

G-ABLE GABLE TB  
THAILAND / ICT

## The Tech Enabler

TARGET PRICE  
IPO PRICETHB9.00  
THB6.39

- GABLE เป็นผู้ให้บริการด้านโซลูชันด้านเทคโนโลยีที่สำคัญในโลกยุคดิจิทัล มาอย่างยาวนานกว่า 33 ปี
- จุดเด่นของบริษัทได้แก่ การขยายธุรกิจซอฟต์แวร์ และการที่มี Backlog ปริมาณสูง
- คาดการณ์เติบโตก้าวกระโดด 19% ในปี 2023 ประเมินราคาเหมาะสมที่ 9 บาท

## ผู้ให้บริการด้านโซลูชันมาอย่างยาวนานกว่า 33 ปี

GABLE ประกอบธุรกิจหลัก 3 ด้าน ได้แก่ 1) ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร 2) ธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม 3) ธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม โดยให้บริการของบริษัทนั้นครอบคลุมเทคโนโลยีที่สำคัญในโลกยุคดิจิทัล ซึ่งเป็นการให้บริการแก่ลูกค้าเพื่อยกระดับธุรกิจให้มีความพร้อมที่จะก้าวไปสู่ยุคดิจิทัล โดยบริษัทถือว่าเป็นบริษัทชั้นนำที่ให้บริการมาอย่างยาวนานกว่า 33 ปี

## จุดเด่นของบริษัทชัดเจน

เราสังเกตเห็นถึงจุดเด่นของบริษัทอยู่ 3 ประการ ได้แก่ 1) มุ่งเน้นธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม ที่มีอัตรากำไรสูง และยังมีแนวโน้มเติบโต ซึ่งธุรกิจดังกล่าวเป็นธุรกิจที่มีคู่แข่งหรือมีบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจในลักษณะเดียวกันน้อยมาก 2) มีรายได้จากการให้บริการที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง (Recurring Income) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 42% ในปี 2020 เป็น 51% ในปี 2022 ซึ่งเพิ่มเสถียรภาพและสร้างความมั่นคงให้กับบริษัทได้ในระยะยาว 3) มีปริมาณ Backlog ที่สูง ยิ่งไปกว่านั้น Backlog ของบริษัทจะมีการรับรู้เป็นรายได้ในปี 2023 ที่ 2.9 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 61% ของรายได้ของบริษัทในปี 2022 ไปแล้ว

## คาดการณ์รายได้ 2023 เติบโตแข็งแกร่ง

เราคาดว่าบริษัทจะยังคงศักยภาพในการเติบโตในปี 2023 นี้ได้อย่างต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยสำคัญ ได้แก่ 1) การมุ่งเน้นขยายการเติบโตด้านธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม 2) ตลาดยังคงมีความต้องการการให้บริการด้านดิจิทัล อย่างต่อเนื่อง และ 3) ปริมาณ Backlog ที่สูง ทำให้เราประเมินรายได้ของบริษัทในปี 2023 ที่ 5,451 ล้านบาท (+15% y-y) และด้วยการเติบโตของรายได้ และการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยของอัตรากำไรขั้นต้น ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิในปี 2023 ที่ 317 ล้านบาท คิดเป็นการเติบโตที่สูงถึง 19% y-y

## ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 9 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ GABLE ด้วยวิธี P/E ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 9 บาท บน EPS ปี 2023 ที่ 0.45 บาท โดยอ้างอิง P/E บนกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ระดับ P/E ที่ 20 เท่านี้ถือว่าเหมาะสม เนื่องจากการเติบโตของกำไรของบริษัทในปี 2023 นั้นอยู่ที่ 19% ทำให้ระดับ PEG ratio อยู่ที่ 1.05 เท่า นอกจากนี้เราได้ใช้วิธีประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF และได้ระดับราคาที่เหมาะสมใกล้เคียงกันที่ 8.92 บาท

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	4,731	5,451	5,878	6,176
Net profit	267	317	379	406
EPS (THB)	0.51	0.45	0.54	0.58
EBITDA	366	438	501	534
Core net profit	267	317	379	406
Core EPS (THB)	0.51	0.45	0.54	0.58
EPS growth (%)	8.7	(10.9)	19.5	7.2
Core P/E (x)	12.6	14.1	11.8	11.0
Dividend yield (%)	30.1	3.6	4.3	4.6
EV/EBITDA (x)	9.7	7.3	6.2	5.5
Price/book (x)	3.0	1.8	1.6	1.5
Net debt/Equity (%)	15.7	(49.6)	(50.8)	(52.2)
ROE (%)	18.8	17.2	14.3	14.3
Mkt cap (USD m)				134
Free float (%)				25
Major shareholder				Liuchareon Family (22%)
Issued shares (m)				700.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

## GABLE's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	525 ล้านหุ้น
Share offering	175 ล้านหุ้น คิดเป็น 25% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้ในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่มีศักยภาพเพื่อรองรับการเติบโตของกลุ่มบริษัท 2) ใช้ในการชำระคืนเงินกู้ยืมของกลุ่มบริษัท 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานของกลุ่มบริษัท
Financial advisor	Finansia Syrus Securities
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACT AS AN UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF GABLE PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF GABLE BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY FINANSIA SYRUS SECURITIES



Jitra Amornthum

jitra.a@fssia.com  
+66 2646 9966

## สารบัญ

แผนการเสนอขาย IPO และนโยบายการจ่ายเงินปันผล.....	3
ลักษณะการประกอบธุรกิจ .....	4
ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร (Enterprise Solution and Services) .....	5
ธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-added Distribution) .....	6
ธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม (Software Platform) .....	7
กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย .....	8
แนวโน้มอุตสาหกรรม.....	9
ภาพรวมอุตสาหกรรมเทคโนโลยี.....	9
ตลาดการให้บริการดิจิทัล เดิบทศวรรษกระโดด.....	10
กลุ่มสถาบันการเงินเป็นกลุ่มที่เน้นการลงทุนดิจิทัลมากที่สุด.....	11
แนวโน้มมูลค่าตลาด Big Data และ Data Analytics ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง .....	12
Cybersecurity มีความจำเป็นมากขึ้น.....	13
สภาวะการแข่งขัน.....	14
จุดเด่นของบริษัท.....	15
ความเสี่ยง .....	17
วิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอนาคต.....	19
การประเมินมูลค่า.....	21

## แผนการเสนอขาย IPO และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีแผนเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 175 ล้านหุ้น คิดเป็นสัดส่วน 25% ของหุ้นสามัญหลังเสนอขาย IPO ซึ่งเป็นการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไปจำนวนไม่เกิน 175 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 1 บาท/หุ้น) โดยภายหลังจาก IPO แล้วเสร็จบริษัทจะมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 700 ล้านหุ้น เพิ่มขึ้นจาก 525 ล้านหุ้น และมีทุนจดทะเบียนหลัง IPO เพิ่มขึ้นจาก 525 ล้านบาทเป็น 700 ล้านบาท

ในส่วนของเงื่อนไข Silent Period กำหนดว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่จะไม่มีการขายหุ้นทั้งหมด 55% ของทุนชำระแล้วหลัง IPO (หรือ 55% ของ 525 ล้านหุ้น) ออกขายภายในระยะเวลา 1 ปี นับตั้งแต่วันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ และสามารถขายหุ้นส่วน ที่เหลือได้เมื่อครบกำหนดระยะเวลา 1 ปี

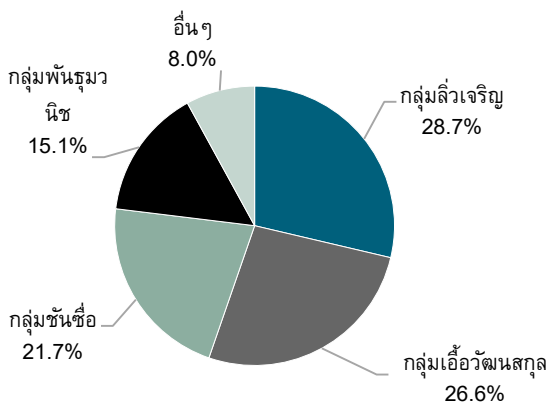
บริษัทมีนโยบายจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะของบริษัท หลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และจัดสรรทุนสำรองต่างๆตามกฎหมาย

### Exhibit 1: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อนการเสนอขายหุ้น		ภายหลังการเสนอขายหุ้น	
	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ (%)	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ (%)
กลุ่มลิวเจริญ	150,590,538	28.68	150,590,538	21.51
กลุ่มเออีพัฒนสกุล	139,793,640	26.63	139,793,640	19.97
กลุ่มชั้นชื่อ	113,650,054	21.65	113,650,054	16.24
กลุ่มพันธมิตร	79,159,724	15.08	79,159,724	11.31
อื่นๆ	41,806,044	7.96	41,806,044	5.97
ประชาชนทั่วไป	-	-	175,000,000	25
รวม	525,000,000	100.0	700,000,000	100.0

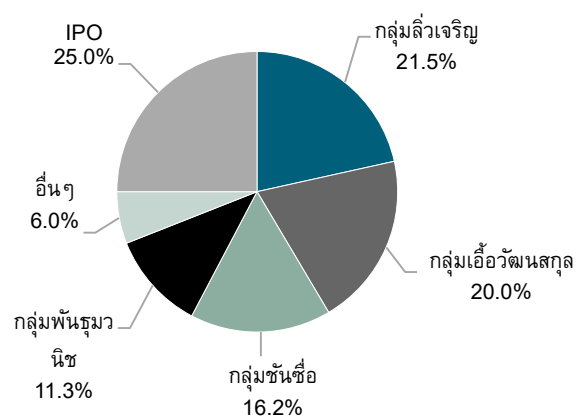
Source: GABLE

### Exhibit 2: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO



Source: GABLE

### Exhibit 3: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO

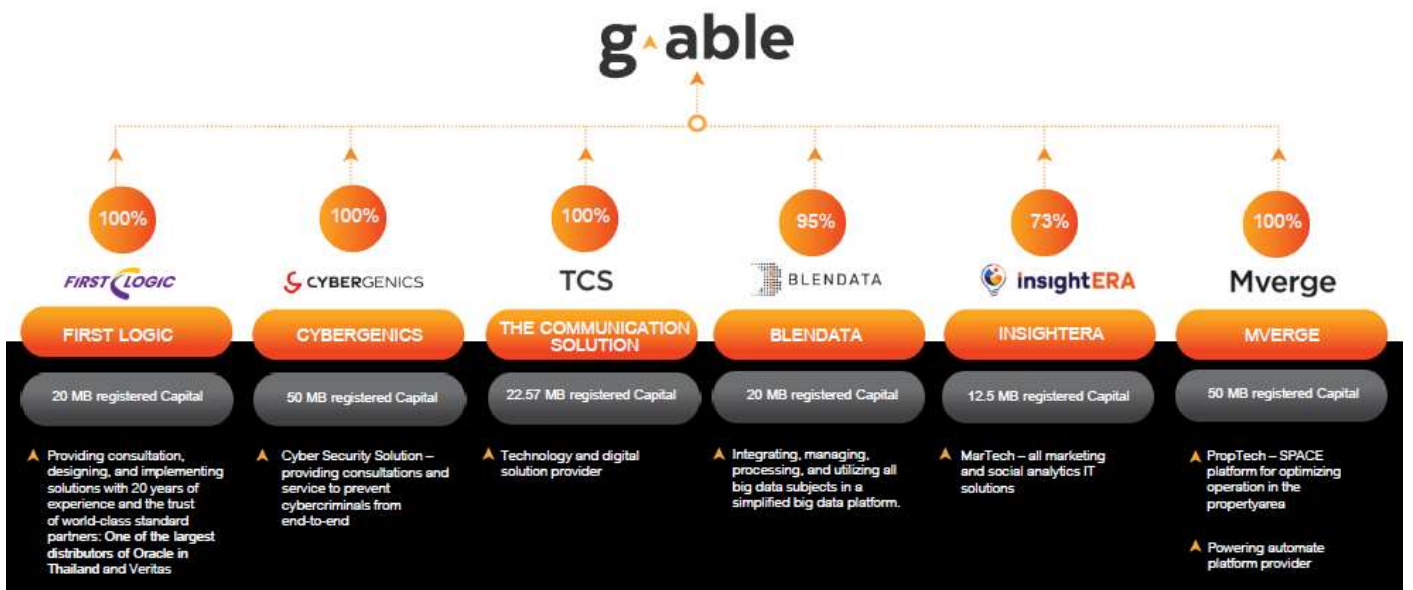


Source: GABLE

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท จีเอเบิล จำกัด (มหาชน) (GABLE) จัดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเมื่อวันที่ 30 มกราคม 2532 ปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัลอย่างครบวงจร ซึ่งมีความเชี่ยวชาญด้านการบูรณาการและนำเสนอโซลูชันที่สามารถตอบสนองความต้องการของภาคธุรกิจเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานและเสริมศักยภาพในการแข่งขัน บริษัท มุ่งมั่นที่จะสนับสนุนลูกค้าในการเปลี่ยนผ่านองค์กรสู่ยุคเทคโนโลยีดิจิทัล (Digital Transformation) ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้าซึ่งเป็นองค์กรชั้นนำในหลากหลายอุตสาหกรรมไม่ว่าจะเป็นภาคธุรกิจการเงิน ธุรกิจโทรคมนาคม ธุรกิจประกันภัย ธุรกิจอุตสาหกรรมการผลิตและพลังงาน รวมถึงสถาบันการศึกษาต่างๆ

Exhibit 4: โครงสร้างธุรกิจ

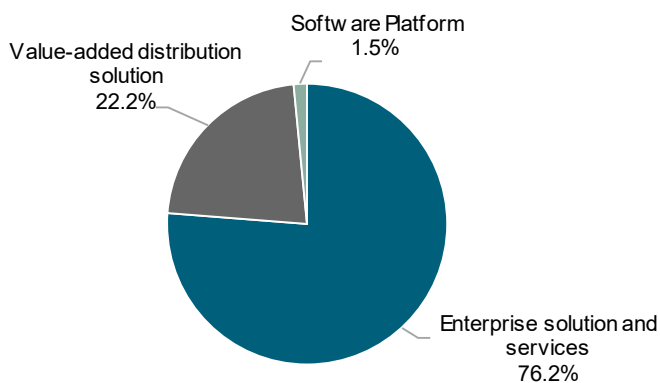


Source: GABLE

ธุรกิจหลักของ GABLE สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มธุรกิจหลัก ได้แก่

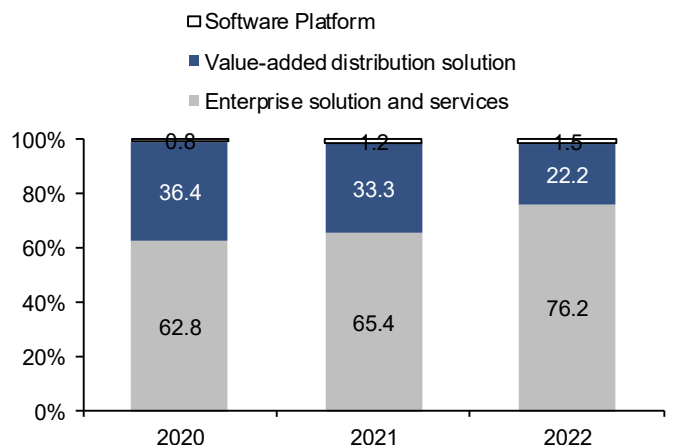
- 1) ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร (Enterprise Solution and Services)
- 2) ธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-added Distribution)
- 3) ธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม (Software Platform)

Exhibit 5: สัดส่วนรายได้ตามรายธุรกิจในปี 2022



Source: GABLE

Exhibit 6: สัดส่วนรายได้ตามรายธุรกิจในปี 2020-2022

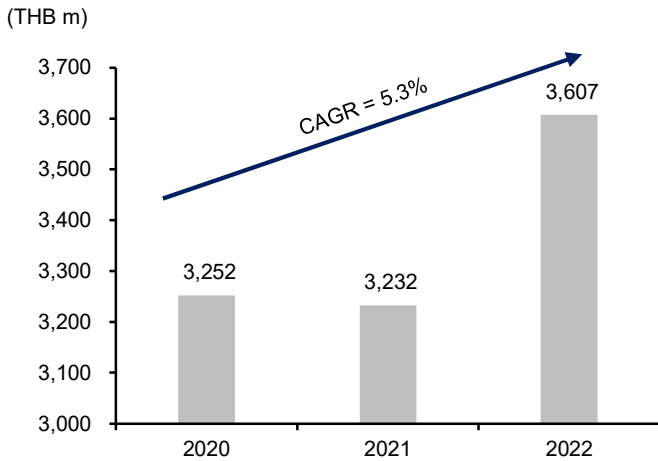


Source: GABLE

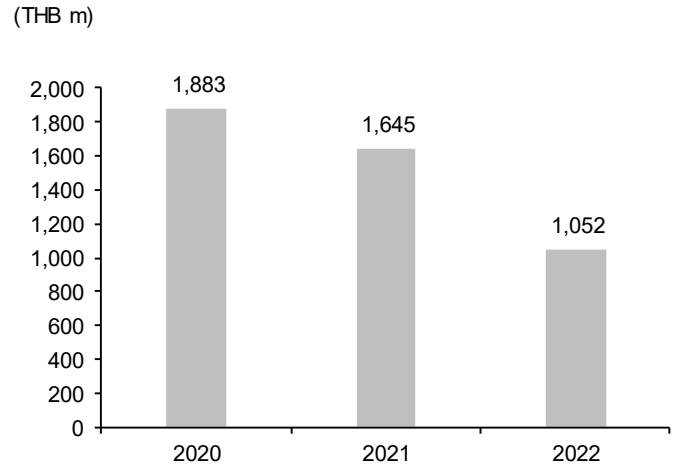
## ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร (Enterprise Solution and Services)

ถือเป็นธุรกิจหลักของบริษัท ที่มีสัดส่วนรายได้สูงถึง 76% ในปี 2022 ซึ่งบริการโซลูชันของกลุ่มบริษัท รวมถึงการให้คำปรึกษา การออกแบบ ติดตั้ง และจัดจำหน่าย ตลอดจนการบริการบำรุงรักษาและบริการอื่นที่เกี่ยวข้อง โดยโซลูชันที่กลุ่มบริษัท ให้บริการนั้นครอบคลุมเทคโนโลยีที่สำคัญในโลกยุคดิจิทัล ซึ่งสามารถแบ่งกลุ่มธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กรเป็น 5 กลุ่มโซลูชันหลัก ดังนี้

- 1) **โซลูชันด้านระบบความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security Solution) บริษัท**  
ให้บริการโซลูชันด้านระบบความปลอดภัยทางไซเบอร์แบบครบวงจร (End-to-End Services) ครอบคลุมตั้งแต่การศึกษาความต้องการของลูกค้า การออกแบบ และคัดสรรเทคโนโลยี บริการให้คำปรึกษาด้าน IT Security ด้านการปกป้องความปลอดภัยของระบบโครงสร้างพื้นฐานด้านไอที คลาวด์ แอปพลิเคชัน ข้อมูล รวมถึงอุปกรณ์ปลายทาง (end point)
- 2) **โซลูชันด้านระบบคลาวด์และดาต้าเซ็นเตอร์ (Cloud and Data Center Modernization Solution) บริษัท**ของบริษัทรอบคลุมตั้งแต่การให้คำปรึกษา การออกแบบระบบโครงสร้างพื้นฐานที่ตอบสนองความต้องการตามงบประมาณขององค์กร รวมไปถึงบริการติดตั้งและดูแลระบบโครงสร้างพื้นฐานให้มีความเสถียรภาพ (Sustainability)
- 3) **โซลูชันด้านระบบจัดการข้อมูลและการวิเคราะห์ (Data and Analytics Solution) บริษัท**  
ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการจัดการและวิเคราะห์ข้อมูลแบบครบวงจร ครอบคลุมตั้งแต่การทำความเข้าใจความต้องการขององค์กร การออกแบบโครงสร้างระบบฐานข้อมูลและการเลือกใช้เทคโนโลยีที่เหมาะสม ตลอดจนบริการในการตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลและนำข้อมูลเข้าระบบให้แก่ลูกค้า รวมถึงการอบรมการใช้งานและบริการบำรุงรักษาเพื่อให้ระบบใช้งานได้ตลอดเวลา
- 4) **โซลูชันด้านธุรกิจดิจิทัล (Digital Business and Application Solution) บริษัท** การออกแบบและพัฒนาซอฟต์แวร์เพื่อตอบโจทย์ทางธุรกิจของลูกค้า มุ่งเน้นการพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่ออกแบบให้เหมาะสมกับความต้องการของลูกค้าในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ปัจจุบัน โซลูชันด้านธุรกิจดิจิทัลที่กลุ่มบริษัท ให้บริการมีความหลากหลาย เช่น ธุรกิจประกันภัย ธุรกิจสินเชื่อ ประเมินราคาทรัพย์สิน ระบบบริหารการศึกษา ส่วนงานสนับสนุนภายในองค์กร
- 5) **โซลูชันด้านการบริหารจัดการระบบสารสนเทศ (Managed Tech Services Solution) บริษัท** ได้พัฒนาบริการและโซลูชันทางด้าน Managed Tech Services แบบครบวงจร (End-to-End Managed Tech Service) เพื่อสนับสนุนลูกค้าในการบริหารจัดการระบบสารสนเทศ บริการที่ช่วยบริหารจัดการอุปกรณ์ปลายทางของผู้ใช้งาน บริหารจัดการระบบงาน : บริการเฝ้าระวัง ป้องกัน และตรวจสอบระบบจากภัยคุกคามทางไซเบอร์ : บริการดูแลระบบคลาวด์ ดูแลระบบการประมวลผลข้อมูลทางธุรกิจ

**Exhibit 7:** รายได้ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร

Source: GABLE

**Exhibit 8:** รายได้ธุรกิจธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม

Source: GABLE

### ธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-added Distribution)

บริษัท ประกอบธุรกิจตัวแทนจำหน่ายระบบเทคโนโลยีสารสนเทศผ่านบริษัท เฟิร์ส ลอจิก จำกัด (FLG) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท โดย FLG เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศให้กับ Oracle Corporation (“Oracle”) และ Veritas Technologies LLC (“Veritas”) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาเทคโนโลยีสำหรับการใช้งานในระดับองค์กรซึ่งเป็นที่รู้จักและได้รับการยอมรับจากผู้ใช้งานทั่วโลกมาแล้วยาวนาน

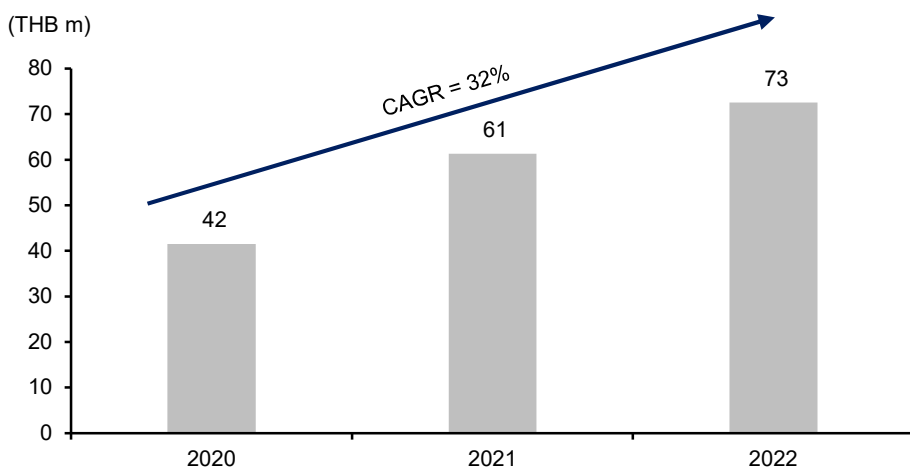
- 1) FLG ได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายของ Oracle Corporation ต่อเนื่องมาตั้งแต่ในปี 2010 เป็นต้นมา Oracle เป็นผู้พัฒนาเทคโนโลยีชั้นนำระดับโลกที่มีผลิตภัณฑ์และบริการครบวงจร โดยเป็นผู้นำในด้านระบบฐานข้อมูลระดับองค์กรซึ่งได้รับความเชื่อมั่นจากธุรกิจขนาดใหญ่ในหลากหลายอุตสาหกรรมทั่วโลก เทคโนโลยีของ Oracle นั้นครอบคลุม ทั้งระบบฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์ที่สำคัญเพื่อช่วยในการสนับสนุนการประมวลผลฐานข้อมูลได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ ตั้งแต่ระบบฐานข้อมูล (Database) ระบบคลาวด์และระบบเสมือน (Cloud and Virtualization) ระบบเซิร์ฟเวอร์และการจัดเก็บข้อมูล (Server and Storage) เป็นต้น FLG มีวิศวกรที่ได้รับการรับรองจาก Oracle-Sun Certified Field Engineer มากที่สุดในประเทศไทย
- 2) FLG ได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ Veritas Technologies LLC. ประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 2003 ซึ่งเป็นผู้นำระดับโลกในด้านการรักษาความปลอดภัยข้อมูล (Data Protection) และการบริหารจัดการระบบการเก็บรักษาข้อมูล (Storage Management)

## ธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม (Software Platform)

ยิ่งไปกว่านั้น เพื่อสร้างความแตกต่างจากผู้ให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัล กลุ่มบริษัท จึงให้ความสำคัญในการนำเทคโนโลยีที่เกิดขึ้นภายในองค์กรมาต่อยอดเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม จึงมีแนวคิดในการนำเทคโนโลยีที่เกิดขึ้นภายในองค์กรมาต่อยอดเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มและพัฒนาเป็นธุรกิจใหม่ในรูปแบบธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม โดยจะพิจารณาจัดตั้งแยกเป็นบริษัทย่อยสำหรับธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตที่ดี เพื่อให้เกิดความคล่องตัวและยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ และพัฒนาเป็นธุรกิจใหม่จนเกิดเป็นกลุ่มธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม (Software Platform) โดยปัจจุบัน มีซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่กลุ่มบริษัท เป็นเจ้าของและพร้อมให้บริการแก่ลูกค้าจำนวน 3 แพลตฟอร์ม ดังนี้

- 1) **แพลตฟอร์มด้านการตลาดดิจิทัล (Marketing Technology)** แบบครบวงจร โดยใช้ระบบวิเคราะห์ข้อมูลจากสื่อสังคมออนไลน์ (Social Analytics Tools) เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดแผนธุรกิจ และกลยุทธ์ทางการตลาดได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยสามารถวัดผลการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน โดยบริการของ InsightEra ครอบคลุมโซลูชันที่สำคัญของการทำการตลาด ซึ่งสามารถตอบโจทย์ความต้องการที่หลากหลายของธุรกิจตั้งแต่การจัดทำรายงานวิจัยทางการตลาด การบริหารช่องทางการตลาด การวิเคราะห์ข้อมูลทางการตลาด และการทำกิจกรรมการตลาด
- 2) **แพลตฟอร์มสำหรับจัดการข้อมูล Big Data** ผู้พัฒนาแพลตฟอร์มสำหรับบริหารจัดการข้อมูลขนาดใหญ่ (Big Data) แบบครบวงจร โดยให้บริการ Blendata แพลตฟอร์มในรูปแบบ Software as a Service เพื่อแก้ปัญหาขององค์กรในการจัดการข้อมูลขนาดใหญ่ โดยระบบออกแบบให้สามารถใช้งานได้ง่ายโดยรองรับการใช้งานแบบไม่ต้องเขียนโค้ด (No-Code) ทำให้ผู้ใช้งานไม่จำเป็นต้องมีความรู้ด้านการ Coding ในการใช้งาน ซึ่งสามารถช่วยภาคธุรกิจในการบริหารจัดการข้อมูลได้ในทุกขั้นตอน ตั้งแต่การรวบรวมข้อมูลจนถึงการนำข้อมูลไปใช้งานได้ในแพลตฟอร์มเดียว
- 3) **แพลตฟอร์มสำหรับบริหารจัดการพื้นที่เช่า แพลตฟอร์มสำหรับกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (PropTech) และแพลตฟอร์มสำหรับบริหารระบบงานด้วย Microsoft Power Platform** สำหรับช่วยบริหารจัดการพื้นที่เช่าแบบครบวงจร เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการพื้นที่เช่า ลดปริมาณเอกสารและขั้นตอนการทำงานที่ไม่จำเป็น

### Exhibit 9: รายได้ธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม



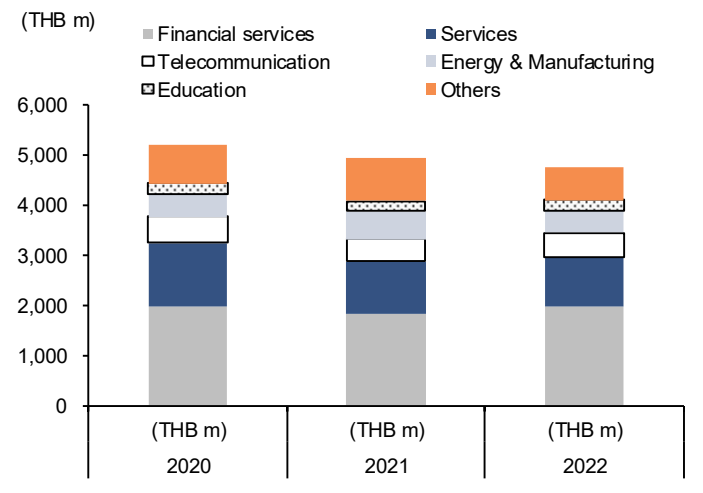
Source: GABLE

## กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

กลุ่มบริษัท ประกอบธุรกิจในการให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัลอย่างครบวงจร ที่มุ่งเน้นการให้บริการแก่ภาคธุรกิจเอกชนและสถาบันการศึกษา โดยกลุ่มลูกค้าส่วนใหญ่เป็นกลุ่มบริษัท หรือองค์กรชั้นนำในแต่ละอุตสาหกรรมที่มีความต้องการที่จะนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีดิจิทัลมาประยุกต์ใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน สร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน เพื่อพัฒนาองค์กร ให้มีความพร้อมสำหรับการแข่งขันในโลกยุคดิจิทัล และสร้างโอกาสในการต่อยอดทางธุรกิจ โดยกลุ่มลูกค้าของกลุ่มบริษัท สามารถแบ่งได้ดังนี้

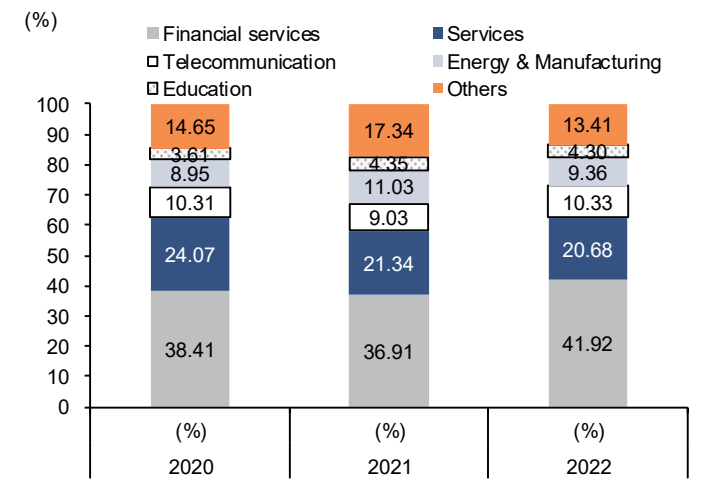
1. **กลุ่มธุรกิจการเงิน (Financial services)** ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัย และธุรกิจประกันชีวิต
2. **กลุ่มธุรกิจบริการในสาขาต่าง ๆ (Services)** ได้แก่ ธุรกิจที่ปรึกษา ธุรกิจให้บริการด้านข้อมูลสารสนเทศและเทคโนโลยี และธุรกิจด้านบริการเฉพาะกิจ (Professional services)
3. **กลุ่มธุรกิจโทรคมนาคม** ได้แก่ ผู้ให้บริการด้านโทรคมนาคม เช่น โทรศัพท์เคลื่อนที่ บริการอินเทอร์เน็ต เป็นต้น
4. **กลุ่มธุรกิจการผลิตและพลังงาน** ได้แก่ ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจผลิตอาหาร ธุรกิจปิโตรเคมีภัณฑ์ และธุรกิจพลังงาน
5. **กลุ่มสถาบันการศึกษา** ได้แก่ มหาวิทยาลัยภาครัฐและเอกชน โรงเรียน และศูนย์ฝึกอบรมต่างๆ
6. **กลุ่มธุรกิจอื่น** เช่น ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ ธุรกิจค้าปลีก ธุรกิจขนส่ง และธุรกิจบริการสุขภาพ เป็นต้น

Exhibit 10: ภาพรวมรายได้ตามกลุ่มลูกค้าปี 2022



Source: GABLE

Exhibit 11: สัดส่วนรายได้ตามกลุ่มลูกค้า



Source: GABLE



## แนวโน้มอุตสาหกรรม

### ภาพรวมอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

จากข้อมูลของการ์ทเนอร์ระบุว่ามูลค่าการใช้จ่ายในตลาดไอทีของประเทศไทยในปี 2021 มีมูลค่าตลาดเท่ากับ 299.47 พันล้านบาท และคาดการณ์ว่าในปี 2022 จะมีอัตราการเติบโตร้อยละ 9.22 เป็น 327.09 พันล้านบาท โดยซอฟต์แวร์ระดับองค์กรเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าการใช้จ่ายเติบโตสูงที่สุดในปี 2022 โดยเพิ่มขึ้นอีกร้อยละ 15.48 จากปีก่อน เนื่องจากองค์กรธุรกิจเริ่มพัฒนาสร้างเทคโนโลยีซอฟต์แวร์ของตนเองเพิ่มมากขึ้นแทนการซื้อ อีกทั้งการพัฒนาเทคโนโลยีดิจิทัลยังเป็นกลยุทธ์ทางธุรกิจที่สำคัญอันดับต้นๆ ขององค์กร นอกจากนี้ บริษัทและหน่วยงานต่างๆ ยังคงให้ความสำคัญกับความปลอดภัยทางไซเบอร์จึงมีการมุ่งเน้นการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพื่อเสริมความปลอดภัย รวมถึงการลงทุนในอุปกรณ์เทคโนโลยีเพื่อให้สอดคล้องกับการทำงานรูปแบบไฮบริดของพนักงานที่มีแนวโน้มที่จะมีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้นในอนาคต

หากพิจารณาถึงตลาดไอทีของประเทศไทยในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ซึ่ง ได้แก่ ดาต้าเซ็นเตอร์ ซอฟต์แวร์ระดับองค์กรและบริการทางด้านไอทีนั้น ในปี 2021 กลุ่มตลาดดังกล่าวมีมูลค่าตลาดรวมเท่ากับ 171.11 ล้านบาทและคาดการณ์ว่าในปี 2022 จะมีอัตราการเติบโตร้อยละ 12.77 ซึ่งจะเห็นว่าการเติบโตของตลาดไอทีในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับโดยตรงกับโซลูชันและบริการของบริษัทฯ มีอัตราการเติบโตที่สูงกว่าการเติบโตของตลาดไอทีรวมในประเทศไทย

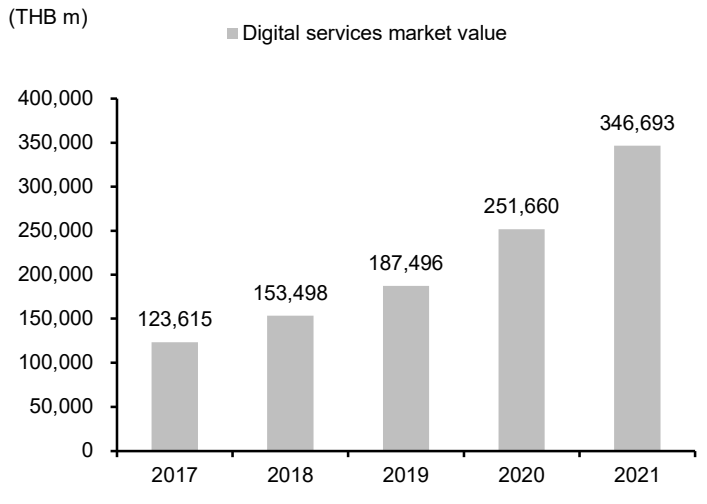
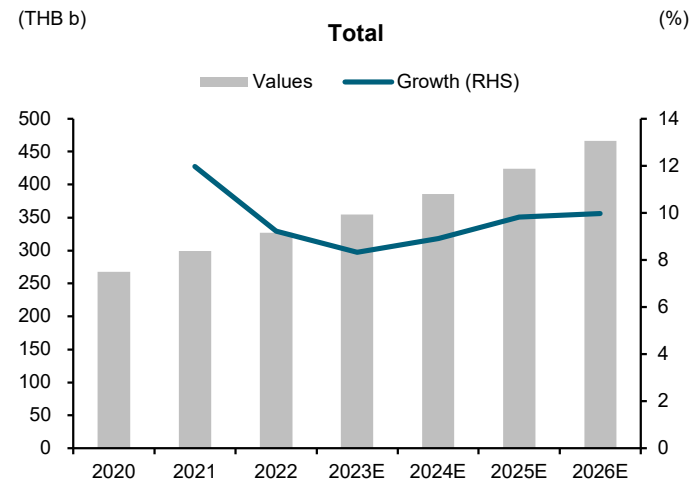
### Exhibit 12: ตารางแสดงประมาณการมูลค่าการใช้จ่ายด้านไอทีในประเทศไทย

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
	(THB b)	(THB b)	(THB b)	(THB b)	(THB b)	(THB b)	(THB b)
Data centers	20	22	26	27	29	32	33
Corporate softwares	50	59	68	79	91	105	121
Electronic devices	43	46	49	51	52	56	60
IT services	71	90	99	109	122	138	158
Communication services	83	83	85	88	91	92	94
<b>Total</b>	<b>267</b>	<b>299</b>	<b>327</b>	<b>354</b>	<b>386</b>	<b>424</b>	<b>466</b>
<b>Growth</b>		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Data centers		8	17	5	9	8	4
Corporate softwares		20	15	15	16	15	15
Electronic devices		6	7	4	2	7	7
IT services		27	10	10	12	13	14
Communication services		(1)	3	4	3	2	2
<b>Total</b>		<b>12</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>

Sources: การ์ทเนอร์: Enterprise IT Spending by Vertical Industry Market, Worldwide, 2020-2026, 2Q22

จากตารางจะเห็นได้ว่าทุกกลุ่มธุรกิจมีการปรับตัวเข้าสู่ยุคดิจิทัล สะท้อนจากอัตราการเติบโตของมูลค่าตลาด ทั้งนี้ ลูกค้านของกลุ่มบริษัทส่วนใหญ่ล้วนเป็นองค์กรขนาดใหญ่และอยู่ในภาคธุรกิจที่มีมูลค่าการใช้จ่ายด้านไอทีเติบโต เช่น ธุรกิจการเงินและธนาคาร และธุรกิจโทรคมนาคม

**Exhibit 13: ประมาณการมูลค่าการใช้จ่ายด้านไอทีประเทศไทย** **Exhibit 14: มูลค่าตลาดบริการดิจิทัลจำแนกตามปี**



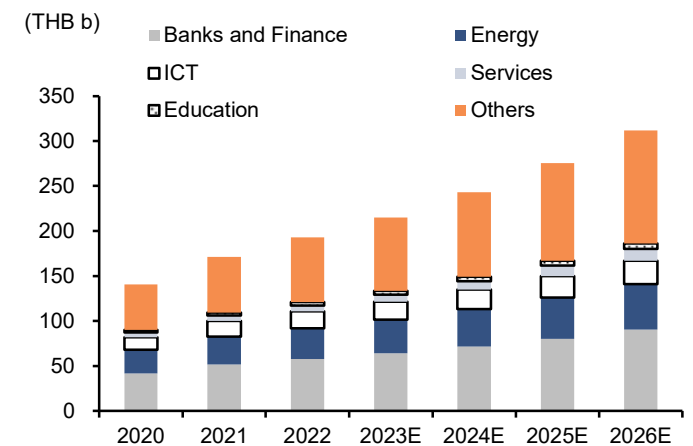
Sources: การ์ทเนอร์ : Enterprise IT Spending by Vertical Industry Market, Worldwide, 2020-2026, 2Q22

Source: Digital Economy Promotion Agency (Depa)

**ตลาดการให้บริการดิจิทัล เติบโตก้าวกระโดด**

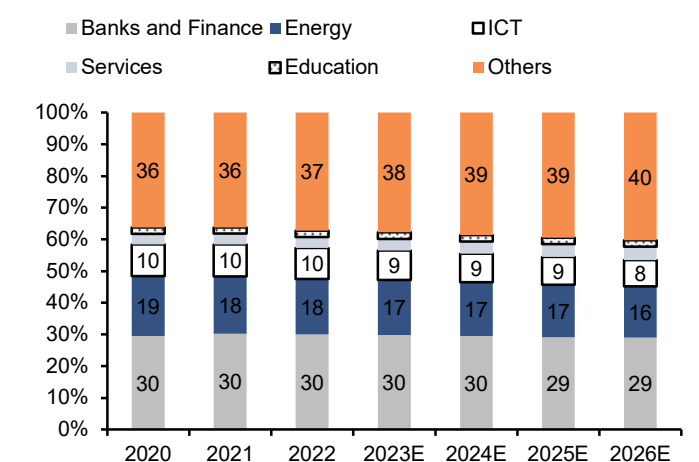
จากข้อมูลของ Depa ในประเด็นการให้บริการดิจิทัลนั้นเป็นการรวบรวมมูลค่าของอุตสาหกรรมบริการดิจิทัล เช่น Online-media, e-Logistics, e-Retail, Fintech, e-Advertise, e-Tourism, Edtech, และ HealthTech โดยในปี 2021 ที่ผ่านมามีมูลค่าของอุตสาหกรรมบริการดิจิทัลเพิ่มขึ้นเป็น 347 แสนล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นสูงถึง 38% โดยเป็นการเพิ่มขึ้นของมูลค่าตลาด Online-media, e-Logistics และ e-Retail พร้อมประเมินว่า การเติบโตจะยังคงอยู่ในระดับสูง เนื่องจาก COVID-19 ส่งผลให้พฤติกรรมคนไทยเปลี่ยนหันมาให้ความสำคัญกับการใช้บริการดิจิทัลผ่านระบบอินเทอร์เน็ตมากขึ้น เริ่มมีความคุ้นชินกับวิถีชีวิตแบบนิวนอร์มอล แพลตฟอร์มคอนเทนต์ออนไลน์มีผู้ใช้งานเติบโตสูง ตลาดโฆษณาได้ย้ายไปบนแพลตฟอร์มนี้โดยเฉพาะโซเชียลมีเดีย จำนวนบุคลากรมีจำนวนราว 8.7 หมื่นคน เพิ่มขึ้นจากปี 2019 ที่ 17.9% โดยส่วนใหญ่อยู่ในธุรกิจ e-Logistics

**Exhibit 15: มูลค่าการใช้จ่ายด้านไอทีสำหรับแต่ละหมวดธุรกิจมีดังนี้**



Note: ส่วนด้านไอทีของซอฟต์แวร์ระดับองค์กรและบริการทางด้านไอทีซึ่งเป็นส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของบริษัท  
Sources: การ์ทเนอร์ : Enterprise IT Spending by Vertical Industry Market, Worldwide, 2020-2026, 2Q22

**Exhibit 16: สัดส่วนการใช้จ่ายด้านไอทีสำหรับแต่ละหมวดธุรกิจมีดังนี้**



Note: ส่วนด้านไอทีของซอฟต์แวร์ระดับองค์กรและบริการทางด้านไอทีซึ่งเป็นส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของบริษัท  
Sources: การ์ทเนอร์ : Enterprise IT Spending by Vertical Industry Market, Worldwide, 2020-2026, 2Q22

## กลุ่มสถาบันการเงินเป็นกลุ่มที่เห็นการลงทุนดิจิทัลมากที่สุด

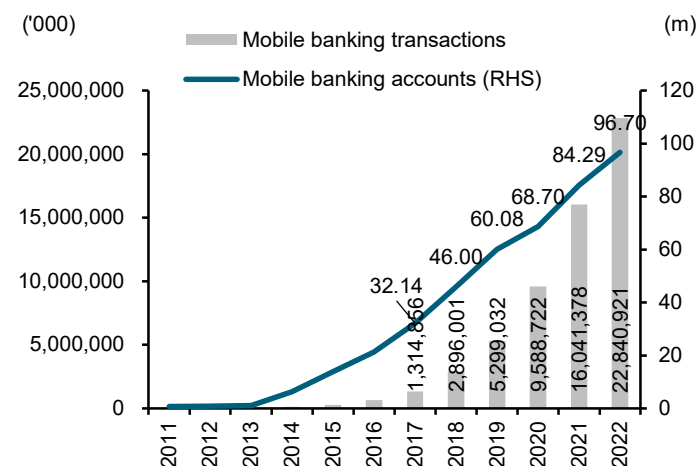
จากข้อมูลบริษัท จะพบว่ากลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัย และธุรกิจประกันชีวิต เป็นกลุ่มที่มีการใช้บริการจากทางบริษัทในแง่รายได้มากที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับภาพอุตสาหกรรมที่สะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มสถาบันการเงิน เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนในการใช้จ่ายและลงทุนด้าน ไอที มากที่สุดโดยมีสัดส่วนสูงถึง 30% ทั้งทางอุตสาหกรรมด้านพลังงานที่เป็นอันดับสองค่อนข้างมาก

### ยอดการใช้ Mobile Banking เติบโตอย่างก้าวกระโดด

การที่กลุ่มสถาบันการเงินมุ่งเน้นการลงทุนและพัฒนาด้านดิจิทัลและมีการปรับตัวเข้าสู่ยุค Digital transformation มากที่สุดในอุตสาหกรรมจนทำให้เป็นกลุ่มที่มีการใช้จ่ายด้านไอทีมากที่สุด โดยมีสัดส่วนที่ 30% ของตลาด เราเชื่อว่าสาเหตุสำคัญมาจากพฤติกรรมการใช้บริการกลุ่มสถาบันการเงินของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปในปัจจุบัน ผู้บริโภคสามารถทำธุรกรรมทางการเงินผ่านโทรศัพท์มือถือได้เกือบทุกบริการที่กลุ่มสถาบันการเงินมี ทำให้การเติบโตด้าน Online service และ Mobile banking มีการเติบโตเป็นอย่างมาก ซึ่งทำให้เกิดการแข่งขันด้านคุณภาพการให้บริการอย่างรุนแรง กลุ่มสถาบันการเงินจึงมีการลงทุนและพัฒนาระบบการให้บริการต่างๆอย่างต่อเนื่อง เพื่อตอบสนองความต้องการและพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป

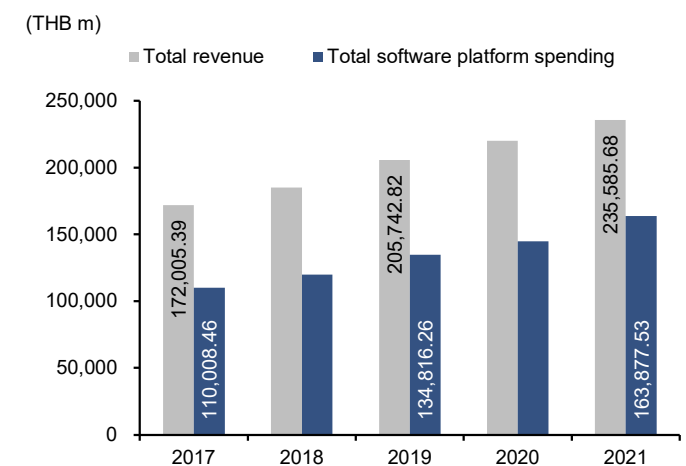
โดยรวมจากรายงานของธนาคารแห่งประเทศไทย จำนวนผู้ใช้ธนาคารออนไลน์ในมือถือเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประชาชนเริ่มเปิดบัญชีธนาคารออนไลน์ (Mobile Banking) สำหรับโอนเงิน เติมเงิน และชำระเงินในชีวิตประจำวันมากขึ้น โดยในปี 2022 จำนวนบัญชีธนาคารออนไลน์ในมือถือของลูกค้ำมีจำนวน 60.1 ล้านบัญชีในปี 2019 จากจำนวน 0.7 ล้านบัญชีในปี 2011 โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ (CAGR) อยู่ที่ร้อยละ 74.3 ขณะเดียวกันในช่วง ระหว่างปี 2011-2019 จำนวนธุรกรรมผ่านธนาคารออนไลน์ในมือถือของลูกค้ำมีจำนวน 4.9 พันล้านครั้งในปี 2019 จากจำนวน 19 ล้านครั้งในปี 2011 โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ (CAGR) อยู่ที่ร้อยละ 99.1 โดยหลักเกิดจากธนาคาร ต่าง ๆ มุ่งเน้นการพัฒนาแอปพลิเคชันที่ใช้งานง่าย สะดวก ปลอดภัย และรองรับธุรกรรมหลากหลายประเภทมากขึ้น อีกทั้งธุรกรรมส่วนใหญ่ไม่เสียค่าธรรมเนียมตั้งแต่การประกาศลดค่าธรรมเนียมการโอนเงินของธนาคารพาณิชย์ในปี 2018

Exhibit 17: จำนวนผู้ใช้ mobile banking



Source: Bank of Thailand

Exhibit 18: เปรียบเทียบรายได้รวมและมูลค่าซอฟต์แวร์รวมรายปีของบริษัทในตลาด



Source: Digital Economy Promotion Agency (Depa)

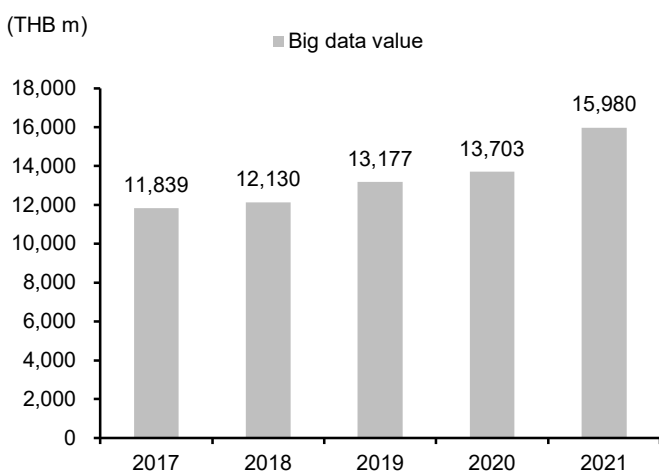
## แนวโน้มมูลค่าตลาด Big Data และ Data Analytics ของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Big Data และ Data Analytics เป็นเทคโนโลยีที่เกิดขึ้นในยุคที่ให้ความสำคัญกับการใช้ประโยชน์จากข้อมูลและจะถูกนำไปใช้ในอุตสาหกรรมต่างๆ ในการศึกษารูปแบบและพฤติกรรมของผู้ใช้งานมากขึ้น เพื่อปรับปรุงการทำธุรกิจให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

สำหรับประเทศไทย การลงทุนใน Data Analytics มีแนวโน้มที่จะถูกขับเคลื่อนโดยภาคการธนาคารและอุตสาหกรรมโทรคมนาคม โดยมูลค่าของตลาด Data Analytics ในประเทศไทยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 2.8 หมื่นล้านบาทในปี 2018 เป็น 9.2 หมื่นล้านบาทในปี 2025 ที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) อยู่ที่ 18.3%

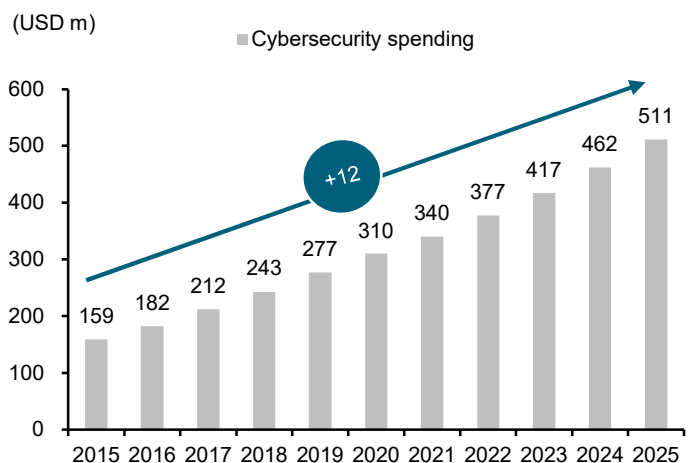
ข้อมูลจาก สำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล หรือ Digital Economy Promotion Agency (Depa) ระบุว่า ตลาด Big Data ในประเทศไทยมีขนาดสูงถึง 1.6 หมื่นล้านบาท ในปี 2021 และเป็นการเติบโตจากปีก่อนหน้าถึง 17% ซึ่งถือว่าสูงกว่าการเติบโตเฉลี่ย 4 ปี ย้อนหลัง (CAGR 2017-2021) ที่เพียง 8% เท่านั้น สะท้อนให้เห็นว่า ถึงแม้ตลาด Big Data จะมีขนาดที่ใหญ่มากแล้วในปัจจุบัน แต่ก็ยังมีโอกาสเติบโตได้ต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุมาจากการขยายตัวของธุรกิจดิจิทัล ประกอบกับพฤติกรรมผู้บริโภคที่หันมาใช้ดิจิทัลมากขึ้น ทำให้ปริมาณข้อมูลมีจำนวนมากขึ้น โดยจากรายงาน Frost & Sullivan คาดการณ์ว่าปริมาณข้อมูลจะเติบโตจาก 33 เซตตะไบต์ ในปี 2018 เพิ่มขึ้นเป็น 175 เซตตะไบต์ ในปี 2025 ด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) อยู่ที่ 61% ซึ่งข้อมูลปริมาณมหาศาลส่งผลให้องค์กรต่างๆ มีความจำเป็นต้องลงทุนในฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์ที่รองรับการเก็บ และประมวลผลข้อมูล รวมทั้งการว่าจ้างที่ปรึกษาในการออกแบบระบบการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบกับการที่องค์กรต่างๆ ให้ความสำคัญเกี่ยวกับการเข้าถึงข้อมูลลูกค้ามากขึ้น ทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลที่แม่นยำสามารถสร้างผลประโยชน์ที่ดีแก่องค์กรต่างๆ จึงส่งผลให้ธุรกิจบิ๊กดาต้ามีแนวโน้มเติบโตสูง โดยห้าอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มลงทุนในธุรกิจบิ๊กดาต้า (Big data) มากที่สุด ได้แก่กลุ่มสถาบันการเงิน โทรคมนาคม กลุ่มการผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ และกลุ่มการบริการวิชาชีพ

Exhibit 19: มูลค่า Big Data จำแนกตามปี



Source: Digital Economy Promotion Agency (Depa)

Exhibit 20: ค่าใช้จ่ายด้านความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์ของประเทศไทย



Sources: Frost & Sullivan, IDC, Gartner

## Cybersecurity มีความจำเป็นมากขึ้น

เทคโนโลยีด้านการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ใช้งานอินเทอร์เน็ตทั่วโลก ปรากฏการณ์เหล่านี้ไม่เพียงแต่ส่งผลในแง่บวกต่อสังคมและธุรกิจต่างๆ แต่ยังส่งผลกระทบต่อในแง่ลบ โดยเฉพาะประเด็นด้านความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์และประเด็นด้านความเป็นส่วนตัวของโลกออนไลน์ การโจมตีในโลกไซเบอร์มีวิวัฒนาการอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันมีการพัฒนาให้สามารถโจมตีเทคโนโลยีที่หลากหลายตั้งแต่โทรศัพท์มือถือไปจนถึงเครือข่ายคลาวด์ ด้วยเหตุนี้ การโจมตีทางไซเบอร์จึงสามารถเกิดขึ้นได้ในบริเวณกว้างตั้งแต่ระหว่าง องค์กร ระหว่างประเทศ ไปจนถึงระหว่างภูมิภาค โดยมีตัวอย่างเหตุการณ์การโจมตี อาทิ การโจมตีเรียกค่าไถ่ข้อมูล Wannacry Malware

ค่าใช้จ่ายด้านความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์ของประเทศไทย คาดว่าจะเพิ่มระดับขึ้นจนมีมูลค่าถึง 511 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ภายในปี 2025 จาก 159 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2015 ด้วยอัตราการเติบโตต่อปีที่ร้อยละ 12 นับเป็นการเพิ่มค่าใช้จ่ายความมั่นคงปลอดภัยไซเบอร์ต่อประชากรมากกว่า 3 เท่า เป็น 7.4 ดอลลาร์สหรัฐ ภายในปี 2025 จากเดิมที่ 2.3 ดอลลาร์สหรัฐในปี 2015

## สภาวะการแข่งขัน

หนึ่งในบริษัทที่มีบริการด้านเทคโนโลยีครอบคลุมมากที่สุดใอุตสาหกรรม

ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีในประเทศไทย แม้จะมีผู้ประกอบการรายอื่นหลายรายที่ให้บริการ แต่จากการที่ลักษณะธุรกิจของบริษัท ที่เป็นผู้ให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัล ซึ่งครอบคลุมกลุ่มโซลูชันที่มีความหลากหลายส่งผลให้บริษัทฯ มีคู่แข่งทางตรงจำนวนไม่มากนัก

### Exhibit 21: เปรียบเทียบบริการของบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน

Company name	Solution services					Distribution	Software platform
	Cyber security	Cloud & Data center	Data & Analytics	Digital Business & Application	Managed Tech services		
<b>GABLE</b>							
MFEC							
AIT							
MSC							
BE8							
BBIK							
IIG							
NETBAY							

Source: FSSIA compilation

จากรายละเอียดการให้บริการโซลูชันของคู่แข่งแต่ละรายตามตารางข้างต้นทำให้เห็นว่า บริษัทถือว่าเป็นหนึ่งในผู้ให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัลที่มีโซลูชันที่หลากหลายพร้อมตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบครัน

ยิ่งไปกว่านั้นธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่บริษัทมุ่งเน้นในอนาคต ถือว่ามีขนาดใหญ่กว่าบริษัทอื่นๆในตลาดที่มีบริการธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มเหมือนกันแต่มีสัดส่วนรายได้ในปริมาณที่น้อยมากเมื่อเทียบกับรายได้รวมของบริษัทนั้นๆ

### อัตรากำไรสุทธิอยู่ในระดับที่ดี

เนื่องด้วยธุรกิจหลักของบริษัทคือธุรกิจโซลูชันทำให้มีอัตรากำไรค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับบริการด้านดิจิทัลอื่นๆ แต่หากเปรียบเทียบกับบริษัทในอุตสาหกรรมที่เน้นธุรกิจโซลูชันแบบเดียวกัน GABLE นับว่าเป็นบริษัทที่มีรายได้และอัตรากำไรสุทธิอยู่ในระดับที่ดี ใกล้เคียงกับอุตสาหกรรม โดยหากเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีรายได้เกิน 1 พันล้านบาทต่อปี GABLE จะเป็นบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิสูงเป็นอันดับที่สองในอุตสาหกรรม

### Exhibit 22: เปรียบเทียบรายได้และกำไรของบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน

Company name	Revenue (THB m)	Net profit (THB m)	Net profit margin (%)
<b>GABLE</b>	<b>4,731</b>	<b>267</b>	<b>5.6</b>
MSC	9,452	245	2.6
AIT	6,727	542	8.1
MFEC	5,453	235	4.3
IIG	959	84	8.7
BE8	811	139	17.1
BBIK	568	127	22.4
NETBAY	462	170	36.8

Sources: FSSIA compilation

## จุดเด่นของบริษัท

### 1. มุ่งเน้นธุรกิจ Software Platform ที่มีอัตรากำไรเติบโตดี

ในปัจจุบัน บริษัทมีซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่เป็นเจ้าของและพร้อมให้บริการแก่ลูกค้าจำนวน 3 แพลตฟอร์ม ได้แก่ 1) แพลตฟอร์มด้านการตลาดดิจิทัล (Marketing Technology) 2) แพลตฟอร์มสำหรับจัดการข้อมูล Big Data และ 3) แพลตฟอร์มสำหรับบริหารจัดการพื้นที่เช่า แพลตฟอร์มสำหรับกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (PropTech) และแพลตฟอร์มสำหรับบริหารระบบงานด้วย Microsoft Power

หนึ่งในกลยุทธ์สำคัญในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัทคือการพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มเพื่อสร้างรายได้และอัตรากำไรที่สูงขึ้น ด้วยความสำเร็จที่ผ่านมาของกลุ่มธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มซึ่งสามารถสร้างอัตราการเติบโตของรายได้เฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของรายได้ที่สูงถึง 32% ในระหว่างปี 2020-2022 และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญในการสร้างความแตกต่างทางการแข่งขันของกลุ่มบริษัท ที่เหนือกว่าคู่แข่งที่ประกอบธุรกิจในกลุ่มเดียวกัน ในปี 2023 นี้ บริษัทพัฒนาซอฟต์แวร์สำหรับให้บริการด้าน E-Tax Invoice เพื่อรองรับการขยายตัวของธุรกรรมด้านดิจิทัลที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งได้เปิดตัวในเดือนกุมภาพันธ์ 2023

เรามองว่ากลยุทธ์ดังกล่าวเป็นจุดแข็งของบริษัท เนื่องจากธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มเป็นธุรกิจที่มีความท้าทาย จำเป็นต้องพัฒนาและลงทุนในช่วงเริ่มต้นค่อนข้างสูง ก่อนที่จะมีซอฟต์แวร์ที่สามารถพร้อมให้บริการกับลูกค้าได้ ยิ่งไปกว่านั้น ธุรกิจนี้ยังคงต้องแข่งขันกับผู้พัฒนาทั้งจากในและต่างประเทศที่ถือว่ามีความเชี่ยวชาญและขีดจำกัดที่สูงกว่า แต่บริษัทสามารถสร้างการเติบโตในธุรกิจนี้ได้อย่างต่อเนื่องตลอด 4 ปีที่ผ่านมา และสามารถสร้างการเติบโตและมีอัตรากำไรขั้นต้นในระดับที่สูงและยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปกติแล้วเรามองว่าธุรกิจนี้จำเป็นต้องใช้การลงทุนในช่วงแรกที่สูงและอาจจะทำให้ธุรกิจขาดทุนได้ในช่วงเริ่มต้น ธุรกิจดังกล่าว เป็นธุรกิจที่มีต้นทุนคงที่ค่อนข้างสูง แต่จะมีต้นทุนผันแปรที่ค่อนข้างต่ำ ทำให้บริษัทสามารถสร้างอัตรากำไรได้ค่อนข้างสูงหากสามารถนำซอฟต์แวร์ไปให้บริการลูกค้าได้มากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น การใช้บริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มของลูกค้าจำเป็นต้องมีการจ่ายค่าบริการอย่างต่อเนื่องโดยตลอดเพื่อที่จะใช้บริการได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้เกิดรายได้ที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง Recurring income ที่ถือว่าเป็นสิ่งสำคัญต่อธุรกิจของบริษัทเป็นอย่างมาก

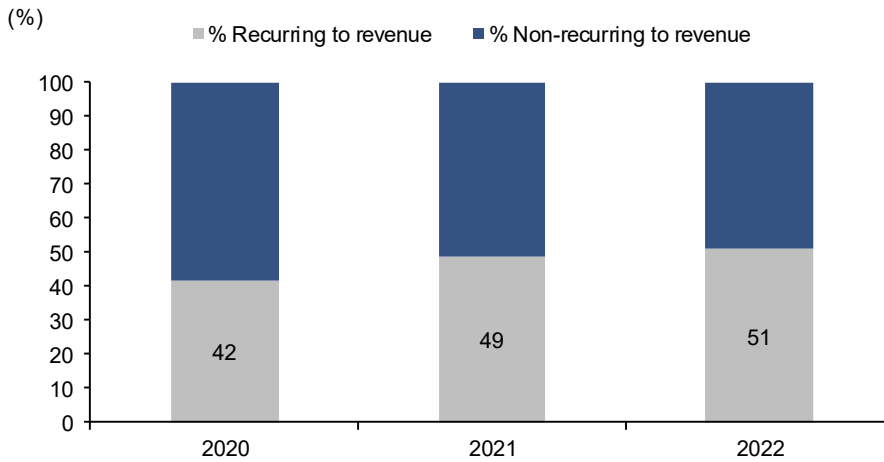
ยิ่งไปกว่านั้น หนึ่งในวัตถุประสงค์ในการนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งนี้ของบริษัทคือการนำเงินไปลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเราเชื่อว่าจะเป็นการลงทุนในธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม (Software Platform) ที่เป็นเป้าหมายหลักในการเติบโตของบริษัทในอนาคต

### 2. Recurring income อยู่ในระดับที่สูง

ปัจจุบันกลุ่มบริษัทฯ มีรายได้จากการให้บริการที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง (Recurring Income) ประกอบด้วย รายได้จากบริการบำรุงรักษา รายได้จากบริการในลักษณะเช่าใช้ (Software as a Service : SaaS) และรายได้จากการให้บริการบุคลากรด้านระบบสารสนเทศ ซึ่งรายได้ในส่วนนี้จะถูกทยอยรับรู้รายได้ตลอดระยะเวลาสัญญาการบริการ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามการให้บริการโซลูชันที่ติดตั้งใหม่ในแต่ละปี และโดยส่วนใหญ่เมื่อลูกค้ามีการติดตั้งโซลูชันแล้ว ก็จะใช้งานอย่างต่อเนื่อง โอกาสที่จะเปลี่ยนไปใช้โซลูชันจากผู้ให้บริการรายอื่นจะเป็นไปได้ยาก ส่งผลให้รายได้ในส่วนนี้เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องจากจำนวน 2,150 ล้านบาท ในปี 2020, จำนวน 2,415 ล้านบาทในปี 2021 และ 2,397 ล้านบาทในปี 2022

คิดเป็นสัดส่วน 42%, 49% และ 51% ของรายได้จากการขายและบริการ ตามลำดับ และคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5.6% ต่อปี

### Exhibit 23: สัดส่วนรายได้ Recurring income



Source: GABLE

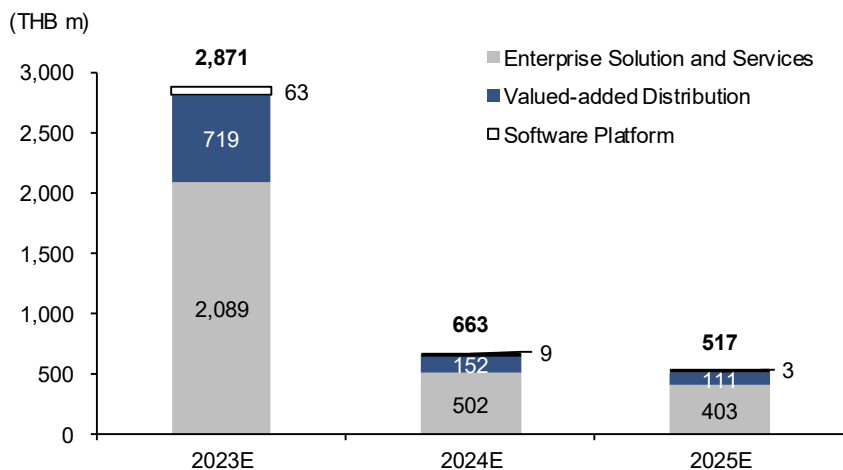
### 3. ปริมาณ Backlog ที่สูง

ในปี 2022 บริษัทมี Backlog อยู่ที่ 4.1 พันล้านบาทในปี 2022 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่สูงเตรียมพร้อมสำหรับการเติบโตในอนาคตได้ ดังนั้นการลดลงของรายได้ในช่วง 2 ปีก่อนหน้านี้ไม่ถือว่าเป็นประเด็นที่น่ากังวล เพราะปริมาณ backlog ที่ยังคงแข็งแกร่ง

ยิ่งไปกว่านั้น บน Backlog ของบริษัทที่ 4.1 พันล้านบาทในปัจจุบัน จะมีการรับรู้เป็นรายได้ของบริษัทในปี 2023 ที่ 2.9 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 61% ของรายได้ของบริษัทในปี 2022 ไปแล้ว และเรายังอยู่ในช่วงต้นปีเท่านั้น ซึ่งทำให้เราเชื่อว่า บริษัทจะยังสามารถหางานอื่นๆ เพิ่มเติมได้อย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ เพื่อสร้างรายได้ให้เติบโตไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ได้

ในขณะที่ธุรกิจที่กำลังเติบโตอย่างโดดเด่นอย่างธุรกิจซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มเองก็มี Backlog ที่รอรับรู้ในปี 2023 นี้ถึง 63 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็น 86% ของรายได้บนธุรกิจนี้ในปี 2022 แล้วอีกด้วย

### Exhibit 24: Backlog ในปี 2023 ที่คาดว่าจะรับรู้ในแต่ละปี



Source: GABLE



## ความเสี่ยง

### ความเสี่ยงจากการแข่งขันทางธุรกิจ

ธุรกิจให้บริการโซลูชันระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและดิจิทัลซึ่งเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง โดยผู้ประกอบการแต่ละรายต่างพยายามสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งเพื่อให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขัน ไม่ว่าจะเป็นการเข้าร่วมเป็นพันธมิตรกับผู้พัฒนาเทคโนโลยีที่ได้รับการยอมรับในระดับโลกเพื่อเข้าถึงเทคโนโลยีที่ทันสมัย รวมถึงการพัฒนาโซลูชันของตนเองเพื่อตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้า ตลอดจนการแข่งขันด้านราคาเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดของตนเอง ซึ่งอาจส่งผลให้การแข่งขันในธุรกิจนี้เพิ่มสูงขึ้น และกระทบต่อการดำเนินงานและความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มบริษัท

เรามองว่าบริษัทต่างๆในตลาดจะต้องอาศัยความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับเทคโนโลยีดิจิทัลที่จะสามารถออกแบบและพัฒนาโซลูชันได้ตรงตามความต้องการของลูกค้า รวมถึงต้องมีความพร้อมทั้งทางด้านเทคโนโลยีและบุคลากร เพื่อที่จะสามารถส่งมอบโซลูชันให้กับลูกค้าได้ตามระยะเวลาที่วางแผนไว้ ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทคือผู้ประกอบการที่มีศักยภาพในการให้บริการดิจิทัลโซลูชันที่ครบวงจร และมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่มบริษัท มีจำนวนไม่มาก

ยิ่งไปกว่านั้น บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำของผู้ให้บริการดิจิทัลโซลูชัน โดยเป็นพันธมิตรกับเจ้าของผลิตภัณฑ์ซึ่งเป็นบริษัทเทคโนโลยีของเทคโนโลยีชั้นนำระดับโลกมากกว่า 100 ราย ประกอบกับมีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีสาขาต่างๆ มากกว่า 1,465 คน

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้จำหน่ายผลิตภัณฑ์

กลุ่มธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value-added Distribution) ซึ่งดำเนินการโดย FLG บริษัทย่อยของบริษัทฯ ที่เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศแบบเพิ่มมูลค่า (Value-added Distributor) ให้กับ Oracle ซึ่งเป็นผู้พัฒนาเทคโนโลยีสำหรับการใช้งานในระดับองค์กรซึ่งเป็นที่รู้จักและได้รับการยอมรับจากผู้ใช้งานทั่วโลกมาแล้วยาวนาน โดยสัญญาฉบับปัจจุบันได้สิทธิในการเป็นตัวแทนจำหน่ายเป็นระยะเวลา 3 ปี เริ่มตั้งแต่วันที่ 15 สิงหาคม 2022 ถึงวันที่ 15 กรกฎาคม 2025 หากในอนาคต Oracle มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางธุรกิจ (Business Model) หรือ FLG ถูกยกเลิกสัญญาการเป็นตัวแทนจำหน่าย หรือไม่ได้รับการต่อสัญญา หรืออาจมีการเพิ่มหรือลดตัวแทนจำหน่าย อาจส่งผลกระทบต่อรายได้และผลประกอบการของกลุ่มบริษัท อย่างมีนัยสำคัญ

กลุ่มบริษัท มีความสัมพันธ์ที่ดีกับ Oracle มาโดยตลอด โดย FLG เป็นหนึ่งในตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ Oracle ในประเทศไทยที่มีทั้งหมด 4 รายและได้รับสิทธิในการเป็นตัวแทนจำหน่าย Oracle ในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องมากกว่า 12 ปี ตั้งแต่ปี 2010 เป็นต้นมา นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทฯ ยังมีนโยบายสร้างความสัมพันธ์ในระยะยาวกับเจ้าของผลิตภัณฑ์ อีกทั้ง FLG มีการสร้างและรักษาความสัมพันธ์อันดีกับกลุ่ม Oracle มาโดยตลอดตลอด มีการพัฒนาปรับปรุงกระบวนการทำงานได้ตามมาตรฐานที่ Oracle กำหนด รวมทั้งสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดและเงื่อนไขที่ระบุไว้ในสัญญาอย่างครบถ้วน

### ความเสี่ยงจากความไม่สม่ำเสมอของรายได้

จากการที่ลักษณะงานของกลุ่มบริษัท เป็นการดำเนินการในลักษณะโครงการ โดยในปี 2020-2022 กลุ่มบริษัทฯ มีรายได้จากงานโครงการคิดเป็นสัดส่วน 58% 51% และ 49% ตามลำดับ ของรายได้จากการขายและให้บริการของกลุ่มบริษัทฯ ตามลำดับ ดังนั้น กลุ่มบริษัทฯ จึงมีความเสี่ยงจากความไม่สม่ำเสมอของรายได้ หากกลุ่มลูกค้าปัจจุบันไม่มีแผนลงทุนในโครงการใหม่อย่างต่อเนื่อง หรือกลุ่มบริษัทฯ ไม่สามารถหาลูกค้ารายใหม่เพิ่มได้ทันเวลา รวมถึงการชะลอการว่าจ้างงานหรือการที่ลูกค้าขอยกเลิกงาน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจ ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทฯ

ตามที่เราได้กล่าวไปข้างต้นในส่วนของจุดเด่นของบริษัท เรายังมองว่าการเติบโตของด้านสัดส่วนรายได้ Recurring และปริมาณ Backlog ที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี จะเป็นตัวแปรสำคัญที่ช่วยลดความเสี่ยงด้านความไม่สม่ำเสมอของรายได้ได้ นอกจากนี้ แผนธุรกิจของบริษัทที่มุ่งเน้นด้านธุรกิจให้บริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม ที่มีเป็นธุรกิจที่สามารถสร้างรายได้แบบ Recurring จะช่วยให้บริษัทยังคงมีเสถียรภาพในการรักษาระดับรายได้และเติบโตได้ต่อเนื่องในอนาคต

### ความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

กลุ่มบริษัทฯ มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนจากการที่ผลิตภัณฑ์บางส่วนของบริษัทฯ จะต้องสั่งซื้อจากบริษัทผู้ผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (USD) โดยในปี 2020-2022 กลุ่มบริษัทฯ มีการสั่งซื้อสินค้าที่ต้องชำระเป็นเงินตราต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 21% ร้อยละ 22% และร้อยละ 14% ของมูลค่าการสั่งซื้อสินค้ารวม

ในขณะที่รับรายได้จากการขายและให้บริการเป็นสกุลเงินบาท ส่งผลให้กลุ่มบริษัทฯ มีภาระผูกพันในการชำระเงินในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศ ดังนั้น ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน กรณีที่เงินสกุลดอลลาร์แข็งค่าขึ้น อาจส่งผลให้ต้นทุนของกลุ่มบริษัทฯ ปรับสูงขึ้น จึงอาจส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท

อย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายในการกำหนดราคาโดยคำนึงถึงความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะช่วยให้กลุ่มบริษัทฯ สามารถกำหนดราคาได้อย่างเหมาะสมและสอดคล้องกับต้นทุนของโครงการได้ในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทฯ จะมีการติดตามข่าวสารและความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศอย่างใกล้ชิดและจะพิจารณาที่จะป้องกันความเสี่ยงด้วยการซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) ตามสถานการณ์และความจำเป็น โดย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2022 กลุ่มบริษัทฯ มีวงเงินสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) รวม 1,222 ล้านบาท (อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2022 ที่ 34.55 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ) ทั้งนี้ ในปี 2020-2022 กลุ่มบริษัทฯ มีผลกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนมาโดยตลอดอีกด้วย

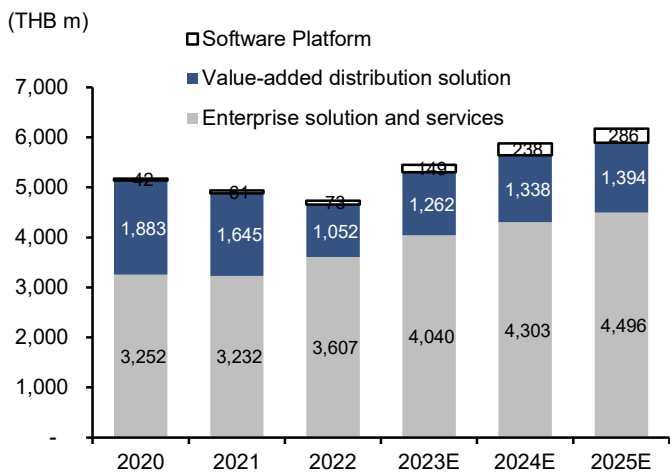
## วิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอนาคต

### คาดการณ์รายได้เติบโตต่อเนื่องในปี 2023

เราคาดว่าบริษัทจะยังคงศักยภาพในการเติบโตในปี 2023 นี้ได้อย่างต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยสำคัญที่เราได้กล่าวไปแล้วข้างต้นเช่น 1) การมุ่งเน้นขยายการเติบโตด้านธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม 2) ตลาดยังคงมีความต้องการการให้บริการด้านดิจิทัลอย่างต่อเนื่อง และ 3) ปริมาณ Backlog ที่สูง

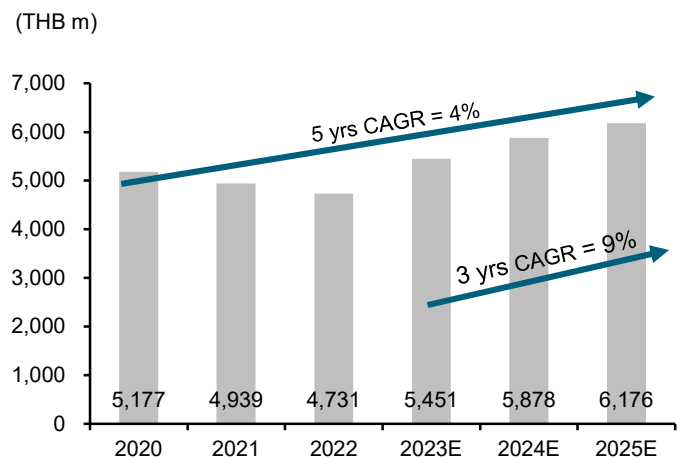
ด้วยปัจจัยบวกดังกล่าว ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะมีรายได้ในปี 2023 เติบโตเป็น 5,451 ล้านบาท (+15% y-y) ซึ่งถือว่าเป็นสถิติสูงสุดใหม่ของบริษัทและเป็นการเติบโตก้าวกระโดดเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานในอดีต เรามองว่าธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มจะเป็นธุรกิจที่มีโอกาสเติบโตโดดเด่นที่สุดโดยคาดการณ์รายได้เติบโตเท่าตัวจาก 73 ล้านบาทเป็น 149 ล้านบาท (+105% y-y) ในขณะที่ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร และธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม จะเติบโตที่ระดับ 12% และ 20% ตามลำดับ ยิ่งไปกว่านั้น ในระยะกลาง เรายังเชื่อว่าบริษัทจะรักษาระดับการเติบโตได้อย่างต่อเนื่องตลอดไปจนถึงปี 2025 ที่ 6,176 ล้านบาท หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 3 ปี ที่ 9%

### Exhibit 25: คาดการณ์รายได้ตามรายธุรกิจ



Sources: GABLE; FSSIA estimates

### Exhibit 26: คาดการณ์รายได้



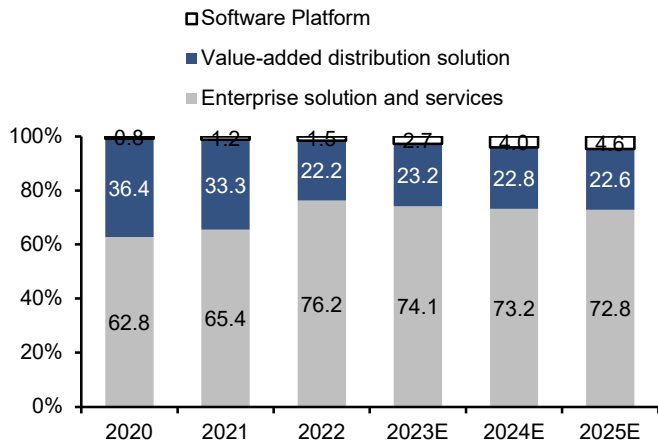
Sources: GABLE; FSSIA estimates

### คาดการณ์กำไรดีขึ้นตามลำดับ

เนื่องด้วยเรามองว่าธุรกิจที่มีรายได้เป็นส่วนใหญ่ของบริษัทอย่าง ธุรกิจให้บริการโซลูชันระดับองค์กร และธุรกิจโซลูชันที่เป็นตัวแทนจำหน่ายและสร้างมูลค่าเพิ่ม ก่อนข้างเป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรที่ค่อนข้างคงที่ ไม่ผันแปรตามการเติบโตของรายได้มากนัก เราจึงประเมินอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023 ของบริษัท ด้วยมุมมองอนุรักษ์นิยม ที่ระดับ 21.6% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 21.2% ในปีก่อน การเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่ได้รับแรงบวกจากการเติบโตของธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงอย่างธุรกิจธุรกิจพัฒนาซอฟต์แวร์แพลตฟอร์ม ที่คาดว่าจะเติบโตได้โดดเด่น และมีสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นจากเพียง 1.5% ของรายได้รวมในปี 2022 มาเป็น 2.7% ในปี 2023

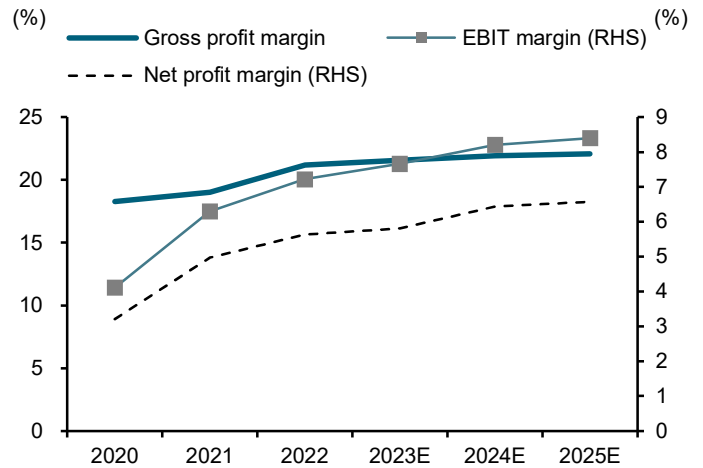
และเรามองว่าธุรกิจดังกล่าวจะมีสัดส่วนรายได้ต่อรายได้รวมของบริษัทเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเป็นแรงสำคัญที่เพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทได้ในอนาคต

**Exhibit 27: คาดการณ์สัดส่วนรายได้รายธุรกิจ**



Sources: GABLE; FSSIA estimates

**Exhibit 28: คาดการณ์อัตรากำไร**



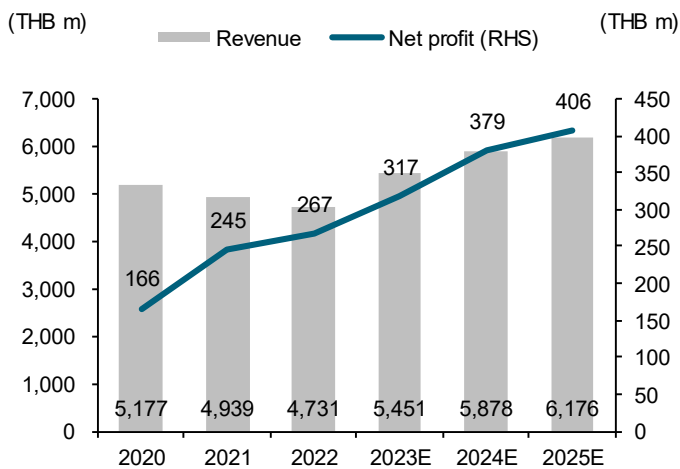
Sources: GABLE; FSSIA estimates

**กำไรเติบโตก้าวกระโดด**

ณ สิ้นปี 2022 บริษัทมีหนี้สินเงินกู้ที่ 678 ล้านบาท เราเชื่อว่าบริษัทจะนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งนี้บางส่วนมาชำระคืนเงินกู้ ซึ่งคาดว่าจะทำการคืนเงินกู้แล้วเสร็จในช่วงกลางปีนี้ โดยอาจจะทำให้บริษัทมีภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2023 เราคาดว่าบริษัทจะมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ 19 ล้านบาท ก่อนที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะลดลงสู่ระดับปกติเหมือนในอดีตในปี 2024 เป็นต้นไป

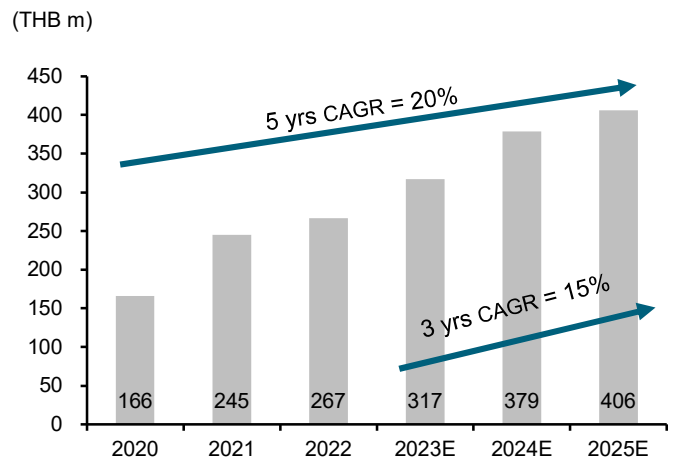
โดยสรุป ด้วยการเติบโตของรายได้ และการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยของอัตรากำไรขั้นต้น ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิในปี 2023 ที่ 317 ล้านบาท คิดเป็นการเติบโตที่สูงถึง 19% y-y ซึ่งในระยะยาวเรายังมองว่าบริษัทจะยังคงรักษาศักยภาพในการเติบโตของกำไรได้อย่างต่อเนื่อง โดยเราประเมินการเติบโตของกำไรเฉลี่ยในอีก 3 ปีข้างหน้าที่ระดับ 15% ถึงแม้ว่าอาจจะเป็นระดับสูงหากเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท แต่เราเชื่อว่าด้วยสภาพตลาดที่มีการเติบโตแบบทวีคูณ (exponential growth) และการขยายตัวของธุรกิจของบริษัท ทั้งในด้านธุรกิจใหม่ จะช่วยให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงและแข็งแกร่ง

**Exhibit 29: คาดการณ์รายได้และกำไร**



Sources: GABLE; FSSIA estimates

**Exhibit 30: คาดการณ์กำไร**



Sources: GABLE; FSSIA estimates

## การประเมินมูลค่า

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมสำหรับบริษัท GABLE ในปี 2023 ที่ราคา 9 บาท ด้วยวิธี P/E multiple และ Discount cash flow (DCF)

1. วิธี P/E multiple ได้ราคาเหมาะสมที่ 9 บาท เราเลือกใช้ระดับ P/E ที่ 20 เท่า เทียบกับ EPS ในปี 2023 ที่ 0.45 บาท เราอ้างอิงระดับ P/E ที่ 20 เท่าด้วยการเปรียบเทียบอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่มีระดับ P/E ที่ค่อนข้างสูงถึง 30 เท่า ทำให้ระดับ P/E ที่ 20 เท่าถือว่าต่ำกว่าอุตสาหกรรม ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบบริษัทที่ทำธุรกิจในลักษณะที่ใกล้เคียงกันกับบริษัทมากที่สุดอย่าง Advanced Information Technology (AIT TB, NR) หรือ MFEC+ (MFEC TB, NR) ก็ถือว่าอยู่ในระดับเดียวกันใกล้เคียงกันที่ 15 เท่า แต่ GABLE มีบริการด้านธุรกิจบริการซอฟต์แวร์แพลตฟอร์มที่มีโอกาสการเติบโตสูงกว่าบริการโซลูชัน

นอกจากนี้ เรามองว่าระดับ P/E ที่ 20 เท่า นั้นถือว่าเหมาะสมกับการเติบโตของบริษัท เนื่องจากเติบโตของกำไรของบริษัทในปี 2023 นั้นเราคาดว่าจะอยู่ที่ 19% ทำให้ค่า PEG ratio อยู่ที่ 1.05 เท่า นอกจากนี้ ในด้านการเติบโตเฉลี่ยของกำไรระยะยาวใน 3 ปี (3-year CAGR) ข้างหน้าของบริษัทนั้นจะมียังคงอยู่ในระดับที่สูง ที่ 15% ต่อปี ไปจนถึงปี 2025 ทำให้ระดับ PEG ratio อยู่ที่ 1.33 เท่า

### Exhibit 31: การประเมินมูลค่าด้วยวิธี P/E

		P/E (x)				
		16	18	20	22	24
2023 EPS (THB)	0.36	5.80	6.52	7.24	7.97	8.69
	0.41	6.52	7.33	8.15	8.96	9.78
	0.45	7.24	8.15	9.06	9.96	10.87
	0.50	7.97	8.96	9.96	10.96	11.95
	0.54	8.69	9.78	10.87	11.95	13.04

Sources: FSSIA estimates

### Exhibit 32: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นกับบริษัทในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน

Company	BBG	Market Cap (USD m)	PE		ROE		PBV		EV/EBITDA		Dividend	
			23E (x)	24E (x)	23E (%)	24E (%)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
Bluebik Group	BBIK TB	345	41.4	32.7	25.3	20.7	7.1	6.5	39.9	33.0	1.6	1.9
Beryl 8 Plus	BE8 TB	415	47.2	33.7	18.0	48.5	17.9	15.1	41.8	31.1	1.5	2.1
MFEC	MFEC TB	102	14.9*	n/a	(175.6)	(370.5)	10.8	22.6	11.9	n/a	n/a	5.6
Humanica	HUMAN TB	294	32.2	25.6	15.2	13.8	5.9	3.6	23.5	19.7	1.9	2.4
I&I Group	IIG TB	101	27.9	20.4	18.5	21.3	4.5	4.7	19.9	15.2	1.6	2.1
Netbay	NETBAY TB	149	24.2	24.5	41.4	39.4	9.9	9.6	19.3	18.7	4.0	3.9
Advanced Information Technology	AIT TB	228	15.8	15.0	17.7	17.7	2.0	1.9	7.3	7.3	6.2	6.5
Blueventure Group	BVG TB	95	48.0*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Metro System Corporation	MSC TB	90	3.3*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Business Online	BOL TB	245	25.2	21.7	36.6	40.4	9.1	8.6	19.6	17.8	3.4	4.0
Readyplanet	READY TB	37	55.2*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Thailand avg.</b>		<b>2,101</b>	<b>30.5</b>	<b>24.8</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(21.1)</b>	<b>8.4</b>	<b>9.1</b>	<b>22.9</b>	<b>20.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>

Note: \*อ้างอิงกำไรปี 2022

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

2. วิธี **Discount cash flow (DCF)** ได้ราคาเหมาะสมที่ **8.92 บาท** เราเลือกใช้ระดับ Terminal growth ที่ 3% สำหรับ Weighted average cost of capital (WACC) หรือต้นทุนเฉลี่ยของกิจการ เราใช้ที่ระดับ 8.99% โดยอ้างอิงระดับ Risk free rate ที่ 3% Market Rate of Return ที่ 10% และใช้ Beta ที่ระดับ 1.3 อ้างอิงระดับ Beta ของอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ย 1.37

### Exhibit 33: Beta

Company	Beta
MFEC	1.35
HUMAN	1.11
IIG	1.23
NETBAY	1.35
AIT	1.62
MSC	1.50
BOL	1.41
<b>Average</b>	<b>1.37</b>

Note: เลือกใช้ beta ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีมานานกว่าสองปีขึ้นไป

Source: Bloomberg

### Exhibit 34: การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF

		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)
EBITDA		438	501	534	592	666
(less) tax on EBIT		(80)	(96)	(103)	(115)	(131)
(less) CAPEX		(95)	(95)	(85)	(85)	(85)
decrease in working cap		(23)	76	82	107	147
Free Cash Flow		287	234	264	285	303
WACC (%)	8.59					
Terminal growth (%)	3					
PV of FCF		287	215	223	220	215
Enterprise value	4,860					
Net debt + cash	1,395					
Minority	(9)					
Equity value	6,245					
No. of shares (m)	700					
<b>Equity value / share (THB)</b>	<b>8.92</b>					

Sources: GABLE; FSSIA estimates

## Financial Statements

G-Able

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	4,939	4,731	5,451	5,878	6,176
Cost of goods sold	(3,999)	(3,728)	(4,275)	(4,591)	(4,813)
<b>Gross profit</b>	<b>940</b>	<b>1,003</b>	<b>1,175</b>	<b>1,288</b>	<b>1,363</b>
Other operating income	-	-	-	-	-
Operating costs	(682)	(703)	(801)	(852)	(893)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>328</b>	<b>366</b>	<b>438</b>	<b>501</b>	<b>534</b>
Depreciation	(71)	(66)	(63)	(65)	(64)
Goodwill amortisation	-	-	-	-	-
<b>Operating EBIT</b>	<b>257</b>	<b>300</b>	<b>374</b>	<b>436</b>	<b>469</b>
Net financing costs	(5)	(8)	(19)	(5)	(5)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	54	41	44	47	49
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>306</b>	<b>334</b>	<b>399</b>	<b>478</b>	<b>514</b>
Tax	(61)	(66)	(80)	(96)	(103)
<b>Profit after tax</b>	<b>245</b>	<b>268</b>	<b>319</b>	<b>382</b>	<b>411</b>
Minority interests	1	(2)	(2)	(3)	(5)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>245</b>	<b>267</b>	<b>317</b>	<b>379</b>	<b>406</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>245</b>	<b>267</b>	<b>317</b>	<b>379</b>	<b>406</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.47	0.51	0.45	0.54	0.58
Reported EPS	0.47	0.51	0.45	0.54	0.58
DPS	1.33	1.92	0.23	0.27	0.29
Diluted shares (used to calculate per share data)	525	525	700	700	700
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	(4.6)	(4.2)	15.2	7.8	5.1
Operating EBITDA (%)	14.4	11.7	19.5	14.3	6.6
Operating EBIT (%)	37.7	16.7	24.7	16.3	7.8
Recurring EPS (%)	47.9	8.7	(10.9)	19.5	7.2
Reported EPS (%)	47.9	8.7	(10.9)	19.5	7.2
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	19.0	21.2	21.6	21.9	22.1
Gross margin of key business (%)	-	-	-	-	-
Operating EBITDA margin (%)	6.6	7.7	8.0	8.5	8.6
Operating EBIT margin (%)	5.2	6.3	6.9	7.4	7.6
Net margin (%)	5.0	5.6	5.8	6.4	6.6
Effective tax rate (%)	(19.6)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
Dividend payout on recurring profit (%)	284.8	378.3	50.4	50.4	50.6
Interest cover (X)	59.6	43.5	22.0	96.2	100.9
Inventory days	3.4	4.4	5.2	7.3	10.4
Debtor days	54.5	64.8	66.1	63.6	64.4
Creditor days	38.5	44.9	41.7	42.1	42.6
Operating ROIC (%)	37.2	27.5	26.0	29.7	30.3
ROIC (%)	30.3	23.6	22.7	25.7	26.4
ROE (%)	13.3	18.8	17.2	14.3	14.3
ROA (%)	6.1	6.8	7.5	7.6	7.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Enterprise solution and services	3,232	3,607	4,040	4,303	4,496
Value-added distribution solution	1,645	1,052	1,262	1,338	1,394
Software Platform	61	73	149	238	286

Sources: G-Able; FSSIA estimates

## Financial Statements

G-Able

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	245	267	317	379	406
Depreciation	71	66	63	65	64
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	(19)	2	2	3	5
Change in working capital	(71)	(570)	61	(35)	(37)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>226</b>	<b>(235)</b>	<b>444</b>	<b>412</b>	<b>438</b>
Capex - maintenance	(31)	(66)	(76)	(76)	(68)
Capex - new investment	(8)	(17)	(19)	(19)	(17)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	16	7	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(23)</b>	<b>(76)</b>	<b>(95)</b>	<b>(95)</b>	<b>(85)</b>
Dividends paid	(699)	(1,009)	(160)	(191)	(205)
Equity finance	166	150	1,260	0	0
Debt finance	0	678	(678)	0	0
Other financing cash flows	(30)	(19)	3	3	3
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(563)</b>	<b>(200)</b>	<b>425</b>	<b>(188)</b>	<b>(202)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(359)</b>	<b>(511)</b>	<b>775</b>	<b>129</b>	<b>151</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	208.75	(303.20)	368.12	322.04	358.24
Free cash flow to equity (FCFE)	173.82	347.56	(325.85)	320.14	356.31

### Per share (THB)

FCFF per share	0.30	(0.43)	0.53	0.46	0.51
FCFE per share	0.25	0.50	(0.47)	0.46	0.51
Recurring cash flow per share	0.57	0.64	0.55	0.64	0.68

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	486	343	393	443	483
Less: Accumulated depreciation	(429)	(260)	(281)	(302)	(324)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>56</b>	<b>83</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>158</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>145</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>177</b>	<b>180</b>
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	1,131	620	1,395	1,524	1,674
A/C receivable	691	988	986	1,063	1,117
Inventories	39	48	72	108	162
Other current assets	1,839	1,980	2,019	2,060	2,101
<b>Current assets</b>	<b>3,700</b>	<b>3,636</b>	<b>4,471</b>	<b>4,754</b>	<b>5,054</b>
Other assets	110	145	149	154	158
<b>Total assets</b>	<b>4,012</b>	<b>4,037</b>	<b>4,908</b>	<b>5,225</b>	<b>5,551</b>
Common equity	1,700	1,133	2,551	2,738	2,939
Minorities etc.	4	7	9	12	17
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,704</b>	<b>1,140</b>	<b>2,560</b>	<b>2,751</b>	<b>2,956</b>
Long term debt	75	101	104	107	110
Other long-term liabilities	159	167	175	184	193
<b>Long-term liabilities</b>	<b>234</b>	<b>268</b>	<b>279</b>	<b>291</b>	<b>304</b>
A/C payable	442	459	504	541	567
Short term debt	28	698	20	20	20
Other current liabilities	1,605	1,472	1,545	1,622	1,704
<b>Current liabilities</b>	<b>2,074</b>	<b>2,629</b>	<b>2,069</b>	<b>2,183</b>	<b>2,291</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>4,012</b>	<b>4,037</b>	<b>4,908</b>	<b>5,225</b>	<b>5,551</b>
Net working capital	522	1,085	1,028	1,067	1,109
Invested capital	834	1,486	1,464	1,538	1,605

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

### Per share (THB)

Book value per share	3.24	2.16	3.64	3.91	4.20
Tangible book value per share	2.96	1.83	3.39	3.66	3.94

### Financial strength

Net debt/equity (%)	(60.4)	15.7	(49.6)	(50.8)	(52.2)
Net debt/total assets (%)	(25.6)	4.4	(25.9)	(26.7)	(27.8)
Current ratio (x)	1.8	1.4	2.2	2.2	2.2
CF interest cover (x)	35.8	47.4	(15.2)	68.6	73.6

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>13.7</b>	<b>12.6</b>	<b>14.1</b>	<b>11.8</b>	<b>11.0</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>19.3</b>	<b>17.7</b>	<b>19.9</b>	<b>16.6</b>	<b>15.5</b>
Reported P/E (x)	13.7	12.6	14.1	11.8	11.0
Dividend yield (%)	20.8	30.1	3.6	4.3	4.6
Price/book (x)	2.0	3.0	1.8	1.6	1.5
Price/tangible book (x)	2.2	3.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA (x) **	7.1	9.7	7.3	6.2	5.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	11.3	13.4	11.5	9.8	8.9
EV/invested capital (x)	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: G-Able; FSSIA estimates



## Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

**Rating** regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**" by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) "**AGM Checklist**" by the Thai Investors Association (TIA), a "**CAC certified member**" of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) **Sustainability Investment List (THSI)** by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

### CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)<sup>1</sup>

The **CG Score** indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the [Thai IOD website](#) in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The **five underlying categories and weighting** used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (Score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 60-69), and not rated (score below 50).

### AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)<sup>2</sup>

The "**AGM Checklist**" quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The **Checklist** contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

### CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)<sup>3</sup>

A **CAC certified member** is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification's criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member **start with** by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the **CAC Council** for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

### Sustainability Investment (THSI)<sup>4</sup> by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (**THSI**) quantifies responsibility in **Environmental**, and **Social** issues, by managing business with transparency in **Governance**. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >150 by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives' wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: **Economic** (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); **Environmental** (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); **Social** (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices<sup>5</sup> (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the **THSI list**, the SET further developed a sustainability **SETTHSI Index** in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.

Sources: [SEC](#); [Thai IOD](#); [Thai CAC](#); [SET](#); FSSIA's compilation

#### Disclaimer:

<sup>1</sup> Thai Institute of Directors Association ([Thai IOD](#)) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

<sup>2</sup> Thai Investors Association ([TIA](#)) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

<sup>3</sup> Thai Private Sector Collective Action against Corruption ([CAC](#)) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC's operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

<sup>4</sup> Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

<sup>5</sup> Dow Jones Sustainability Indices – [Wikipedia](#) – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS 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 investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

#### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close, unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

**BUY (B).** The upside is 10% or more.

**HOLD (H).** The upside or downside is less than 10%.

**REDUCE (R).** The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.