

Fundamental Story

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB) - BUY, Price Bt46.75, TP Bt60.00

Results Comment

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

1Q26 เป็นไปตามคาด

- TOP รายงานกำไรสุทธิ 1Q26 แข็งแกร่งที่ 19.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 692% q-q โดยได้แรงหนุนจากกำไรจากสต็อกน้ำมัน 16.7 พันลบ. และค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่แข็งแกร่งที่ US\$12.7/bbl อย่างไรก็ตาม หากไม่รวมรายการพิเศษ กำไรปกติลดลง 41% q-q เหลือ 3.5 พันลบ. จากผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงราว 8 พันลบ. กำไร 3M26 คิดเป็น 25% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2026F ของเรา ซึ่งเป็นไปตามคาด
- Market GRM ปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$12.7/bbl ใน 1Q26 จาก US\$9.4/bbl ใน 4Q25 ได้แรงหนุนจากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและเบนซินที่แข็งแกร่งขึ้น เมื่อรวมกำไรจากสต็อกน้ำมันแล้ว Accounting GRM พุ่งขึ้นเป็น US\$38/bbl จาก US\$5.6/bbl ในไตรมาสก่อน ขณะที่อัตราการใช้จ่ายการกลั่นยังทรงตัวในระดับสูงที่ 113% ใน 1Q26
- ธุรกิจโรงแม่เตดิกส์ EBITDA อยู่ที่ 912 ลบ. ใน 1Q26 เพิ่มขึ้น 9% q-q จาก PX-ULG95 spread ในเอเชียที่กว้างขึ้น แม้อัตราการใช้จ่ายการผลิตจะอ่อนตัวลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 73% เนื่องจากบริษัทให้น้ำหนักการผลิตน้ำมันเบนซินมากขึ้น เพื่อรับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น
- รายการพิเศษสุทธิเป็นกำไร 1.6 หมื่นลบ. เทียบกับขาดทุน 3.5 พันลบ. ใน 4Q25 และกำไร 3 พันลบ. ใน 1Q25 โดยหลักมาจากกำไรสต็อกน้ำมัน 1.67 หมื่นลบ. และกำไรจากการซื้อคืนหุ้นกู้จำนวน 2.4 พันลบ.
- เราคาดว่ากำไรปกติใน 2Q26 จะปรับตัวดีขึ้น จากการไม่มีผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง (hedging loss) อีกทั้งฝ่ายบริหารคาดว่า market GRM ใน 2Q26F จะขยับขึ้นต่อเป็น US\$13.3/bbl แม้จะมีสมมติฐาน crude premium ที่สูงขึ้น และผลกระทบจากมาตรการควบคุมราคาดีเซลของภาครัฐเพิ่มเติม นอกจากนี้ ทุนผูกเรือน้ำลึกเดี่ยว (SBM platform) ของ TOP ได้กลับมาดำเนินงานแล้ว หลังได้รับอนุมัติจากกรมเจ้าท่าภูมิภาค คงคำแนะนำ "ซื้อ"

| Income Statement | | | | | | Income Statement | | | | | |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------------|-------------|------------|------------|---------------|---------------|
| (consolidated) | | | | | | 3M as | | | | | |
| Yr-end Dec (Bt m) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | (Bt m) | q-q% | y-y% | % 2026F | 2026F | 2027F |
| Revenue | 106,788 | 99,440 | 80,098 | 109,357 | 122,458 | Revenue | 12 | 15 | 29 | 421,415 | 403,120 |
| Gross profit | 3,995 | 4,807 | 587 | 9,261 | 13,399 | Gross profit | 45 | 235 | 55 | 24,166 | 21,946 |
| SG&A | 812 | 1,022 | 831 | 1,391 | 1,224 | SG&A | (12) | 51 | 28 | 4,320 | 4,132 |
| Operating profit | 3,182 | 3,785 | (244) | 7,870 | 12,175 | Operating profit | 55 | 283 | 61 | 19,846 | 17,813 |
| EBITDA | 5,141 | 5,756 | 1,784 | 9,978 | 14,224 | EBITDA | 43 | 177 | 50 | 28,451 | 26,534 |
| Other income | 623 | 566 | 524 | 377 | 470 | Other income | 25 | (25) | 25 | 1,895 | 1,813 |
| Other expense | (340) | 7,728 | 118 | 867 | 3,094 | Other expense | 257 | na | na | | |
| Interest expense | 969 | 982 | 835 | 708 | 683 | Interest expense | (4) | (30) | 25 | 2,682 | 1,834 |
| Profit before tax | 3,177 | (4,359) | (673) | 6,672 | 8,868 | Profit before tax | 33 | 179 | 47 | 19,059 | 17,792 |
| Income tax | 0 | 0 | 498 | 459 | 4,884 | Income tax | 965 | ##### | 110 | 4,443 | 3,399 |
| Equity & invest. income | (113) | 6,585 | (2) | (211) | 110 | Equity & invest. income | na | na | 110 | 100 | 100 |
| Minority interests | (12) | (30) | 17 | (30) | (575) | Minority interests | na | na | 997 | (58) | (1,332) |
| Extraordinary items | 452 | 4,280 | 3,303 | (3,514) | 15,962 | Extraordinary items | na | 3,434 | 378 | 4,224 | 0 |
| Net profit | 3,504 | 6,476 | 2,147 | 2,458 | 19,481 | Net profit | 693 | 456 | 103 | 18,883 | 13,160 |
| Normalized profit | 3,052 | 2,196 | (1,156) | 5,972 | 3,519 | Normalized profit | (41) | 15 | 24 | 14,659 | 13,160 |
| EPS (Bt) | 1.57 | 2.90 | 0.96 | 1.10 | 8.72 | EPS (Bt) | 693 | 456 | 103 | 8.46 | 5.37 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.37 | 0.98 | (0.52) | 2.67 | 1.58 | Normalized EPS (Bt) | (41) | 15 | 24 | 6.57 | 5.37 |
| Balance Sheet | | | | | | Financial Ratios | | | | | |
| (consolidated) | | | | | | (%) | | | | | |
| Yr-end Dec (Bt m) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | |
| Cash & ST investment | 44,553 | 44,658 | 33,161 | 68,601 | 76,271 | Sales growth | (10.7) | (19.5) | (28.0) | (2.8) | 14.7 |
| A/C receivable | 26,441 | 24,780 | 25,998 | 23,687 | 38,607 | Operating profit growth | (67.0) | (10.2) | na | 90.5 | 282.6 |
| Inventory | 43,465 | 35,747 | 37,675 | 32,104 | 39,033 | EBITDA growth | (55.6) | (9.3) | (38.5) | 62.0 | 176.7 |
| Other current assets | 3,588 | 4,352 | 3,564 | 5,907 | 13,177 | Norm profit growth | (65.3) | (43.3) | na | 75.8 | 15.3 |
| Investment | 31,252 | 36,135 | 35,900 | 34,865 | 36,407 | Norm EPS growth | (65.3) | (43.3) | na | 75.8 | 15.3 |
| Fixed assets | 212,922 | 211,890 | 214,083 | 218,461 | 222,495 | Gross margin | 3.7 | 4.8 | 0.7 | 8.5 | 10.9 |
| Other assets | 40,740 | 40,922 | 44,095 | 43,659 | 44,214 | Operating margin | 3.0 | 3.8 | (0.3) | 7.2 | 9.9 |
| Total assets | 402,960 | 398,486 | 394,476 | 427,284 | 470,205 | EBITDA margin | 4.8 | 5.8 | 2.2 | 9.1 | 11.6 |
| S-T debt | 7,774 | 5,497 | 4,988 | 3,834 | 11,008 | Norm net margin | 2.9 | 2.2 | (1.4) | 5.5 | 2.9 |
| A/C payable | 45,408 | 55,866 | 62,905 | 76,392 | 81,086 | D/E (x) | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.4 |
| Other current liabilities | 9,259 | 10,889 | 7,465 | 10,163 | 25,763 | Net D/E (x) | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.2 | 0.1 |
| L-T debt | 145,062 | 123,641 | 114,218 | 111,982 | 89,285 | Interest coverage (x) | 5.3 | 5.9 | 2.1 | 14.1 | 20.8 |
| Other liabilities | 29,878 | 30,942 | 30,184 | 31,882 | 28,062 | Interest rate | 2.5 | 2.8 | 2.7 | 2.4 | 2.5 |
| Minority interest | 2,751 | 2,741 | 2,712 | 21,079 | 21,417 | Effective tax rate | 0.0 | - | (73.9) | 6.9 | 55.1 |
| Shareholders' equity | 162,828 | 168,910 | 172,004 | 171,953 | 213,584 | ROA | 3.0 | 2.2 | (1.2) | 5.8 | 3.1 |
| Working capital | 24,498 | 4,661 | 767 | (20,600) | (3,446) | ROE | 7.5 | 5.3 | (2.7) | 13.9 | 7.3 |
| Total debt | 152,836 | 129,138 | 119,206 | 115,816 | 100,293 | | | | | | |
| Net debt | 108,283 | 84,479 | 86,045 | 47,215 | 24,022 | | | | | | |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

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 บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (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)