

Fundamental Story

Star Petroleum Refining (SPRC TB) - BUY, Price Bt7.25, TP Bt7.00 | Results Comment

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

กำไรหลักแข็งแกร่งตามคาด; บัณฑิตต่อหุ้นดีกว่าคาด

- SRPC มีกำไรสุทธิ 1 พันลบ. ลดลง 31% q-q จากผลขาดทุนจากสต็อก ขณะที่กำไรปกติเพิ่มขึ้นแข็งแกร่งทั้ง y-y และ q-q มาอยู่ที่ 3 พันลบ. โดยมีปัจจัยหลักจากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น โดยรวมแล้วกำไรเป็นไปตามที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้
- มาร์จิ้นปรับตัวดีขึ้น: อัตรากำไรของธุรกิจรวม (Enterprise Margin) เพิ่มขึ้นเป็น US\$10.4/bbl (+52% q-q, +55% y-y) หนุนโดยค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น โดยค่าการกลั่นเพิ่มเป็น US\$9.3/bbl (+72% q-q, +53% y-y) สอดคล้องกับการฟื้นตัวของ crack spread ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (Commercial margins) ลดลงเหลือ US\$1.2/bbl (-20% q-q, +71% y-y) จากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในกลุ่มลูกค้าเชิงพาณิชย์และอุตสาหกรรม (C&I) และช่องทางยางมะตอย ทั้งนี้ ดีเซลยังคงเป็นผลิตภัณฑ์หลักที่ขับเคลื่อนผลการดำเนินงาน โดยอัตราการดำเนินงานโรงกลั่น (refinery run rate) อยู่ในระดับสูงที่ 93% ใน 4Q25 ลดลงเล็กน้อยจาก 96% ใน 3Q25 แต่เพิ่มขึ้นจาก 89% ใน 4Q24 สะท้อนมาร์จิ้นที่แข็งแกร่ง
- ควบคุม OPEX ได้ดี: ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (OPEX) ไม่รวมค่าใช้จ่ายการหยุดซ่อมบำรุงและตรวจสอบ (T&I) และโครงการต่างๆ เพิ่มขึ้น US\$0.41/bbl q-q จากระดับกิจกรรมที่สูงขึ้นตามฤดูกาล อย่างไรก็ตาม OPEX ลดลง 20% y-y จากความพยายามลดต้นทุนอย่างต่อเนื่อง
- รายการพิเศษ: เราประเมินว่าบริษัทมีผลขาดทุนสต็อก 2 พันลบ. (เทียบกับกำไร 550 ลบ. ใน 3Q25 และขาดทุน 328 ลบ. ใน 4Q24)
- เงินปันผลดีกว่าคาด: SPRC ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล (DPS) 0.30 บาท/หุ้น (คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 4%) ทำให้เงินปันผลรวมทั้งปีอยู่ที่ 0.45 บาท/หุ้น (เทียบกับ 0.40 บาทในปี 2025) สูงกว่าประมาณการของเราที่ 0.30 บาท และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 0.39 บาท คิดเป็นอัตราการจ่ายปันผล 76% เทียบกับ 78% ในปี 2025F
- แนวโน้ม: เราคาดว่ากำไร 1Q26F จะอ่อนตัวลงจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผน ซึ่งตลาดรับรู้ไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มค่าการกลั่นในปี 2026F

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	64,043	64,297	58,509	61,596	57,481	Revenue	(7)	(10)	96	241,882	213,242
Gross profit	1,217	1,101	1,215	1,917	3,966	Gross profit	107	226	101	8,197	7,217
SG&A	979	862	796	717	822	SG&A	15	(16)	97	3,197	3,311
Operating profit	238	239	418	1,199	3,144	Operating profit	162	1,220	105	5,000	3,906
EBITDA	1,031	1,112	1,238	2,046	4,046	EBITDA	98	292	108	8,441	6,802
Other income	110	117	85	58	(18)	Other income	na	na	na	242	
Other expense						Other expense			na		
Interest expense	93	72	68	60	58	Interest expense	(4)	(38)	98	258	252
Profit before tax	255	284	436	1,197	3,068	Profit before tax	156	1,103	110	4,984	3,654
Income tax	97	187	(215)	360	212	Income tax	(41)	118	93	544	694
Equity & invest. income				35	119	Equity & invest. income	244		na	154	
Minority interests						Minority interests			na		
Extraordinary items	4	617	(1,464)	708	(1,885)	Extraordinary items	na	na	144	(2,024)	
Net profit	162	714	(812)	1,579	1,090	Net profit	(31)	573	102	2,570	2,959
Normalized profit	158	97	651	871	2,975	Normalized profit	241	1,784	117	4,594	2,959
EPS (Bt)	0.04	0.16	(0.19)	0.36	0.25	EPS (Bt)	(31)	573	102	0.59	0.68
Normalized EPS (Bt)	0.04	0.02	0.15	0.20	0.69	Normalized EPS (Bt)	241	1,784	117	1.06	0.68

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	575	1,163	572	431	976	Sales growth	(0.2)	(9.0)	(17.8)	(4.9)	(10.2)
A/C receivable	14,923	12,993	11,945	11,802	11,447	Operating profit growth	na	(92.0)	54.0	na	1,220.3
Inventory	23,482	21,968	22,473	21,962	21,112	EBITDA growth	na	(70.7)	11.6	788.8	292.4
Other current assets	491	616	624	873	620	Norm profit growth	na	(96.4)	382.7	na	1,784.1
Investment	1,616	1,660	1,473	1,413	1,418	Norm EPS growth	na	(96.4)	382.7	na	1,784.1
Fixed assets	22,300	22,029	20,770	20,892	21,037	Gross margin	1.9	1.7	2.1	3.1	6.9
Other assets	5,048	4,884	5,089	4,964	4,688	Operating margin	0.4	0.4	0.7	1.9	5.5
Total assets	68,435	65,313	62,947	62,336	61,298	EBITDA margin	1.6	1.7	2.1	3.3	7.0
S-T debt	986	1,417	3,174	3,871	1,356	Norm net margin	0.2	0.2	1.1	1.4	5.2
A/C payable	16,726	14,866	15,128	13,547	15,017	D/E (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Other current liabilities	2,299	1,707	2,024	1,355	2,078	Net D/E (x)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
L-T debt	6,606	4,725	2,844	2,713	1,750	Interest coverage (x)	11.1	15.4	18.3	33.8	69.9
Other liabilities	2,712	2,886	2,888	3,265	3,176	Interest rate	4.3	4.2	4.4	3.8	4.8
Minority interest	5	5	5	5	5	Effective tax rate	38.1	65.8	(49.4)	30.1	6.9
Shareholders' equity	39,101	39,706	36,884	37,581	37,915	ROA	0.9	0.6	4.1	5.6	19.2
Working capital	21,679	20,095	19,290	20,217	17,542	ROE	1.7	1.0	6.8	9.4	31.5
Total debt	7,592	6,142	6,018	6,584	3,106						
Net debt	7,017	4,979	5,445	6,153	2,130						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") 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.

Thanachart 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"