

## บมจ. โทร คอร์ปอเรชั่น (TRUE)

3Q20: กำไรสุทธิออกมาต่ำกว่าเราและตลาดคาด ; 5G เป็นความหวัง

TRUE รายงานกำไรสุทธิใน 3Q20 ซึ่งออกมาต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ กำไรสุทธิที่ลดลง qoq และ yoy สาเหตุหลักมาจากกำไรจากรายการพิเศษที่ลดลง ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่สูงขึ้นตามการขยายเครือข่ายและการได้มาของคลื่นความถี่ เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q20 จะปรับตัวดีขึ้น จากการเปิดตัว iPhone 12 รุ่นใหม่ที่รองรับ 5G ในประเทศไทยวันที่ 27 พฤศจิกายน คงคำแนะนำซื้อ และราคาเป้าหมายที่ 4 บาท

### 3Q20 RESULTS

Year to 31 Dec	3Q19 (Btm)	2Q20 (Btm)	3Q20 (Btm)	yoy % change	qoq % change
Revenue	36,735	33,878	33,008	-10.1%	-2.6%
- Service revenue	30,378	30,135	30,011	-1.2%	-0.4%
- Sale	6,357	3,743	2,997	-52.9%	-19.9%
COGS	26,632	24,291	23,862	-10.4%	-1.8%
SG&A	6,670	6,912	6,595	-1.1%	-4.6%
EBITDA	10,303	13,060	13,351	29.6%	2.2%
Net income	2,857	1,222	104	-96.4%	-91.5%
EPS (Bt)	0.07	0.03	0.00	-96.4%	-91.5%
Other income/expenses	2,720	2,109	1,652	-39.3%	-21.7%
Recurring income	204	-887	-1,548	-858.7%	-74.5%
SG&A/Sales (%)	18.2%	20.4%	20.0%		
EBITDA margin (%)	28.0%	38.6%	38.6%		
Net profit margin (%)	7.8%	3.6%	0.3%		

Source: TRUE, UOB Kay Hian

### RESULTS

• รายงานกำไรสุทธิใน 3Q20 อยู่ที่ 104 ลบ. ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดสาเหตุหลักมาจากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่สูงเกินคาดตามการขยายเครือข่ายและการได้มาของคลื่นความถี่ กำไรสุทธิใน 3Q20 ลดลง 91.5% qoq และ 96.4% yoy เนื่องจากกำไรจากรายการพิเศษลดลง (3Q20: 1.5 บาท, 2Q20: 2.1 บาท, 3Q19: 2.7 บาท) TRUE รายงานกำไรจากการขายหน่วยลงทุน DIF ใน 3Q20 จำนวน 1.5 พันลบ. การขายหน่วย DIF คิดเป็นประมาณ 2.8 % ของหน่วย DIF ที่ออกทั้งหมด หลังการขาย TRUE ยังคงถือครองประมาณ 23.38% ของหน่วย DIF ที่ออกทั้งหมด (TRUE ยังติด lock-up period 90 วัน ) เงินที่ได้จากการขาย DIF จะถูกสำรองไว้สำหรับแผนการขยายเครือข่ายและการชำระใบอนุญาต 700-MHz ใน 1Q21 (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	161,820	140,943	138,355	141,424	145,502
EBITDA	53,998	33,849	51,442	54,752	58,416
Operating profit	20,406	7,104	10,006	12,404	14,234
Net profit (rep./act.)	7,035	5,637	880	1,044	2,790
Net profit (adj.)	(3,499)	1,703	(3,238)	1,044	2,790
EPS (Bt)	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0	0.1
PE (x)	n.m.	72.6	n.m.	118.4	44.3
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	4.9	7.9	5.2	4.9	4.6
Dividend yield (%)	0.0	2.9	0.0	0.5	1.4
Net margin (%)	4.3	4.0	0.6	0.7	1.9
Net debt/(cash) to equity (%)	101.0	130.2	116.1	122.7	121.1
Interest cover (x)	7.2	3.6	2.8	3.0	3.1
ROE (%)	5.3	4.4	0.7	0.7	2.0
Consensus net profit	-	-	(1,178)	(725)	1,368
UOBKH/Consensus (x)	-	-	2.75	n.m.	2.04

Source: True Corporation, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

## BUY

(Maintained)

Share Price	Bt3.12
Target Price	Bt4.00
Upside	+28.2%
(Previous TP)	Bt4.40

### COMPANY DESCRIPTION

TRUE is an integrated holding company with businesses in mobile, fixed broadband, Internet, and pay-TV.

### STOCK DATA

GICS sector	Communication Services
Bloomberg ticker:	TRUE TB
Shares issued (m):	33,344.2
Market cap (Btm):	104,033.9
Market cap (US\$m):	3,446.9
3-mth avg daily t'over (US\$m):	5.6

### Price Performance (%)

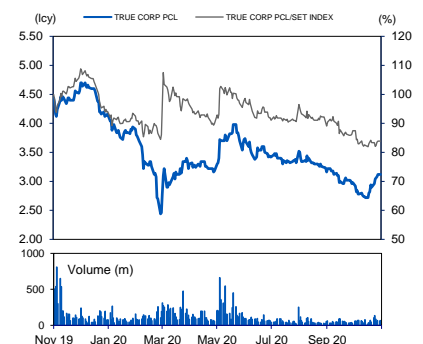
52-week high/low Bt4.70/Bt2.44

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
3.3	(7.7)	(3.1)	(37.6)	(32.2)

### Major Shareholders

Shareholder	%
CP Group	64.7
Uniq Network	9.6
Wide Broadcast	7.6
FY20 NAV/Share (Bt)	3.38
FY20 Net Debt/Share (Bt)	4.10

### PRICE CHART



Source: Bloomberg

### ANALYST(S)

**Chaiwat Arsirawichai**  
+662 659 8301  
chaiwat@uobkayhian.co.th

Company Results

- **ขาดทุนจากการดำเนินงานหลักอย่างต่อเนื่องใน 3Q20** หากไม่รวมรายการพิเศษ TRUE รายงานผลขาดทุนปกติที่ 1.5 พันลบ. ใน 3Q20 (2Q20: ขาดทุน 887 ลบ., 3Q19: กำไร 204 ลบ.) เนื่องจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวเช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายจากการขยายโครงข่ายและดอกเบี้ยที่สูงขึ้น บนพื้นฐานของ qoq การขาดทุนจากการดำเนินงานมากขึ้นเนื่องจาก 1) รายได้จากธุรกิจมือถือลดลง 1.1% เนื่องจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจที่ทำให้ ARPU ของระบบเติมเงินและผู้ใช้บริการระบบเติมเงินลดลง 2) ต้นทุนการบริการเพิ่มขึ้น 3.2% qoq จากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่สูงขึ้นตามการขยายเครือข่ายและการได้มาของคลื่นความถี่ อย่างไรก็ตาม ผลลบเหล่านี้ได้รับการชดเชยบางส่วนโดยค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง 4.6% qoq ใน 3Q20
- **รายได้จากบริการธุรกิจมือถือลดลง 1.1% qoq** เนื่องจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวซึ่งน่าจะกดดัน ARPU ของ TRUE เช่นกัน TRUE รายงานการลดลงผู้ใช้บริการแบบเติมเงิน qoq 341,000 ราย และ ARPU แบบเติมเงินลดลงจาก 110 บาท/ผู้ใช้บริการ/เดือน ใน 2Q20 เป็น 104 บาท ใน 3Q20 จากการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ลดลงและการปิดประเทศในช่วง COVID-19 อย่างไรก็ตามกลุ่มแบบรายเดือนยังคงมี qoq ที่แข็งแกร่งขึ้นโดยมีผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 269,000 ราย ในขณะที่ ARPU ดีขึ้นเล็กน้อย qoq โดยรวม TRUE รายงานจำนวนผู้ใช้บริการลดลงสุทธิ 72,000 ราย ใน 3Q20 โดย ARPU ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย qoq จาก 216 บาท ใน 2Q20 เป็น 217 บาท ใน 3Q20
- **ธุรกิจไฟเบอร์บอร์ดแบนด์** แม้จะมีการแข่งขันในตลาดที่รุนแรงอย่างต่อเนื่อง เราเห็นบางอย่างปรับตัวดีขึ้นใน 3Q20 โดยไฟเบอร์บอร์ดแบนด์ ARPU เพิ่มขึ้น 0.8% qoq เป็น 534 บาท นี่เป็นครั้งแรกที่ ARPU เพิ่มขึ้น นับตั้งแต่ 2Q19 เนื่องจากผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้นสุทธิ 112,000 ราย ใน 3Q20 จากความต้องการเชื่อมต่อภายในบ้าน (home connectivity) อย่างต่อเนื่อง
- **ดำเนินโครงการลดต้นทุนอย่างต่อเนื่อง** TRUE ยังคงให้ความสำคัญกับโปรแกรมการประหยัดต้นทุนซึ่ง SG&A ลดลง 4.6% qoq และ 1.1% qoq ใน 3Q20 ส่งผลให้ Core EBITDA ปรับตัวดีขึ้น 1.6% qoq และ 18.5% yoy ถึงแม้ว่ารายได้จากการให้บริการจะลดลง 0.4% qoq และ 1.2% yoy ใน 3Q20 ยังคงถูกกดดันจากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเนื่องจากการขยายเครือข่าย 4G/5G

STOCK IMPACT

- **การพัฒนา 5G ในประเทศไทยเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น** ตามข้อมูลของผู้ให้บริการมือถือ iPhone 12 ที่รองรับ 5G จะวางจำหน่ายในประเทศไทยในวันที่ 27 พ.ย. 20 (สั่งซื้อล่วงหน้า 20 พ.ย.) มีช่วงราคาอยู่ที่ 25,900-51,900 บาท เราคาดว่า iPhone 12 จะได้รับการตอบรับที่ดีในประเทศไทย เนื่องจากโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจใหม่ของรัฐบาล โครงการช้อปดีมีคืน (Shop and Payback) เริ่มดำเนินการตั้งแต่วันที่ 23 ต.ค. ถึง 31 ธ.ค. 20 ซึ่งจะกระตุ้นการบริโภค ภายใต้โครงการนี้ผู้ซื้อสินค้าจะได้รับส่วนลดภาษี นอกจากนี้เรายังคาดว่าสมาร์ทโฟนที่รองรับ 5G เหล่านี้จะปูทางไปสู่ความสำเร็จในการเปิดตัวบริการเชิงพาณิชย์ 5G ในประเทศไทย
- **เราคาดว่ากำไรจะค่อย ๆ เพิ่มขึ้นใน 4Q20** เราคาดว่ารายได้จากการบริการจะปรับตัวดีขึ้นตามภาวะตลาดที่ดีขึ้น เนื่องจากการเปิดตัว iPhone 12 รุ่นใหม่ที่รองรับ 5G ในประเทศไทย ในวันที่ 27 พฤศจิกายน ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มการเติบโตของผู้ใช้บริการ High-ARPU 5G ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นจะสนับสนุนการปรับตัวที่ดีขึ้นของ ARPU, การได้มาของผู้ใช้บริการแบบรายเดือน และ กำไรจากการขายซิมและอุปกรณ์ ใน 4Q20

EARNINGS REVISION/RISK

- เราปรับลดกำไรสุทธิลงอยู่ที่ 880 ลบ. (จากกำไร 1,029 ลบ.) และขาดทุนปกติอยู่ที่ 3,238 ลบ. (จากขาดทุน 1,437 ลบ.) สะท้อนให้เห็นถึงค่าเสื่อมราคาและดอกเบี้ยจ่ายที่สูงเกินคาดในปี 2020 อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิสำหรับปี 2021 EBITDA 9M20 คิดเป็น 74% ของการคาดการณ์ทั้งปี 2020 ของเรา

VALUATION / RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ** ประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี SOTP ที่ราคาเป้าหมาย 4.00 บาท (จากเดิม 4.40 บาท) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงสัดส่วนการถือหุ้นที่ลดลงและราคาตลาด DIF ที่ลดลง ราคาหุ้นที่ลดลง (ต่ำกว่า SET Index 17.4% ytd) ได้สะท้อนปัจจัยเชิงลบส่วนใหญ่ ราคาหุ้นของ TRUE ยัง lagged

EV/EBITDA BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

ADVANC: 5G PACKAGE PRICE PLANS

	Monthly fee (Bt)	Data	Free call (min)	5G	5G	5G	Extra
5G MAX SPEED	199	5GB	-	6 months	6 months	-	
5G MAX SPEED	699	50GB	Unlimited call on AIS	6 months	6 months	3 months	
UNLIMITED 5G MAX SPEED	1199		Unlimited call on AIS Network	12 months	12 months	3 months	+1 SIM x 50GB
	1399						+2 SIM x 50GB
	1699						+3 SIM x 50GB
	1999						+4 SIM x 50GB

TRUE: 5G PACKAGE PRICE PLANS

	Monthly fee (Bt)	5G/4G Data	Free call all network (min)
true 5G	299	1.5GB	100
	399	5GB	150
	499	10GB	200
	599	32GB	300
	699	40GB	300
	899	60GB	400
5G MAX SPEED UNLIMITED	1,099	Unlimited	700
	1,299		850
	1,499		1,200
	1,899		2,000

Source: ADVANC, TRUE, UOB Kay Hian.

SOTP VALUATION

	Bt m	Bt/sh	Comment
Mobile business	208,347	6.2	Target EV/EBITDA of 6x
(+) True Online	2,000	0.1	Target EV/EBITDA of 5x
(+) True Vision	1,000	0.0	Target EV/EBITDA of 5x
(+) value of fund retained	31,566	0.9	Market value
EV	242,914	7.3	
(-) debts	(108,040)	(3.2)	
<b>Equity value</b>	<b>134,874</b>	<b>4.00</b>	

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน