

## G-ABLE

(GABLE TB/ GABLE.BK)

### การลงทุนใหม่/พันธมิตรใหม่จะช่วยกระตุ้นการเติบโต

เรายังคงมองบวกกับแนวโน้มการเติบโตของ GABLE หลังจากที่บริษัทยังเดินหน้าลงทุน/ผนึกพันธมิตรในด้าน solution ของเทคโนโลยีใหม่ ๆ นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าอุปสงค์เริ่มมีสัญญาณการฟื้นตัว ในขณะที่มองว่า ปี 2025 ยังมี upside อีกจากพันธมิตรใหม่ เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 5.50 บาท และ ยังคงคำแนะนำซื้อ

#### พันธมิตรใหม่ และการลงทุนใหม่

GABLE ได้ผนึกพันธมิตรกับ Workday ซึ่งเป็นกิจการชั้นนำระดับโลกทางด้านของ cloud-based enterprise software สำหรับงานด้านทรัพยากรมนุษย์ และการเงิน ซึ่งมีจำนวนผู้ใช้งานทั่วโลกถึง 65 ล้านราย โดย GABLE จะเป็นตัวแทนที่ได้รับอนุญาตรายแรก และ รายเดียวของ Workday ในประเทศไทย นอกจากนี้ Blendata ซึ่งเป็นบริษัทย่อยยังได้เข้าไปลงทุนใน Opsta ซึ่งเป็นผู้ให้บริการ solution ด้าน DevSecOps ด้วย

#### ปลดล็อกศักยภาพการเติบโต

เรามองบวกกับการที่บริษัทผนึกพันธมิตรกับ Workday ทั้งนี้ จากข้อมูลของ Gartner คาดว่าตลาดของ solution สำหรับการบริหารจัดการทุนมนุษย์ (Human Capital Management หรือ HCM) ในประเทศไทยจะเติบโต 18% CAGR จากปี 2023 ถึงปี 2027 ซึ่งหมายความว่าตลาดยังมีแนวโน้มเติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง การผนึกพันธมิตรดังกล่าวจะช่วยขยายบริการด้าน solution ของบริษัท ซึ่งมี margin สูงกว่าเมื่อเทียบกับบริการ system integration ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท ทั้งนี้ GABLE บอกว่าถ้าหากได้ลูกค้าหนึ่งรายจะทำให้บริษัทมีรายได้ประมาณ 10 ล้านบาท/ปี โดยคาดว่าจะมี NPM เกือบ 10% สูงกว่า NPM ในปัจจุบันที่ประมาณ 4.7% ซึ่งบริษัทคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้จากบริการใหม่ในปี 2024 นอกจากนี้ ในส่วนการลงทุนใน Opsta เราเชื่อว่าจะเป็นอีกหนึ่งหมุดหมายสำคัญสำหรับ Blendata ซึ่งเป็น flagship ด้านการบริการของ GABLE ซึ่งเป็นหนึ่งในธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโต และ margin สูงที่สุด

#### คงคำแนะนำซื้อ โดยประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 5.50 บาท

ผู้บริหารของบริษัทด้านเทคโนโลยีหลายแห่งมองตรงกันว่าภาวะโดยรวมของอุปสงค์บริการด้านเทคโนโลยีมีสัญญาณการฟื้นตัวมาตั้งแต่ 1Q24 แล้ว เราชอบ GABLE เนื่องจากบริษัทยังสามารถขยายบริการใหม่ ๆ ได้ โดยน่าจะปิดดีลได้เพิ่มอีกอย่างน้อย 1-2 ดีลในปีนี้ ดังนั้น เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ GABLE โดยประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 5.50 บาท จากเดิม 5 บาท โดยอิงจาก P/E ที่ 13.1x (ค่าเฉลี่ยในอดีต +1S.D.)

#### Financial Summary

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btm)	4,731	5,338	5,544	5,806	6,053
Revenue growth	(%)	(4.21)	12.82	3.86	4.72	4.27
EBITDA	(Btm)	408	401	441	475	454
EBITDA growth	(%)	6.73	(1.52)	9.86	7.79	(4.59)
Profit, core	(Btm)	267	252	294	322	352
Profit growth, core	(%)	8.68	(5.57)	16.89	9.48	9.25
Profit, reported	(Btm)	267	252	294	322	352
Profit growth, reported	(%)	8.68	(5.57)	16.89	9.48	9.25
EPS, core	(Bt)	0.51	0.36	0.42	0.46	0.50
EPS growth, core	(%)	8.68	(29.18)	16.89	9.48	9.25
DPS	(Bt)	1.92	0.29	0.21	0.23	0.26
P/E, core	(x)	0.00	12.18	11.80	10.77	9.86
P/BV, core	(x)	0.00	1.41	1.49	1.40	1.31
ROE	(%)	18.75	15.14	13.02	12.90	13.14
Dividend yield	(%)	n.a.	6.60	4.29	4.72	5.18
FCF yield	(%)	n.a.	19.12	1.57	8.93	9.66

## BUY

Target price Bt5.50 (+10.9%)

Price Bt4.96

Total return upside 15.2%

Div. yield 4.3%



**Naruedom MUJJALINKOOL**

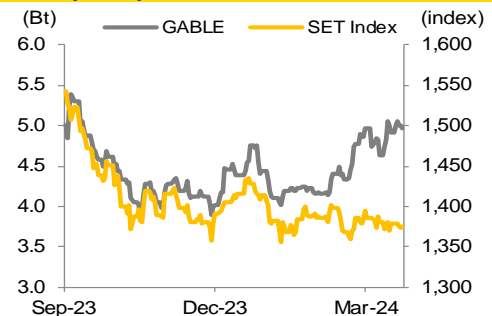
Fundamental investment analyst on securities

+662 659 7000 ext. 5012

Naruedom.Mujjalinkool@krungsrisecurities.com

Key data	Unit	
12M high/ low	(Bt)	7.6/ 3.8
Market cap	(Btm/ USDm)	3,472/ 95
3M avg. daily turnover	(Btm/ USDm)	11.2/ 0.3
Free float	(%)	44.6
Issued shares	(m shares)	700
<b>Major shareholders:</b>		<b>%</b>
1) Liucharoen Nat		9.5
2) Liuchareon Nart		9.5
3) Chansue Porama		7.8

#### Stock price performance



	Unit	ytd	1M	3M	12M
Total return	(%)	13.2	11.2	4.2	NA
Total return vs SET	(%)	15.7	10.3	7.5	NA

#### Krungsri vs Bloomberg consensus

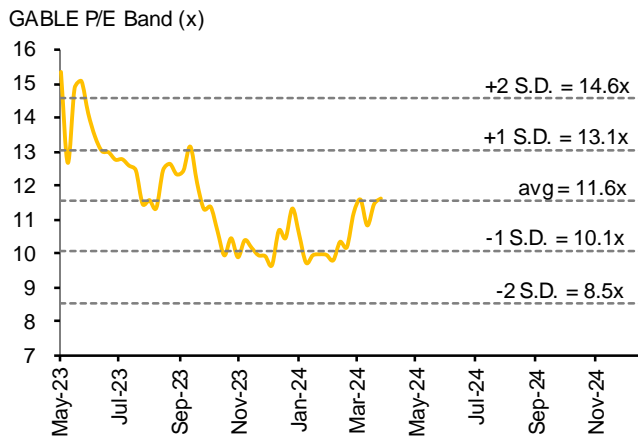
	Unit	(+)	(=)	(-)
Bloomberg consensus	(Cnt.)	2	0	0
	Unit	KSS	BB	%diff
Target price	(Bt)	5.50	5.90	(6.8)
2024F net profit	(Btm)	294	306	(3.7)
2025F net profit	(Btm)	322	345	(6.5)

#### Earnings revision

Bloomberg	Unit	2024F	2025F
1M	(%)	0.00	0.00
3M	(%)	(4.08)	(5.23)
ytd	(%)	(4.08)	(5.23)
<b>Krungsri</b>			
From last report	(%)	0.00	0.00

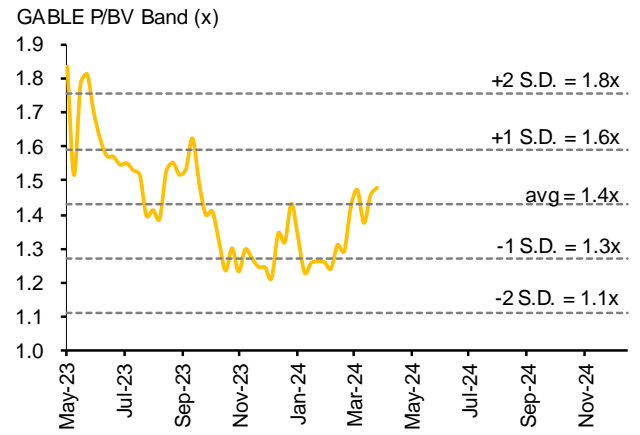
Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Figure 1: Prospective P/E Band**



Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Figure 2: Prospective P/BV Band**



Source: Bloomberg, Krungsri Securities

**Financial statement**
**Profit and Loss Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Total revenue	(Btm)	4,942	5,177	4,939	4,731	5,338	5,544	5,806	6,053
Cost of goods sold	(Btm)	(3,737)	(4,231)	(3,999)	(3,728)	(4,239)	(4,391)	(4,582)	(4,759)
Gross profit	(Btm)	1,205	946	940	1,003	1,099	1,153	1,223	1,295
SG&A	(Btm)	(900)	(759)	(682)	(703)	(785)	(821)	(857)	(890)
Other income	(Btm)	66	26	54	41	18	44	46	48
Interest expense	(Btm)	(0)	(7)	(5)	(8)	(15)	(4)	(4)	(4)
Pre-tax profit	(Btm)	370	206	306	334	317	372	409	450
Corporate tax	(Btm)	(75)	(41)	(61)	(66)	(64)	(74)	(82)	(90)
Equity a/c profits	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btm)	1	0	(1)	2	1	3	5	8
Core profit	(Btm)	295	166	245	267	252	294	322	352
Extra-ordinary items	(Btm)	5	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btm)	300	166	245	267	252	294	322	352
EBITDA	(Btm)	436	313	382	408	401	441	475	454
Core EPS	(Bt)	0.56	0.32	0.47	0.51	0.36	0.42	0.50	0.00
Net EPS	(Bt)	0.57	0.32	0.47	0.51	0.36	0.42	0.50	0.00
DPS	(Bt)	0.38	0.74	1.33	1.92	0.29	0.21	0.26	0.00

**Balance Sheet**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Total current assets	(Btm)	3,968	3,842	3,700	3,636	5,133	4,780	5,054	5,346
Total long-term assets	(Btm)	246	355	312	401	436	472	498	526
Total assets	(Btm)	4,214	4,197	4,012	4,037	5,569	5,252	5,552	5,872
Total current liabilities	(Btm)	1,825	1,928	2,074	2,629	3,114	2,635	2,760	2,886
Total long-term liabilities	(Btm)	148	263	234	268	269	281	294	307
Total liabilities	(Btm)	1,974	2,191	2,308	2,897	3,383	2,917	3,053	3,193
Paid-up capital	(Btm)	224	224	390	540	1,632	1,632	1,632	1,632
Total equity	(Btm)	2,241	2,006	1,704	1,140	2,186	2,335	2,499	2,679
Minority interest	(Btm)	5	5	4	7	7	11	16	24
BVPS	(Bt)	4.26	3.81	3.24	2.16	3.11	3.32	3.55	3.79

**Cash Flow Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Core profit	(Btm)	295	166	245	267	252	294	322	352
Depreciation and amortization	(Btm)	60	100	71	66	70	64	64	62
Operating cash flow	(Btm)	425	312	226	(235)	670	149	395	421
Investing cash flow	(Btm)	(85)	1,117	(23)	(76)	(84)	(95)	(85)	(85)
Financing cash flow	(Btm)	(202)	(421)	(563)	(200)	131	(189)	(161)	(177)
Net change in cash	(Btm)	138	1,009	(359)	(511)	717	(134)	149	158

**Key Financial Ratios**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Gross margin	(%)	24.39	18.27	19.03	21.20	20.60	20.80	21.07	21.39
EBITDA margin	(%)	8.82	6.04	7.73	8.62	7.52	7.96	8.19	7.49
EBIT margin	(%)	7.61	4.11	6.30	7.22	6.22	6.79	7.11	7.49
Net profit margin	(%)	6.07	3.20	4.97	5.64	4.72	5.31	5.55	5.82
ROE	(%)	13.57	7.81	13.23	18.75	15.14	13.02	12.90	13.14
ROA	(%)	7.31	3.94	5.98	6.63	5.24	5.44	5.80	6.00
Net D/E	(x)	(0.7)	(0.7)	(0.6)	0.1	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage	(x)	27,339.5	32.7	59.6	43.5	22.6	86.5	111.7	119.8
Payout ratio	(%)	67	235	285	378	80	51	51	51

**Main Assumptions**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Enterprise solution and services	(%)	n.a.	(1.89)	(0.61)	11.60	8.70	5.40	4.00	3.00
Value-added distribution solution	(%)	n.a.	17.62	(12.62)	(36.09)	9.50	6.00	4.00	6.00
Software Platform	(%)	n.a.	58.33	47.53	18.39	75.00	50.00	25.00	18.00

**Financial statement**
**Profit and Loss Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>
Total revenue	(Btm)	1,066	1,147	1,207	1,311	1,135	1,223	1,342	1,638
Cost of goods sold	(Btm)	(890)	(920)	(960)	(958)	(915)	(968)	(1,067)	(1,289)
Gross profit	(Btm)	175	227	248	353	220	255	275	349
SG&A	(Btm)	(155)	(167)	(187)	(203)	(185)	(185)	(193)	(223)
Other income	(Btm)	7	18	16	10	3	9	3	3
Interest expense	(Btm)	(1)	(1)	(2)	(3)	(6)	(5)	(2)	(1)
Pre-tax profit	(Btm)	26	77	75	156	33	74	83	128
Corporate tax	(Btm)	(5)	(17)	(16)	(28)	(8)	(13)	(16)	(26)
Equity a/c profits	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btm)	(0)	0	0	2	0	0	0	0
Core profit	(Btm)	21	60	59	127	25	60	66	101
Extra-ordinary items	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btm)	21	60	59	127	25	60	66	101
EBITDA	(Btm)	35	75	79	167	52	87	99	145
Core EPS	(Bt)	0.04	0.11	0.11	0.24	0.04	0.09	0.09	0.14
Net EPS	(Bt)	0.04	0.11	0.11	0.24	0.04	0.09	0.09	0.14
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

**Balance Sheet**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>
Total current assets	(Btm)	n.a.	n.a.	4,229	3,636	3,199	4,396	4,161	5,133
Total long-term assets	(Btm)	n.a.	n.a.	401	401	444	427	432	436
Total assets	(Btm)	n.a.	n.a.	4,629	4,037	3,643	4,823	4,593	5,569
Total current liabilities	(Btm)	n.a.	n.a.	2,537	2,629	2,510	2,534	2,238	3,114
Total long-term liabilities	(Btm)	n.a.	n.a.	283	268	268	267	266	269
Total liabilities	(Btm)	n.a.	n.a.	2,820	2,897	2,778	2,801	2,504	3,383
Paid-up capital	(Btm)	n.a.	n.a.	676	676	676	1,772	1,772	1,632
Total equity	(Btm)	n.a.	n.a.	1,809	1,140	866	2,021	2,089	2,186
Minority interest	(Btm)	n.a.	n.a.	6	7	7	7	7	7
BVPS	(Bt)	n.a.	n.a.	3.44	2.16	1.23	2.88	2.97	3.11

**Cash Flow Statement**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>
Core profit	(Btm)	21	60	59	127	25	60	66	101
Depreciation and amortization	(Btm)	15	16	18	17	16	17	16	20
Operating cash flow	(Btm)	(235)	(312)	(1)	(313)	102	59	60	670
Investing cash flow	(Btm)	(6)	(13)	(8)	548	(195)	379	380	131
Financing cash flow	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net change in cash	(Btm)	14	42	13	92	18	34	40	37

**Key Financial Ratios**

<b>FY December 31</b>	<b>Unit</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>
Gross margin	(%)	16.47	19.79	20.53	26.92	19.41	20.88	20.48	21.30
EBITDA margin	(%)	3.33	6.56	6.56	12.77	4.60	7.14	7.35	8.88
EBIT margin	(%)	1.91	5.20	5.07	11.44	3.16	5.73	6.13	7.69
Net profit margin	(%)	1.99	5.23	4.86	9.66	2.16	4.89	4.94	6.18
ROE	(%)	n.a.	n.a.	3.24	8.58	2.45	4.14	3.23	4.73
ROA	(%)	n.a.	n.a.	1.27	2.92	0.64	1.41	1.41	1.99
Net D/E	(x)	n.a.	n.a.	(0.39)	0.05	(0.02)	(0.36)	(0.56)	(0.59)
Interest coverage	(x)	27.90	77.59	32.06	45.92	6.66	15.35	36.16	91.52
Payout ratio	(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00