

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 16.00

(From: Bt 15.00)

1 DECEMBER 2025

Upside : 44.1%

True Corporation Pcl (TRUE TB)

โอกาสในมุมมองค่าพื้นฐาน

เรามองมูลค่าพื้นฐานของ TRUE มีโอกาสปรับขึ้นด้วยเหตุผลสองประการ
1) ส่วนต่างของตัวเลขทางการเงินต่อ ADVANC ททยอยปรับแคบลง และ 2) ราคาหุ้นยังอยู่ที่ EV/EBITDA เดียวกับช่วงที่ยังมีผลขาดทุนก่อนการควบรวมแม้ผลกำไรดีขึ้นมากแล้ว ยังแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 16 บาท

มองส่วนต่างมูลค่าพื้นฐานจะแคบลง แนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" TRUE โดยคาดส่วนต่างเชิงมูลค่าพื้นฐานจะแคบลงเมื่อเทียบกับ ADVANC ด้วยเหตุผลสองประการ 1) อัตราการเติบโต EPS และ EBITDA รวมถึงอัตราผลตอบแทนปันผลใกล้เคียงกับ ADVANC มากขึ้นแต่ยังมีส่วนลดเชิง EV/EBITDA สูงถึง 2.0 เท่า และ 2) ราคาหุ้น TRUE ยังซื้อขายที่ EV/EBITDA ต่ำกว่า 6 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่บริษัทมีผลขาดทุนก่อนการควบรวมกิจการ ทั้งที่ปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ทั้งสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น กระแสเงินสดที่สูงขึ้นจากการลดต้นทุนหลังการควบรวมและต้นทุนคลื่อนความถี่ที่ลดลง การเร่งลดภาระหนี้บนอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และการเริ่มจ่ายปันผล เราปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ขึ้นเป็น 16 บาท (จาก 15 บาท) หลังปรับกำไรปี 2025-27F ขึ้น 9/13/10% จากการลดต้นทุนหลังการควบรวมที่มากกว่าที่เราคาด

ส่วนลดเชิงมูลค่าพื้นฐานมากเกินไปสำหรับเรา

เราประเมินว่าตัวเลขทางการเงินของ TRUE จะเข้าใกล้กับ ADVANC มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญภายในปี 2028F โดยคาดการณ์เติบโตกำไรของ TRUE ที่ 59/10/9% ในปี 2026-28F เทียบกับ ADVANC ที่เติบโต 12/9/7% ส่วน EBITDA เติบโต 11/2/2% เทียบกับ 4/4/3% ในขณะที่อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของ TRUE ททยอยเพิ่มขึ้นเป็น 4% เทียบกับของ ADVANC ที่ 6% ในปี 2028F ทั้งนี้แม้ TRUE จะยังมี ROE ต่ำกว่า ADVANC อยู่มากแต่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 23% ในปี 2025F เป็น 28% ในปี 2028F เทียบกับ ADVANC ที่ 46% หากเทียบผลการดำเนินงานของตัวเองในอดีต เราคาดฐานกำไรของ TRUE เพิ่มขึ้นเป็น 3.3 หมื่นลบ. ในปี 2028F หลังมีผลขาดทุนมากกว่า 10 ปี ก่อนควบรวมกิจการ ในขณะที่ EBITDA เพิ่มขึ้นเป็น 1.22 แสนลบ. ในปี 2028F จาก 1.05 แสนลบ. ในปี 2025F เราจึงมองว่า TRUE ยังซื้อขายที่ EV/EBITDA 6 เท่า ในปี 2026F นั้นไม่สมเหตุผล

การลดต้นทุนยังทำได้ต่อ

เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิของ TRUE จะเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2025F เป็น 15% ในปี 2028F จาก 1) การรวมเครือข่ายซึ่งเป็นปัจจัยลดต้นทุนหลักจากการควบรวมกิจการเสร็จสมบูรณ์ไปแล้วเมื่อ 3Q25 และจะเป็นแรงหนุนกำไรของ TRUE เต็มปีในปี 2026F 2) หลังเครือข่าย 5G ครอบคลุมกว่า 95% ของประชากรแล้ว เราคาดการณ์การลงทุนเครือข่ายจะชะลอลง ซึ่งจะชะลอการเพิ่มขึ้นของต้นทุนการดำเนินงานด้วยเช่นกัน 3) เราคาดว่ากำไรประมุลคลื่อนความถี่จะมีขึ้นในปี 2027 จะทำให้ราคาใบอนุญาตคลื่อนความถี่ลดลง ในขณะที่ TRUE มีโอกาสที่ลดจำนวนคลื่อนความถี่ที่ซ้ำซ้อนลง 4) เราคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการเร่งชำระคืนหนี้และอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

คาดการณ์ได้การให้บริการหยุดไหลลง

รายได้การให้บริการรวมของ TRUE ลดลง 1% y-y ใน 9M25 เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการเกิดเครือข่ายล้มครั้งใหญ่ช่วงกลางปี อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยที่อ่อนแอ และการเสียชีวิตการถ่ายทอดสดกีฬาที่สำคัญหลายรายการ แต่เรามองว่าผลลบเหล่านี้ได้ถูกสะท้อนในผลการดำเนินงานและราคาหุ้นของบริษัทไปแล้ว เราจึงคาดว่ากำไรกลับมาเติบโตรายได้การให้บริการได้เฉลี่ย 2% ต่อปี ในปี 2026-28F จากราคาแพ็คเกจที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องและการทยอยฟื้นตัวของการท่องเที่ยว จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นที่สำคัญได้ในระยะสั้น



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

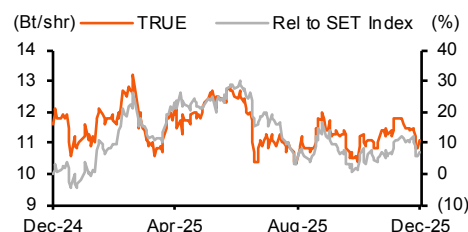
662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	206,020	195,218	187,367	190,287
Net profit	(10,966)	7,337	27,506	30,224
Consensus NP	—	11,895	21,125	24,708
Diff frm cons (%)	—	(38.3)	30.2	22.3
Norm profit	9,885	17,337	27,506	30,224
Prev. Norm profit	—	15,968	24,375	27,369
Chg frm prev (%)	—	8.6	12.8	10.4
Norm EPS (Bt)	0.3	0.5	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	na	75.4	58.7	9.9
Norm PE (x)	38.8	22.1	13.9	12.7
EV/EBITDA (x)	6.9	6.7	5.9	5.8
P/BV (x)	5.2	5.0	4.1	3.5
Div yield (%)	0.0	2.3	3.6	3.9
ROE (%)	12.4	23.0	32.3	29.9
Net D/E (%)	421.7	417.5	327.0	278.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

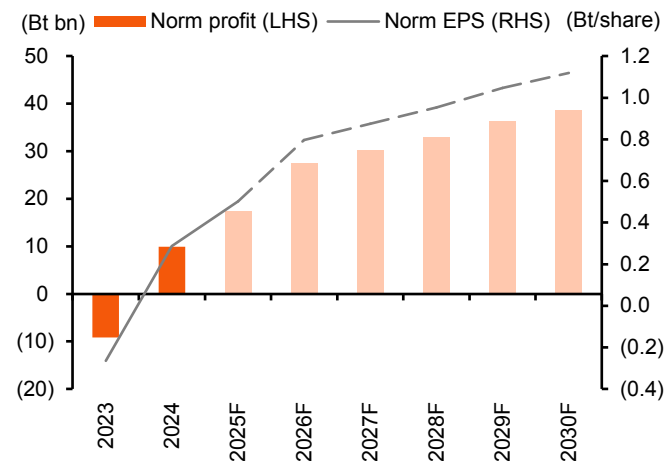
Price as of 1-Dec-25 (Bt)	11.10
Market Cap (US\$ m)	11,990.9
Listed Shares (m shares)	34,552.1
Free Float (%)	31.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	35.6
12M Price H/L (Bt)	13.20/10.30
Sector	Telecom
Major Shareholder	CP Group 30.3%, Telenor Asia 30.3%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

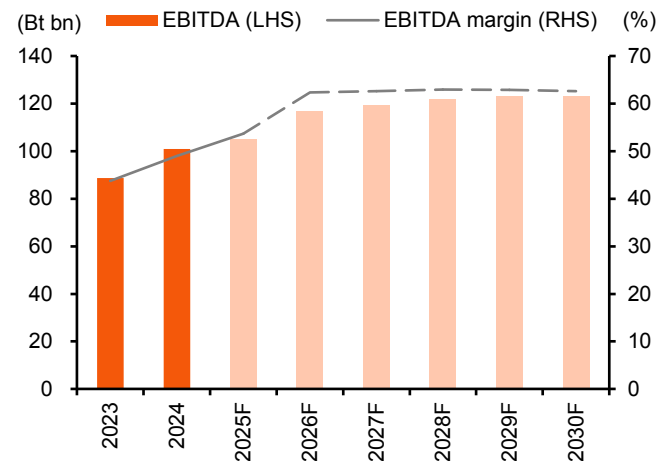
ESG Summary Report P6

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จากัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

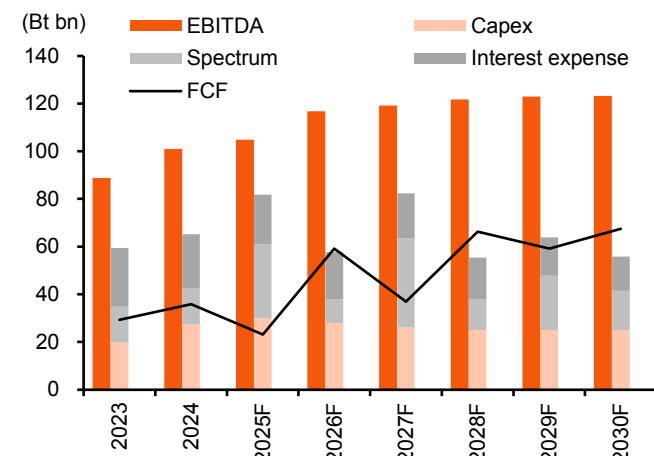


Ex 1: Lifted Earnings Base Due To Cost Reductions

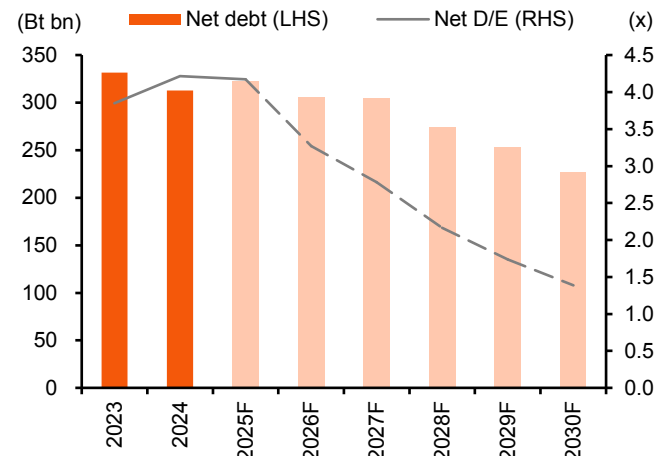
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Growing EBITDA With Increasing Margins

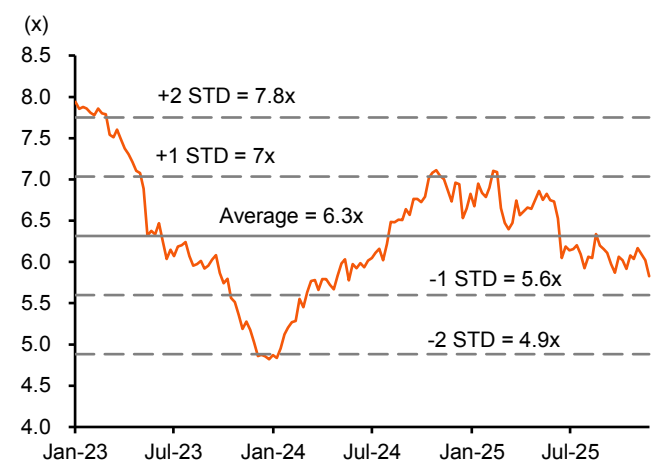
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Stronger Free Cash Flow Generation ...

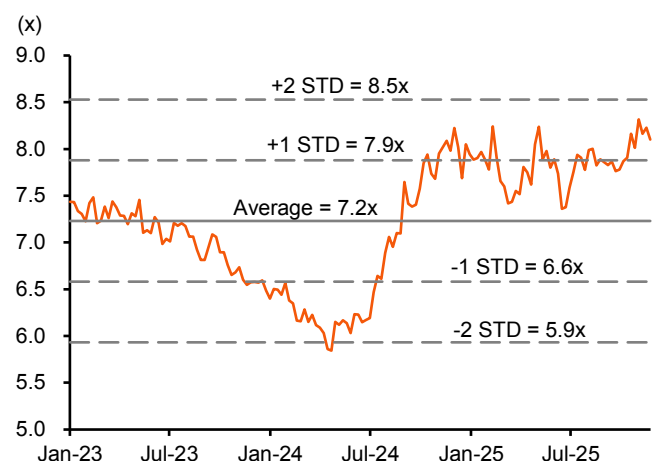
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ... Accelerates Debt Repayments

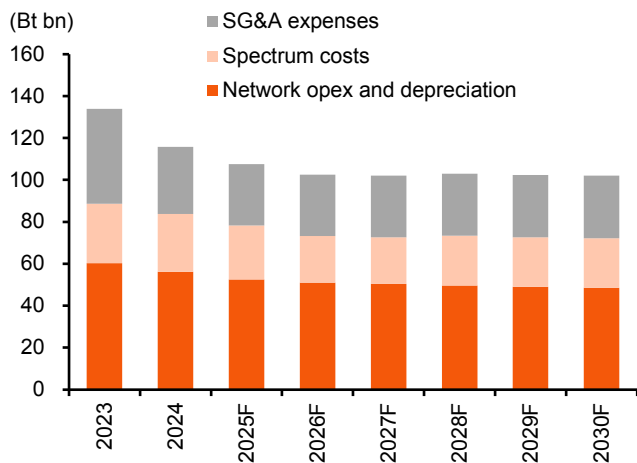
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: TRUE's Trading EV/EBITDA

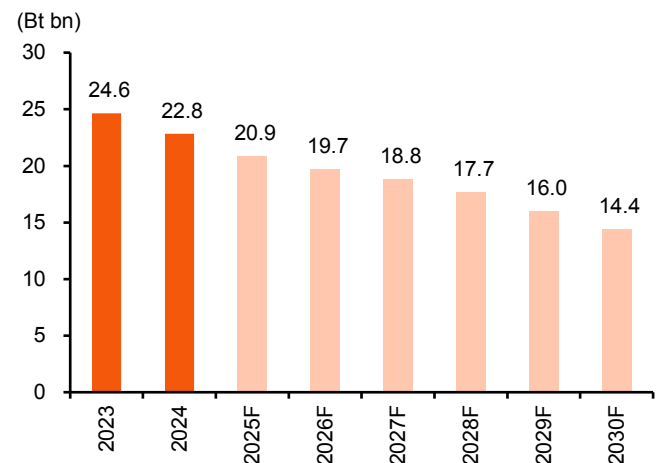
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: ADVANC's Trading EV/EBITDA

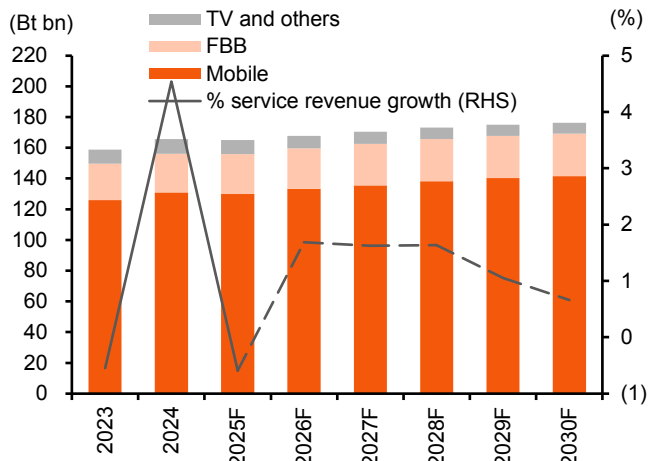
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Major Operating Cost Items Are Falling

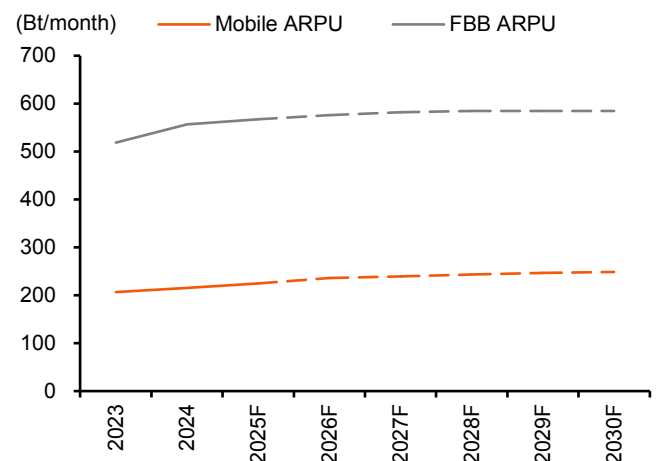
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Interest Expense Also Declines

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Service Revenue Growth Turning Around

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Improving Mobile ARPU Remains The Key Driver

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)												Terminal
	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	101,883	104,748	107,656	109,252	109,981	110,296	110,590	110,863	111,114	111,343	111,550	—
Free cash flow	44,031	42,371	67,893	41,135	66,721	55,580	61,929	63,587	78,003	39,544	70,834	1,151,404
PV of free cash flow	40,675	36,150	53,486	29,929	44,836	34,494	35,490	33,655	38,130	17,853	29,529	479,986
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	874,212											
Net debt (2025F)	322,432											
Minority interest	320											
Equity value	551,460											
# of shares	34,552											
Equity value/share (Bt)	16.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	(26.6)	13.3	49.1	43.4	13.8	9.3	15.8	12.5	0.6	1.0
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	18.5	17.0	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	(40.1)	23.5	47.7	38.6	26.1	14.0	14.0	13.1	0.9	1.1
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	(1.8)	14.2	15.7	13.7	2.2	2.0	4.9	4.6	3.7	4.8
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	(5.4)	6.9	16.2	15.1	2.5	2.4	5.7	5.5	5.5	5.5
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	(43.7)	20.7	45.2	37.4	1.1	1.2	6.2	6.6	3.8	3.9
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	9.6	5.1	20.4	19.4	5.2	5.0	9.2	9.1	4.3	4.5
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	(36.3)	19.4	30.3	25.4	3.0	2.9	22.5	21.7	3.5	4.0
StarHub	STH SP	Singapore	(22.5)	20.3	16.4	13.6	0.0	0.0	7.8	7.3	5.6	5.9
SK Telecom	017670 KS	S. Korea	na	na	na	10.1	na	0.9	4.4	3.9	4.0	6.3
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	5.7	5.8	22.1	20.9	3.8	3.7	11.3	11.0	4.4	4.6
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	22.3	12.0	21.4	19.1	8.8	8.3	8.7	8.2	4.2	4.7
Thaicom *	THCOM TB	Thailand	na	na	na	na	1.0	1.0	10.5	6.2	0.0	0.0
True Corporation *	TRUE TB	Thailand	75.4	58.7	22.1	13.9	5.0	4.1	6.7	5.9	2.3	3.6
Average			(5.8)	18.2	27.9	22.6	6.1	4.2	10.4	9.5	3.1	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 1 December 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ควบรวมผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำ 2 รายในไทย (คือ TRUE และ DTAC) โดยมีผู้ถือหุ้นดั้งเดิมของทั้งสองบริษัทคือ CP Group และ Telenor Asia คงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ ในปี 2024 TRUE มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (51%) และอันดับสองในตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต (36%) TRUE ให้บริการโทรคมนาคมครบวงจร ทั้งการโทรและดาต้าบนโทรศัพท์มือถือ บริการอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ และให้บริการทีวีและวีดีโอผ่านระบบ streaming และแบบสมัครสมาชิก TRUE กำลังพยายามรุกเข้าสู่การให้บริการระบบ digital และบริการที่เกี่ยวข้องเป็นตลาดใหม่สำหรับการเติบโต

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

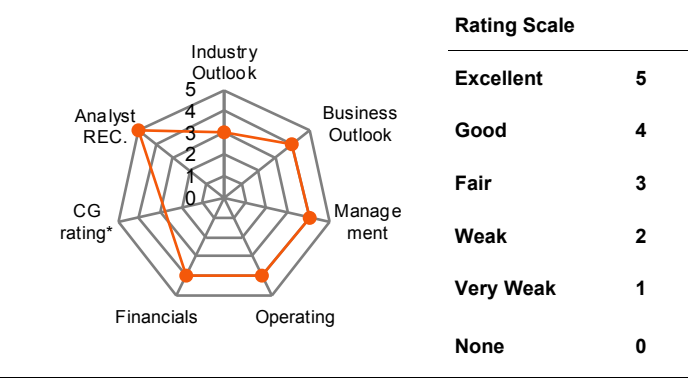
S — Strength

- ผู้ให้บริการโทรคมนาคมครบวงจร โดยมีส่วนแบ่งการตลาดใหญ่ที่สุดในตลาดบริการโทรศัพท์มือถือ และเป็นอันดับสองในตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต
- เป็นบริษัทย่อยของกลุ่ม CP ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทยและมีฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งในระดับภูมิภาค มี China Mobile และ Telenor Group ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ระดับโลก เป็นพันธมิตรทางธุรกิจ

O — Opportunity

- ปริมาณการใช้ดาต้าสูงขึ้น จากจำนวนอุปกรณ์ต้องเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตที่มากขึ้น ทั้งในการใช้งานของกลุ่มผู้บริโภค ธุรกิจ และอุตสาหกรรม
- ความต้องการการวิเคราะห์ข้อมูลที่เพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ TRUE มีข้อมูลด้านพฤติกรรมที่สำคัญของประชากรส่วนใหญ่ในประเทศ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- บริษัทฯ ดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง และยังสร้างกระแสเงินสดอิสระได้น้อย จึงมีความเสี่ยงสูงต่อวิกฤติเศรษฐกิจหรือการเงิน
- คู่แข่งหลักมีความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งกว่า และมีสถานะทางการเงินที่ดีกว่ามาก

T — Threat

- บริการโทรคมนาคมกำลังกลายเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ ในขณะที่การสร้างมูลค่าจากความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีใหม่ ดูจะตกไปอยู่กับเจ้าของ content และผู้ให้บริการแพลตฟอร์ม มากกว่าผู้ให้บริการเครือข่าย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.00	16.00	7%
Norm profit 25F (Bt m)	17,094	17,337	1%
Norm profit 26F (Bt m)	21,169	27,506	30%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2026F ของเรายู้งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg Consensus ราว 30% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเรามีมุมมองบวกที่มากกว่าต่อแนวโน้มการลดต้นทุนของ TRUE
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาดอยู่ 7%

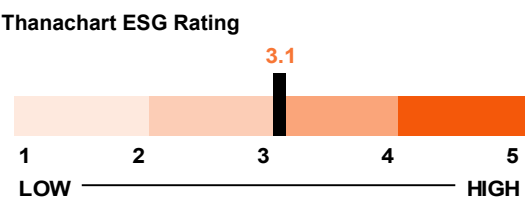
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การกลับมาสงครามราคาและการแข่งขันที่รุนแรงกว่าคาด ทั้งในตลาดการให้บริการมือถือและอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ เป็นความเสี่ยงทางลบที่สำคัญต่อคำแนะนำการลงทุนของเรา
- ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอหรือการหยุดชะงักในตลาดการเงิน ซึ่งอาจส่งผลให้ TRUE ไม่สามารถรีไฟแนนซ์หนี้สินได้อย่างราบรื่น เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อแนวคิดการลงทุนของเรา
- การรับรู้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการที่ช้ากว่าหรือน้อยกว่าคาด เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าพื้นฐานของเรา

Source: Thanachart

บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) ก่อตั้งขึ้นในปี 2023 จากการควบรวมกิจการระหว่างผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำ 2 รายในไทย ได้แก่ True และ DTAC บริษัทฯ ถือครองใบอนุญาตในการให้บริการโทรศัพท์มือถือ อินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ และบริการทีวีแบบบอกรับเป็นสมาชิกในประเทศไทย เราประเมิน TRUE ได้รับความ ESG ในระดับดีที่ 3.1 เนื่องจากเราประทับใจกับการเปิดเผยข้อมูลด้านความยั่งยืนที่สอดคล้องกับมาตรฐานสากลอย่างดี ขณะเดียวกันเราเห็นโอกาสในการพัฒนาด้านองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัท



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TRUE	-	-	YES	BBB	65.74	74.27	95.00	42.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ TRUE สูงที่ 4.0 - TRUE มุ่งมั่นที่จะปฏิบัติตามเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของไทยในเรื่องความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และการปล่อยก๊าซคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยที่นำเสนอวิธีที่สามารถจัดการขยะอิเล็กทรอนิกส์ (e-waste) ให้เป็นศูนย์ที่ส่งไปยังหลุมฝังกลบในปี 2024 ซึ่งเร็วกว่าที่ตั้งเป้าไว้ในปี 2030 มาก - บริษัทฯ ได้เปิดเผยข้อมูลอย่างละเอียดเกี่ยวกับแผนงานสู่การปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ ซึ่งครอบคลุมการปล่อยก๊าซใน Scope 1, 2 และ 3 นอกจากนี้ยังมีการประเมินความเสี่ยงและโอกาสที่เกี่ยวข้องกับสภาพภูมิอากาศอย่างชัดเจนตามหลักการของ TCFD และมีการตรวจสอบข้อมูลโดยที่ปรึกษาภายนอก - เนื่องจากลักษณะการดำเนินงานที่ใช้พลังงานสูง TRUE ได้ดำเนินโครงการเพิ่มประสิทธิภาพพลังงาน เช่น ระบบควบคุมเครื่องปรับอากาศอัตโนมัติ การติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ที่สถานฐาน และการซื้อใบรับรองพลังงานหมุนเวียน (Renewable Energy Certificates - RECs) เพื่อชดเชยการปล่อยก๊าซ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ TRUE ที่ระดับ 3.1 โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการส่งเสริมการรวมกลุ่มทางดิจิทัลที่แข็งแกร่ง และกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีความเคลื่อนไหวอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม คะแนนนี้ได้รับผลกระทบบ้างจากเหตุการณ์เครือข่ายขัดข้องครั้งใหญ่ในช่วงกลางปี 2025 - นโยบาย "เทคโนโลยีเพื่อความเท่าเทียม" ของ TRUE มุ่งเน้นการลดช่องว่างทางดิจิทัลและส่งเสริมนวัตกรรม เช่น โครงการ Communities of Innovators ที่สนับสนุนการพัฒนานวัตกรรมเทคโนโลยีและการจัดสิทธิบัตรโดยนักประดิษฐ์ไทย - แม้เหตุการณ์เครือข่ายขัดข้องในเดือนพฤษภาคม 2025 จะส่งผลกระทบต่อภาพลักษณ์ในสายตาสาธารณะอย่างมาก แต่ TRUE ก็ได้ตอบสนองอย่างรวดเร็วด้วยมาตรการแก้ไข เราคาดว่าจะเห็นการปรับปรุงอย่างมีนัยสำคัญในระบบหลังบ้านเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดเหตุการณ์ซ้ำ และจะติดตามสถานการณ์อย่างต่อเนื่อง - TRUE แสดงให้เห็นถึงความสม่ำเสมอในการปฏิบัติตามกฎระเบียบด้านความเป็นส่วนตัวของข้อมูลและการคุ้มครองผู้บริโภค ความร่วมมือล่าสุดกับหน่วยงานภาครัฐในการต่อต้านการฉ้อโกงศูนย์บริการลูกค้าและการหลอกลวงทางออนไลน์สะท้อนถึงความมุ่งมั่นในการสร้างความปลอดภัยทางดิจิทัลสาธารณะ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามองว่าด้านบรรษัทภิบาล (Governance) เป็นจุดอ่อนที่สุดของ TRUE โดยให้คะแนน G ที่ 2.8 - โครงสร้างคณะกรรมการของ TRUE ยังไม่เป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด ประธานบอร์ดไม่ใช่กรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากทั้งหมด 11 คน (คิดเป็น 36%) ต่ำกว่าเป้าหมายที่ควรจะมีกรรมการอิสระสองในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด - TRUE ถือว่ามีความโดดเด่นในกลุ่มบริษัทไทย ด้วยการตั้งคณะกรรมการกำกับดูแลบรรษัทภิบาลและความยั่งยืนขึ้นมาเพื่อดูแลกิจกรรมที่เกี่ยวกับความยั่งยืน และการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้เสียในธุรกิจทั้งหมด - แม้เราเชื่อว่าธุรกิจบริการโทรคมนาคมหลักของ TRUE จะยังคงมีความสามารถในการทำกำไรในอีกหลายปีข้างหน้า แต่ธรรมชาติของธุรกิจที่พัฒนาอย่างรวดเร็วในเทคโนโลยีนี้ยังคงเป็นความท้าทายระยะยาวที่ TRUE จะต้องปรับตัวให้ทันกับความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ความทะเยอทะยานที่จะเปลี่ยนแปลงเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมและเทคโนโลยีชั้นนำในภูมิภาคยังไม่บรรลุผล

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	169,074	206,020	195,218	187,367	190,287
Cost of sales	123,829	145,069	130,449	110,705	110,185
Gross profit	45,245	60,951	64,768	76,662	80,102
% gross margin	26.8%	29.6%	33.2%	40.9%	42.1%
Selling & administration expenses	32,908	32,001	29,299	29,249	29,399
Operating profit	12,337	28,950	35,469	47,413	50,703
% operating margin	7.3%	14.1%	18.2%	25.3%	26.6%
Depreciation & amortization	61,617	72,025	69,415	69,412	68,539
EBITDA	73,954	100,975	104,884	116,825	119,242
% EBITDA margin	43.7%	49.0%	53.7%	62.4%	62.7%
Non-operating income	1,480	1,785	488	468	476
Non-operating expenses	(3,111)	(647)	0	0	0
Interest expense	(20,526)	(22,825)	(20,851)	(19,679)	(18,811)
Pre-tax profit	(9,820)	7,263	15,106	28,203	32,368
Income tax	1,556	182	453	3,384	4,855
After-tax profit	(11,376)	7,082	14,653	24,819	27,513
% net margin	-6.7%	3.4%	7.5%	13.2%	14.5%
Shares in affiliates' Earnings	2,179	2,816	2,709	2,730	2,759
Minority interests	56	(12)	(25)	(43)	(47)
Extraordinary items	(5,439)	(20,851)	(10,000)	0	0
NET PROFIT	(14,581)	(10,966)	7,337	27,506	30,224
Normalized profit	(9,142)	9,885	17,337	27,506	30,224
EPS (Bt)	(0.4)	(0.3)	0.2	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	0.3	0.5	0.8	0.9

Near-term earnings
growth remains solid

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	108,963	94,009	93,861	96,787	102,686
Cash & cash equivalent	33,580	26,832	25,000	30,000	35,000
Account receivables	51,794	46,189	48,136	46,200	46,920
Inventories	2,281	2,585	2,144	1,820	1,811
Others	21,309	18,404	18,581	18,767	18,954
Investments & loans	22,899	21,726	21,726	21,726	21,726
Net fixed assets	222,628	208,701	205,973	201,764	196,064
Other assets	390,231	351,047	359,514	328,941	354,185
Total assets	744,722	675,484	681,074	649,218	674,661
LIABILITIES:					
Current liabilities:	203,131	209,411	187,698	170,349	171,950
Account payables	101,387	101,100	96,497	81,892	81,506
Bank overdraft & ST loans	14,589	1	6,949	3,360	3,396
Current LT debt	65,132	89,054	68,097	69,859	73,975
Others current liabilities	22,023	19,256	16,156	15,238	13,072
Total LT debt	285,501	250,603	272,386	262,801	262,275
Others LT liabilities	169,949	141,284	143,763	122,487	131,017
Total liabilities	658,581	601,299	603,847	555,637	565,242
Minority interest	361	295	320	363	410
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	138,208	138,208	138,208	138,208	138,208
Share premium	145,076	145,076	145,076	145,076	145,076
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,390)	(1,179)	(1,179)	(1,179)	(1,179)
Retained earnings	(195,115)	(208,216)	(205,198)	(188,887)	(173,096)
Shareholders' equity	85,779	73,890	76,907	93,218	109,009
Liabilities & equity	744,722	675,484	681,074	649,218	674,661

Healthier balance sheet
with a faster deleveraging
trend

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(9,820)	7,263	15,106	28,203	32,368
Tax paid	(3,705)	(370)	(451)	(3,382)	(4,853)
Depreciation & amortization	61,617	72,025	69,415	69,412	68,539
Chg In working capital	(7,524)	5,015	(6,110)	(12,345)	(1,096)
Chg In other CA & CL / minorities	(25,030)	5,805	(578)	1,625	402
Cash flow from operations	15,539	89,738	77,382	83,513	95,359
Capex	(15,666)	(20,758)	(30,000)	(28,000)	(26,000)
Right of use	100	(1,499)	(2,500)	(3,000)	(3,500)
ST loans & investments	0	(5)	7	0	0
LT loans & investments	643	1,173	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(14,001)	(48,909)	(50,176)	(24,906)	(50,053)
Cash flow from investments	(28,924)	(69,998)	(82,669)	(55,906)	(79,553)
Debt financing	12,451	(25,564)	7,774	(11,411)	3,626
Capital increase	(51)	0	0	0	0
Dividends paid	0	(21)	(4,319)	(11,196)	(14,433)
Warrants & other surplus	1,894	(903)	0	0	0
Cash flow from financing	14,293	(26,488)	3,455	(22,607)	(10,807)
Free cash flow	(127)	68,980	47,382	55,513	69,359

Network capex has peaked after it completed its mass 5G rollout

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	na	38.8	22.1	13.9	12.7
Normalized PE - at target price (x)	na	55.9	31.9	20.1	18.3
PE (x)	na	na	52.3	13.9	12.7
PE - at target price (x)	na	na	75.4	20.1	18.3
EV/EBITDA (x)	9.7	6.9	6.7	5.9	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	12.0	8.6	8.3	7.4	7.2
P/BV (x)	4.5	5.2	5.0	4.1	3.5
P/BV - at target price (x)	6.4	7.5	7.2	5.9	5.1
P/CFO (x)	24.7	4.3	5.0	4.6	4.0
Price/sales (x)	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.3	3.6	3.9
FCF Yield (%)	(0.0)	18.0	12.4	14.5	18.1
(Bt)					
Normalized EPS	(0.3)	0.3	0.5	0.8	0.9
EPS	(0.4)	(0.3)	0.2	0.8	0.9
DPS	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
BV/share	2.5	2.1	2.2	2.7	3.2
CFO/share	0.4	2.6	2.2	2.4	2.8
FCF/share	(0.0)	2.0	1.4	1.6	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see its discounted valuations to its peer as too steep

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(21.4)	21.9	(5.2)	(4.0)	1.6
Net profit (%)	na	na	na	274.9	9.9
EPS (%)	na	na	na	274.9	9.9
Normalized profit (%)	na	na	75.4	58.7	9.9
Normalized EPS (%)	na	na	75.4	58.7	9.9
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	117.7	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	26.8	29.6	33.2	40.9	42.1
Operating margin (%)	7.3	14.1	18.2	25.3	26.6
EBITDA margin (%)	43.7	49.0	53.7	62.4	62.7
Net margin (%)	(6.7)	3.4	7.5	13.2	14.5
D/E (incl. minor) (x)	4.2	4.6	4.5	3.6	3.1
Net D/E (incl. minor) (x)	3.9	4.2	4.2	3.3	2.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	1.3	1.7	2.4	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	4.4	5.0	5.9	6.3
ROA - using norm profit (%)	na	1.4	2.6	4.1	4.6
ROE - using norm profit (%)	na	12.4	23.0	32.3	29.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	8.9	19.4	29.2	27.2
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	14.6	18.4	25.6	26.9
- leverage (x)	8.3	8.9	9.0	7.8	6.5
- interest burden (%)	(91.7)	24.1	42.0	58.9	63.2
- tax burden (%)	na	97.5	97.0	88.0	85.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	2.9	6.8	8.9	10.4	10.8
NOPAT (Bt m)	12,337	28,227	34,405	41,724	43,098
invested capital (Bt m)	417,421	386,716	399,339	399,238	413,656

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").

2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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.

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:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซอ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th