

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ กรณีศึกษา บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (มหาชน)
Securities analysis, case study: Xspring Capital Public Company Limited

ธนวัฒน์ สุทัศน์ ณ อยุธยา

นักศึกษาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน (aMBA) มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

E-mail: thanawat5197@gmail.com

Thanawat sudasna na ayudhaya

Student of Master of Business Administration Program (aMBA), University of the

Thai Chamber of Commerce

ดร.ภูษิต วงศ์หล่อสายชล

ผู้อำนวยการหลักสูตร aMBA และอาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย

หอการค้าไทย

E-mail: drphusit@gmail.com

Dr.Phusit Wonglorsaichon

Director of aMBA Program and Lecturer in Finance Faculty of Business

Administration University of the Thai Chamber of Commerce

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าของหลักทรัพย์บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) 2) พยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) และ 3) ประเมินมูลค่ากิจการของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) โดยนำตัวแปรที่เกี่ยวข้องมาใช้ในการพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนของบริษัทฯ ตั้งแต่ปี 2566 ถึงปี 2570 และประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทฯ โดยปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) ราคาทองคำ (gold price) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ 10 ปี ที่มีผลต่อรายได้รวมของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) โดยใช้วิธีสมการถดถอยพหุคูณ

(Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square : OLS) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา 6 บริษัท ได้แก่ (1) บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) (2) บริษัท บรู๊คเคอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (Brook) (3) บริษัทหลักทรัพย์ บียอนด์ จำกัด (มหาชน) (BYD) (4) บริษัท หลักทรัพย์ ไร่รา จำกัด (มหาชน) (AIRA) (5) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) (MFC) และ (6) บริษัท บริษัท กรีนเทค เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) (GTV)

จากการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อรายได้รวมของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ได้แก่ ผลจากการทดสอบ Pooled OLS พบว่ามีค่า $P\text{-value}(F) = 0.000011$ ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าข้อมูลทุกตัวสามารถนำไปใช้ได้กับผลการทดสอบนี้ จากการศึกษาพบว่า มีตัวแปรอิสระ 3 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ คือ อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate) เท่ากับ 3.08371 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) เท่ากับ 2.03859 และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond) เท่ากับ (0.544464) นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.05 , 0.01

จากผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า หากอัตรามีตัวแปรอิสระ 3 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของ บริษัท ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน สามารถสรุปได้ว่า หากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้ของ บริษัทฯ เพิ่มขึ้น 3.084 % ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) หากอัตรา GDP เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้ของ บริษัทฯ เพิ่มขึ้น 2.03% และดัชนีผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ 10 ปี (bond) หาก bond เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้ของ บริษัทฯ ลดลง 0.544%

การประเมินมูลค่าบริษัทฯ 3 วิธี ประกอบด้วย 1.วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) 2.การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือ (Residual valuation method) และ 3.วิธี Multiple Comparable พบว่าแต่ละวิธีได้ผลการประเมินมูลค่าบริษัทฯ ที่แตกต่างกัน ผลการประเมินมูลค่าบริษัทฯ วิธีที่ 1. ใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) หรือ DCF โดยได้มูลค่าหุ้นสามัญของ บริษัท เท่ากับ 8.30 บาทต่อหุ้น วิธีที่ 2. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือเท่ากับ 11.89 บาท/หุ้น และ วิธีที่ 3. Multiple Comparable เท่ากับ 8.46 บาทต่อหุ้น โดยวิธีที่มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ บริษัทฯ ได้แก่ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) เนื่องจากเป็นวิธีที่สะท้อนถึงศักยภาพ และความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่อาจมีการ

เปลี่ยนแปลง หรือมีการเติบโตได้ในอนาคต ดังนั้นมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท XPG ที่เหมาะสมเท่ากับช่วง 8.30 – 11.89 บาทต่อหุ้น

คำสำคัญ: การวิเคราะห์หลักทรัพย์ การคิดลดกระแสเงินสด การประเมินมูลค่าบริษัท

Abstract

This research aimed to study 1) affect the value of securities, Xspring Capital Public Company Limited 2) forecast operating results financial status and financial ratios of the company Xspring Capital Public Company Limited 3) examine the business value of Xspring Capital Public Company Limited. That affect the value of XPG securities in order to bring relevant variables to use in predicting operating results financial status and the company's ratio from 2023 to 2027 and evaluate the company's business value. The factors that were studied include gross domestic product (GDP), exchange rate, inflation, gold price, and 10-year US government bond yields that affect the total income of Company X. Spring Capital Public Company Limited by using the Multiple Linear Regression method using the Ordinary Least Square (OLS) method with the sample group used to study 4 companies. Including Xspring Capital Public Company Limited (XPG), Brooker Group Public Company Limited (Brook), Beyond Securities Public Company Limited (BYD), AIRA Securities Public Company Limited (AIRA) MFC Asset Management Public Company Limited (MFC), and Greentech Ventures Public Company Limited (GTV)

From the study, it was found that the factors that affect the total income of All of them can be applied to the results of this test. From the study it was found that There are 3 independent variables that affect the company's total revenue exchange rate equal to 3.08371, gross domestic product (GDP) equal to 2.03859 and government bond yield (Bond) equal to (0.544464), statistical significance at the confidence level of 0.05, 0.01

It can be concluded that if the rate from the study results found that 3 independent variables affect the company's total revenue: exchange rate It can be concluded that if the exchange rate increases by 1%, the company's income will increase by 3.084%. Gross Domestic Product (GDP) If the GDP rate increases by 1%, the company's income will increase by 2.03%, and the index The yield on 10-year US bonds (bond) if the bond increases by 1% will cause the company's income to decrease by 0.544%.

There were 3 methods of valuing the company, consisting of 1. Discounted Cash Flow (DCF) method using the free cash flow of the business (Free Cash Flow to the Firm: FCFE). 2. Valuation of common shares using the method of valuation of the company. Residual valuation method and 3. Multiple Comparable method, found that each method has results in valuing the company. Different The results of the valuation of the company, Method 1. Using the Discount Cash Flow method or DCF, obtained the value of the company's common shares equal to 8.30 baht per share. Method 2. The valuation of common shares using the residual profit method is equal to 11.89 baht/share and method 3. Multiple Comparable equals 8.46 baht per share

The appropriate method for evaluating the value of the Company's common shares was the Discounted Cash Flow (DCF) method because it reflects the potential. and the ability to conduct business that may change or has future growth Therefore, the appropriate value of XPG's ordinary shares is in the range of 8.30 - 11.89 baht per share.

Keywords: Securities analysis, Discounted cash flow, Company valuation

บทนำ

บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) เดิมชื่อ บริษัทหลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน) ใน วันที่ 17 ธันวาคม พ.ศ.2563 เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (ชื่อย่อ XPG) ปัจจุบันบริษัทเอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจการลงทุนในธุรกิจ

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนเอ็กซ์สปริง จำกัด (“XAM”) ปัจจุบันมีกองทุนทางเลือกมากกว่า 748 กองทุน ทั้งในและนอกประเทศ เพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนจากการลงทุน โดยแบ่งเป็นการลงทุนระยะยาว การลงทุนระยะกลาง การบริหารสภาพคล่องระยะสั้น ส่วนการประกอบธุรกิจ อื่น ๆ ได้แก่ การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และธุรกิจด้านการบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ ดำเนินการติดตามเจรจาและทวงถามหนี้ รวมถึงการช่วยเหลือลูกหนี้ในการเจรจาปรับเงื่อนไขการชำระหนี้และพิจารณาปรับโครงสร้างหนี้ ประกอบธุรกิจดังกล่าวผ่านทางบริษัทหลักทรัพย์ กรุงไทย เอ็กซ์สปริง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทร่วม โดย กรุงไทยเอ็กซ์สปริงมีใบอนุญาตให้ประกอบธุรกิจหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า จากกระทรวงการคลัง ก.ล.ต.และตลาดหลักทรัพย์ การเป็นที่ปรึกษาทางการเงิน การค้าหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ นายหน้าซื้อขายสินทรัพย์ดิจิทัล ที่สำคัญหุ้น บมจ.เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) ยังคงอยู่ในกระแสความสนใจของนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง ด้วย บมจ.เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง และยังทำให้ บมจ.เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล (XPG) มีเงินทุนในมือกว่า 10,000 ล้านบาท ที่จะนำไปพัฒนาธุรกิจ 3 ด้าน ประกอบด้วย 1.ธุรกิจดิจิทัล โดยจะมุ่งพัฒนาแพลตฟอร์มการลงทุนรูปแบบดิจิทัล และสร้างระบบนิเวศทางธุรกิจ (Ecosystem) สำหรับบริการด้านการเงิน 2.ขยายธุรกิจหลักทรัพย์และให้บริการโซลูชันทางการเงินแบบครบวงจรแก่ลูกค้า การสนับสนุนการลงทุนนอกตลาดหลักทรัพย์ (Private Equity) และ 3.ชำระคืนเงินกู้และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน

วัตถุประสงค์การศึกษา

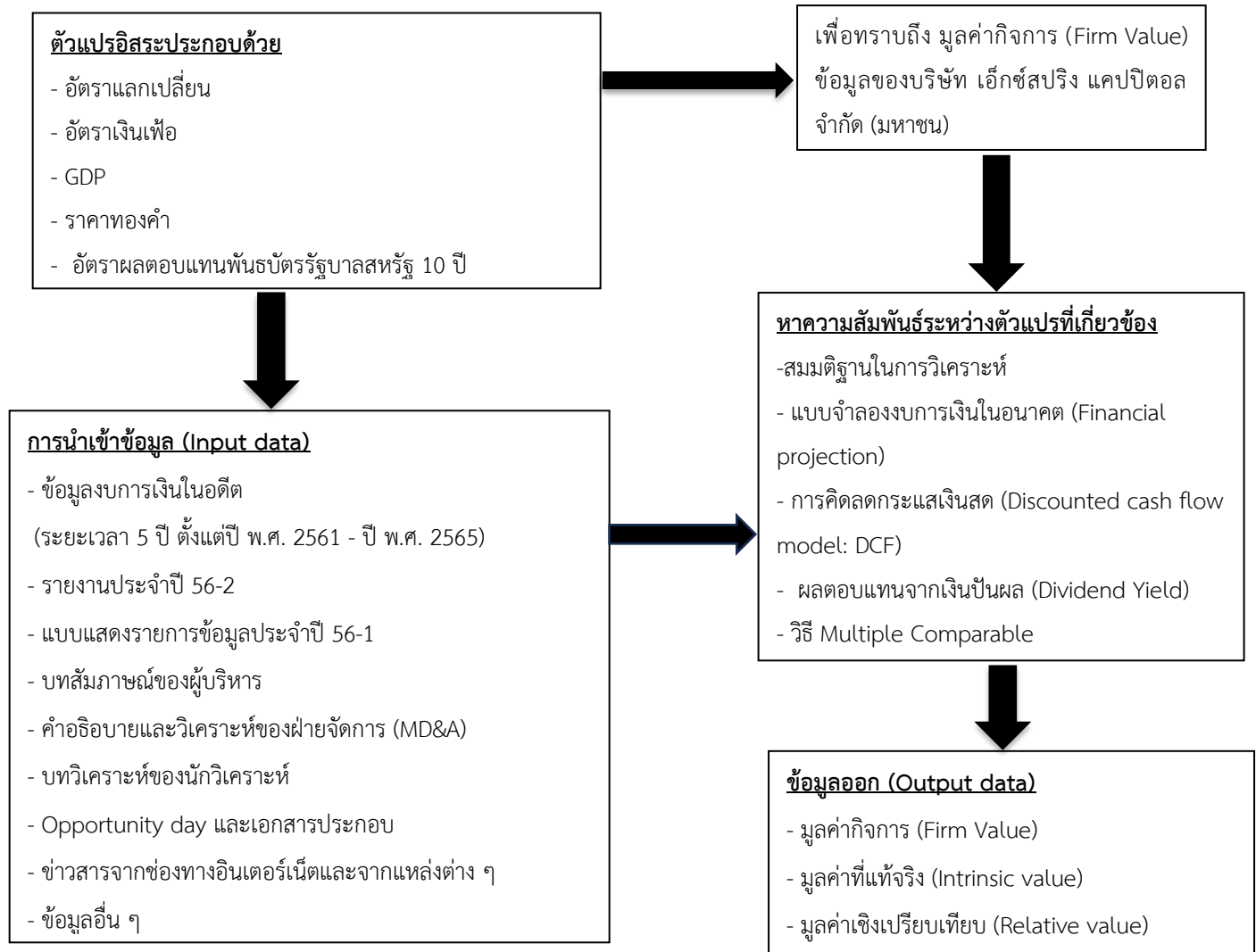
1. เพื่อศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
2. เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
3. เพื่อประเมินมูลค่ากิจการของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)

ขอบเขตข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลภาพรวมและผลการดำเนินงาน บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) เป็นระยะเวลา 5 ปี เริ่มตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2560 ถึง ปี พ.ศ. 2565 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตและปัจจัยที่อาจจะส่งผลกระทบ เพื่อนำมาประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในอนาคต

กรอบแนวความคิด

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) มีกรอบแนวความคิดในการวิเคราะห์ ในการรวบรวมและตรวจสอบข้อมูลจากแหล่งที่น่าเชื่อถือได้ นำมาวิเคราะห์ข้อมูล กำหนดสมมติฐาน และคำนวณผ่านโมเดล ที่เหมาะสมนำผลลัพธ์ไปใช้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประเมินมูลค่าของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
2. เป็นแนวทางให้กับนักลงทุนเพื่อใช้ประกอบการเป็นทางเลือกในการตัดสินใจลงทุน
3. เป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจต้องการศึกษาค้นคว้าข้อมูล

ทฤษฎีและแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) การวิเคราะห์ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยงจากการลงทุนและมูลค่าของหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนควรพิจารณาองค์ประกอบที่ใช้ในการวิเคราะห์ ได้แก่

1.1 ภาวะเศรษฐกิจและวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยใช้ตัวชี้วัด ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) ผลผลิตอุตสาหกรรม (Industrial Production) ดัชนีราคาผู้ผลิต (Producer Price Index : PPI) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate) อัตราดอกเบี้ย (Interest Rate) อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) วัฏจักรเศรษฐกิจ (Economic Cycle) แบ่งออกเป็น 4 ระยะ ได้แก่ (1) เศรษฐกิจขยายตัว (Expansion / Recovery) (2) เศรษฐกิจรุ่งเรือง (Peak) (3) เศรษฐกิจถดถอย (Contraction / Recession) (4) เศรษฐกิจตกต่ำ (Trough) หากผู้ลงทุนทราบช่วงวัฏจักรของเศรษฐกิจ ผู้ลงทุนสามารถประเมินหรือคาดการณ์ได้ว่า อุตสาหกรรมใดจะได้รับประโยชน์จากภาวะเศรษฐกิจในช่วงนั้น

1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม ได้แก่ วงจรการขยายตัวของอุตสาหกรรม โครงสร้างการแข่งขันของอุตสาหกรรม ผลกระทบของข้อตกลงระหว่างประเทศ และการเปลี่ยนแปลงของกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อที่ตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม โดยแบ่งออกได้เป็น 4 ช่วงดังนี้ (1) ระยะเริ่มพัฒนาหรือระยะบุกเบิก (Initial Development Stage) (2) ระยะเจริญเติบโต (Growth) (3) ระยะขยายตัว (Expansion) (4) ระยะอิ่มตัวหรือเสื่อมถอย (Maturity or Decline) ดังนั้น บริษัทต้องวิเคราะห์สภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมตลอดเวลา คือ การวิเคราะห์อุตสาหกรรมจาก Five Forces Model ได้แก่ (1) การแข่งขันภายในอุตสาหกรรม (2) อุปสรรคของการแข่งขันรายใหม่ (3) อำนาจต่อรองของผู้ซื้อสินค้า (4) อำนาจต่อรองของผู้ขายวัตถุดิบ (5) สินค้าทดแทน เพื่อนำมาพิจารณาศักยภาพในการทำกำไรในระยะยาวประกอบการตัดสินใจ

1.3 การวิเคราะห์บริษัท ได้แก่ ประเภทของบริษัท ลักษณะของบริษัททั้งในเชิงคุณภาพ

และเชิงปริมาณ เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต นโยบายการบริหารงาน รวมถึงผลการดำเนินงานฐานะทางการเงิน และกระแสเงินสดของบริษัท เพื่อนำมาประเมินมูลค่าหุ้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน การวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจลงมาถึงบริษัทหรือหุ้นเฉพาะตัว หรือเรียกว่า การวิเคราะห์แบบบนลงล่าง (Top-Down Approach) พิจารณาเฉพาะหุ้นที่มีแนวโน้มดีน่าสนใจลงทุน

แนวคิดทฤษฎีมูลค่าสินทรัพย์ใดสินทรัพย์หนึ่ง (Valuation Model)

แนวคิดทฤษฎีมูลค่าสินทรัพย์ใดสินทรัพย์หนึ่ง (Valuation Model) คือ แนวคิดทฤษฎีวิธีการประเมินมูลค่ากิจการ blockdit.com (หุ้น & เศรษฐกิจ, 2564) การคำนวณหา “มูลค่าที่เหมาะสม” (Fair value) ที่นิยมใช้กันแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก

1. การประเมินมูลค่าแบบสมบูรณ์ (Absolute valuation) คือ การหามูลค่าใช้ข้อมูลของบริษัทที่ต้องการทราบ แต่ไม่มีการเปรียบเทียบกับราคาของบริษัทอื่นหรือเปรียบกับราคาในอดีต ผลลัพธ์ที่ได้จึงเป็นมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) โมเดลที่นิยมใช้กันมี 2 โมเดล คือ

1.1 โมเดลคิดลดกระแสเงินสด DCF หรือการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงมูลค่าความถูกแพงของกิจการ โดยการคิดลดกระแสเงินสด เป็นการประเมินมูลค่าแบบสมบูรณ์ (absolute valuation) หมายถึง ตัวเลขที่ได้เป็นตัวเลขที่สมบูรณ์ในตัวเองที่สามารถบ่งบอกถึงมูลค่าของกิจการได้โดยไม่ต้องเปรียบเทียบกับกิจการอื่นใด คือ การนำกระแสเงินสดอิสระ นำมาคิดลดด้วยต้นทุนของเงินทุนกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันรวมเป็นมูลค่ากิจการ

1.2 โมเดลคิดลดเงินปันผล DDM หรือการคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) เป็นตัวเลขที่แสดงถึงมูลค่าความถูกแพงของกิจการ โดยการคิดลดเงินปันผลจัดเป็นการประเมินมูลค่าแบบสมบูรณ์ (absolute valuation) วิธีการคิดลดเงินปันผลมีรูปแบบการคำนวณแบ่งเป็น 3 วิธีหลัก ได้แก่ การคิดลดเงินปันผลโดยสมมติฐานว่าเงินปันผลไม่เติบโต การคิดลดเงินปันผลโดยสมมติฐานว่าเงินปันผลเติบโตด้วยอัตราคงที่ และการคิดลดเงินปันผลโดยสมมติฐานว่าเงินปันผลเติบโตด้วยอัตราไม่คงที่

2. มูลค่าเชิงเปรียบเทียบ (Relative valuation) คือ การหามูลค่าโดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบกับบริษัทที่คล้ายๆกันในอดีตผ่าน ratio ที่นิยมใช้กันเช่น Price to earning (P/E) Price to book value (P/BV) หรือ Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA) ขึ้นอยู่กับธุรกิจที่เราประเมินว่าเหมาะกับ ratio ตัวใด อัตราคิดลด (FINNOMENA :Investment Reader, 2018) คือ อัตราส่วนที่เราใช้สำหรับคิดลด

กระแสเงินสดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) เพื่อประเมินมูลค่าบริษัท ใช้สำหรับการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ คือ ต้นทุนเงินลงทุนของบริษัท (Cost of Firm) หรือ WACC (Weighted-Average Cost of Capital) คือ ต้นทุนในการทำธุรกิจของบริษัท คำนวณได้จากค่าเฉลี่ยของต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นและของเจ้าหนี้ ตามสัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของผู้ถือหุ้น คำนวณโดย $WACC = We * Ke + Wd * Kd * (1 - T)$.

We คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นหรือบริษัทที่มีสัดส่วนการใช้เงินลงทุนจากผู้ถือหุ้นเป็นร้อยละเท่าไรของเงินลงทุนทั้งหมด ดังนั้น $We = \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} / (\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} + \text{หนี้สินที่มีดอกเบี้ย})$

Wd = สัดส่วนของเจ้าหนี้ หรือบริษัทใช้เงินลงทุนจากเจ้าหนี้ร้อยละเท่าไรของเงินลงทุนรวม ดังนั้น $Wd = \text{หนี้สินที่มีดอกเบี้ย} / (\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} + \text{หนี้สินที่มีดอกเบี้ย})$

Ke คือ ต้นทุนเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Capital)

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf).$$

Rf (Risk Free Rate) หรือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงซึ่งโดยทั่วไปเรานิยมใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว Risk Premium

$$\text{คำนวณจาก } Risk Premium = \beta \times (Rm - Rf).$$

Rm คือ ผลตอบแทนของตลาดหุ้น ซึ่งปกติเราจะกำหนดให้ Rm เท่ากับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหุ้นย้อนหลัง β คือ ค่าเบต้าของหุ้น หรือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี เช่น หุ้นที่มีค่า B มากกว่า 1 คือหุ้นที่ราคาหุ้นจะมีความผันผวนมากกว่าตลาด **Kd** คือ ต้นทุนเงินลงทุนของเจ้าหนี้ (Cost of Debt) เป็นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้หรือว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของหุ้นกู้ที่บริษัทออกลงทุนอัตราภาษี **T** คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

กษิณีเดช ตรังเกษตรสิน. (2564) ทำการศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าของอัตราส่วนทางการเงิน ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี โดยใช้แบบจำลองของ Ohlson ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2563 พบว่า แบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี(P/BV Ratio) อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) และ การ

คาดการณ์อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ(Forward P/E Ratio) โดยกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับตัวอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการประเมินราคาหลักทรัพย์ของ Ohlson (1995) แต่ข้อจำกัดข้อมูลที่น่ามาทดสอบต้องมีข้อมูลต่อเนื่องอย่างน้อยห้าปี

บุญญฉัตร บุญญาลัย. (2559). ทำการศึกษาเรื่อง ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความไม่เท่าเทียมด้านข้อมูล (Information Asymmetry) ทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่ได้จากการลงทุนในหุ้นสามัญในแต่ละระดับผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ มีความแตกต่างกัน โดยที่กลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีแนวโน้มอัตราผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่ากลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ และพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มีค่าติดลบสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่มีค่าเป็นบวกสำหรับกลุ่มหุ้นสามัญที่ขาดการกำกับดูแลกิจการ

พุทธิมน เพชรคง.(2561).ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูล 491 ตัวอย่างจาก 125 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือการก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง (Tax shield) ทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามเมื่อกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจึงทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง

การประเมินมูลค่ากิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในครั้งนี้ผู้ศึกษาได้กำหนดตัวแปรในการศึกษาได้แก่ (1) GDP หรือ Gross Domestic Product (2) ราคาทองคำ (gold price) (3) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ 10 ปี (4) Bond

Yield หรืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (5) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation rate) ตัวแปรตาม (Dependent variables) ได้แก่ รายได้รวมของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้การสร้างความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ด้วยวิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้ $Y = a + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \beta_4x_4 + \beta_nx_n$

โดยที่ Y หมายถึง ตัวแปรตาม a หมายถึง ค่าคงที่ β หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ X หมายถึง ตัวแปรอิสระ

ผู้ศึกษาสามารถสร้างสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (y) ดังนี้ $Y = a + \beta_1 + \beta_2x_1 + \beta_3x_2 + \beta_4x_3 + \beta_5x_4 + \beta_6x_5$

โดย a หมายถึง ค่าคงที่ β หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ x_1 หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate USD) x_2 หมายถึง GDP x_3 หมายถึง ราคาทองคำ x_4 หมายถึง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ 10 ปี x_5 หมายถึง อัตราเงินเฟ้อ

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ อีกทั้งศึกษาถึงขนาดความสัมพันธ์ของผลกระทบและทิศทางความสัมพันธ์ โดยผู้ศึกษาได้วิเคราะห์ข้อมูลในรูปของสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square: OLS)

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผู้ศึกษาได้หาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลกระทบและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ใช้ข้อมูลแบบ Panel data

และใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square: OLS) มีผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 1. ผลการวิเคราะห์โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square: OLS)

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	-22.2090	9.99448	-2.222	0.0272	**
Exchange rate	3.08371	1.19218	2.587	0.0103	**
GDP	2.03859	0.634101	3.215	0.0015	***
Bond	-0.544464	0.256364	-2.124	0.0347	**
P-value(F)	0.000011				
R-squared	0.103117	Adjusted R-squared	0.091716		

ที่มา : จากการคำนวณ

หมายเหตุ *,** และ *** แสดงนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.1 , 0.05 ,0.01

ผลจากการทดสอบ Pooled OLS พบว่ามีค่า P-value(F) = 0.000011 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าข้อมูลทุกตัวสามารถนำไปใช้ได้กับผลการทดสอบนี้ พบว่า มีตัวแปรอิสระ 3 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ คือ อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond) ค่า R-squared และค่า Adj R-squared มีค่าใกล้เคียงกัน แสดงให้เห็นว่า หากมีการเพิ่มตัวแปรอิสระเข้าไปในสมการจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับผลการทดสอบนี้จากการศึกษาพบว่า มีตัวแปรอิสระ 3 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยนำมาแทนค่าสมการได้ดังนี้

$$\text{Income} = 22.2090 + 3.08371 (\text{exchange rate}) + 2.03859 (\text{GDP}) - 0.54446 (\text{Bond})$$

มูลค่าบริษัทแบบที่ 1

ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) หรือ DCF โดยใช้สมการ (การวิเคราะห์การลงทุนในตราสารทุน (AISA), 2564)

$$FCFF = EBIT(1 - \text{อัตราภาษี}) + \text{ค่าเสื่อมราคา}$$

— เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (**Fixed capital**)

— เงินลงทุนหมุนเวียน (**Working Capital**)

สมการที่ 1

ผู้ศึกษาจะใช้วิธีการประเมินมูลค่าบริษัท 3 วิธี เพื่อเปรียบเทียบผลการประเมินมูลค่าบริษัทที่ได้ และเลือกค่าที่เหมาะสมมาสรุปผล ผู้ศึกษาจะใช้ คือ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) ด้วยกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) มีสูตรดังนี้

$$DCF = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} \dots \frac{FCFF_n}{(1 + WACC)^n} \quad \text{สมการที่ 2}$$

การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF)

ตารางที่ 2. คำนวณหากระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF)

จำนวนหา FCFF	คำนวณหากระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) (หน่วย: บาท)				
	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4	ปีที่ 5
	2566 (FC)	2567 (FC)	2568 (FC)	2569 (FC)	2570 (FC)
EBIT	35,616,360	69,194,850	108,811,865	154,577,814	207,447,069
Tax (20%)	(7,123,272)	(13,838,970)	(21,762,373)	(30,915,563)	(41,489,414)
NOPAT	28,493,088	55,355,880	87,049,492	123,662,251	165,957,656
Depreciation	29,578,391	31,057,310	32,610,176	34,240,685	35,952,719
CAPEX	(4,527,231,982)	(5,063,205,946)	(7,079,522,784)	(5,962,002,762)	(5,960,395,966)
NWC	(14,323,075,790)	(13,836,428,312)	(11,878,515,036)	(13,094,902,675)	(13,194,398,326)
FCFF	(18,908,379,250)	(18,986,047,448)	(19,077,697,488)	(19,214,808,373)	(19,356,704,666)

ขั้นตอนต่อไปผู้ศึกษาได้คำนวณหาค่าต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565 โดยการใช้สูตร

$$WACC = \left[\left(\frac{D}{D + E} \right) k_d (1 - T) \right] + \left[\left(\frac{E}{D + E} \right) k_e \right] \quad \text{สมการที่ 3}$$

โดย D = มูลค่าปัจจุบันตามราคาตลาด (Market Value) ของหนี้สินกิจการ

E = มูลค่าปัจจุบันตามราคาตลาด (Market Value) ของส่วนผู้ถือหุ้นของกิจการ k_d
= อัตราต้นทุนหนี้สินของกิจการ (Cost of debt)

k_e = อัตราต้นทุนเงินทุนส่วนผู้ถือหุ้นของกิจการ (Cost of equity)

T = อัตราภาษีเงินได้ (tax rate)

ค่า WACC จากการสืบค้นข้อมูล Bloomberg.com ณ วันที่ 27/06/2566
ของบริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) จำกัด 22.70 %

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad \text{สมการที่ 4}$$

โดยที่ K_e = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ

R_f = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง เท่ากับ 2.88% อ้างอิงจาก อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 15 ปี (อ้างอิงที่มาจาก www.thaibma.or.th ณ วันที่ 23 มิถุนายน 2566) เพื่อให้สอดคล้องกับการวิเคราะห์ R_m

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Total Return Index) เท่ากับ 7.54% อ้างอิงจากข้อมูลผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 15 ปี (อ้างอิงข้อมูลจากบริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด)

β = อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี เท่ากับ 2.29 % อ้างอิงจากค่าเบต้าเฉลี่ยของบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) โดยอ้างอิงจาก <https://www.set.or.th/th/market/product/stock/quote/XPG/price>

แทนค่าตัวแปรในสมการ **CAPM** เพื่อหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ K_e ดังนี้

$$K_e = 2.88\% + 2.29\% (7.54\% - 2.88\%) \text{ แทนค่าสมการที่ 5}$$

$$K_e = 24.09\%$$

จากการสืบค้นข้อมูล Bloomberg.com ณ วันที่ 27/06/2566 ของ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) จำกัด ค่า $K_e = 22.90\%$

ทั้งนี้ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) มีได้ดำเนินธุรกิจเพียง 5 ปี ข้างหน้าเท่านั้น แต่กิจการยังคงดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องแบบไม่มีที่สิ้นสุด ดังนั้น จึงต้องคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุดท้าย (Terminal Value) ผู้ศึกษาจึงใช้อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2566 เทียบกับปี 2567 โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCFF_n(1 + g)}{WACC - g} \text{ สมการที่ 6}$$

$FCFF$ = กระแสเงินสดอิสระของกิจการ

$WACC$ = อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

g = อัตราการเติบโต คำนวณจากสูตร $\frac{\text{กำไรสุทธิปีใหม่} - \text{กำไรสุทธิปีเก่า}}{\text{กำไรสุทธิปีเก่า}} (-1) \times 100$

แทนค่าตัวแปรในสมการ g เพื่อหาอัตราการเติบโต ดังนี้ $g = \frac{24,976,024 \text{ ปีใหม่} - (159,070,808) \text{ ปีเก่า}}{(159,070,808) \text{ ปีเก่า}} (-1) \times 100 = 15.71\%$

แทนค่าตัวแปรในสมการ **Terminal Value** เพื่อหาคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุดท้าย ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Terminal Value} &= \frac{(19,356,704,666)(1+15.71)}{22.70 - 16.71} \text{ แทนค่าสมการ} \\ &= 53,998,419,861.78 \end{aligned}$$

หลังจากได้ค่า Terminal Value จึงประเมินมูลค่าบริษัท ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยใช้ข้อมูลกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) 5 ปี ข้างหน้า และค่า Terminal Value รวมถึงอัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) มาใช้ในการคำนวณ โดยปรับหน่วยเป็นพันบาท ด้วยการนำกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) / 1,000 และแทนค่าในสมการ ดังนี้

แทนค่าได้ดังนี้

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad \text{สมการที่ 7}$$

$$DCF = \frac{(18,908,379,250)}{(1.227)^1} + \frac{(18,986,047,448)}{(1.227)^2} + \frac{(19,077,697,488)}{(1.227)^3} + \frac{(19,214,808,373)}{(1.227)^4} + \frac{(19,356,704,666)}{(1.227)^5} + \frac{(53,998,419,861.78)}{(1.227)^5}$$

แทนค่าสมการ

$$= 77,867,674,999.68 \text{ ล้านบาท}$$

ดังนั้น มูลค่าของกิจการ (Firm value) เท่ากับ 77,867,674,999.68 ล้านบาท และผู้ศึกษาได้ทำการคำนวณหามูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value) โดยคำนวณจากสูตร

$$\text{Equity value} = \text{มูลค่าของกิจการ (Firm value)} - \text{หนี้สินทั้งหมด (net debt)}$$

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น} &= 77,867,674,999.68 - 196,487,842 \\ &= 77,671,187,157.79 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

จากนั้นจึงคำนวณมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value) ที่คำนวณได้มาหามูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท จากสูตร

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท} = \frac{\text{มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value)}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}}$$

แทนค่าสมการเพื่อคำนวณหามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท} &= \frac{77,671,187,157.79}{9,361,028,128} \\ &= 8.30 \text{ บาทต่อหุ้น} \end{aligned}$$

จากผลการประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) เท่ากับ 8.30 บาทต่อหุ้น

มูลค่าบริษัทแบบที่ 2

ผู้ศึกษาใช้วิธีประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดเงินปันผลผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield)

$$\text{ผลตอบแทนจากเงินปันผล} = \frac{\text{มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น *quity value*)}}{\text{ราคาหุ้น}}$$

ดังนั้นผลตอบแทนผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญประกอบด้วย ผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล (Dividend) และผลตอบแทนที่จะได้จากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น (capital gain) สามารถแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าหุ้นดังสมการ

$$v_0 + \frac{D_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{P_1}{(1 + k_e)^1} = \frac{D_1 + P_1}{(1 + k_e)^1}$$

โดยที่

v_0 หมายถึง มูลค่าปัจจุบันของหุ้น ณ เวลา $t = 0$

P_1 หมายถึง ราคาหุ้นที่คาดว่าจะเป็นไปได้ในเวลา $t = 1$

D_1 หมายถึง เงินปันผลต่อหุ้นที่คาดว่าจะเป็นไปได้ในเวลา $t = 1$

K_e หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นสามัญ

โดยค่า K_e จากการสืบค้นข้อมูล Bloomberg.com $K_e = 22.90\%$

สำหรับค่า P_1 การประมาณการเงินปันผลต่อหุ้นในอนาคตให้ถูกต้องตรงความเป็นจริงทำได้ค่อนข้างยาก ในทางปฏิบัติจริงๆ ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงประมาณการทางการเงินจากพยากรณ์งบกำไรขาดทุน เบ็ดเสร็จ ระหว่างปี 2566 ถึงปี 2567 โดยกำหนดสมมติฐานโดยการคาดการณ์เงินปันผลในแต่ละปีที่เฉลี่ยที่ 9.50 % สำหรับช่วงระยะเวลา 5 ปี โดยเงินปันผลต่อหุ้นมีอัตราการเจริญเติบโตเท่ากันทุกๆ ปีในอนาคต แต่ทั้งนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงไปตามวงจรชีวิตของธุรกิจ (Business Life Cycle) ดังนั้นในการจัดทำประมาณการเงินปันผล ผู้ศึกษาตั้งข้อสมมติฐานจากการจ่ายเงินปันผลเท่าๆ กันทุกๆ งวด (Zero-Growth Dividend Model) และผู้ถือหุ้นคาดว่าจะถือหุ้นไปเรื่อย ๆ โดยไม่มีกำหนดในกรณีนี้ ราคาหุ้นที่เหมาะสมสามารถประเมินได้โดยสูตรดังต่อไปนี้ $P = \frac{D}{k_e}$

โดยที่ P = ราคาที่เหมาะสมของหุ้นสามัญ

D = เงินปันผลของหุ้นในอนาคตซึ่งจะมีจำนวนเท่าๆ กันทุก

k_e = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนในหุ้น

$$\text{แทนค่าในสูตร} = P = \frac{9.50}{22.90} = 0.41$$

ผู้ศึกษาได้ประเมินกำไรที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นและประเมินนโยบายการจ่ายเงินปันผล คือ การพยากรณ์ราคาขายในอนาคตของหุ้นสามัญที่คาดว่าจะขายได้ สามารถสรุปได้ตามตาราง 15

ตารางที่ 3. การพยากรณ์ราคาขายในอนาคตของหุ้นสามัญ

รายละเอียด	คำนวณหาอัตราการจ่ายเงินปันผล (หน่วย: บาท)				
	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4	ปีที่ 5
	2566 (FC)	2567 (FC)	2568 (FC)	2569 (FC)	2570 (FC)
กำไรสุทธิ/ปี	24,976,024.40	52,036,552.51	83,963,485.16	137,628,371.72	190,886,941.25
จำนวนเงินจ่ายเงินปัน	2,372,722.32	4,943,472.49	7,976,531.09	13,074,695.31	18,134,259.42
จำนวนหุ้นสามัญ	9,361,028,128.00	9,361,028,128.00	9,361,028,128.00	9,361,028,128.00	9,361,028,128.00
กำไรต่อหุ้น	0.003	0.006	0.009	0.015	0.020
เงินปันต่อหุ้น	0.025	0.053	0.085	0.140	0.194
อัตราจ่ายเงินปันผล	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50

จากการคำนวณ

$$v_0 + \frac{D_{2566}}{(1+k_e)^1} + \frac{D_{2567}}{(1+k_e)^2} + \frac{D_{2568}}{(1+k_e)^3} + \frac{D_{2569}}{(1+k_e)^4} + \frac{D_{2570}}{(1+k_e)^5} + \frac{P_1}{(1+k_e)^5}$$

สามารถนำมาแทนค่าได้ดังนี้

$$11.15 + \frac{0.025}{(1.229)} + \frac{0.053}{(1.229)} + \frac{0.085}{(1.229)} + \frac{0.140}{(1.229)} + \frac{0.194}{(1.229)} + \frac{0.41}{(1.229)}$$

$$= 11.15 + 0.74$$

$$= 11.89 \text{ บาท/หุ้น}$$

จากผลการวิธีประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดเงินปันผลผลตอบแทนจากเงิน

ปันผล (Dividend Yield) สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) เท่ากับ 11.89 บาทต่อหุ้น

มูลค่าบริษัทแบบที่ 3

ผู้ศึกษาได้ดำเนินการประเมินมูลค่าบริษัทฯ แบบที่ 3 โดยเลือกใช้วิธี Multiple Comparable โดยหาค่าเฉลี่ยอัตราส่วนต่าง ๆ ได้แก่ P/E ratio , P/BV ratio และ P/S ratio โดยหาค่าเฉลี่ย ตั้งแต่ ปี 2561 -2565 กลุ่มธุรกิจการเงินที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) บริษัท บรู๊คเคอร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (Brook) บริษัทหลักทรัพย์ ปียอนด์ จำกัด (มหาชน) (BYD) บริษัทหลักทรัพย์ ไอรา จำกัด (มหาชน) (AIRA) บริษัทหลักทรัพย์จัดการ

กองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด(มหาชน) (MFC) และบริษัท บริษัท กรีนเทค เวเนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) (GTV)
 ดังตารางที่ 16

ตารางที่ 4. อัตราส่วน P/E ratio , P/BV ratio และ P/S ratio

อัตราส่วน	Brook	BYD	AIRA	MFC	GTV	Average
P/E	6.54	-0.16	0.10	12.77	-0.02	3.89
P/BV	1.72	5.52	2.85	2.16	0.88	3.13
P/S	0.33	1.40	0.58	9.05	0.32	2.87

ที่มา : อ้างอิงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 30 กันยายน 2566

จากผลการศึกษาวิธี *Multiple Comparable* พบว่ามูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) มีมูลค่าหุ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 8.46 บาท/หุ้น ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5. ผลการคำนวณการประเมินมูลค่าบริษัท ด้วยวิธี *Multiple Comparable*

Company Variable	XPG	Relative Ratio	Average	Estimates Stock Value
Earnings per Share	4.51	P/E	3.89	4.20
Book Value per Share	1.21	P/BV	3.13	2.17
Sales per Share	1.30	P/S	2.87	2.09
Mean				8.46

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาในครั้งนี้ พบว่า การใช้วิธีการประเมินมูลค่าบริษัท ที่แตกต่างกัน ส่งผลให้ได้ผลการประเมินมูลค่าบริษัท ที่แตกต่างกันด้วยเช่นกัน โดยผู้ศึกษาได้ใช้ข้อมูลที่ได้จากการพยากรณ์ผลการดำเนินงาน และฐานะการเงินของบริษัทในอีก 5 ปีข้างหน้า มาใช้เป็นข้อมูลในการประเมินมูลค่าบริษัท ทั้ง 2 วิธี ซึ่งประกอบด้วย

วิธีที่ 1 ได้แก่ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) พบว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) เท่ากับ 8.30 บาทต่อหุ้น

วิธีที่ 2 ได้แก่ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการใช้กระแสเงินสดอิสระของผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to Equity : FCFE) พบว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) เท่ากับ 11.89 บาทต่อหุ้น

วิธีที่ 3 ได้แก่ วิธี Multiple Comparable โดยการหาค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนต่างๆ ได้แก่ P/E ratio, P/BV ratio และ P/S ratio พบว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท XPG มีมูลค่าหุ้นสามัญเฉลี่ยที่ 8.46 บาทต่อหุ้น

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีวิธี Multiple Comparable เป็นเพียงการสะท้อนมูลค่าหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง โดยไม่ได้คำนึงถึงศักยภาพในการดำเนินธุรกิจ ที่อาจมีการเติบโตหรือมีการเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคต ผู้ศึกษาจึงเห็นว่าเป็นวิธีที่มีความน่าเชื่อถือ แต่ยังไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้ ส่วนวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) ผู้ศึกษามีความเห็นว่าการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้สะท้อนถึงศักยภาพ และความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่อาจมีการเติบโตหรือมีการเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคตมีความเหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้ จากทฤษฎีทำให้คาดการณ์อนาคตของราคาหุ้น บริษัท เอ็กซ์สปริง แคปิตอล จำกัด (มหาชน) (XPG) ได้ตามหลักวิชาการ ปัจจัยการราคาหุ้นขึ้นหรือลง ขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจโลก ในอนาคตด้วยอย่าง เช่น ตัวแปรตามหรือตัวแปรอิสระของหุ้นที่ส่งผลกระทบต่อราคาของหุ้นที่จะทำให้กำไรสุทธิของหุ้น (XPG) มีกำไรสุทธิมากเพียงพอที่จะทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตได้ บวกกับการวิเคราะห์ปัจจัยภายนอก เช่น เศรษฐกิจทั้งในและนอกประเทศ นโยบายของรัฐที่เอื้อต่อธุรกิจ เทรนด์ของธุรกิจหรือความเสี่ยงต่างๆ

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ ช่วงเวลาที่ผู้ศึกษาทำศึกษานั้นเป็นช่วงเวลาที่คาบเกี่ยวกับโรคระบาดโควิด-19 เพื่อการลงทุนอย่างมั่นคงและมั่นคง ช่วงเวลาในการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงระยะเวลา ได้แก่ ศึกษาช่วงระยะเวลาก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ และหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ หรือไม่นำข้อมูลในช่วงระยะเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวมาทำการพิจารณาในการศึกษา

จากที่ประเมินมูลค่ากิจการ 1 วิธีได้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เอ็กซ์สปริง แคปิตอล จำกัด (มหาชน) ที่ใกล้เคียงกัน วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) ถือว่าเป็นวิธีที่แม่นยำที่สุดถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายไม่ว่าจะเป็นการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์หรือการประยุกต์ใช้ทางด้านการเงิน

ทั้งนี้การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด อาจเกิดปัญหาที่ไม่สามารถคาดการณ์กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นอนาคตได้ตลอดเวลา เนื่องจากหุ้นสามัญเป็นตราสารที่ไม่มีอายุ จึงไม่สามารถคาดการณ์กระแสเงินสดไปจนถึงปีที่อนันต์(infinity) ได้

ข้อเสนอแนะครั้งถัดไป

เพิ่มเติมจาก ทฤษฎีที่กล่าวอ้าง ให้ศึกษาปัจจัยในการเติบโตของบริษัทมากยิ่งขึ้น เช่น เหตุผลการเติบโตในอนาคตโดยใช้หลักการ ในวิชาอื่นๆ เช่น วิชาการตลาด วิชาเศรษฐศาสตร์ หรือ การอบรมจากผู้ประสบความสำเร็จในตลาดหุ้น ผู้บริหาร มาประกอบควบคู่กัน เพื่อให้มีการวิเคราะห์หลากหลายมุมมอง

เอกสารอ้างอิง

- กษิดิ์เดช ตรังเกษตรสิน และคณะ. (2564). การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อการประเมินมูลค่าของอัตราส่วนทางการเงินโดยใช้แบบจำลองของ Ohlson ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารนวัตกรรมธุรกิจ การจัดการ และสังคมศาสตร์*, 2(3): 87-107.
- บุญญฉัตร บุญญาลัย. (2559). ผลตอบแทนการลงทุนของหุ้นสามัญตามผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์. วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พุทธิมน เพชรคง. (2561). ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ; การค้นคว้าอิสระ. วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. (2566). *ภาวะเศรษฐกิจในประเทศรายไตรมาส*. ค้นเมื่อวันที่ 10 ธันวาคม 2566, จาก https://www.nesdc.go.th/main.php?filename=qgdp_page
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551), *แนวคิดการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์*. ค้นเมื่อวันที่ 10 ธันวาคม 2566, จาก https://www.set.or.th/yfs/main/download/YFS2017_YFSCamp_Inv_Reading02.