



# True Corporation PCL

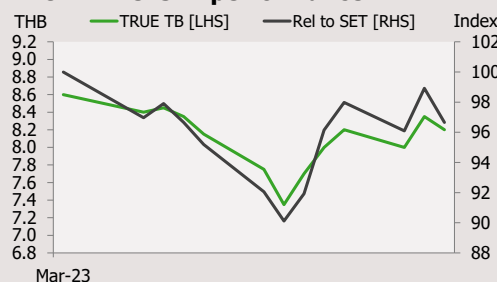
TRUE TB Outperform

Target Price	Bt	10.32
Price (22/03/2023)	Bt	8.20
Upside	%	25.85
Valuation		SOTP
Sector		ICT
Market Cap	Btm	283,327
30-day avg turnover	Btm	1,897.28
No. of shares on issue	m	34,552
CG Scoring		N/A
Anti-Corruption Indicator		N/A

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (Btmn)	215,071	217,596	222,011	213,245
Core profit (Btmn)	1,992	5,259	10,659	18,086
Net profit (Btmn)	-5,913	5,259	10,659	18,086
DPS (Bt)	0.20	0.17	0.32	0.53
BVPS (Bt)	2.86	2.70	2.70	2.81
Net EPS growth (%)	-163.41	188.94	102.69	69.67
ROA (%)	-0.95	0.66	1.34	2.32
ROE (%)	-5.62	5.48	11.43	18.98
Net D/E (x)	4.50	4.18	4.15	3.74
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	-49.73	55.91	27.58	16.26
P/BV (x)	2.97	3.16	3.15	3.03
EV/EBITDA (x)	8.75	7.34	6.78	6.02
Dividend yield (%)	2.32	2.00	3.80	6.18
Net debt/EBITDA (x)	5.27	4.18	3.85	3.32

### TRUE TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Pisut Ngamvijitvong

pisut.n@kasikornsecurities.com

23 March 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

## China Mobile: ออกหรือปรับโครงสร้าง?

- ▶ **China Mobile (CM)** ขายหุ้น 2.62% ของ TRUE ให้กับ Long Prosper Group ซึ่งสร้างบรรยากาศเชิงลบต่อตลาดจากความกังวลว่าจะมีการขายหุ้นเพิ่มเติมอีก
- ▶ เรามีข้อมูลจำกัดต่อการขายหุ้นของ CM ครั้งนี้แต่คาดมีความเป็นไปได้ต่ำที่ CM จะออกจาก TRUE ถาวรในช่วงเริ่มต้นของการรวมกิจการ
- ▶ สร้างบรรยากาศลงทุนเชิงลบแต่ไม่ส่งผลกระทบต่อปัจจัยพื้นฐาน (จนถึงขณะนี้) แนะนำ "ซื้อ" หนุนจากมูลค่าการผันก้ำกึ่งที่สูงกว่าคาด

### Investment highlights

- ▶ **เหตุการณ์สำคัญ** ถึงจาก Filing ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เมื่อวันที่ 20 มี.ค.2566 China Mobile International Holdings Limited (CM) ขายหุ้น TRUE จำนวน 906.57 ล้านหุ้น หรือ 2.62% ให้กับ Long Prosper Group Limited (LPG) โดยตรง ผู้บริหารของ TRUE ไม่สามารถชี้แจงในนามของ CM ได้ แต่ยืนยันว่า CM ยังเป็นผู้ถือหุ้นเชิงกลยุทธ์ระยะยาวของ TRUE
- ▶ **มุมมองของเรา** ราคาหุ้น TRUE ที่ลดลง 1.8% เมื่อวานนี้ ตอกย้ำบรรยากาศเชิงลบจากการขายหุ้นของ CM แม้เราไม่สามารถตัดความเป็นไปได้ที่ CM จะขายหุ้นที่เหลือของ TRUE ออกไป แต่เราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดดังกล่าว (CM เปลี่ยนการตัดสินใจไปลงทุนในต่างประเทศ) ไม่น่าจะเกิดขึ้น ราคาหุ้นปัจจุบันของ TRUE ต่ำกว่าต้นทุนการถือหุ้นที่แท้จริงของ CM เราตั้งคำถามเกี่ยวกับสถานะของ LPG หาก LPG มี Citrine Group เป็นเจ้าของ (CPG และ Telenor ถือหุ้น 51% และ 49% ตามลำดับ) คาดธุรกรรมดังกล่าวจะเป็นแค่การปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งคาดจะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นที่แท้จริงของ CPG และ Telenor ขึ้นเป็นร้อยละ 30.3% จาก 29%
- ▶ **การวิเคราะห์ของเรา** เรามองว่ามี 3 เหตุผลในการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นเชิงกลยุทธ์ เหตุผลแรกคือ การขายหุ้นจะสร้างกำไรที่ดีที่สุด เหตุผลที่ 2 คือนักลงทุนยอมแพ้และคาดว่าจะไม่มีการลงทุนซ้ำในอนาคต เหตุผลที่ 3 คืออาจเกิดความขัดแย้งหรือบริษัทแม่เปลี่ยนนโยบายลงทุนในกรณีของ TRUE เหตุผลแรกและ 2 ไม่สัมพันธ์กันอย่างแน่นอน แต่เราไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับเหตุผลที่ 3
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ตั้งแต่กลับเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 3 มี.ค. 2566 ราคาหุ้น TRUE ลดลง 1.8% เทียบกับ SET ที่ลดลง 1.7% และ ADVANC ที่เพิ่มขึ้น 5.9% ในช่วงเวลาเดียวกัน

### Valuation and Recommendation

- ▶ **แนะนำ "ซื้อ"** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 10.32 บาท ปัจจุบันราคาหุ้นในระยะสั้นคาดว่าจะมาจาก 1) CPG และ Telenor เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นจาก 29% เป็นมากกว่า 30% 2) หุ้นเพิ่มเข้ามาใน MSCI และ 3) มูลค่าการผันก้ำกึ่งอยู่ที่มากกว่า 3 พันล้านดอลลาร์
- ▶ **ราคาเป้าหมาย** เราคำนวณราคาเป้าหมาย TRUE ได้ที่ 10.32 บาท ถึงด้วยวิธี SOTP ในส่วนของการรวมกิจการ มูลค่าหุ้นอิงด้วยวิธี DCF ของเราสะท้อนมูลค่ายุติธรรมที่ 6.12 บาท/หุ้น โดยใช้ WACC ที่ 9.5% และอัตราเติบโตระยะยาวที่ 2% เราคำนวณมูลค่าการผันก้ำกึ่งที่ 2.95 บาท/หุ้น แบ่งเป็น 40% จาก upside ต่อรายได้และ 60% จาก opex และ capex ที่ลดลงเป็น 60% นอกจากนี้ เรายังคาดว่าจะมีการปรับเพิ่มตัวคูณมูลค่าหุ้นของ TRUE จาก 1) market cap ที่เพิ่มขึ้น 2) ส่วนแบ่งรายได้ในกลุ่มโทรคมนาคมที่มากที่สุดและ ROIC ที่ดีขึ้น
- ▶ **Downside risks** คาดมาจาก 1) ต้นทุนการรวมธุรกิจจะดับสูง 2) สงครามราคาที่รุนแรง 3) ผลกระทบเชิงลบจากมาตรการเยียวยาของ กสทช. และ 4) การปรับโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เอื้อประโยชน์



**Fig 1 Expected effective holding cost of CM**

Date	Shares, mn	Placement price (Bt)	Btmn
30-Aug-14	4,429	6.45	28,570
22-Jun-16	1,577	7.15	11,275
<b>Total</b>	<b>6,006</b>	<b>6.63</b>	<b>39,845</b>
Swap ratio		0.60018	
Total	3,605	11.05	39,845
17-Mar-23	-907	8.00	-7,253
<b>Total</b>	<b>2,698</b>	<b>12.08</b>	<b>32,592</b>

Source: Company, KS Research

**Fig 2 Shareholding structure**

TRUE (mergerco) 26-Jan-23			Before allocation 01-Mar-23		China Mobile's disposal 22-Mar-23		After allocation 22-Mar-23		
Shareholder	Shares, mn	% holding	Shareholder	Shares, mn	% holding	Shares, mn	% holding	Shares, mn	% holding
CP Group	10,013	29.0%	CP Group	6,785	19.6%	6,785	19.6%	10,469	30.3%
Telenor Asia Pte. Ltd.	6,785	19.6%	Telenor Asia Pte. Ltd.	6,788	19.6%	6,788	19.6%	10,469	30.3%
Thai Telco Holdings Ltd.	2,663	7.7%	Citrine Group	6,462	18.7%	6,462	18.7%	0	0.0%
China Mobile	3,605	10.4%	China Mobile	3,605	10.4%	2,698	7.8%	2,698	7.8%
National Telecom Plc.	826	2.4%	National Telecom Plc.	826	2.4%	826	2.4%	826	2.4%
Long Prosper Ltd.	0	0.0%	Long Prosper Ltd.	0	0.0%	907	2.6%	0	0.0%
Minorities	10,660	30.9%	Minorities	10,086	29.2%	10,086	29.2%	10,089	29.2%
<b>Total</b>	<b>34,552</b>	<b>100.0%</b>	<b>Total</b>	<b>34,552</b>	<b>100.0%</b>	<b>34,552</b>	<b>100.0%</b>	<b>34,552</b>	<b>100.0%</b>

Source: Company, KS Research

**Fig 3 Relative valuations**

	DTAC	TRUEE	Mergeco	ADVANC	ADVANC+TTTBB
Last price (Bt)	52.25	5.10	8.20	214.00	214.00
No of shares (m)	2,368	33,368	34,552	2,974	2,974
Market cap (Btmn)	123,718	170,178	283,327	636,481	636,481
Net debt (Btmn)	71,192	375,441	446,633	119,403	151,823
Enterprise value (Btmn)	194,910	545,619	729,961	755,884	788,304
Equity book value (Btmn)	18,824	61,407	98,942	85,816	85,816
Core profit (Btmn)	2,225	-9,377	2,098	25,658	23,574
EBITDA (Btmn)	29,855	52,804	82,655	89,731	96,018
Core PER (x)	55.60	-18.15	135.08	24.81	27.00
PBV (x)	6.57	2.77	2.86	7.42	7.42
EV/EBITDA (x)	6.53	10.33	8.83	8.42	8.21

Source: Company, KS Research

**Fig 4 Valuation summary**

	ADVANC		DTAC		TRUE		Mergeco	
	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share
Existing business	606,904	188.50	79,483	33.57	131,804	3.95	211,287	6.12
<b>Potential value creation</b>								
Revenue upside	54,652	18.38	17,483	7.38	20,355	0.55	37,838	1.09
Opex synergy	0	0.00	5,996	2.53	18,686	0.50	24,683	0.71
Capex synergy	0	0.00	16,708	7.06	23,024	0.62	39,732	1.15
<b>Potential synergy value</b>	<b>54,652</b>	<b>18.38</b>	<b>40,187</b>	<b>16.97</b>	<b>62,066</b>	<b>1.67</b>	<b>102,253</b>	<b>2.95</b>
<b>Value including synergy</b>	<b>661,556</b>	<b>206.88</b>	<b>119,670</b>	<b>50.54</b>	<b>193,870</b>	<b>5.62</b>	<b>313,540</b>	<b>9.07</b>
Rerating of valuation multiple	80,291	26.97	18,692	7.89	24,359	0.66	43,051	1.25
<b>Sum of value</b>	<b>741,847</b>	<b>233.85</b>	<b>138,362</b>	<b>58.43</b>	<b>218,229</b>	<b>6.28</b>	<b>356,591</b>	<b>10.32</b>

Source: Company, KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	224,090	215,071	217,596	222,011	213,245	Net profit	9,326	-5,913	5,259	10,659	18,086
Cost of sales and services	-155,895	-155,649	-159,004	-157,404	-140,992	Depreciation & amortization	70,677	67,768	72,328	73,045	73,753
<b>Gross Profit</b>	68,195	59,422	58,592	64,607	72,254	Change in working capital	10,023	6,315	-5,322	-4,134	-1,347
SG&A	-39,513	-42,588	-37,620	-37,128	-36,614	Others	-28,076	-3,237	10,990	11,573	11,158
Other income	0	0	0	0	0	<b>CF from operation activities</b>	61,950	64,933	83,255	91,143	101,650
<b>EBIT</b>	34,235	16,809	27,614	34,134	42,158	Capital expenditure	-79,433	-49,577	-46,424	-39,380	-39,893
<b>EBITDA</b>	99,359	84,602	93,300	100,524	109,393	Investment in subs and affiliates	-729	-5,093	-6,697	-6,432	-6,178
Interest expense	-22,173	-23,002	-21,952	-22,604	-22,267	Others	1,435	1,350	-10,000	0	-5,000
Equity earnings	3,672	2,426	3,697	3,803	3,750	<b>CF from investing activities</b>	-78,727	-53,319	-63,121	-45,813	-51,071
<b>EBT</b>	12,062	-6,193	5,662	11,530	19,891	Cash dividend	-9,839	-6,834	-5,883	-11,184	-18,166
Income tax	-976	-1,399	-403	-871	-1,805	Net proceeds from debt	20,823	-9,546	-19,702	-18,863	-18,052
<b>NPAT</b>	11,086	-7,592	5,259	10,659	18,086	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-93	-1,679	0	0	0	Others	342	24	0	0	0
<b>Core Profit</b>	10,993	1,992	5,259	10,659	18,086	<b>CF from financing activities</b>	11,325	-16,357	-25,585	-30,047	-36,218
Extraordinary items	-1,667	-7,905	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	-5,452	-4,743	-5,451	15,284	14,361
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	9,326	-5,913	5,259	10,659	18,086	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.27	-0.17	0.15	0.31	0.52
Cash & equivalents	26,264	33,168	29,611	22,568	37,255	Core EPS	0.32	0.06	0.15	0.31	0.52
ST investments	0	0	0	0	0	DPS	0.28	0.20	0.17	0.32	0.53
Accounts receivable	63,206	59,422	57,858	59,128	58,240	BV	3.23	2.86	2.70	2.70	2.81
Inventories	2,680	2,324	4,293	4,338	4,377	EV	20.78	21.41	19.81	19.74	19.05
Other current assets	27,688	24,156	24,156	24,156	24,156	Free Cash Flow	-0.51	0.44	1.07	1.50	1.79
<b>Total current assets</b>	119,838	119,070	115,918	110,189	124,028	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	0	0	0	0	0	Reported P/E (x)	31.53	-49.73	55.91	27.58	16.26
Fixed assets-net	491,074	488,493	507,642	479,064	476,227	Core P/E (x)	26.75	147.65	55.91	27.58	16.26
Other assets	191,234	186,129	186,129	186,129	186,129	P/BV (x)	2.64	2.97	3.16	3.15	3.03
<b>Total assets</b>	802,146	793,692	809,690	775,382	786,384	EV/EBITDA (x)	7.23	8.75	7.34	6.78	6.02
Short-term debt	87,956	109,739	65,841	64,686	63,594	Price/Cash flow (x)	4.75	4.53	3.53	3.23	2.89
Accounts payable	125,641	116,582	112,829	108,195	103,331	Dividend yield (%)	3.35	2.32	2.00	3.80	6.18
Other current assets	8,602	8,098	11,575	-5,752	-5,752	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	222,199	234,419	190,245	167,128	161,174	Gross margin (%)	30.43	27.63	26.93	29.10	33.88
Long-term debt	361,907	368,884	353,555	345,074	337,025	EBITDA margin (%)	44.34	39.34	42.88	45.28	51.30
Other liabilities	106,596	91,447	172,740	169,791	191,031	EBIT margin (%)	15.28	7.82	12.69	15.38	19.77
<b>Total liabilities</b>	690,702	694,750	716,540	681,994	689,230	Net profit margin (%)	4.95	-3.53	2.42	4.80	8.48
Paid-up capital	138,208	138,208	138,208	138,208	138,208	ROA (%)	1.38	-0.95	0.66	1.34	2.32
Share premium	32,926	32,926	32,926	32,926	32,926	ROE (%)	8.08	-5.62	5.48	11.43	18.98
Reserves & others, net	111,634	111,662	111,662	111,662	111,662	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	-171,780	-184,279	-190,215	-190,127	-186,531	Current ratio (x)	0.54	0.51	0.61	0.66	0.77
Minority interests	456	425	568	719	889	Quick ratio (x)	0.40	0.39	0.46	0.49	0.59
<b>Total shareholders' equity</b>	111,444	98,942	93,150	93,388	97,154	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	802,146	793,692	809,690	775,382	786,384	Liabilities/Equity ratio (x)	6.20	7.02	7.69	7.30	7.09
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	4.26	5.27	4.18	3.85	3.32
Net adds (M)	1.6	3.1	1.1	1.2	1.3	Net debt/equity (x)	3.80	4.50	4.18	4.15	3.74
Blended ARPU (Bt)	215	199	222	226	230	Int. coverage ratio (x)	1.54	0.73	1.26	1.51	1.89
Market spending to sales (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>Growth</b>					
Capex as a % service revenues	35%	23%	21%	18%	19%	Revenue (%)	3.68	-4.02	1.17	2.03	-3.95
						EBITDA (%)	4.29	-14.85	10.28	7.74	8.82
						Reported net profit (%)	-40.59	-163.41	188.94	102.69	69.67
						Reported EPS (%)	-40.59	-163.41	188.94	102.69	69.67
						Core profit (%)	-28.18	-81.88	164.07	102.69	69.67
						Core EPS (%)	-28.18	-81.88	164.07	102.69	69.67

Source: Company, KS Research



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.