

# Fundamental Story

## PTT Oil And Retail Pcl (OR TB) - BUY, Price Bt12.40, TP Bt13.50

Results Comment

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

### 1Q26 ต่ำกว่าคาดจากขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง

- OR รายงานกำไรสุทธิ 1Q26 ที่ 2.4 พันลบ. ลดลง 45% y-y แต่เพิ่มขึ้น 16% q-q ต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 2.8 พันลบ. และต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 2.7 พันลบ. เนื่องจากขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง (hedging loss) สูงกว่าที่คาด โดยกำไรปกติคิดเป็นเพียง 25% ของประมาณการกำไรปี 2026F ของเรา ซึ่งถือว่าค่อนข้างต่ำ เมื่อพิจารณาว่าแนวโน้ม 2Q26F ที่อาจอ่อนแอลงอีก
- การฟื้นตัว q-q ได้แรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในธุรกิจหลัก ขณะที่การลดลง y-y มีสาเหตุหลักจากขาดทุนจากการทำ hedging จำนวน 2.4 พันลบ.
- EBITDA ของธุรกิจน้ำมันเพิ่มขึ้น 59% q-q และ 14% y-y ได้แรงหนุนจากความต้องการใช้น้ำมันดีเซลที่แข็งแกร่งก่อนการปรับขึ้นราคา ค่าการตลาดปรับดีขึ้นเป็น 1.1 บาท/ลิตร จาก 1.0 บาท/ลิตร ใน 4Q25 โดย OR รับรู้กำไรจากสต็อกน้ำมัน 1.2 พันลบ. แต่ถูกชดเชยบางส่วนจากผลกระทบ 7.9 พันลบ. จากค่าการกลั่นน้ำมันอากาศยานที่อ่อนตัวลง
- EBITDA margin ของธุรกิจ Non-oil ปรับตัวดีขึ้นเป็น 31.7% จาก 25.4% ใน 4Q25 และ 29.9% ใน 1Q25 โดยได้แรงหนุนจากยอดขายเครื่องบินที่ทำสถิติสูงสุด และค่าใช้จ่ายด้านการตลาดที่ลดลงตามฤดูกาล
- EBITDA ธุรกิจต่างประเทศฟื้นตัวจากขาดทุน 12 ลบ. ใน 4Q25 มาเป็นกำไร 436 ลบ. ใน 1Q26 โดยได้แรงหนุนจากยอดขายน้ำมันดีเซลให้ผู้ค้าส่งในประเทศฟิลิปปินส์ที่แข็งแกร่งขึ้น ขณะที่ผลขาดทุนในกัมพูชาเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 190 ลบ. หลังมีการปิดสถานีบริการเพิ่ม 34 แห่ง ใน 1Q26 ทำให้เหลือสถานีบริการ 91 แห่ง
- OR กำลังมองหาพันธมิตรสำหรับธุรกิจน้ำมันกัมพูชา และคาดว่าจะรับรู้ผลขาดทุนจากการถอนการลงทุนเพียงเล็กน้อย โดยตั้งเป้าปิดดีลภายในปีนี้ ทั้งนี้มูลค่าสินทรัพย์ถาวร (PP&E) และสินทรัพย์สิทธิการใช้ (right-of-use assets) ในกัมพูชารวมอยู่ที่ US\$88m
- เราคาดว่ากำไรใน 2Q26 จะอ่อนตัวลง q-q ตามปริมาณขายที่ลดลง โดยบริษัทให้กรอบค่าการตลาดค่าปลีกอยู่ในกรอบล่างที่ราว 70 สตางค์ต่อลิตร อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการปรับตัวลงของราคาหุ้นล่าสุดได้สะท้อนปัจจัยลบระยะสั้นไปมากแล้ว และมองว่า OR เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวหลังสงคราม ดังนั้นจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

Income Statement (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Revenue	182,422	167,166	153,600	155,535	176,125
<b>Gross profit</b>	<b>9,635</b>	<b>8,222</b>	<b>8,636</b>	<b>8,819</b>	<b>10,384</b>
SG&A	5,276	6,117	6,043	6,948	5,627
Operating profit	4,359	2,105	2,593	1,871	4,758
<b>EBITDA</b>	<b>6,209</b>	<b>4,046</b>	<b>4,522</b>	<b>3,731</b>	<b>6,800</b>
Other income	495	463	528	681	473
Other expense	(239)	(377)	(139)	(309)	2,434
Interest expense	263	233	228	219	209
<b>Profit before tax</b>	<b>4,830</b>	<b>2,713</b>	<b>3,032</b>	<b>2,643</b>	<b>2,588</b>
Income tax	1,038	560	695	187	627
Equity & invest. income	204	152	173	161	215
Minority interests	(0)	0	(1)	1	2
Extraordinary items	383	(73)	105	(539)	237
<b>Net profit</b>	<b>4,379</b>	<b>2,232</b>	<b>2,614</b>	<b>2,078</b>	<b>2,415</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>3,996</b>	<b>2,305</b>	<b>2,510</b>	<b>2,617</b>	<b>2,177</b>
EPS (Bt)	0.36	0.19	0.22	0.17	0.20
Normalized EPS (Bt)	0.33	0.19	0.21	0.22	0.18

Balance Sheet (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Cash & ST investment	42,743	46,179	35,068	33,239	43,547
A/C receivable	24,469	20,266	20,258	23,684	29,992
Inventory	31,783	32,647	39,738	32,988	37,052
Other current assets	11,636	11,553	15,326	18,942	34,501
Investment	9,392	8,769	8,699	8,629	11,733
Fixed assets	46,948	46,333	46,235	46,609	46,020
Other assets	34,859	34,691	34,508	33,841	33,700
<b>Total assets</b>	<b>201,830</b>	<b>200,437</b>	<b>199,832</b>	<b>197,931</b>	<b>236,545</b>
S-T debt	5,641	5,261	5,154	6,280	4,653
A/C payable	39,242	36,663	37,727	32,793	72,791
Other current liabilities	7,371	8,772	9,237	9,512	11,213
L-T debt	8,844	8,564	7,310	7,027	3,213
Other liabilities	27,544	27,751	27,978	28,499	28,166
Minority interest	64	63	65	63	62
<b>Shareholders' equity</b>	<b>113,124</b>	<b>113,362</b>	<b>112,362</b>	<b>113,758</b>	<b>116,446</b>
Working capital	17,010	16,250	22,269	23,879	(5,747)
Total debt	14,485	13,825	12,464	13,306	7,866
<b>Net debt</b>	<b>(28,257)</b>	<b>(32,354)</b>	<b>(22,604)</b>	<b>(19,933)</b>	<b>(35,681)</b>

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Income Statement					
(Bt m)	q-q%	y-y%	3M as		
			% 2026F	2026F	2027F
Revenue	13	(3)	26	669,637	669,297
<b>Gross profit</b>	<b>18</b>	<b>8</b>	<b>30</b>	<b>35,181</b>	<b>38,399</b>
SG&A	(19)	7	21	26,785	26,772
Operating profit	154	9	57	8,395	11,627
<b>EBITDA</b>	<b>82</b>	<b>10</b>	<b>36</b>	<b>18,736</b>	<b>21,787</b>
Other income	(31)	(4)	22	2,167	2,167
Other expense	na	na	na	na	na
Interest expense	(4)	(21)	29	723	593
<b>Profit before tax</b>	<b>(2)</b>	<b>(46)</b>	<b>26</b>	<b>9,839</b>	<b>13,202</b>
Income tax	235	(40)	32	1,968	2,640
Equity & invest. income	34	5	31	690	690
Minority interests	76	na	na	0	0
Extraordinary items	na	(38)	na	0	0
<b>Net profit</b>	<b>16</b>	<b>(45)</b>	<b>28</b>	<b>8,561</b>	<b>11,251</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(17)</b>	<b>(46)</b>	<b>25</b>	<b>8,561</b>	<b>11,251</b>
EPS (Bt)	16	(45)	28	0.71	0.94
Normalized EPS (Bt)	(17)	(46)	25	0.71	0.94

Financial Ratios (%)					
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Sales growth	2.6	(9.1)	(12.8)	(16.4)	(3.5)
Operating profit growth	28.6	(19.3)	na	(38.7)	9.1
EBITDA growth	19.8	(7.5)	457.5	(25.7)	9.5
Norm profit growth	39.7	(5.7)	na	(0.1)	(45.5)
Norm EPS growth	39.7	(5.7)	na	(0.1)	(45.5)
Gross margin	5.3	4.9	5.6	5.7	5.9
Operating margin	2.4	1.3	1.7	1.2	2.7
EBITDA margin	3.4	2.4	2.9	2.4	3.9
Norm net margin	2.2	1.4	1.6	1.7	1.2
D/E (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (x)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage (x)	23.6	17.4	19.8	17.1	32.5
Interest rate	6.4	6.6	6.9	6.8	7.9
Effective tax rate	21.5	20.6	22.9	7.1	24.2
ROA	7.8	4.6	5.0	5.3	4.0
ROE	14.4	8.1	8.9	9.3	7.6

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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 ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)