

### บมจ. โทร คอร์ปอเรชั่น (TRUE)

#### ไตรมาส 4/58: ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราและตลาดคาด

True Corp รายงานกำไรสุทธิที่ 398 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ เราคาดว่าราคาหุ้น TRUE จะผันผวนในอีก 2-3 สัปดาห์ข้างหน้า นอกจากนี้ เราคาดว่าปัญหาเรื่องสงครามราคาจะยังเป็นปัจจัยลบในอีก 2-3 เดือนต่อจากนี้ คงคำแนะนำ ขาย ด้วยราคาเป้าหมายที่ 5.80 บาท

#### 4Q15 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q14	3Q15	4Q15	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	33,376	29,119	32,550	-2.5	11.8
COGS	25,216	21,967	26,231	4.0	19.4
SG&A	6,618	6,467	5,186	-21.6	-19.8
EBITDA	5,467	5,184	6,042	10.5	16.6
Interest expenses	-735	-738	-912	24.1	23.6
Net income	1,883	1,051	398	-78.9	-62.1
EPS (Bt)	0.05	0.03	0.01	-78.9	-62.1
Forex gain/(loss)	-185	720	-110	-40.5	n.a.
Other income/expenses	-271	296	178	n.a.	-39.9
Recurring income	2,339	35	330	-98.5	843.5
SG&A/Sales (%)	19.8	22.2	15.9		
EBITDA margin (%)	16.4	17.8	18.6		
Net profit margin (%)	5.6	3.6	1.2		

Source: True Corporation, UOB Kay Hian

#### ผลประกอบการ

- True Corp รายงานกำไรสุทธิที่ 398 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 668 ล้านบาทและ 669 ล้านบาทตามลำดับ กำไรสุทธิลดลง 62.1% qoq และ 78.9% yoy ด้วยสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นเนื่องจาก True ขยายเครือข่ายและการบริการอย่างต่อเนื่องประกอบกับค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้นจากใบอนุญาต 1800MHz และโปรโมชั่นแลกรหัสโทรศัพท์มือถือ

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Net turnover	96,214	109,216	114,966	124,264	131,709
EBITDA	14,075	30,707	20,636	22,798	29,480
Operating profit	(1,649)	2,884	3,595	(4,261)	(1,134)
Net profit (rep./act.)	(9,063)	1,425	4,670	(1,253)	(482)
Net profit (adj.)	(2,366)	5,994	3,016	(1,253)	(482)
EPS (Bt)	(0.1)	0.3	0.1	0.0	0.0
PE (x)	n.m.	25.0	53.6	n.m.	n.m.
P/B (x)	(51.4)	2.4	2.5	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	13.6	6.2	9.3	8.4	6.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net margin (%)	(9.4)	1.3	4.1	(1.0)	(0.4)
Net debt/(cash) to equity (%)	1,782.0	62.3	79.8	10.7	29.6
Interest cover (x)	1.7	4.8	7.0	23.9	10.0
ROE (%)	(104.0)	3.8	11.8	(1.5)	(0.6)
Consensus net profit	-	-	(1,604)	26	3,740
UOBKH/Consensus (x)	-	-	n.m.	n.m.	n.m.

Source: True Corporation, Bloomberg, UOB Kay Hian

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

#### ขาย

#### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	7.05 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	5.80 บาท
Upside	-17.7%

#### รายละเอียดบริษัท

Holding company ด้านสื่อสารโทรคมนาคมครบวงจร ได้แก่ โทรศัพท์มือถือ โทรศัพท์บ้าน อินเทอร์เน็ต และ

pay TV

#### Stock Data

GICS sector	Telecommunication Services
Bloomberg ticker:	TRUE TB
Shares issued (m):	24,607.9
Market cap (Btm):	173,485.9
Market cap (US\$m):	4,868.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	20.7

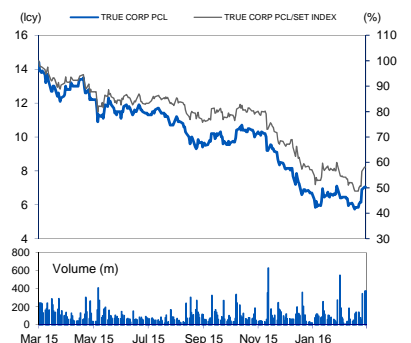
#### Price Performance (%)

52-week high/low					Bt14.40/Bt5.75
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
0.7	16.6	27.3	51.7	5.2	

#### Major Shareholders

CP Group	64.7
Uniq Network	9.6
Wide Broadcast	7.6
FY16 NAV/Share (Bt)	3.96
FY16 Net Debt/Share (Bt)	0.44

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

#### ชัยวัฒน์ อาศิรวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเป็นสิ่งที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### ผลกระทบในอนาคต

- **กำไรสุทธิอ่อนตัวลงในไตรมาส 4/58** TRUE รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่ 398 ล้านบาท ลดลง 62.1% qoq และ 78.9% yoy ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น 8.4% qoq เพื่อขยายเครือข่ายและการบริการและ 2) ค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น 13.7% qoq จากใบอนุญาต 1800MHz และโปรโมชั่นแลกรหัสโทรศัพท์มือถือ
- **รายได้ค่าบริการยังแข็งแกร่ง qoq** รายได้ด้านเสียงเพิ่มขึ้น 5.5% qoq ขณะที่รายได้ internet data ยังขยายตัวขึ้น 11.6% qoq จำนวนสมาชิกของ True ณ สิ้นปี 58 อยู่ที่ 19.1 ล้านรายขณะที่ blended ARPU เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 184 บาทในไตรมาส 3/58 มาอยู่ที่ 204 บาทในไตรมาส 4/58
- **ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานหลักเพิ่มขึ้น qoq** ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 8% qoq จากการขยายเครือข่ายและการบริการและค่าเสื่อมราคาขยายตัวขึ้น 13.7% qoq จากใบอนุญาต 1800MHz และโปรโมชั่นแลกรหัสโทรศัพท์มือถือ
- **นอกจากนี้ ค่าใช้จ่าย SG&A ลดลงอยู่ที่ 15.9% ของรายได้บริการ** ในไตรมาส 4/58 จาก 22.2% ในไตรมาส 3/58 จากการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด
- **แนวโน้มในปี 59** True ตั้งเป้าอัตราการเติบโตของรายได้บริการไว้ที่ประมาณ 6-9% ในปี 59 เครือข่าย 4G และ 2G ของ TrueMove จะเข้าถึง 98% ของประชากรในประเทศในเดือน พ.ค.59 จากการขยายการครอบคลุมของเครือข่าย 3G ขณะที่ 50% ของจำนวนครัวเรือนทั้งหมดในประเทศไทยจะสามารถใช้บริการ fiber broadband ของ TrueOnline ได้ในช่วงปลายปีนี้
- ในขณะเดียวกัน True มีแผนเพิ่มทุนอีก 60,000 ล้านบาทเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับ balance sheet และคง investment grade credit rating ของ True ไว้ตามเดิมด้วยระดับ net debt to EBITDA ratio ที่น้อยกว่า 2 เท่า เป้าหมายแรกของ True คือรักษาสถานะทางการเงินและ corporate-wide productivity ไว้ให้ได้เพื่อช่วยหนุนผลประกอบการในระยะยาว

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิมเพื่อให้สอดคล้องกับการชำระหนี้และแผนการลงทุนของบริษัทฯ แม้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ True ลดลงแต่เราคาดว่า bottom-line จะยังอยู่ในแนวลบจาก capex และค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงขึ้น

### คำแนะนำ

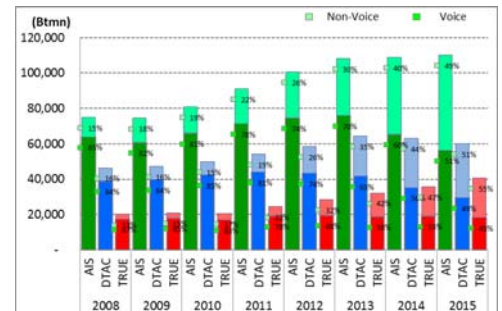
- **คงคำแนะนำ ขาย** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 5.80 บาทอิงด้วยวิธี SOTP เราคาดว่าปัญหาเรื่องสงครามราคาจะเป็นปัจจัยลบที่สำคัญในอีก 2-3 เดือนต่อจากนี้ เราคิดว่าน้ำหนักลงทุนอาจกลับมาลงทะเบีย้นข้อ right issue เมื่อราคาหุ้นลดลงอยู่ที่ 5.20 บาทหรือราคา RO ที่ 4.70 บาท (90% ของราคาหุ้น)

### SPECTRUM HOLDING BY COMPANIES

	# (MHz)	850 MHz	900 MHz	1800 MHz	2100 MHz	2300 MHz	2600 MHz	Total
AIS	37.8			15 MHz (2010)	15 MHz (2012)			30 MHz
DTAC	25	10 MHz (2010)		25 MHz (2010)	15 MHz (2012)			50 MHz
TRUE	23	15 MHz (2010)	10 MHz (2010)	15 MHz (2010)	15 MHz (2012)			55 MHz
JAS	0		10 MHz (2010)					10 MHz
U-T	0.6	10 MHz (2010)		20 MHz (2010)				35 MHz
TOT	0.4				15 MHz (2012)	64 MHz (2012)		79 MHz
MCOT							144 MHz (2012)	144 MHz

Source: Respective companies, UOB Kay Hian

### VOICE & NON VOICE REVENUE OF THAI MOBILE OPERATORS



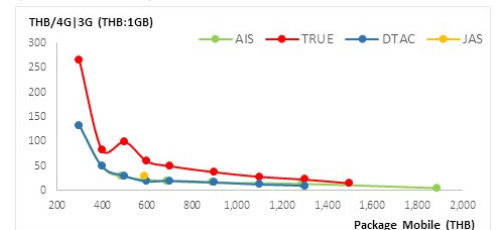
Source: Respective companies, UOB Kay Hian

### EBITDA MARGIN OF THAI MOBILE OPERATORS



Source: Respective companies, UOB Kay Hian

### 4G/3G INTERNET PRICE PER GIGABYTE (As of 2 Feb 16)



Source: Respective companies, UOB Kay Hian

### VALUATION

	Bt m	Bt/sh	Comment
Mobile business	54,984	1.4	Target EV/EBITDA of 9X
(+) True Online	144,990	3.7	WACC of 7.8%
(+) True Vision	27,152	0.7	Target EV/EBITDA of 11.0x
(+) value of fund retained	20,081	0.5	Market value
EV	247,207	6.2	
(-) Net debts	(17,481)	(0.4)	
<b>Equity value</b>	<b>229,726</b>	<b>5.80</b>	

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน