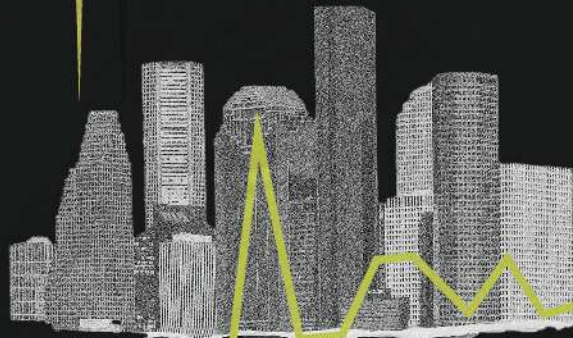




ประเมินมูลค่า 101





Content

Part 1

บทนำ 1-3

Part 2

4-7 P/E

8 แบบฝึกหัด

9 เฉลย

Part 3

P/BV 10-12

แบบฝึกหัด 13

เฉลย 14

Part 4

Dividend Discount Model 15-18

แบบฝึกหัด 19

เฉลย 20

Part 5

21-22 Discounted Cash Flow

23 แบบฝึกหัด

24 เฉลย

25 สรุป



Part 1

บทนำ

Part 1

บทนำ

หลักการลงทุนหุ้นฉบับวีไอ ที่ไม่ว่าจะเป็นวอร์เรน บัฟเฟตต์ มหาเศรษฐีอันดับต้น ๆ ของโลก หรือปีเตอร์ ลินช์ อดีตผู้จัดการกองทุน ที่สร้างผลตอบแทนเฉลี่ย 29% ต่อปี เป็นเวลาถึง 13 ปี ต่างใช้กันคือ การเลือกกิจการที่แข็งแกร่งในราคาที่เหมาะสม ซึ่งหลายคนคงพอจะรู้แล้วว่า กิจการที่แข็งแกร่งมีหน้าตาประมาณไหน



เช่น หากพูดถึงแบรนด์สมาร์ทโฟนที่หลายคนเลือกใช้ ก็จะนึกถึง Apple หากพูดถึงแบรนด์ที่สร้างความบันเทิงให้กับโลกมาอย่างยาวนาน ก็จะนึกถึง Disney หรือหากพูดถึงแบรนด์น้ำอัดลมก็ต้องมีชื่อของ Coke หรือไม่ก็ Pepsi

ซึ่งสิ่งนี้เองเราสามารถสำรวจได้จากสินค้าและบริการที่ใช้ในชีวิตประจำวัน แต่คำถามที่น่าคิดมากกว่าคือ แล้วเราจะรู้ได้อย่างไรว่า หุ้นที่เราสนใจลงทุนนั้น

“ถูก” หรือ “แพง” กันแน่





จากเรื่องราวนี้ เลยนำไปสู่สิ่งที่เรียกว่า

“การประเมินมูลค่าหุ้น” นั่นเอง

โดยการประเมินมูลค่าจะแบ่งเป็น 2 แบบหลัก ๆ ได้แก่

1. การประเมินมูลค่าเชิงเปรียบเทียบ

ซึ่งเป็นการหามูลค่าว่า หุ้นควรจะซื้อเป็นกี่เท่าของตัวแปรทางบัญชีต่าง ๆ เช่น กำไรต่อหุ้น มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น หรือยอดขายต่อหุ้นก็ตาม โดยวิธีการที่ผู้คนนิยมใช้การประเมินมูลค่าประเภทนี้ ได้แก่ P/E และ P/BV

ข้อดีของการประเมินมูลค่าเชิงเปรียบเทียบ

คือ ตัวแปรน้อย และใช้งานง่าย

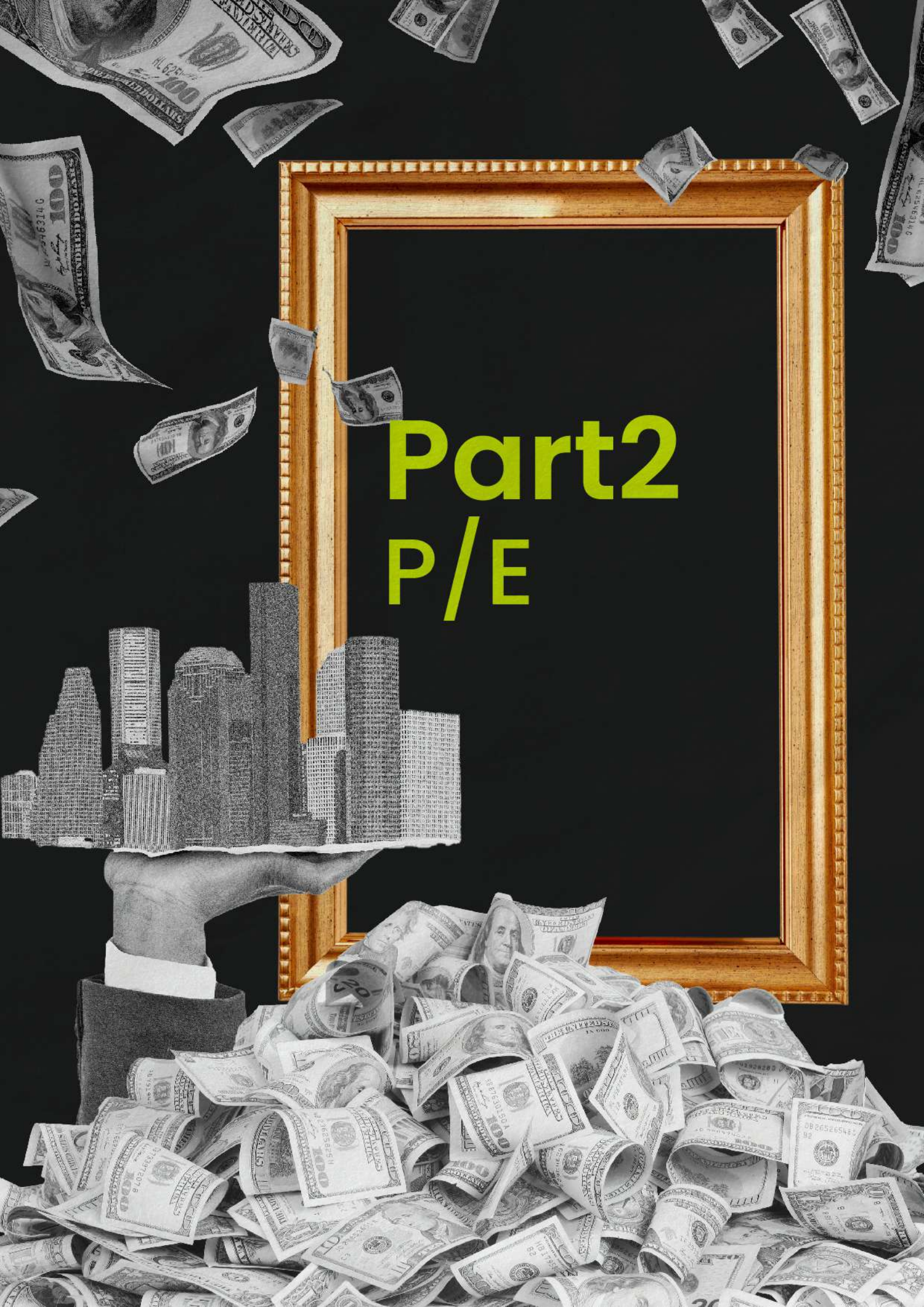
2. การประเมินมูลค่าที่แท้จริง

ซึ่งเป็นการหามูลค่าจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตจากการลงทุนในหุ้น โดยวิธีการที่ใช้การประเมินมูลค่านี้ ได้แก่ Dividend Discount Model (การคิดลดเงินปันผล) และ Discounted Cash Flow (การคิดลดกระแสเงินสด)

ข้อดีของการประเมินมูลค่าที่แท้จริง

คือมูลค่าหุ้นที่คำนวณได้นั้นสะท้อนผลตอบแทนออกมาจริง ๆ

แล้วการประเมินมูลค่านั้นแตกต่างกันมากน้อยแค่ไหน
และแต่ละวิธีนั้นทำอย่างไรกัน ? Dime! จะพาทุกคนไปเรียนรู้พร้อม ๆ กัน
และยังมีแบบฝึกหัดท้ายเล่มไว้ทดสอบความเข้าใจด้วยนะ



Part2

P/E

Part 2

P/E

P/E มาจากคำว่า Price to Earning ซึ่งเป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาหุ้น เทียบกับกำไรสุทธิต่อหุ้น หรือถ้าพูดอีกความหมายหนึ่งคือ หากเราซื้อหุ้นราคาเท่านี้ จะได้เงินทุนกลับคืนมาภายในกี่ปี ภายใต้สมมติฐานว่า กำไรเท่ากันทุกปี

ตัวเลขนี้จึงถูกใช้เพื่อหาว่าหุ้นตัวนั้น ๆ “ถูก” หรือ “แพง” โดยดูตัวเลขของหุ้นที่เราหมายตา เทียบกับบริษัทอื่น ๆ หรือเฉลี่ยทั้งอุตสาหกรรม

สูตรคำนวณ

$$P/E = \frac{\text{ราคาหุ้น} / \text{มูลค่าบริษัท}}{\text{กำไรต่อหุ้น} / \text{กำไรสุทธิ}}$$

เช่น หุ้น A ราคา 10 บาท มีกำไรต่อหุ้น 1 บาท
ดังนั้น P/E เท่ากับ $10/1 = 10$ เท่า
แสดงว่า เราจะได้ทุนคืนครบ เมื่อถือหุ้นเป็นระยะเวลา 10 ปี

สมมติต่อว่า มีหุ้น B ที่ทำธุรกิจไม่ต่างจากหุ้น A เลย
แต่ราคาหุ้น B คือ 20 บาท และมีกำไรต่อหุ้น 2.5 บาท
P/E ของ B จะเท่ากับ $20/2.5 = 8$ เท่า

หากถามว่า ราคาหุ้น A หรือ ราคาหุ้น B น่าสนใจมากกว่ากัน
คำตอบจึงกลายเป็น หุ้น B เพราะมี P/E ที่ต่ำกว่านั่นเอง



อย่างไรก็ดี P/E ยังสามารถแบ่งได้อีก 2 ประเภท ได้แก่

1. Trailing P/E หรือ P/E ย้อนหลัง

คำนวณจาก ราคาหารด้วยกำไร 4 ไตรมาสล่าสุด

P/E ประเภทนี้จะคำนวณง่าย เพราะเรามีข้อมูลทั้งหมดอยู่แล้ว แต่ก็มีข้อเสียตรงที่ Trailing P/E เป็นการมองกระจกหลังว่า ที่ผ่านมาบริษัทมีกำไรเป็นอย่างไรเท่านั้น ไม่ได้บ่งบอกถึงอนาคตของบริษัท นั่นทำให้เกิด P/E ประเภทถัดมา

2. Forward P/E หรือ P/E ล่วงหน้า

คำนวณจาก ราคาหารด้วยกำไร 4 ไตรมาสในอนาคต

ซึ่งการใช้กำไรแบบนี้ถือเป็นการมองอนาคตแล้ว จึงตัดปัญหาเดิมของ Trailing P/E ไม่ได้ แต่ว่าตัวเลขที่ได้มานั้นมาจากมุมมองของตัวเอง **ก่อให้เกิดอคติได้เช่นกัน** เลยอาจทำให้ตัวเลขผิดเพี้ยนไปจากความเป็นจริง

ดังนั้นการเลือกจะใช้ P/E ประเภทไหน ขึ้นอยู่กับความชอบและความถนัดของแต่ละคน เพื่อหาว่าหุ้นที่เราเลือกนั้นถูก หรือแพง P/E ที่ได้มาจะต้องนำไปเปรียบเทียบกับ P/E 2 สิ่ง คือ **P/E ของบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และ P/E เฉลี่ยของอุตสาหกรรม**

นอกจากใช้ P/E โดยตรงแล้ว รู้หรือไม่ว่าเราสามารถประยุกต์ใช้ในอีกรูปแบบได้ด้วย คือกลับค่า P/E หรือก็นำกำไรมาตั้ง แล้วหารด้วยราคา ซึ่งจะกลายเป็น Earnings Yield หรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้น ใช้เทียบกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร

อย่างไรก็ตาม จากทั้งหมดดูเหมือนว่า P/E เป็นตัวเลขที่นำมาใช้ได้ง่าย และใคร ๆ ก็ใช้กัน **แต่ก็มีข้อจำกัดอยู่เหมือนกัน** เช่น

- P/E ไม่สามารถนำไปใช้กับบริษัทที่ยังคงขาดทุนอยู่ เช่น กลุ่มหุ้นเทคโนโลยี หรือแพลตฟอร์มต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็น Sea เจ้าของแพลตฟอร์ม Shopee และ Garena หรือ Grab แพลตฟอร์มเดลิเวอรี่เองก็ตาม
- P/E ที่ต่ำ ใช่ว่าจะดีเสมอไป ขณะเดียวกัน P/E ที่สูง ก็ไม่ได้หมายความว่าแย่เสมอไปด้วยเช่นกัน เพราะหุ้นที่มี P/E สูง อาจแสดงว่าหุ้นมีความแข็งแกร่งด้านธุรกิจ หรือมีการเติบโตที่น่าสนใจ จนนักลงทุนให้ราคาที่แพงก็ได้

สรุปแล้ว การใช้ P/E อย่างเดียว สำหรับตัดสินใจว่า หุ้นไหนน่าสนใจคงไม่เพียงพอ เราต้องดูอีกหลากหลายปัจจัย เช่น ความสามารถในการแข่งขัน, อัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ และปัจจัยอื่น ๆ ที่ช่วยในการวิเคราะห์ธุรกิจ ประกอบอีกด้วย เพื่อที่ว่า เราจะได้หุ้นที่ราคาดี และมีคุณภาพนั่นเอง





ข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

ชื่อ - สกุล

แบบฝึกหัดเพื่อวัดความเข้าใจ

- มีหุ้น 2 หุ้นที่ทำธุรกิจประเภทเดียวกัน อัตรากำไรเท่ากัน และผลประกอบการก็เติบโตพอ ๆ กัน แต่หุ้น A มี $P/E = 11$ เท่า ขณะที่หุ้น B มี $P/E = 10$ เท่า เราควรจะต้องลงทุนในหุ้นตัวไหน
- หุ้น C มีราคา 20 บาท กำไรต่อหุ้น 5 บาท P/E ของหุ้น C เท่ากับเท่าไร
- ข้อใดต่อไปนี้อาจไม่ถูกต้อง
 - P/E ไม่สามารถใช้ได้ หากบริษัทยังมีกำไรติดลบ
 - P/E ไม่สามารถใช้ได้ หากบริษัทไม่มีเงินปันผล
 - หากมี 2 หุ้นที่เหมือนกันทุกประการ ยกเว้น P/E หุ้นที่มี P/E ต่ำกว่านั้นน่าสนใจกว่า
 - ถูกทุกข้อ
- “หุ้นที่มี P/E ต่ำกว่าย่อมดีกว่าหุ้นที่มี P/E สูงเสมอ” ประโยคนี้จริงหรือไม่



เฉลยข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

เฉลยแบบฝึกหัด

1. ควรเลือกลงทุนในหุ้น B เพราะมี P/E ที่ต่ำกว่า
2. $P/E = \text{ราคาหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น} = 20/5 = 4$ เท่า
3. ข. เพราะต่อให้บริษัทไม่มีเงินปันผล เราก็สามารถใช้ P/E ได้อยู่ดี
เนื่องจากตัวหารคือกำไร ไม่ใช่เงินปันผล
4. ไม่จริง เพราะหุ้นที่มี P/E สูง อาจจะมีผลประกอบการที่เติบโตเร็วกว่า
หรือบริษัทแข็งแกร่งกว่าก็ได้

กระดาษคำตอบ

ข	ค	ง
2	3	4
		X
	X	

ข้อ	ก	ข	ค	ง
	1	2	3	4
1	X			
2			X	
3				
4		X		
5				
6				
7				X
8				X
9	X			

กระดาษคำตอบ

ชื่อ - สกุล.....

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

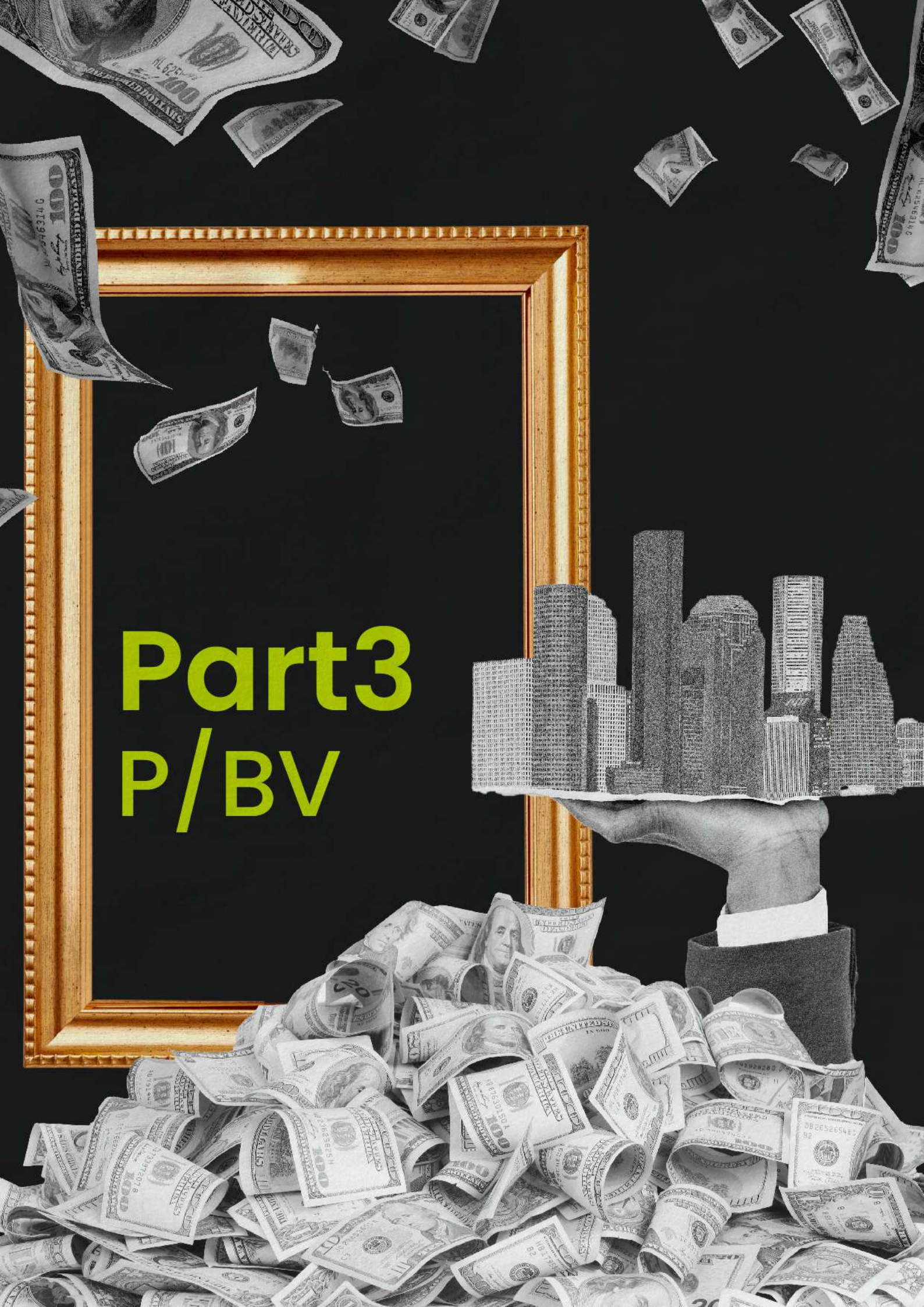
1. ☐ ☒ ☐ ☐
2. ☐ ☐ ☒ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☒ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☒ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☐

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

1. ☐ ☐ ☐ ☐
2. ☐ ☒ ☐ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☐ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☐ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☒ 9
10. ☐ ☐ ☐ ☐

Part3

P/BV



Part 3

P/BV

นอกจากตัวเลข P/E ที่เรามักจะเห็นกัน อีกตัวเลขหนึ่งที่ผ่านตาไม่แพ้กันนั่นคือ P/BV

•• P/BV มาจากคำว่า Price to Book Value ซึ่งเป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น หรือถ้าพูดอีกความหมายหนึ่งคือเราซื้อหุ้นในราคาที่ถูกลงหรือแพงกว่าเจ้าของกี่เท่า

สูตรคำนวณ

$$P/BV = \frac{\text{ราคาหุ้น} / \text{มูลค่าบริษัท}}{\text{ราคาหุ้นตามบัญชี} / \text{มูลค่าตามบัญชี}}$$

ซึ่งมูลค่าตามบัญชี ก็คือสินทรัพย์ -หนี้สิน หรือพูดง่าย ๆ ว่า ส่วนของเจ้าของนั่นเอง

โดยหาก P/BV มีค่ามากกว่า 1 จะหมายความว่าเราซื้อหุ้นในราคาที่แพงกว่าเจ้าของ

ขณะที่ P/BV มีค่าน้อยกว่า 1 หมายความว่าเราซื้อหุ้นในราคาที่ถูกลงกว่าเจ้าของ

แล้วถ้า P/BV = 1 หมายความว่าอย่างไร
หมายความว่า เราซื้อหุ้นในราคาที่เท่ากับเจ้าของ

เพื่อให้เข้าใจมากขึ้น จะมาดูส่วนของการคำนวณสักนิด
เช่น ราคาหุ้น 10 บาท และมีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น = 5 บาท

ดังนั้น $P/BV = 10/5 = 2$ เท่า แสดงว่าหากเจ้าของมีหุ้นมูลค่า 1 บาทต่อหุ้น แล้วเราซื้อหุ้น ณ ราคานี้จะได้ราคาที่แพงกว่าเจ้าของ 1 บาท นั่นเอง

อีกตัวอย่างหนึ่ง บริษัทมีมูลค่าตลาด 100 ล้านบาท
และมีมูลค่าตามบัญชี 200 ล้านบาท

ดังนั้น $P/BV = 100/200 = 0.5$ เท่า แสดงว่าหากเจ้าของ
มีหุ้นมูลค่า 1 บาทต่อหุ้น แล้วเราซื้อหุ้น ณ ราคา
จะได้ราคาที่ถูกลงกว่าเจ้าของ 0.5 บาท

จากตัวอย่างที่ยกมาเล่า ดูเหมือนว่า การซื้อหุ้นที่ P/BV ต่ำกว่า 1 นั้น
จะเป็นทางเลือกที่ดี อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นนั้นจะขึ้นหรือลง มาจากกำไร
ไม่ใช่มูลค่าตามบัญชี เพราะต่อให้มูลค่าตามบัญชีมากแค่ไหนก็ตาม
แต่หากกำไรเท่าเดิม หรือลดลง ราคาหุ้นก็ยากที่จะโตต่อไป

นอกจากนี้ หุ้นที่มี P/BV สูง แสดงให้เห็นอีกมุมมองหนึ่งว่า
นักลงทุนคาดหวังว่าบริษัทมีศักยภาพที่จะเติบโตได้สูงเช่นกัน
ไม่ต่างจาก P/E ที่สูงเลย

และบางครั้งหุ้นที่มี P/BV สูง อาจเกิด
จากทรัพย์สินบางอย่างที่ไม่สามารถตีค่าเป็นตัวเลขได้ ไม่ว่าจะเป็น
แบรนด์ของบริษัท หรือความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร บริษัทพวกนี้
จะมีมูลค่าตามบัญชีต่ำ ๆ

 บทสรุปเช่นเดียวกับ P/E ที่เราไม่สามารถใช้เพียงตัวเลข P/BV อย่างเดียว
เพื่อตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้น ต้องดูปัจจัยอื่น ๆ ประกอบด้วย



ข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

ชื่อ - สกุล

แบบฝึกหัดเพื่อวัดความเข้าใจ

- มีหุ้น 2 หุ้นที่ทำธุรกิจประเภทเดียวกัน อัตรากำไรเท่ากัน และผลประกอบการก็เติบโตพอ ๆ กัน แต่หุ้น A มี $P/BV = 2$ เท่า ขณะที่หุ้น B มี $P/BV = 5$ เท่า เราควรเลือกลงทุนในหุ้นตัวไหน
- หุ้น C มี $P/BV = 0.5$ แสดงว่า เราสามารถซื้อหุ้นในราคาที่ถูกลงหรือแพงกว่าเจ้าของ
- ข้อใดต่อไปนี้เป็นข้อถูกต้อง
 - หุ้น D มีมูลค่าบริษัท 100 ล้านบาท และมีมูลค่าตามบัญชี 200 ล้านบาท $P/BV = 0.5$ เท่า
 - บริษัทที่ขาดทุน ไม่สามารถใช้วิธี P/BV ได้
 - หุ้นที่ P/BV สูง แย่เสมอ
 - ผิดทุกข้อ
- “หุ้นมี P/BV ต่ำกว่า 1 ควรซื้อเสมอ” ข้อความนี้จริงหรือไม่



เฉลยข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

เฉลยแบบฝึกหัด

1. ควรเลือกลงทุนในหุ้น A เพราะมี P/BV ที่ต่ำกว่า
2. เราสามารถซื้อหุ้นในราคาที่ถูกลงกว่า เพราะ P/BV ต่ำกว่า 1 เท่า
3. ก. ถูกต้อง เพราะ $P/BV = 100/200 = 0.5$ เท่า
4. ไม่จริง เพราะหุ้นที่มี P/BV ต่ำกว่า 1 อาจจะไม่ใช่ว่าหุ้นที่ดีก็ได้
ต้องดูปัจจัยอื่น ๆ ประกอบ เช่น ความสามารถในการแข่งขัน อัตรากำไร เป็นต้น

กระดาษคำตอบ

ข	ค	ง
2	3	4
		X

ข้อ	ก	ข	ค	ง
	1	2	3	4
1	X			
2			X	
3				
4		X		
5				
6				
7				X
8				X
9	X			

กระดาษคำตอบ

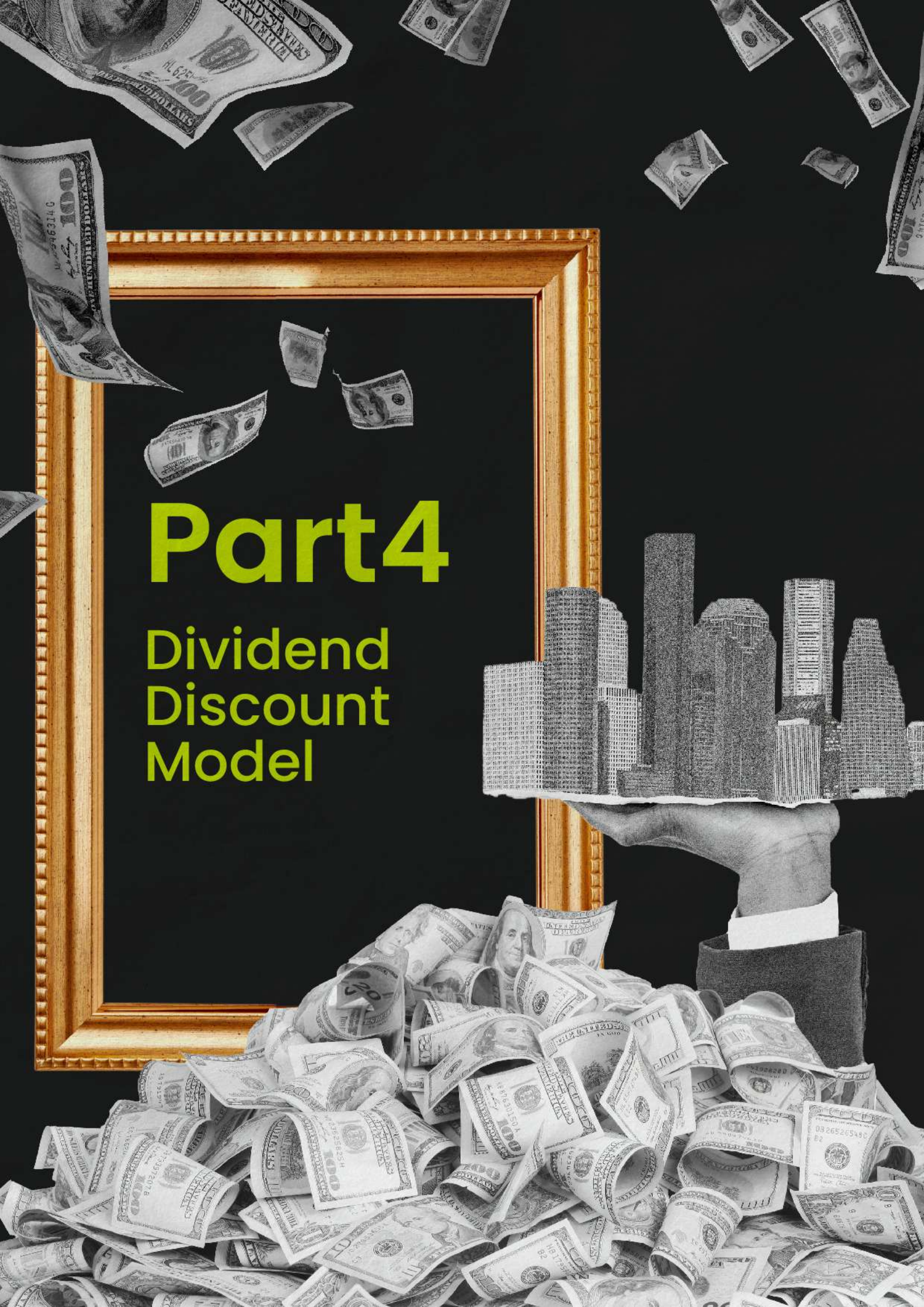
ชื่อ - สกุล.....

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

1. ☐ ☒ ☐ ☐
2. ☐ ☐ ☒ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☒ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☒ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☐

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

1. ☐ ☐ ☐ ☐
2. ☐ ☒ ☐ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☐ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☐ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☒ 14
10. ☐ ☐ ☐ ☐



Part4

Dividend Discount Model

Part 4

Dividend Discount Model

Dividend Discount Model (DDM) หรือการประเมินมูลค่าหุ้นจากเงินปันผลที่บริษัทจ่ายออกมา อยู่บนแนวคิดที่ว่า ราคาหุ้นที่นักลงทุนยอมจ่ายในวันนี้ เป็นราคาที่รวมผลตอบแทนทั้งหมดที่พวกเขาคาดว่าจะได้รับในอนาคต โดยผลตอบแทนในแนวคิดนี้คือ เงินปันผล

อย่างไรก็ดี เงินปันผลที่ได้รับนั้นเป็นเงินในอนาคต ซึ่งแน่นอนว่ามูลค่าของเงินที่จะได้รับไม่เท่ากับมูลค่าของเงินในปัจจุบัน ทำให้เราต้องเทียบมูลค่าของเงินในอนาคตกลับมาเป็นปัจจุบันก่อน

ให้นึกภาพว่า หากมีคนให้เงินเรา 1,000 บาท เราจะเลือกรับเงินวันนี้เลย หรือจะรับอีก 1 ปีข้างหน้า ซึ่งแอดเชื่อว่า หาก 2 ตัวเลือกให้เงินเท่ากัน เพื่อน ๆ ต้องเลือกรับเงินทันทีเลยดีกว่า

แต่หาก 1 ปีข้างหน้า คนให้เงิน 1,100 บาท เพื่อนหลายคนอาจเริ่มคิดหนักว่า ควรเลือกอันไหนดีกว่ากัน ดังนั้นเลยย้อนกลับมาสู่คำตอบว่า ทำไมเราต้องคิดให้มูลค่าเงินในอนาคตให้กลับมาเป็นปัจจุบัน

เมื่อเรื่องเป็นแบบนี้ ทำให้ DDM มีสมการตามด้านล่างนี้



สูตรคำนวณ

$$P = \frac{[D \times (1 + G)]}{(K - G)}$$

โดยที่ P คือราคาที่เหมาะสมของหุ้น

D คือเงินปันผลของหุ้น ที่ได้ในแต่ละปี

G คืออัตราการเติบโตของเงินปันผลในอนาคต

K คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน

ตัวอย่างการคำนวณเช่น หุ้น A มีเงินปันผลให้ปีแรก 10 บาทต่อหุ้น ปีต่อ ๆ ไปเงินปันผลมีอัตราการเติบโต 5% ต่อปี โดยเรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 10% ดังนั้นราคาที่เหมาะสมของหุ้น A = $10 \times (1 + 0.05) / (0.10 - 0.05) = 210$ บาท หากราคาหุ้น A ในปัจจุบันต่ำกว่า 210 บาท เช่น หุ้น A มีราคา 160 บาทก็ควรจะซื้อ ขณะที่หากราคาหุ้น A ในปัจจุบันสูงกว่า 210 บาท ก็ควรจะขายหรือไม่ซื้อ เพราะมูลค่าหุ้นนั้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสมไปแล้ว

ต่อมาดูหุ้นที่อ้อมตัว และมีการจ่ายปันผลเท่าเดิมในแต่ละปีกันบ้าง สูตรการราคาหุ้นที่เหมาะสมจะเหลือตัวแปรไม่กี่ตัวตามนี้

สูตรคำนวณ

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

โดยที่ตัวแปรยังมีความหมายเหมือนเดิม

เพียงแค่นี้ไม่มี G อยู่ในสมการแล้ว

ตัวอย่างเช่น หุ้น B มีเงินปันผลให้ปีละ 50 บาทต่อหุ้น

โดยเรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 5%

ดังนั้นราคาที่เหมาะสมของหุ้น B = $50 / 0.05$
= 1,000 บาท

คำถามต่อมาที่เพื่อน ๆ หลายคนอาจสงสัยคือ แล้วหากหุ้นมีเงินปันผลที่มีอัตราเติบโตไม่เท่ากันในแต่ละปีจะคิดอย่างไร ?

คำตอบคือ แยกคิดแต่ละปีกันนั่นเอง

โดยเริ่มแรกหาว่าในแต่ละปีหุ้นปันผลที่มากบ้าง
หลังจากนั้นหารด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการที่ยกกำลังตามจำนวนปี
สูตรคือ $P = \text{ผลรวม} [Dt / (1+K)^t]$
โดยที่ Dt คือเงินปันผลของหุ้นในปีที่ t
t คือจำนวนปี

เช่น หุ้น C มีเงินปันผลให้ปีแรก 100 บาทต่อหุ้น ปีที่ 2 150 บาทต่อหุ้น
ปีที่ 3 เป็นต้นไปให้ 200 บาทต่อหุ้น โดยเรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 10%
ราคาหุ้น = $[100 / (1+0.1)] + [150 / (1+0.10)^2]$
 $+ [(200/0.1) / (1+0.10)^2]$
 $= 1,868 \text{ บาท}$

จากตัวอย่างที่เล่ามา จะเห็นได้ว่า DDM เป็นอีกหนึ่งวิธีการประเมินมูลค่า
ที่ทำได้ค่อนข้างง่าย หากไม่นับกรณีที่ปันผลแต่ละปีไม่เท่ากัน อย่างไรก็ตาม
วิธีนี้ก็ยังมีข้อเสีย คือ ถ้าหุ้นไม่มีปันผลเราก็จะไม่สามารถประเมินมูลค่าได้เลย

ซึ่งหลายบริษัทที่อยู่ในช่วงเริ่มต้น หรือกำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว มักจะเลือกไม่จ่ายปันผล
เพราะนำกำไรที่ได้ไปขยายธุรกิจต่อ เพื่อสร้างรายได้และกำไรมหาศาลในอนาคตนั่นเอง

ดังนั้น อีกมุมมองหนึ่ง จะบอกว่าหุ้นที่สามารถใช้ DDM ในการประเมินมูลค่าได้
ก็อาจอยู่ในช่วงที่บริษัทเติบโตเต็มที่แล้วก็ได้แล้วเช่นกัน

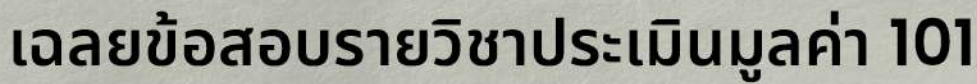


ข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

ชื่อ - สกุล

แบบฝึกหัดเพื่อวัดความเข้าใจ

1. หุ้น A มีเงินปันผลให้ปีละ 100 บาทต่อหุ้นตลอดไป โดยเรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 5% ดังนั้นราคาที่เหมาะสมของหุ้น A ควรเท่ากับเท่าไร
2. หุ้น B มีเงินปันผลให้ปีแรก 10 บาทต่อหุ้น โดยที่ปีต่อ ๆ ไปเงินปันผลมีอัตราการเติบโต 3%ต่อปี โดยเรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 5% ดังนั้นราคาที่เหมาะสมของหุ้น B ควรเท่ากับเท่าไร
3. จากข้อ 2 หากหุ้น B มีราคา 450 บาท เราควรจะซื้อหุ้นหรือไม่
4. ข้อใดต่อไปนี้ถูกต้อง
 - ก. ต่อให้หุ้นไม่มีปันผลเลย ก็สามารถคำนวณมูลค่าได้ด้วยวิธี DDM
 - ข. หุ้นที่ปันผลมีอัตราการเติบโตไม่เท่ากันในแต่ละปี ไม่สามารถคำนวณด้วยวิธี DDM
 - ค. หุ้น C มีมูลค่าที่แท้จริงเท่ากับ 150 บาท ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบัน 120 บาท ดังนั้นควรซื้อหุ้น
 - ง. ผิดทุกข้อ



1. หุ้น A ควรจะมีราคา $100/0.05 = 2,000$ บาท
2. หุ้น B ควรจะมีราคา $10 \times (1+0.3) / (0.05-0.03) = 515$ บาท
3. ควรลงทุนในหุ้น B เพราะมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น
4. ค. ถูกต้อง เพราะหุ้น C มีราคาปัจจุบันที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

กระดาษคำตอบ

ชื่อ - สกุล

У	А	У
2	3	4
		X
	X	

ပုံစံ	က	ဃ	ဂ	ဂ
	1	2	3	4
1	X			
2			X	
3				
4		X		
5				
6				
7				X
8				X
9	X			

က	ဗ	က	၁
၁	၂	၃	၄

1. ☐ ☒ ☐ ☐
2. ☐ ☐ ☒ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☒ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☒ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☐

က	ဃ	န	ပ
၁	၂	၃	၄

1. ○ ○ ○ ○
2. ○ ● ○ ○
3. ○ ○ ○ ○
4. ○ ○ ○ ○
5. ○ ○ ○ ○
6. ○ ○ ○ ○
7. ○ ○ ○ ○
8. ○ ○ ○ ○
9. ○ ○ ○ ● 20
10. ○ ○ ○ ○



Part5

Discounted Cash Flow

Part 5

Discounted Cash Flow

และแล้วเราก็เดินทางมาสู่การประเมินมูลค่าหุ้นแบบสุดท้าย นั่นคือ Discounted Cash Flow (DCF) หรือการประเมินมูลค่าหุ้นจากกระแสเงินสดของบริษัททั้งหมด ซึ่งมีแนวคิดที่ไม่ต่างจากวิธี DDM เลย เพียงเปลี่ยนจากเงินปันผลเป็นกระแสเงินสดเท่านั้น

สูตรคำนวณ

$$P = \frac{[(FCF \times (1 + G))]}{(K - G)}$$

โดยที่ P คือมูลค่าของกิจการ

FCF คือกระแสเงินสดอิสระในแต่ละปี

G คืออัตราการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระในอนาคต

K คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน

ซึ่ง $FCF = CFO - CAPEX$

โดยที่ CFO คือกระแสเงินสดจากการดำเนินการ

CAPEX คือเงินลงทุนสำหรับการขยายธุรกิจ

ตัวอย่างการคำนวณเช่น บริษัท A มีกระแสเงินสดในแต่ละปี 200 ล้านบาทโดยมีอัตราการเติบโตปีละ 4% ไปตลอด ขณะที่เรามีอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 5%
ดังนั้นมูลค่าของกิจการ A = $[(200 \times (1 + 0.04)) / (0.05 - 0.04)]$
= 20,800 ล้านบาท

หรือหาก FCF ในแต่ละปีเติบโตไม่เท่ากัน ก็คิดในแต่ละปีเหมือนกับวิธี DDM

สูตรคือ $P = \text{ผลรวม} [FCF_t / (1 + K)^t]$

โดยที่ FCF_t คือ FCF ในปีที่ t

t คือจำนวนปี

อย่างไรก็ดี วิธี DCF มีปัญหาตรงที่มีความซับซ้อนค่อนข้างสูง ใช้งานได้ยาก มีหลายตัวแปร หากเราเพียงใส่ตัวเลขใดผิดเพียงเล็กน้อยจากที่ควรจะเป็น มูลค่าของบริษัทก็มีโอกาสผิดพลาดได้มาก เราเลยจะไม่ลงรายละเอียดลึก ๆ ของวิธีการนี้กัน



ข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

ชื่อ - สกุล

แบบฝึกหัดเพื่อวัดความเข้าใจ

1. FCF คืออะไร
2. ปัญหาของการประเมินมูลค่าหุ้นแบบ DCF คืออะไร
 - ก. ไม่สามารถใช้ได้ หากบริษัทไม่ปันผล
 - ข. ไม่สามารถใช้ได้ หากอัตราการเติบโตของ FCF สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน
 - ค. เป็นการประเมินมูลค่าที่มีตัวแปรเยอะ และซับซ้อน
 - ง. ถูกทั้ง ข. และ ค.



เฉลยข้อสอบรายวิชาประเมินมูลค่า 101

เฉลยแบบฝึกหัด

1. FCF คือกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งคำนวณจากกระแสเงินสดจากการดำเนินการหักด้วยเงินลงทุนสำหรับการขยายธุรกิจ
2. ง.

กระดาษคำตอบ

ข	ค	ง
2	3	4
		X
	X	

ข้อ	ก	ข	ค	ง
	1	2	3	4
1	X			
2			X	
3				
4		X		
5				
6				
7				X
8				X
9	X			

กระดาษคำตอบ

ชื่อ - สกุล.....

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

1. ☐ ☒ ☐ ☐
2. ☐ ☐ ☒ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☒ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☒ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☐

ก	ข	ค	ง
1	2	3	4

1. ☐ ☐ ☐ ☐
2. ☐ ☒ ☐ ☐
3. ☐ ☐ ☐ ☐
4. ☐ ☐ ☐ ☐
5. ☐ ☐ ☐ ☐
6. ☐ ☐ ☐ ☐
7. ☐ ☐ ☐ ☐
8. ☐ ☐ ☐ ☐
9. ☐ ☐ ☐ ☒ 24
10. ☐ ☐ ☐ ☐

ทั้งหมดนี้คือ การประเมินมูลค่าหุ้น 101 จากเรื่องราวทั้งหมดจะเห็นได้ว่า การประเมินมูลค่าหุ้นแต่ละแบบมีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมในการใช้งาน

และแม้ว่าบางวิธีการจะละเอียดและซับซ้อน แต่ถ้าหากสิ่งที่ใส่ไปนั้นไม่ถูกต้อง ผลลัพธ์ที่ได้ก็ไม่ถูกต้องอยู่ดี สู้ไปใช้วิธีการที่ง่ายกว่า มีตัวแปรน้อยกว่า ยังจะดีกว่าเสียอีก

อย่างไรก็ดี แม้ว่าเราจะประเมินมูลค่าดีแค่ไหนแล้วก็ตาม เราก็ควรที่จะวิเคราะห์หลาย ๆ สถานการณ์ไว้ด้วย เช่น หากเศรษฐกิจดีเกินคาด ผลประกอบการของบริษัทโตแค่ไหน หรือหากเศรษฐกิจดิ่งแย่มาก ผลประกอบการของบริษัทจะลดลงเล็กน้อยเพียงใด แล้วเมื่อคิดหลาย ๆ สถานการณ์แล้ว ก็นำมาบวกกลบคูณหาร เพื่อหามูลค่าหุ้นที่เหมาะสม

และต้องไม่ลืมว่า การประเมินมูลค่ากิจการเป็นเพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น อีกส่วนที่สำคัญคือ ต้องวิเคราะห์กิจการอีกด้วยว่าเป็นอย่างไร แปรนต์แข็งแกร่งจนสามารถแข่งขันกับรายอื่น ๆ อย่างสบายจริงหรือไม่ ธุรกิจเติบโตได้รวดเร็วเหมือนที่เราคิดหรือเปล่า เพื่อที่ว่าเราจะได้หุ้นที่ดีในราคาที่เหมาะสม ซึ่งนำไปสู่การประสบความสำเร็จในตลาดหุ้นในระยะยาวนั่นเอง..

