



## กระแสหลักทรัพย์

### ● TRUE : ทำทายความเป็นไปได้ของตลาด

#### ยืนยันคำแนะนำ "ขาย"

ในมุมมองของเรา ตลาดยังคงมีมุมมองที่ดีเกินไปเกี่ยวกับ TRUE ทั้งในแง่ศักยภาพการทำกำไร และผลลัพธ์ของการประมูลคลื่นความถี่ที่กำลังจะมาถึง แม้ว่าเรายังคงมีมุมมองที่ระมัดระวังต่อภาพรวมของภาคบริการโทรคมนาคมไทย เราชอบ ADVANC มากกว่า TRUE เนื่องจากงบดุลที่แข็งแกร่งกว่า และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงกว่า เรายืนยันคำแนะนำ "ขาย" สำหรับ TRUE โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 10.00 บาท

#### คาดการณ์การเติบโตที่ระมัดระวังมากขึ้น

เรามีสัญญาที่ระมัดระวังเล็กน้อยเกี่ยวกับการเติบโตของกำไรสำหรับปี 2025 เมื่อเทียบกับแนวทางของผู้บริหาร ประมาณการกำไรของเราสำหรับปี 2025-27 ยังต่ำกว่า consensus 8%, 17% และ 19% ตามลำดับ เราคาดการณ์การเติบโตของรายได้จากบริการหลักในปี 2025 ที่เพียง 1% เทียบกับเป้าหมายของ TRUE ที่ 2-3% และการเติบโตของ EBITDA ที่ 6% เทียบกับเป้าหมายของ TRUE ที่ 8-10% เราชี้ให้เห็นถึงอุปสรรคสามประการที่อาจส่งผลกระทบต่อการเติบโตในปีนี้ : 1) การได้ลูกค้าใหม่ที่จะลดตัวและการสิ้นสุดวงจรเพิ่มขึ้นของ ARPU โดยมีการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่หยุดนิ่งและความเท่าเทียมกันของแพ็คเกจเป็นความท้าทายที่ต่อเนื่อง 2) มุมมองที่ท้าทายสำหรับรายได้ PayTV เนื่องจากการแข่งขันที่สูง และการยุติใบอนุญาต EPL และ 3) การลดต้นทุนเพิ่มเติมทำได้จำกัดในระดับ EBITDA เนื่องจากมาตรการประหยัดต้นทุนส่วนใหญ่ได้ถูกนำมาใช้และสะท้อนในปี 2024 แล้ว

#### ความคาดหวังสำหรับผลลัพธ์การประมูลคลื่นความถี่จำเป็นต้องสมจริงมากขึ้น

แม้ว่าเราไม่คาดว่าจะเกิดสงครามราคาประมูลที่รุนแรง แต่เราเชื่อว่าตลาดยังคงมีมุมมองที่ดีเกินไปเกี่ยวกับผลลัพธ์ของการประมูลคลื่นความถี่ (น่าจะเกิดขึ้นใน 2Q25F) โดยคาดหวังสถานการณ์ที่ดีที่สุดโดยไม่มีความต้องการที่ทับซ้อนกันระหว่าง TRUE และ ADVANC เราคาดการณ์ว่าจะมีการแข่งขันในระดับหนึ่ง และไม่คิดว่าราคาประมูลสุดท้ายจะอยู่ที่ราคาสงวนที่ประกาศไว้ สถานการณ์พื้นฐานของเราคาดว่า TRUE จะได้รับคลื่นความถี่ 2300MHz กลับมา โดยมีราคาสูงกว่าราคาสงวน 30% ซึ่งยังคงต่ำกว่าราคาสงวนของคลื่นความถี่ 1800MHz ถึง 61% ซึ่งเราถือว่าเป็นคลื่นทดแทนสำหรับคลื่นความถี่ 2300MHz การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราระบุว่ามีความเสี่ยงด้าน downside 10% ต่อ NAV ของเราหากราคาประมูลสุดท้ายสำหรับคลื่นความถี่ 2300MHz ตรงกับราคาสงวนของคลื่นความถี่ 1800MHz

#### การประเมินมูลค่าไม่ถูก; การปรับกำไรและมูลค่าที่เหมาะสม

การประเมินมูลค่าก็ไม่ถูกเช่นกัน ปัจจุบัน TRUE ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2025 ที่ 7.6 เท่า สูงกว่าบริษัทในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก 7% แม้ว่าจะมีการคาดการณ์การเติบโตของ EBITDA ปี 2025 ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10% ของบริษัทในกลุ่ม (8% ไม่รวม Singtel) เมื่อพิจารณากำไรปี 2024 การปรับการคาดการณ์ ARPU ทั้งสำหรับมือถือและ FBB และการอัปเดตการคาดการณ์การประมูลคลื่นความถี่ เราได้ปรับกำไรปี 2025-26 ขึ้น 29% และ 55% ตามลำดับ เรายังได้นำเสนอกำไรปี 2027 โดยมูลค่าที่เหมาะสมตามวิธี DCF ของเราเพิ่มขึ้นเป็น 10.00 บาท (จาก 9.90 บาท) ความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญ : การหมุนเวียนกำไรที่เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ CAPEX สำหรับการประมูลคลื่นความถี่ที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ และการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ■

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน ["Company Report"](#) (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่หรือสื่อสารต่อผู้อื่นโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 มีนาคม 2568

# กระแสหลักทรัพย์

Forecasts and ratios					
Year Ended December 31	2023*	2024	2025E	2026E	2027E
Sales (THBm)	169,074	206,020	200,683	190,777	193,118
EBITDA (THBm)	75,718	98,142	103,614	109,165	109,379
Net profit (THBm)	-14,581	-10,966	13,912	17,465	22,178
<b>Net Profit (% chg from prev)</b>	<b>nm.</b>	<b>nm.</b>	<b>29.1</b>	<b>55.1</b>	<b>nm.</b>
EPS (THB)	-0.42	-0.32	0.40	0.51	0.64
EPS (% YoY)	na.	na.	na.	-25.5	27.0
<b>EPS vs Cons (%)</b>	<b>nm.</b>	<b>nm.</b>	<b>-8</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>
PER (X)	-12.0	-35.0	27.3	21.8	17.1
Yield (%)	0.0	0.0	0.7	2.3	2.9
P/BV (X)	2.0	5.2	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA (X)	8.2	8.1	7.6	6.9	6.6
ROE (%)	-15.8	-13.7	17.6	19.8	22.6

\*Note: 2023 reported 10 months performance from 1 March – 31 December 2023 as date of amalgamation, Source: Company data, TISCO estimates

**Figure 1. Factoring in 2024, we have slightly revised our operating assumptions for mobile and FBB, leading to changes in core service revenue. Note that the decline in mobile ARPU reflects the increasing proportion of prepaid subscribers.**

TRUE	2025e			2026e			2027e		
	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.
<b>Key operating assumptions</b>									
Postpaid ARPU (Bt/user/month)	426	425	0%	426	425	0%	426	n.a.	n.a.
Prepaid ARPU (Bt/user/month)	121	119	2%	121	119	2%	121	n.a.	n.a.
Blended ARPU (Bt/user/month)	214	213	0%	213	212	0%	212	n.a.	n.a.
Mobile subscribers (mn users)	50	49	2%	51	50	3%	52	n.a.	n.a.
FBB ARPU (Bt/user/month)	522	528	-1%	522	528	-1%	522	n.a.	n.a.
FBB Subscribers (Bt/user/month)	3.8	3.8	0%	3.9	3.9	0%	4.0	n.a.	n.a.
Core service revenue (Bt bn)	167,624	164,720	2%	167,928	163,166	3%	169,228	n.a.	n.a.
EBITDA (Bt bn)	103,614	98,570	5%	109,165	100,848	8%	109,379	n.a.	n.a.

Source: TISCO estimates

**Figure 2. We hold a slightly more cautious view on earnings growth for 2025e compared to management's guidance.**

	2025e Guidance	2025e - TISCOe
Service revenue growth (%)	2-3%	1%
EBITDA growth (%)	8-10%	6%
EBITDA margin over core service revenue (%)	63%	62%
CAPEX exc. Spectrum arrangement (Bt bn)	28-30	30
Net debt/EBITDA (x)	<4.0x	3.9x

Source: Bloomberg Finance LP, TISCO estimates

**Figure 3. We have updated our spectrum auction assumptions to reflect the latest draft of the spectrum auction Terms of Reference (ToR) and guidance from management.**

TRUE - Spectrum-related assumptions	New	Old (As of 6 Jan 2025)
<b>Payment terms</b>	10 installments over 10 years	10 installments over 10 years
Spectrum price for <u>2300MHz</u> (expired in 2025) (Bt bn/MHz)	0.24 (+30% markup from reserve price)	0.66
Size of bandwidth	6x10MHz	6x10MHz
Spectrum useful life (years)	15	15
<b>CAPEX for <u>2100MHz</u> (expired in 2027)</b>	Factored in	Haven't factored in yet
Spectrum price (Bt bn/MHz)	0.48 (+30% markup from reserve price)	n.a.
Size of bandwidth	4x15MHz	4x15MHz (currently utilising)
Spectrum useful life (years)	13	15

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

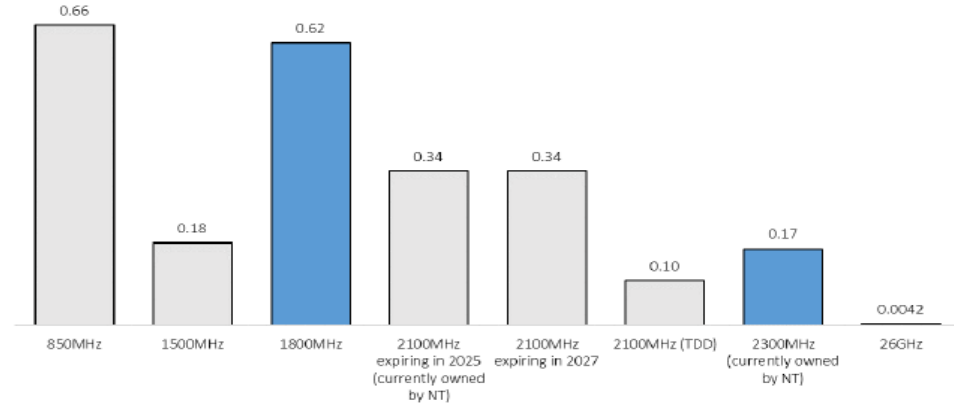
รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 มีนาคม 2568

# กระแสหลักทรัพย์

**Figure 4. Our base scenario assumes that TRUE will reacquire the 2300MHz spectrum at a 30% premium to the reserve price. This is still 61% lower than the reserve price of the 1800MHz spectrum, which we consider a substitute for the 2300MHz spectrum.**

Reserve price (Bt bn per MHz) - Latest draft of the spectrum auction Terms of Reference (ToR) as of 20 Jan 2025



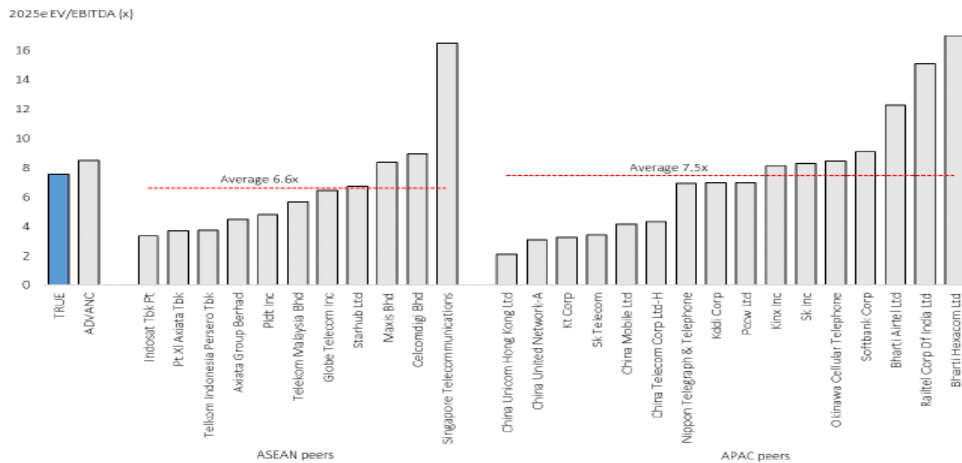
Source: NBTC, TISCO estimates

**Figure 5. Our sensitivity analysis indicates a 10% downside to our NAV if the final bidding price for the 2300MHz spectrum (6x10MHz) matches the reserve price of the 1800MHz spectrum**

		Spectrum price (Bt mn per MHz)						
		170	193	217	240	367	493	620
Bandwidth (MHz)	10	5%	5%	5%	5%	4%	4%	3%
	20	4%	4%	4%	4%	3%	2%	0%
	30	4%	3%	3%	3%	1%	-1%	-2%
	40	3%	2%	2%	2%	-1%	-3%	-5%
	50	2%	2%	1%	1%	-2%	-5%	-8%
	60	1%	1%	0%	0%	-4%	-7%	-10%
	70	1%	0%	-1%	-2%	-5%	-9%	-13%

Source: TISCO estimates

**Figure 6. TRUE is currently trading at a 2025e EV/EBITDA of 7.6x, a 7% premium to APAC peers, despite its lower 2025e EBITDA growth forecast compared to the 10% average of peers (8% excluding Singtel).**



Source: Bloomberg Finance LP, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

11 มีนาคม 2568