

Fundamental Story

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB) - BUY, Price Bt51.50, TP Bt56.00

Results Comment

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

4Q25- กำไรหลักแข็งแกร่ง ตามคาด

- TOP รายงานกำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 2.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 14% q-q แต่ลดลง 11% y-y หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติอยู่ที่ 7 พันลบ. พลิกฟื้นอย่างแข็งแกร่งจากขาดทุน 1 พันลบ. ใน 3Q25 โดยมีแรงหนุนจากการไม่มีการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นครั้งใหญ่เหมือนใน 3Q25 และค่าการกลั่น (market GRM) ที่สูงขึ้น
- Market GIM เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น US\$11.8/bbl จาก US\$5.2/bbl ใน 3Q25 และ US\$7.2/bbl ใน 4Q24 ได้แรงสนับสนุนจากมาร์จินที่ขึ้นในธุรกิจหลักหลังเสร็จสิ้นการซ่อมบำรุงใน 3Q25 และ refinery spreads ที่ปรับตัวดีขึ้น โดยค่าการกลั่นเพิ่มขึ้นเป็น US\$9.4/bbl (เทียบกับ US\$3.5/bbl ใน 3Q25) ขณะที่อัตราการใช้กำลังการกลั่นฟื้นตัวเป็น 114% จาก 82% ในไตรมาสก่อนหน้า
- มาร์จินของธุรกิจอะโรเมติกส์เพิ่มขึ้น q-q เป็น US\$1.0/bbl จาก US\$0.5/bbl ใน 3Q25 แม้ว่า product spreads จะอ่อนตัวลง แต่ได้รับแรงหนุนจากการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานหลังการซ่อมบำรุงใน 3Q25 โดยอัตราการใช้กำลังการผลิต BTX เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 76% ใน 4Q25 จาก 36% ใน 3Q25
- รายการพิเศษสุทธิ (net non-recurring items) ขาดทุน 4.5 พันลบ. เทียบกับกำไร 3.2 พันลบ. ใน 3Q25 และขาดทุน 631 ลบ. ใน 4Q24 โดยขาดทุนใน 4Q25 มีสาเหตุหลักจากขาดทุนสต็อก (inventory loss) 3.0 พันลบ. และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX loss) 307 ลบ. ซึ่งถูกชดเชยบางส่วนด้วยกำไรจากการซื้อกิจการในราคาต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรมของ Chandra จำนวน 328 ลบ.
- เราคาดว่ากำไร 1Q26 จะปรับตัวขึ้น โดยได้รับแรงหนุนจากการไม่มีขาดทุนจากสต็อก ทั้งนี้ ผู้บริหารระบุว่า market GRM ในเดือนมกราคมยังอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งที่มากกว่า US\$6/bbl ซึ่งจะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานใน 1Q26 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

Income Statement						Income Statement					
(consolidated)						12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	112,536	106,788	99,440	80,098	109,357	Revenue	37	(3)	98	395,682	366,531
Gross profit	5,264	4,075	4,807	587	9,261	Gross profit	1,478	76	106	18,729	21,379
SG&A	1,132	812	1,022	831	1,391	SG&A	67	23	100	4,056	3,665
Operating profit	4,131	3,262	3,785	(244)	7,870	Operating profit	na	90	108	14,673	17,714
EBITDA	6,158	5,221	5,756	1,784	9,978	EBITDA	459	62	104	22,738	25,697
Other income	221	623	566	524	377	Other income	(28)	70	115	2,090	1,648
Other expense	51	(79)	7,096	26	(129)	Other expense	na	na	na	6,914	
Interest expense	986	969	982	835	708	Interest expense	(15)	(28)	100	3,494	2,548
Profit before tax	3,315	2,995	(3,727)	(581)	7,668	Profit before tax	na	131	53	6,354	16,814
Income tax	(0)	0	0	498	459	Income tax	(8)	na	45	956	3,211
Equity & invest. income	63	(113)	6,585	(2)	(211)	Equity & invest. income	na	na	7,473	6,259	84
Minority interests	19	(12)	(30)	17	(30)	Minority interests	na	na	280	(54)	(1,294)
Extraordinary items	(631)	633	3,648	3,211	(4,510)	Extraordinary items	na	na	71	2,982	0
Net profit	2,767	3,504	6,476	2,147	2,458	Net profit	14	(11)	104	14,584	12,393
Normalized profit	3,398	2,871	2,828	(1,064)	6,968	Normalized profit	na	105	117	11,602	12,393
EPS (Bt)	1.24	1.57	2.90	0.96	1.10	EPS (Bt)	14	(11)	103	6.53	5.03
Normalized EPS (Bt)	1.52	1.29	1.27	(0.48)	3.12	Normalized EPS (Bt)	na	105	117	5.19	5.03
Balance Sheet						Financial Ratios					
(consolidated)											
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	39,738	44,553	44,658	33,161	68,601	Sales growth	(5.9)	(10.7)	(19.5)	(28.0)	(2.8)
A/C receivable	27,601	26,441	24,780	25,998	23,687	Operating profit growth	(26.5)	(66.2)	(10.2)	na	90.5
Inventory	40,577	43,465	35,747	37,675	32,104	EBITDA growth	(19.4)	(55.0)	(9.3)	(38.5)	62.0
Other current assets	4,306	3,588	4,352	3,564	5,907	Norm profit growth	(35.5)	(67.4)	(26.9)	na	105.1
Investment	31,427	31,252	36,135	35,900	34,865	Norm EPS growth	(35.5)	(67.4)	(26.9)	na	105.1
Fixed assets	224,153	212,922	211,890	214,083	218,461						
Other assets	41,209	40,740	40,922	44,095	43,659	Gross margin	4.7	3.8	4.8	0.7	8.5
Total assets	409,010	402,960	398,486	394,476	427,284	Operating margin	3.7	3.1	3.8	(0.3)	7.2
S-T debt	7,901	7,774	5,497	4,988	3,834	EBITDA margin	5.5	4.9	5.8	2.2	9.1
A/C payable	51,579	45,408	55,866	62,905	76,392	Norm net margin	3.0	2.7	2.8	(1.3)	6.4
Other current liabilities	8,182	9,259	10,889	7,465	10,163						
L-T debt	146,717	145,062	123,641	114,218	111,982	D/E (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
Other liabilities	28,445	29,878	30,942	30,184	31,882	Net D/E (x)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2
Minority interest	2,739	2,751	2,741	2,712	21,079	Interest coverage (x)	6.2	5.4	5.9	2.1	14.1
Shareholders' equity	163,446	162,828	168,910	172,004	171,953	Interest rate	2.6	2.5	2.8	2.7	2.4
Working capital	16,598	24,498	4,661	767	(20,600)	Effective tax rate	(0.0)	0.0	-	(85.6)	6.0
Total debt	154,619	152,836	129,138	119,206	115,816	ROA	3.4	2.8	2.8	(1.1)	6.8
Net debt	114,881	108,283	84,479	86,045	47,215	ROE	8.3	7.0	6.8	(2.5)	16.2

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 แนนโม่ธุรกิจ, 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)"