

“เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้น (1)”

วีระชาติ ชูตินันท์วิโรตม
ผู้อำนวยการฝ่ายวาณิชธนกิจ
บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
www.maybank-ke.co.th



หลักการพื้นฐานของการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีรายละเอียดและวิธีการคำนวณที่แตกต่างจากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ อย่างไรก็ตาม การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทุกประเภท (รวมถึงหุ้นสามัญ) จะมีหลักการพื้นฐานที่สำคัญเหมือนกัน กล่าวคือ การประเมินว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีกระแสเงินสดในอนาคตที่คิดเป็นมูลค่าปัจจุบัน (**Present Value: PV**) ได้เท่ากับเท่าใด โดยตัวแปรที่สำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทุกประเภท (รวมทั้งหุ้นสามัญ) คือ กระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) และผลตอบแทนที่ต้องการ (Required Return) มูลค่าที่คำนวณได้จะเรียกว่ามูลค่าหรือราคาหลักทรัพย์ กระบวนการของการตัดสินใจลงทุนจะเป็นการเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (Market Price) กับราคาหลักทรัพย์ที่คำนวณได้ ซึ่งจะเรียกว่า “มูลค่าที่แท้จริง” (**Intrinsic Value**) โดยเงื่อนไขของการตัดสินใจลงทุนจะเป็นดังต่อไปนี้

ถ้าราคาหลักทรัพย์ในตลาด > มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ จะตัดสินใจไม่ลงทุนในหลักทรัพย์
ถ้าราคาหลักทรัพย์ในตลาด < มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ จะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

องค์ประกอบที่สำคัญ 2 ประการในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ได้แก่ กระแสเงินสดหรือผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญและอัตราคิดลด โดยในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ นักลงทุนอาจต้องพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องด้วย ซึ่งแบ่งออกเป็น... ปัจจัยแวดล้อมภายนอก และปัจจัยของตัวหลักทรัพย์เอง

ทำไมการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจึงมีความสำคัญ

ในการตัดสินใจลงทุนซื้อหรือขายหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนจะต้องศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลในระดับมหภาค ข้อมูลในระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลบริษัท แล้วนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้ประกอบการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีฐานะทางการเงินและมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดี อาจไม่ใช่บริษัทที่น่าลงทุนเสมอไป แต่จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นที่นักลงทุนจะเข้าไปลงทุนในแต่ละขณะด้วยว่ามีความเหมาะสมและคุ้มค่าต่อการลงทุนมากน้อยเพียงใด

การประเมินมูลค่าหุ้นจึงเป็นการหามูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน และการกำหนดราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่นักลงทุนได้วิเคราะห์และมีความเห็นว่า มีปัจจัยพื้นฐานดีและมีความเหมาะสมในการลงทุน

ในส่วนของผู้ออกตราสารเพื่อระดมทุนนั้น การประเมินมูลค่าเพื่อกำหนดราคาหุ้นก็มีความสำคัญเช่นเดียวกัน เนื่องจากผู้ออกและเสนอขายหุ้นสามัญย่อมต้องการข้อมูลเกี่ยวกับราคาที่เหมาะสมของหุ้นสามัญเพื่อนำมาใช้ประกอบการคำนวณต้นทุนของเงินทุนที่จะเกิดขึ้นจากการระดมทุน เพื่อช่วยตัดสินใจเกี่ยวกับทางเลือกในการระดมทุนที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทระหว่างการระดมทุนด้วยการออกและเสนอขายหุ้นสามัญและการออกและเสนอขายตราสารประเภทอื่นๆ ซึ่งเป็นข้อมูลที่สำคัญที่ใช้ประกอบการวิเคราะห์ห้วงลงทุน เช่น การขยายกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ เป็นต้น

ความหมายของมูลค่า

“มูลค่า” (Value) อาจมีความหมายหลายอย่าง ทั้งในแง่ที่เป็นความหมายของ Book Value, Replacement Value, Liquidation Value หรือ Intrinsic Value เป็นต้น

Book Value หรือมูลค่าตามบัญชี (หรือส่วนของผู้ถือหุ้น)

เป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัทที่ปรากฏอยู่ในงบแสดงฐานะทางการเงิน (Statement of Financial Position) ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยคำนวณได้จาก...

$$\text{มูลค่าตามบัญชี (ส่วนของผู้ถือหุ้น)} = \text{สินทรัพย์} - \text{หนี้สิน}$$

นักลงทุนอาจจะปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีให้เป็น “มูลค่าต่อหุ้น” เพื่อใช้เป็นเครื่องมือเปรียบเทียบกับราคาหุ้นที่ต้องการซื้อขายได้ โดยการหารมูลค่าตามบัญชีด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของบริษัท

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share)} = \frac{\text{มูลค่าตามบัญชี}}{\text{จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว}}$$

การคำนวณหามูลค่าตามบัญชีสามารถกระทำได้ง่ายและมีความถูกต้องสูง เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนเป็นข้อมูลที่เปิดเผยเป็นการทั่วไป มีการจัดทำเป็นรายไตรมาส และมีผู้สอบบัญชีตรวจสอบให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีซึ่งเป็นที่ยอมรับเป็นการทั่วไป อย่างไรก็ตาม มาตรฐานบัญชีกำหนดให้การบันทึกบัญชีทรัพย์สินดำเนินงานต่างๆ ของบริษัท ต้องบันทึกที่ราคาทุนและมีการตัดค่าเสื่อมราคาระหว่างอายุการใช้งาน ทำให้มูลค่าทรัพย์สินอาจจะต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นหากพิจารณาราคาตลาดในปัจจุบัน และไม่ได้สะท้อนมูลค่าบริษัทที่ควรจะเป็น

Replacement Value (มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดปัจจุบัน)

ในกรณีที่ต้องซื้อสินทรัพย์ใหม่เพื่อทดแทนสินทรัพย์ที่ใช้อยู่ของบริษัท Replacement Value ช่วยลดข้อจำกัดของมูลค่าตามบัญชีที่ไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่เปลี่ยนแปลงไปของทรัพย์สินตามราคาตลาดในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม การคำนวณหา Replacement Value ให้ถูกต้องทำได้ยากและจำเป็นต้องใช้เวลาพอสมควร

เนื่องจาก Replacement Value จะสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาดปัจจุบัน โดยทั่วไป Replacement Value จึงมักจะมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Book Value) มาก ในการพิจารณาลงทุนนักลงทุนอาจจะพิจารณา

ปรับปรุงตัวเลขมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นด้วย Replacement Value เพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่เป็นปัจจุบันมากขึ้น โดยการหักหนี้สินที่มีอยู่ทั้งหมดออกจากสินทรัพย์บริษัทที่ประเมินราคาด้วย Replacement Cost แทนที่จะใช้มูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทตามบัญชีลบด้วยหนี้สิน

Liquidation Value

เป็นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่สามารถขายได้ในกรณีที่มีการเลิกกิจการ และนำทรัพย์สินออกขายทอดตลาด การคำนวณหา Liquidation Value จำเป็นต้องมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกิจการและทรัพย์สินของบริษัทอย่างละเอียด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวไม่เป็นที่เปิดเผยต่อสาธารณะ ผู้ที่จะรู้ข้อมูลดังกล่าวและใช้ประโยชน์จาก Liquidation Value จึงมักจะเป็นผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทอย่างใกล้ชิด เช่นผู้บริหาร เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่จะถูกใช้เป็นข้อมูลเพื่อตกลงซื้อขายในกรณีที่มีการครอบงำกิจการ

Intrinsic Value

คือ มูลค่าที่ควรจะเป็นตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งโดยทั่วไปมักจะคำนวณขึ้นจากการคาดการณ์แนวโน้มฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ภายใต้สมมติฐานต่างๆ ที่กำหนดขึ้น เพื่อจะพิจารณามูลค่าที่เหมาะสมในการลงทุน การคำนวณมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานของแต่ละคนอาจจะได้ผลลัพธ์ต่างๆ กันไป ขึ้นกับวิธีหรือแบบจำลองในการประเมินมูลค่า (Valuation Model) ที่ใช้ และสมมติฐานที่แต่ละคนกำหนดขึ้น ซึ่งตัวแปรที่สำคัญที่สุดในการกำหนด Intrinsic Value คือ กำไรและกระแสเงินสดของธุรกิจที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต

ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าหุ้นสามัญ

ตัวแปรที่มีส่วนในการกำหนดมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหุ้นสามัญ ได้แก่ มูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และอัตราคิดลดเพื่อนำมาคิดลดกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน

มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการ

สินทรัพย์มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญ ในแง่ที่ว่าสินทรัพย์เป็นเครื่องมือในการสร้างรายได้ให้แก่กิจการ ซึ่งสินทรัพย์ของกิจการที่กล่าวถึงในที่นี้ ประกอบด้วยที่ดิน อาคาร เครื่องจักร สินค้าคงเหลือ สิทธิบัตร เครื่องหมายการค้า ฯลฯ กิจการที่มีเงินทุนพร้อม มีการบริหารงานที่ดี มีการค้นคว้าสิ่งใหม่ๆ และใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างเต็มที่และมีประสิทธิภาพ ย่อมมีโอกาสทำกำไรได้มาก ส่วนกิจการที่ไม่สามารถบริหารการใช้ทรัพยากรได้ดี ก็จะมีต้นทุนที่สูง กำไรที่ได้จากการดำเนินกิจการก็ย่อมน้อยลง

ในอีกด้านหนึ่ง กำไรของกิจการก็จะเป็นส่วนสำคัญในการเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์ของกิจการได้เช่นกัน เนื่องจากกำไรของกิจการจะถูกบันทึกอยู่ในบัญชีกำไรสะสม ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการ เมื่อกำไรเพิ่มขึ้นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการก็จะเพิ่มขึ้นผ่านทางบัญชีกำไรสะสม แต่ถ้าหากกิจการประสบภาวะขาดทุนกำไรสะสมก็จะลดลง มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการก็จะลดลงเช่นกัน

มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการเป็นตัวแปรสำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านสินทรัพย์ ซึ่งแนวคิดนี้เชื่อว่ามูลค่าสินทรัพย์ของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ มีความสัมพันธ์ต่อกันโดยตรง ดังที่ได้อธิบายมาแล้วข้างต้น มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการที่นำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านทรัพย์สินนั้น จะเป็นมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ซึ่งเป็นมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดที่หักด้วยหนี้สิน

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

รายได้ของกิจการที่ปลอดจากภาระค่าใช้จ่ายต่างๆ คือ กำไรของกิจการ ซึ่งความสำคัญของกำไรของกิจการก็คือ กำไรเป็นส่วนที่จะถูกจัดสรรให้เป็นแหล่งเงินทุนของกิจการ และเป็นผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล (Dividend) บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ย่อมมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง และมีผลให้มูลค่าของหุ้นสามัญสูงตามไปด้วย

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นตัวแปรสำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านรายได้ เนื่องจากกำไรเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดเงินปันผลที่บริษัทจะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญแบบนี้เชื่อว่า มูลค่าของหุ้นสามัญจะแปรผันโดยตรงกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต และระยะเวลาที่จะได้รับกระแสเงินสด ซึ่งกระแสเงินที่กล่าวถึงในที่นี้ก็คือ เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับจากบริษัท ส่วนระยะเวลาที่จะได้รับกระแสเงินสดนั้น หมายถึง ระยะเวลาที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับเงินปันผลจากบริษัท เช่น ปีที่ 1, 2, 3,... นับจากวันถือหุ้น เป็นต้น

อัตราคิดลด

ในกรณีที่ระยะเวลาที่จะได้ผลตอบแทนจากการถือหุ้นสามัญนั้นมีระยะเวลานานกว่า 1 ปี ทำให้ต้องมีการคำนวณกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน ทั้งนี้ เพื่อให้ได้มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญในปัจจุบัน สำหรับตัดสินใจว่าผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคตนั้นมีความคุ้มค่าต่อการลงทุนในวันนี้หรือไม่

อัตราคิดลดเป็นอัตราที่ใช้ในการคิดลดกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตแล้วเทียบให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน ซึ่งเป็นอัตราที่สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการจากการลงทุนในสินทรัพย์ หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของตลาด (**Required Rate of Return**) ซึ่งจะแปรผันตามความเสี่ยงของธุรกิจและอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลง รวมทั้งผลตอบแทนจากทางเลือกการลงทุนอื่น ซึ่งจะเห็นได้ว่าหากความเสี่ยงจากการลงทุนยิ่งสูง อัตราคิดลดนี้ก็ยิ่งสูงด้วยเช่นกัน เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องเผชิญ

อัตราคิดลดอาจพิจารณาจากปัจจัย 2 ประการ คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย (Risk-Free Rate) และส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Risk Premium) โดยที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสียหาย อาจใช้อัตราดอกเบี้ยจากตราสารที่คาดว่าจะได้รับผลตอบแทนที่แน่นอน เช่น อัตราดอกเบี้ยจากพันธบัตรรัฐบาล สำหรับส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนอาจพิจารณาจากประวัติความเสี่ยงที่ไม่แน่นอน หรือความผันผวนของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งหากมีความไม่แน่นอนสูงก็จะมีความเสี่ยงสูง ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้น และในกรณีที่โอกาสที่จะได้รับกระแสเงินสดในอนาคตมีความแน่นอนสูง มีโอกาสตลาดเคลื่อนน้อย ซึ่งบ่งชี้ว่าความเสี่ยงจากการลงทุนต่ำ ผู้ลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนไม่มากนัก เป็นต้น

อัตราคิดลดจึงเป็นอีกหนึ่งตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าหุ้นสามัญ ตามแนวคิดการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจากทางด้านรายได้ ซึ่งอัตราคิดลดจะมีความสัมพันธ์แปรผกผันกับมูลค่าหุ้นสามัญ

แนวทางการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญถือได้ว่าเป็นสิ่งที่ทำได้ยากกว่าการประเมินมูลค่าตราสารทางการเงินหลายๆประเภท เช่น หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ เพราะกระแสเงินสดที่จะได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญซึ่งอยู่ในรูปเงินปันผลและผลกำไรจากการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของราคาจะมีค่าไม่คงที่

วิธีการในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญมีอยู่หลายวิธี โดยในบทความนี้จะแบ่งวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญออกเป็น 3 วิธีการใหญ่ ได้แก่

1. **การคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Discounted Cash Flow Valuation)** เป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญ โดยการนำกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตมาคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน ตัวอย่างของกระแสเงินสดที่นำมาคิดลด ได้แก่ เงินปันผลของกิจการ (Dividend) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ (Cash Flow from Operation) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีนี้ถือได้ว่าเป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่ตรงไปตรงมา ชัดเจนและสอดคล้องกับนิยามของมูลค่าทางการเงิน ความแตกต่างของแต่ละวิธีจึงขึ้นอยู่กับประเภทของกระแสเงินสดที่นำมาใช้ในการคำนวณและการให้คำนิยามของค่ากระแสเงินสดรับ
2. **การคำนวณราคาโดยสัมพัทธ์ (Relative Valuation)** วิธีการในกลุ่มนี้จะเป็นการคำนวณราคาหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น เช่น กำไรต่อหุ้น กระแสเงินสด มูลค่าตามราคาบัญชี หรือยอดขาย กับราคาตลาดในปัจจุบันของหุ้นสามัญ
3. **การประเมินมูลค่าหุ้นโดยการพิจารณามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA)** ของกิจการ โดยที่ EVA เป็นการวัดมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารในองค์กรสามารถเพิ่มให้แก่ธุรกิจ โดยอาศัยแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual) ซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรจากการดำเนินงาน (Profit from Operation) และต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ทั้งที่เป็นส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และเป็นการขยายขอบเขตจากแนวคิดเดิมที่คำนึงถึงเฉพาะกำไรสุทธิทางบัญชีที่นำเฉพาะต้นทุนของเจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) มาพิจารณาแต่เพียงอย่างเดียว

ติดตามบทความเกี่ยวกับการเงินและการลงทุนที่น่าสนใจอื่นๆ ได้ที่ www.tsi-thailand.org