

Buy the Ecosystem, Stay for the Margins

- Services is the margin engine: \$16b > \$30b since 1Q21.
- Apple monetizes AI via partnerships and app-layer fees, without hyperscaler capex.
- Foldable + A-series Mac catalysts support AAPL80 BUY, TP THB9.30 (US\$300).

Don't Buy the iPhone Cycle—Buy the Ecosystem

Apple ดูเหมือนจะ "น่าเบื่อ" ในปี 2025 จากที่ตลาดสมาร์ตโฟนที่อึดอัดและกระแสวิจารณ์ด้าน AI ที่มองว่าบริษัทก้าวเดินช้าเกินไป แต่ความคลั่งใคล้เหล่านั้นคือเหตุผลสำคัญที่ทำให้เรามองว่ามูลค่าหุ้นของ Apple ในปัจจุบันถูกประเมินไว้ต่ำกว่าความเป็นจริง เพราะสิ่งที่เรากำลังลงทุนไม่ใช่แค่รอบการเปลี่ยนเครื่องรุ่นใหม่ แต่คือการลงทุนในระบอบนิเวศของผู้บริโภคที่ทรงพลังที่สุดในโลกด้วยจำนวนอุปกรณ์ที่ใช้งานอยู่ถึง 2,500 ล้านเครื่อง ซึ่งกำลังเปลี่ยนผ่านจากการเน้นยอดขายจำนวนเครื่องไปสู่การขายตัวของตัวซอฟต์แวร์ (Services) เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่สร้างการเติบโตต่อเนื่องในทุกไตรมาส

Services Is the Fuel: Apple's Profit-Mix Inflection

ปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าผู้ถือหุ้นที่แท้จริงไม่ใช่แค่รอบการเปลี่ยนเครื่อง iPhone อีกต่อไป แต่คือความแตกต่างที่ชัดเจนระหว่างสัดส่วนรายได้และสัดส่วนกำไร โดยมีระบบนิเวศฮาร์ดแวร์ที่มีอุปกรณ์กว่า 2,500 ล้านเครื่องแรงผลักดันหลัก และมีบริการ (Services) เป็นเชื้อเพลิงประสิทธิภาพสูง ซึ่งกลุ่มธุรกิจบริการนี้มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) สูงถึง 13.4% ตั้งแต่ปี 2021 และมีอัตรากำไรขั้นต้นประมาณ 74% ซึ่งสูงกว่าฝั่งฮาร์ดแวร์ที่อยู่ประมาณ 36% ถึงเกือบสองเท่า และเมื่อรายได้ต่อเนื่องในลักษณะนี้ขยับขึ้นสู่ระดับ 1.25-1.30 แสนล้านดอลลาร์ตามที่เราคาดการณ์ไว้ในปีงบประมาณ 2027 Apple ก็จะถูกกลายเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างกำไรสูงขึ้นและมีความผันผวนน้อยลงในทุกไตรมาสที่ผ่านไป

The ROIC Playbook: Apple's "AI Tax" Strategy

ในมุมมองของเรา กลยุทธ์ของ Apple คือบทเรียนชั้นเลิศในการรักษาอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนหมุนเวียน (ROIC) ซึ่งสวนทางกับกระแสวิจารณ์ที่ว่าบริษัท "ล้าหลังด้าน AI" เพราะในขณะที่บริษัทยักษ์ใหญ่ด้านเทคโนโลยีอย่าง Amazon และ Google กำลังทำให้ผลตอบแทนลดน้อยลงจากการทุ่มงบประมาณกว่า 2 แสนล้านดอลลาร์ไปกับฟาร์มเซิร์ฟเวอร์ แต่ Apple กลับใช้เงินลงทุน (CAPEX) เพียงเศษเสี้ยวของจำนวนนั้นหรือประมาณ 1.3-1.4 หมื่นล้านดอลลาร์เท่านั้น โดยการเลือกใช้วิธีเป็นพันธมิตรกับผู้พัฒนาโมเดลต่างๆ (เช่น Gemini) แทนที่จะสร้างเองทั้งหมด ทำให้ Apple หลีกเลี่ยงภาระจากค่าเสื่อมราคาและหันไปสร้างรายได้จากชั้นแอปพลิเคชันแทน ซึ่งการเก็บ "ภาษี AI" หรือส่วนแบ่ง 15-30% จากการสมัครสมาชิก AI ของบริษัทภายนอก ช่วยให้ Apple เปลี่ยนกระแสความนิยม AI ให้กลายเป็นศูนย์กลางกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยไม่ต้องเสียค่าไฟฟ้ามหาศาลเพื่อรันระบบเองเลยแม้แต่น้อย

Growth at Both Ends: Foldable Upside, Education Scale

Apple กำลังแบ่งโครงสร้างผลิตภัณฑ์ฮาร์ดแวร์ออกเป็นสองทางเพื่อดักจับการเติบโตจากทั้งสองฝั่งของตลาดพร้อมกับป้องกันตัวเองจากความผันผวนของราคาชิ้นส่วน โดยในตลาดระดับสูง การมาของ iPhone จอพับที่คาดการณ์ไว้ (ราคาสูงกว่า 1,800 ดอลลาร์) จะช่วยกระตุ้นการเติบโตของราคาขายเฉลี่ย (ASP) ให้กลับมาพุ่งสูงขึ้นอีกครั้ง ส่วนในระดับเริ่มต้นนั้น MacBook ซีรีส์ A รุ่นใหม่ตั้งเป้าที่จะรุกตลาดการศึกษาด้วยประสิทธิภาพระดับพรีเมียมในราคาที่จับต้องได้สำหรับคนหมู่มาก ที่สำคัญคือ ขนาดธุรกิจที่มหาศาลของ Apple ประกอบกับการเติบโตของส่วนบริการที่มีกำไรสูง ยังทำหน้าที่เป็นเครื่องป้องกันความเสี่ยงตามธรรมชาติจาก "วัฏจักรขาขึ้นของหน่วยความจำ" (Memory Supercycle) ซึ่งช่วยลดผลกระทบจากราคา DRAM/NAND ที่พุ่งสูงขึ้นจนกำลังบีบคั้นคู่แข่งรายย่อยอยู่ในขณะนี้

Initiated with BUY and a TP of THB9.30

เราขอวิเคราะห์หุ้น AAPL80 ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 9.30 บาท (คำนวณจากราคาเป้าหมายหุ้นแม่ที่ 300 ดอลลาร์ อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยน 31.00 บาท/ดอลลาร์ และอัตราใช้สิทธิ DR ที่ 1,000:1) ซึ่งราคาเป้าหมาย 300 ดอลลาร์มีมาจากการให้ค่า P/E ที่ 33 เท่า คูณกับประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ปี 2027 ที่ประมาณ 9.10 ดอลลาร์ เพื่อสะท้อนถึงการปรับฐานมูลค่าหุ้นใหม่ตามโครงสร้างธุรกิจที่เปลี่ยนไป จากเดิมที่พึ่งพาวงจรการขายฮาร์ดแวร์ไปสู่แพลตฟอร์ม "ระบบนิเวศ + บริการ + การบริหารจัดการ AI" ที่มีอัตรากำไรสูงและมีรายได้ต่อเนื่องสม่ำเสมอ ซึ่งคิดเป็นส่วนต่างกำไร (Upside) ประมาณ 18% จากระดับราคาปัจจุบัน

Analyst

Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026

Assistant Analyst

Peerayu Sirivorawong

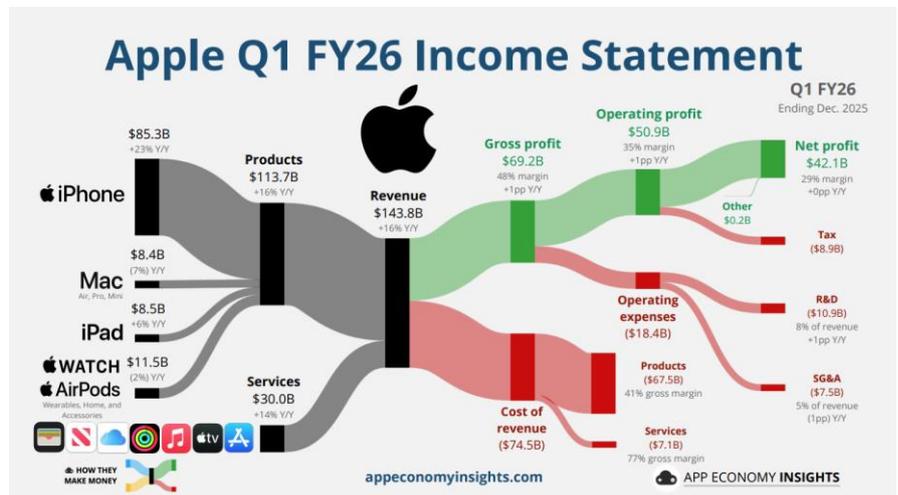
Buy the Ecosystem, Stay for the Margins

At first glance, Apple appears to be a hardware giant facing a mature smartphone market and an "AI deficit" relative to peers. The stock has underperformed throughout 2025 as investors questioned its lack of massive AI infrastructure spending.

We believe this skepticism creates a buying opportunity.

Our thesis is that the market is mispricing Apple's transition from a "unit growth" story to a "margin expansion" story. While the hardware ecosystem (2.5 billion active devices) remains the engine, the fuel is now the **Services** segment, which has grown at a **13.4% CAGR** since 2021. With Services gross margins (~74%) nearly double that of hardware (~36%), Apple is structurally becoming a more profitable company with every passing quarter.

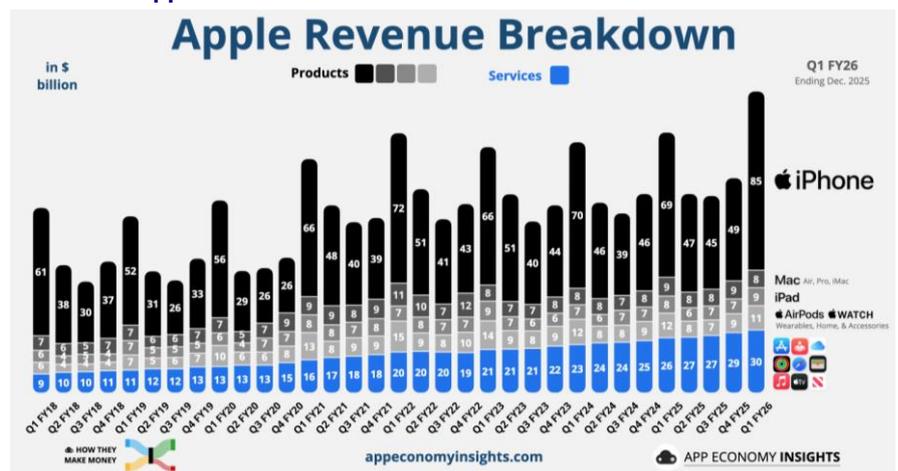
Exhibit 1: AAPL 1Q26 Income Statement



Sources: App Economy Insights

Furthermore, Apple's "capital efficient" AI strategy—partnering for models (e.g., Gemini) rather than building \$100B server farms—preserves its Return on Invested Capital (ROIC) while competitors dilute theirs. Combined with upcoming hardware catalysts like the **iPhone Fold (2026)** and a strategic attack on the education market with a new **A-series MacBook**, Apple is poised for a multi-year earnings acceleration.

Exhibit 2: Apple Revenue Breakdown



Sources: App Economy Insights

Services as the Profit Engine

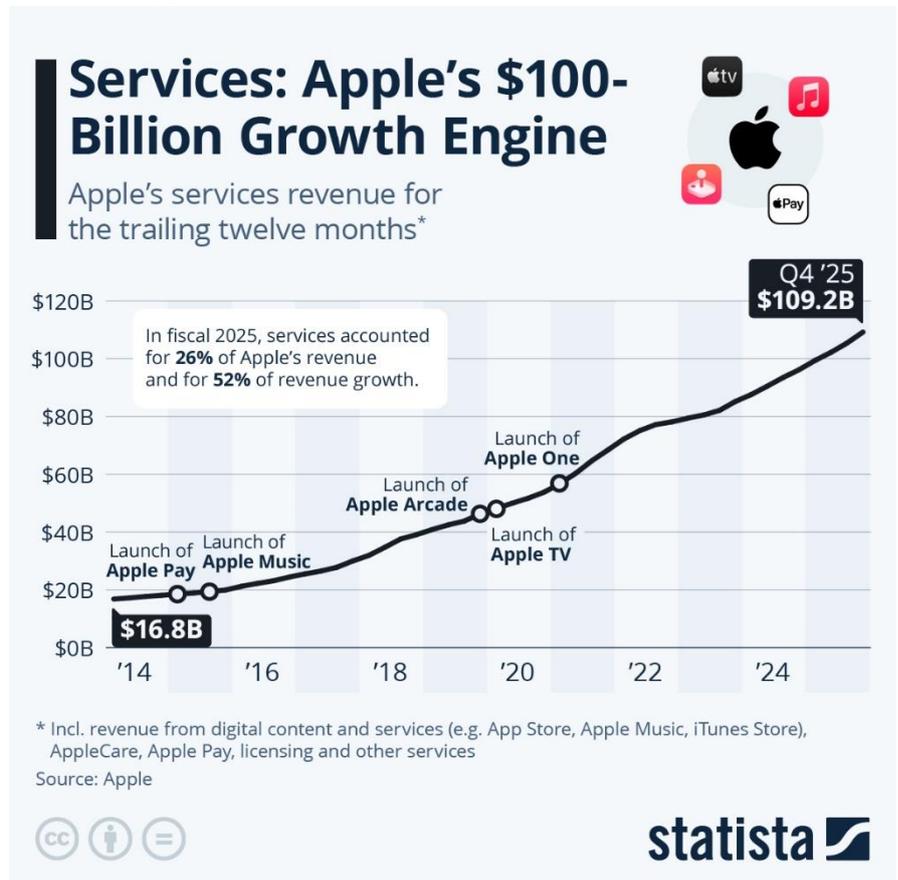
We view Apple not as a hardware company facing maturity, but as a platform company entering a phase of **margin expansion** and **capital-efficient growth**.

The Margin Transformation: Services is the Real Profit Engine

While the iPhone 17 "Supercycle" dominates headlines, the true driver of shareholder value is the divergence between revenue mix and profit mix. Apple has successfully pivoted from a unit-driven model to a lifetime-value model.

The Growth: Services revenue has compounded at a **13.4% CAGR**, growing from **\$16B in 1Q21 to \$30B in 1Q26**. Looking ahead, we project this segment to accelerate further, reaching **~\$125B–\$130B in annual revenue by FY2027E**.

Exhibit 3: Apple's Service Revenue Growth



Sources: Statista

The shift is highly accretive. Hardware Gross Margins hover around **~36%**, whereas Services Gross Margins command **~74%**. As Services grow to represent a larger slice of the pie, Apple's blended gross margin naturally expands.

The Stickiness: Unlike hardware sales, which reset every 3-4 years, the Services bundle (iCloud, Apple Music, App Store) creates a recurring, annuity-like revenue stream that locks users into the ecosystem, reducing earnings volatility.

The Smartest Player in the AI Race?

The market penalized Apple in 2025 for a perceived "AI lag," but we view their strategy as a masterclass in ROIC preservation.

Deployment vs. Development: While peers like Amazon and Google are projected to spend ~\$180B–\$200B in 2026 CAPEX to build foundational AI infrastructure, Apple’s estimated CAPEX is a fraction of that (~\$13B–\$14B).

The Partnership Model: By integrating third-party models (like Google Gemini) for heavy lifting, Apple avoids the massive depreciation drag of owning server farms. Instead, they monetize the **distribution** and **user interface** of AI—effectively positioning the iPhone as the "gatekeeper" of the AI economy.

Exhibit 4: Siri powered by Google Gemini



Sources: Future

Exhibit 5: Gemini Live is the best in class



Sources: Future

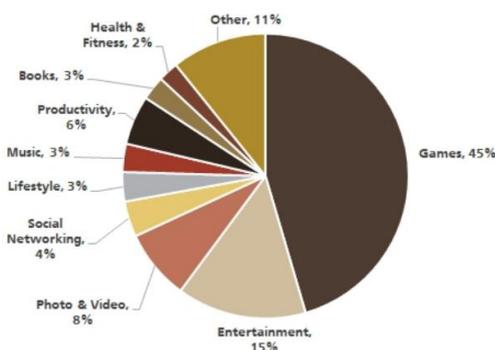
Turning AI from a Cost Center into a Profit Center

By refusing to commoditize its own balance sheet with massive server costs, Apple secures three distinct financial wins:

1. The "AI Tax" (Monetizing the Application Layer): Just as Apple takes a cut of every digital transaction on the App Store; it is positioned to take a cut of the AI economy. As users subscribe to premium third-party services (like ChatGPT Plus, Gemini Advanced, or Claude Pro) on their iPhones, Apple captures its standard **15–30% commission**.

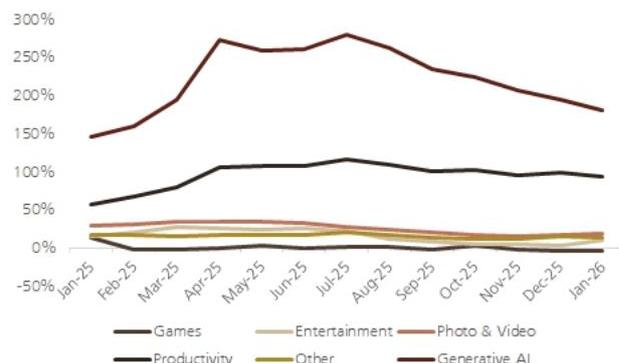
UBS data indicates that "Generative AI app revenue has grown ~221% over the last twelve months," effectively offsetting weakness in other categories like Gaming. Apple effectively taxes the AI boom without paying for the electricity to run it.

Exhibit 6: App Store’s revenue breakdown



Sources: Sensor Tower

Exhibit 7: App Store’s revenue growth by category



Sources: Sensor Tower

2. Strategic Optionality (The "Kingmaker" Position): By acting as the platform rather than the provider, Apple avoids "betting the farm" on a single AI model. If Google Gemini falls behind and OpenAI or Anthropic takes the lead, Apple can simply swap the default engine in iOS. This commoditizes the AI model providers while keeping the **Apple user base** as the scarce, premium asset.

3. The "Apple Intelligence" Hardware Lock: Apple is reserving its own proprietary, on-device AI features ("Apple Intelligence") for the latest hardware (iPhone 16/17 Pro). This creates a "feature wall" that forces the installed base of 2.5 billion devices to upgrade. The strategy isn't to sell AI; it is to use AI to sell **\$1,200 iPhones** and keep hardware margins intact.

Hardware Strategy - Growth at Both Ends

Margin Defense (The "Memory Supercycle" Hedge): As we have previously analyzed regarding the Memory Supercycle ([read here](#)), the broader industry faces headwinds from rising DRAM/NAND prices. However, Apple's massive scale allows for long-term supply agreements that smaller peers cannot match. Furthermore, the rapid growth of high-margin Services acts as a natural hedge, neutralizing potential hardware margin compression from these component costs.

Apple is bifurcating its hardware roadmap to capture both the ultra-premium and entry-level markets simultaneously, while insulating itself from component volatility

High-End (The Foldable Frontier): We anticipate the launch of a **Foldable iPhone** (potentially late 2026/2027) priced in the **\$1,800+** range. This form factor will reignite ASP growth and trigger an upgrade cycle among the most lucrative segment of the user base.

Entry-Level (The "Education" Attack): [Rumors](#) of a lower-cost MacBook powered by an **A-series (iPhone) chip** suggest a strategic attack on the Chromebook/Education market. By leveraging highly efficient mobile silicon (requiring less RAM than x86 competitors), Apple can offer a premium experience at a mass-market price point (\$699–\$799) without diluting margins.

Exhibit 8: Foldable iPhone Rumour



Sources: macrumors

Exhibit 9: Apple's Low-Cost MacBook Rumour



Sources: macrumors

Initiated with BUY and a TP of THB9.30

We initiate coverage on AAPL80 with a **BUY** rating and a target price (TP) of **THB9.30** (derived from a US\$300 target and 31.00 USD/THB). Our valuation implies an **~18% upside** from current levels, driven by a structural re-rating of the stock as it transitions from a hardware cycle to a high-margin "AI-as-a-Service" platform.

We derive our **\$300** underlying price target by applying a **33x P/E multiple** to our **2027 estimated EPS of ~\$9.10**

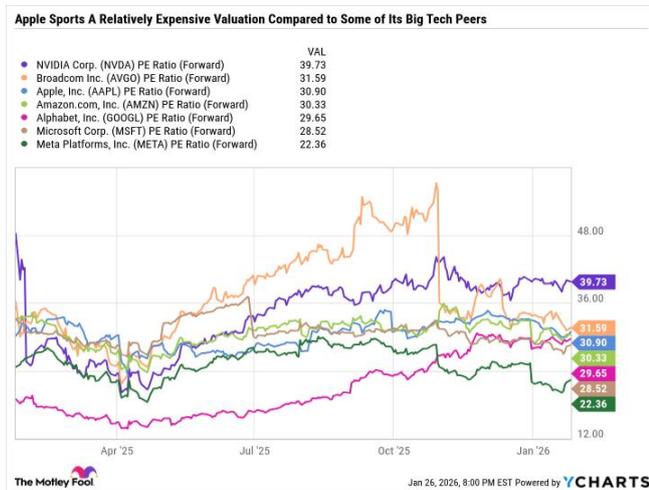
Why 33x? (The Premium Justification): Historically, Apple traded at ~25x P/E. However, we argue that the "Old Apple" (volatile hardware shipments) is different from the "New Apple" (recurring Services revenue). As Services revenue approaches 30% of the mix with **~74% gross margins**, earnings volatility decreases. The market assigns a higher premium to this predictability.

Exhibit 10: AAPL80's Conversion Ratio

$$\text{AAPL80 Price (THB)} = \frac{\text{AAPL Price (USD)} \times \text{Exchange Rate (USD/THB)}}{1000}$$

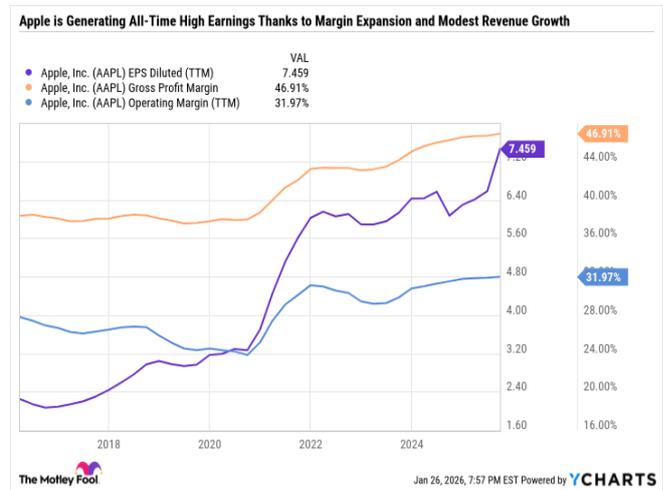
Sources: Globlex Research; SET

Exhibit 11: Big Techs P/E Comparison



Sources: YCharts

Exhibit 12: Apple's EPS, GPM and Operating Margin



Sources: YCharts

Exhibit 13: AAPL 1 Year Return

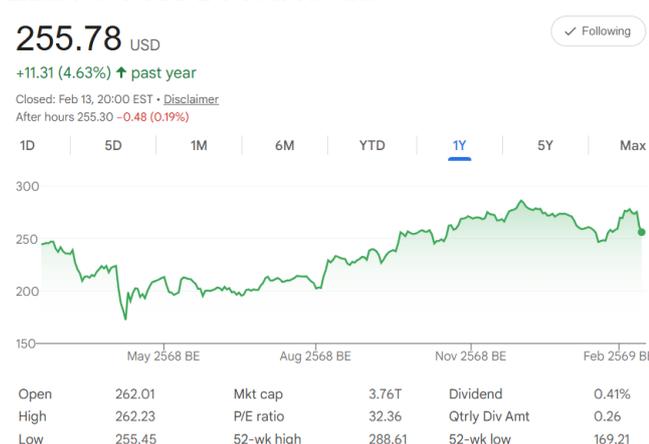
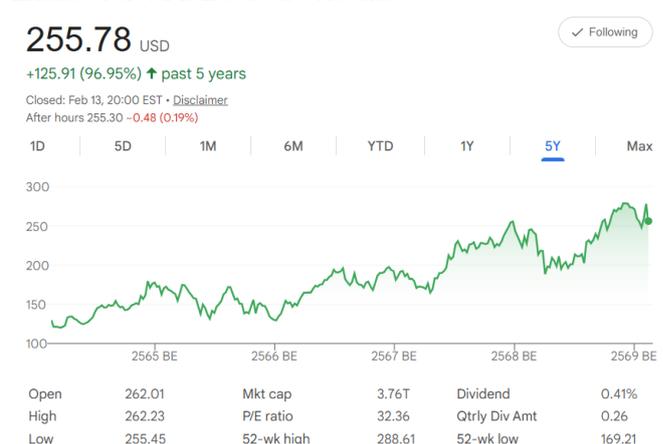


Exhibit 14: AAPL 5 Years Return



GENERAL DISCLAIMER Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

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

- BUY:** Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause 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.

Sector Recommendations

- Overweight:** The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: 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: 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: 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.