

บริษัท โกลเบล็ก โฮลดิ้ง แมนเนจเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GBX)

หลักทรัพย์ขนาดกลางที่มุ่งมั่นทำตลาดรายย่อย

คำชี้แจงที่สำคัญ : อนึ่ง บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย และรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บริษัท โกลเบล็ก โฮลดิ้ง แมนเนจเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GBX)

บริษัท โกลเบล็ก โฮลดิ้ง แมนเนจเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นหลักทรัพย์ขนาดกลางที่ถือหุ้นโดยตระกูลสุหาเปรมกิจ ซึ่งทำธุรกิจค้าทองที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ บริษัทนี้เกิดจากการเข้าซื้อใบอนุญาตจากหลักทรัพย์ BTM เปิดดำเนินการในเดือนกันยายน 2545 และได้สร้างสัดส่วนการตลาดมาจนถึง 2.85% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 2547 นี้ ปัจจุบันบริษัทมีจำนวนสาขา 16 แห่ง และมีพนักงานการตลาดทั้งสิ้นจำนวน 290 คน

ในการนำหุ้นเข้าตลาดบริษัทออกหุ้นใหม่ 215 ล้านหุ้น ราคาเสนอขายหุ้นละ 2.30 บาท (พาร์ 1 บาท) หรือ 20% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด 1.065 พันล้านหุ้น หลังการเข้าตลาด กลุ่มตระกูลสุหาเปรมกิจยังคงถืออยู่ 80% และได้เข้าซื้อขายในวันที่ 5 ตุลาคมนี้ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์

บริษัทนับว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีต้นทุนต่ำ โดยดูจากต้นทุนดำเนินการที่ 0.166% จากค่านายหน้าเฉลี่ยที่ 0.250% และแม้ว่าโครงสร้างต้นทุนต่าง ๆ จะเพิ่มขึ้นบ้างในการขยายธุรกิจ แต่ก็คาดว่ากำไรจะมีกำไรเติบโตที่แข็งแกร่ง ในปี 2548-2549 มูลเหตุมาจากการหมดภาระจ่ายค่าใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนสิงหาคม 2548 เป็นต้นไป และบริษัทก็ได้พยายามที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้ค่าธรรมเนียมจากพาณิชย์กิจและพยายามรักษาต้นทุนในการประหยัดต่อขนาดของสัดส่วนการตลาดต่อเนื่อง

จากราคาเข้าตลาดที่ 2.30 บาท บน PE ปีนี้ก็จะเห็นว่าราคาที่ 19.1 เท่า ดูแพง แต่หากพิจารณาถึงกำไรที่จะเติบโตได้ 33% ต่อปีในปี 2548-2549 ก็จะทำให้ตัวทวีลดลงมาเหลือ 13.2 เท่า และ 10.9 เท่าตามลำดับ เราเห็นว่าหุ้นควรซื้อขายที่ PE 15 เท่าบนฐานกำไรปี 2548-2549 ซึ่งจะเท่ากับ 2.80 บาท/หุ้น

อย่างไรก็ดี นักลงทุนควรตระหนักไว้ว่ามุมมองการตั้งราคาหุ้นหลักทรัพย์โดยทั่วไปจะมุ่งไปที่สภาวะตลาดในระยะสั้นและส่วนแบ่งตลาดเป็นหลัก จึงเห็นควรว่าการมองความหวังไหวของปัจจัยเหล่านี้ไว้ด้วย ซึ่งการคำนวณการนี้คาดการณ์ธุรกิจดีมาก ค่าควรเป็นจะอยู่ที่ 3.80 บาท แต่หากเข้ากรณีธุรกิจแย่ค่าควรเป็นก็จะลดลงมาเหลือ 2.35 บาท โดยในการเทรดหุ้นหลักทรัพย์ทั่วไปนักลงทุนจะกำไรหากปฏิบัติกลยุทธ์ตรงข้ามกับตลาด คือขายตอนตลาดดีและซื้อตอนตลาดไม่ดี

นักวิเคราะห์ : พงศ์พันธ์ อภิญากุล
โทร : 0-2658-6300 ต่อ1450
อีเมล : pongpan@kimeng.co.th

| ประมาณการกำไร | 2003 | 2004F | 2005F | 2006F | 2007F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| สิ้นสุดเดือนธันวาคม | | | | | |
| ค่านายหน้า/ค่าธรรมเนียม (ล้านบาท) | 715 | 773 | 812 | 803 | 643 |
| กำไรสุทธิ | 164 | 128 | 184 | 224 | 145 |
| กำไรต่อหุ้น | 0.19 | 0.12 | 0.17 | 0.21 | 0.14 |
| การเติบโต (%) | #N/A | (38%) | 44% | 22% | (35%) |
| มูลค่าบัญชีต่อหุ้น(บาท) | 0.5 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| ปันผลต่อหุ้น (บาท) | - | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.05 |
| P/E (x) | 11.9 | 19.1 | 13.3 | 10.9 | 16.9 |
| P/B (x) | 4.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| ตอบแทนปีผล (%) | 0.00% | 2.09% | 3.00% | 3.66% | 2.37% |
| ROE (%) | 49.4% | 12.9% | 11.2% | 12.8% | 7.8% |

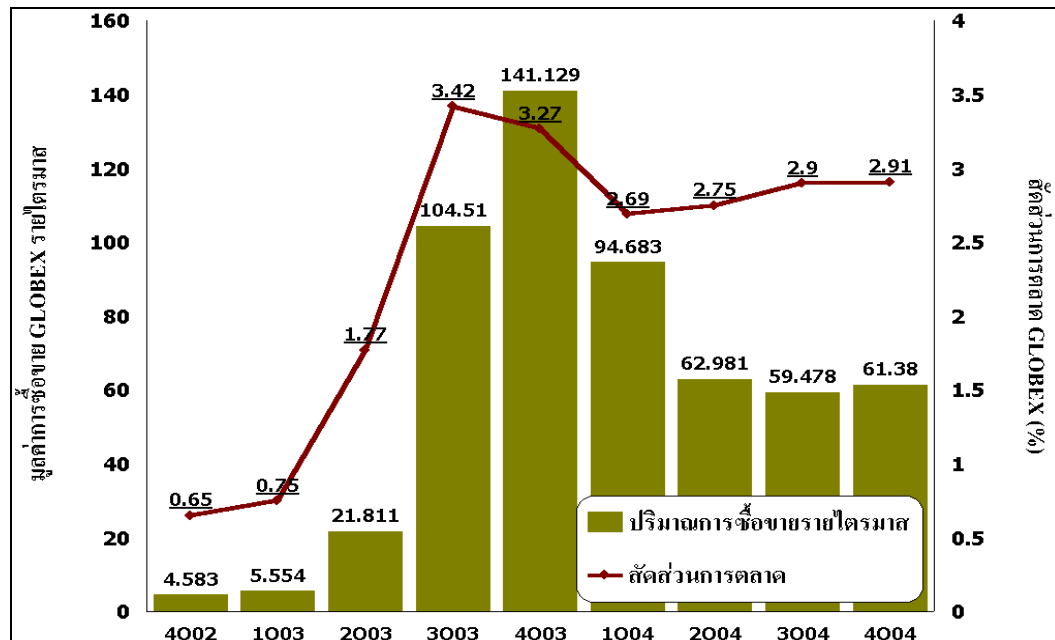
ที่มา: GBX และ ฝ่ายวิจัย KEST

คำชี้แจง : บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บริษัท โกลเบติก โฮลดิ้ง แมนเนจเม้นท์ จำกัด (มหาชน) อย่างไรก็ตามบทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมุติฐานของฝ่ายวิจัยของกิมเอ็ง อย่างเป็นทางการการประมาณการรายได้ กำไร ไม่ได้มีเจตจำนง จะให้เป็นประโยชน์ต่อการเสนอขายหุ้นแต่อย่างใดทางกิมเอ็ง และบริษัท ไม่ได้มีส่วนที่เข้าไปรับรองรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ ทางข้อมูลของบทวิเคราะห์นี้แต่อย่างใด นอกจากนั้นทางกิมเอ็ง ผู้บริหารของบริษัท พนักงานและลูกจ้างจะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น จากการใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

ผู้ก่อตั้งคือพ่อค้าทองชั้นนำของเมืองไทย

บริษัทจัดตั้งในเดือนกันยายน 2545 โดยกลุ่มตระกูลหาเปรมภิก ที่มีธุรกิจค้าทองชั้นนำจากการซื้อใบอนุญาตเปล่าที่เดิมโอนมาจากหลักทรัพย์ BTM และเมื่อเดือนก่อนขายหุ้นใหม่ 215 ล้านหุ้นหรือ 20% ของจำนวนทั้งหมดในราคา 2.30 บาท ในการนำเข้าตลาดและกลุ่มตระกูลหาเปรมภิกถืออยู่ที่เหลือ 80%

ปริมาณการซื้อขาย และ สัดส่วนตลาดของ GBX ในช่วง 9 ไตรมาสที่ผ่านมา (4Q45-3Q47)



สัดส่วนการตลาดใน 9 เดือนแรก 2547 เพิ่มขึ้นเป็น 2.85%

ธุรกิจของบริษัทเกือบทั้งหมดมาจากตลาดรายย่อย โดยเริ่มจากสายสัมพันธ์ธุรกิจอันแน่นแฟ้นในหมู่ชาวไทยเชื้อสายจีน บริษัทมีส่วนการตลาดได้ 2.85% ในปัจจุบันและมีระบบสาขา 16 แห่งทั่วประเทศ

ในปัจจุบันธุรกิจหลักทรัพย์ไทยมีบริษัทหุ้น 36 แห่ง มี 7 แห่งที่จับลูกค้าต่างประเทศเป็นหลัก จึงไม่ได้แข่งขันกับบริษัทโดยตรง ที่เหลืออีก 28 แห่ง มี 6 แห่งที่เป็นระดับภูมิภาคโดยมีสำนักงานจากฮ่องกง, สิงคโปร์ เข้ามาสนับสนุนด้วย นอกจากนั้นเป็นกลุ่มที่ถือหุ้นหรือเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มการเงินในเมืองไทย เช่น SCBS, TSC และ BLS) และกลุ่มที่เป็นอิสระ เช่น ZMICO, GLOBLEX

| การแยกบริษัทหลักทรัพย์ตามกลุ่มลูกค้า และ ส่วนครองตลาด (3 ไตรมาสแรกปีนี้) | | | | | | | |
|--|--------------|------------|--------------|------------------|--------------|------------|--------------|
| หลักทรัพย์ | ส่วนครอง | หลักทรัพย์ | ส่วนครอง | เกี่ยวข้อง | ส่วนครอง | หลักทรัพย์ | ส่วนครอง |
| นานาชาติ | ตลาด | ภูมิภาค | ตลาด | กับสถาบันการเงิน | ตลาด | ไทย | ตลาด |
| UBS | 2.9% | KIMENG | 11.8% | SCBS | 4.0% | ASP | 9.5% |
| CSFB | 2.5% | KGI | 4.6% | TSC | 3.5% | ZMICO | 6.2% |
| CLSA | 1.8% | CNS | 3.3% | BLS | 3.3% | PHATRA | 3.8% |
| JPM | 1.5% | DBSV | 3.1% | FINANSA | 3.1% | GBX | 2.8% |
| MACQ | 1.4% | UOBKHST | 2.6% | AYS | 2.9% | TRINITY | 2.6% |
| BNPPP | 0.5% | PHILIP | 2.4% | NATSEC | 2.7% | FES | 2.1% |
| BSEC | 0.1% | | | SICSEC | 2.3% | ASL | 2.0% |
| | | | | KKS | 2.2% | SYRUS | 1.9% |
| | | | | BTSEC | 1.3% | IVS | 1.7% |
| | | | | BFITSEC | 0.5% | US | 1.4% |
| | | | | SCIBS | 0.4% | APEX | 1.3% |
| | | | | ASSET | - | | |
| | 10.7% | | 27.9% | | 26.1% | | 35.3% |

ปริมาณการซื้อขายเกือบทั้งสิ้นของ GLOBEX มาจากนักลงทุนบุคคลในประเทศ โดยแม้ลูกค้ากลุ่มนี้จะคิดเป็น 70-75% ของปริมาณรวมแต่การแข่งขันยังสูงมาก เนื่องจากมีคู่แข่งในตลาดจำนวนมาก จะเห็นว่่านักลงทุนบุคคลใน 9 เดือนแรก 2547 คิดเป็น 71.5% แต่ก็มีโอกาสจะลดลงจากการที่รัฐบาลส่งเสริมให้สถาบันการเงินในประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดมากขึ้นในระยะยาว

| การแยกประเภทกลุ่มลูกค้า และ สัดส่วน (3 ไตรมาสแรกปีนี้) | | | | |
|--|------------------|---------------|------------------|---------------|
| ล้านบาท | 2546 | % | 9 เดือน 2547 | % |
| กองทุนในประเทศ | 575,417 | 6.2% | 631,954 | 8.1% |
| ลูกค้าต่างประเทศ | 1,666,016 | 17.8% | 1,587,781 | 20.4% |
| ลูกค้าบุคคลในประเทศ | 7,099,129 | 76.0% | 5,562,475 | 71.5% |
| รวม | 9,340,563 | 100.0% | 7,782,210 | 100.0% |

คู่ค้าต้นทุนดำเนินการ GLOBEX ก็นับว่าพอ ๆ กับ ASP, ZMICO และ CNS ซึ่งเป็นส่วนก่อนการหักค่าใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์ที่ต้องจ่ายให้ตลาด จึงจะเป็นฐานเดียวกัน ซึ่งบริษัทได้ทำการเพิ่มจำนวนพนักงานการตลาดใหม่ราว 80-100 คน จากจำนวนทั้งหมด 290 คนและเพิ่มนักวิเคราะห์และฝ่ายวาณิชยกรรมเพื่อรักษาคุณภาพการแข่งขันในอนาคต โดยไม่ได้เพิ่มต้นทุนต่อหน่วยมากนัก

| การแยกประเภทกลุ่มลูกค้า และ สัดส่วน (ครึ่งแรกปีนี้) | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ล้านบาท | ASP | ZMICO | KGI | CNS* | TNITY | US | GBX# |
| ค่านายหน้าค้าหลักทรัพย์ และ ค่าธรรมเนียม | 1,075 | 912 | 627 | 599 | 397 | 185 | 405 |
| ต้นทุนดำเนินการ | | | | | | | |
| - ใช้จ่ายพนักงาน | 510 | 480 | 330 | 284 | 182 | 100 | 204 |
| - ค่าเช่าและ อุปกรณ์ | 91 | 62 | 72 | 61 | 35 | 33 | 42 |
| - อาคาร และ สรรพสามิต | 3 | 1 | 2 | 2 | 3 | 0 | 1 |
| - ค่าใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์ | 4 | 1 | 13 | 2 | 4 | 4 | 0 |
| - ใช้จ่ายอื่น ๆ | 38 | 66 | 64 | 28 | 19 | 15 | 23 |
| - ค่าใช้จ่ายรวม | 646 | 610 | 482 | 378 | 244 | 153 | 269 |
| ปริมาณการซื้อขายรวม | 432,026 | 366,236 | 266,177 | 239,237 | 151,476 | 76,476 | 161,932 |
| อัตราค่านายหน้าเฉลี่ย/ การซื้อขาย | 0.249% | 0.249% | 0.236% | 0.250% | 0.262% | 0.242% | 0.250% |
| อัตราต้นทุนดำเนินการ/ การซื้อขาย | 0.150% | 0.167% | 0.181% | 0.158% | 0.161% | 0.200% | 0.166% |
| อัตรากำไรดำเนินการ/ การซื้อขาย | 0.099% | 0.082% | 0.055% | 0.092% | 0.101% | 0.042% | 0.084% |

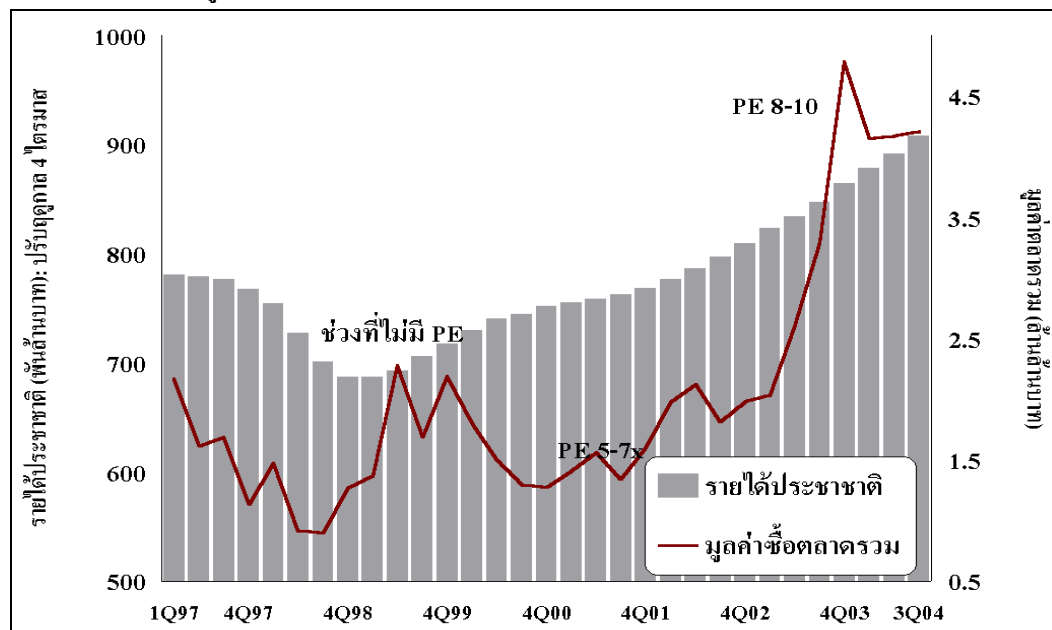
* งวด 6 เดือน พฤษภาคม 2546 - พฤษภาคม 2547

#ค่าใช้จ่ายก่อนการหักค่าใช้ใบอนุญาต

ตลาดหุ้นไทยจะยังคงคึกคักต่อไปในปี 2548 นี้

ในปี 2546 ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นมากที่สุดในโลกในอัตรา 117% โดยที่มูลค่าการซื้อขายสูงขึ้น 961% จาก 8.81 แสนล้านบาทในปี 2543 เป็น 9.34 ล้านล้านบาทเมื่อปีก่อนเป็นเงาตามตัว ในปัจจุบันมูลค่าตลาดไทยรวมเพิ่มขึ้น 213% จาก 1.35 ล้านล้านบาทไตรมาส 3/45 เป็น 4.20 ล้านล้านบาทไตรมาส 3/47 ซึ่งมีเหตุผลหลักคั่นมาจากกำไรในตลาดได้เติบโต 67% เมื่อปีก่อน มีการนำหุ้นใหม่เข้ามาในตลาดมากขึ้นและหุ้นใหญ่ ๆ ในตลาดก็มีระดับการตั้งราคาที่สูงขึ้น

รายได้ประชาชาติ และ มูลค่าการตลาดรวมรายไตรมาส



ในปีนี้อะไรก็ได้คาดว่า การซื้อขายหุ้นจะเติบโต 6% จากปีก่อน เป็นวันละ 2 หมื่นล้านบาท และอีกปีละ 8-10% ในช่วง 2548-2549 เป็น 21.6 พันล้านบาทและ 23.8 พันล้านบาทตามลำดับ เนื่องจากปัจจัยต่อไปนี้คือ

- ◆ ระบบเศรษฐกิจไทยยังคงคาดว่าจะโตได้ต่อเนื่อง 5-7% ต่อปีใน 3 ปีข้างหน้า จะทำให้กำไรตลาดโตได้ราว 20% ในปีนี้และ 8-10% ใน 2 ปีต่อไป
- ◆ จำนวนหลักทรัพย์รวมหุ้นและตราสารอื่น ๆ จะเพิ่มจาก 560 ตัว เมื่อเดือนสิงหาคม 2547 จากมาตรการการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของรัฐ และการที่ตลาดหลักทรัพย์มีนโยบายจะนำหุ้นเข้าตลาดอีก 50 บริษัทในปีนี้และปีหน้า
- ◆ ตัวทวีการตั้งราคาหุ้นทั่วไปของตลาดน่าจะอยู่ที่ 9-12 เท่า PE และ 2-4 เท่าของมูลค่าทางบัญชี
- ◆ นักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ก็มีแนวโน้มจะขยายตัวได้อีกมากในปี 2548-2549 จากการออกกองทุนระยะยาวในประเทศกองทุนใหม่ ดอกเบี้ยต่ำและการไหลกลับของเม็ดเงินจากต่างชาติ ซึ่งเมื่อดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มขึ้นบ้าง แต่ก็ไม่เป็นกังวลเนื่องจากระบบยังมีสภาพคล่องเหลืออีกตั้งราว 9 แสนล้านบาท

การเปิดเสรีค่านายหน้า คาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2550

เราคาดว่า GLOBEX จะสามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดได้ที่ 2.75% - 3.0% ในปี 2547-2548 แต่คาดว่าสัดส่วนการตกตาก็จะลดลงเหลือ 2.2% ในปี 2550 จากการเปิดเสรีก็จะทำให้ค่าคอมมิชชั่นลดลงจาก 0.18% เป็น 0.12% ตามลำดับ

คาดการณ์มูลค่าการซื้อขายรวม และ สัดส่วนการตลาดของ GBX

| ปี | มูลค่าซื้อขาย | มูลค่าซื้อขาย | สัดส่วน | มูลค่าซื้อขาย | การเจริญเติบโต |
|-------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|
| | GBX | ของตลาด | | การตลาด | |
| 2002 | 4,677 | 4,094,884 | 0.11% | 8,357 | |
| 2003 | 273,003 | 9,340,563 | 2.92% | 18,908 | 126.3% |
| 2004F | 282,790 | 9,894,110 | 2.86% | 20,029 | 5.9% |
| 2005F | 293,855 | 10,685,638 | 2.75% | 21,631 | 8.0% |
| 2006F | 293,855 | 11,754,202 | 2.50% | 23,794 | 10.0% |
| 2007F | 323,241 | 14,692,753 | 2.20% | 29,742 | 25.0% |

ศักยภาพกำไรของบริษัทหุ้นส่วนใหญ่ก็จะมาจากปริมาณซื้อขายกับบริหารต้นทุนคงที่ โดยกฏตลาดแล้วมีเพดานการจ่ายค่าตอบแทนให้พนักงานตลาดได้ไม่เกิน 27.5% ของค่านายหน้า และจากการที่ GLOBEX มีส่วนการซื้อขายทางอินเตอร์เน็ตน้อยมาก ค่านายหน้าเบื้องต้นจะอยู่ที่ 0.25% ของมูลค่าซื้อขาย คิดเป็นอัตราสุทธิที่เข้าบริษัทจริง ๆ 0.181%

เมื่อปีก่อนที่ธุรกิจดีมาก อัตรากำไรก่อนหักค่าใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์ (6% ของค่านายหน้าแล้วสูงถึง 59%) แต่เนื่องจากบริษัทต้องใช้จ่ายเพิ่มในการฝึกพนักงานใหม่และสร้างระบบเครือข่ายดังกล่าวมาแล้ว รวมทั้งพนักงานใหม่ ๆ ยังมีอัตราผลตอบแทนต่ำ GLOBEX จึงน่าจะทำอัตรากำไรได้เพียง 47% ในปีนี้ และ 50% ในปี 2548-2549

ส่วนในปี 2547 เราคาดการณ์การเปิดเสรีค่านายหน้าจะทำให้ค่าคอมมิชชั่นเหลือ 0.12% โดยยังผลให้อัตรากำไรสุทธิจะสูงขึ้นเป็น 40%

นอกจากนั้นพลวัตกำไรประการสำคัญในปี 2548-2549 จะมาจากการหยุดจ่ายค่าใบอนุญาต 6% ของค่านายหน้าในเดือนสิงหาคม 2548 จะทำให้กำไรต่อหุ้นโตได้ 58% และ 21% ในช่วงดังกล่าวต่อไป

ประมาณการกำไรของ GBX

| | 2546 | 2547F | 2548F | 2549F | 2550F |
|--------------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| ค่านายหน้า | 685 | 773 | 812 | 803 | 643 |
| <i>การขยายตัว</i> | | 8.0% | 5.2% | -1.2% | -20.0% |
| ค่าธรรมเนียม | 30 | 34 | 44 | 35 | 34 |
| ค่านายหน้าสุทธิ | 0.182% | 0.181% | 0.181% | 0.181% | 0.121% |
| อัตรากำไรก่อนค่าใบอนุญาต | 59.0% | 46.5% | 49.9% | 49.7% | 40.4% |
| อัตรากำไรรวมค่าใบอนุญาต | 40.3% | 27.8% | 37.7% | 49.7% | 40.4% |
| กำไรสุทธิ | 164 | 128 | 184 | 224 | 145 |
| กำไรต่อหุ้น (บาท) | 0.19 | 0.12 | 0.17 | 0.21 | 0.14 |
| การเติบโตกำไรต่อหุ้น (%) | na | -38% | 44% | 22% | -35% |

ปริมาณการซื้อขายและส่วนแบ่งตลาดเป็นปัจจัยแปรผันสำคัญ

ซึ่งจะเห็นว่าสมรรถภาพกำไรของหลักทรัพย์ก็ขึ้นอยู่กับปริมาณซื้อขายของตลาดเป็นหลัก ซึ่งบริษัทต่าง ๆ รวมทั้ง GLOBEX ก็พยายามที่จะลดการแปรผัน โดยการเพิ่มสัดส่วนของค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ให้มากขึ้น โดยในปัจจุบันบริษัทได้เริ่มสร้างงานพาณิชย์ ธนกิจ โดยมีทีมงาน 11 คน เป็นพาณิชย์ธนาคารอนุญาต 3 คน แต่เนื่องจากงานด้านนี้ไม่ได้สร้างกันง่าย ๆ ต้องใช้เวลาและความพยายาม เรายังไม่ได้ให้น้ำหนักมากในประมาณการกำไรแต่อย่างใด

ส่วนด้านการวัดความแปรผันจากการเปลี่ยนแปลงด้านปริมาณซื้อขายตลาดและส่วนแบ่งตลาดในปีหน้าเริ่มด้วยฐาน 2.75% และ 21.6 พันล้านบาทตามลำดับ

สมมุติว่า การซื้อขายรายวันเพิ่มขึ้น 15% เป็น 2.5 หมื่นล้านบาทจากฐานเดิมก็จะเห็นว่ามีโอกาสสูงที่ส่วนแบ่งตลาดของ GLOBEX จะเพิ่มขึ้นมาก เนื่องจากเวลาตลาดดี รายย่อยจะเทรดมาก ทำให้ผู้ค้าในส่วนนี้มีธุรกิจดีขึ้นด้วย GLOBEX ก็จะทำ ROE ได้ 14.3% และ ROCE ได้ 20.5%

ในปี 2547 ตามคาดการณ์พื้นฐานนั้น GLOBEX น่าจะทำ ROCE ผลตอบแทนทุน และ ROCE (ผลตอบแทนทุน+หนี้สิน-เงินสด) ได้ 11.9% และ 16.4% ตามลำดับ

ประมาณการณ์ ROE และ ROCE ของ GBX และ สมมุติฐานการเปลี่ยนแปลง

| | 2546 | 2547F | 2548F | 2549F | 2550F |
|--|------------|--------------|-------|--------------|--------------|
| ROE | 49.4% | 11.9% | 11.4% | 12.8% | 7.8% |
| ROCE | 31.1% | 16.4% | 18.4% | 21.8% | 12.4% |
| 2005F = ส่วนครองตลาด 2.75% | | | | | EPS |
| ส่วนครองตลาด (2.5%) | ROE | 9.6% | ROCE | 16.9% | 0.147 |
| ส่วนครองตลาด (3.0%) | | 13.2% | | 19.8% | 0.203 |
| ส่วนครองตลาด (3.5%) | | 16.6% | | 21.8% | 0.259 |
| ส่วนครองตลาด (4.0%) | | 20.0% | | 23.4% | 0.315 |
| 2005F = สมมติปริมาณต่อวัน 21,631 ล้านบาท | | | | | EPS |
| | -15% ROE | 8.5% | ROCE | 15.7% | 0.129 |
| | -10% | 9.5% | | 16.8% | 0.145 |
| | -5% | 10.4% | | 17.7% | 0.160 |
| | 5% | 12.4% | | 19.3% | 0.191 |
| | 10% | 13.3% | | 19.9% | 0.206 |
| | 15% | 14.3% | | 20.5% | 0.222 |

ราคาเหมาะสมพื้นฐานที่ 2.8 บาท/หุ้น

จากราคา IPO ที่ 2.3 บาท บริษัทจะซื้อขายในราคาแพงที่ 19.1 เท่าของกำไรในปีนี้ ดูผิวเผินก็แพงกว่าหุ้นหลักทรัพย์อื่น ๆ แต่หากยึดการมองออกไปที่ปี 2548-2549 กำไรก็จะโตได้อย่างค่อนข้างแน่นอน จากการหยุดจ่ายค่าใบอนุญาตจะทำให้ PE ลดลงเหลือ 13.3 เท่า และมีการประหยัดต้นทุนส่วนนี้เต็มปีในปี 2549 จึงเห็นว่าหุ้นควรจะซื้อขายกันบน PE 15 เท่าของกำไรโดยเฉลี่ยของปี 2548-2549 คิดเป็นราคาเหมาะสม 2.8 บาท/หุ้น

การเปรียบเทียบ PE กับหลักทรัพย์ต่าง ๆ

| | ราคา | คำแนะนำ | กำไรต่อหุ้น | | | PE (x) | |
|---------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2546 | 2547F | 2548F | 2547F | 2548F |
| ASP | 81 | ซื้อ | 5.99 | 6.24 | 6.49 | 13.0 | 12.5 |
| CNS | 75 | ซื้อ | 1.71 | 7.22 | 7.80 | 10.4 | 9.6 |
| KGI | 3.74 | เปลี่ยนตัว | 0.49 | 0.35 | 0.36 | 10.7 | 10.4 |
| TNITY | 26.75 | ถือ | 1.37 | 1.75 | 1.88 | 15.3 | 14.2 |
| US | 10.6 | ถือ | 1.43 | 1.05 | 1.10 | 10.1 | 9.6 |
| ZMICO | 9.1 | ถือ | 1.04 | 0.69 | 0.70 | 13.2 | 13.0 |
| GBX ** ที่ราคาเข้าตลาด 2.3 บาท | 2.3 | | 0.19 | 0.11 | 0.17 | 19.1 | 13.3 |

ด้านการตอบรับของการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นหลักทรัพย์ที่ผกผันมากจากแนวโน้มตลาดและปริมาณซื้อขาย เราจึงได้ตัวแปรกับราคา ที่ควรจะเป็นตามสมมติฐานจากการซื้อขายรายวันและสัดส่วนแบ่งตลาดออกมา

ในส่วนแรกกล่าวถึงช่วงการเปลี่ยนแปลงมูลค่าซื้อขายรายวัน +/- 20% จากฐานที่ 2.16 หมื่นล้านต่อวันในปี 2549 จะทำให้มูลค่าควร เป็นเหรียญอยู่ที่ 1.99 บาท – 3.81 บาทต่อหุ้น กรณีต่อไปตั้งให้ส่วนครองตลาด +/-1% จากฐานกลางที่ 2.75% ก็จะได้ช่วงมูลค่าที่ 1.02- 4.78 บาทต่อหุ้น

สมมติฐานการเปลี่ยนแปลงมูลค่าการซื้อขายรายวัน และ สัดส่วนตลาดของ GBX

| | เปลี่ยนแปลง | | | ส่วนแบ่งตลาด | | |
|---------------------|-------------|---------------|------------|--------------|-------------|------------|
| | จากฐาน | คาดการณ์ 2548 | ค่าควรเป็น | จากฐาน | 2548-2549 | ค่าควรเป็น |
| 15x PER 2548-2549 | -20% | 17,305 | 1.99 | -1.00% | 1.75%/1.50% | 1.02 |
| ราคาเหมาะสม 2.8 บาท | -15% | 18,386 | 2.22 | -0.75% | 2.00%/1.75% | 1.49 |
| | -10% | 19,468 | 2.45 | -0.50% | 2.25%/2.00% | 1.96 |
| | -5% | 20,549 | 2.68 | -0.25% | 2.50%/2.25% | 2.43 |
| | 5% | 22,712 | 3.13 | 0.25% | 3.00%/2.75% | 3.37 |
| | 10% | 23,794 | 3.36 | 0.50% | 3.25%/3.00% | 3.84 |
| | 15% | 24,875 | 3.58 | 0.75% | 3.50%/3.25% | 4.31 |
| | 20% | 25,957 | 3.81 | 1.00% | 3.75%/3.50% | 4.78 |

หลังจากนั้น เราเห็นว่ากรมองปัจจัย 2 ประการแยกกัน โดยสิ้นเชิง ไม่น่าจะเกิดขึ้น เราได้ตั้งกรณีสองข้อ คือ กรณีธุรกิจดีมากและย่ำแย่ โดยหากธุรกิจดีน้ำหนัก 70% ไปอยู่ที่การซื้อขายและ 30% ไปอยู่ที่ส่วนแบ่งตลาด (โดยมากแปรผกผันน้อยกว่า) ในกรณีธุรกิจแย่น้ำหนัก 80% ก็จะไปที่การซื้อขาย และ 20% ไปตกที่ส่วนแบ่งตลาด จะได้ช่วงดีและไม่ดีออกมา 2.35 บาท และ 3.8 บาท และฐานกลางที่ 2.8 บาทได้กล่าวไปแล้ว

การคำนวณค่าควรเป็นในกรณีธุรกิจดีมาก และ ธุรกิจย่ำแย่

| | มูลค่าซื้อขายรายวัน | เปลี่ยนแปลงจากฐาน | PE 15x 2548-2549 | สัดส่วนการตลาด | | ค่าควรเป็น |
|-----------------|---------------------|-------------------|------------------|----------------|------------------|-------------|
| | | | | 2548-2549 | PE 15x 2548-2549 | |
| กรณีธุรกิจดีมาก | 24,875 | 15% | 3.58 | 3.50%/3.25% | 4.31 | 3.80 |
| น้ำหนัก | 70% | | 2.51 | 30% | 1.29 | |
| ธุรกิจย่ำแย่ | 19,468 | -10% | 2.45 | 2.25%/2.00% | 1.96 | 2.35 |
| น้ำหนัก | 80% | | 1.96 | 20% | 0.39 | |

อนึ่งการซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีความกว้างไวกวามาก ส่วนใหญ่นักลงทุนจะทำกำไรจาก การเข้าสะสมในตอนตลาดไม่ดี แต่ทำกำไรในช่วงตลาดดี โดยทำส่วนต่าง ๆ จากแรงเหวี่ยงและจิตวิทยาค้านลบสู่บวก

| งบกำไรขาดทุน | | | | | |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| สิ้นสุดเดือนธันวาคม | 2003 | 2004F | 2005F | 2006F | 2007F |
| ค่าขายหน้าค่าหลักทรัพย์ | 685 | 740 | 779 | 770 | 616 |
| ค่าธรรมเนียม และ ที่ปรึกษาทางการเงิน | 30 | 32 | 34 | 33 | 27 |
| ต้นทุนดำเนินการ | | | | | |
| รายจ่ายพนักงาน | 322 | 403 | 405 | 403 | 354 |
| ค่าเช่าและ อุปกรณ์ | 32 | 37 | 36 | 37 | 38 |
| ค่าใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์ | 93 | 96 | 65 | - | - |
| รายจ่ายอื่น ๆ | 38 | 53 | 51 | 51 | 50 |
| กำไรดำเนินการ | 230 | 184 | 256 | 312 | 200 |
| ดอกเบี้ยจ่าย | 7 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| รายได้อื่น ๆ | 9 | 3 | 8 | 10 | 9 |
| กำไรก่อนภาษี | 233 | 183 | 263 | 321 | 207 |
| ภาษีเงินได้ | 70 | 55 | 79 | 96 | 62 |
| รายการพิเศษ | 2 | - | - | - | - |
| กำไรสุทธิ | 164 | 128 | 184 | 224 | 145 |

| งบดุล | | | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| สิ้นสุดเดือนธันวาคม | 2003 | 2004F | 2005F | 2006F | 2007F |
| เงินสด | 407 | 700 | 500 | 587 | 500 |
| ลูกหนี้การค้า | 1,897 | 1,482 | 1,781 | 1,760 | 1,848 |
| สินค้าคงเหลือ | - | - | - | - | - |
| เงินลงทุน | - | - | - | - | - |
| สินทรัพย์คงที่ | 109 | 107 | 98 | 89 | 79 |
| สินทรัพย์รวม | 2,652 | 2,313 | 2,406 | 2,462 | 2,454 |
| เจ้าหนี้การค้า | 1,269 | 534 | 478 | 419 | 321 |
| เงินกู้ระยะสั้น | 670 | 60 | 78 | 68 | 77 |
| เงินกู้ระยะยาว | - | - | - | - | - |
| หนี้สินอื่นๆ | 304 | 138 | 160 | 150 | 144 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 409 | 1,580 | 1,691 | 1,825 | 1,912 |

| งบกระแสเงินสด | | | | | |
|------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| สิ้นสุดเดือนธันวาคม | 2003 | 2004F | 2005F | 2006F | 2007F |
| กำไรสุทธิ | 164 | 128 | 184 | 224 | 145 |
| ค่าเสื่อม | 19 | 20 | 20 | 19 | 21 |
| ทุนหมุนเวียนสุทธิ | (640) | (319) | (355) | (38) | (187) |
| กำไรขาดทุนค่าเงิน | - | - | - | - | - |
| เงินสดจากการประกอบการ | (287) | (40) | (130) | 195 | (27) |
| ซื้อสินค้าทุน | (98) | (18) | (10) | (10) | (10) |
| เงินลงทุน | - | - | - | - | - |
| เงินสดจากการลงทุน | (96) | (18) | (10) | (10) | (10) |
| จ่ายหนี้คืน/ผู้เพิ่ม | 670 | (610) | 18 | (10) | 10 |
| เพิ่มทุน | - | 1,095 | - | - | - |
| จ่ายปันผล | - | (51) | (74) | (90) | (58) |
| เงินสดจากการหาเงิน | 660 | 433 | (56) | (100) | (48) |
| เงินสดอิสระ | (385) | (58) | (140) | 185 | (37) |

สาขากรุงเทพฯ

สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอริควี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2658-6300
โทรสาร 0-2658-6301

สาขาพาหุรัด

125 อาคารดิโอดส์สยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน
พาหุรัด แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร
กรุงเทพฯ 10200
โทร 0-2225-0242
โทรสาร 0-2225-0523

สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย
กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2664-9800
โทรสาร 0-2664-9811

สาขายาวราช

215 อาคารแกรนด์ไชน่า ชั้น 4
ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100
โทร 0-2622-9412
โทรสาร 0-2622-9383

สาขาพวนันธินทรา

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปีมิตร)
ถนนวิภาวดี แขวงวังทองหลาง
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310
โทร 0-2935-6111
โทรสาร 0-2935-6070

สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3
ห้อง 3B ถนนมนัส อำเภอเมือง
จังหวัดนครราชสีมา 30000
โทร (044) 269-400
โทรสาร (044) 269-410

สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี
จังหวัดชลบุรี 20000
โทร (038) 792-479
โทรสาร (038) 792-493

สาขาสุมทรวงคราม

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000
โทร. (034) 724-062 ถึง 67
โทรสาร (034)-724-068

สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิเวศพลาซ่า
ถนนหลวงพ่อดำ ตำบลตลาดใหญ่
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000
โทร (076) 355-730-6
โทรสาร (076) 355-737

สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2665-7000
โทรสาร 0-2665-7050

สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์ทาวเวอร์ ชั้น 3
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ
อำเภอเมืองสมุทรปราการ
จังหวัดสมุทรปราการ 10270
โทร 0-2758-7003
โทรสาร 0-2758-7248

สาขาฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต ห้อง 118
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ปะราชา
ธัญบุรี อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130
โทร 0-2958-0591
โทรสาร 0-2958-0590

สาขานิยะ

52 อาคารนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700
โทรสาร 0-2231-2349-50

สาขาค้างจังหวัด

สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-000
โทรสาร (053) 284-019

สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000
โทร (044) 288-455
โทรสาร (044) 288-466

สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามัคคี ชั้น 2
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110
โทร (038) 862-022-9
โทรสาร (038) 862-043

สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนจุฬาลักษณ์ 3
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 346-400
โทรสาร (074) 239-509

สาขากรุงเทพฯ

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์
ตำบลอรัญประเทศ อำเภออรัญประเทศ
จังหวัดสระแก้ว 27120
โทร (037) 226-347-8
โทรสาร (037) 226-346

สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน
อำเภอเมืองนนทบุรี
จังหวัดนนทบุรี 11000
โทร 0-2550-0577
โทรสาร 0-2550-0566

สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600
โทร 0-2876-6500
โทรสาร 0-2876-6531

สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700
โทร 0-2884-9847
โทรสาร 0-2884-6920

สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนมทิลด ตำบลหายยา
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-138
โทรสาร (053) 284-138

สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง
อำเภอเมือง จังหวัดสุรินทร์ 32000
โทร (044) 531-600-3
โทรสาร (044) 519-378

สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย
ถนนขวาง ตำบลตลาด อำเภอเมืองจันทบุรี
จังหวัดจันทบุรี 22000
โทร (039) 346-626-30
โทรสาร (039) 346-631

สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เดินพลาซ่า
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 247-199
โทรสาร (074) 247-701

สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000
โทร (073) 255-493-7
โทรสาร (073) 255-498

สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260
โทร 0-2721-9949
โทรสาร 0-2721-8320

สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2541-1411
โทรสาร 0-2541-1108

สาขางาเคว

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค
กรุงเทพฯ 10160
โทร 0-2804-4235
โทรสาร 0-2804-4251

สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2636-7550-6
โทรสาร 0-2636-7565

สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสตึก อำเภอเมือง
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100
โทร (054) 319-211
โทรสาร (054) 319-216

สาขาลุพราชนิ

187-189 ถนนลูพราชนิ ตำบลในเมือง อำเภอ
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000
โทร (045) 265-633
โทรสาร (045) 265-639

สาขาสุมทรวงคราม

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จังหวัดสมุทรสาคร 74000
โทร (034) 811-377
โทรสาร (034) 811-383

สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม
ตำบลชะเมา อำเภอสว่างวีรกรรม
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000
โทร (077) 205-460
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมีให้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชี้แนะการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด