

Thailand

ADD (previously HOLD)

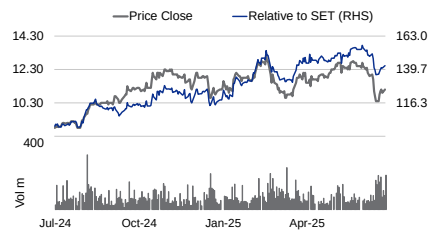
Consensus ratings*: Buy 18 Hold 3 Sell 1

Current price: THB11.10
Target price: ▲ THB14.10
Previous target: THB13.50
Up/downside: 27.0%
CGSI / Consensus: -3.7%

Reuters: TRUE.BK
Bloomberg: TRUE TB
Market cap: US\$11,789m
THB383,528m
Average daily turnover: US\$25.02m
THB826.9m
Current shares o/s: 34,552m
Free float: 31.5%
*Source: Bloomberg

Key changes in this note

- FY25F-27F EPS increased by 6.0-28.7%.
- 2025F target price increased to THB14.10.
- Upgrade from Hold to Add.



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-11.2	-7.5	26.9
Relative (%)	-6.0	-0.2	43.2

Major shareholders

	% held
CP group	30.3
Telenor	30.3
China Mobile	7.8

Analyst(s)



Weerapat WONK-URAI
T (66) 2 761 9222
E weerapat.wo@cgsi.com

True Corporation

คว่ำคลื่นความถี่เพิ่มในปี 2025

- True Corp ชะนะประมูลคลื่นความถี่ย่าน 2300MHz และ 1500MHz ที่ราคารวม 2.642 หมื่นล้านบาทในการประมูลเดือนมิ.ย. 2025
- เราปรับประมาณการ EPS ขึ้น 6.0-28.7% ในปี 2025-27
- ปรับเพิ่มคำแนะนำจาก True Corp จาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 14.10 บาท

ชะนะประมูลคลื่นความถี่ 2 ย่านความถี่ในเดือนมิ.ย. 2025

สำนักงานคณะกรรมการกิจการกระจายเสียงกิจการโทรคมนาคม (กสทช.) ซึ่งเป็นหน่วยงานกำกับดูแลกิจการโทรคมนาคม ได้จัดการประมูลคลื่นความถี่ย่าน 850MHz, 1500MHz, 2100MHz และ 2300MHz เมื่อวันที่ 29 มิ.ย. 2025 ซึ่ง True Corp สามารถคว้าใบอนุญาตคลื่นความถี่ย่าน 2300MHz จำนวน 70MHz ในราคา 2.177 หมื่นล้านบาทและย่าน 1500MHz จำนวน 20MHz ในราคา 4.65 พันล้านบาท โดยกสทช. จะส่งหนังสือยืนยันผลการประมูลภายในวันที่ 6 ก.ค. 2025 และใบอนุญาตจะมีผลตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2025 เป็นต้นไปรวมระยะเวลา 15 ปี ดังนั้น True Corp จึงมีค่าใช้จ่ายในการประมูลคลื่นความถี่ครั้งนี้รวม 2.642 หมื่นล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 3 หมื่นล้านบาท 12%

ปรับประมาณการกำไรในปี FY25-27

เราปรับประมาณการ EPS ของ True Corp ขึ้น 6.0-28.7% ในปี FY25-27 หลังรวมผลการประมูลคลื่นความถี่ นอกจากนี้ เรายังปรับ EBITDA ขึ้น 0.3-3.3% ในปี FY25-27 เนื่องจากบริษัทสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายได้มากขึ้นในส่วนของการใช้จ่ายในการขายและบริหาร และค่าใช้จ่ายโครงข่าย ส่งผลให้ประมาณการอัตราส่วน EBITDA เพิ่มขึ้นเป็น 60.3-63.0% จากเดิมที่คาดไว้ 58.4-62.5%

แนวโน้มในปี 2025

True Corp คาดว่ารายได้จากการให้บริการ (ไม่รวมค่าเชื่อมโยงโครงข่ายหรือ IC) จะเติบโต 2-3% ในปี 2025 นำโดยรายได้เฉลี่ยต่อผู้ใช้บริการ (ARPU) ที่เพิ่มขึ้นทั้งของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจบรอดแบนด์ เนื่องจากไม่ค่อยมีการแข่งขันด้านราคา นอกจากนี้ บริษัทคาดการณ์ว่า EBITDA จะเติบโต 8-10% ในปี 2025 จากการควบรวมสถานีฐานและเสาสัญญาณ ซึ่งมีกำหนดจะแล้วเสร็จใน 3Q25 ขณะที่ปีนี้ผู้บริหารตั้งงบลงทุนในโครงข่ายอยู่ที่ 2.8-3.0 หมื่นล้านบาทหรือต่ำกว่างบลงทุนในปี 2024 ที่ 3.1 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ True Corp กล่าวในการประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 4 มิ.ย. 2025 ว่าบริษัทคาดว่าจะทำกำไรสุทธิในปี FY25 และจะกลับมาจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรกหลังควบรวมกิจการในปี 2023

ปรับเพิ่มคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 14.10 บาท

เราปรับราคาเป้าหมายตามวิธี DCF ของ True Corp ขึ้นจาก 13.50 บาทเป็น 14.10 บาท (WACC: 5.7%, TG: 2.0%) และปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ” เนื่องจากบริษัทน่าจะมีการไต่ราคาหุ้นในปี FY25 และอาจกลับมาจ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรกหลังควบรวมกิจการ อีกทั้งสถานการณ์การแข่งขันในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมของไทยจะดีขึ้นหลังการประมูลคลื่นความถี่ในเดือนมิ.ย. 2025 อย่างไรก็ตาม True Corp อาจมี downside risk หากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจบรอดแบนด์มีการแข่งขันสูงขึ้น และบริษัทมีขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์สูงกว่าคาด ส่วนปัจจัยบวกที่จะช่วยหนุนราคาหุ้นจะมาจากการที่บริษัทสามารถลดค่าใช้จ่ายได้มากกว่าคาดและค่าใช้จ่ายทางการเงินที่ลดลงหลังธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

Financial Summary

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue (THBm)	169,074	206,020	200,495	208,912	216,118
Operating EBITDA (THBm)	75,718	100,975	104,457	110,517	109,867
Operating EBITDA Margin	44.8%	49.0%	52.1%	52.9%	50.8%
Net Profit (THBm)	(14,581)	(10,966)	12,246	21,911	22,669
Core EPS (THB)	(0.43)	(0.32)	0.35	0.63	0.66
Core EPS Growth	(21.7%)	(26.1%)		78.9%	3.5%
FD Core P/E (x)	NA	NA	31.32	17.50	16.92
DPS (THB)	0.00	0.00	0.18	0.32	0.33
Dividend Yield	0.00%	0.00%	1.60%	2.86%	2.96%
EV/EBITDA (x)	9.36	6.90	6.73	6.20	6.11
P/FCFE (x)	34.84	34.25	17.63	11.85	10.61
Net Gearing	385%	422%	398%	330%	280%
ROE	(19.9%)	(13.7%)	15.9%	25.6%	23.5%
% Change In Core EPS Estimates			6.0%	12.7%	28.7%
EPS/Consensus EPS (x)			0.76	1.06	0.92

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

คว่ำคลื่นความถี่เพิ่มในปี 2025

Figure 1: True Corp's spectrum portfolio after the auction in Jun 2025

Frequency (MHz)	Bandwidth (MHz)	Concession/ licence	Year of Acquisition	End of licence/agreement	Spectrum cost (THB m)	Services	Cost per MHz (THB m)
700	20	Licence	2019	2035	37,630	4G/5G	1,881
850	15	Reselling contract	n.a.	2025	4,350	3G	290
900	15	Licence	2016, 2018	2031, 2033	119,703	4G/5G	7,980
1500	20	Licence	2025	2040	4,654	4G/5G	233
1800	20	Licence	2015, 2018	2033	55,964	4G	2,798
2100	30	Licence	2012	2027	28,890	4G	963
2300	60	Roaming agreement	n.a.	2025	36,080	4G	601
2300	70	Licence	2025	2040	21,770	4G/5G	311
2600	90	Licence	2020	2035	19,124	5G	212
26 GHz	800	Licence	2021	2035	3,827	5G	5

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Figure 2: True Corp's earnings revision table

FYE Dec 31	Actual	New			Previous			% change		
Unit : THB m	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Subscriber (m)	49.4	50.3	50.7	51.1	50.3	50.7	51.1	0.0%	0.0%	0.0%
ARPU (THB/sub/month)	209	219	225	232	219	225	232	0.0%	0.0%	0.0%
Service revenue ex. IC (THB m)	165,904	167,574	175,440	182,101	167,574	175,440	182,101	0.0%	0.0%	0.0%
% y-o-y	4.5%	1.0%	4.7%	3.8%	1.0%	4.7%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
Mobile revenue	130,875	131,294	136,618	141,511	131,294	136,618	141,511	0.0%	0.0%	0.0%
FBB revenue	25,117	27,147	29,550	31,230	27,147	29,550	31,230	0.0%	0.0%	0.0%
Other revenue	49,287	42,053	42,745	43,377	42,053	42,745	43,377	0.0%	0.0%	0.0%
Total revenue	206,019	200,495	208,912	216,118	200,495	208,912	216,118	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA (THB m)	98,141	104,457	110,517	109,867	104,095	109,572	106,322	0.3%	0.9%	3.3%
EBITDA margin %	59.2%	62.3%	63.0%	60.3%	62.1%	62.5%	58.4%	0.2%	0.5%	1.9%
Finance cost (THB m)	22,825	20,863	20,801	20,051	21,372	22,942	22,831	-2.4%	-9.3%	-12.2%
Net profit (THB m)	(10,966)	12,246	21,911	22,669	11,548	19,442	17,609	6.0%	12.7%	28.7%
EPS (THB)	-0.32	0.35	0.63	0.66	0.33	0.56	0.51	6.0%	12.7%	28.7%
DPS (THB)	0.00	0.18	0.32	0.33	0.17	0.28	0.25	6.0%	12.7%	28.7%
Network capex (cash, THB m)	26,280	30,371	30,504	30,666	30,371	30,504	30,666	0.0%	0.0%	0.0%
Licence capex (THB m)	17,741	28,626	17,741	23,183	20,941	20,941	20,941	36.7%	-15.3%	10.7%
Net debt to EBITDA (x)	4.17	4.05	3.54	3.31	4.32	3.89	3.85	-6.3%	-9.0%	-14.0%
ROIC (%)	4.1%	6.9%	7.1%	7.7%	6.9%	6.5%	6.5%	0.1%	0.7%	1.2%

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Figure 3: True Corp's DCF-based target price calculation

Cost of equity assumption (%)										
Risk free rate	3%									
Market risk premium	6%									
Stock beta	1.50									
Cost of equity, Ke	11.6%									
Cost of debt, Kd (%)	3.7%									
After-tax cost of debt	3.7%									
WACC	5.7%									
Terminal growth	2.0%									
Cashflows (THB m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Perpetuity
Period for discounting	0	1	2	3	4	5	6	7	8	
EBIT*(1-T)	43,624	46,869	47,052	45,564	45,895	44,895	45,397	44,725	42,429	
D&A	60,833	63,649	62,815	62,245	61,887	61,720	61,725	61,884	65,791	
Dividend income	2,337	2,326	2,499	2,578	2,661	2,747	2,846	2,922	2,999	
Cash outflows for rental payment	(22,911)	(23,370)	(23,603)	(21,400)	(21,399)	(21,398)	(21,397)	(21,396)	(21,395)	
Changes in working cap	(14,183)	(2,246)	(1,232)	(1,858)	(2,988)	(3,095)	(2,974)	(2,506)	(1,331)	
Cash CAPEX										
PPE + content	(35,716)	(36,009)	(36,391)	(36,622)	(36,834)	(37,170)	(37,567)	(38,007)	(38,520)	
License	(28,626)	(17,741)	(23,183)	(18,815)	(25,421)	(18,815)	(10,534)	(10,534)	(10,534)	
FCFF	5,358	33,478	27,956	31,692	23,802	28,885	37,495	37,087	39,439	1,094,637
NPV of FCF	5,358	31,680	25,034	26,856	19,087	21,919	26,924	25,201	25,360	703,869
Sum of PV of FCF	911,288									
FY25F Net debt	422,862									
Equity Value	488,426									
# of shares	34,552									
TP (THB/share)	14.10									
Current share price (THB/share)	11.10									
Upside (downside) to DCF-based TP (%)	27.0%									

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

Downside risks ➤

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจบรอดแบนด์อาจกดดันการเติบโตของรายได้
- ผลขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่สูงกว่าคาดอาจทำให้กำไรสุทธิลดลง

Upside risks ➤

- การลดค่าใช้จ่ายจาก SG&A และค่าใช้จ่ายโครงข่ายจะทำให้ประมาณการในปี 2025-27 มี upside ซึ่งบริษัทให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพด้านต้นทุนจากการควบรวมสถานีฐานและเสาสัญญาณมาตั้งแต่ปี 2023
- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยและธนาคารพาณิชย์จะเป็นผลดีกับ True Corp เนื่องจากบริษัทจะต้องรีไฟแนนซ์หุ้นกู้อีก 7.71 หมื่นล้านบาทและหนี้สินอีก 1.2 หมื่นล้านบาทในปี 2025 รวมทั้งหุ้นกู้ 7.04 หมื่นล้านบาทในปี 2026 ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายทางการเงินลดลงและกลายเป็น upside ต่อประมาณการกำไรในปี FY25-27

Figure 4: Regional peer comparison

Company	Bloomberg Ticker	Rec.	Share price (local curr)	Target Price (local curr)	Market Cap (US\$ m)	Core P/E (x)		P/BV (x)		Recurring ROE (%)		EV/EBITDA (x)		Dividend Yield (%)	
						CY25F	CY26F	CY25F	CY26F	CY25F	CY26F	CY25F	CY26F	CY25F	CY26F
Telcos															
Telekom Malaysia	T MK	Add	6.55	8.70	5,939	13.4	11.7	2.3	2.1	17.3%	18.9%	5.7	4.9	4.4%	5.1%
Axiata Group	AXIATA MK	Add	2.31	3.37	5,013	37.4	24.8	1.0	1.0	2.6%	3.9%	3.8	3.4	4.2%	4.5%
CelcomDigi Bhd	CDB MK	Hold	3.93	4.00	10,893	25.3	20.8	2.8	2.8	11.3%	13.6%	9.9	9.1	3.7%	4.7%
Maxis Berhad	MAXIS MK	Hold	3.61	3.93	6,681	18.9	18.5	4.7	4.6	24.4%	25.0%	8.9	8.5	4.9%	5.3%
SingTel	ST SP	Hold	3.82	4.10	49,496	23.3	20.8	2.3	2.3	10.0%	10.9%	14.1	13.0	4.5%	5.2%
Starhub	STH SP	Hold	1.16	1.30	1,568	13.3	11.9	3.1	3.0	24.0%	25.8%	6.7	6.2	5.9%	6.7%
PT Telkom	TLKM IJ	Add	2,780	3,250	17,005	11.0	10.5	1.9	1.8	17.5%	17.5%	4.4	4.3	7.4%	7.6%
Indosat	ISAT IJ	Add	2,090	2,170	4,162	12.7	10.1	1.9	1.7	15.6%	17.9%	4.3	4.0	4.5%	5.6%
Advanced Info Service	ADVANC TB	Add	278	301	25,370	20.7	19.8	8.2	7.8	39.2%	40.3%	8.7	8.1	4.2%	4.5%
True Corporation	TRUE TB	Add	11.10	14.10	11,768	31.3	17.5	4.8	4.2	15.5%	25.6%	6.9	6.2	1.6%	2.9%
Tower companies															
Sarana Menara	TOWR IJ	Add	494	1,400	1,556	7.1	6.9	1.2	1.1	18.0%	16.7%	6.5	6.0	4.9%	4.9%
Tower Bersama Infra	TBIG IJ	Hold	2,300	2,100	3,218	27.8	23.7	3.9	3.6	14.5%	15.7%	13.2	12.6	1.6%	1.8%
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG DATA AS OF 30 JUN 2025															

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG DATA AS OF 30 JUN 2025

ESG in a nutshell



LSEG ESG Scores

A-
ESG Grade

A+
ESG Controversies Grade

A-
ESG Combined Grade

B+
ESG Environment Pillar Grade

A-
ESG Social Pillar Grade

B+
ESG Governance Pillar Grade

True Corp's ESG combined score from LSEG was A- in 2024, which is higher than its direct peer, AIS's B+. True Corp is a member of the Dow Jones Sustainability Indices. True Corp is committed to maintaining its leadership in terms of network and spectrum capacity in Thailand's telecommunications technology space, enhancing the quality of life for Thai people, and driving the business to the forefront of the global digital economy.

Keep your eye on

According to its 2024 sustainability report, the company's top five priorities in its materiality assessment include (1) network management (2) cybersecurity (3) data privacy (4) climate change and environment (5) digital inclusion and education.

Implications

True Corp is focused on maintaining stability of its network and protecting customer data. Also, the company is committed to supporting digital inclusion in Thai society.

ESG highlights

True Corp targeted 85% average stakeholder engagement in 2024. However, it achieved 86% engagement, driven by effective communication with stakeholders, listening to stakeholders' opinions, concerns and attitudes, and utilising feedback received to develop and improve the company's operational processes.

Implications

The company segregates its stakeholders into six groups: customers, employees, business partners and suppliers, shareholders, government, and community and society, according to its 2024 sustainability report. For each group, the company has its own expectations, response and action protocols, and communication and engagement channels. This should help support True Corp's stakeholder engagement in the long term, in our view.

Trends

According to its 2024 sustainability report, the company achieved an 18.5% reduction of GHG emissions in Scope 1&2 compared to the base year 2020. This was above management's target of a 16.8% reduction in 2024.

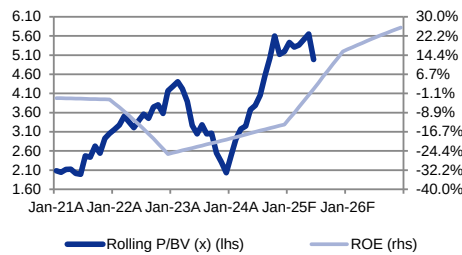
Implications

True Corp plans to achieve carbon neutrality (Scope 1&2) by 2030F. It has set a target of reducing Scope 1&2 GHG emissions by 42% in 2030F, supported by a concrete environmental policy and energy and GHG management projects. These include solar power, renewable energy certificate programmes, energy efficiency management, internal carbon pricing, and innovation in GHG reduction.

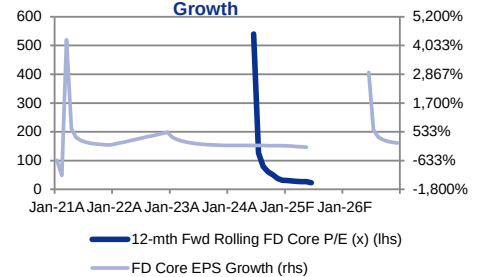
SOURCES: CGSI RESEARCH, LSEG

BY THE NUMBERS

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Profit & Loss

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues	169,074	206,020	200,495	208,912	216,118
Gross Profit	108,626	132,976	124,012	129,427	128,477
Operating EBITDA	75,718	100,975	104,457	110,517	109,867
Depreciation And Amortisation	(61,506)	(72,025)	(60,833)	(63,649)	(62,815)
Operating EBIT	14,212	28,950	43,624	46,869	47,052
Financial Income/(Expense)	(20,526)	(22,825)	(20,863)	(20,801)	(20,051)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	1,373	1,016	1,036	1,057	1,068
Non-Operating Income/(Expense)	(7,676)	(17,913)	(7,000)	0	0
Profit Before Tax (pre-EI)	(12,616)	(10,772)	16,798	27,125	28,069
Exceptional Items					
Pre-tax Profit	(12,616)	(10,772)	16,798	27,125	28,069
Taxation	(1,909)	(182)	(4,552)	(5,214)	(5,400)
Exceptional Income - post-tax			0	0	0
Profit After Tax	(14,525)	(10,954)	12,246	21,911	22,669
Minority Interests	(56)	(12)	0	0	0
Preferred Dividends					
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
Preference Dividends (Australia)					
Net Profit	(14,581)	(10,966)	12,246	21,911	22,669
Recurring Net Profit	(14,581)	(10,966)	12,246	21,911	22,669
Fully Diluted Recurring Net Profit	(14,581)	(10,966)	12,246	21,911	22,669
Normalised Net Profit	(14,525)	(10,954)	12,246	21,911	22,669
Fully Diluted Normalised Profit	(14,581)	(10,966)	12,246	21,911	22,669

Cash Flow

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
EBITDA	75,718	100,975	104,457	110,517	109,867
Cash Flow from Invt. & Assoc.					
Change In Working Capital	(5,848)	(3,375)	(14,183)	(2,246)	(1,232)
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense	23,938	39,425	19,826	19,744	18,983
Other Operating Cashflow	(26,829)	(39,723)	(26,826)	(19,744)	(18,983)
Net Interest (Paid)/Received	(16,511)	(19,747)	(17,248)	(16,929)	(16,677)
Tax Paid	1,695	891	(4,552)	(5,214)	(5,400)
Cashflow From Operations	52,163	78,446	61,474	86,129	86,558
Capex	(40,400)	(45,295)	(35,716)	(36,009)	(36,391)
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Acq. Of Subsidiaries/investments	(263)	(60)	0	0	0
Other Investing Cashflow	2,473	2,390	(9,732)	(2,114)	(1,941)
Cash Flow From Investing	(38,191)	(42,965)	(45,447)	(38,122)	(38,331)
Debt Raised/(repaid)	(3,153)	(24,284)	5,733	(15,644)	(12,082)
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	0	0	0	(6,123)	(10,956)
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	(15,067)	(17,938)	(22,911)	(23,370)	(23,603)
Cash Flow From Financing	(18,221)	(42,222)	(17,179)	(45,137)	(46,641)
Total Cash Generated	(4,248)	(6,741)	(1,152)	2,870	1,585
Free Cashflow To Equity	10,819	11,197	21,759	32,362	36,144
Free Cashflow To Firm	34,498	58,306	36,889	68,807	68,277

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet

(THBm)	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	33,594	26,855	25,702	28,572	30,157
Total Debtors	51,796	46,196	44,957	46,844	48,460
Inventories	2,281	2,585	2,606	2,632	2,685
Total Other Current Assets	21,293	18,374	18,420	18,908	19,363
Total Current Assets	108,963	94,009	91,685	96,957	100,664
Fixed Assets	222,628	208,701	209,649	210,072	210,062
Total Investments	25,005	23,544	21,995	22,165	22,337
Intangible Assets	269,178	248,275	280,490	240,079	214,903
Total Other Non-Current Assets	118,947	100,955	112,520	103,274	95,895
Total Non-current Assets	635,759	581,475	624,654	575,590	543,197
Short-term Debt	14,589	1	1	1	1
Current Portion of Long-Term Debt	65,132	89,054	90,390	91,746	92,663
Total Creditors	101,387	101,100	117,166	107,953	115,499
Other Current Liabilities	22,023	19,256	26,372	26,733	27,129
Total Current Liabilities	203,131	209,411	233,929	226,432	235,291
Total Long-term Debt	285,501	250,603	255,000	238,000	225,000
Hybrid Debt - Debt Component					
Total Other Non-Current Liabilities	165,076	136,653	142,404	112,083	76,133
Total Non-current Liabilities	450,577	387,256	397,404	350,083	301,133
Total Provisions	4,874	4,631	4,696	4,762	4,828
Total Liabilities	658,581	601,299	636,028	581,277	541,253
Shareholders' Equity	85,779	73,890	80,012	90,968	102,302
Minority Interests	361	295	299	302	306
Total Equity	86,140	74,185	80,311	91,270	102,608

Key Ratios

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	25.2%	21.9%	(2.7%)	4.2%	3.4%
Operating EBITDA Growth	36.1%	33.4%	3.4%	5.8%	(0.6%)
Operating EBITDA Margin	44.8%	49.0%	52.1%	52.9%	50.8%
Net Cash Per Share (THB)	(9.60)	(9.05)	(9.25)	(8.72)	(8.32)
BVPS (THB)	2.48	2.14	2.32	2.63	2.96
Gross Interest Cover	0.69	1.27	2.09	2.25	2.35
Effective Tax Rate	0.0%	0.0%	27.1%	19.2%	19.2%
Net Dividend Payout Ratio	NA	NA	50.0%	50.0%	50.0%
Accounts Receivables Days	107.7	87.0	83.0	80.2	80.5
Inventory Days	10.53	12.19	12.39	12.03	11.07
Accounts Payables Days	570.3	507.3	452.5	410.4	380.1
ROIC (%)	2.46%	4.12%	6.91%	7.14%	7.73%
ROCE (%)	3.5%	6.6%	10.3%	10.9%	11.1%
Return On Average Assets	0.28%	1.03%	4.16%	5.55%	5.88%

Key Drivers

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Mobile subscribers (m)	51.9	49.4	50.3	50.7	51.1
Fixed-broadband subscribers (m)	3.8	3.7	4.0	4.2	4.4
Pay-TV subscribers (m)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
Mobile ARPU (THB/month)	206.4	209.0	219.4	225.4	231.7
Fixed broadband ARPU (THB/month)	518.8	556.2	584.0	601.5	607.5

SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, COMPANY REPORTS

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

คำแนะนำในหุ้น

ADD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

HOLD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

REDUCE: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

NEUTRAL: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

UNDERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเตอร์เนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2567



AAV	ABM	ACE	ACG	ADVANC	AE	AF	AGE	AH	AIT	AJ	AKP
AKR	ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH
BCP	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BLA	BPP
BR	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BTW	BWG	CBG	CENTEL	CFRESH	CHASE
CHEWA	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CNT	COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF
CPL	CPN	CPW	CRC	CRD	CREDIT	CSC	CV	DCC	DDD	DELTA	DEMCO
DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	ECF	ECL	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FPI	FPT	FVC	GABLE	GC	GCAP	GFC	GFPT	GGC
GLAND	GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG	HMPRO	HPT	HTC
ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	INTUCH	IP	IRC	IRPC
IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	KTMS	KUMWEL	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT
LOXLEY	LPN	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI	MVP	NCH
NER	NKI	NOBLE	NRF	NSL	NTSC	NVD	NWR	NYT	OCC	OR	ORI
OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PEER	PG	PHOL	PIMO	PLANB	PLAT
PLUS	PM	PORT	PPP	PPS	PR9	PRG	PRIME	PRM	PRTR	PSH	PSL
PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH	QTC	RATCH	RBF	RPC	RPH	RS	RT
RWI	S	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK	SAMART	SAMTEL	SAT	SAV	SAWAD
SC	SCAP	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGD	SCGP	SCM	SCN	SDC	SEAFCO
SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SGC	SGF	SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI
SJWD	SKE	SKR	SM	SMPC	SNC	SNNP	SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC
SPI	SPRC	SR	SSC	SSF	SSP	SSSC	STA	STECON	STGT	STI	SUC
SUN	SUTHA	SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH
TFG	TFMAMA	TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THG	THIP	THRE	THREL	TIPH
TISCO	TK	TKS	TKT	TLI	TM	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA
TOG	TOP	TPAC	TPBI	TIPL	TIPIP	TPS	TQM	TQR	TRP	TRUBB	TRUE
TRV	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVDH	TVO	TVT
TWPC	UAC	UBE	UBIS	UKEM	UPF	UPOIC	UV	VARO	VGI	VIH	WACOAL
WGE	WHA	WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	ZEN					



2S	AAI	ADB	AEONTS	AHC	AIRA	APCO	APCS	APURE	ARIP	ARROW	ASIAN
ATP30	AUCT	AYUD	BA	BBIK	BC	BE8	BH	BIZ	BOL	BSBM	BTC
CH	CI	CIG	CM	COCOCO	COMAN	CPI	CSS	DTCENT	EVER	FE	FORTH
FSMART	FSX	FTI	GEL	GIFT	GPI	HUMAN	IFS	INSURE	JCK	JDF	JMART
KGI	KJL	KTIS	KUN	L&E	LHK	MATCH	MBAX	MEGA	METCO	MICRO	NC
NCAP	NCL	NDR	ONEE	PATO	PDG	PJW	POLY	PQS	PREB	PROUD	PSG
PSP	PSTC	PT	PTECH	PYLON	QLT	RABBIT	RCL	SAPPE	SECURE	SFLEX	SFT
SINO	SMT	SPCG	SPVI	STANLY	STPI	SUPER	SUSCO	SVOA	SVT	TACC	TAE
TCC	TEKA	TFM	TITLE	TKN	TMD	TNR	TPA	TPCH	TPCS	TPLAS	TPOLY
TRT	TURTLE	TVH	UBA	UP	UREKA	VCOM	VIBHA	VRANDA	WARRIX	WIN	WP



A5	ADD	AIE	ALUCON	AMC	AMR	ARIN	ASEFA	ASIA	ASN	BIG	BIOTEC
BIS	BJCHI	BLC	BVG	CEN	CGH	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHOTI	CITY	CMC
CPANEL	CSP	DEXON	DOD	DPAINT	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH	ESTAR	ETL
FNS	GBX	GENCO	GTB	GYT	ICN	IIG	IMH	IRCP	J	JCKH	JMT
JPARK	JR	JSP	JUBILE	KBS	KCAR	KIAT	KISS	KK	KWC	LDC	LEO
MCA	META	MGC	MITSIB	MK	NAM	NOVA	NTV	NV	OGC	PACO	PANEL
PHG	PIN	PRAPAT	PRI	PRIN	PROEN	PROS	PTC	READY	ROCTEC	SABUY	SALEE
SAMCO	SANKO	SCI	SE	SE-ED	SINGER	SISB	SKN	SKY	SMD	SMIT	SORKON
SPG	SST	STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TMC	TMI
TNP	TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIIK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน
ได้รับการรับรอง

2S	AAI	ADB	ADVANC	AE	AF	AH	AI	AIE	AIRA	AJ	AKP
AMA	AMANAH	AMATA	AMATAV	AP	APCS	AS	ASIAN	ASK	ASP	ASW	AWC
AYUD	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH	BCP	BCPG	BE8
BEC	BEYOND	BGC	BGRIM	BLA	BPP	BRI	BRR	BSBM	BTG	BTS	BWG
CAZ	CBG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHEWA	CHOTI	CHOW	CI	CIG	CIMBT
CM	CMC	COM7	CPALL	CPAXT	CPF	CPI	CPL	CPN	CPW	CRC	CSC
CV	DCC	DELTA	DEMCO	DIMET	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EA	EASTW	ECF
EGCO	EP	EPG	ERW	ETC	ETE	FNS	FPI	FPT	FSMART	FSX	FTE
GBX	GC	GCAP	GEL	GFPT	GGC	GJS	GLOBAL	GPI	GPSC	GSTEEL	GULF
GUNKUL	HANA	HARN	HEALTH	HENG	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	IFS	III	ILINK
ILM	INET	INOX	INSURE	INTUCH	IRPC	ITEL	IVL	JAS	JR	JTS	KASET
KBANK	KCAR	KCC	KCE	KGEN	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	L&E	LANNA
LH	LHFG	LHK	LPN	LRH	M	MAJOR	MALEE	MATCH	MBAX	MBK	MC
MCOT	MEGA	MENA	META	MFC	MFEC	MILL	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MSC
MTC	MTI	NATION	NCAP	NEP	NER	NKI	NOBLE	NRF	OCC	OGC	OR
ORI	OSP	PAP	PATO	PB	PCSGH	PDG	PDJ	PG	PHOL	PIMO	PK
PL	PLANB	PLANET	PLAT	PM	PPP	PPPM	PPS	PR9	PREB	PRG	PRINC
PRM	PROS	PRTR	PSH	PSL	PSTC	PT	PTECH	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC
PYLON	Q-CON	QH	QLT	QTC	RABBIT	RATCH	RBF	RML	RS	RWI	S&J
SA	SAAM	SABINA	SAK	SAPPE	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGP
SCM	SCN	SEAOL	SE-ED	SELIC	SENA	SENX	SFLEX	SGC	SGP	SIRI	SIS
SITHAI	SKR	SM	SMIT	SMPC	SNC	SNP	SORKON	SPACK	SPALI	SPC	SPI
SPRC	SRICHA	SSF	SSP	SSSC	SST	STA	STGT	STOWER	SUSCO	SVI	SVOA
SVT	SYMC	SYNTEC	TAE	TAKUNI	TASCO	TCAP	TEGH	TFI	TFMAMA	TFMAMA	TGE
TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIDLOR	TIPCO	TIPH	TISCO	TKN	TKS
TKT	TMD	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TNP	TNR	TOG	TOP	TOPP	TPA
TPCS	TPLAS	TRT	TRU	TRUE	TSC	TSI	TST	TSTH	TTB	TTCL	TU
TURTLE	TVDH	TVO	TWPC	UBIS	UEC	UKEM	UPF	UV	VCOM	VGI	VIBHA
VIH	WACOAL	WHA	WHAUP	WICE	WIIC	WPH	XO	YUASA	ZEN		

ประกาศเจตนาสมัคร

ACE	ALT	AMARIN	AMC	ANI	APCO	ASAP	B52	BLAND	BYD	CFARM	CHASE
CHG	DEXON	DITTO	ECL	EVER	FLOYD	GREEN	HL	HUMAN	ICN	IHL	IP
ITC	JDF	JMART	K	KJL	LDC	LIT	MITSIB	MJD	MOSHI	NEX	NTSC
PLE	PLUS	POLY	PQS	PRI	PRIME	PROEN	PROUD	PTC	RT	S	SAWAD
SCAP	SCGD	SFT	SHR	SINGER	SINO	SJWD	SKE	SNNP	SOLAR	SONIC	SUPER
TBN	TMI	TPAC	TPP	TQM	UOBKH	UREKA	VNG	WELL	WIN	XPG	

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

24CS	3K-BAT	A	A5	AAV	ABM	ACAP	ACC	ACG	ADD	ADVICE	AEONTS
AFC	AGE	AHC	AIT	AJA	AKR	AKS	ALLA	ALPHAX	ALUCON	AMARC	AMR
ANAN	AOT	APO	APP	APURE	AQUA	ARIN	ARIP	ARROW	ASEFA	ASIA	ASIMAR
ASN	ATP30	AU	AUCT	AURA	BA	BBIK	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEM
BGT	BH	BIG	BIOTEC	BIS	BIZ	BJC	BJCHI	BKD	BKGI	BKIH	BLC
BLESS	BLISS	BM	BOL	BPS	BR	BROCK	BSM	BSRC	BTC	BTNC	BTW
BUI	BVG	CCET	CCP	CEYE	CGD	CH	CHAO	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHO
CITY	CIVIL	CK	CKP	CMAN	CMO	CMR	CNT	COCOCO	COLOR	COMAN	CPANEL
CPH	CPR	CPT	CRANE	CRD	CREDIT	CSP	CSS	CWT	CWT	CWT	D
DCON	DDD	DHOUSE	DOD	DPAINT	DTCENT	DTCI	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH
EMC	ESTAR	ETL	EURO	F&D	FANCY	FE	FM	FMT	FN	FORTH	FTI
FVC	GABLE	GENCO	GFC	GIFT	GL	GLAND	GLOCON	GLORY	GRAMMY	GRAND	GTB
GTV	GYT	HFT	HPT	HTECH	HYDRO	I2	IIG	IMH	IND	INGRS	INSET
IRC	IRCP	IROYAL	IT	ITD	ITNS	ITTHI	J	JAK	JCK	JCKH	JCT
JKN	JMT	JPARK	JSP	JUBILE	KAMART	KBS	KC	KCG	KCM	KDH	KEX
KIAT	KISS	KK	KKC	KLINIQ	KOOL	KTIS	KTMS	KUMWEL	KUN	KWC	KWI
KWM	KYE	LALIN	LEE	LEO	LOXLEY	LPH	LST	LTS	MAGURO	MANRIN	MASTER
MATI	MCA	M-CHAI	MCS	MDX	MEB	MEDEZE	METCO	MGC	MGI	MGT	MICRO
MIDA	MK	ML	MORE	MPJ	MST	MTW	MUD	MVP	NAM	NAT	NC
NCH	NCL	NCP	NDR	NEO	NETBAY	NEW	NEWS	NFC	NL	NNCL	NOK
NOVA	NPK	NSL	NTV	NUSA	NV	NVD	NWR	NYT	OHTL	OKJ	ONEE
ORN	PACO	PAF	PANEL	PCC	PCE	PEACE	PEER	PERM	PF	PHG	PICO
PIN	PJW	PLT	PMC	PMTA	POLAR	PORT	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRIN
PRO	PSG	PSP	PTL	QTCG	RAM	RCL	READY	RICHY	RJH	ROCK	ROCTEC
ROH	ROJNA	RP	RPC	RPH	RSP	S11	SABUY	SAF	SAFARI	SAFE	SALEE
SAM	SAMART	SAMCO	SAMTEL	SANKO	SAUCE	SAV	SAWANG	SCI	SCL	SCP	SDC
SE	SEAFCO	SECURE	SEI	SGF	SHANG	SIAM	SICT	SIMAT	SISB	SK	SKN
SKY	SLP	SMART	SMD	SMT	SO	SPA	SPCG	SPG	SPREME	SPVI	SQ
SR	SRS	SSC	STANLY	STC	STECH	STECON	STHAI	STI	STP	STPI	STX
SUC	SUN	SUTHA	SVR	SWC	SYNEX	TACC	TAN	TAPAC	TATG	TC	TCC
TCJ	TCMC	TCOAT	TEAM	TEAMG	TEKA	TERA	TFM	TGPRO	TH	THAI	THANA
THE	THG	THMUI	TIGER	TITLE	TK	TKC	TLI	TM	TMAN	TMC	TMW
TNDT	TNH	TNPC	TOA	TPBI	TPCH	TIPIPL	TPL	TPOLY	TMS	TQR	TQR
TR	TRC	TRITN	TRP	TRUBB	TRV	TSE	TSR	TTA	TTI	TTT	TTW
TVH	TVT	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UBA	UBE	UMI	UMS	UNIQ	UP
UPOIC	UTP	UVAN	VARO	VL	VPO	VRANDA	VS	W	WARRIX	WAVE	WFX
WGE	WINDOW	WINMED	WINNER	WORK	WP	YGG	YONG	ZAA	ZIGA		