ICT Sector

ICT Sector **Positive**

Share price performance comparison

Bt	01-Mar 2023	Absolute return 2022/21	Absolute return 2023/22	Relative return 2022/21	Relative return 2023/22
ADVANC	202.00	-15.2%	3.6%	-15.8%	6.7%
DTAC	52.25	2.2%	11.8%	1.5%	15.1%
TRUE	5.10	1.3%	5.4%	0.6%	8.5%
JAS	2.06	-37.7%	-5.5%	-38.1%	-2.7%
DIF	13.30	-4.3%	0.0%	-4.9%	3.0%
JASIF	8.20	-21.8%	1.9%	-22.4%	4.9%
THCOM	15.60	27.4%	8.3%	26.6%	11.6%
INTUCH	70.25	-3.7%	-9.1%	-4.4%	-6.3%
COM7	30.75	-57.2%	-12.1%	-57.5%	-9.5%
SYNEX	15.90	-55.1%	-3.0%	-55.4%	-0.1%
SET	1,619.98	0.7%	-2.9%	0.0%	0.0%

Source: Company, KS Research
Remark: Shares of DTAC and TRUE have been suspended trading since Feb 20.

Spectrum holding comparison

	Downlink bandwidth ADVANC	DTAC	TRUE	5G downlink bandwidth ADVANC	DTAC	TRUE
700	15	10	10	15	10	10
850	0	0	15	0	0	0
900	10	5	10	0	0	0
1800	20	5	15	0	0	0
2100	30	15	15	0	0	0
2300	0	45	0	0	0	0
2600	75	0	68	75	0	68
Total	**150**	**80**	**133**	**90**	**10**	**78**
Share	**41.4%**	**22.1%**	**36.6%**	**50.7%**	**5.6%**	**43.7%**

Source: Company, KS Research
Remark: For TDD, we assume downlink bandwidth to be 75% of total bandwidth.

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst
Pisut Ngamvijitvong
pisut.n@kasikornsecurities.com

2 March 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

อ่อนแอที่ 2 + อ่อนแอที่ 3 = แข็งแกร่งที่ 1

- **Mergeco เข้าสู่ขั้นตอนสุดท้ายของกระบวนการควบรวมกิจการและพร้อมเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ 3 มี.ค.**
- **ปัจจัยหนุน ได้แก่ 1) ความสามารถในการทำกำไรของ mergeco 2) สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นของ CPG และ Telenor และ 3) การเพิ่มเข้าสู่ SET50 และ MSCI**
- **เมื่อพิจารณาทั้งกำไรทางบัญชีและมูลค่าการผนึกกำลัง mergeco ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา โดยมีมูลค่ายุติธรรมโดยนัยที่ 10.32 บาท**

Investment highlights

- **เหตุการณ์** เมื่อวันที่ 1 มี.ค. TRUE (บริษัทที่ควบรวมกิจการระหว่าง DTAC และ TRUE) ได้เปิดเผยสรุปข้อสนเทศและงบแสดงฐานะการเงินล่วงหน้าเพื่อเพิกถอน DTAC และ TRUE และ TRUE กลับเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 3 มี.ค.
- **ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และผู้บริหาร** ตามสรุปข้อสนเทศ กระบวนการแลกเปลี่ยนหุ้นเสร็จสิ้นและผู้ถือหุ้นร่วมถือหุ้นสุทธิ 57.98% ของ TRUE (mergeco) ณ จุดนี้ CPG และ Telenor ถือหุ้นโดยตรงฝ่ายละ 19.6% ในกิจการที่ตั้งขึ้นใหม่ และกลุ่ม Citrine ถือหุ้น 18.7% ในความเป็นจริงแล้ว CGP และ Telenor ถือหุ้น 29% ของ TRUE เท่า ๆ กัน สมาชิกคณะกรรมการทั้งสิ้น 11 คน (5 คนจาก CPG, 5 คนจาก Telenor และ 1 คนจาก China Mobile) คณะกรรมการได้แต่งตั้งผู้บริหาร 6 คน (3 คนจาก CPG และ 3 คนจาก Telenor)
- **ความสามารถในการทำกำไร** ตามงบการเงินทั่วไปของ mergeco ผลขาดทุนสุทธิในปี 2565 อยู่ที่ 5.9 พันลบ. เทียบกับกำไรสุทธิรวมของ DTAC และผลขาดทุนสุทธิของ TRUE ที่ 1.52 หมื่นลบ. สาเหตุหลักมาจากการด้อยค่าของสินทรัพย์จำนวนมากที่ 8.2 หมื่นลบ. และทำให้ค่าสูญสิ้นและค่าตัดการจำหน่าย (D&A) ที่ 8 พันลบ. หากไม่รวมรายการที่เกิดขึ้นครั้งเดียว mergeco สร้างกำไรปกติที่ 2.1 พันลบ. โดยไม่มีการรับรู้มูลค่าการผนึกกำลังที่อาจเกิดขึ้นและต้นทุนการรวมกิจการที่เกิดขึ้นด้วย เรากำลังดำเนินการปรับปรุงบัญชีจากกระบวนการควบรวมกิจการ
- **ส่วนแบ่งการตลาด** ผู้ใช้บริการเซลลูลาร์ในปี 2565 มีจำนวน 54.9 ล้านคนสำหรับ mergeco และ 46 ล้านคนสำหรับ ADVANC (54.4% เทียบกับ 45.6%) อินเตอร์เน็ตความเร็วสูงประจำที่ (FBB) ในปี 2565 อยู่ที่ 4.97 ล้านรายสำหรับ mergeco และ 4.51 ล้านรายสำหรับ ADVANC และ TTTBB รวมกัน (52.4% เทียบกับ 47.6%) ตามงบแสดงฐานะการเงินล่วงหน้า รายได้จากผู้ใช้เซลลูลาร์ของ Mergeco อยู่ที่ 1.233 แสนลบ. ในปี 2565 เทียบกับ 1.167 แสนลบ.ของ ADVANC (ส่วนแบ่งตลาดรายได้จากเซลลูลาร์ 51.4% : 48.6%) ส่วนแบ่งการตลาด EBITDA ในปี 2565 อยู่ที่ 46.3% สำหรับ mergeco และ 53.7% สำหรับ ADVANC อัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อรายได้ในปี 2565 อยู่ที่ 19.8% สำหรับ mergeco เทียบกับ 13.4% สำหรับ ADVANC และ TTTBB รวมกัน
- **สถานะทางการเงิน** สถานะทางการเงินของ mergeco ยังคงยืดหยุ่นด้วยหนี้สินต่อเงินทุนสุทธิ (net D/E ratio) ที่ 4.5 เท่า และหนี้สินต่อ EBITDA สุทธิ ที่ 5.39 เท่า เทียบกับ 1.39 เท่า และ 1.33 เท่า สำหรับ ADVANC ซึ่งอาจทำให้ความกังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการปรับโครงสร้างเงินทุนหลังการควบรวมกิจการเสร็จสิ้น ROIC ของ mergeco อยู่ที่ 3.4% ในปี 2565 เทียบกับ 13.9% ของ ADVANC

Valuation and recommendation

- **มุมมองเชิงบวก** เราคงมุมมองเชิงบวกของเราต่อกลุ่มธุรกิจนี้ ปัจจัยที่ส่งผลต่อการปรับคำแนะนำ ได้แก่ 1) การแข่งขันด้านราคาที่ดีขึ้นในตลาดเซลลูลาร์และ FBB 2) มูลค่าการผนึกกำลังที่น่าตื่นเต้น (จากการควบรวมกิจการระหว่าง DTAC และ TRUE และการเข้าซื้อกิจการ TTTBB โดย ADVANC) และ 3) ธุรกรรมการปลดล็อกมูลค่าที่อาจเกิดขึ้น (ADAVNC) และการแก้ไขงบดุล (ของ mergeco) ผ่านการทำ asset monetization
- **ปัจจัยหนุน** เราเห็นปัจจัยหนุน 3 ประการที่จะผลักดันราคาหุ้นของ mergeco ให้สูงขึ้นหลังจากจดทะเบียนใหม่ ประการแรก กลยุทธ์ทางบัญชีบ่งชี้ถึงการทำกำไรของ mergeco ทันทีหลังจากเสร็จสิ้นการรวมกิจการ ประการที่สอง CPG และ Telenor อาจมีแรงจูงใจในการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน mergeco จากฝ่ายละ 29% ประการสุดท้าย mergeo น่าจะมีคุณสมบัติที่จะเป็นสมาชิกของ SET50 และ MSCI ด้วย ซึ่งจะผลักดันอุปสงค์หุ้นจากนักลงทุนสถาบัน
- **ความเสี่ยงขาลง** ได้แก่ 1) การขายทำกำไรระยะสั้น 2) ไม่มีกำไรอย่างรวดเร็ว 3) ประกาศมูลค่าการผนึกกำลังต่ำกว่าที่เราคาด 4) สงครามราคาที่รุนแรงขึ้นแม้จะมีการควบรวมตลาด

Fig 1 Expected timeline of the merger

Date	Event
22-Nov-21	Boards of DTAC and TRUE approved to explore the feasibility of the amalgamation between DTAC and TRUE.
25-Jan-22	DTAC and TRUE submitted the merger notification with the NBTC.
18-Feb-22	Boards of DTAC and TRUE approved the amalgamation and called for AGM.
04-Apr-22	Shareholders of DTAC and TRUE have approved the amalgamation.
20-Apr-22	New NBTC commissioners convened the first board meeting after the royal appointment.
20-Oct-22	The NBTC's board acknowledged the merger deal and proposed the remedy measures.
25-Oct-22	DTAC and TRUE got the NBTC's letter to acknowledge the merger deal.
10-Nov-22	Thailand Consumer Council petitioned the Central Adminstrative Court to issue an injunction order to suspend the m
14-Nov-22	The Central Administrative Court accepts the petition by Thailand Consumer Council.
22-Nov-22	Citrin Global/Citrin Venture rejected the VTO proposal.
09-Dec-22	The Central Administrative Court dismissed the injunction request by Thailand Consumer Council.
12-Jan-23	Boards of DTAC and TRUE to conclude the deal, identify the share buyback from dissenting holders and call for joint
17-Feb-23	The last trading day of DTAC and TRUE shares.
22-Feb-23	DTAC/TRUE to hold the joint shareholder meeting.
03-Mar-23	The listing of the shares of the mergeco to the stock exchange.

Source: Company, KS Research

Fig 2 Expected shareholding structure of the mergeco

	Current		Future	
Shareholders	Shares,m	% holding	Shares,m	% holding
CP Group	6,785	19.6%	10,016	29.0%
Telenor	6,785	19.6%	10,016	29.0%
Citrine	6,462	18.7%	0	0.0%
China Mobile	3,605	10.4%	3,605	10.4%
National Telecoms	826	2.4%	826	2.4%
Minority	10,089	29.2%	10,089	29.2%
Total	**34,552**	**100.0%**	**34,552**	**100.0%**

Source: Company, KS Research

Fig 3 The combined board and management teams

DTAC: Board of directors		TRUE: Board of directors		Mergeco: Proposed board of directors		
Name	Title	Name	Title	Name	Title	Representative
Mr. Boonchai Bencharongkul	Chairman	Mr. Suphachai Chearavanont	Chairman	Mr. Suphachai Chearavanont	Chairman	CP Group
Mr. Joergen Christian Arentz Rostrup	Vice chairman	Dr. Ajva Taulananda	Vice chairman	Mr. Joergen Christian Arentz Rostrup	Vice chairman	Telenor
Mr. Stephen Woodruff Fordham	Independent Director	Dr. Gao Tongqing	Vice chairman	Prof. Dr. Kitipong Kittayarak	Independent Director	CP Group
Mrs. Chananyarak Phetcharat	Independent Director	Mr. Umroong Sanphasitvong	Vice chairman	Mrs. Kamonwan Wipulakorn	Independent Director	Telenor
Mrs. Kamonwan Wipulakorn	Independent Director	Mr. Yang Xiaoping	Vice chairman	Mr. Kalin Sarasin	Independent Director	CP Group
Mrs. Pratana Mongkolkul	Independent Director	Mr. Joti Bhokavanij	Independent Director	Mrs. Pratana Mongkolkul	Independent Director	Telenor
Mr. Haakon Bruaset Kjoel	Director	Dr. Harald Link	Independent Director	Dr. Gao Tongqing	Director	China Mobile
Mrs. Tone Ripel	Director	Mr. Xu Genluo	Independent Director	Mr. Adhiruth Thothaveesansuk	Director	CP Group
Mr. Rakesh Jain	Director	Mrs. Preeprame Seriwongse	Independent Director	Ms. Ruza Sabanovic	Director	Telenor
Mr. Lars Erik Tellmann	Director	Prof. Dr. Kitipong Kittayarak	Independent Director	Mr. Lars Erik Tellmann	Director	Telenor
		Dr. Li Feng	Director	Dr. Teerapon Tanomsakyut	Director	CP Group
		Prof. Dr. Warapatr Todhanakasem	Director			
		Mr. Chatchaval Jiaravanon	Director			
		Mr. Narong Chearavanont	Director			
		Mr. Adhiruth Thothaveesansuk	Director			

DTAC: Management		TRUE: Management		Mergeco: Proposed management		
Name	Title	Name	Title	Name	Title	Representative
Mr. Sharad Mehrotra	CEO	Mr. Manat Manavutiveth	President (co)	Mr. Manat Manavutiveth	CEO	CP Group
Mr. Nakul Sehgal	CFO	Dr. Teeradet Dumrongbhalasitr	President (co)	Mr. Sharad Mehrotra	Deputy CEO	Telenor
Mr. Prathet Tankuranun	CTO	Mr. Kachorn Chiaravanont	CCAO	Mr. Nakul Sehgal	CFO (co)	Telenor
Miss Nardrerdee Arj-Harnwongse	CPO	Miss Yupa Leewongcharoen	CFO	Miss Yupa Leewongcharoen	CFO (co)	CP Group
Miss Tipayarat Kaewsringarm	CSO	Miss Sarinra Wongsuppaluk	CPO	Mr. Tanaphon Manavutiveth	CMO	CP Group
Mr. How Lih Ren	CMO	Mr. Tanaphon Manavutiveth	CCO	Mr. Prathet Tankuranun	CTO	Telenor
Mr. Stephen Helwig	CCAO			TBA	CPO	
Mr. Sadat Zaman	CBO			TBA	CCAO	

Source: Company, KS Research

Fig 4 Mergeco's proforma income statement in comparison with ADVANC and TTTBB

	2022 P&L statement without synergy and integration cost								Market share	
Btmn	**DTAC**	**TRUEE**	**DTAC+TRUEE**	**Adj**	**TRUE**	**ADVANC**	**TTTBB**	**Adj ADVANC**	**TRUE**	**ADVANC**
P&L statement										
Mobile	55,509	72,671	128,181	-4,847	123,334	116,696	0	116,696	51.4%	48.6%
Fixed broadband	0	23,921	23,921	-1,673	22,248	10,063	18,028	28,091	44.2%	55.8%
Others	0	7,252	7,252	6,994	14,246	6,274	0	6,274	69.4%	30.6%
Core revenue	**55,509**	**103,845**	**159,354**	**474**	**159,828**	**133,033**	**18,028**	**151,061**	**51.4%**	**48.6%**
Sale	8,957	21,123	30,080	0	30,080	39,475	0	39,475	43.2%	56.8%
Others	16,133	10,108	26,241	-1,079	25,162	12,977	0	12,977	66.0%	34.0%
Revenue	80,600	135,076	215,675	-605	215,070	185,485	18,028	203,513	51.4%	48.6%
COGS	60,681	103,485	164,166	-10,087	154,079	126,172	12,960	139,132	52.5%	47.5%
Gross profit	**19,919**	**31,591**	**51,510**	**9,481**	**60,991**	**59,313**	**5,068**	**64,381**	**48.6%**	**51.4%**
SG&A exp	13,212	29,374	42,587	0	42,587	22,354	4,993	27,347	60.9%	39.1%
Operating profit	6,707	2,216	8,923	9,481	18,404	36,960	75	37,035	33.2%	66.8%
Others	65	-2,517	-2,451	0	-2,451	525	0	525	127.2%	-27.2%
Equity income	-6	2,432	2,426	0	2,426	-36	1,151	1,115	68.5%	31.5%
EBIT	6,766	2,132	8,897	9,481	18,378	37,448	1,226	38,674	32.2%	67.8%
D&A exp	23,089	50,672	73,762	-10,087	63,675	52,283	5,061	57,344	52.6%	47.4%
EBITDA	**29,855**	**52,804**	**82,659**	**-4**	**82,655**	**89,731**	**6,287**	**96,018**	**46.3%**	**53.7%**
Interest exp	2,891	20,111	23,002	0	23,002	5,231	3,271	8,502	73.0%	27.0%
Tax	755	412	1,168	232	1,399	6,167	39	6,206	18.4%	81.6%
NCI	0	109	109	0	109	3	0	3	97.6%	2.4%
Net profit	3,119	-18,282	-15,163	9,250	-5,914	26,011	-2,084	23,927	-32.8%	132.8%
Core profit	**2,225**	**-9,377**	**-7,152**	**9,250**	**2,098**	**25,658**	**-2,084**	**23,574**	**8.2%**	**91.8%**
No of shares (m)	2,368	33,368	35,736	-1,184	34,552	2,974	n.a.	2,974		
EPS (Bt)	1.32	-0.55			-0.17	8.75	n.a.	8.04		
Core EPS (Bt)	0.94	-0.28			0.06	8.63	n.a.	8.04		
GPM (%)	24.7%	23.4%			28.4%	32.0%	28.1%	31.6%		
SG&A to sale (%)	16.4%	21.7%			19.8%	12.1%	27.7%	13.4%		
Operating margin (%)	8.3%	1.6%			8.6%	19.9%	0.4%	18.2%		
EBITDA margin (%)	37.0%	39.1%			38.4%	48.4%	34.9%	47.2%		
Core profit margin (%)	2.8%	-6.9%			1.0%	13.8%	-11.6%	11.6%		

Source: Company, KS Research

Fig 5 Mobile and fixed broadband operating statistic comparisons

	2022								Market share	
Btmn	**DTAC**	**TRUEE**	**DTAC+TRUEE**	**Adj**	**Proforma**	**ADVANC**	**TTTBB**	**Adj ADVANC**	**TRUE**	**ADVANC**
Mobile										
Sub (m)	21.16	33.78	54.94		54.94	46.01	0.00	46.01	54.4%	45.6%
ARPU (Bt)	225	183	199		199	216	0	0		
Fixed broadband										
Sub (m)	0.00	4.97	4.97		4.97	2.17	2.34	4.51	52.4%	47.6%
ARPU (Bt)	0	415	415		415	426	587	509		

Source: Company, KS Research

Fig 6 Balance sheet comparison

Btmn	DTAC	TRUEE	2022 DTAC+TRUEE	Adj	Proforma	ADVANC
Balance sheet						
Cash	5,652	27,511	33,163	6	33,169	9,994
A/R	10,342	48,025	58,366	1,056	59,422	17,902
INV	1,118	1,206	2,324	0	2,324	3,839
Other CA	3,730	21,524	25,254	-1,098	24,156	2,603
Investment	3,770	26,767	30,538	1,613	32,151	1,322
PP&E	52,735	253,016	305,751	-81,795	223,956	113,252
License	54,119	119,846	173,965	-15,446	158,519	119,765
ROU	13,231	93,301	106,531	-514	106,018	42,861
Goodwill	0	8,467	8,467	116,598	125,064	2,882
Other NCA	7,839	18,435	26,274	2,640	28,914	22,625
Total asset	**152,535**	**618,096**	**770,631**	**23,061**	**793,692**	**337,044**
ST debt	8,955	84,002	92,957	-1,172	91,785	20,496
A/P	24,078	87,526	111,604	4,978	116,582	42,457
Lease	5,271	12,683	17,954	0	17,954	11,135
Other CL	5,459	4,066	9,525	-1,427	8,098	22,253
Debt	52,606	209,308	261,913	0	261,913	63,914
Lease	10,012	96,959	106,971	0	106,971	32,871
Other NCL	27,331	62,145	89,476	1,971	91,447	58,101
Total liability	**133,711**	**556,689**	**690,401**	**4,350**	**694,750**	**251,227**
Paid up shares	2,368	33,368	35,736	-1,184	34,552	2,974
Par value	2	4	6	-2	4	1
Paid up capital	4,736	133,473	138,208	0	138,208	2,974
Premium (discount)	6,542	26,435	32,977	112,150	145,127	22,552
R/E	5,425	-98,387	-92,962	-89,662	-182,624	60,675
Others	474	-539	-64	-2,129	-2,194	-513
NCI	1,647	425	2,072	-1,647	425	128
Total equity	**18,824**	**61,407**	**80,231**	**18,711**	**98,942**	**85,816**
Total debt	76,844	402,952	479,796	-1,172	478,624	128,417
Net debt	71,192	375,441	446,633	-1,178	445,455	119,403
Net debt to equity (x)	3.78	6.11	5.57	-0.06	4.50	1.39
Net debt to EBITDA (x)	2.38	7.11	5.40	294.60	5.39	1.33
ROE (%)	16.6%	-29.8%	-18.9%	49.4%	-6.0%	31.0%
ROIC (%)	7.9%	0.5%	1.8%	55.4%	3.4%	13.9%

Source: Company, KS Research

Fig 7 Relative valuations

	DTAC	TRUEE	Mergeco	ADVANC	ADVANC+TTTBB
Last price (Bt)	52.25	5.10	8.51	202.00	202.00
No of shares (m)	2,368	33,368	34,552	2,974	2,974
Market cap (Btmn)	123,718	170,178	293,896	600,790	600,790
Net debt (Btmn)	71,192	375,441	446,633	119,403	151,823
Enterprise value (Btmn)	194,910	545,619	740,529	720,193	752,613
Equity book value (Btmn)	18,824	61,407	98,942	85,816	85,816
Core profit (Btmn)	2,225	-9,377	2,098	25,658	23,574
EBITDA (Btmn)	29,855	52,804	82,655	89,731	96,018
Core PER (x)	55.60	-18.15	140.12	23.42	25.49
PBV (x)	6.57	2.77	2.97	7.00	7.00
EV/EBITDA (x)	6.53	10.33	8.96	8.03	7.84

Source: Company, KS Research

Fig 8 Telenor – Potential synergy value from mergers in Malaysia and Thailand

	Low end	High end
Potential synergy value (NOK, mn)	20,000	25,000
NOK/US$	10.10	10.10
Potential synergy value (US$, mn)	1,980	2,475
DiGi		
Expected total synergy value (US$,mn)	1,818	2,182
Telenor's equity stake (%)	33.1%	33.1%
Prop synergy value from DiGi	602	722
DTAC		
Prop synergy value from DTAC	1,378	1,753
Telenor's equity stake (%)	33.1%	33.1%
Expected total synergy value (US$,mn)	**4,164**	**5,296**
KS's estimate	2,949	2,949
Upside (downside)	41.2%	79.6%

Source: Telenor, Axiata, Company, KS Research

Fig 9 Valuation summary

	ADVANC		DTAC		TRUE		Mergeco	
	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share
Existing business	606,904	188.50	79,483	33.57	131,804	3.95	211,287	6.12
Potential value creation								
Revenue upside	54,652	18.38	17,483	7.38	20,355	0.55	37,838	1.09
Opex synergy	0	0.00	5,996	2.53	18,686	0.50	24,683	0.71
Capex synergy	0	0.00	16,708	7.06	23,024	0.62	39,732	1.15
Potential synergy value	**54,652**	**18.38**	**40,187**	**16.97**	**62,066**	**1.67**	**102,253**	**2.95**
Value including synergy	**661,556**	**206.88**	**119,670**	**50.54**	**193,870**	**5.62**	**313,540**	**9.07**
Rerating of valuation multiple	80,291	26.97	18,692	7.89	24,359	0.66	43,051	1.25
Sum of value	**741,847**	**233.85**	**138,362**	**58.43**	**218,229**	**6.28**	**356,591**	**10.32**

Source: Company, KS Research

Fig 10 Valuation comparison

Stock	Rating	Price (Bt) 01-Mar-23	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x) 2023E	P/E (x) 2024E	P/BV (x) 2023E	P/BV (x) 2024E	EV/EBITDA (x)* 2023E	EV/EBITDA (x)* 2024E	Net profit grth (%) 2023E	Net profit grth (%) 2024E	Div. yield (%) 2023E	Div. yield (%) 2024E	ROE (%) 2023E	ROE (%) 2024E
ADVANC	OP	202.00	233.85	15.8	21.7	19.0	6.9	6.7	7.7	7.2	6.3	14.4	4.0	5.0	32.0	35.9
DTAC*	OP	52.25	58.43	11.8	30.7	22.8	7.2	6.7	5.9	5.6	29.1	34.9	3.3	4.4	22.3	30.5
INTUCH	N	70.25	75.27	7.1	19.6	17.3	6.9	6.3	-2,347.9	-2,372.4	9.4	12.8	5.0	5.7	33.4	37.9
JAS	N	2.06	2.25	9.2	215.1	12.7	100.8	14.5	6.2	5.4	n.m.	1,597.2	0.0	2.0	15.3	199.7
THCOM	UP	15.60	9.92	-36.4	29.9	63.9	1.5	1.5	15.0	19.7	1,252.8	-53.1	1.7	1.7	4.9	2.3
TRUEE*	OP	5.10	6.28	23.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	118.9	n.a.	n.a.	5.8	10.8
COM7	OP	30.75	38.69	25.8	23.4	21.2	9.4	8.4	17.0	15.5	3.9	10.5	3.4	3.8	42.1	42.0
SYNEX	OP	15.90	20.11	26.5	12.4	11.0	2.8	2.5	13.5	12.0	32.9	13.1	4.6	5.2	24.4	24.2
Simple Average					50.4	24.0	19.4	6.7	10.9	10.9	123.6	25.4	3.1	4.0	22.5	47.9

Source: Company, KS Research
Remark: Shares of DTAC and TRUEE have suspended trading since Feb 20.

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("**KS**"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("**IOD**") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170 . The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.