

Fundamental Story

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB) - SELL, Price Bt27.25, TP Bt20.00

Results Comment

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

- 1Q25 เป็นไปตามคาด
- TOP รายงานกำไรสุทธิใน 1Q25 ที่ 3.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 27% q-q แต่ลดลง 40% y-y ผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่เราคาดไว้ แต่อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับประมาณการทั้งปี เนื่องจากมีกำไรจากสต็อก

■ ค่าการกลั่นตลาด (Market GIM) อยู่ที่ US\$5.4/bbl ลดลงจาก US\$7.1/bbl ใน 4Q24 สาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรที่ลดลงในธุรกิจหลักหลายกลุ่ม ขณะที่อัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery utilization) ยังคงทรงตัวอยู่ที่ 113% ใน 1Q25

■ อะโรเมติกส์ อัตรากำไรลดลง 10% q-q เหลือ US\$0.9/bbl โดยได้รับผลกระทบจาก BZ spread ที่ลดลง ซึ่งเป็นผลจากอุปทานทั่วโลกที่เพิ่มขึ้นและปริมาณสินค้าคงคลังในจีนที่อยู่ในระดับสูง ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิตของ BTX ลดลงเล็กน้อย 1% q-q เหลือ 79% จากการปรับการผลิตให้สอดคล้องกับสภาพตลาด

■ ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นและอื่นๆ (Lube and others): อัตรากำไรของน้ำมันหล่อลื่นลดลง 9% q-q เหลือ US\$1.0/bbl เนื่องจากราคาน้ำมันเตาเพิ่มขึ้น และต้นทุนไฟฟ้ากับไอน้ำที่สูงขึ้น ขณะที่อัตราการดำเนินงานทรงตัวอยู่ที่ 83% q-q ใน 1Q25

■ กำไรจากรายการไม่เกิดประจำ (Net non-recurring gain) อยู่ที่ 713 ลบ. เทียบกับ ขาดทุน 631 ลบ. ใน 4Q24 โดยหลักมาจาก กำไรจากสต็อก (inventory gain)

■ แนวโน้ม (Outlook): คาดว่า กำไร 2Q25F จะลดลง q-q เนื่องจากค่าการกลั่นเฉลี่ย (GRM) ในช่วงเวลาที่ผ่านมาลดลง รวมถึงอาจมีขาดทุนจากสต็อก จากราคาน้ำมันดิบที่ลดลง เราจึงยังคงคำแนะนำ "ขาย" TOP

Income Statement						Income Statement					
(consolidated)						3M as					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025F	2026F
Revenue	119,532	123,520	111,189	112,536	106,788	Revenue	(5)	(11)	26	404,106	383,936
Gross profit	10,486	5,149	1,862	5,264	4,075	Gross profit	(23)	(61)	23	17,897	19,346
SG&A	841	935	966	1,132	812	SG&A	(28)	(3)	20	4,041	3,839
Operating profit	9,646	4,214	896	4,131	3,262	Operating profit	(21)	(66)	24	13,856	15,507
EBITDA	11,590	6,343	2,902	6,158	5,221	EBITDA	(15)	(55)	23	22,274	24,750
Other income	614	644	530	221	623	Other income	182	2	34	1,817	1,726
Other expense	253	(81)	(778)	51	(79)	Other expense	na	na	na		
Interest expense	1,047	1,008	1,011	986	969	Interest expense	(2)	(7)	23	4,162	4,272
Profit before tax	8,960	3,930	1,193	3,315	2,995	Profit before tax	(10)	(67)	26	11,511	12,961
Income tax	(0)	0	(0)	(0)	0	Income tax	na	na	0	1,824	2,339
Equity & invest. income	(124)	(40)	(30)	63	(113)	Equity & invest. income	na	na	na	84	238
Minority interests	(38)	(19)	16	19	(12)	Minority interests	na	na	na	(19)	(18)
Extraordinary items	(2,935)	1,676	(5,397)	(631)	633	Extraordinary items	na	na	na	(2,477)	(1,505)
Net profit	5,863	5,547	(4,218)	2,767	3,504	Net profit	27	(40)	48	7,275	9,337
Normalized profit	8,798	3,871	1,179	3,398	2,871	Normalized profit	(16)	(67)	29	9,752	10,842
EPS (Bt)	2.62	2.48	(1.89)	1.24	1.57	EPS (Bt)	27	(40)	48	3.26	3.38
Normalized EPS (Bt)	3.94	1.73	0.53	1.52	1.29	Normalized EPS (Bt)	(16)	(67)	29	4.37	4.05

Balance Sheet						Financial Ratios					
(consolidated)						(%)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Cash & ST investment	36,473	43,058	24,959	39,738	44,553	Sales growth	2.3	13.7	(10.5)	(5.9)	(10.7)
A/C receivable	30,815	32,867	27,713	27,601	26,441	Operating profit growth	2.6	3.6	(92.2)	(26.5)	(66.2)
Inventory	51,988	57,037	46,211	40,577	43,465	EBITDA growth	2.5	5.7	(78.3)	(19.4)	(55.0)
Other current assets	6,873	3,468	5,142	4,306	3,588	Norm profit growth	1.7	31.2	(88.8)	(35.5)	(67.4)
Investment	33,907	33,905	29,868	31,427	31,252	Norm EPS growth	1.7	31.2	(88.8)	(35.5)	(67.4)
Fixed assets	222,660	223,515	224,100	224,153	212,922	Gross margin	8.8	4.2	1.7	4.7	3.8
Other assets	45,641	42,397	42,786	41,209	40,740	Operating margin	8.1	3.4	0.8	3.7	3.1
Total assets	428,357	436,246	400,779	409,010	402,960	EBITDA margin	9.7	5.1	2.6	5.5	4.9
S-T debt	6,606	7,013	6,568	7,901	7,774	Norm net margin	7.4	3.1	1.1	3.0	2.7
A/C payable	46,056	64,170	47,091	51,579	45,408	D/E (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Other current liabilities	11,767	8,671	6,593	8,182	9,259	Net D/E (x)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
L-T debt	162,383	158,397	144,602	146,717	145,062	Interest coverage (x)	11.1	6.3	2.9	6.2	5.4
Other liabilities	27,989	27,824	27,985	28,445	29,878	Interest rate	2.5	2.4	2.6	2.6	2.5
Minority interest	2,783	2,774	2,755	2,739	2,751	Effective tax rate	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
Shareholders' equity	170,774	167,397	165,185	163,446	162,828	ROA	8.3	3.6	1.1	3.4	2.8
Working capital	36,748	25,733	26,833	16,598	24,498	ROE	20.9	9.2	2.8	8.3	7.0
Total debt	168,988	165,410	151,170	154,619	152,836						
Net debt	132,515	122,352	126,212	114,881	108,283						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart 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 Thanachart 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.

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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"