



หลักสูตร Stock Valuation for IR

สำหรับ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วันที่ 31 ตุลาคม พ.ศ.2557

หัวข้อการนำเสนอ

1. หลักการและที่มาในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ
2. การประเมินมูลค่าหุ้นด้วย Discounted Cash Flow Approach
3. การประเมินมูลค่าหุ้นด้วย Relative Valuation Approach
4. กรณีศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นของ บมจ.BBB
5. การประยุกต์ใช้เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้นกับธุรกิจแต่ละประเภท

หลักการและที่มาในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ (Stock Valuation)

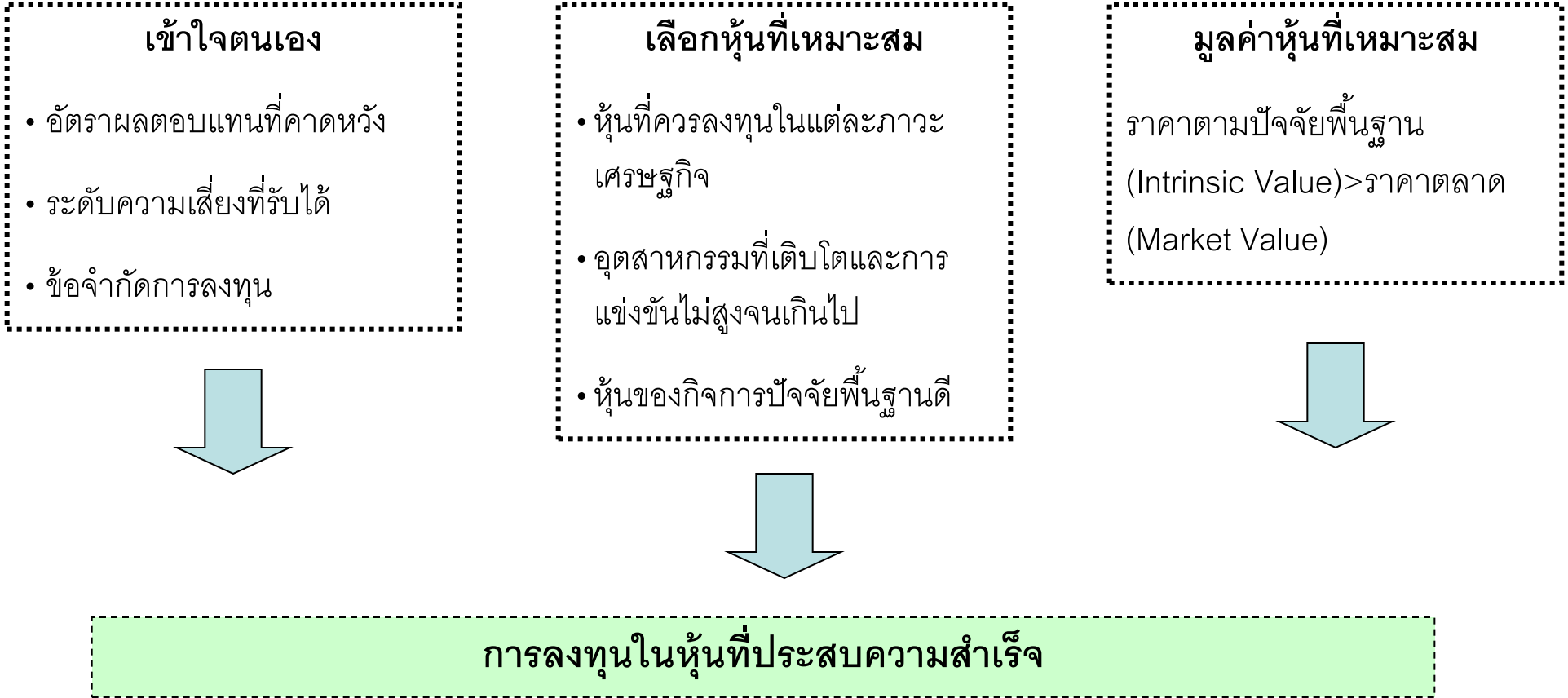


- การประเมินมูลค่า (Valuation) เป็นการหามูลค่าของหลักทรัพย์ที่ควรจะเป็นเพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาด
- นักลงทุนจะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับการประเมินราคาเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน และกำหนดราคาซื้อขายหลักทรัพย์
- ผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) จะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับการประเมินราคาเพื่อประกอบการคำนวณต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ที่เกิดจากการระดมทุน เพื่อช่วยในการตัดสินใจทางเลือกในการระดมทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างการวิเคราะห์ด้วยปัจจัยพื้นฐานและการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์



ลงทุนในหุ้นให้ประสบความสำเร็จได้อย่างไร



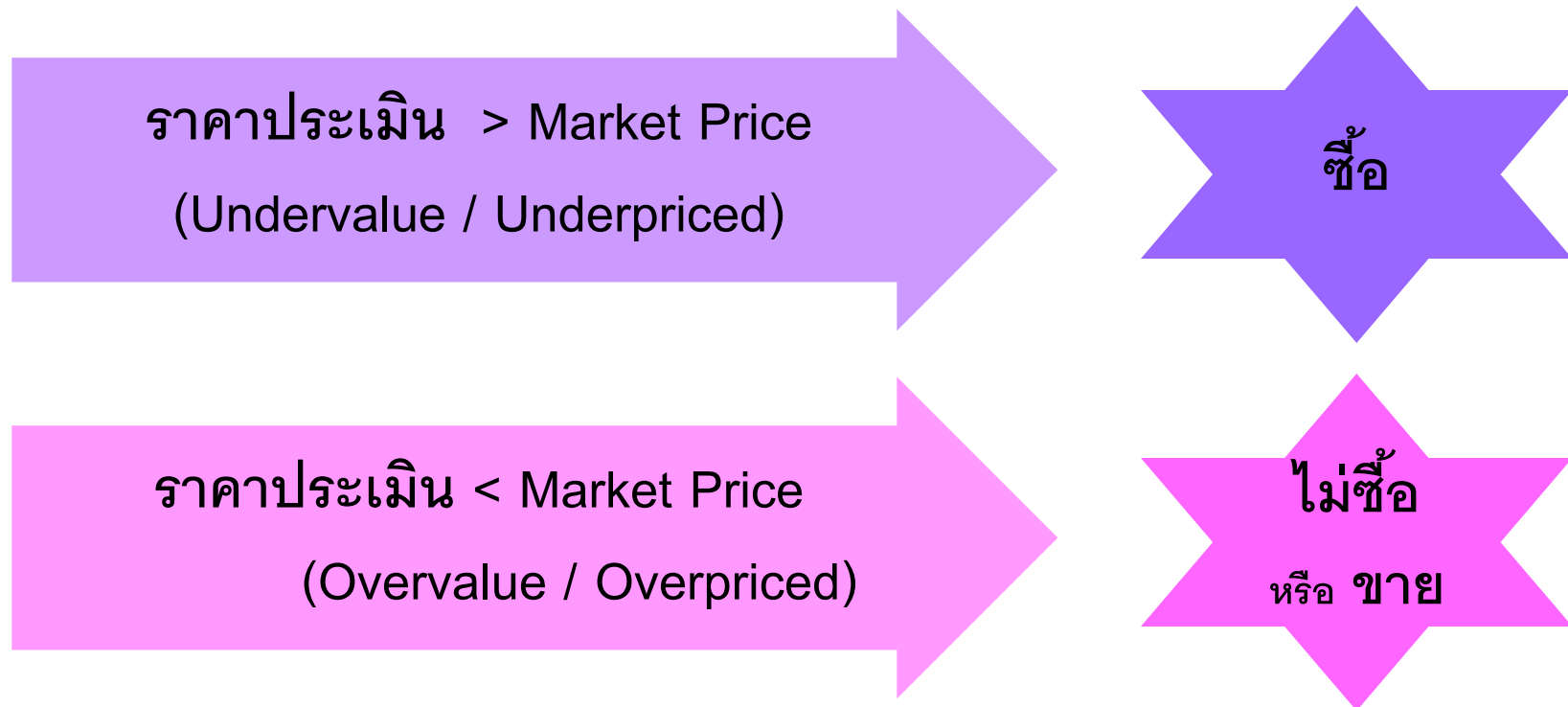
หุ้นราคาถูกหรือแพงจะรู้ได้อย่างไร

- ในการพิจารณาว่าหุ้นที่เราสนใจจะลงทุน ถูกหรือแพง ราคาสูงหรือต่ำไป ต้องเทียบราคาตลาดของหุ้น (Market Price) กับมูลค่าที่แท้จริงหรือราคาตามปัจจัยพื้นฐานของหุ้น (Intrinsic Value)

- ★ ถ้าราคาตลาดของหุ้นต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ถือว่าหุ้นนั้นราคาถูก ถ้ายังไม่ซื้อหุ้นดังกล่าว ก็ควรซื้อหุ้นนั้น แต่ถ้าถือหุ้นดังกล่าวอยู่แล้ว ก็ควรซื้อเพิ่มเติม
- ★ ถ้าราคาตลาดของหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ถือว่าหุ้นนั้นราคาแพง ถ้าถือหุ้นดังกล่าวอยู่ ก็ควรขายออกไป แต่ถ้าไม่ได้ถือหุ้นดังกล่าวอยู่ ก็ควรทำชอร์ตเซลล์หุ้นนั้น

- การประเมินมูลค่าหุ้น ช่วยให้ผู้ลงทุนตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้น โดยมีเป้าหมายด้านราคาที่อิงกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น ไม่หลงผิดด้วยการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในระยะสั้น และไม่ใช้อารมณ์เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจลงทุนและซื้อขายหุ้น

หลักเกณฑ์ในการตัดสินใจลงทุน



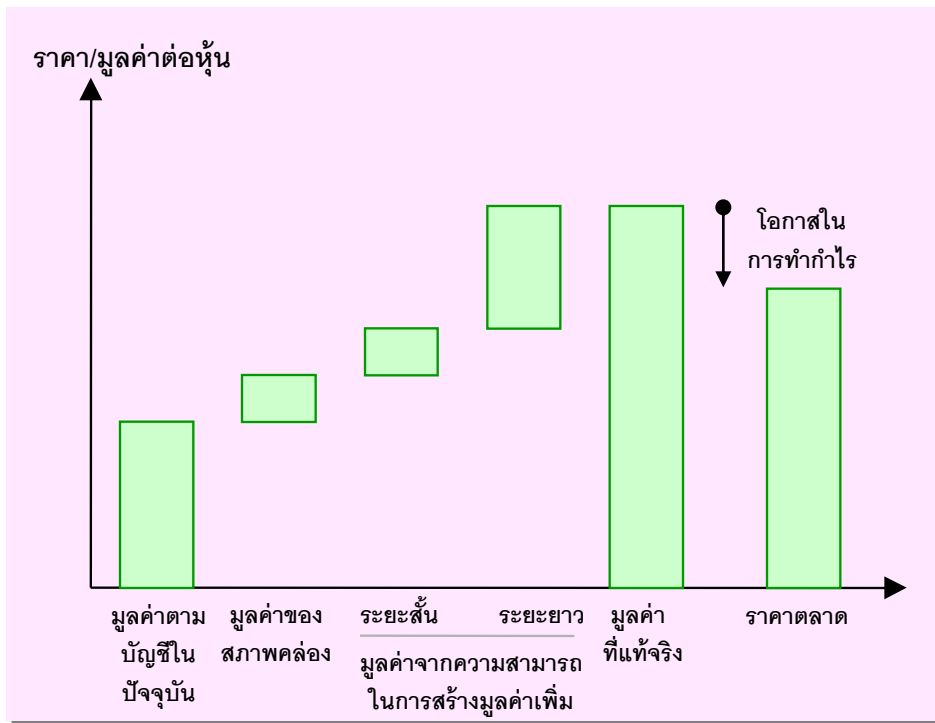
มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value หรือ Fair Price)

- ❖ เป็นมูลค่าที่เกิดจากสินทรัพย์นั้นจริงๆ
- ❖ มูลค่าที่เหมาะสมของกิจการใดๆ ย่อมเท่ากับมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการถือครองสินทรัพย์นั้นตลอดอายุสินทรัพย์
- ❖ ผู้ซื้อย่อมจะไม่จ่ายราคาที่สูงกว่าผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ
- ❖ ผู้ขายก็จะไม่ยอมขายสินทรัพย์นั้น หากราคาขายต่ำกว่าผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

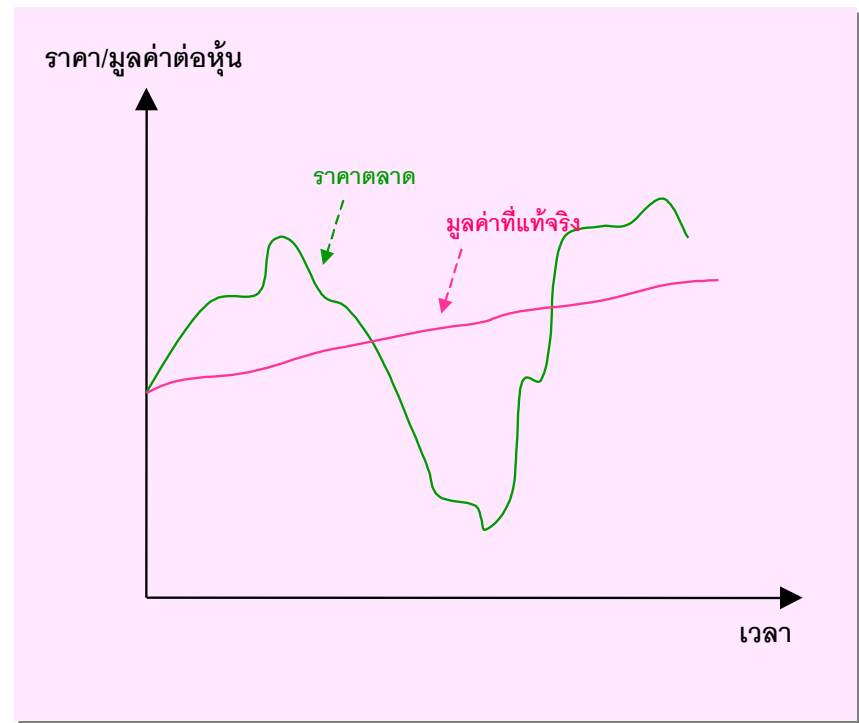
ราคาตลาด (Market Value) และมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น (Intrinsic Value หรือ Fair Price)

การลงทุนในหุ้นที่ประสบความสำเร็จคือการหาส่วนต่างระหว่างมูลค่าที่แท้จริงและราคาตลาดของหุ้น และใช้โอกาสจากส่วนต่างดังกล่าว

มูลค่าที่แท้จริงของหุ้น



การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกับมูลค่าที่แท้จริง



แนวคิดในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญที่สำคัญ

ประเภทของมูลค่า	ความหมาย
มูลค่าตามบัญชี(Book Value)	<ul style="list-style-type: none">• มูลค่าตามบัญชี = สินทรัพย์-หนี้สิน• มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น = มูลค่าตามบัญชี/จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว• คำนวณได้ง่ายแต่ไม่ได้สะท้อนมูลค่าหุ้นที่ควรจะเป็น
มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดกรณีมีการซื้อทดแทน(Replacement Value)	<ul style="list-style-type: none">• เป็นมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดปัจจุบัน ในกรณีต้องซื้อเพื่อทดแทนสินทรัพย์ที่ใช้อยู่ของบริษัท• คำนวณได้ยาก ต้องใช้เวลาพอสมควร แม้จะช่วยลดข้อจำกัดของมูลค่าตามบัญชีที่ไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ตามราคาตลาด• มักจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Book Value) มาก
มูลค่าชำระบัญชี (Liquidation Value)	<ul style="list-style-type: none">• มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่สามารถขายได้ในกรณีที่มีการเลิกกิจการและนำทรัพย์สินออกขายทอดตลาด• ส่วนใหญ่มักจะถูกใช้เป็นข้อมูลเพื่อตกลงซื้อขายในกรณีที่มีการควบปรังกิจการ
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (Net Asset Value: NAV)	<ul style="list-style-type: none">• NAV = มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาด-หนี้สิน

ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญ

➤ มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ

- 1) มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกิจการและความสามารถในการทำกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ต่อกันโดยตรง
เมื่อกำไรเพิ่มขึ้น มูลค่าทรัพย์สินของกิจการก็จะเพิ่มขึ้นผ่านทางกำไรสะสม
- 2) มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ = มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด - หนี้สิน

➤ ยอดขาย

- 1) ยอดขายมีความสัมพันธ์โดยตรงกับมูลค่าของหุ้นสามัญ

➤ กระแสเงินสด

- 1) กระแสเงินสดของกิจการอาจจะอยู่ในรูปกระแสเงินสดอิสระหรือเงินปันผล
- 2) กระแสเงินสดแสดงถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นของกิจการ
- 3) กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์โดยตรงกับมูลค่าของหุ้นสามัญ

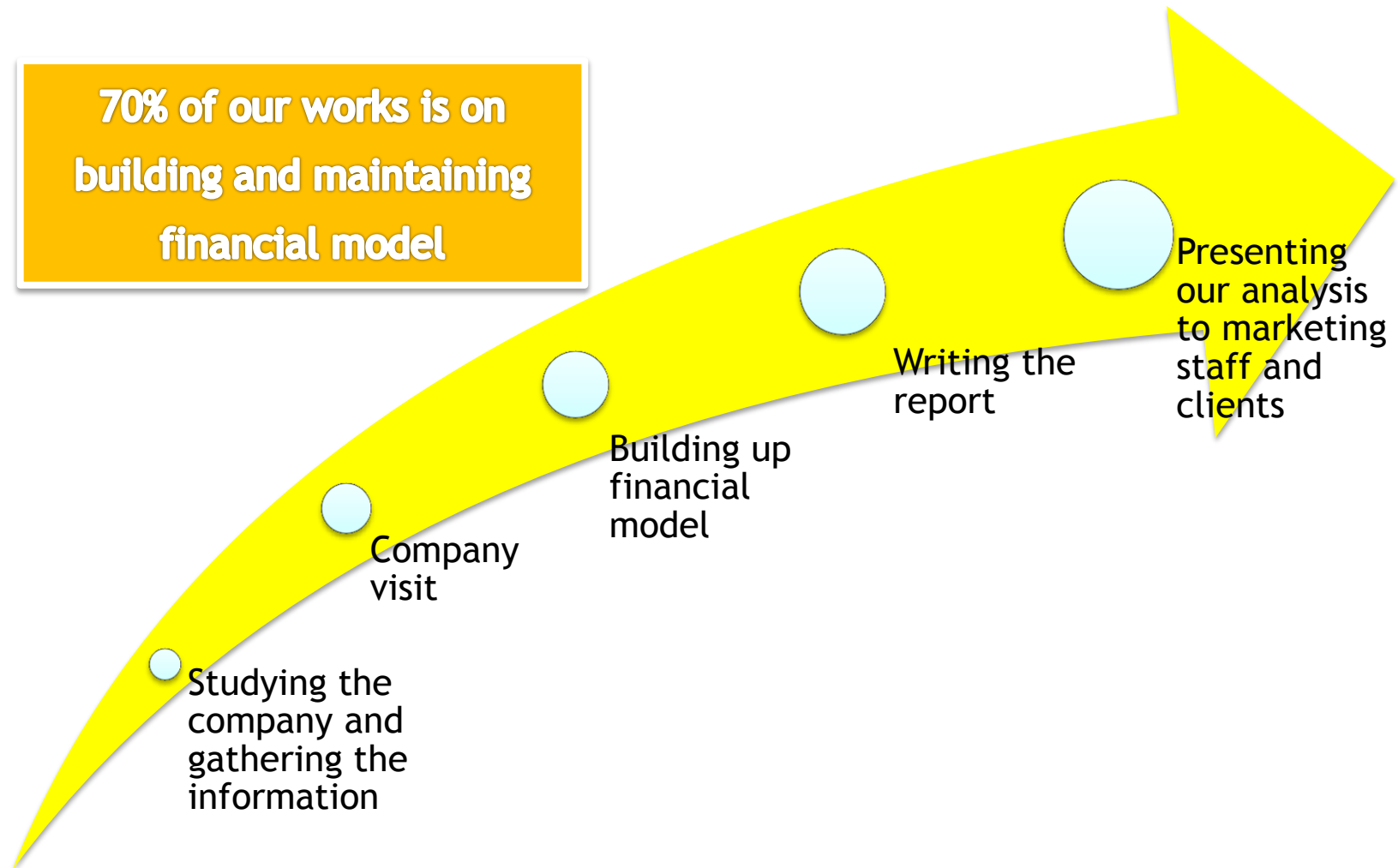
ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญ (ต่อ)

➤ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

- 1) มูลค่าของตราสารทุนจะแปรผันโดยตรงกับเงินปันผลหรือกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต และระยะเวลาที่จะได้รับเงินปันผลหรือกระแสเงินสดนั้นจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์

➤ อัตราคิดลด

- 1) สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากการลงทุนในสินทรัพย์ (Required Rate of Return)
- 2) ใช้คิดลด (discount) กระแสเงินที่จะเกิดขึ้นในอนาคตแล้วเทียบให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน
- 3) มูลค่าของตราสารทุนจะแปรผกผันกับอัตราคิดลด



อะไรคือบทวิเคราะห์หลักทรัพย์?

รายงานที่ช่วยให้นักลงทุนหรือผู้เกี่ยวข้องอื่นๆ วิเคราะห์สถานะทางการเงิน การบริหารจัดการ และแนวโน้มในอนาคตของกิจการนั้นๆ พร้อมประเมินมูลค่ากิจการเทียบกับราคาตลาด ณ ขณะนั้นๆ และคำแนะนำของผู้จัดทำรายงานต่อผู้อ่านรายงาน

- บทสรุปและคำแนะนำการลงทุน
- โหมโรง
- การวิเคราะห์บริษัทและธุรกิจ
- การวิเคราะห์ทางการเงิน
- การประมาณการทางการเงิน
- การประเมินมูลค่าบริษัท
- **Disclaimer**

- ถือเป็นหัวใจสำคัญของรายงาน
- เป็นแรงกระตุ้นให้ผู้อ่านสนใจเข้าไปเจาะลึกในรายละเอียดด้านใน
- คำแนะนำที่ดี ควรชี้ถึงประเด็นสำคัญที่ทำการวิเคราะห์
- สั้น กระชับ เข้าใจง่าย

หลากหลายคำแนะนำการลงทุน

- **Strong buy** – หุ้นนั้นมีความน่าสนใจอย่างมาก ทั้งในเชิงของธุรกิจ บริษัทและในการประเมินมูลค่า
- **Buy** – นักวิเคราะห์มีมุมมองที่เป็นบวกต่อแนวโน้มบริษัท และคิดว่ามีคุณค่าพอที่จะซื้อ ณ ราคาปัจจุบัน
- **Hold** – จากข้อมูลปัจจุบัน ยังไม่มีเหตุผลให้เชื่อได้ว่าราคาหุ้นดังกล่าวจะปรับขึ้นอย่างมีนัยในเวลานอนใกล้ แต่ขณะเดียวกันก็ไม่คิดว่าปัจจัยพื้นฐานจะแย่งจนต้องรีบขายหุ้นตัวนี้ออกไป (ควรติดตามว่าหุ้นจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางใด)
- **Sell** – หุ้นมีราคาสูงกว่าปัจจัยพื้นฐาน หรือมีข่าวเชิงลบที่อาจกระทบต่อผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ
- **Sell on strength** – ขายเมื่อราคาปรับตัวขึ้น เพราะเห็นว่าปัจจัยที่จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อราคาหุ้นมีมากกว่าปัจจัยเชิงบวกในระยะสั้น

หลากหลายคำแนะนำการลงทุน (ต่อ)

คำแนะนำการลงทุนรายอุตสาหกรรม

- **Overweight** – ลงทุนในอุตสาหกรรมที่วิเคราะห์มีโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนมากกว่าดัชนีอ้างอิงของตลาด
- **Underweight** – ลงทุนในอุตสาหกรรมที่วิเคราะห์มีโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนน้อยกว่าดัชนีอ้างอิงของตลาด
- **Neutral** – คงน้ำหนักการลงทุนในพอร์ตการลงทุน

Analyst Consensus ของหุ้น AAA ณ วันที่ 30 สิงหาคม พ.ศ.2557

No.	Broker	ประมาณการกำไรสุทธิ ต่อหุ้น (บาท)		P/E พ.ศ.2557 (F)	P/BV พ.ศ. 2557 (F)	DIV (%) พ.ศ.2557 (F)	ราคา เป้าหมาย (บาท)	คำแนะนำการ ลงทุน
		พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)					
1.	BLS	1.38	1.75	26.8	4.4	1.6	60.00	Buy
2.	TNS	1.31	1.60	28.2	5.7	1.0	54.00	Buy
3.	TRINITY	1.34	1.65	27.6	4.6	1.5	60.00	Buy
4.	ASP	1.23	1.43	30.1	2.9	1.3	63.00	Buy
5.	DBSV	1.32	1.61	28.0	4.9	1.4	60.00	Buy
6.	MBKET	1.32	1.59	28.0	5.5	1.4	68.00	Buy
7.	KSS	1.20	1.50	30.8	5.6	1.4	63.50	Buy
8.	TSC	1.50	1.76	24.7	5.8	2.7	58.00	Buy
เฉลี่ย		1.33	1.61	27.9	4.7	1.5	60.81	
สูงสุด		1.50	1.76	30.8	5.8	2.7	68.00	
ต่ำสุด		1.20	1.43	24.7	2.9	1.0	54.00	
มัธยฐาน		1.32	1.60	28.0	5.2	1.4	60.00	

ที่มา : SETTRADE

- 1) การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach: DCF)
- 2) การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีสัมพัทธ์ (Relative Valuation หรือ Peer Comparison Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Method: DCF)

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF เป็นการประเมินมูลค่าหุ้น โดยพิจารณาจากความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ

แบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธี DCF

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญ} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{CF_t}{(1+k)^t} \right)$$
$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \dots$$

โดยที่

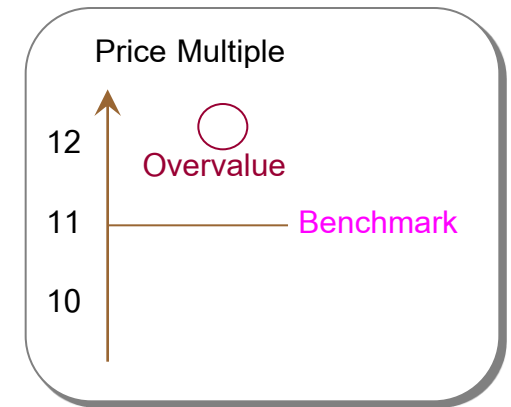
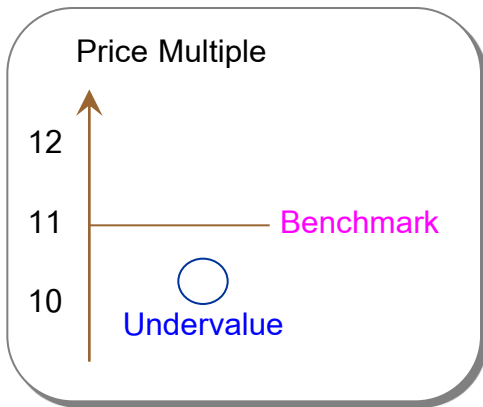
CF_t = กระแสเงินสดในอนาคตในงวดที่ t

k = อัตราคิดลดหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ (Required Rate of Return)

แนวทางการใช้ Relative Valuation Approach

นำ Price Multiple ของหุ้นสามัญที่เราสนใจ

เปรียบเทียบกับ Benchmark Price Multiple
(Benchmark คำนวณจาก Similar Assets)



ถ้า Price Multiple < Benchmark

สรุปว่า Undervalue
ดังนั้น ลงทุนซื้อ

ถ้า Price Multiple > Benchmark

สรุปว่า Overvalue
ดังนั้น ขาย



การประเมินมูลค่าหุ้นด้วย Discounted Cash Flow Approach (DCF)



มูลค่าของกระแสเงินตามเวลา (Time Value of Money)

- ❖ แม้จะเป็นกระแสเงินจำนวนเดียวกัน เมื่อระยะเวลาต่างกัน ก็มีมูลค่าที่ไม่เท่ากัน
- ❖ กระแสเงินในอนาคตย่อมมีความเสี่ยงมากกว่ากระแสเงินในปัจจุบัน จึงจำเป็นต้องคำนึงถึงมูลค่าของกระแสเงินตามเวลา (Time Value of Money)

มูลค่าของกระแสเงินตามเวลา (ต่อ)

มูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของเงิน 100 บาท

ปีที่ 0

1

2



$$\frac{100}{(1+0.03)^2} = 94.25$$



ผลตอบแทน 3%



← ปรับมูลค่าอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน
ด้วยผลตอบแทน 3%

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Method: DCF)

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF เป็นการประเมินมูลค่าหุ้น โดยพิจารณาจากความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ

แบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธี DCF

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญ} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{CF_t}{(1+k)^t} \right)$$
$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \dots$$

โดยที่

CF_t = กระแสเงินสดในอนาคตในงวดที่ t

k = อัตราคิดลดหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ (Required Rate of Return)

ตัวแบบส่วนลดเงินปันผล (Dividend Discount Model)

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_s)^t}$$
$$= \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k_s)^t}$$

โดยที่

P = มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

D_t = เงินปันผลในปีที่ t โดย $t = 1, 2, 3, \dots, \infty$

K_s = อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ผู้ลงทุนต้องการ (Required Rate of Return)

ประมาณการงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (Statement of Comprehensive Income)

รายการ	แหล่งที่มา
A1 รายได้	ประมาณการรายได้
A2 ต้นทุนขาย(ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)	ประมาณการต้นทุนขาย
A3 ค่าเสื่อมราคา	ประมาณการงบลงทุนและค่าเสื่อมราคา
A4 กำไรขั้นต้น	คำนวณ (A1-A2-A3)
A5 คชจ.ขายและบริหาร	ประมาณการคชจ.ขายและบริหาร
A6 กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	คำนวณ (A4-A5)
A7 ดอกเบี้ยจ่าย	ประมาณการเงินกู้
A8 กำไรก่อนภาษี	คำนวณ (A6-A7)
A9 ภาษี	คำนวณตามอัตราภาษี
A10 กำไรสุทธิ	คำนวณ (A8-A9)

ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน (Statement of Financial Position)

รายการ		แหล่งที่มา
สินทรัพย์		
เงินสด		ประมาณการงบกระแสเงินสด รายการ B14
ลูกหนี้การค้า	←	ประมาณการเงินทุนหมุนเวียน
สินค้าคงเหลือ		ประมาณการเงินทุนหมุนเวียน
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์-สุทธิ		ประมาณการงบลงทุนและค่าเสื่อมราคา
หนี้สิน		
เจ้าหนี้การค้า	←	ประมาณการเงินทุนหมุนเวียน
เงินกู้ยืม		ประมาณการเงินกู้
ส่วนของผู้ถือหุ้น		
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว		ข้อเท็จจริง
กำไรสะสมต้นงวด	←	งบดุล
กำไรสุทธิประจำงวด		ประมาณการงบกำไรขาดทุน รายการ A10
กำไรสะสมปลายงวด		คำนวณ

วิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต

$$AM = \frac{\sum_{t=1}^n FinV_t}{n}$$

โดยที่

AM = อัตราการขยายตัวของตัวแปรทางการเงินของกิจการโดยใช้วิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต

$\sum_{t=1}^n FinV_t$ = ผลรวมของอัตราการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรทางการเงินของกิจการ

n = จำนวนข้อมูลตัวแปรทางการเงินของกิจการที่นักลงทุนนำมาใช้ในการคำนวณ

การประมาณการอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงินจากข้อมูลในอดีต

วิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต (ต่อ)

นักลงทุนสามารถคำนวณหาอัตราการเปลี่ยนแปลงต่อช่วงเวลาหรือ Growth Rate ของตัวแปรทางการเงิน ได้ดังต่อไปนี้

$$\Delta FinV = \left[\frac{(FinV_t - FinV_{t-1})}{FinV_{t-1}} \right] \times 100$$

โดยที่

$\Delta FinV$ = การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงินของกิจการ (ต่อหนึ่งช่วงเวลา)

$FinV_t$ = ค่าของตัวแปรทางการเงินของกิจการในปีที่ t

$FinV_{t-1}$ = ค่าของตัวแปรทางการเงินของกิจการในปีที่ $t-1$

ตัวอย่างการคำนวณอัตราการเติบโตของตัวแปรทางการเงินโดยใช้ค่าเฉลี่ยเลขคณิตจากข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทแห่งหนึ่งในปี พ.ศ.2551-2555 ให้คำนวณหาอัตราการเติบโตของกำไรของกิจการโดยใช้วิธีค่าเฉลี่ยเลขคณิต

พ.ศ.	กำไร (ล้านบาท)	อัตราการเติบโต
2551	100	-
2552	105	5.00 % $[(105-100)/100]$
2553	111	5.71 % $[(111-105)/105]$
2554	123	10.81 % $[(123-111)/111]$
2555	134	8.94 % $[(134-123)/123]$

$$\text{ค่าเฉลี่ยเลขคณิต} = (5.00 \% + 5.71 \% + 10.81 \% + 8.94 \%) / 4 = 7.62 \%$$

การประมาณการอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรทางการเงินจากข้อมูลในอดีต

วิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต

$$GM = \prod_{t=1}^n [(GrowthFinV_t + 1)]^{\frac{1}{n}} - 1$$

โดยที่

GM = อัตราการขยายตัวของตัวแปรทางการเงินของกิจการโดยใช้วิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต

$\prod_{t=1}^n [(GrowthFinV_t + 1)]$ = ผลคูณของอัตราการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรทางการเงินของกิจการ

n = จำนวนข้อมูลตัวแปรทางการเงินของกิจการที่นักลงทุนนำมาใช้ในการคำนวณ

ตัวอย่างการคำนวณอัตราการเติบโตของตัวแปรทางการเงินโดยใช้ค่าเฉลี่ยเรขาคณิต

จากข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทแห่งหนึ่งในปี พ.ศ.2551-2555 ให้คำนวณหาอัตราการเติบโตของกำไรของกิจการโดยใช้วิธีค่าเฉลี่ยเรขาคณิต

พ.ศ.	กำไร (ล้านบาท)	อัตราการเติบโต
2551	100	-
2552	105	5.00 % [(105-100)/100]
2553	111	5.71 % [(111-105)/105]
2554	123	10.81 % [(123-111)/111]
2555	134	8.94 % [(134-123)/123]

$$\text{ค่าเฉลี่ยเรขาคณิต} = [(1+0.05) \times (1+0.0571) \times (1+0.1081) \times (1+0.0894)]^{1/4} - 1 = 7.59 \%$$

1. การประมาณการรายได้
2. การประมาณการต้นทุนขาย
3. การประมาณการคชจ.การขายและบริการ
4. การประมาณการงบลงทุนและค่าเสื่อมราคา
5. การประมาณการเงินกู้
6. การประมาณการเงินทุนหมุนเวียน
7. การประมาณการเงินปันผล
8. การประมาณการกระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้น
9. การประมาณการตัวแปรทางการเงินอื่นๆ

- ตามหลักการทางบัญชีและกฎหมาย การพิจารณาจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับ
 - กำไรสุทธิในงวดนั้นๆ ต้องหักสำรองตามกฎหมาย ขั้นต่ำ 5% ของกำไรสุทธิ (กรณีที่สำรองตามกฎหมายยังไม่ครบ 10% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว)
 - ต้องไม่มีขาดทุนสะสม
 - นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- **TIPS :** ตามหลักการทางบัญชี การบันทึกเงินปันผลจ่ายจะเป็นในปีถัดไป เพราะบริษัทต้องขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งมักจะมีประชุมในปลายเดือนมี.ค. หรือเดือนเม.ย.ของปีถัดไป

- ระดับความสามารถในการทำกำไร
- ความต้องการใช้กระแสเงินสดเพื่อการขยายกิจการ
- ระดับของกำไร/ขาดทุนสะสม
- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) ของกิจการ
- ข้อกำหนดสิทธิในการออกหุ้นกู้/ภาระผูกพันกับเจ้าหนี้เงินกู้ (Debt Covenants)

อัตราการจ่ายเงินปันผลและประมาณการเงินปันผลต่อหุ้น

=

อัตราการจ่ายเงินปันผล
(Dividend Payout Ratio)

=

เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น

กำไรต่อหุ้น



ประมาณการเงินปันผลต่อหุ้น

=

ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น x อัตราการจ่ายปันผล

(หน่วย: ล้านบาท)	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4
กำไรสุทธิ	488	588	688	788
จำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	68	68	68	68
กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)	7.18	8.65	10.12	11.59
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	3.59	4.32	5.06	5.79

กระแสเงินสดอิสระที่เป็นของผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to Equity: FCFE)

**FCFE = กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย - การเปลี่ยนแปลงในความต้องการใช้
เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ - การลงทุนในทรัพย์สินถาวรสุทธิ + เงินกู้ที่มีภาระดอกเบี้ย
เพิ่มขึ้นสุทธิ**

ข้อสังเกต

1. FCFE เป็นกระแสเงินสดสุทธิของกิจการหลังจากจ่ายชำระ 1) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานประเภทต่างๆ 2) เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ 3) เงินต้นและดอกเบี้ยคืนให้แก่เจ้าหนี้ และ 4) เงินลงทุนในทรัพย์สินถาวรเพื่อขยายการดำเนินธุรกิจ
2. ดังนั้น FCFE จะเป็นกระแสเงินสดสุทธิที่เหลือ (residual cash flow) ที่เป็นของผู้ถือหุ้น

ตัวอย่างการคำนวณ FCFE

(หน่วย: ล้านบาท)	ปีที่ 0	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4
กำไรสุทธิ	230	240	190	255	230
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	60	90	70	75	105
เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ	50	58	73	71	80
การลงทุนในทรัพย์สินถาวรสุทธิ	20	10	15	15	5
เงินกู้จากสถาบันเงินสุทธิ	5	8	19	13	17

จากข้อมูลในตารางก่อนหน้า เราสามารถคำนวณหา FCFE ในปีที่ 1-4 ได้ดังต่อไปนี้

(หน่วย: ล้านบาท)	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4
กำไรสุทธิ	240	190	255	230
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	90	70	75	105
การเปลี่ยนแปลงความต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ	8	15	-2	9
การลงทุนในทรัพย์สินถาวรสุทธิ	10	15	15	5
เงินกู้จากสถาบันเงินสุทธิ	8	19	13	17
กระแสเงินสดอิสระที่เป็นของผู้ถือหุ้น (FCFE)	320	249	330	338

- การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DCF อยู่ภายใต้สมมติฐานถึงการทำธุรกิจได้อย่างต่อเนื่องตลอดไป (Going Concern)
- การจัดทำประมาณการทางการเงินไม่สามารถทำได้ภายใต้สมมติฐาน Going Concern
- ดังนั้นจึงได้ตั้งสมมติฐานที่ธุรกิจจะมีลักษณะของกระแสเงินสด เช่นเดียวกับปีสุดท้ายที่มีการจัดทำประมาณการทางการเงิน
- อัตราการเติบโต ณ สิ้นปีที่มีการจัดทำประมาณการทางการเงิน (Terminal growth rate)

$$\text{Terminal Growth Rate (g)} = \text{ROE} \times (1 - \text{payout ratio})$$

$$\text{Terminal Value}_{t=n} = \frac{\text{DCF}_{t=n} \times (1+g)}{k-g}$$

ข้อควรพิจารณา

หาก Terminal growth rate ที่คำนวณได้มีอัตราสูงมาก อาจไม่ใช่อัตราที่ควรจะเป็นในทางปฏิบัติ เพราะ ไม่มีบริษัทใดที่สามารถรักษาอัตราการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานในระดับที่สูงได้ตลอดไป

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$



$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้รวม}} \times \frac{\text{รายได้รวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$



$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \text{อัตรากำไรสุทธิ} \times \text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม} \times \text{อัตราการก่อหนี้}$$

การคำนวณ Terminal Growth Rate

(หน่วย: ล้านบาท)	บริษัท A	บริษัท B	บริษัท C
กำไรต่อหุ้น (บาท)	2.00	3.00	4.00
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.50	0.80	1.20
รายได้รวม	450	550	650
กำไรสุทธิ	45	68	80
สินทรัพย์รวม	550	650	750
ส่วนของผู้ถือหุ้น	200	300	400

จากข้อมูลข้างต้น ให้คำนวณหา Terminal Growth Rate ของบริษัท A, B และ C

	บริษัท A	บริษัท B	บริษัท C
อัตราการจ่ายปันผล (Payout Ratio)	25.00%	26.67%	30.00%
1-payout ratio	75.00%	73.33%	70.00%
อัตรากำไรสุทธิ	10.00%	12.36%	12.31%
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม	0.82	0.85	0.87
อัตราการก่อหนี้	2.75	2.17	1.88
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	22.50%	22.67%	20.00%
Sustainable Growth Rate	16.88%	16.62%	14.00%

$$K_s = R_f + \text{Risk Premium}$$

$$K_s = R_f + (R_m - R_f) \times \text{beta } (\beta)$$

K_s	=	Expected return (ผลตอบแทนที่คาดหวัง)
R_f	=	ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง
R_m	=	ผลตอบแทนของตลาด
beta	=	ค่าวัดความเสี่ยงเมื่อเทียบกับตลาด

ข้อสังเกต

- 1) R_f จะใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (ดูได้ที่ <http://www.thaibma.or.th>)
- 2) R_m จะใช้อัตราผลตอบแทนระยะยาวจากการลงทุนใน SET ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 14 %
- 3) β เป็นการคำนวณหา correlation ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจและ SET Index

β = สหสัมพันธ์ (อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์, อัตราผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจ)

ข้อสังเกต

- 1) การคำนวณสหสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของ SET Index และผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจสามารถใช้ข้อมูลในช่วงระยะเวลาระหว่าง 3-5 ปี
- 2) ถ้าค่า β ที่คำนวณได้เป็น + แสดงว่าผลตอบแทนของ SET Index และผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกัน
- 3) ถ้าค่า β ที่คำนวณได้เป็น - แสดงว่าผลตอบแทนของ SET Index และผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน
- 4) ถ้าค่า β ที่คำนวณได้เป็น 0 แสดงว่าผลตอบแทนของ SET Index และผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างกัน

ประเภทของตัวแบบส่วนลดเงินปันผล

การประมาณเงินปันผลในแต่ละปีให้มีความถูกต้องนั้นทำได้ค่อนข้างยาก ดังนั้น ในทางปฏิบัติจึงกำหนดสมมติฐานตามความแตกต่างของอัตราการเพิ่มของเงินปันผลเป็น 3 กรณีดังนี้

1. เงินปันผลที่ได้รับคงที่ทุกงวด (Zero Growth Model)
2. เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มคงที่ทุกงวด (Constant Growth Model)
3. เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มไม่คงที่ทุกงวด (Non-Constant Growth Model)

เงินปันผลคงที่ทุกงวด (Zero Growth Model)

สมมติฐานคือ

- ❖ เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับมีมูลค่าเท่ากันทุกงวด
- ❖ ผู้ลงทุนคาดว่าจะถือหุ้นไปอย่างไม่มีกำหนด

สูตรในการคำนวณจะเป็นดังนี้

$$P = \frac{D}{k_s}$$

โดยที่

P คือ ราคาหลักทรัพย์

D คือ เงินปันผลจ่ายที่จะเท่ากันตลอดไป

Ks คือ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

ตัวอย่าง AB Company

Dividend 2005 1 บาท

ผลตอบแทนที่ต้องการ 15%

ราคาหุ้น 5 บาท

ควรซื้อหรือไม่ ?

$$P = \frac{1}{0.15} = 6.67 \text{ บาท}$$



มูลค่าที่แท้จริงของหุ้น AB เท่ากับ 6.67 บาท ถ้าราคาหุ้นในตลาดซื้อขายกันอยู่ที่ 5 บาท ผู้ลงทุนควรตัดสินใจซื้อหุ้นนี้ เพราะราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงและในอนาคตคาดว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้น ซึ่งทำให้ผู้ลงทุนได้รับ Capital Gain ด้วย

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มคงที่ทุกงวด (Constant Growth Model)

- ❖ โดยปกติ บริษัทส่วนใหญ่มักจะจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไปตามผลประกอบการของบริษัท
- ❖ เงินปันผลจะไม่คงที่ทุกงวด
- ❖ เงินปันผลที่จ่ายในปีถัดไปจึงเท่ากับเงินปันผลที่จ่ายในปีปัจจุบัน (D_0) คูณด้วยอัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่าย (g) ที่คงที่ทุกปีตลอดไป

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มคงที่ทุกงวด (ต่อ)

สมมติฐาน

- ❖ ไม่มีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก
- ❖ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ (k_s) ต้องมากกว่าอัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่าย (g)
- ❖ อัตราเงินปันผลและอัตราการเติบโตของเงินปันผลมีค่าคงที่และไม่มีภาษีเข้ามาเกี่ยวข้อง

สูตรในการคำนวณ คือ

$$P = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k_s)^t}$$
$$= \frac{D_0(1+g)}{k_s - g}$$

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มคงที่ทุกงวด (ต่อ)

ตัวอย่าง YZ Company

2005

Dividend 2004 (Per share)

1 บาท

Constant Growth

8%

ผลตอบแทนที่ต้องการ

15%

มูลค่าที่แท้จริง

มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้น YZ จะเท่ากับ

$$\begin{aligned} P &= \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{1(1+.08)}{0.15 - 0.08} \\ &= 15.43 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้น YZ เท่ากับ 15.43 บาท

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มไม่คงที่ทุกงวด (Non-Constant Growth Model)

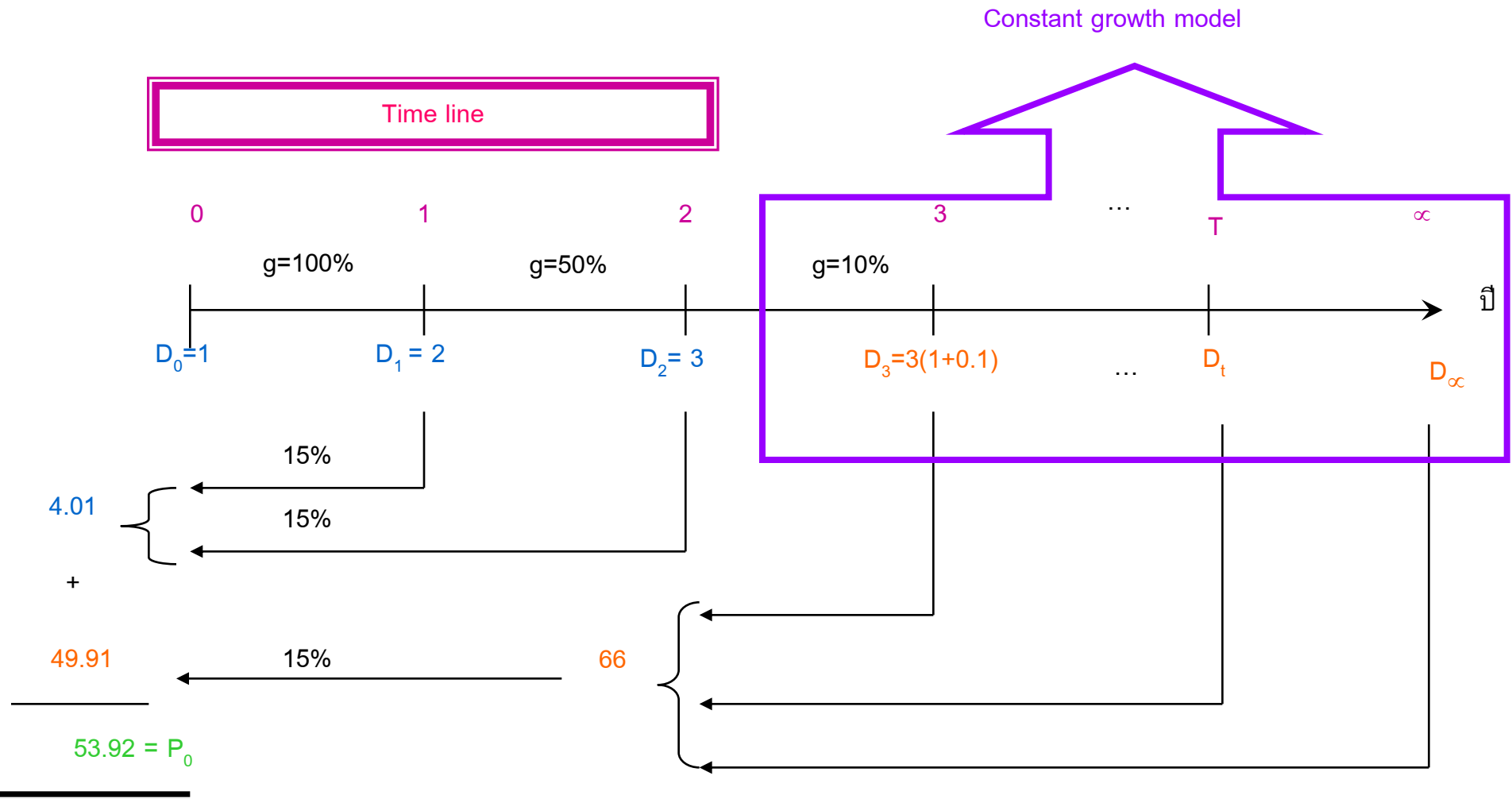
- ❖ บริษัทแต่ละบริษัทอยู่ในวงจรธุรกิจ (Life Cycle) ที่แตกต่างกัน
- ❖ อัตราการเติบโตของเงินปันผลจ่ายจึงแตกต่างกันตามภาวะของบริษัท
- ❖ Non-Constant Growth Model จึงมีสมมติฐานว่าจะมีช่วงระยะเวลาหนึ่งที่อัตราการเพิ่มของเงินปันผลมีระดับไม่คงที่ และหลังจากช่วงนี้ไปแล้วอัตราการเพิ่มของเงินปันผลจะมีระดับคงที่ (เช่น เท่ากับ g) เพื่อให้สามารถคำนวณหามูลค่าของหุ้นได้ง่ายขึ้น

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มไม่คงที่ทุกงวด (ต่อ)

ตัวอย่าง หุ้น MB จ่ายเงินปันผลงวดที่ผ่านมาหุ้นละ 1 บาท คาดว่าในงวดหน้าจะจ่ายเงินปันผลหุ้นละ 2 บาท และในอีกหนึ่งงวดถัดไปจะจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น 50% หลังจากนั้นคาดว่าเงินปันผลจ่ายจะเพิ่มขึ้นในอัตรา 10% ต่อปี คงที่ไปโดยตลอด ผู้ลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทน 15% ถ้าปัจจุบันหุ้น MB มีราคาตลาดเท่ากับ 59 บาท ราคานี้เป็นราคาที่เหมาะสมหรือไม่

ปี	อัตราการเพิ่มของเงินปันผล	เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)
1	$(D_1 - D_0) / D_0 = (2 - 1) / 1 = 100\%$	2
2	50%	$2 \times (1 + 0.5) = 3$
3	10%	$3 \times (1 + 0.1) = 3.3$
.	10%	.
.	10%	.
.	10%	.

เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มไม่คงที่ทุกงวด (ต่อ)



เงินปันผลมีอัตราการเพิ่มไม่คงที่ทุกงวด (ต่อ)

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{2}{(1 + .15)^1} + \frac{3}{(1 + .15)^2} + \frac{3.3}{(.15 - .10)(1 + .15)^2} \\ &= 4.01 + 49.91 \\ &= 53.92 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าที่แท้จริงของหุ้น MB เท่ากับ 53.92 บาท ซึ่งต่ำกว่าราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้น MB ที่เท่ากับ 59 บาท ดังนั้น ราคาที่ 59 บาท ไม่เหมาะสมที่จะลงทุน ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่ควรซื้อหุ้นนี้

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วย Peer Group Comparison หรือ Relative Valuation Approach



แนวคิดของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีสัมพัทธ์ (Relative Valuation Approach)

- Relative valuation approach ให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งใช้เปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับตัวแปรทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น กำไรสุทธิ ยอดขาย มูลค่าตามบัญชี หรือกระแสเงินสดอิสระ โดยมีหลักการว่าตัวแปรทางการเงินเหล่านี้จะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะส่งผลมายัง “มูลค่า” (Value) ของกิจการโดยตรง
- อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับตัวแปรทางการเงินที่แสดงผลการดำเนินงานจะถูกรเรียกว่า ตัวเปรียบเทียบราคา (Price Multiple) ซึ่งสามารถนำไปเทียบกับค่าอ้างอิง (Benchmark Price Multiple)

$$\text{ตัวเปรียบเทียบราคา} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการ}}{\text{ตัวแปรทางการเงินที่แสดงความสามารถในการดำเนินงาน}}$$

$$\text{มูลค่าที่เหมาะสม} = \text{Benchmark Price Multiple} \times \text{ตัวแปรทางการเงินที่ได้จากข้อมูลทางการเงินบัญชีในอดีต (หรือประมาณการตัวแปรทางการเงินในงวดถัดไป)}$$

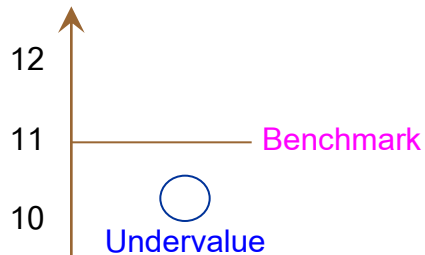
แนวคิดว่าใช้ Price Multiple

นำ Price Multiple ของหุ้นสามัญที่เราสนใจ

เปรียบเทียบกับ Benchmark Price Multiple
(Benchmark คำนวณจาก Similar Assets)



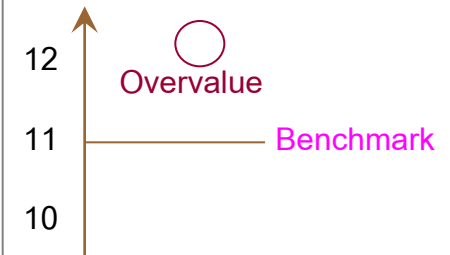
Price Multiple



ถ้า Price Multiple < Benchmark

สรุปว่า Undervalue
ดังนั้น ลงทุนซื้อ

Price Multiple



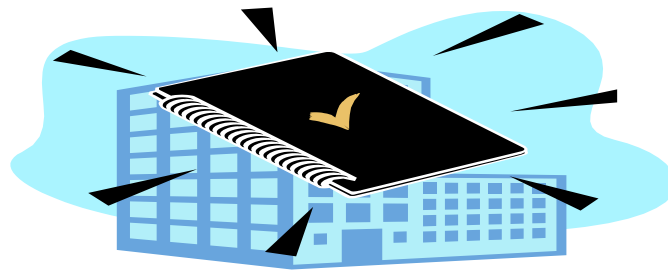
ถ้า Price Multiple > Benchmark

สรุปว่า Overvalue
ดังนั้น ขาย



หา Similar Assets จากไหน

- หุ้นสามัญของบริษัทที่มีขนาดหรือลักษณะต่างๆใกล้เคียงกัน (A Closely Matched Individual Stock)
- กลุ่มบริษัทที่มีลักษณะคล้ายกัน (Company or Industry Peer Group)
- กลุ่มบริษัททั้งหมดในตลาด (All stocks in market)



ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio:PER)

- ❖ เป็นอัตราส่วนที่แสดงว่าราคาตลาดของหุ้นเป็นกี่เท่าของกำไรต่อหุ้น
- ❖ ผู้ลงทุนจะเต็มใจซื้อหุ้นนี้ในราคาเท่าใดเพื่อแลกกับกำไรและเงินปันผลที่จะได้รับในอนาคต
- ❖ หุ้นตัวนั้นจะใช้เวลากี่ปีที่ผลตอบแทนหรือกำไรที่บริษัททำได้จะรวมกันเท่ากับเงินทั้งหมดที่ใช้ซื้อหุ้นไป

$$\text{ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PER)} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น (ราคาปิด)}}{\text{กำไรต่อหุ้น (EPS)}}$$

กำไรต่อหุ้น (Earnings per share : EPS)

ในการคำนวณหากำไรสุทธิต่อหุ้น จะใช้กำไรก่อนรายการพิเศษมาคำนวณ

$$\text{กำไรต่อหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ-เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ (ถ้ามี)}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$$

ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (ต่อ)

เราสามารถใช้ P/E Ratio ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นสามัญได้โดย

$$\text{มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นสามัญ} = \text{Benchmark P/E Ratio} \times \text{EPS}$$

หุ้นที่มีค่า P/E ระดับสูง แสดงว่า

- ❖ ผู้ลงทุนยินดีที่จะจ่ายเงินลงทุนซื้อหุ้นดังกล่าวในราคาสูง โดยผู้ลงทุนคาดว่าผลกำไรของบริษัทจะขยายตัวในอัตราที่สูง
- ❖ อย่างไรก็ตาม การลงทุนในหุ้นที่มี P/E Ratio สูงก็อาจมีความเสี่ยงสูงตามไปด้วย

ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (ต่อ)

ตัวอย่าง			
2005	หุ้น ข	หุ้น ค	
กำไรต่อหุ้น(EPS)	3	5	บาท
ราคาตลาด	15	20	บาท/หุ้น
PER	<input type="text"/>	<input type="text"/>	

ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (ต่อ)

	หุ้น ข	หุ้น ค
PER	$\frac{15}{3}$	$\frac{20}{5}$
	5 เท่า	4 เท่า

ถ้าในอุตสาหกรรมเดียวกันพบว่ามี PER เฉลี่ยเท่ากับ 7 เท่า แสดงว่าราคาของทั้ง 2 หุ้น
ยังต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพราะมี PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

ราคาต่อกำไรต่อหุ้น (ต่อ)

ดังนั้น มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของทั้ง 2 หุ้น คือ

$$\text{ราคาหุ้น} = \text{PER ของอุตสาหกรรม} * \text{EPS}$$

ราคาหุ้น

หุ้น ข

$$7 * 3$$

$$= 21 \text{ บาท}$$

หุ้น ค

$$7 * 5$$

$$= 35 \text{ บาท}$$

ราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value:PBV)

อัตราส่วนที่แสดงว่าราคาซื้อขายของหุ้นเป็นกี่เท่าของมูลค่าหุ้นตามบัญชี

$$\text{ราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี} = \frac{\text{ราคาตลาดปัจจุบันต่อหุ้น}}{\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}}$$

มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share)

มูลค่าทั้งหมดของสินทรัพย์ตามราคาที่เป็นที่กไว้บัญชีหักด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น
บุริมสิทธิ (ผลลัพธ์คือส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ) หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้ว

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (บาท)}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$$

ราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (ต่อ)

PBV บอกให้ผู้ลงทุนทราบว่าราคาหุ้นควรเป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชีของหุ้น(หรือสินทรัพย์สุทธิที่บริษัทมีอยู่) ดังนั้น จึงสามารถใช้ PBV ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นสามัญได้

$$\text{มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นสามัญ} = \text{Benchmark PBV} * \text{Book Value per Share}$$

ราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (ต่อ)

ตัวอย่าง บริษัทหนึ่งมีส่วนของผู้ถือหุ้น 40 ล้านบาท มีจำนวนหุ้นทั้งหมด 4 ล้านหุ้น
ดังนั้น Book Value (BV) จะเท่ากับ $40/4 = 10$ บาทต่อหุ้น
ถ้าบริษัทมีค่า PBV เท่ากับ 1.2 เท่า ราคาของหุ้นควรเท่ากับเท่าใด

$$\begin{aligned}\text{Price} &= \text{PBV} * \text{BV} \\ &= 1.2 * 10 \\ &= 12 \text{ บาท}\end{aligned}$$

ราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (ต่อ)

ตัวอย่าง ถ้าหุ้น ค มีราคาตลาดเท่ากับ 9.85 บาท Book Value per Share เท่ากับ 4.14 บาท ดังนั้น

$$\begin{aligned} \text{PBV} &= \frac{9.85}{4.14} \\ &= 2.38 \text{ เท่า (ราคาหุ้นปัจจุบันมากกว่า BV 2.38 เท่า)} \end{aligned}$$

แต่ในขณะนั้น PBV ของอุตสาหกรรมเท่ากับ 3 เท่า

ดังนั้น มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้น ค ควรเท่ากับ $3 * 4.14$

$$= 12.42 \text{ บาท}$$

นั่นคือ ราคาตลาดของหุ้น ค ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

สรุป ผู้ลงทุนควรซื้อหุ้น ค

ข้อควรระวังของการใช้ P/E Ratio

- ❖ ควรใช้ประมาณการกำไร (Forecasted Earnings) มากกว่ากำไรในอดีต (Historical Earnings)
- ❖ Forecasted Earnings อาจแตกต่างกันตามสมมติฐานที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงิน
- ❖ หากค่า E (กำไรต่อหุ้น) ติดลบ ทำให้ค่า P/E ที่ได้ไม่มีความหมาย

ข้อควรระวังของการใช้ P/BV Ratio

- ❖ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value) ไม่ได้สะท้อนมูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดรวมถึงมูลค่าแบรนด์
- ❖ P/BV มักใช้กับการประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มธนาคารและการเงินเพราะมีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงที่แสดงในราคายุติธรรม (Fair Value)
- ❖ P/BV Ratio สามารถนำมาใช้ประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทที่กำลังจะล้มละลายได้
- ❖ การเปรียบเทียบ P/BV ระหว่างบริษัทอาจทำได้ไม่ชัดเจนหากเกิดกรณี
 - มีความแตกต่างของขนาดสินทรัพย์อย่างมาก
 - แต่ละบริษัทใช้หลักเกณฑ์ทางบัญชีที่ไม่เหมือนกัน

กรณีศึกษาการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท BBB จำกัด (มหาชน)

1. มีลักษณะเป็นหุ้น Defensive Stock กล่าวคือรายได้และผลกำไรของธุรกิจในกลุ่มนี้จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจน้อยกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ หลายอุตสาหกรรม ทำให้รายได้และผลกำไรค่อนข้างมั่นคง แม้ในยามเศรษฐกิจตกต่ำ
2. ส่วนต่างระหว่างราคาขายและต้นทุนวัตถุดิบ: หากส่วนต่างระหว่างราคาขายและต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มมากขึ้น Profit Margin ของธุรกิจก็จะเพิ่มมากขึ้น แต่ถ้าส่วนต่างระหว่างราคาขายและต้นทุนวัตถุดิบลดลง Profit Margin ของธุรกิจก็จะลดลง
3. มาตรการกีดกันทางการค้า: เนื่องจากธุรกิจอาหารและอุตสาหกรรมเกษตรในประเทศไทยมีการพึ่งพิงการส่งออกในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญ มาตรการกีดกันทางการค้าของประเทศคู่ค้า เช่น Food Safety Rule, ภาษีนำเข้าและโควตาการนำเข้าอาจมีผลต่อยอดขายการส่งออกของบริษัทไทย
4. การแข็งตัวอย่างต่อเนื่องของเงินบาทไทย: การแข็งตัวอย่างต่อเนื่องของเงินบาทไทยเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐจะทำให้สินค้าส่งออกของไทยประเภทอาหารและสินค้าเกษตรเสียเปรียบคู่แข่งชั้นที่มีความได้เปรียบในเรื่องของต้นทุนค่าแรง เช่น เวียดนาม จีน อินเดีย ฯลฯ

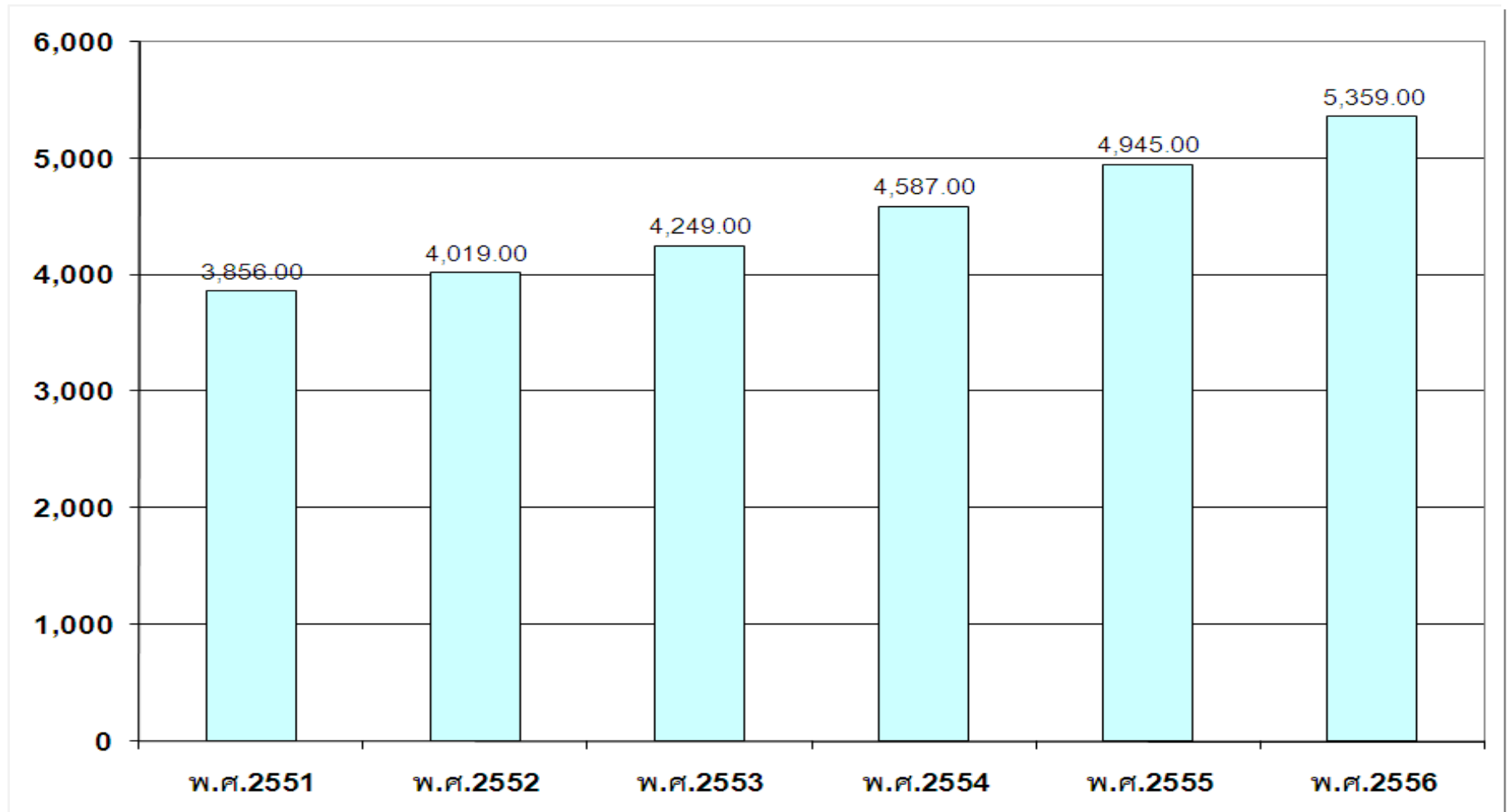
ข้อมูลทางธุรกิจที่สำคัญของ BBB

ชื่อกิจการ	บริษัท BBB จำกัด (มหาชน) (“BBB”)	
ที่ตั้ง	1280 ถนนเจริญกรุง 38 แขวงบางรัก เขตบางรัก กทม. 10500	
ลักษณะการดำเนินธุรกิจ	ผลิตและจำหน่ายอาหาร	
ตลาดรอง/กลุ่ม/หมวดอุตสาหกรรม	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร/อาหารและเครื่องดื่ม	
ทุนที่ชำระแล้ว (ล้านบาท)	470.00 ล้านบาท	
ผู้ถือหุ้นใหญ่ (สัดส่วนการถือหุ้น)	1) บริษัท CCC จำกัด (มหาชน) (37.52 %)	
	2) บริษัท สุขสำราญ จำกัด (18.75 %)	
Key Management	1. นายสมชาย ทรัพย์เพิ่ม	ประธานกรรมการ
รอบระยะเวลาบัญชี	1 มกราคม-31 ธันวาคม	

สรุปงบการเงินของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556

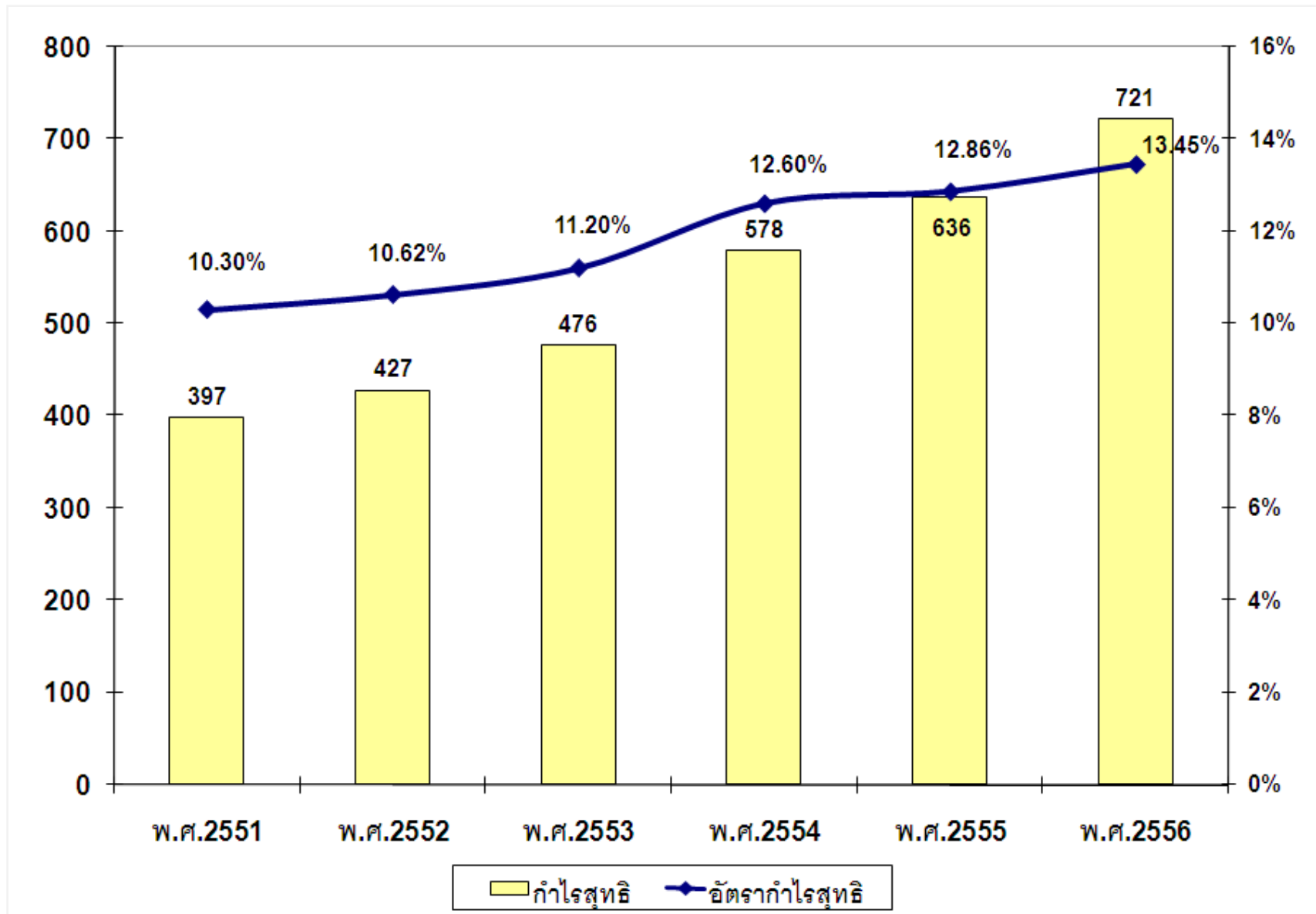
หน่วย: ล้านบาท	พ.ศ.2551	พ.ศ.2552	พ.ศ.2553	พ.ศ.2554	พ.ศ. 2555	พ.ศ.2556
รายได้จากการขายและให้บริการ	3,832	4,002	4,233	4,567	4,923	5,324
รายได้รวม	3,856	4,019	4,249	4,587	4,945	5,359
กำไรสุทธิ	397	427	476	578	636	721
สินทรัพย์หมุนเวียน	713	666	1,071	1,467	1,770	2,227
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	2,267	2,491	2,695	2,853	2,997	3,069
สินทรัพย์รวม	2,980	3,157	3,766	4,320	4,767	5,296
หนี้สินหมุนเวียน	774	629	855	918	920	988
หนี้สินไม่หมุนเวียน	87	142	181	224	268	223
หนี้สินรวม	861	771	1,036	1,142	1,188	1,211
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,119	2,386	2,730	3,178	3,579	4,085

โครงสร้างรายได้ของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556

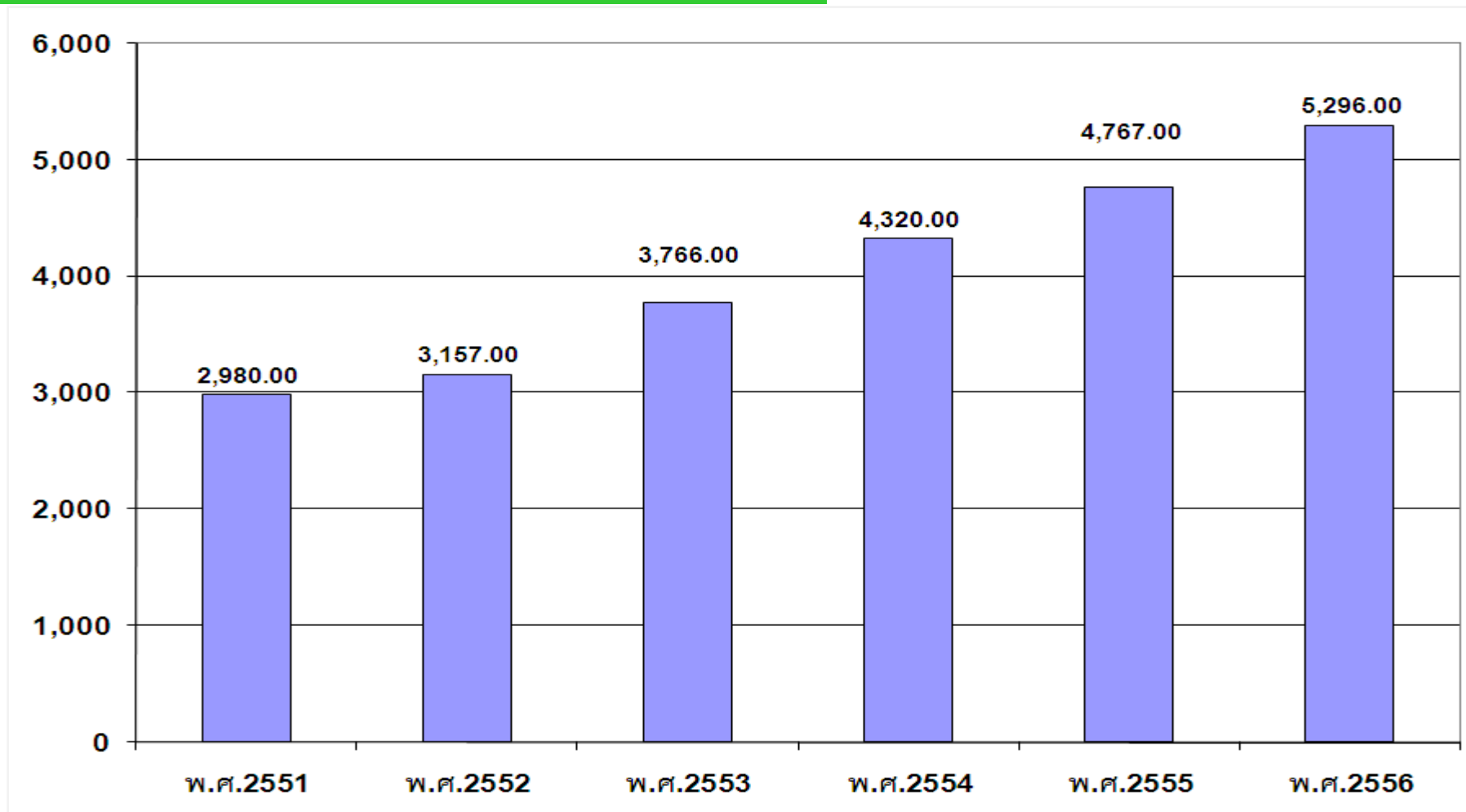


หน่วย: ล้านบาท	พ.ศ.2551	พ.ศ.2552	พ.ศ.2553	พ.ศ.2554	พ.ศ.2555	พ.ศ.2556
รายได้จากการขายและให้บริการ	3,832.00	4,002.00	4,233.00	4,567.00	4,923.00	5,324.00
รายได้อื่น	24.00	17.00	16.00	20.00	22.00	35.00
รายได้รวม	3,856.00	4,019.00	4,249.00	4,587.00	4,945.00	5,359.00

ความสามารถในการทำกำไรของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556

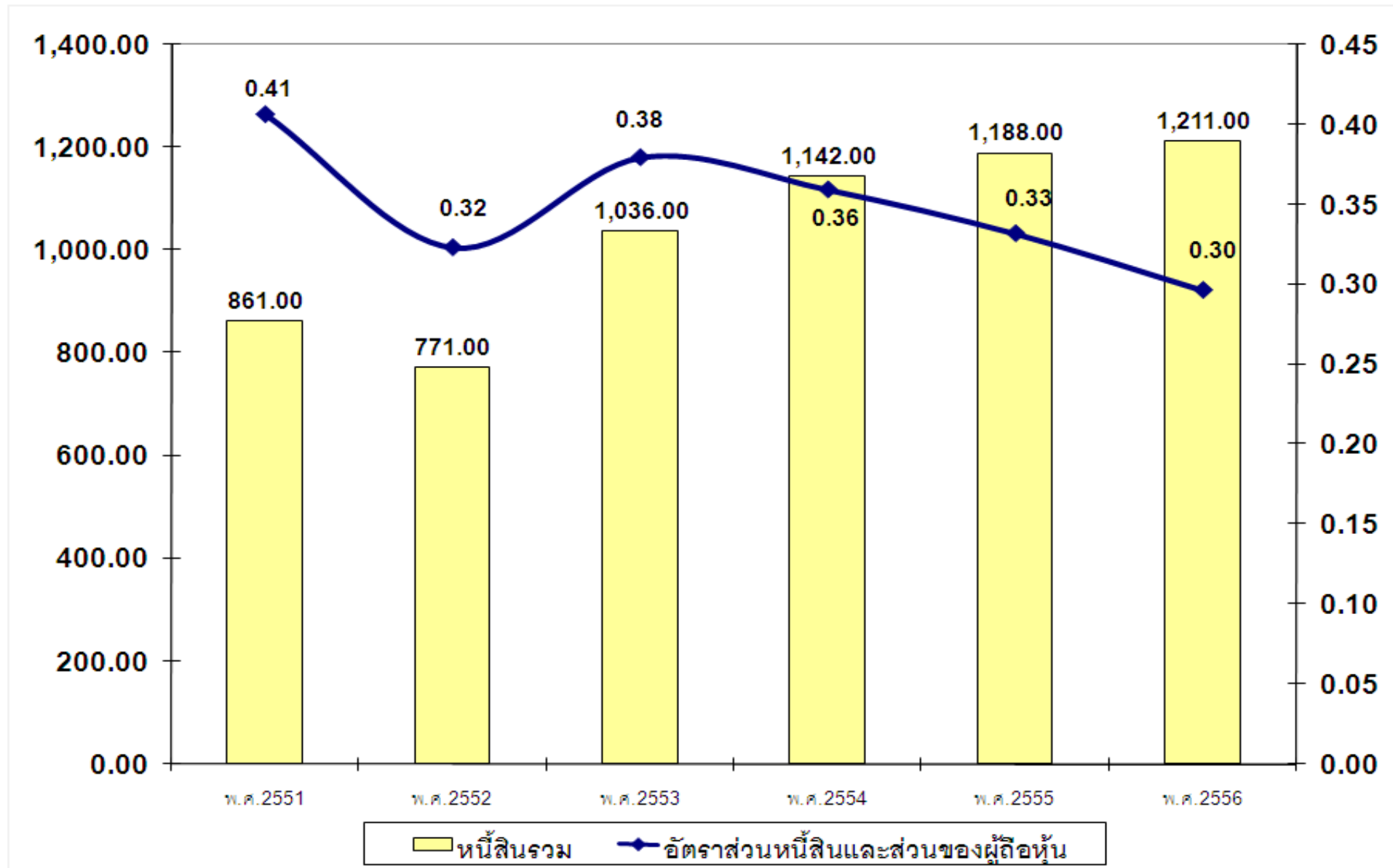


โครงสร้างทุนของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556

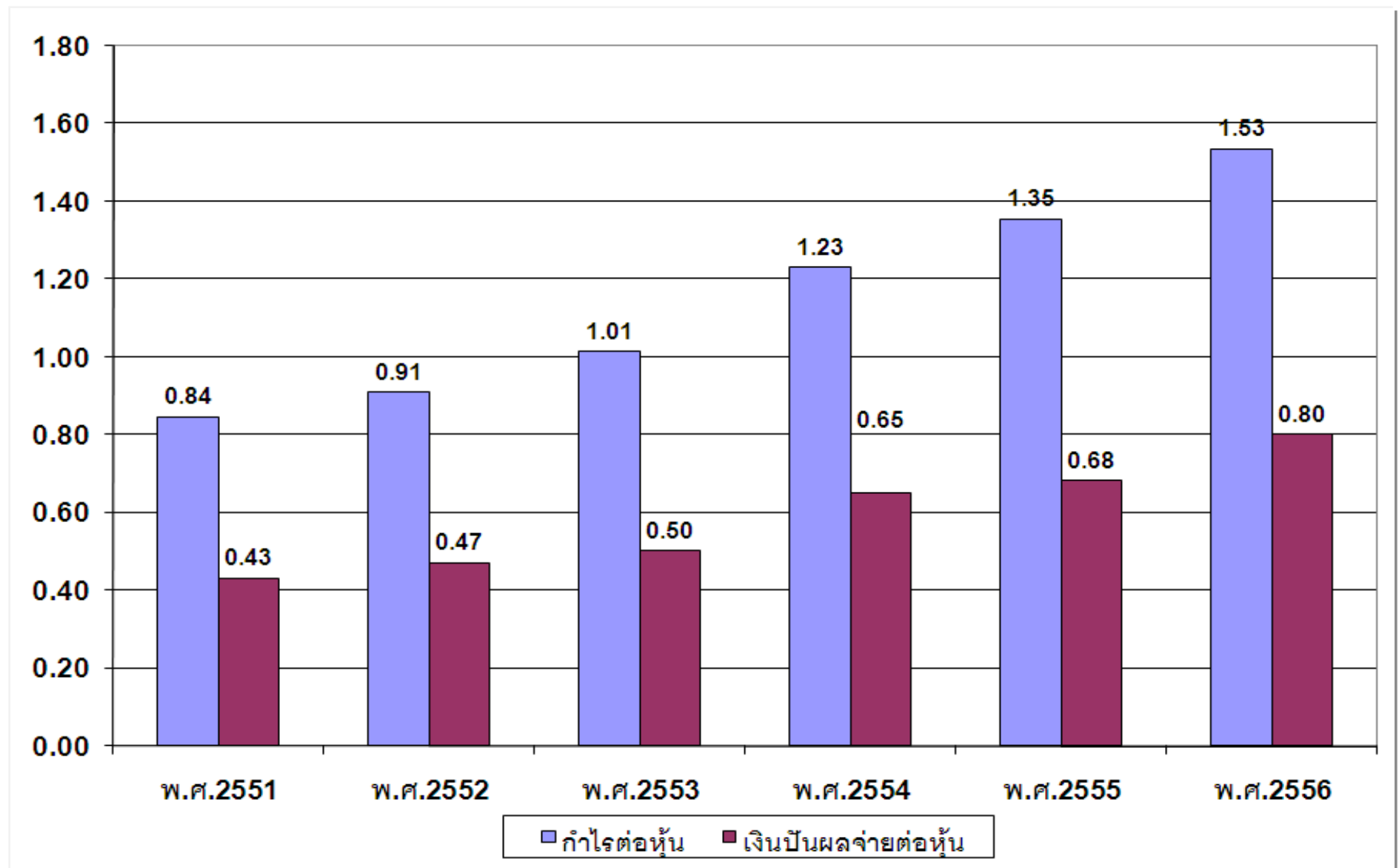


หน่วย: ล้านบาท	พ.ศ.2551	พ.ศ.2552	พ.ศ.2553	พ.ศ.2554	พ.ศ.2555	พ.ศ.2556
หนี้สินรวม	861.00	771.00	1,036.00	1,142.00	1,188.00	1,211.00
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,119.00	2,386.00	2,730.00	3,178.00	3,579.00	4,085.00
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,980.00	3,157.00	3,766.00	4,320.00	4,767.00	5,296.00

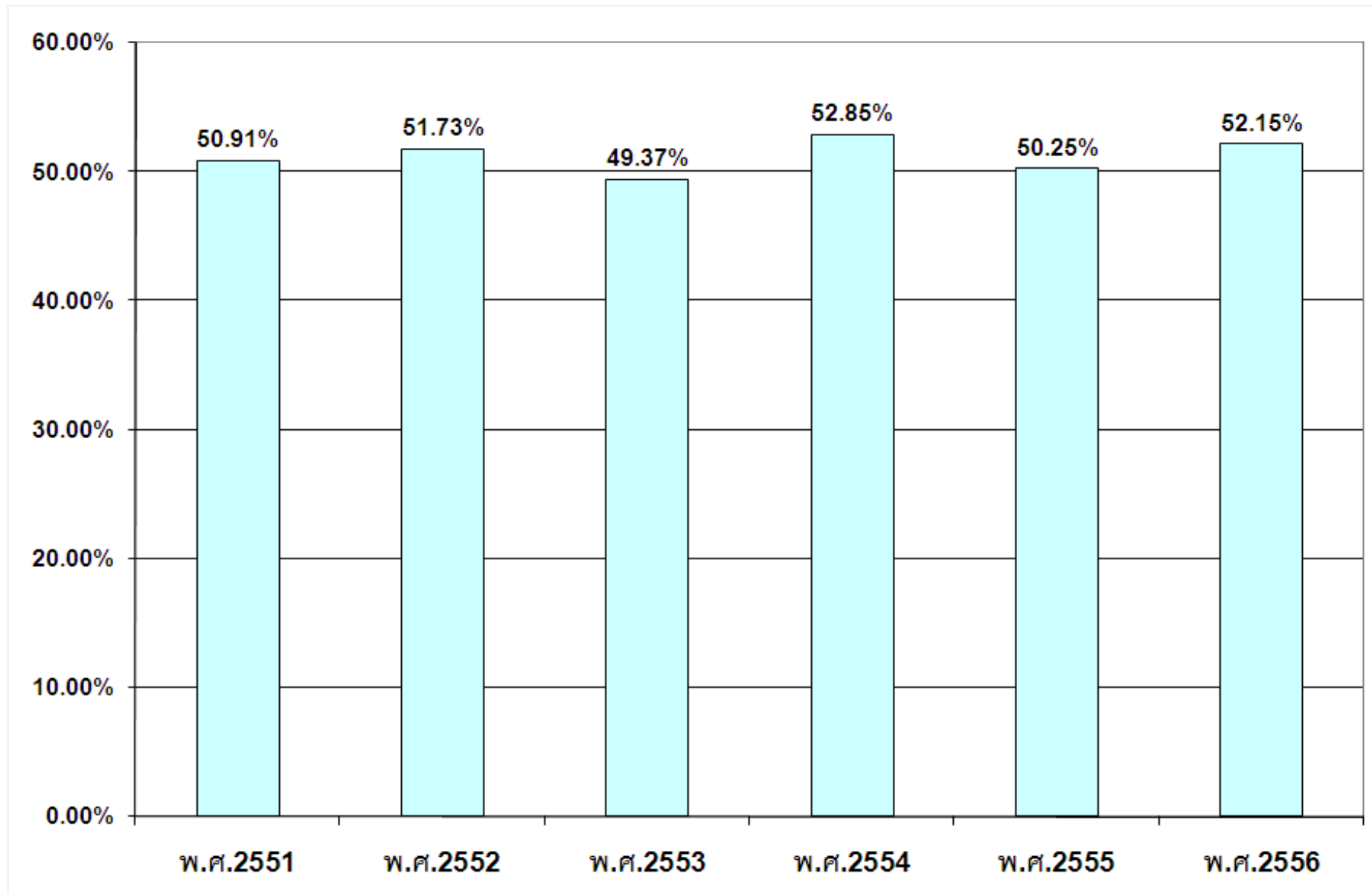
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556



กำไรและเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556



อัตราการจ่ายเงินปันผลของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2556



งบกำไรขาดทุนของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2559

หน่วย: ล้านบาท	พ.ศ.2551 (A)	พ.ศ.2552 (A)	พ.ศ.2553 (A)	พ.ศ.2554 (A)	พ.ศ.2555 (A)	พ.ศ.2556 (A)	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
รายได้จากการขาย	3,832	4,002	4,233	4,567	4,923	5,324	5,643	5,982	6,341
รายได้อื่น	24	17	16	20	22	35	28	30	31
รวมรายได้	3,856	4,019	4,249	4,587	4,945	5,359	5,671	6,012	6,372
ต้นทุนขาย	2,415	2,460	2,524	2,703	2,905	3,127	3,386	3,589	3,805
ค่าใช้จ่ายในการขาย	578	613	657	691	743	797	734	778	824
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	370	412	473	498	530	575	564	598	634
รวมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	3,363	3,485	3,654	3,892	4,178	4,499	4,684	4,965	5,263
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	493	534	595	695	767	860	987	1,047	1,109
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	11	10	11	13	15	15	16	17	18
กำไรก่อนภาษีเงินได้นิติบุคคล	482	524	584	682	752	846	972	1,030	1,091
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	85	97	108	104	116	125	165	175	185
กำไรสุทธิสำหรับปี	397	427	476	578	636	721	806	855	906

งบแสดงฐานะการเงินของ BBB ประจำปี พ.ศ.2551-2559

หน่วย: ล้านบาท	พ.ศ.2551 (A)	พ.ศ.2552 (A)	พ.ศ.2553 (A)	พ.ศ.2554 (A)	พ.ศ.2555 (A)	พ.ศ.2556 (A)	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
สินทรัพย์หมุนเวียน									
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	152	86	385	596	896	1,270	1,730	1,974	2,245
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	428	453	532	709	708	760	745	790	837
สินค้าคงเหลือ	122	117	141	151	155	174	180	191	202
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	11	10	13	11	11	24	17	18	19
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	713	666	1,071	1,467	1,770	2,227	2,672	2,972	3,303
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน									
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	2,229	2,474	2,661	2,786	2,933	2,844	3,044	3,244	3,444
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	38	17	34	67	64	224	82	87	93
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	2,267	2,491	2,695	2,853	2,997	3,069	3,126	3,331	3,537
รวมสินทรัพย์	2,980	3,157	3,766	4,320	4,767	5,296	5,798	6,304	6,840
หนี้สินหมุนเวียน									
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	544	369	592	609	597	664	707	750	795
ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	136	167	194	220	212	218	245	259	275
หนี้สินทางการเงินและหนี้สินหมุนเวียนอื่น	94	93	69	89	111	106	122	129	137
รวมหนี้สินหมุนเวียน	774	629	855	918	920	988	1,073	1,138	1,206
หนี้สินไม่หมุนเวียน									
หนี้สินทางการเงินและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	87	142	181	224	268	223	236	250	265
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	87	142	181	224	268	223	236	250	265
รวมหนี้สิน	861	771	1,036	1,142	1,188	1,211	1,309	1,388	1,471
ส่วนของผู้ถือหุ้น									
ทุนที่ชำระแล้ว	470	470	470	470	470	470	470	470	470
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสามัญ	670	670	670	670	670	670	670	670	670
กำไรสะสม-สำรองตามกฎหมาย	47	47	47	47	47	47	47	47	47
กำไรสะสม-ยังไม่ได้จัดสรร	932	1,199	1,543	1,991	2,392	2,898	3,301	3,729	4,181
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	2,119	2,386	2,730	3,178	3,579	4,085	4,488	4,916	5,368

การคำนวณการจ่ายเงินปันผลของ BBB

	พ.ศ.2551 (A)	พ.ศ.2552 (A)	พ.ศ.2553 (A)	พ.ศ.2554 (A)	พ.ศ.2555 (A)	พ.ศ.2556 (A)	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	397	427	476	578	636	721	806	855	906
จำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470	470	470	470	470	470	470
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.84	0.91	1.01	1.23	1.36	1.53	1.72	1.82	1.93
เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)	0.43	0.47	0.50	0.65	0.68	0.80	0.86	0.91	0.96
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	51%	52%	50%	53%	50%	52%	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายรวม (ล้านบาท)	202.1	220.9	235	305.5	319.6	376.00	403.23	427.29	452.79

การประเมินมูลค่า BBB ด้วยมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BV)

ส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2556 (ล้านบาท)	4,085
จำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2556 (ล้านหุ้น)	470
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาท)	8.69

ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2557 (ล้านบาท)	806
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557 (ล้านหุ้น)	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับปี 2557 (บาทต่อหุ้น)	1.72
P/E Ratio ที่เป็นตัวเทียบเคียง (เท่า)	25
ราคาที่เหมาะสมของหุ้น PB ด้วย Forward P/E (บาท)	43

การประเมินมูลค่า BBB ด้วย P/BV Ratio

ประมาณการส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557 (ล้านบาท)	4,488
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2557	470
ประมาณการมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2557 (บาทต่อหุ้น)	9.55
P/BV Ratio ที่เป็นตัวเทียบเคียง (เท่า)	6
ราคาที่เหมาะสมของหุ้น PB ด้วย Forward P/BV (บาท)	57

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Base Case Scenario

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%
Terminal Growth (%)	5%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96
Terminal Value (บาท)			23.28
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.86	0.91	24.24
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.78	0.76	18.54
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	20.08		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Terminal Growth = 3%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ประมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%
Terminal Growth (%)	3%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96
Terminal Value (บาท)			15.64
ผลรวมของประมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.86	0.91	16.60
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.78	0.76	12.70
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	14.24		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Terminal Growth = 4%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%
Terminal Growth (%)	4%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96
Terminal Value (บาท)			18.74
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.86	0.91	19.70
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.78	0.76	15.07
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	16.62		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Terminal Growth = 6%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ประมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%
Terminal Growth (%)	6%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96
Terminal Value (บาท)			30.52
ผลรวมของประมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.86	0.91	31.48
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.78	0.76	24.08
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	25.63		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Terminal Growth = 7%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ประมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%	50%	50%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	50%
Terminal Growth (%)	7%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.86	0.91	0.96
Terminal Value (บาท)			43.94
ผลรวมของประมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.86	0.91	44.90
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.78	0.76	34.34
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	35.89		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 30%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	30%	30%	30%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.51	0.55	0.58

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า	
อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการการจ่ายเงินปันผล (%)	30%
Terminal Growth (%)	5%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM			
	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.51	0.55	0.58
Terminal Value (บาท)			13.97
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.51	0.55	14.54
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.47	0.46	11.12
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	12.05		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 40%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	40%	40%	40%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.69	0.73	0.77

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า	
อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการการจ่ายเงินปันผล (%)	40%
Terminal Growth (%)	5%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM			
	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.69	0.73	0.77
Terminal Value (บาท)			18.62
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.69	0.73	19.39
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.63	0.61	14.83
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	16.07		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 60%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ประมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	60%	60%	60%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.03	1.09	1.16

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า	
อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	60%
Terminal Growth (%)	5%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM			
	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.03	1.09	1.16
Terminal Value (บาท)			27.93
ผลรวมของประมาณการกระแสเงินสด (บาท)	1.03	1.09	29.09
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.94	0.91	22.25
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	24.10		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 70%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	70%	70%	70%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.20	1.27	1.35

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการการจ่ายเงินปันผล (%)	70%
Terminal Growth (%)	5%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.20	1.27	1.35
Terminal Value (บาท)			32.59
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	1.20	1.27	33.93
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	1.10	1.06	25.96
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	28.12		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 30% และ Terminal Growth = 3%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ประมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ประมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	30%	30%	30%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.51	0.55	0.58

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	30%
Terminal Growth (%)	3%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	0.51	0.55	0.58
Terminal Value (บาท)			9.38
ผลรวมของประมาณการกระแสเงินสด (บาท)	0.51	0.55	9.96
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	0.47	0.46	7.62
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	8.54		

การประเมินมูลค่าหุ้นของ BBB: Dividend Payout Ratio = 70% และ Terminal Growth = 7%

ปริมาณการข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
ปริมาณการกำไรสุทธิ (ล้านบาท)	806	855	906
ปริมาณการจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	470	470	470
ปริมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	1.72	1.82	1.93
อัตราการจ่ายเงินปันผล (%)	70%	70%	70%
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.20	1.27	1.35

สมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประเมินมูลค่า

อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง (%)	4.20%
อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)	12.50%
Beta ของหุ้น	0.62
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการลงทุนในหุ้น	9.35%
อัตราการการจ่ายเงินปันผล (%)	70%
Terminal Growth (%)	7%

การประเมินมูลค่าด้วยวิธี DDM

	1	2	3
	พ.ศ.2557 (F)	พ.ศ.2558 (F)	พ.ศ.2559 (F)
เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น (บาท)	1.20	1.27	1.35
Terminal Value (บาท)			61.51
ผลรวมของปริมาณการกระแสเงินสด (บาท)	1.20	1.27	62.86
อัตราคิดลด (%)	9.35%	9.35%	9.35%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในแต่ละปี	1.10	1.06	48.08
มูลค่าหุ้นด้วยวิธี DDM (บาท)	50.25		

สรุปการทำ Sensitivity Analysis ของราคาหุ้นของ BBB

ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลง Terminal Growth

Terminal Growth	3%	4%	5%	6%	7%
ราคาหุ้น (บาท)	14.24	16.62	20.08	25.63	35.89

ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลง Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio	30%	40%	50%	60%	70%
ราคาหุ้น (บาท)	12.05	16.07	20.08	24.10	28.12

ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลง Terminal Growth และ Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio				
Terminal Growth	ราคาหุ้น (บาท)	30 %	50 %	70 %
	3%	8.54	14.24	19.94
	5%	12.05	20.08	28.12
	7 %	21.53	35.89	50.25

การประยุกต์ใช้เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้นกับธุรกิจแต่ละประเภท

ความเหมาะสมในการใช้เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้นแต่ละประเภทกับแต่ละธุรกิจ

ประเภทธุรกิจ	DCF	P/E	P/BV
สาธารณูปโภคพื้นฐาน	****	***	**
ศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า	****	***	**
Modern Trade	****	***	**
โรงพยาบาลและให้บริการสุขภาพ	****	***	**
หลักทรัพย์	**	***	***
ประกันภัยและประกันชีวิต	***	***	****
ธนาคารพาณิชย์	***	***	****
สินค้าอุปโภคบริโภค	****	***	**
โทรคมนาคม	****	***	**
ก่อสร้าง	***	****	**
ผลิตและจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง	****	***	**
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	***	****	**
ผลิตและจำหน่ายชิ้นส่วนรถยนต์	****	***	**

หมายเหตุ: ****= มีความเหมาะสมมาก ***= มีความเหมาะสมปานกลาง **= มีความเหมาะสมน้อย แต่ยังใช้ได้