให้แก่ผู้ถือหุ้น GULF)

- ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดโดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไข (Conditional Voluntary Tender Offer หรือ VTO) ในหุ้น ADVANC 36.25% ที่ราคา 216.30 บาท/หุ้น

- ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดโดยสมัครใจแบบมีเงื่อนไขในหุ้น THCOM 58.66% ที่ราคา 11.00 บาท/หุ้น

- ทั้งนี้ เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของธุรกรรม คณะกรรมการบริษัท INTUCH พิจารณาในหลักการที่จะจ่ายเงินปันผลพิเศษจากกำไรสะสมของบริษัท จำนวน 4.5 บาทต่อหุ้น

Implication

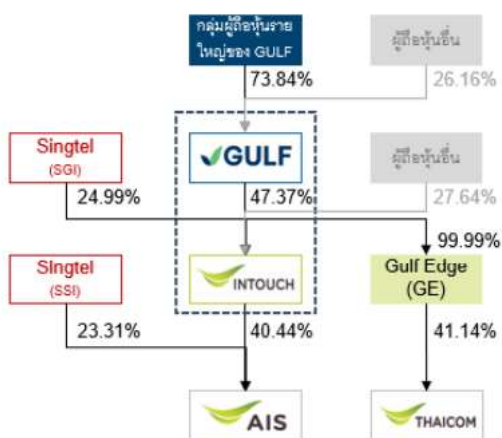
□ มีมุมมองเป็นบวกต่อการควบรวมดังกล่าวในด้านการลดความซับซ้อนในการบริหารจัดการ ภายหลังจากการควบรวมระหว่าง GULF และ INTUCH จะส่งผลต่อสัดส่วนการถือครองหุ้นที่เปลี่ยนไปโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ใน NewCo สองอันดับแรกประกอบด้วย กลุ่มของคุณสารคดี รัตนาวะดี 59.7% และ SingTel 9.1% (fig. 2) ซึ่งส่งผลโดยตรงต่ออำนาจการบริหารจัดการบริษัทในเครืออย่าง ADVANC ซึ่งเดิมบริหารผ่านการถือหุ้นใน INTUCH ซึ่ง GULF ถืออยู่ 41.8% และ SINGTEL ที่ 24.99%

□ NewCo ไม่ได้มีเจตนาเข้าถือหุ้นเพิ่มเติมใน ADVANC และ THCOM ใดๆก็ตามหากจำเป็นต้องถือเพิ่ม ประเมินสถานะทางการเงินของ GULF ยังรองรับได้ จากเอกสารที่เผยแพร่ในตลาดฯ GULF ระบุไม่ได้มีเจตนาเข้าถือหุ้นเพิ่มเติมใน ADVANC และ THCOM เพียงแต่กฎเกณฑ์บังคับจึงได้ทำ VTO โดยมูลค่าสูงสุดหากต้องเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวทั้งหมดคาดว่าจะมีมูลค่ารวมราว 1.24 แสนล้านบาท (TVO ADVANC 1.16 แสนล้านบาท และ TVO THCOM 6.98 พันล้านบาท) โดยเราประเมิน GULF ยังสามารถ funding รายการดังกล่าวได้ อิงงบ 1Q24E และ Debt covenant net D/E 3.5x บริษัทยังสามารถ funding เงินได้อีกกว่า 2.6 แสนล้านบาท ทั้งนี้ GULF ระบุหากได้หุ้นจากการ VTO มาทั้งในส่วนของ ADVANC และ THCOM อาจพิจารณาขายออกในอนาคตเพื่อลดภาระทางการเงิน

□ คงคำแนะนำ "ซื้อ" GULF ราคาเป้าหมายที่ 60.00 บาท อิง SOTP เนื่องจากเป็นการปรับโครงสร้างการถือหุ้นภายใต้การควบรวมเพื่อลดความซับซ้อนในการบริหารจัดการ ในขณะที่ธุรกิจที่ดำเนินการอยู่ในปัจจุบันได้อาศัยจุดแข็งและความร่วมมือของแต่ละบริษัทมาแต่ต้น (Data Center, Digital Assets) จึงประเมิน synergy benefit หรือ value added ยังไม่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามเราจะอัปเดตอีกครั้งหลังได้ข้อมูลเพิ่มเติมจากบริษัท ในขณะที่ ADVANC และ THCOM เราประเมินนักลงทุนไม่จำเป็นต้องทำ VTO หลังราคาอยู่ต่ำกว่าตลาด และ consensus ยังประเมินหุ้นยัง undervalued โดย ADVANC consensus ประเมินราคาเป้าหมาย 262.00 บาท (BUY/HOLD/SELL - 25/1/0) และ THCOM ราคาเป้าหมาย 15.20 บาท (BUY/HOLD/SELL - 4/1/0)

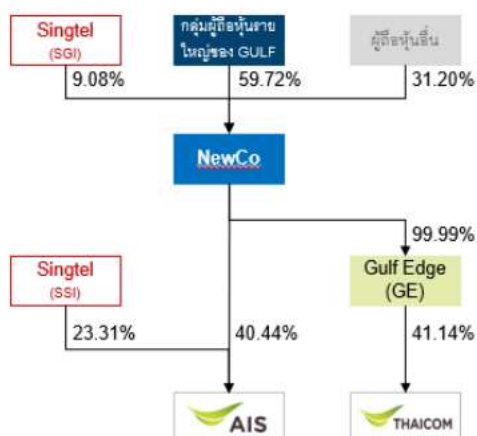
Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

Fig 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนปรับโครงสร้าง



Source: Company

Fig 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลังปรับโครงสร้าง



Source: Company

Fig 3: รายชื่อผู้ถือหุ้น NewCo

ลำดับที่	ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น (ร้อยละ)
1.	กลุ่มนายสาริทธิ์ รัตนาวะดี	59.7
	• นายสาริทธิ์ รัตนาวะดี	29.0
	• นางนลินี รัตนาวะดี ⁷	0.2
	• บริษัท กัลฟ์ โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ⁸	3.9
	• Gulf Capital Holdings Limited ⁹	18.1
	• Gulf Investment and Trading Pte. Ltd. ¹⁰	8.6
2.	Singtel Global Investment Pte. Ltd	9.1
3.	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด ⁽⁴⁾	4.8
4.	บริษัท จีน-ไทย เอ็นจีเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	1.5
5.	South East Asia UK (Type C) Nominees Limited ⁽⁴⁾	1.3
6.	สำนักงานประกันสังคม ⁽⁴⁾	1.1
7.	ธนาคาร กรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	1.0
8.	บริษัท สอนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)	0.8
9.	State Street Europe Limited ⁽⁴⁾	0.7
10.	นายเพิ่มศักดิ์ เก่งมานะ	0.3
11.	อื่น ๆ	19.7

Source: Company

Fig 4: กรอบเวลาการทำธุรกรรม

ลำดับ	ขั้นตอนการดำเนินการที่สำคัญ	กำหนดเวลาเบื้องต้น
1.	ประชุมผู้ถือหุ้นของ GULF และ INTUCH เพื่อพิจารณาอนุมัติธุรกรรมการปรับโครงสร้างฯ	3 ตุลาคม 2567
2.	ส่งหนังสือแจ้งมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นดังกล่าวไปยังเจ้าหน้าที่ของ GULF และ INTUCH (ภายใน 14 วันนับแต่วันที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติอนุมัติธุรกรรมการปรับโครงสร้างฯ)	ไตรมาส 4 ของปี 2567
3.	ดำเนินธุรกรรมการทำ VTO ใน ADVANC และธุรกรรมการทำ VTO ใน THCOM (โปรดพิจารณารายละเอียดเงื่อนไขก่อนการทำ VTO ในเอกสารแนบ 3)	ไตรมาส 4 ของปี 2567 – ไตรมาส 1 ของปี 2568
4.	ผู้รับซื้อหุ้นรับซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นซึ่งเข้าประชุมผู้ถือหุ้นและออกเสียงคัดค้านธุรกรรมการควบบริษัท ("ผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน")	ไตรมาส 4 ของปี 2567 – ไตรมาส 1 ของปี 2568
5.	คณะกรรมการบริษัทของ INTUCH พิจารณาเงินปันผลพิเศษ	ไตรมาส 1 ของปี 2568
6.	วันกำหนดสิทธิผู้ถือหุ้นของ INTUCH ที่มีสิทธิได้รับเงินปันผลพิเศษ (Record Date)	ไตรมาส 1 ของปี 2568
7.	การหยุดพักการซื้อขายหุ้นของ GULF และ INTUCH เพื่อเตรียมการจัดสรรหุ้นใน NewCo	ไตรมาส 1 ของปี 2568
8.	ประชุมผู้ถือหุ้นร่วมของผู้ถือหุ้นของ GULF และ INTUCH	ไตรมาส 1 ของปี 2568
9.	ดำเนินการจดทะเบียนการควบบริษัท	ไตรมาส 2 ของปี 2568
10.	ยื่นคำขอให้รับหุ้นของ NewCo เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ	ไตรมาส 2 ของปี 2568

หมายเหตุ: กำหนดเวลาดังกล่าวเป็นเพียงกำหนดเวลาเบื้องต้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามความเหมาะสม

Source: Company

Fig 5: ราคาและ market cap ของ NewCo

	GULF	INTUCH	NewCo
Share price (Bt)	41.50	76.25	48.96
Shares outstanding (mn shares)	11,733	3,207	14,940
Market cap. (Bt mn)	486,920	244,510	731,429
Shares swap ratio	1.02974	1.69335	
Implied NewCo shares	12,082	5,430 (-2,572 GULF's shares in INTUCH)	14,940

Source: Company

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 6