

BUY (Unchanged)

TP: Bt 16.50 (From: Bt 16.00)

Change in Numbers

Upside : 14.6%

# True Corporation Pcl (TRUE TB)

## คาดโอกาสมูลค่าพื้นฐานปรับขึ้น

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" TRUE โดยมองว่าราคาหุ้นมีโอกาสที่จะ re-rate ขึ้นอีก เราจึงปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 16.5 บาท โดยปัจจัยหนุนที่สำคัญ คือ EPS เติบโตสูงที่ 30/18/5% ในช่วงปี 2026-28F การเริ่มจ่ายปันผลโดยอัตราผลตอบแทนปันผลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น 4.2% และ ROE ขยายตัวเป็น 28%



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@ttbwealth.co.th

### ทั้งเติบโตและปันผลสูง; "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" TRUE ด้วยเหตุผลหลัก 4 ข้อคือ 1) เราคาด EPS จะเติบโตได้ 30/18/5% ในช่วงปี 2026-28F แม้ปรับประมาณกำไรลง 6-13% หลังการฟื้นตัวรายได้ช้ากว่าคาด และสะท้อนผลกระทบจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอในระยะสั้น โดยการเติบโตได้แรงหนุนจากการลดต้นทุนต่อเนื่อง และรายได้ที่เติบโตสม่ำเสมอ 2) TRUE กำลังกลายเป็นหุ้นปันผลดี โดยเราคาดผลตอบแทนปันผลเพิ่มขึ้นเป็น 4.2% ในปี 2028F และเมื่อรวมกับลักษณะธุรกิจที่แข็งแกร่งทำให้เรามอง TRUE เป็นหุ้นที่น่าสนใจสำหรับลงทุนท่ามกลางความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน 3) เราปรับ WACC ของเราลงเหลือ 8.0% (จาก 8.3%) ด้วยสถานะทางการเงินและแนวโน้มกระแสเงินสดของ TRUE ที่แข็งแกร่งขึ้นทำให้ต้นทุนทางการเงินลดลงในระยะยาว ทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 16.5 บาท (จาก 16.0 บาท) และ 4) ด้วยพื้นฐานธุรกิจที่แข็งแกร่งขึ้น และ ROE ปรับขึ้นมาสู่ระดับเกือบ 30% เราคาดว่า TRUE ควรซื้อขายที่ EV/EBITDA สูงกว่าในอดีต โดยปัจจุบันอยู่ที่ 8.3 เท่า ซึ่งอยู่ในช่วงบนของราคาซื้อขายระหว่างปี 2019-2025 ในขณะที่ราคาเป้าหมายของเราเทียบเท่า EV/EBITDA ที่ 9.0 เท่า

### คาด EPS เติบโต 30/18% ในปี 2026-27F

เราคาดว่ากำไรของ TRUE จะเติบโตได้ 30% ในปี 2026F จากการรับรู้ประโยชน์เต็มปีของต้นทุนคลืนความถี่ที่ลดลง และการประหยัดต้นทุนต่อเนื่องหลังการควมรวม ซึ่งปัจจัยทั้งสองไม่มีความเสี่ยงจากราคาพลังงานที่สูง ในช่วงสงครามตะวันออกกลาง เราคาดรายได้การให้บริการหลักเติบโต 1% ในปี 2026F โดยคาดว่ากำไรฟื้นตัวจากฐานที่อ่อนแอในปี 2025 จะชดเชยผลลบจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอได้ และคาดการณ์เติบโตรายได้กลับสู่ระดับปกติที่ 2% ต่อปี จาก ARPU ที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง และแรงหนุนของการเพิ่มรูปแบบการให้บริการเข้าในแพ็คเกจ ซึ่งเรามองว่าจะทำให้ EPS เติบโตได้ 18/5% ในปี 2027-28F โดยการเติบโตที่ชะลอลงในปี 2028F นั้นเนื่องจากเราได้รวมต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการประมูลคลืนความถี่ 3500MHz เข้าในประมาณการแล้ว

### สภาพแวดล้อมในอุตสาหกรรมเอื้อการเติบโต

เรามองว่าอุตสาหกรรมโทรคมนาคมของไทยยังคงแข็งแกร่ง ภายใต้รูปการแข่งขันที่ไม่รุนแรง โดยทั้ง TRUE และ บมจ. บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC, ชื่อ) ยังมุ่งเน้นการเพิ่มบริการเสริมเพื่อเพิ่มราคาแพ็คเกจในการเติบโตรายได้ แทนกลยุทธ์การลดราคาเพื่อแย่งส่วนแบ่งตลาดเหมือนในอดีต ซึ่งสนับสนุนมุมมองของเราว่า ARPU จะยังมีแนวโน้มทยอยฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดสงครามราคาในช่วงปี 2019 ในขณะที่ปริมาณคลืนความถี่ที่เพียงพอสำหรับผู้เล่นที่เหลือเพียงสองราย น่าจะทำให้ต้นทุนใบอนุญาตโดยรวมลดลง ทั้งสำหรับคลืนความถี่ใหม่และการต่ออายุที่จะเกิดขึ้น

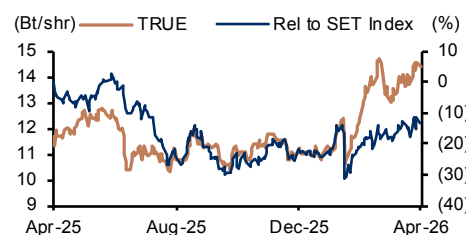
### ปัจจัยหนุนการปรับเพิ่มมูลค่า (re-rate)

เรามองว่า TRUE ยังมีโอกาสถูกปรับเพิ่มมูลค่า (re-rate) ขึ้นอีก เนื่องจากมีทั้งการเติบโต EPS ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องและเป็นบริษัทที่มีพื้นฐานแข็งแกร่งขึ้น ด้วยสถานะทางการเงินที่ดีขึ้น กระแสเงินสดอิสระ (FCF) เติบโตและ ROE ขยายตัวทำให้นักลงทุนสุทธิต่อ EBITDA ลดเหลือ 3.9 เท่า ในปี 2025 จาก 4.7 เท่าก่อนการควมรวมในปี 2023 ทำให้ได้ปรับอันดับเครดิตขึ้น และทำให้ต้นทุนทางการเงินลดเหลือ 3.8% (จาก 4.8%) ส่วน EBITDA ที่เติบโตและค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลงหลังการลงทุนเครือข่าย 5G หลักเสร็จสิ้นและต้นทุนคลืนความถี่ลดลง ทำให้ผลตอบแทน FCF เพิ่มขึ้นเป็น 8.7% ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนมุมมองของเราที่ว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.2% ในปี 2028F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	195,669	187,257	191,340	194,632
Net profit	9,240	24,074	28,428	29,844
Consensus NP	—	24,405	28,635	30,856
Diff frm cons (%)	—	(1.4)	(0.7)	(3.3)
Norm profit	18,520	24,074	28,428	29,844
Prev. Norm profit	—	27,506	30,224	32,919
Chg frm prev (%)	—	(12.5)	(5.9)	(9.3)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	87.4	30.0	18.1	5.0
Norm PE (x)	26.9	20.7	17.5	16.7
EV/EBITDA (x)	8.8	8.3	7.9	7.5
P/BV (x)	6.6	5.6	4.9	4.5
Div yield (%)	2.2	2.4	4.0	4.2
ROE (%)	24.8	29.4	30.1	28.3
Net D/E (%)	410.2	326.0	288.6	243.6

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

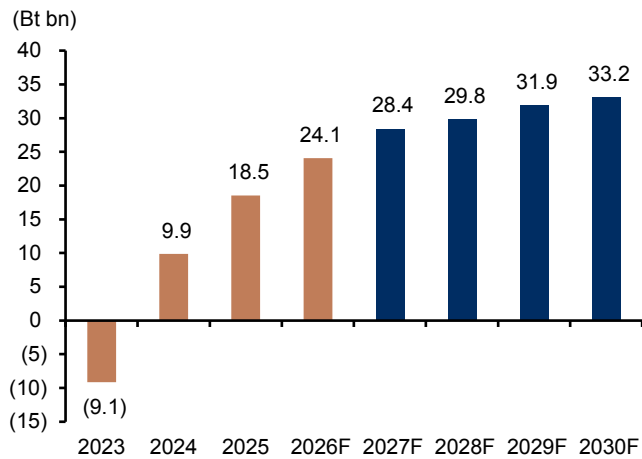
Price as of 7-Apr-26 (Bt)	14.40
Market Cap (US\$ m)	15,307.4
Listed Shares (m shares)	34,552.1
Free Float (%)	31.5
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	66.9
12M Price H/L (Bt)	14.70/10.30
Sector	Telecom
Major Shareholder	Arise Digital Technology 24.95%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### ESG Summary Report ..... P7

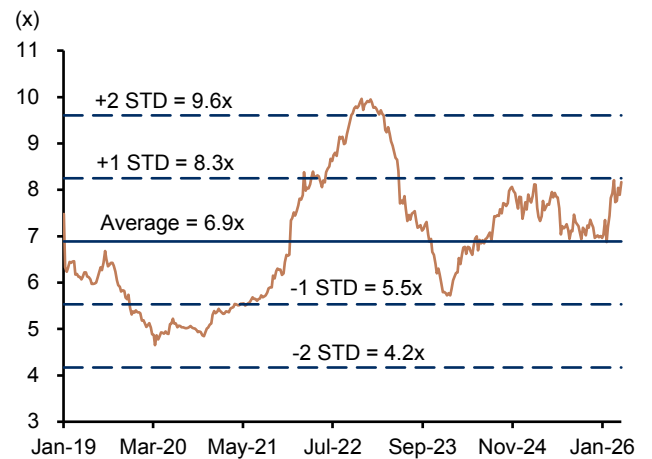
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีบี วีเอส จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Strong Earnings Growth Looks Intact**



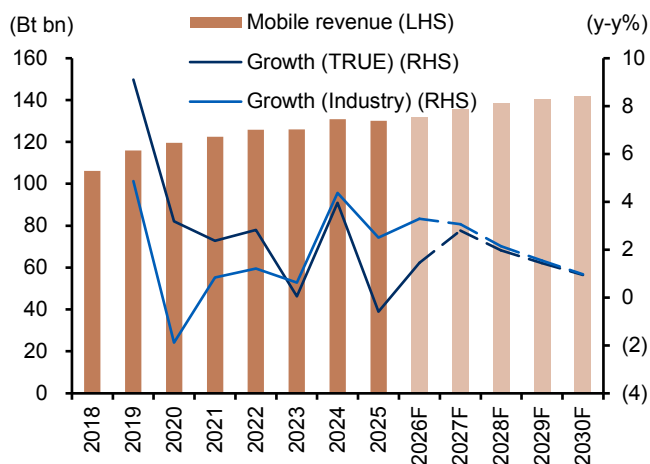
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 2: We Believe EV/EBITDA Could Re-Rate Further**



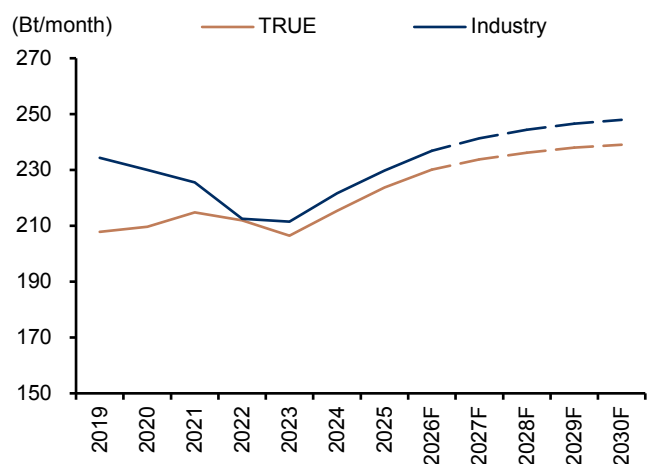
Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

**Ex 3: Recovering Revenue Growth From Hiccup In 2025**



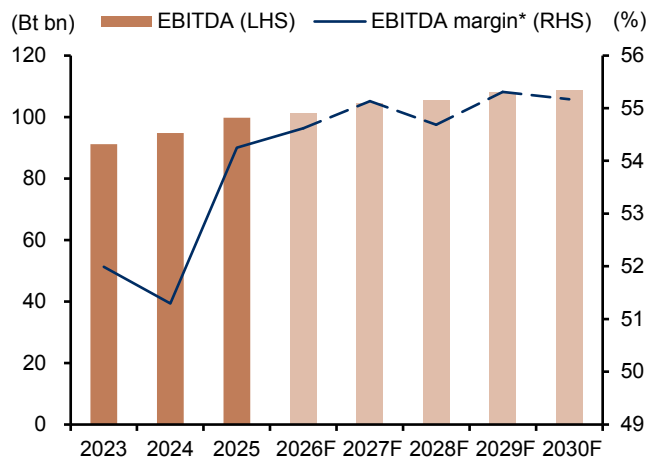
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 4: Improving ARPU Trend, In Line With The Industry**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

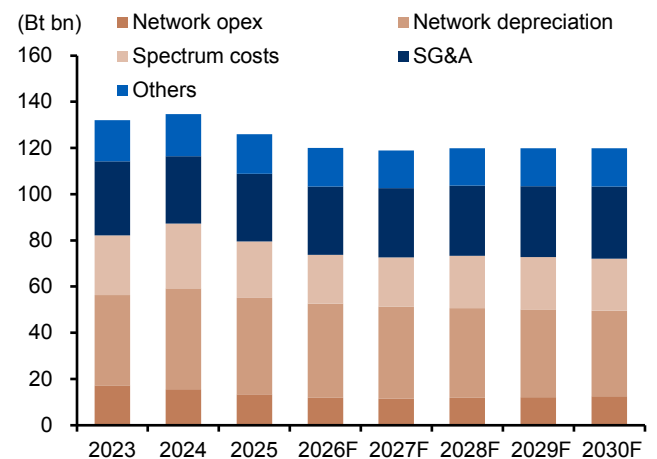
**Ex 5: Growing EBITDA With Stronger Margins ...**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

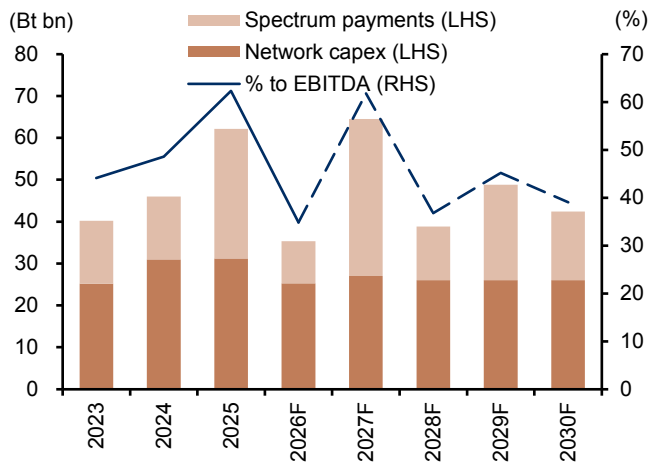
Note: Our EBITDA margin is calculated on core service revenue (ex. IC revenues and network and equipment rentals) plus product sales.

**Ex 6: ... As Cost Base Remains Contained**



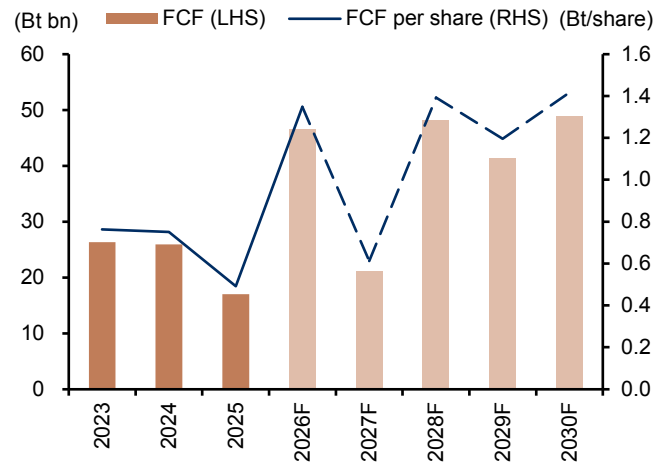
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 7: Declining Cash Flow For Investments ...**



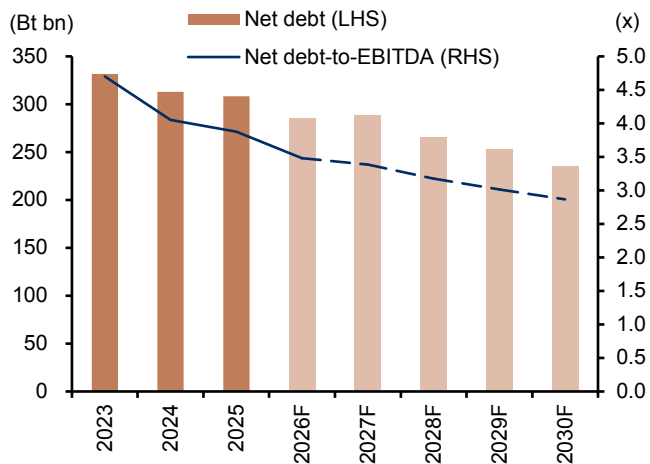
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 8: ... Further Supports An Improving FCF Outlook**



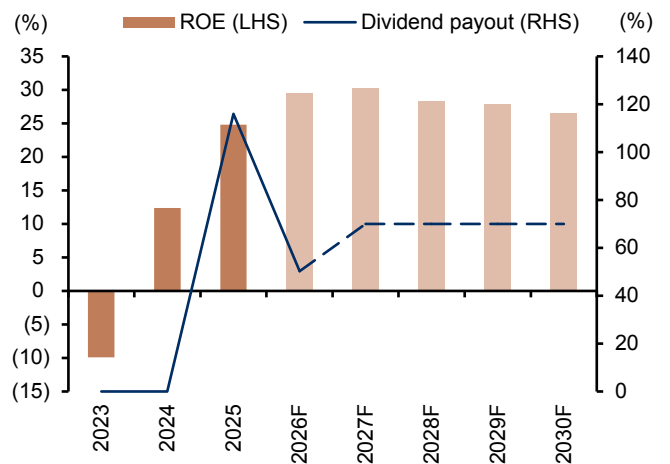
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 9: Rising FCF Also Leads To Deleveraging Trend**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 10: Our Payout Assumptions Remain Conservative**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 11: Declining Trend Of Spectrum License Prices In Thailand

Spectrum	License prices (Bt m)	Prices per bandwidth (Bt m/MHz)	Bidding year
<b>Low bands</b>			
900MHz	76,928	7,693	2015
900MHz	38,064	7,613	2018
700MHz	17,584	1,758	2020
700MHz	17,584	1,758	2020
<b>Mid bands</b>			
2100MHz	27,000	900	2012
1800MHz	39,792	2,653	2015
1800MHz	12,511	2,502	2018
2600MHz	17,873	199	2019
1500MHz	4,654	233	2025
2300MHz	21,770	311	2025
<b>High bands</b>			
26GHz	4,487	4.5	2020

Sources: Company data, The National Broadcasting and Telecommunications Commission (NBTC), ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	94,783	99,695	101,293	104,488	105,447	108,033	108,780	107,680	110,046	110,387	112,542	110,740	—
Free cash flow	51,999	57,469	43,890	66,341	38,848	63,132	51,825	56,951	57,890	73,739	35,535	67,674	1,157,357
PV of free cash flow	51,856	49,313	34,876	48,827	26,483	39,863	30,303	30,844	29,039	34,262	15,289	26,970	461,237
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	8.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	879,163												
Net debt (2025)	308,272												
Minority interest	(341)												
Equity value	571,231												
# of shares (m)	34,552												
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>16.5</b>												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

### Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	(20.5)	44.2	39.7	27.5	8.0	6.7	11.2	9.8	1.2	1.7
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	16.9	14.3	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	(31.3)	45.5	31.6	21.7	11.0	8.3	10.9	9.2	1.4	1.6
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	9.3	13.1	11.1	9.8	1.7	1.6	4.2	4.0	5.7	6.7
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	0.6	5.6	12.9	12.2	2.1	2.1	4.8	4.7	6.5	6.9
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	47.5	45.8	37.5	25.7	1.0	1.0	6.3	6.0	4.6	4.8
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	5.5	3.8	17.0	16.4	4.4	4.2	8.3	8.2	5.1	5.1
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	(28.5)	19.5	28.5	23.8	3.0	3.0	22.7	21.3	3.8	4.2
StarHub	STH SP	Singapore	(26.7)	60.6	30.9	19.2	0.0	0.0	8.5	7.5	5.9	5.9
SK Telecom	017670 KS	S. Korea	195.7	na	na	13.8	na	1.3	4.9	4.9	4.2	4.3
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	3.3	3.7	22.2	21.4	3.8	3.8	11.8	11.8	4.4	4.6
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	9.7	8.0	21.5	19.9	20.8	19.1	11.2	10.2	4.4	4.8
Thaicom *	THCOM TB	Thailand	na	na	na	648.7	1.4	1.4	10.6	13.5	0.0	0.1
True Corporation *	TRUE TB	Thailand	30.0	18.1	20.7	17.5	5.6	4.9	8.3	7.9	2.4	4.0
<b>Average</b>			<b>16.2</b>	<b>24.4</b>	<b>24.9</b>	<b>67.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.4</b>	<b>10.0</b>	<b>9.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.9</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 7 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**COMPANY DESCRIPTION**

บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (TRUE) เกิดจากการควบรวมกิจการของผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำ 2 รายในประเทศไทย (True และ DTAC) ณ ต้นปี 2026 Telenor Asia ได้ขายหุ้นส่วนใหญ่ออกไป ทำให้กลุ่ม CP และบุคคลที่เกี่ยวข้องเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท TRUE ครองส่วนแบ่งการตลาด 50% ในกลุ่มบริการโทรศัพท์มือถือ และ 38% ในกลุ่มบริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต ณ ปี 2025 ในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมของประเทศไทยที่มีผู้เล่นหลักเพียง 2 ราย TRUE ให้บริการด้านเสียงและดาต้าครบวงจรสำหรับโทรศัพท์มือถือ อินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ย คอนเทนต์วีดิโอดิจิทัล และการถ่ายทอดสดแบบรองรับเป็นสมาชิก โซลูชันดิจิทัลและบริการที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลเป็นตลาดใหม่ที่ TRUE พยายามจะเข้าไป

Source: ttb wealth

**TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS**

**S — Strength**

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

**O — Opportunity**

- ปริมาณการใช้ดาต้าสูงขึ้น จากจำนวนอุปกรณ์ที่ต้องเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตที่มากขึ้น ทั้งในการใช้งานของกลุ่มผู้บริโภค ธุรกิจ และอุตสาหกรรม
- ความต้องการการวิเคราะห์ข้อมูลที่เพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ TRUE มีข้อมูลด้านพฤติกรรมที่สำคัญของประชากรส่วนใหญ่ในประเทศ

**CONSENSUS COMPARISON**

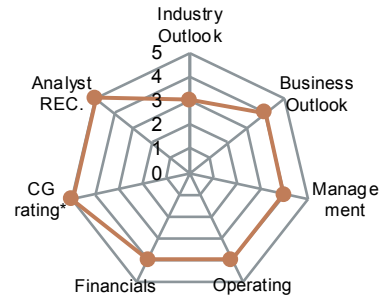
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	16.41	16.50	1%
Norm profit 26F (Bt m)	24,196	24,074	-1%
Norm profit 27F (Bt m)	28,613	28,428	-1%
<b>Consensus REC</b>	<b>BUY: 21</b>	<b>HOLD: 2</b>	<b>SELL: 0</b>

**HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?**

- ประเมินการกำไรปี 2026-27F และมูลค่าพื้นฐานของเราใกล้เคียงกับ Bloomberg Consensus

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

**COMPANY RATING**



**Rating Scale**

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: ttb wealth; \*CG Rating

**W — Weakness**

- บริษัทฯ ดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง และยังคงสร้างกระแสเงินสดอิสระได้น้อย จึงมีความเสี่ยงสูงต่อวิกฤติเศรษฐกิจหรือการเงิน
- คู่แข่งหลักมีความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งกว่า และมีสถานะทางการเงินที่ดีกว่ามาก

**T — Threat**

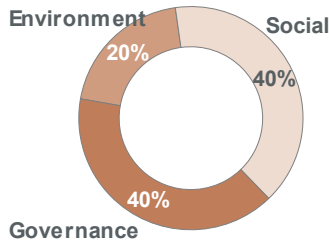
- บริการโทรคมนาคมกำลังกลายเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ ในขณะที่การสร้างมูลค่าจากความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีใหม่ จะตกไปอยู่กับเจ้าของ content และผู้ให้บริการแพลตฟอร์ม มากกว่าผู้ให้บริการเครือข่าย

**RISKS TO OUR INVESTMENT CASE**

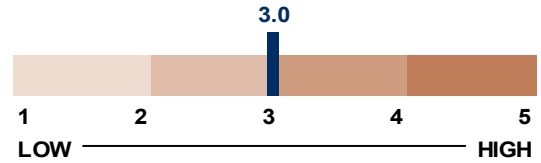
- การกลับมาสงครามราคาและการแข่งขันที่รุนแรงกว่าคาด ทั้งในตลาดการให้บริการมือถือและอินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์ เป็นความเสี่ยงทางลบที่สำคัญต่อคำแนะนำการลงทุนของเรา
- ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอหรือการหยุดชะงักในตลาดการเงิน ซึ่งอาจส่งผลให้ TRUE ไม่สามารถรีไฟแนนซ์หนี้สินได้อย่างราบรื่น เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อแนวคิดการลงทุนของเรา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

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>TRUE</b>	-	-	YES	3.04	A	68	5.0

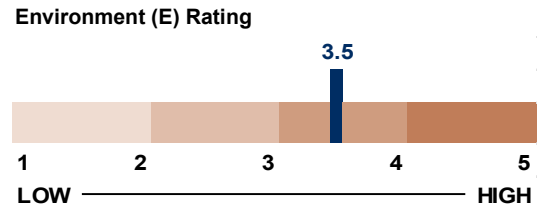
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



**ESG Summary**

- เราให้คะแนน ESG โดยรวมเฉลี่ยแก่ TRUE ที่ 3.0 เราเชื่อว่าคะแนนนี้สะท้อนถึงความสมดุลของจุดแข็งในการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม และการกำกับดูแลที่ขับเคลื่อนด้วยเทคโนโลยี แต่มีความเสี่ยงด้านสังคมที่เกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของบริการและข้อจำกัดด้านการกำกับดูแลที่เกิดจากความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัด แม้ว่าพื้นฐานด้าน ESG จะดีขึ้น แต่ความสม่ำเสมอในการดำเนินงานและความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลยังคงเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องปรับปรุง
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ TRUE ที่ 3.5 โดยได้รับการสนับสนุนจากเป้าหมายการลดการปล่อยคาร์บอนที่แข็งแกร่ง และความก้าวหน้าที่ต้องได้ในการนำพลังงานทดแทนมาใช้ทั่วทั้งเครือข่ายและการดำเนินงาน โครงการริเริ่มด้านประสิทธิภาพพลังงาน และการจัดการขยะอิเล็กทรอนิกส์ยังช่วยเสริมสร้างความก้าวหน้าของบริษัทไปสู่เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม เราเชื่อว่าการเปิดเผยความคืบหน้าและเป้าหมายระยะกลางในเชิงปริมาณมากขึ้นจะช่วยให้มองเห็นภาพรวมของการดำเนินงานได้ชัดเจนยิ่งขึ้น
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.1 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของ TRUE ในการให้บริการเชื่อมต่อและบริการดิจิทัลทั่วประเทศ บริการเครือข่ายที่แข็งแกร่งและครอบคลุม และโครงการริเริ่มด้านความปลอดภัยทางไซเบอร์เชิงรุก ช่วยสนับสนุนภาพลักษณ์ด้านสังคมของบริษัท อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์เครือข่ายล่มในเดือนพฤษภาคม 2025 และความกังวลของสาธารณชนอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับความเป็นส่วนตัวของข้อมูล ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของลูกค้าและความน่าเชื่อถือของบริการ
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงกรอบการกำกับดูแลที่มีโครงสร้างที่ดีและมีการกำกับดูแลด้านความปลอดภัยทางไซเบอร์และการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีอย่างเข้มแข็ง อย่างไรก็ตาม ความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่จำกัดเนื่องจากการเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นจำนวนมาก ทำให้การปฏิบัติตามแนวทางปฏิบัติที่ดีที่สุดระดับโลกเป็นไปได้ยาก ในขณะเดียวกัน ความซับซ้อนของกฎระเบียบยังคงเป็นความเสี่ยงด้านธรรมาภิบาลอย่างต่อเนื่องสำหรับภาคส่วนนี้

We assign TRUE a decent E score of 3.5, supported by its ambitious decarbonization targets and tangible progress in renewable energy adoption. Energy efficiency and e-waste initiatives further reinforce its transition. We believe more quantitative disclosures on progress toward those targets would meaningfully strengthen its environmental credentials.

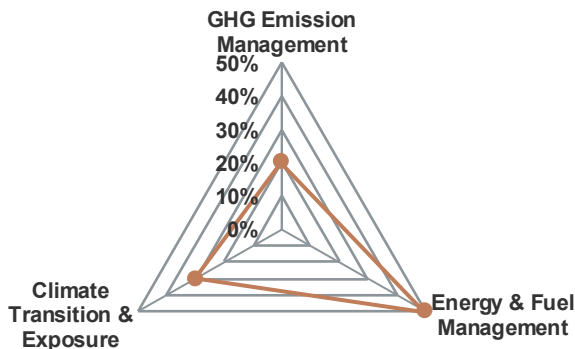


**ENVIRONMENT** **Our Comments**

- **GHG Emission Management**
- **Energy & Fuel Management**
- **Climate Transition & Exposure**

- We assign TRUE a decent E score of 3.5, reflecting its clearly defined decarbonization roadmap with tangible progress in renewable electricity adoption. That said, we see scope for improvement in the disclosure of quantified progress and interim milestones to better track execution against its targets.
- TRUE has established ambitious climate targets, including carbon neutrality for Scope 1 and 2 emissions by 2030 and net-zero emissions by 2050. Near-term goals include a 42% reduction in Scope 1–2 emissions and a 25% reduction in Scope 3 emissions by 2030, relative to a 2020 baseline.
- Its key progress toward those decarbonization targets is the deployment of solar power across its network infrastructure. As of 2024, TRUE has installed approximately 46MW of solar capacity, including both owned assets and power purchase agreements with strategic partners, covering mobile base stations, switching centers, and headquarters.
- Energy efficiency initiatives are further enhanced through automated network optimization systems, which dynamically adjust network operations to reduce power consumption. These systems also support more efficient site utilization, lowering electronic waste and associated emissions.
- TRUE implements industry-standard digitalization initiatives, including e-tax, e-billing, online payments, and digital service platforms. These contribute to less paper usage and resource consumption, while also improving its operational efficiency.
- The company targets zero landfill for e-waste by 2030, supported by structured waste segregation and recycling programs. Electronic waste from operations (e.g., network equipment and batteries) is processed through certified vendors, while customer-facing campaigns promote responsible e-waste disposal and environmental awareness.
- TRUE extends its climate strategy across the supply chain through its Business Partner Code of Conduct, requiring suppliers to align with global climate-related standards and environmental regulations.

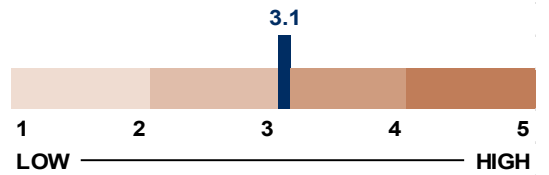
**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We believe Social is the most critical ESG aspect for TRUE, given its role in providing increasingly essential connectivity and digital services. That said, we assign TRUE a decent S score of 3.1, reflecting its recent nationwide network outage and lingering public concerns around data privacy, despite its strong service reach and cyber-protection initiatives.

Social (S) Rating



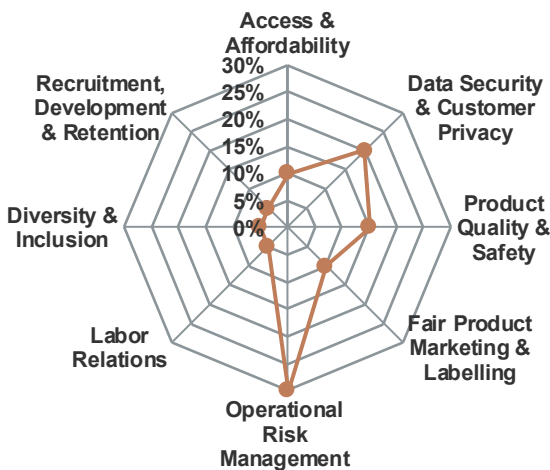
SOCIAL

Our Comments

- Access & Affordability
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Labor Relations
- Diversity & Inclusion
- Recruitment, Development & Retention

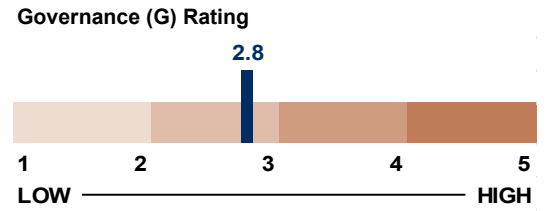
- We assign TRUE a decent S score of 3.1. In our view, its social relevance is high as a major telecom operator, given that connectivity is critical to economic activity and public safety. While its broad network reach and service accessibility are strengths, the May 2025 outage and recurring data privacy concerns weigh on the score.
- TRUE's 5G network covers over 94% of the population, supporting strong service quality for its 47.5m subscribers. However, a nationwide outage of over one hour in May 2025, affecting both mobile and internet services, led to widespread public dissatisfaction.
- Following the incident, TRUE migrated traffic to an alternative core network, informed the NBTC, and enhanced customer compensation. We will continue to monitor improvements in its operational risk management.
- Data privacy and customer trust remain key pillars. TRUE maintains PDPA-aligned policies and provides DPO contact channels. However, despite no clearly confirmed material breach, ongoing public concerns around data security remain a mild overhang.
- TRUE has responded proactively to rising scam risks via SMS, calls, and malicious links. "True CyberSafe" system, covering over 60m users, has blocked over 2.0bn malicious links since December 2024, supported by AI call/SMS filtering and the "9777" reporting channel.
- We like TRUE's focus on workplace diversity and inclusion, which is important in a post-merger organization combining different corporate cultures and management styles. The company publicly emphasizes diversity across race, gender, age, and other dimensions, and has promoted this through its "Bring Your Best" and "True Colors" initiatives.
- Employee development is increasingly important as TRUE shifts toward an AI-driven telco-tech model. Management has highlighted AI integration, digital transformation, and new leadership roles such as Chief Data and AI Officer as part of the company's organizational redesign.
- That said, the post-merger restructuring and flatter organization also imply potential workforce disruption and execution pressure, which we view as a mild social risk to monitor.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign TRUE a moderate G score of 2.8, supported by its well-structured oversight framework on cybersecurity and technological transformation, which are increasingly critical for telecom operators. However, limited board independence remains a key constraint, while regulatory complexity remains a typical governance risk for large-scale operators.

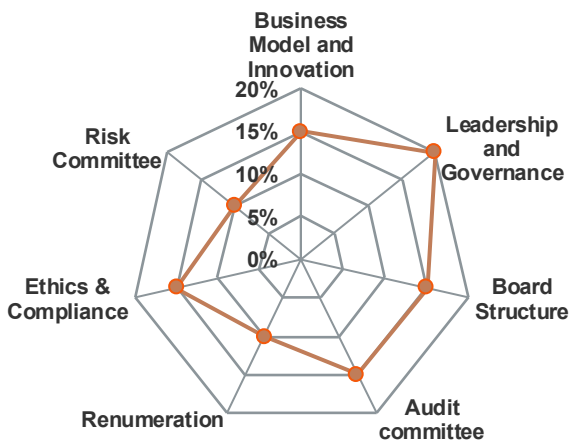


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- **Business Model and Innovation**
- **Leadership and Governance**
- **Board Structure**
- **Audit committee**
- **Remuneration**
- **Ethics & Compliance**
- **Risk Committee**

- We assign TRUE a moderate G score of 2.8, reflecting adequate governance architecture and clear oversight of cybersecurity and data privacy, which are increasingly critical for telecom operators. However, limited board independence, given significant shareholder representation, constrains alignment with global best practices.
- Board composition remains a key governance constraint in our view. TRUE’s nine-member board includes four independent directors (44%), with the chairman from the founding family and several representatives from major shareholders. While compliant with Thai requirements ( $\geq 1/3$ ), this is below the 2/3 independence seen in global best practice standards.
- We also flag that upcoming changes in major shareholding structure, with increasing concentration in CP Group and the founding family, could further influence board composition and independence going forward.
- That said, we see TRUE’s committee structure is robust and well-aligned with sector risks, with dedicated committees for Corporate Governance & Sustainability, Risk, Cybersecurity, and Finance, covering enterprise risk, cybersecurity, and data privacy oversight.
- We see TRUE’s innovation strategy as relatively advanced vs. domestic peers. The company positions itself as an “AI-first organization,” supported by board-level AI training, suggesting strong recognition of technology as both a strategic and governance priority.
- We continue to view regulatory and legal complexity as a key governance watchpoint, as reflected in multiple disclosed disputes and litigation items typical for large telecom operators.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	206,020	195,669	187,257	191,340	194,632
Cost of sales	145,069	130,065	117,119	116,335	117,183
<b>Gross profit</b>	<b>60,951</b>	<b>65,604</b>	<b>70,138</b>	<b>75,005</b>	<b>77,449</b>
% gross margin	29.6%	33.5%	37.5%	39.2%	39.8%
Selling & administration expenses	32,001	29,185	29,556	29,935	30,323
<b>Operating profit</b>	<b>28,950</b>	<b>36,420</b>	<b>40,582</b>	<b>45,069</b>	<b>47,125</b>
% operating margin	14.1%	18.6%	21.7%	23.6%	24.2%
Depreciation & amortization	72,025	70,847	69,802	69,759	68,846
<b>EBITDA</b>	<b>84,760</b>	<b>91,183</b>	<b>94,783</b>	<b>99,695</b>	<b>101,293</b>
% EBITDA margin	41.1%	46.6%	50.6%	52.1%	52.0%
Non-operating income	1,785	1,396	375	383	389
Non-operating expenses	(647)	(1,284)	0	0	0
Interest expense	(22,825)	(20,600)	(19,444)	(18,851)	(18,550)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>7,263</b>	<b>15,931</b>	<b>21,512</b>	<b>26,601</b>	<b>28,964</b>
Income tax	182	496	538	1,330	2,317
<b>After-tax profit</b>	<b>7,082</b>	<b>15,435</b>	<b>20,974</b>	<b>25,271</b>	<b>26,647</b>
% net margin	3.4%	7.9%	11.2%	13.2%	13.7%
Shares in affiliates' Earnings	2,816	2,956	2,924	2,946	2,974
Minority interests	(12)	129	175	211	223
Extraordinary items	(20,851)	(9,279)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(10,966)</b>	<b>9,240</b>	<b>24,074</b>	<b>28,428</b>	<b>29,844</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>9,885</b>	<b>18,520</b>	<b>24,074</b>	<b>28,428</b>	<b>29,844</b>
EPS (Bt)	(0.3)	0.3	0.7	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9

*Cost reductions remain as near-term earnings drivers for TRUE*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	94,009	71,940	73,472	74,399	75,202
Cash & cash equivalent	26,832	17,891	20,000	20,000	20,000
Account receivables	46,189	36,704	35,912	36,695	37,327
Inventories	2,585	1,864	1,925	1,912	1,926
Others	18,404	15,482	15,635	15,791	15,949
Investments & loans	21,726	22,228	22,228	22,228	22,228
Net fixed assets	208,701	195,850	187,928	182,276	176,166
Other assets	351,047	374,212	367,961	406,182	387,919
<b>Total assets</b>	<b>675,484</b>	<b>664,230</b>	<b>651,590</b>	<b>685,084</b>	<b>661,514</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	209,411	170,363	157,720	161,133	160,205
Account payables	101,100	82,509	77,010	76,494	77,052
Bank overdraft & ST loans	1	1,600	0	0	0
Current LT debt	89,054	65,511	61,143	64,713	62,872
Others current liabilities	19,256	20,743	19,568	19,926	20,282
<b>Total LT debt</b>	<b>250,603</b>	<b>259,052</b>	<b>244,571</b>	<b>243,445</b>	<b>222,908</b>
Others LT liabilities	141,284	159,667	161,655	180,643	169,310
<b>Total liabilities</b>	<b>601,299</b>	<b>589,083</b>	<b>563,946</b>	<b>585,220</b>	<b>552,424</b>
Minority interest	295	(341)	(516)	(727)	(950)
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	(1,179)	(2,005)	(2,005)	(2,005)	(2,005)
<b>Retained earnings</b>	<b>(208,216)</b>	<b>(205,791)</b>	<b>(193,119)</b>	<b>(180,688)</b>	<b>(171,239)</b>
Shareholders' equity	73,890	75,488	88,160	100,591	110,040
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>675,484</b>	<b>664,230</b>	<b>651,590</b>	<b>685,084</b>	<b>661,514</b>

*Much healthier balance sheet after amalgamation*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	7,263	15,931	21,512	26,601	28,964
Tax paid	(370)	(423)	(535)	(1,327)	(2,314)
Depreciation & amortization	55,809	54,764	54,201	54,626	54,167
Chg In working capital	5,015	(8,385)	(4,769)	(1,286)	(88)
Chg In other CA & CL / minorities	3,137	6,689	1,591	3,145	3,170
<b>Cash flow from operations</b>	<b>70,854</b>	<b>68,576</b>	<b>72,000</b>	<b>81,759</b>	<b>83,899</b>
Capex	(20,758)	(20,917)	(25,283)	(27,000)	(26,000)
Right of use	14,716	(11,504)	(1,982)	(1,968)	(1,954)
ST loans & investments	(5)	5	2	0	0
LT loans & investments	1,173	(502)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(46,241)	(26,120)	(10,776)	(39,238)	(13,172)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(51,114)</b>	<b>(59,037)</b>	<b>(38,039)</b>	<b>(68,206)</b>	<b>(41,126)</b>
Debt financing	(25,564)	(10,838)	(20,449)	2,444	(22,378)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(21)	(6,564)	(11,402)	(15,996)	(20,395)
Warrants & other surplus	(903)	(1,078)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(26,488)</b>	<b>(18,480)</b>	<b>(31,851)</b>	<b>(13,552)</b>	<b>(42,773)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>19,740</b>	<b>9,539</b>	<b>33,960</b>	<b>13,552</b>	<b>42,773</b>

*Stronger free cash flow leads to falling gearing burden*

## VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	50.33	26.9	20.7	17.5	16.7
Normalized PE - at target price (x)	57.67	30.8	23.7	20.1	19.1
PE (x)	na	53.8	20.7	17.5	16.7
PE - at target price (x)	na	61.7	23.7	20.1	19.1
EV/EBITDA (x)	9.6	8.8	8.3	7.9	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.4	9.6	9.0	8.6	8.3
P/BV (x)	6.7	6.6	5.6	4.9	4.5
P/BV - at target price (x)	7.7	7.6	6.5	5.7	5.2
P/CFO (x)	7.0	7.3	6.9	6.1	5.9
Price/sales (x)	2.4	2.5	2.7	2.6	2.6
Dividend yield (%)	0.0	2.2	2.4	4.0	4.2
FCF Yield (%)	4.0	1.9	6.8	2.7	8.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9
EPS	(0.3)	0.3	0.7	0.8	0.9
DPS	0.0	0.3	0.4	0.6	0.6
BV/share	2.1	2.2	2.6	2.9	3.2
CFO/share	2.1	2.0	2.1	2.4	2.4
FCF/share	0.6	0.3	1.0	0.4	1.2

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	21.9	(5.0)	(4.3)	2.2	1.7
Net profit (%)	na	na	160.5	18.1	5.0
EPS (%)	na	na	160.5	18.1	5.0
Normalized profit (%)	na	87.4	30.0	18.1	5.0
Normalized EPS (%)	na	87.4	30.0	18.1	5.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	115.9	50.2	70.0	70.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	29.6	33.5	37.5	39.2	39.8
Operating margin (%)	14.1	18.6	21.7	23.6	24.2
EBITDA margin (%)	41.1	46.6	50.6	52.1	52.0
Net margin (%)	3.4	7.9	11.2	13.2	13.7
D/E (incl. minor) (x)	4.6	4.3	3.5	3.1	2.6
Net D/E (incl. minor) (x)	4.2	4.1	3.3	2.9	2.4
Interest coverage - EBIT (x)	1.3	1.8	2.1	2.4	2.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.4	4.9	5.3	5.5
ROA - using norm profit (%)	1.4	2.8	3.7	4.3	4.4
ROE - using norm profit (%)	12.4	24.8	29.4	30.1	28.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	8.9	20.7	25.6	26.8	25.3
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	14.6	18.7	21.9	23.8	24.4
- leverage (x)	8.9	9.0	8.0	7.1	6.4
- interest burden (%)	24.1	43.6	52.5	58.5	61.0
- tax burden (%)	97.5	96.9	97.5	95.0	92.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	6.8	9.1	10.3	11.5	11.2
NOPAT (Bt m)	28,227	35,285	39,567	42,816	43,355
invested capital (Bt m)	386,716	383,760	373,874	388,749	375,820

*Now a nearly 30% ROE,  
vs. being loss making  
over the last decade*

Sources: Company data, ttb wealth 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. 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 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 disseminated 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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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.

**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 บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

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

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

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

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th