

TRUE CORPORATION

(TRUE TB/ TRUE.BK)

BUY

Target price Bt9.3 (+16.3%)

Price Bt8.1

Total return upside 16.6%

Div. yield 0.3%

น่าจะเริ่มมีกำไรจากธุรกิจหลักได้ตั้งแต่ 2Q24F

เรายังคงคำแนะนำซื้อ TRUE โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 9.30 บาท เรามองว่า TRUE ยังอยู่ในธีมของการพลิกฟื้น ซึ่งหลังจากที่เราได้ทำประมาณการ 1Q24F แล้ว เราคาดว่า TRUE จะยังมีผลขาดทุนอยู่ใน 1Q24F แต่คาดว่าผลขาดทุนจะน้อยมาก ๆ แล้ว (461 ล้านบาท) ซึ่งเมื่อพิจารณาจาก ARPU ที่เพิ่มขึ้น และ อานิสงส์จากต้นทุนที่ยังประหยัดได้หลังการควบรวม เราเชื่อว่า TRUE น่าจะเริ่มมีกำไรจากธุรกิจหลักเป็นครั้งแรกได้ใน 2Q24F โดยเรายังคงคาดว่า TRUE จะพลิกเป็นกำไร 1.4 พันล้านบาทในปี FY24F จากที่ขาดทุน 6.4 พันล้านบาทในปี FY23



Phatipak NAVAWATANA

Fundamental investment analyst on securities

+662 659 7000 ext 5003

phatipak.navawatana@krungsrisecurities.com

คาดว่าจะขาดทุน 461 ล้านบาทใน 1Q24F ดีขึ้นจากทั้ง 4Q23 และ 1Q23

เราคาดว่าผลขาดทุนจากธุรกิจหลักใน 1Q24F จะอยู่ที่ 461 ล้านบาท ดีขึ้นจากที่ขาดทุน 1.7 พันล้านบาทใน 1Q23 และจากที่ขาดทุน 1, พันล้านบาทใน 4Q23 เนื่องจากรายได้ของทั้งธุรกิจมือถือ และ FBB สูงขึ้นตาม ARPU ที่เพิ่มขึ้น และ ต้นทุนที่ลดลง โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานด้านโครงข่าย และ SG&A โดยในการทำประมาณการ 1Q24F เราใช้สมมติฐานสำคัญ ดังนี้: (i) รายได้จากธุรกิจหลักที่ไม่รวมค่า IC จะเพิ่มขึ้น 5% yoy และ 1% qoq เนื่องจากรายได้ของธุรกิจมือถือ และ FBB สูงขึ้น โดยเราคาดว่ารายได้จากธุรกิจมือถือจะเพิ่มขึ้น 5% yoy และ 1% qoq ในขณะที่คาดว่ารายได้จากธุรกิจ FFB จะเพิ่มขึ้น 7% yoy และ 1% qoq จาก ARPUs ที่เพิ่มขึ้นของทั้งสองธุรกิจ (ii) ต้นทุนการให้บริการของธุรกิจหลักจะเพิ่มขึ้นเพียง 1% yoy แต่ทรงตัว qoq เนื่องจากมีการเลิกใช้เสาสัญญาณที่ซ้ำซ้อนกันตั้งแต่เมื่อปีที่แล้ว และ (iii) ค่าใช้จ่าย SG&A จะยังคงลดลงอีกทั้ง yoy (-23%) และ qoq (-3%) เพราะมีการลดกิจกรรมด้านการตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพลงอีก ในขณะที่มีการลดค่าคอมมิชชั่นให้กับดีลเลอร์ และ ค่าใช้จ่ายในการเช่าพื้นที่ลดลงหลังจากที่มีการคืนพื้นที่ของอาคารจามจุรีสแควร์ (สำนักงานใหญ่เดิมของ DTAC) ตั้งแต่วันที่ 1 กุมภาพันธ์ 2024 ทั้งนี้ TRUE อาจจะมีต้นทุนการดำเนินงานที่ซ้ำซ้อนกันอีกใน 1Q24F แต่จะไม่มากเท่ากับใน 4Q23 (1.08 หมื่นล้านบาท) ซึ่งจะช่วยให้ TRUE ประหยัดต้นทุนไปได้ในไตรมาสต่อไป

คาดว่าจะขาดทุนลดลงใน 1Q24F และจะพลิกเป็นกำไรได้ตั้งแต่ 2Q24F ไป

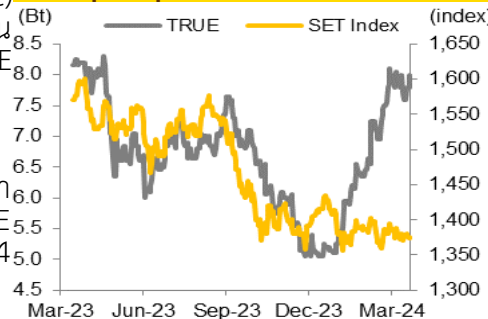
แม้เราจะคาดว่า TRUE จะยังขาดทุนใน 1Q24F แต่คาดว่าผลขาดทุนจะน้อยมากและเมื่อพิจารณาจากพัฒนาการด้านบวกของทั้ง ARPU และ การประหยัดต้นทุนหลังควบรวม เราเชื่อว่า TRUE น่าจะเริ่มมีกำไรได้ตั้งแต่ 2Q24F ไป ดังนั้นจึงคงประมาณการกำไรเต็มปี FY24F ที่ 1.4 พันล้านบาท จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นตาม ARPU ที่เพิ่มขึ้นและการประหยัดต้นทุนหลังควบรวม

คงคำแนะนำซื้อ และ คงราคาเป้าหมายที่ 9.30 บาท

เรายังคงคำแนะนำซื้อ TRUE เพราะมองเป็นหุ้น turnaround ที่น่าสนใจ ถึงแม้ว่าราคาหุ้นจะวิ่งขึ้นมาแรงแล้วในช่วงสองสามเดือนที่ผ่านมา แต่เรามองว่าหุ้น TRUE ยังมีช่องให้มีการ re-rate ได้อีก โดยราคาหุ้นในปัจจุบันดูน่าสนใจ คิดเป็น EV/EBITDA ปี FY24F ที่ 7.5x ในขณะที่อัตราการเติบโตของ EBITDA อยู่ที่ 10%

Key data	Unit	
12M high/ low	(Bt)	8.4/ 7.0
Market cap	(Btm/ USDm)	276,417/ 7, 100
3M avg. daily turnover	(Btm/ USDm)	548.7/ 1, 000
Free float	(%)	34.0
Issued shares	(m shares)	34, 000
Major shareholders:		
1) Telenor Thai Investm		21.0
2) Telenor Asia Pte Ltd		11.0
3) Stock Exchange Of Th		1.0

Stock price performance



Financial Summary

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btm)	215,070	202,856	210,970	221,519	228,164
Revenue growth	(%)	(4.0)	(5.7)	4.0	5.0	3.0
EBITDA	(Btm)	84,037	85,715	94,287	102,772	112,022
Profit, core	(Btm)	1,913	(6,473)	1,470	5,533	7,395
Profit growth, core	(%)	(79.8)	nm	nm	nm	33.7
Profit, reported	(Btm)	(5,745)	(15,689)	1,470	5,533	7,395
Profit growth, reported	(%)	nm	nm	nm	nm	33.7
EPS, core	(Bt)	0.06	(0.2)	0.04	0.16	0.21
EPS growth, core	(%)	(79.8)	nm	nm	nm	33.7
DPS	(Bt)	0.00	0.0	0.02	0.08	0.11
P/E, core	(x)	144.5	nm	188.0	50.0	37.4
P/BV, core	(x)	2.81	3.19	3.30	3.63	4.02
ROE	(%)	1.9	nm	1.8	7.3	10.8
Dividend yield	(%)	0.0	0.0	0.3	1.0	1.3
FCF yield	(%)	2.3	3.1	4.4	5.6	6.6

Krungsri vs Bloomberg consensus

	Unit	(+)	(=)	
Bloomberg consensus	(Cnt.)	16	4	
	Unit	KSS	BB	%d
Target price	(Bt)	9.30	9.08	2.4
2024F net profit	(Btm)	1,470	437	236.6
2025F net profit	(Btm)	5,533	4,891	13.1

Earnings revision

Bloomberg	Unit	2024F	2025F
1M	(%)	118.84	118.84
3M	(%)	116.37	116.37
ytd	(%)	116.37	116.37
Krungsri			
From last report	(%)	0.00	0.00

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

Figure 1: 1Q24F Earnings Preview

FY March 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	yoy	qoq
Total revenue	(Btm)	51,463	49,113	49,932	52,348	52,448	1.9%	0.2%
Cost of goods sold	(Btm)	40,425	39,876	39,202	41,405	41,126	1.7%	-0.7%
Gross profit	(Btm)	11,038	9,237	10,730	10,943	11,323	2.6%	3.5%
SG&A	(Btm)	7,917	6,014	7,147	6,274	6,100	-23.0%	-2.8%
Other income	(Btm)	(202)	(232)	(469)	(230)	(230)	13.9%	0.0%
Interest expense	(Btm)	5,427	5,857	5,940	6,076	6,150	13.3%	1.2%
Pre-tax profit	(Btm)	(2,306)	(2,634)	(2,357)	(1,637)	(1,157)	nm	nm
Corporate tax	(Btm)	264	270	(202)	(229)		nm	nm
Equity a/c profits	(Btm)	716	687	696	298	696	-2.8%	133.6%
Minority interests	(Btm)							
Core profit	(Btm)	(1,651)	(2,143)	(1,662)	(1,017)	(461)	nm	nm
Extra-ordinary items	(Btm)	1,159	(177)	64	(10,262)		nm	nm
Net Profit	(Btm)	(492)	(2,320)	(1,598)	(11,279)	(461)	nm	nm
EBITDA	(Btm)	19,452	22,300	21,443	22,520	23,421	20.4%	4.0%
Core EPS	(Bt)	(0.05)	(0.06)	(0.05)	(0.03)	(0.01)	nm	nm
Net EPS	(Bt)	(0.01)	(0.07)	(0.05)	(0.33)	(0.01)	nm	nm

Figure 2: 1Q24F revenue and cost breakdown

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	chg yoy	chy qoq
Mobile	31,019	31,269	31,335	32,270	32,690	5%	1%
Online	5,752	5,935	5,910	6,057	6,130	7%	1%
Pay TV	1,665	1,569	1,660	1,418	1,200	-28%	-15%
Others	549	657	730	904	904	65%	0%
Service revenue excl. IC	38,985	39,431	39,635	40,649	40,923	5%	1%
Interconnection revenue	1,549	382	342	343	343	-78%	0%
Spectrum arrangement (Network equipment rental)	5,188	5,193	5,079	5,082	5,082	-2%	0%
Revenues from product sales	5,740	4,107	4,876	6,274	6,100	6%	-3%
Total revenues	51,463	49,113	49,932	52,348	52,448	2%	0%
Regulatory costs	1,070	1,059	1,147	1,112	1,120	5%	1%
Interconnection costs	392	-1,075	380	396	396	1%	0%
Network costs	4,546	4,165	4,235	3,878	3,500	-23%	-10%
Others cost of providing services	12,248	11,873	10,357	11,515	12,000	-2%	4%
Depreciation and amortization	16,169	17,837	17,859	18,000	17,780	10%	-1%
Cost of core service	34,425	33,859	33,978	34,901	34,796	1%	0%
Cost of sales	6,000	4,537	5,224	6,504	6,330	5%	-3%
Total service costs	40,425	38,396	39,202	41,405	41,126	2%	-1%

Source: The company, Krungsri Securities

Figure 3: Key operational metrics

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	YoY	QoQ
Net additions ('000)							
Postpaid	(21)	(9)	(67)	(97)	(40)		
Prepaid	698	668	321	609	350		
Total	677	659	254	512	310		
Total subs ('000)							
Postpaid	15,744	15,735	15,668	15,571	15,531	-1.4%	-0.3%
Prepaid	34,717	35,385	35,706	36,315	36,665	5.6%	1.0%
Total	50,461	51,120	51,374	51,886	52,196	3.4%	0.6%
ARPU (Bt/month/sub)							
Postpaid	414	416	417	420	422	1.9%	0.5%
Prepaid	102	102	104	109	113	10.8%	3.7%
Blended ARPU	200	200	200	204	205	2.7%	0.7%
FBB							
Net add ('000)	13	(8)	(39)	(10)	(15)		
Subs ('000)	3,835	3,827	3,788	3,778	3,763	-1.9%	-0.4%
ARPU (Bt/month/sub)	463	475	477	494	502	8.4%	1.6%

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btm)	219,241	217,031	224,091	215,070	202,856	210,970	221,519	228,164
Cost of goods sold	(Btm)	161,899	156,634	155,895	154,079	160,908	162,447	168,354	173,177
Gross profit	(Btm)	57,342	60,397	68,196	60,991	41,948	48,523	53,165	54,988
SG&A	(Btm)	42,484	41,337	39,513	42,587	27,352	25,500	25,245	24,740
Other income	(Btm)	378	336	3,690	3,135	(1,133)	(600)	(600)	(600)
Interest expense	(Btm)	10,760	21,223	22,172	23,001	23,300	23,350	23,400	23,400
Pre-tax profit	(Btm)	4,470	(116)	10,201	(1,462)	(8,934)	(927)	3,920	6,247
Corporate tax	(Btm)	1,023	834	976	1,399	103		784	1,249
Equity a/c profits	(Btm)	3,934	4,180	3,671	2,425	2,397	2,397	2,397	2,397
Minority interests	(Btm)	14	(118)	93	108	0	0	0	0
Core profit	(Btm)	5,926	2,257	9,452	1,913	(6,473)	1,470	5,533	7,395
Extra-ordinary items	(Btm)	5,131	3,894	1,764	(7,658)	(9,216)	0	0	1
Net Profit	(Btm)	11,057	6,151	11,216	(5,745)	(15,689)	1,470	5,533	7,395
EBITDA	(Btm)	61,864	82,372	86,951	84,037	85,715	94,287	102,772	112,022
Core EPS	(Bt)	0.17	0.07	0.27	0.06	(0.19)	0.04	0.16	0.21
Net EPS	(Bt)	0.32	0.18	0.32	(0.17)	(0.45)	0.04	0.16	0.21
DPS	(Bt)	2.92	2.99			0.00	0.02	0.08	0.11

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btm)	157,045	136,814	119,837	119,070	118,691	119,291	120,291	121,291
Total long-term assets	(Btm)	534,286	661,464	682,309	674,622	673,622	672,622	671,122	669,622
Total assets	(Btm)	691,332	798,278	802,146	793,692	792,313	791,913	791,413	790,913
Total current liabilities	(Btm)	211,331	233,206	240,838	216,126	210,082	209,982	211,982	213,982
Total long-term liabilities	(Btm)	329,015	454,487	449,863	478,624	495,531	498,225	503,225	508,225
Total liabilities	(Btm)	540,346	687,693	690,701	694,750	705,613	708,206	715,206	722,206
Paid-up capital	(Btm)	138,208	138,208	138,209	138,209	138,209	138,209	138,209	138,209
Total equity	(Btm)	150,334	110,055	110,988	98,517	86,700	83,707	76,207	68,707
Minority interest	(Btm)			456	425	425	425	425	425
BVPS	(Bt)	4.35	3.19	3.21	2.85	2.51	2.42	2.21	1.99

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btm)	6,616	2,911	164	(8,248)	(6,473)	1,470	5,533	7,395
Depreciation and amortization	(Btm)	49,357	57,676	70,677	76,885	79,385	80,973	82,593	84,244
Operating cash flow	(Btm)	32,020	59,539	61,948	61,079	80,066	85,211	88,125	91,639
Investing cash flow	(Btm)	(53,662)	(83,374)	(78,726)	(62,305)	(40,000)	(35,000)	(32,000)	(32,000)
Financing cash flow	(Btm)	44,642	(1,257)	11,325	13,064	(10,000)	(7,000)	(5,000)	(5,000)
Net change in cash	(Btm)	23,000	(25,092)	(5,453)	11,838	30,066	43,211	51,125	54,639

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	26.15	27.83	30.43	28.36	20.68	23.00	24.00	24.10
EBITDA margin	(%)	28.22	37.95	38.80	39.07	42.25	44.69	46.39	49.10
EBIT margin	(%)	6.95	8.94	14.45	10.01	6.64	10.63	12.33	12.99
Net profit margin	(%)	2.70	1.04	4.22	0.89	(3.19)	0.70	2.50	3.24
ROE	(%)	3.94	2.05	8.52	1.94	(7.47)	1.76	7.26	10.76
ROA	(%)	0.86	0.28	1.18	0.24	(0.82)	0.19	0.70	0.93
Net D/E	(x)	1.62	1.63	3.82	4.53	5.34	5.56	6.60	7.40
Interest coverage	(x)	4.56	3.78	3.92	3.65	3.68	4.04	4.39	4.79
Payout Ratio	(%)	100.0	100.0			0.0	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Prepaid subscribers	('000)	14,214	12,750	34,652	37,159	36,315	36,781	37,302	37,823
Postpaid subscribers	('000)	6,427	6,106	17,157	17,800	36,315	36,365	36,365	36,365
Total subscribers	('000)	20,642	18,856	51,809	54,959	51,886	52,405	52,929	53,458
Net additions	('000)	(559)	(1,786)	2,360	3,150	(3,073)	519	524	529
Blended ARPU	(Bt/sub/month)	251	252	214	210	198	204	212	200