

28 September 2026

Sector: Telecom

TRUE CORPORATION

กำไรฟื้นเด่นใน 2026E/27E จากการควบคุมต้นทุนและ network OPEX

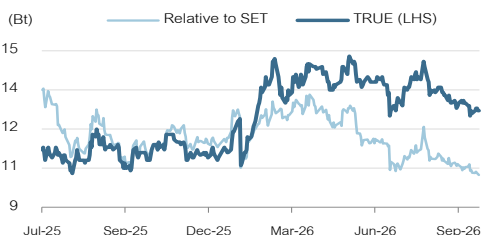
Bloomberg ticker	TRUE TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt12.70
Target price	Bt17.00
Upside/Downside	+34%
EPS revision	-

Bloomberg target price	Bt17.00
Bloomberg consensus	Buy 23 / Hold 2 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt15.00 / Bt10.20
Market cap. (Bt mn)	438,812
Shares outstanding (mn)	34,552
Avg. daily turnover (Bt mn)	2,571
Free float	36%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	-

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2024A	2025A	2026E	2027E
Revenue	206,020	195,669	194,833	196,352
EBITDA	83,400	98,255	115,043	117,850
Net profit	(10,966)	9,240	26,049	28,351
EPS (Bt)	(0.32)	0.27	0.75	0.82
Growth	-30.1%	-184.3%	181.9%	8.8%
Core profit	(11,644)	9,097	26,049	28,351
Core EPS (Bt)	(0.34)	0.26	0.75	0.82
Growth	-34.0%	-178.1%	186.3%	8.8%
DPS (Bt)	0.00	0.31	0.52	0.55
Div. yield	0.0%	2.5%	4.1%	4.4%
PER (x)	(39.7)	47.1	16.7	15.4
Core PER (x)	(37.4)	47.9	16.7	15.4
EV/EBITDA (x)	10.9	11.0	11.0	10.8
PBV (x)	5.9	5.8	5.2	4.7

Bloomberg consensus				
Net profit	(10,966)	9,240	25,964	29,295
EPS (Bt)	(0.32)	0.27	0.75	0.85



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-4.5%	1.6%	-9.9%	21.0%
Relative to SET	-5.2%	-1.5%	-20.2%	-3.8%

Major shareholders	Holding
1. Arise Digital Technology	24.95%
2. Thai NVDR	11.48%
3. CPH TELCO	7.85%

Analyst: Amnart Ngosawang, IAA (Reg. No. 029734)

Assistant Analyst: Phakorn Sirisathaworn

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ TRUE ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 17.00 บาท ซึ่ง DCF (WACC 6.6%, terminal growth 1.5%) โดยมีปัจจัยสนับสนุนดังนี้

1) ธุรกิจ Mobile ยังเป็น Growth Driver หลัก โดยเรคาดปี 2026E/27E จะฟื้นตัวต่อเนื่องเป็น 49/49.5 ล้านราย และเรคาด mobile blended ARPU 2026E/27E จะยังทรงตัวในระดับสูงที่ 222/228 บาท
2) ธุรกิจ Online ยังเติบโตต่อเนื่อง โดยเรคาดในปี 2026E/27E subscribers จะปรับตัวเป็น 3.35/3.45 ล้านราย ขณะที่ Online ARPU จะทรงตัวในระดับสูงที่ราว 510 บาท/ราย/เดือน และช่วยชดเชยธุรกิจ Pay TV ที่ยังเป็นข้อจำกัดต่อการเติบโตของรายได้ในระยะสั้น

3) Cost efficiency จะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเติบโตของกำไร โดย network OPEX ที่ลดลงและการประหยัดต้นทุนคลืนช่วยหนุน EBITDA margin ขณะที่บริษัทยังคงให้ความสำคัญกับการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง แม้รายได้จะเติบโตในระดับจำกัด

เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E ที่ 2.6/2.8 หมื่นล้านบาท (+182%/+9% YoY) โดยรายได้ 2026E มีแรงหนุนจากธุรกิจ Mobile และ Online ขณะที่กำไรฟื้นตัว YoY จากการขยายตัวของ margin จาก cost efficiency ที่เพิ่มขึ้น หลังต้นทุนการให้บริการลดลงเป็นอย่างมาก ขณะที่ 2H26E กำไรจะเติบโต YoY โดยมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นใน 4Q26E จาก seasonal strength และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น underperform SET -1.5% และปัจจุบันซื้อขายที่ PER ปี 2026E 16.7x ทำให้เรามองว่าปัจจุบันราคาหุ้นเทรดอยู่ใน valuation ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับการฟื้นตัวของกำไรอย่างต่อเนื่องในปี 2026E-27E จากการควบคุมต้นทุนการให้บริการ และยังมี catalyst เสริมราคาหุ้นจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่คาดฟื้นตัวใน 4Q26E ตามปัจจัยฤดูกาล

KEY HIGHLIGHTS

□ Mobile ยังเป็น Growth Driver หลัก พร้อมการฟื้นตัวของ Subscriber และ ARPU ธุรกิจ Mobile มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องใน 2H26E จากการฟื้นตัวของ subscriber โดยคาด 2026E/27E ที่ 49/49.5 ล้านราย สะท้อนการฟื้นตัวของฐานลูกค้าหลังจากก่อนหน้านี้มีแรงกดดันจากการแข่งขันและ churn ขณะที่ blended ARPU ใน 2Q26 อยู่ที่ 220 บาท สำหรับปี 2026E/27E เรคาด blended ARPU จะเพิ่มขึ้นเป็น 222/228 บาท ตามลำดับ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของรายได้ Mobile ต่อเนื่อง

□ Online ยังเติบโตต่อเนื่องจาก Subscriber และ ARPU ที่ฟื้นตัวดี ธุรกิจ Online (Fixed Broadband) ยังคงมีแนวโน้มเติบโต โดย 2Q26 subscriber เพิ่มขึ้น +4% YoY เป็น 3.32 ล้านราย ขณะที่ ARPU เพิ่มขึ้น +1% QoQ เป็น 504 บาท โดยเรคาด subscriber ปี 2026E/27E จะเพิ่มเป็น 3.35/3.45 ล้านราย และ ARPU อยู่ที่ 510 บาท สำหรับปี 2027E ดังนั้น Online จะยังเป็นธุรกิจที่ช่วยเสริมการเติบโตของ core service revenue แม้ขนาดธุรกิจจะเล็กกว่า Mobile ขณะที่ Pay TV ยังคงเป็นข้อจำกัด โดย subscriber ลดลง -15% YoY ใน 2Q26 และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของรายได้รวม

□ Cost efficiency จะเป็นปัจจัยสำคัญต่อกำไรใน 2H26E แม้บริษัทปรับลดเป้าการเติบโตของ core service revenue ปี 2026E เหลือ +1-2% YoY แต่ยังคงเป้าการเติบโตของ EBITDA ที่ +7-9% YoY สะท้อนกลยุทธ์การควบคุมต้นทุนเพื่อรักษาการเติบโตของกำไร โดย 2Q26 network OPEX ต่ำกว่าคาดจากส่วนลดจาก vendor และช่วยหนุน EBITDA margin ขณะที่ spectrum cost savings และการรับรู้ synergy ยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนผลประโยชน์ประกอบการ โดยบริษัทให้ความสำคัญกับการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2026E และปี 2027E ทำให้ margin มีโอกาสขยายตัวต่อเนื่อง แม้รายได้จะเติบโตในระดับจำกัด

□ เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E ที่ 2.6/2.8 หมื่นล้านบาท (+182%/+9% YoY) โดยเรามองว่า 2026E จะยังมีแรงหนุนต่อเนื่องจากธุรกิจ Mobile และ Online ขณะที่กำไรฟื้นตัว YoY จากการขยายตัวของ margin จาก cost efficiency ที่เพิ่มขึ้น หลังต้นทุนการให้บริการลดลงเป็นอย่างมาก และในส่วนของแนวโน้มผลประโยชน์ใน 2H26E เรคาดหวังแรงหนุนจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว โดย 4Q26E มีปัจจัยฤดูกาลช่วยหนุน โดยเรคาดกำไรใน 3Q26E จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ และเติบโตสูง YoY ก่อนเร่งตัวขึ้นใน 4Q26E จาก High Season

Valuation/Catalyst/Risk

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ TRUE ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 17.00 บาท ซึ่ง DCF (WACC 6.6%, terminal growth 1.5%) โดยเรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังเทรดอยู่ใน valuation ที่น่าสนใจเนื่องจากเรามองว่าสะท้อนการ turnaround ของกำไรยังไม่เต็มที่ ประกอบกับการฟื้นตัวของกำไรอย่างต่อเนื่องในปี 2026E-27E จากการควบคุมต้นทุนการให้บริการ และยังมี catalyst เสริมราคาหุ้นจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่คาดฟื้นตัวใน 4Q26E ตามปัจจัยฤดูกาล

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

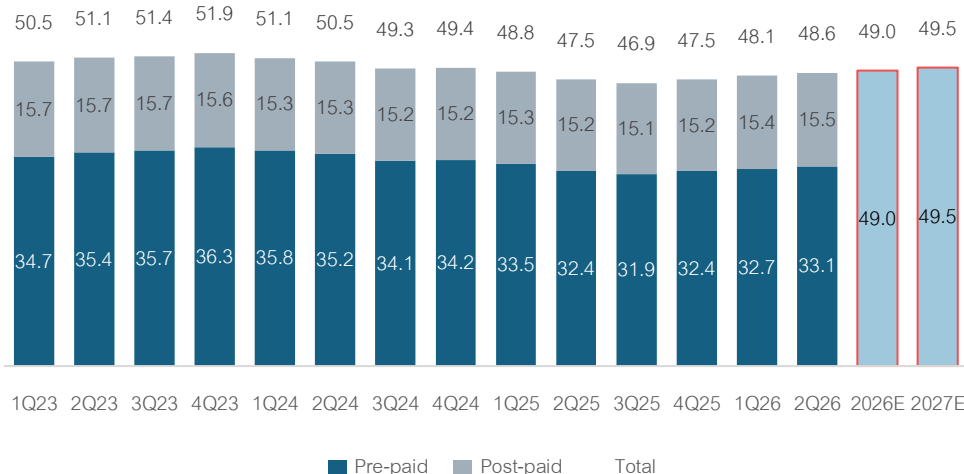
KEY HIGHLIGHTS

□ Mobile ยังเป็น Growth Driver หลักจากการฟื้นตัวของ Subscriber และ ARPU

ธุรกิจ Mobile ยังคงเป็นธุรกิจหลักของ TRUE และเป็นแหล่งรายได้สำคัญของบริษัท โดย 2Q26 เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของ subscriber หลัง net add อยู่ที 4.78 แสนราย แบ่งเป็น postpaid 7 หมื่นราย และ prepaid 4.10 แสนราย ส่งผลให้ฐาน subscriber รวมเพิ่มขึ้น +1% QoQ และ +2% YoY เป็น 48.6 ล้านราย และเรามองว่าการฟื้นตัวของ subscriber มีแนวโน้มช่วยสนับสนุนรายได้ใน 2H26E อย่างต่อเนื่อง โดยเราคาด subscriber ปี 2026E/27E จะอยู่ที่ 49/49.5 ล้านราย ตามลำดับ ขณะที่ net add ในปี 2026E มีแนวโน้มอยู่ที่ประมาณ 1.8 ล้านราย โดยยังมาจากกลุ่ม postpaid เป็นหลัก สะท้อนภาพการฟื้นตัวของฐานลูกค้าอย่างต่อเนื่อง

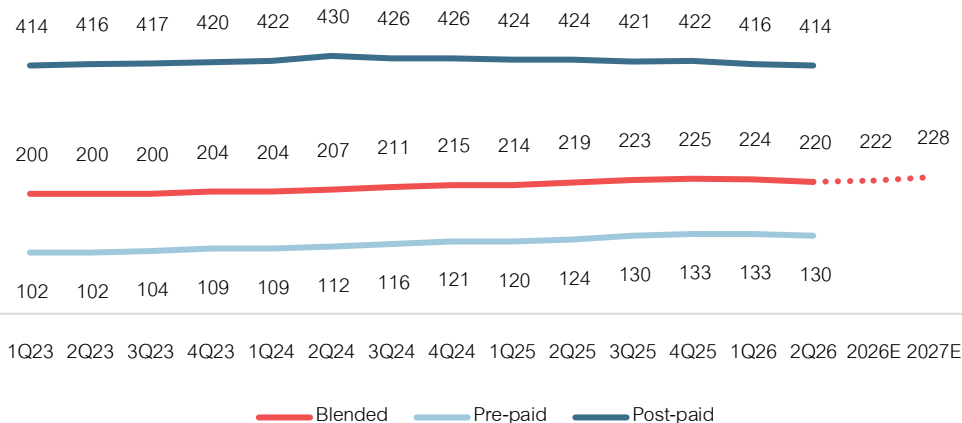
ในด้าน ARPU แม้ blended ARPU ใน 2Q26 ลดลง -2% QoQ มาอยู่ที่ 220 บาท แต่ยังเพิ่มขึ้น +1% YoY โดยการลดลง QoQ ส่วนหนึ่งมาจาก prepaid ARPU ที่ลดลงจากการเพิ่มขึ้นของผู้ใช้งานที่มี ARPU ต่ำ หลังผู้ใช้งานบางส่วนกลับมาใช้บริการเพื่อเข้าร่วมมาตรการไทยช่วยไทย รวมถึงนโยบายของ กสทช. ที่บังคับให้คงสถานะกลุ่มผู้ใช้บริการที่ยังมีมูลค่าคงเหลือเป็น Active users อย่างไรก็ตาม หากหักผลกระทบดังกล่าวออก prepaid ARPU ยังปรับตัวดีขึ้น YoY ทั้งนี้ เรามองว่า prepaid ARPU 2H26E ยังมีแนวโน้มฟื้นตัว YoY และสำหรับปี 2026E/27E เราคาด blended ARPU จะเพิ่มขึ้นเป็น 222/228 บาท จากเฉลี่ย 220 บาทในปี 2025 โดยมีแรงหนุนจากการฟื้นตัวของ subscriber และการปรับตัวดีขึ้นของ prepaid ARPU ขณะที่ postpaid ARPU มีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง ดังนั้นการเติบโตของ Mobile ในระยะถัดไปจะมาจากทั้งการฟื้นตัวของจำนวนผู้ใช้งานและการเพิ่มขึ้นของ ARPU

Fig 1: Gradual but consecutive recovery of subscribers (in million); (1Q23 – 2027E)



Source: TRUE, DAOL

Fig 2: ARPU maintains at high level (Bt/Sub/Month); (1Q23 – 2027E)



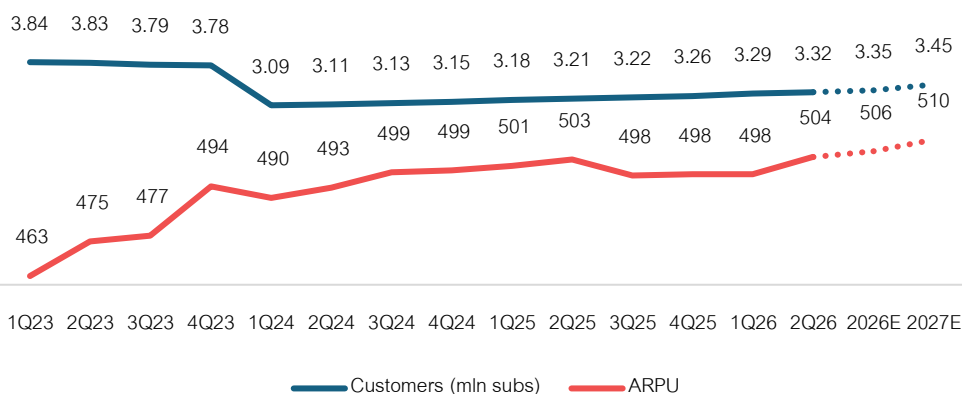
Source: TRUE, DAOL

□ Online ยังเป็น Growth Driver รองจาก Mobile ช่วยชดเชย PayTV ที่อ่อนตัว

ธุรกิจ Online (Fixed Broadband) ยังคงมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดย subscriber ใน 2Q26 เพิ่มขึ้น +4% YoY เป็นประมาณ 3.32 ล้านราย ขณะที่ ARPU เพิ่มขึ้น +1% QoQ เป็น 504 บาท และรายได้ FBB เพิ่มขึ้น +2% YoY โดยสำหรับปี 2026E/27E เราคาด subscriber จะเพิ่มขึ้นเป็น 3.35/3.45 ล้านราย ขณะที่ ARPU อยู่ที่ประมาณ 510 บาท ในปี 2027E สะท้อนการเติบโตที่ยังต่อเนื่องทั้งจากฐานลูกค้าและการเพิ่มขึ้นของ ARPU ดังนั้นธุรกิจ Online จะยังเป็นธุรกิจที่ช่วยเสริมการเติบโตของ core service revenue แม้ขนาดธุรกิจจะเล็กกว่า Mobile

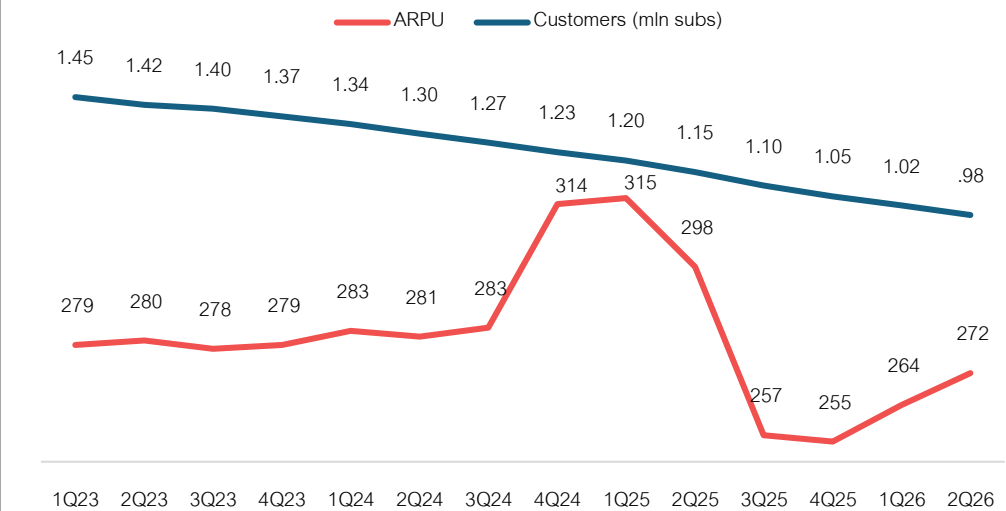
อย่างไรก็ตาม Pay TV ยังเป็นธุรกิจที่มีแนวโน้มอ่อนตัว โดย subscriber ใน 2Q26 ลดลง -15% YoY เหลือประมาณ 1.0 ล้านราย และรายได้ Pay TV ลดลง -22% YoY ดังนั้น Pay TV ยังคงเป็น drag ต่อ revenue mix และเป็นหนึ่งในปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของรายได้ในระยะสั้น

Fig 3: Recovery of Online subscribers (mln subs) and ARPU (Bt/Sub/Month); (1Q23 – 2027E)



Source: TRUE, DAOL

Fig 4: Decline in PayTV subscribers with slight ARPU recovery (Bt/Sub/Month); (1Q23 – 2Q26)



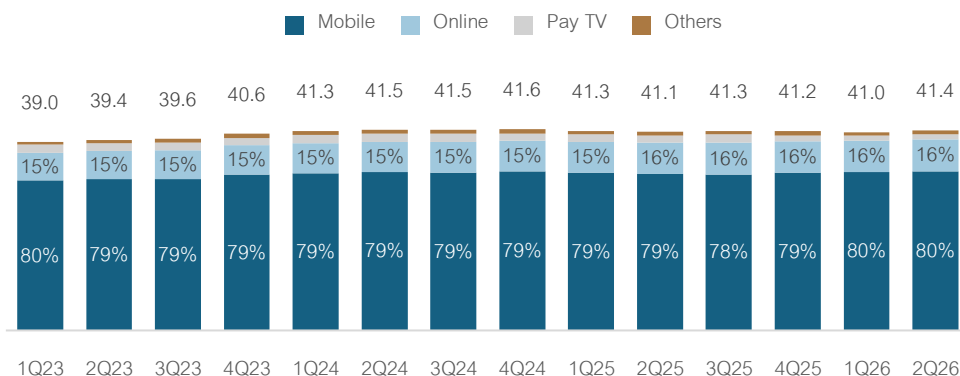
Source: TRUE, DAOL

□ Cost efficiency จะเป็นตัวขับเคลื่อนกำไรใน 2H26E

เราคาดผลประกอบการใน 2H26E มีแนวโน้มได้รับแรงหนุนจากการบริหารต้นทุนมากขึ้น โดย 2Q26 core profit ทำสถิติสูงสุดที่ 6.9 พันล้านบาท และเราคาดว่าจะมี positive momentum ต่อเนื่องใน 2H26E และ 2027E โดยมีปัจจัยสำคัญมาจาก network OPEX ที่ต่ำกว่าคาด รวมถึง handset margin ที่ดีขึ้น ขณะที่การประหยัดต้นทุนจาก spectrum และ synergy ยังเป็นปัจจัยสนับสนุนต่อเนื่อง โดยบริษัทฯ จะยังคงควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดในช่วงที่เหลือของปี 2026E และปี 2027E ประเด็นดังกล่าวมีความสำคัญต่อผลประกอบการ เนื่องจากบริษัทปรับลดเป้าการเติบโตของ core service revenue ปี 2026E เหลือ 1–2% YoY จากเดิม 2–3% YoY โดยมีสาเหตุหลักจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงจาก geopolitical risks รวมถึงการเติบโตที่ชะลอตัวของธุรกิจ B2B และ Pay TV อย่างไรก็ตาม TRUE ยังคงเป้าการเติบโตของ EBITDA ที่ +7–9% YoY และ CAPEX ที่ 25–27 พันล้านบาท สะท้อนว่าบริษัทให้น้ำหนักกับการควบคุมต้นทุนและการเพิ่มประสิทธิภาพของโครงสร้างต้นทุนมากขึ้น เพื่อรักษาการเติบโตของกำไรแม้รายได้เติบโตในระดับต่ำ ขณะที่ค่าใช้จ่ายอื่นมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2026E จากฐานที่สูงในปี 2025 ซึ่งเกิดจากรายการ impairment ขณะที่ปี 2026E คาดไม่มีรายการดังกล่าวในระดับเดียวกัน ส่งผลให้กำไรปกติสะท้อนผลประโยชน์จากการลดต้นทุนและการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

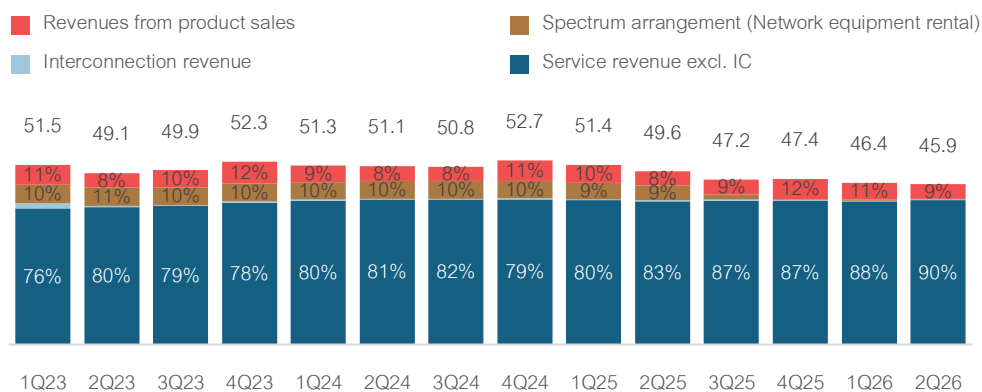
ดังนั้นภาพของ 2H26E จึงแตกต่างจากการเติบโตที่ขับเคลื่อนด้วยรายได้เพียงอย่างเดียว โดยกำไรจะได้รับแรงหนุนจาก margin expansion และ cost efficiency มากขึ้น ขณะที่ Mobile และ FBB จะช่วยประคองการเติบโตของรายได้ และเราคาด GPM จะเพิ่มขึ้นจาก 33.5% ในปี 2025 เป็น 35.3%/35.9% ในปี 2026E/27E สะท้อนผลของ cost efficiency, spectrum cost savings และ operating leverage ที่ดีขึ้น

Fig 5: Core service revenue breakdown (Bt bln); (1Q23 – 2Q26)



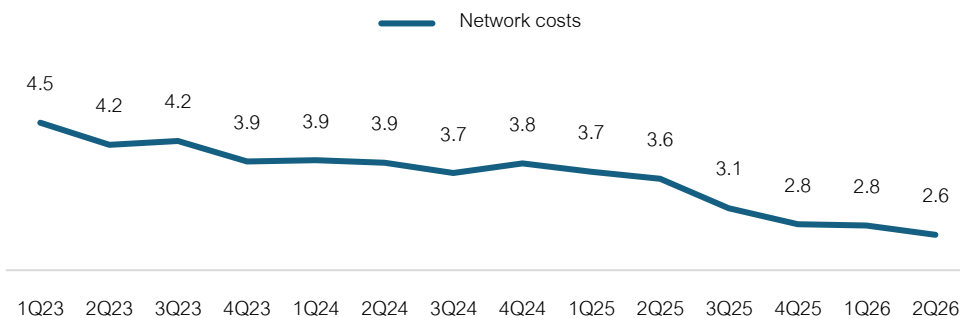
Source: TRUE, DAOL

Fig 6: Total revenue breakdown (Bt bln); (1Q23 – 2Q26)



Source: TRUE, DAOL

Fig 7: Improved network OPEX (Bt bln); (1Q23 – 2Q26)



Source: TRUE, DAOL

□ ธุรกิจ Mobile และ Online ยังเป็นแกนหลักในปี 2026E/27E

เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E 2.6/2.8 หมื่นล้านบาท (+182%/+9% YoY) สะท้อนภาพการฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยแรงขับเคลื่อนหลักมาจาก ธุรกิจ Mobile และ Online โดยมีมุมมองดังนี้

1) เราคาดรายได้รวม 2026E/27E ที่ 1.95/1.96 แสนล้านบาท (-0.4%/+0.8% YoY) ซึ่งมาจาก Core Service Revenue ที่ 1.68/1.70 แสนล้านบาท (+1.8%/+1.6% YoY) โดย Mobile ยังเป็น core driver คิดเป็นสัดส่วนราว 79% ของ Core Service Revenue ในปี 2026E และคาดรายได้ mobile เพิ่มขึ้นเป็น 132/134 แสนล้านบาท จากการฟื้นตัวของ subscriber และ ARPU โดยเราคาด subscriber จะเพิ่มขึ้นเป็น 49/49.5 ล้านราย และ blended ARPU เพิ่มขึ้นเป็น 222/228 บาทในปี 2026E/27E ตามลำดับ ขณะที่ Online คิดเป็นราว 16% ของ Core Service Revenue และยังคงเติบโตต่อเนื่องจาก subscriber และ ARPU ที่เพิ่มขึ้น โดยคาดรายได้เพิ่มเป็น 2.67/2.74 หมื่นล้านบาท ขณะที่ Pay TV ยังคงเป็นธุรกิจที่อ่อนตัวและเป็น drag ต่อรายได้ โดยรายได้ลดลงต่อเนื่องจาก subscriber ที่ลดลง

2) เราคาดกำไรปกติปี 2026E/27E ที่ 2.6/2.8 หมื่นล้านบาท (+182%/+9% YoY) โดยมีแรงหนุนจาก GPM ที่คาดว่าจะขยายตัวจาก 33.5% ในปี 2025 เป็น 35.3%/35.9% ในปี 2026E/27E จาก cost efficiency, spectrum cost savings และ operating leverage ที่ดีขึ้น โดย 2Q26 network OPEX ต่ำกว่าคาดและคาดว่าจะควบคุมได้ดี ประกอบกับ handset margin ปรับตัวดีขึ้น และ ค่าใช้จ่ายอื่นมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2026E จากฐานที่สูงในปี 2025 ซึ่งเกิดจากรายการ impairment ขณะที่ปี 2026E คาดไม่มียารายการดังกล่าวในระดับเดียวกัน ส่งผลให้กำไรปกติสะท้อนผลประโยชน์จากการลดต้นทุนและการดำเนินงานที่ดีขึ้นได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น ขณะที่บริษัทจะยังคงควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดในช่วงที่เหลือของปี 2026E และปี 2027E แม้ synergy จากการควบรวม TRUE และ DTAC ได้รับรู้ครบแล้ว ทั้งนี้ TRUE ยังคงเข้าการเติบโตของ EBITDA ที่ +7-9% YoY และ CAPEX ที่ 25-27 พันล้านบาท สะท้อนว่าการเติบโตของกำไรในระยะถัดไปจะมาจาก margin expansion และ cost efficiency เป็นหลัก ชดเชยรายได้รวมที่อาจเติบโตในระดับจำกัด

เบื้องต้นสำหรับ 2H26E เราคาดกำไรจะยังมี positive momentum จากการบริหารต้นทุน โดย 3Q26E คาดกำไรเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ และเติบโตสูง YoY ก่อนเร่งตัวขึ้นใน 4Q26E จาก High Season และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว

Fig 8: Core service revenue breakdown and forecasts; (2023 – 28E)

Core Service Revenue Breakdown	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Mobile	125,803	130,875	130,104	132,056	134,036	136,047
Online	23,655	25,116	25,663	26,735	27,403	28,088
Pay TV	6,311	6,637	6,032	5,913	5,795	5,679
Other	2,839	3,275	3,020	3,134	3,228	3,325
Core service revenue	158,608	165,903	164,819	167,838	170,463	173,139

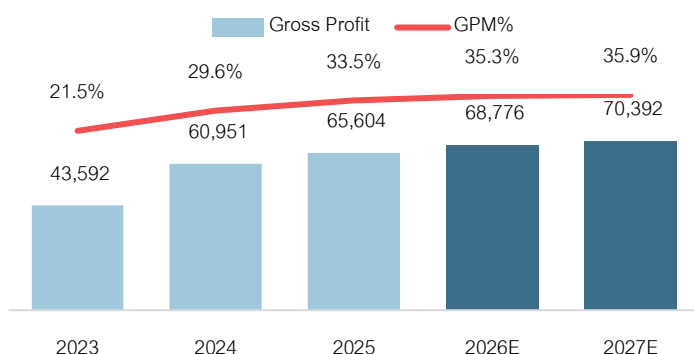
Core Service Revenue Breakdown (%)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Mobile	79.3%	78.9%	78.9%	78.7%	78.6%	78.6%
Online	14.9%	15.1%	15.6%	15.9%	16.1%	16.2%
Pay TV	4.0%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
Other	1.8%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
Core service revenue	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source: TRUE, DAOL

VALUATIONS

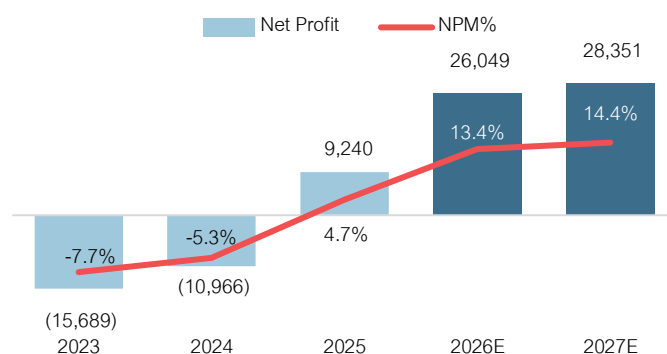
เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ TRUE ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 17.00 บาท ถึง DCF (WACC 6.6%, terminal growth 1.5%) โดยเรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังเทรดอยู่ใน valuation ที่น่าสนใจ เนื่องจากเรามองว่าสะท้อนการ turnaround ของกำไรยังไม่เต็มที่ และยังมีปัจจัยบวก ได้แก่ 1) การฟื้นตัวของ Mobile subscribers และ ARPU 2) การควบคุม Network OPEX และ SG&A 3) การรับรู้ synergy และ spectrum cost savings 4) การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว และ 5) Seasonal strength ใน 4Q26E

Fig 9: Gross profit (Bt mn) vs. GPM (%), 2023-2028E



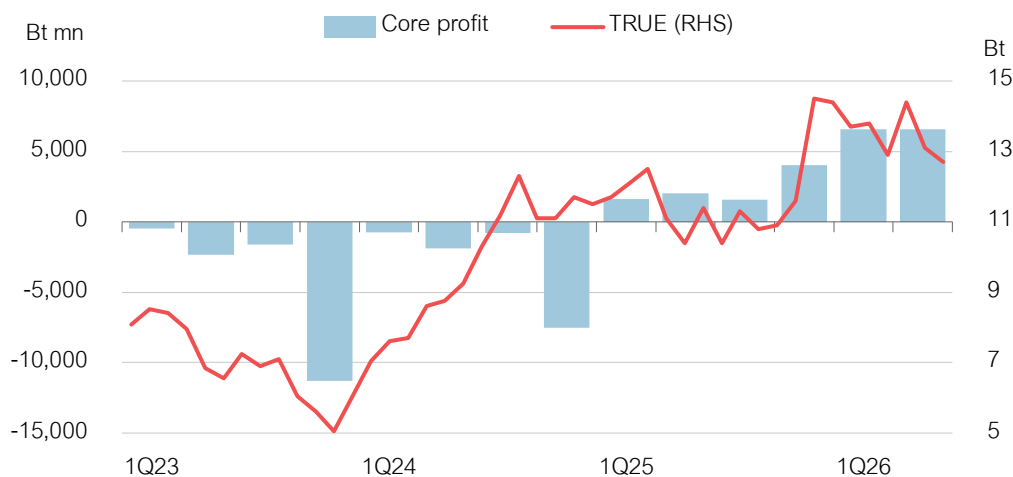
Source: TRUE, DAOL

Fig 10: Net profit (Bt mn) vs. NPM (%), 2024-2028E



Source: TRUE, DAOL

Fig 11: Quarterly Profit (Bt mn) vs. TRUE share price



Source: Aspen, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q25	2Q26
Sales	49,596	47,230	47,407	46,393	45,901
Cost of sales	(33,919)	(30,701)	(29,842)	(28,440)	(27,856)
Gross profit	15,677	16,529	17,564	17,953	18,045
SG&A	(7,288)	(7,428)	(7,259)	(7,255)	(7,163)
EBITDA	23,971	25,145	25,267	29,422	29,196
Finance costs	(5,063)	(5,186)	(5,188)	(4,757)	(4,709)
Core profit	2,031	1,573	4,003	6,589	6,554
Net profit	2,031	1,573	4,003	6,589	6,554
EPS	0.06	0.05	0.12	0.19	0.19
Gross margin	31.6%	35.0%	37.1%	38.7%	39.3%
EBITDA margin	48.3%	53.2%	53.3%	63.4%	63.6%
Net profit margin	4.1%	3.3%	8.4%	14.2%	14.3%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Cash & deposits	26,832	17,891	21,105	28,924	32,739
Accounts receivable	46,189	36,704	38,967	39,270	39,628
Inventories	2,585	1,864	2,338	2,356	2,378
Other current assets	6,514	4,992	5,845	5,891	5,944
Total cur. assets	94,009	71,940	78,700	86,968	91,311
Investments	21,726	22,228	23,380	23,562	23,777
Fixed assets	208,701	195,850	195,004	197,463	204,033
Other assets	351,047	374,212	372,614	375,519	378,938
Total assets	675,484	664,230	669,697	683,512	698,059
Short-term loans	1	1,600	1,593	1,606	1,620
Accounts payable	101,100	82,509	82,157	82,797	83,551
Current maturities	89,054	65,511	65,232	65,740	66,339
Other current liabilities	19,256	20,743	20,654	20,815	21,005
Total cur. liabilities	209,411	170,363	169,636	170,959	172,515
Long-term debt	250,603	259,052	257,946	259,957	262,324
Other LT liabilities	107,598	121,984	121,463	122,410	123,525
Total LT liabilities	391,887	418,719	416,932	420,182	424,008
Total liabilities	601,299	589,083	586,568	591,141	596,523
Registered capital	138,208	138,208	138,208	138,208	138,208
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
Retained earnings	(208,216)	(205,791)	(197,708)	(188,361)	(179,085)
Others	(1,179)	(2,005)	(2,105)	(2,211)	(2,321)
Minority interests	295	(341)	(341)	(341)	(341)
Shares' equity	74,185	75,147	83,129	92,372	101,536

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Net profit	(10,966)	9,240	26,049	28,351	29,316
Depreciation	72,025	70,847	70,541	71,430	73,807
Chg in working capital	12,797	(10,158)	(2,954)	(1,524)	(1,794)
Others	-	-	-	-	-
CF from operations	73,856	69,929	93,636	98,257	101,328
Capital expenditure	(58,098)	(57,996)	(69,694)	(73,890)	(80,377)
Others	1,173	(9,509)	(1,268)	29	33
CF from investing	(56,925)	(67,505)	(70,962)	(73,861)	(80,343)
Free cash flow	14,977	12,500	25,919	26,520	23,148
Net borrowings	(25,564)	(13,495)	(1,393)	2,532	2,980
Equity capital raised	-	-	-	-	-
Dividends paid	(6,564)	(8,983)	(17,967)	(19,004)	(20,040)
Others	8,449	11,113	(100)	(105)	(111)
CF from financing	(23,679)	(11,365)	(19,460)	(16,577)	(17,171)
Net change in cash	(6,748)	(8,940)	3,214	7,820	3,815

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Sales	206,020	195,669	194,833	196,352	198,140
Cost of sales	(145,069)	(130,065)	(126,057)	(125,960)	(127,404)
Gross profit	60,951	65,604	68,776	70,392	70,736
SG&A	(32,001)	(29,185)	(28,251)	(27,980)	(27,740)
EBITDA	83,400	98,255	115,043	117,850	120,848
Depre. & amortization	72,025	70,847	70,541	71,430	73,807
Equity income	1,016	3,407	3,392	3,419	3,450
Other income	(18,591)	(12,418)	584	589	594
EBIT	11,375	27,408	44,502	46,420	47,041
Finance costs	(22,825)	(20,600)	(25,007)	(25,202)	(25,101)
Income taxes	(182)	2,160	6,185	6,732	6,961
Net profit before MI	(11,632)	8,968	25,680	27,949	28,900
Minority interest	(12)	129	369	402	416
Core profit	(11,644)	9,097	26,049	28,351	29,316
Extraordinary items	678	143	-	-	-
Net profit	(10,966)	9,240	26,049	28,351	29,316

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Growth YoY					
Revenue	1.6%	-5.0%	-0.4%	0.8%	0.9%
EBITDA	7.9%	17.8%	17.1%	2.4%	2.5%
Net profit	-30.1%	-184.3%	181.9%	8.8%	3.4%
Core profit	-34.0%	-178.1%	186.3%	8.8%	3.4%
Profitability ratio					
Gross profit margin	29.6%	33.5%	35.3%	35.9%	35.7%
EBITDA margin	40.5%	50.2%	59.0%	60.0%	61.0%
Core profit margin	-5.7%	4.6%	13.4%	14.4%	14.8%
Net profit margin	-5.3%	4.7%	13.4%	14.4%	14.8%
ROA	-1.6%	1.4%	3.9%	4.1%	4.2%
ROE	-14.8%	12.3%	31.3%	30.7%	28.9%
Stability					
D/E (x)	8.11	7.84	7.06	6.40	5.87
Net D/E (x)	4.58	4.34	3.91	3.54	3.25
Interest coverage ratio	3.65	4.77	4.60	4.68	4.81
Current ratio (x)	0.45	0.42	0.46	0.51	0.53
Quick ratio (x)	0.44	0.41	0.45	0.49	0.52
Per share (Bt)					
Reported EPS	(0.32)	0.27	0.75	0.82	0.85
Core EPS	(0.34)	0.26	0.75	0.82	0.85
Book value	2.14	2.18	2.42	2.68	2.95
Dividend	0.00	0.31	0.52	0.55	0.58
Valuation (x)					
PER	(39.7)	47.1	16.7	15.4	14.9
Core PER	(37.4)	47.9	16.7	15.4	14.9
P/BV	5.9	5.8	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	10.9	11.0	11.0	10.8	10.4
Dividend yield	0.0%	2.5%	4.1%	4.4%	4.6%

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเพื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.