

การวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

Securities Analysis WHA Corporation Public Company Limited

เฉลิม ทองสุข

นักศึกษาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน (aMBA)มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

E-mail: import-export@chalermrut.com

Chalerm Thongsuk

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

Thai Chamber of Commerce

ดร.นงนภัส แก้วพลอย

อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

E-mail: nongnapad_kae@utcc.ac.th

Dr. Nongnapat Kaewploy

Lecturer in Finance Faculty of Business Administration University of the Thai

Chamber of Commerce

รับเข้า: 17 พฤษภาคม 2567 แก้ไข: 18 มิถุนายน 2567 ตอบรับ: 20 มิถุนายน 2567

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) 2) พยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) และ 3) ประเมินมูลค่ากิจการของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) โดยปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ GDP ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีวัสดุก่อสร้าง ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน ที่มีผลต่อรายได้รวมของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ตั้งแต่ปี 2566 ถึงปี 2570 โดยใช้วิธีสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square : OLS) กับกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (AMATA) บริษัทสวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA)

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อรายได้รวมของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ย(interest) 0.05 , 0.01 และหากอัตราผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ (GDP) เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้เพิ่มขึ้น 1.482 % และหากอัตราดอกเบี้ย (interest) เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้ลดลง 9.1399 % และประเมินมูลค่าบริษัทฯ 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 พบว่า แต่ละวิธีได้ผลการประเมินมูลค่าบริษัทฯ ที่แตกต่างกัน และผลการประเมินมูลค่าบริษัทฯ วิธีที่ 1. ใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) โดยได้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทฯ เท่ากับ 11.01 บาทต่อหุ้น วิธีที่ 2. การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือ เท่ากับ 6.04 บาท/หุ้น และวิธีที่ 3. Multiple Comparable เท่ากับ 24.89 บาทต่อหุ้น และวิธีที่มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทฯ ได้แก่ วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) เนื่องจากเป็นวิธีที่สะท้อนถึงศักยภาพ และความสามารถในการดำเนินธุรกิจที่อาจมีการเปลี่ยนแปลง หรือมีการเติบโตได้ในอนาคต ดังนั้น มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่เหมาะสมเท่ากับในปี 2567 อยู่ในช่วง 6.04 - 24.89 บาทต่อหุ้น

คำสำคัญ: การวิเคราะห์หลักทรัพย์ การคิดลดกระแสเงินสด การประเมินมูลค่าหุ้น

Abstract

This research aimed to study 1) the variables that affect the value of securities of WHA Corporation Public Company Limited. 2) forecast operating results financial status and financial ratios of WHA Corporation Public Company Limited and 3) assess the business value of WHA Corporation Public Company Limited. The factors that were studied include inflation, GDP, stock market index. Construction materials index Economic Sentiment Index interest rate and exchange rates that affects the total revenue of WHA Corporation Public Company Limited from 2023 to 2027. By using the Multiple Linear Regression method

using the Ordinary Least Squares (OLS) method with the sample group used to study 2 companies, namely Amata Corporation Public Company Limited (AMATA), Rojana Industrial Park Company Limited (Public Company Limited (ROJNA)

The results of the research found that factors affecting the total income of WHA Corporation Public Company Limited include gross domestic product (GDP) and interest rates (interest) 0.05, 0.01 and if the rate of gross domestic product (GDP) increases an increase of 1% will increase income by 1.482% and if the interest rate increases by 1%, income will decrease by 9.1399%. and evaluate the value of the company in 3 ways, consisting of 1. discounted cash flow : DCF method by using the free cash flow of the business (Free Cash Flow to the Firm : FCFF). Valuation of common shares using the residual valuation method and 3. multiple comparable method, found that each method was results in valuing the company different and the results of the company's valuation, method 1. using the discount cash flow method, the value of the company's common shares is equal to 11.01 baht per share. Method 2. valuation of common shares using the residual profit method was equal to 6.04 baht/share and Method 3. Multiple Comparable was equal to 24.89 baht per share. And the method that was appropriate to evaluate the value of the company's common shares was the Discounted cash flow (DCF) method because it was a method that reflects the potential and the ability to conduct business that may change or there will be growth in the future. Therefore, the appropriate value of ordinary shares of WHA Corporation Public Company Limited as in 2024 was in the range of 6.04 - 24.89 baht per share.

Keywords: Securities analysis, Discounted cash flow, Stock valuation

บทนำ

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ชื่อย่อ WHA) เป็นบริษัทให้บริการด้านโลจิสติกส์ แบ่งออกเป็น 4 กลุ่มธุรกิจ ได้แก่ 1.ธุรกิจพัฒนาและบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์ (Logistics Hub) 2.ธุรกิจพัฒนานิคมอุตสาหกรรม (Industrial Development Hub) 3.ธุรกิจให้บริการสาธารณูปโภคและพลังงาน (Utilities & Power Hub) 4.ธุรกิจให้บริการด้านดิจิทัล (Digital Platform Hub) บริษัทยังขายสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์ (WHART HREIT และ WHABT) และลงทุนธุรกิจอสังหาในกองทรัสต์ และรับรายได้ในรูปแบบของเงินปันผล

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“บริษัทฯ”) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 25 กันยายน 2550 จดทะเบียนเริ่มต้นอยู่ที่ 170 ล้านบาท ก่อตั้งขึ้นมาเพื่อเป็นบริษัทพัฒนาและให้บริการเช่า และขายโกดัง อาคารให้แก่ลูกค้า โดยเฉพาะโครงการประเภท Built-to-Suit และ Warehouse Farm ที่มีลักษณะของโครงการแบบ Built-to-Suit และโครงการสร้างแบบ Ready-Built ที่ออกแบบมาเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าแต่ละราย โดยเป้าหมายของบริษัทคือการตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าในปัจจุบัน ท่ามกลางสถานะเศรษฐกิจทั่วโลกที่อยู่ในสถานการณ์ผันผวน ทั้งภาวะเงินเฟ้อ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ส่งผลกระทบโดยตรงต่อเศรษฐกิจไทยด้วยการกระตุ้นให้เกิดการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และพร้อมจะดึงดูดความเชื่อมั่นจากกลุ่มนักลงทุนเพื่อนำรายได้มาที่ไทย สามารถดึงดูดเงินลงทุนจากนักลงทุนสูงถึง 1,400,000 ล้านบาท อย่างไรก็ตามนักลงทุนมักจะใช้เครื่องมือและเทคนิคการวิเคราะห์ที่หลากหลาย เพื่อดัดสินใจลงทุน ซึ่งในการลงทุนมักมีโอกาและความเสี่ยงเกิดขึ้นเสมอ สิ่งเหล่านี้อาจทำให้นักลงทุนคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้อย่างแม่นยำ ดังนั้น การวิเคราะห์หลักทรัพย์จึงต้องใช้ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจ และด้วยการวิจัยเชิงคุณภาพเหล่านี้ นักลงทุนสามารถได้รับข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับแนวโน้มในอนาคตของบริษัท และทำการตัดสินใจอย่างมีข้อมูลรอบด้านเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท (ระวิพรรณ จักรคำ, 2557; ขวัญสุตา อินหล่ม, 2565) ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะค้นหาเครื่องมือในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ซึ่งเป็นพื้นที่สำคัญในการผลักดันให้ไทยเป็น The World’s Best Investment Destination สำหรับนักลงทุนจากต่างประเทศทั่วโลก

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. เพื่อศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2. เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3. เพื่อประเมินมูลค่ากิจการของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ขอบเขตข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) อัตราแลกเปลี่ยน (exchange) อัตราเงินเฟ้อ (inflation) อัตราดอกเบี้ย (interest) ดัชนีวัสดุก่อสร้าง (CMPI) ดัชนีความเชื่อมั่นอนาคตเศรษฐกิจ (RSI) ดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (BSI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) ที่มีผลต่อตัวแปรตาม ได้แก่ รายได้รวมของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA) โดยมีขอบเขตการศึกษาผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน กระแสเงินสดและอัตราส่วนทางการเงิน ย้อนหลัง 5 ปี โดยมีระยะเวลา 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2565

วิธีการดำเนินการวิจัย

1. เก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2. การวิเคราะห์และพยากรณ์ข้อมูล ผู้ศึกษาจะนำข้อมูลที่ได้มาเรียบเรียงและทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน กระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงิน ย้อนหลัง 5 ปี วิเคราะห์จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และความเสี่ยง ของบริษัทฯ รวมถึงวิเคราะห์คู่แข่ง ดำเนินการหาตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม โดยใช้วิธีสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และอัตราส่วนทางการเงิน ในปี 2566-2570 รวมถึงประเมินมูลค่าบริษัทฯ ด้วย 3 วิธี ได้แก่ 1.การคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) 2.ประมาณการกำไรคงเหลือ หรือบางครั้งเรียกว่า กำไรทางเศรษฐศาสตร์ (economic profit) 3.การ Multiple Comparable โดยการหาค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนต่างๆ ของบริษัทฯ เช่น P/E ratio, P/BV ratio และ P/S ratio และทำการเทียบเคียงกับ

อัตราส่วนต่างๆ ของบริษัทเป้าหมาย เพื่อประเมินราคาหุ้นของบริษัทฯ และนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษามาสรุปผล

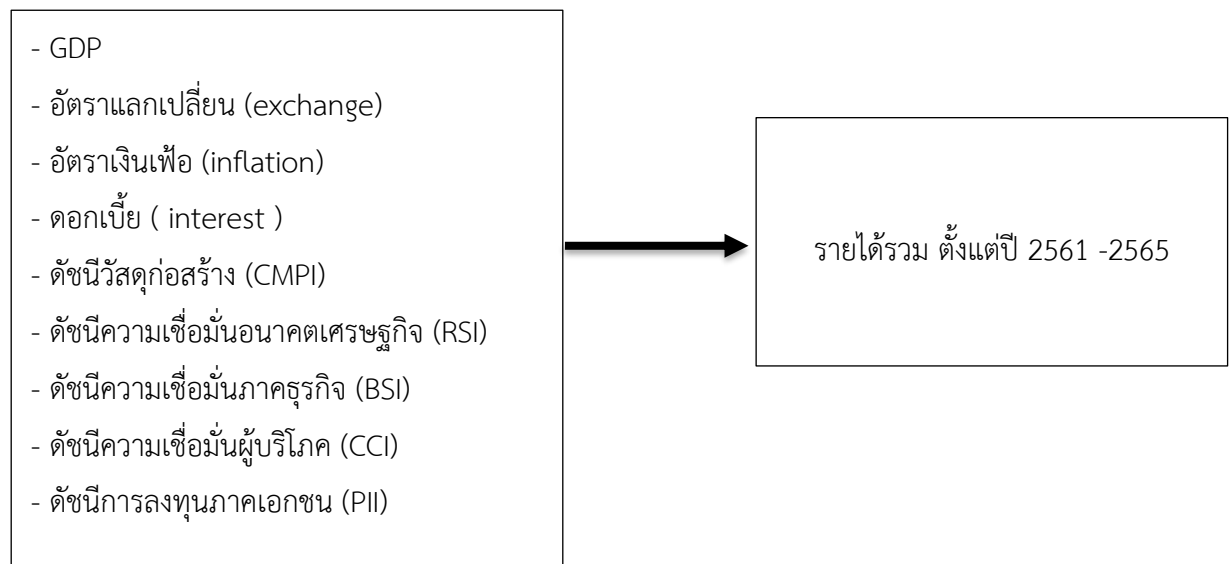
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

จากการที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาค้นคว้าผู้วิจัยคาดหวังว่าได้มีความเข้าใจแนวคิดทางกลยุทธ์ธุรกิจที่ประสบความสำเร็จในอุตสาหกรรมนี้ รวมถึงผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน กระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงิน จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาส และความเสี่ยงของบริษัทฯ รวมถึงการประเมินมูลค่าของกิจการ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้อ่านในการนำข้อมูลที่ได้ไปช่วยในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA)

กรอบแนวคิดในการศึกษา

ตัวแปรอิสระ (Independent variables)

ตัวแปรตาม (dependent variables)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

รดาณัฐ วุฒิรัตน์ (2560) ศึกษาผลตอบแทนการลงทุนในหมวดธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของประเทศไทยงาน เพื่อศึกษาหาหมวดธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ทำการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ให้อัตราผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงของดัชนีผลตอบแทนรวมสูงสุด เครื่องมือวิจัยที่ใช้ คือ มาตรวัดของชาร์ป (Sharpe Ratio) และมาตรวัดของเทรเนอร์ (Treynor Ratio) แล้วนำอัตราผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงของหมวดธุรกิจทั้ง 4 หมวดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ได้แก่ หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง (Construction Materials หรือ CONMAT) หมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง (Construction Services หรือ CONS) หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Development หรือ PROP) และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund and REITs หรือ PF&REIT) ผลวิจัยพบว่า หมวดธุรกิจที่ให้อัตราผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงสูงสุดคือ หมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ อันดับรองลงมา คือ หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง การวิเคราะห์โดยใช้มาตรวัดของชาร์ปและมาตรวัดของเทรเนอร์ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน

ชมภัสสร นาคสุข (2559) การศึกษาความสำเร็จของการลงทุนในกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ REIT กองทรัสต์ที่ทำการศึกษาคือ กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ REIT ที่มีการจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ 1 มกราคม 2015 – 31 ธันวาคม 2016 มีจำนวนทั้งหมด 8 กองทรัสต์ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการนำรายได้ค่าเช่าที่ได้รับมาทำการจ่ายเงินหรือจ่ายเป็นอัตราผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนที่เรียกว่า “ผู้ถือใบทรัสต์” ในรูปของเงินปันผล ที่มีการจ่ายอยู่อย่างสม่ำเสมอ พิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงหรือที่เรียกว่า “ค่า Sharpe Ratio” โดยเปรียบเทียบกับระหว่างกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์กับดัชนี SET TRI และดัชนี SETPREIT ในแต่ละช่วงเวลาพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยงที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ค่า Sharpe Ratio อัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดที่ปรับด้วยค่าความเสี่ยง(ค่า Sharpe Ratio) ออกเป็น 7 ช่วงระยะเวลา พบว่า ในทุกช่วงเวลามีกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ REIT อย่างน้อยหนึ่งกองทรัสต์ที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้สูงที่สุด

ชาญณรงค์ วงศ์ละกุล (2562) การระบุความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและระบุความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลนักลงทุนที่มีประสบการณ์การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม มาแล้วไม่น้อยกว่า 5 ปี จำนวน 10 ราย และทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์เนื้อหาในประเด็นของลักษณะความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่า การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีค่าคะแนนความเสี่ยงอยู่ระหว่าง 8.16 - 18.24 โดยค่าคะแนนความเสี่ยงสูงสุด 3 ลำดับแรก ได้แก่ ความเสี่ยงด้านการเงิน ความเสี่ยงด้านสังคม และความเสี่ยงด้านการปฏิบัติตามกฎระเบียบ

นภาพรณ จันต๊ะ (2558) การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างการลงทุนทางตรงและทางอ้อมในอสังหาริมทรัพย์สำหรับพอร์ตการลงทุนแบบหลายสินทรัพย์ ปัจจุบันการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ค่อนข้างได้รับความนิยมจากผู้ลงทุน เนื่องจากภาวะดอกเบี้ยเงินฝากต่ำ และการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินอื่นๆ เช่น หุ้น ทองคำ หนี้กู้ยืม ตราสารอนุพันธ์ ฯลฯ ล้วนมีความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจและสภาพตลาดที่ผันผวน ดังนั้น ผู้ลงทุนที่ต้องการบริหารเงินลงทุนของตนเองให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ควรพิจารณาถึงทางเลือกอื่นสำหรับพอร์ตการลงทุนที่นอกเหนือจากสินทรัพย์ทางการเงิน และเป็นที่ทราบกันดีว่าการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีข้อดี คือ สามารถช่วยกระจายความเสี่ยงของผู้ลงทุนได้ เพราะอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์ (Correlation) กับสินทรัพย์ทางการเงินที่ต่ำ ดังนั้น การกระจายสินทรัพย์ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์สำหรับพอร์ตการลงทุนแบบหลายสินทรัพย์ จึงเป็นอีกรูปแบบหนึ่งของการจัดสรรการลงทุน

ผลการวิจัย

ใช้วิธีการประเมินมูลค่าทาง ธุรกิจ ใน 2 รูปแบบ โดยใช้วิธีการประเมินรูปแบบ Discount Cash flow และ วิธีคำนวณกำไรคงเหลือ

1.วิธีการประเมินรูปแบบ Discount Cash flow แนวคิดดังกล่าวได้ใช้แพร่หลาย เพื่อประเมินมูลค่าทางพื้นฐาน ตามทฤษฎีทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการประเมินหุ้นวิธีคิดลดกระแสเงินสด ตามภาพประกอบ (Live-platforms.com)

1.ประมาณการ รายได้

2.ประมาณการ รายจ่าย

3.จำลอง งบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสดในอนาคต 5 ปี

4.คำนวณ Free cash flow ทั้ง 5 ปี บวกกับมูลค่า Terminal Value

5. คัดลดกระแสเงินสด ทั้ง 5 ปี มาเป็นมูลค่าปัจจุบัน แล้วนำมารวมกัน

6. จะได้มูลค่ากิจการในปัจจุบัน โดยวิธีการคิดลด DCF

Free Cash Flow หรือกระแสเงินสดอิสระคือค่าประมาณการกระแสเงินสดของธุรกิจหลังจากการดำเนินการและการลงทุนระยะยาว กระแสเงินสดอิสระเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดสำคัญที่มักจะนำมาใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของหลักทรัพย์หรือธุรกิจ โดยใช้สูตรคำนวณดังนี้

กระแสเงินสดอิสระ

= กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน – เงินทุนหมุนเวียน - รายจ่ายที่ใช้ในการลงทุน

Terminal Value หรือ มูลค่าปัจจุบันสุดท้ายเป็นมูลค่าของธุรกิจหลังจากการประมาณการนำมูลค่าปัจจุบันสุดท้ายมาใช้ประกอบการหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดแต่ละปีเพื่อสะท้อนมูลค่าธุรกิจที่มีการดำเนินกิจการต่อไปหลังจากการประมาณการการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุดท้ายสามารถทำได้สองวิธีได้คือ วิธีเปรียบเทียบตลาดและวิธี Perpetuity ที่สามารถคำนวณจากสูตรคำนวณดังนี้ ค่าปัจจุบันสุดท้าย (Terminal Value)

= ประมาณการรายได้ปีสุดท้าย $\times (1 + \text{Terminal Growth Rate})$

2.วิธีคำนวณกำไรคงเหลือ (Residual valuation method) เป็นอีกวิธีการประเมินมูลค่า ที่ได้รับความนิยม ในทางวิชาการ และการลงทุนในการดำเนินธุรกิจนั้น วิธีการคำนวณกำไรคงเหลือจากกำไรสุทธิของกิจการ โดยการคำนวณหากำไรคงเหลือนั้น สามารถคำนวณได้จากการนำกำไรสุทธิมาคำด้วยต้นทุนของส่วนของเจ้าของในรูปแบบ (Equity charge)

การคำนวณส่วน Equity charge ได้จาก $\text{Equity charge} = \text{Equity Capital} \times \text{Cost of Equity (\%)}$

โดยที่ Equity charge คือ ต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในรูปจำนวนเงิน

Equity Capital คือ ปริมาณเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น

Cost of Equity (%) คือ ต้นทุนของเงินทุนของผู้ถือหุ้นในรูปของเปอร์เซ็นต์

เมื่อได้ Equity charge แล้ว จึงนำค่าที่ได้นั้นมาลบออกจากกำไรสุทธิของกิจการ

$$\text{Residual Income} = \text{Net income} - \text{Equity charge}$$

หากคำนวณค่ากำไรคงเหลือแล้ว ผลออกมาเป็นบวก แสดงว่ากิจการนั้น มีกำไรเพียงพอ หรือ มีต้นทุนมากกว่าในส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ในทางตรงกันข้าม หากค่าที่ได้มาออกมาเป็นลบ แสดงว่ากำไรสุทธิของกิจการนั้นไม่เพียงพอสำหรับต้นทุน การเงินของส่วนของผู้ถือหุ้น

วิธีการคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี

โดยการคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีของกิจการ

(net operating profit after tax ; NOPAT) ซึ่งยังคงใช้หลักการเดียวกับการหากำไรคงเหลือจากการดำเนินงานสุทธิลบออกด้วยต้นทุนส่วนของเงินทุน (Capital charge)

$$\text{Capital charge} = \text{Company capital} \times \text{WACC}$$

โดยที่ WACC คือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยของกิจการ

$$\text{WACC} = W_d K_d (1-t) + W_e K_e$$

W_d คือ สัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหนี้

$K_d (1-T)$ คือ ต้นทุนของหนี้หลังหักภาษี

W_e คือ สัดส่วนของเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น

K_e คือ ต้นทุนของเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

ดังนั้น สามารถคำนวณหากำไรคงเหลือจากกำไรจากการดำเนินงานหลักหักภาษีได้โดย

$$\text{Residual Income} = \text{NOPAT} - \text{Capital charge}$$

หากคำนวณค่ากำไรคงเหลือของกิจการออกมาเป็นบวก แสดงว่ากิจการนั้นมีกำไรสุทธิ เพียงพอ หรือมากกว่าต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

3. วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PE ratio หรือ Price to Earnings Ratio) คำนวณได้จาก “ราคาหุ้นสามัญในปัจจุบัน (Price)” เปรียบเทียบกับ “กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)” ซึ่งค่า PE ratio ที่คำนวณได้ จะแสดงถึงถ้าหากซื้อหุ้นในราคาปัจจุบันจะมีระยะเวลาคืนทุนกี่ปี โดยค่า PE ratio ยิ่งต่ำยิ่งดี แต่ทั้งนี้ต้อง

พิจารณาปัจจัยอื่นๆ ร่วมด้วย แต่อย่างไรก็ตามวิธีการนี้เหมาะกับหุ้นเกือบทุกประเภท และสามารถใช้ได้อย่างกว้างขวาง P/E (Price to Earnings Ratio) เป็นวิธีการประเมินมูลค่าหุ้น จากมุมมอง “กำไรสุทธิ” เมื่อเทียบกับกำไรสุทธิล่าสุดของบริษัท เพราะตลาดคาดหวังว่า กำไรของบริษัทนั้นจะเติบโตขึ้นมากในอนาคต ซึ่งเราสามารถแบ่ง P/E ออกมาได้ 2 รูปแบบ คือ แบบที่ 1 คือ P/E ย้อนหลัง (Trailing P/E) มาจากการคำนวณกำไร หรือ กำไรต่อหุ้นย้อนหลังไป 4 ไตรมาส แบบที่ 2 คือ P/E ล่วงหน้า (Forward P/E) มาจากการประมาณการว่าในอนาคต บริษัทนั้นจะทำกำไรสุทธิ หรือ กำไรต่อหุ้นได้เท่าไร

ดังนั้น การคำนวณ P/E ในแบบที่ 2 นี้จะขึ้นอยู่กับ “มุมมองของแต่ละบุคคล” ว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิหรือกำไรต่อหุ้นในอีก 12 เดือนข้างหน้าเป็นเท่าใด ซึ่งวิธีการหาตัวเลข P/E นั้นมีอยู่ 2 วิธี คือ วิธีที่ 1 มูลค่าบริษัทหารด้วยกำไรสุทธิ วิธีที่ 2 ราคาหุ้นหารด้วย กำไรต่อหุ้น

ซึ่งข้อควรระวังของการใช้วิธีประเมินมูลค่าหุ้นแบบ P/E ก็คือเราไม่สามารถนำมาใช้ประเมินบริษัท ที่มีผลประกอบการเป็น “ขาดทุน” ได้นอกจากนี้ เรายังไม่สามารถกำหนดได้อย่างตายตัวว่าหุ้นที่ P/E สูง จะแปลว่าราคาแพงเสมอไปเพราะบางครั้ง บริษัทอาจมีรายจ่ายครั้งเดียว หรือกำไรที่ลดลงเนื่องจากเกิดเหตุการณ์ชั่วคราวบางอย่างมากกระทบ หรือแม้กระทั่งบริษัทที่เติบโตสูง นักลงทุนก็อาจให้ค่า P/E ที่สูงได้เหมือนกัน ดังนั้น การประเมินมูลค่าหุ้นจึงต้องอาศัยหลายปัจจัยประกอบกัน

การประเมินมูลค่ากิจการ

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้นำตัวเลขทางเศรษฐกิจในอดีตย้อนหลัง 10 ปี โดยแยกเป็น ปีละ 4 ไตรมาส จะได้ชุดข้อมูลมาทั้งหมด 40 ชุดข้อมูล โดยตัวเลขเศรษฐกิจดังกล่าว ได้นำมา หาความสัมพันธ์ ของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยนำตัวแปรทั้งหมด ที่นำมาวิเคราะห์ดังต่อไปนี้ 1. Inflation ตัวเลขเงินเฟ้อ 2. ตัวเลข GDP 3. ดัชนี ของตลาดหลักทรัพย์ SET 4. ดัชนีวัสดุก่อสร้าง(Construction Materials Price Index : CMI) และความเปลี่ยนแปลงของดัชนีวัสดุก่อสร้าง 5. ดัชนีความเชื่อมั่น อนาคตเศรษฐกิจ (Thailand Regional Economic Sentiment Index : RSI) 6. ดอกเบี้ย (interest) 7. อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate)

ผู้ศึกษานำข้อมูลจากที่ศึกษานำมารวบรวมและทำการวิเคราะห์ข้อมูลใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (y) ดังนี้

$Y = \beta_1 + \beta_2x_1 + \beta_3x_2 + \beta_4x_3 + \beta_5x_4 + \beta_6x_5 + \beta_7x_6 + \beta_8x_7$			
โดยกำหนด	a	หมายถึง	ค่าคงที่
	β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
	x1	หมายถึง	อัตราเงินเฟ้อ (Inflation)
	x2	หมายถึง	GDP
	x3	หมายถึง	ดัชนีหลักทรัพ์ (SET)
	x4	หมายถึง	ดัชนีวัสดุก่อสร้าง(CMPI)
	x5	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (RSI)
	x6	หมายถึง	อัตราดอกเบี้ย (interest)
	x7	หมายถึง	อัตราแลกเปลี่ยน(Exchange Rate)

การวิเคราะห์ข้อมูลและการนำเสนอข้อมูล

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การสรุปผลกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูล ใช้สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยการใช้ข้อมูลแบบ Panel data และใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square: OLS) โดยมีผลการศึกษาดังนี้

ผลจากการทดสอบ Pooled OLS พบว่ามีค่า P-value(F) = 2.50e-36 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าสามารถใช้ผลการทดสอบนี้ได้ โดยจากการศึกษาพบว่าตัวแปรอิสระ 2 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ย (interest) ตามตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบ Pooled OLS

ตารางที่ 1. ผลการทดสอบ Pooled OLS

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	10.9147	33.5600	-1.409	0.1616	
exchange rate	-0.0401840	0.929421	-0.04324	0.9656	
GDP	1.48201	0.0797654	18.58	<0.0001	***
inflation	0.0928954	0.851757	0.1091	0.9133	
interest	9.13995	3.36234	2.718	0.0076	***
P-value(F)	2.50e-36				
R-squared	0.775097	Adjusted R-squared		0.767275	

ที่มา : จากการคำนวณ

การประเมินมูลค่าบริษัท

ประเมินมูลค่าบริษัทแบบที่ 1 วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) มีสูตรดังนี้

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

ผู้ศึกษาจึงคำนวณหากระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) เพื่อใช้แทนค่าในสมการวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการคำนวณหา ค่า FCFF ซึ่งผู้ศึกษาดังสมมติฐาน ดังนี้

ค่าเสื่อม* ปี 66-70 มีฐานคิดมาจากการคำนวณหาค่าเสื่อมของปี 65 (NBV 65 - NBV 64) เป็นตัวตั้ง โดยกิจการมีการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้รายการที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ มีการเพิ่มขึ้นตลอด 5 ปี ผู้ศึกษาจึงคำนวณหาค่าเสื่อมปี 66-70 โดยการใช้สูตร สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนปีใหม่ - สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนปีเก่า / 30 และใช้ผลการคำนวณที่ได้เป็นตัวตั้ง และบวกกับค่าเสื่อมที่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นในปีถัดไป โดยการใช้สูตร (สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนปีใหม่ - สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนปีเก่า) x -1 ในการคำนวณ

การคำนวณ NWC*** (Net Working Capital) ผู้ศึกษาได้คำนวณหา CAPEX (Capital Expenditures) คือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุนซื้อสินทรัพย์มาเพื่อใช้ในการดำเนินงานของบริษัท โดยแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ส่วนแรก คือ ค่าใช้จ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ใหม่ (New Investment CAPEX) ส่วนที่สอง คือ

ค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาให้สินทรัพย์เก่าอยู่ในสภาพที่ใช้งานได้ (Maintenance CAPEX) ส่วนสุดท้ายคือ Replacement CAPEX คือ ค่าใช้จ่ายในการซื้อสินทรัพย์ใหม่เพื่อทดแทนสินทรัพย์เก่าที่มีอายุการใช้งานแน่นอน ซึ่งข้อมูล CAPEX เหล่านี้ผู้วิเคราะห์สามารถหาได้จากงบกระแสเงินสดจากการลงทุนของ

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

$$WACC = \left[\left(\frac{D}{D+E} \right) k_d (1-T) \right] + \left[\left(\frac{E}{D+E} \right) k_e \right] \quad \text{สมการที่ 2}$$

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 ผู้ศึกษาทำการสืบค้นข้อมูล Bloomberg.com ณ วันที่ 27/06/2566

ของบริษัท บริษัท ดับบลิวเอชเอ จำกัด (มหาชน) = 9.30 %

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad \text{สมการที่ 3}$$

โดยที่ K_e = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ

R_f = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β = อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี

ค่า K_e ผู้ศึกษาทำการสืบค้นข้อมูล Bloomberg.com ณ วันที่ 27/06/2566

ของ

บริษัท บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด = 13.6 %

ทั้งนี้ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มิได้ดำเนินธุรกิจเพียง 5 ปี ข้างหน้าเท่านั้น แต่กิจการยังคงดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องแบบไม่มีที่สิ้นสุด ดังนั้น จึงต้องคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุดท้าย (Terminal Value) โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC - g} \quad \text{สมการที่ 4}$$

โดยที่ **FCFF** = กระแสเงินสดอิสระของกิจการ
WACC = อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
g = อัตราการเติบโต คำนวณจากสูตร $\frac{\text{กำไรสุทธิปีใหม่} - \text{กำไรสุทธิปีเก่า}}{\text{กำไรสุทธิปีเก่า}} (-1) \times 100$

แทนค่าตัวแปรในสมการ g เพื่อหาอัตราการเติบโต ดังนี้

$$g = \frac{5,608,062,651^{\text{ปีใหม่}} - 4,321,465,884^{\text{ปีเก่า}}}{4,321,465,884^{\text{ปีเก่า}}} (-1) \times 100$$

$$= 29.77 \%$$

แทนค่าตัวแปรในสมการ **Terminal Value** เพื่อหาคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุดท้าย ดังนี้

$$\text{Terminal Value} = \frac{44,417,578,933(1+29.77)}{9.30-30.77} \quad \text{แทนค่าสมการที่ 4}$$

$$= 63,657,610,794$$

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

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} \cdots \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad \text{สมการที่ 5}$$

แทนค่าได้ดังนี้

$$DCF = \frac{35,977,408,079}{(1.093)^1} + \frac{36,435,064,642}{(1.093)^2} + \frac{37,108,170,522}{(1.093)^3} + \frac{38,086,608,057}{(1.093)^4} + \frac{44,417,578,933}{(1.093)^5} + \frac{63,657,610,794}{(1.093)^5}$$

$$= 233,927,210,454.93 \quad \text{แทนค่าสมการที่ 5}$$

ดังนั้นมูลค่าของกิจการ (Firm value) เท่ากับ 233,927,210,454.93 ล้านบาท และ
ผู้ศึกษาได้ทำการคำนวณหามูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value)
โดยคำนวณจากสูตร

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

ทั้งนี้ผู้ศึกษาใช้หนี้สินทั้งหมดของปี 2566 จากการคำนวณในตาราง 4.10 พยากรณ์งบ
แสดงฐานะทางการเงิน ระหว่างปี 2566 - ปี 2567 เนื่องจากมูลค่าของกิจการ (Firm value) ได้ใช้อัตรา
คิดลดเพื่อปรับค่าเป็นปี 2566 แล้ว และแทนค่าคำนวณหามูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value) ได้
ดังนี้ มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น = $233,927,210,454.93 - 61,298,580,077$
= 172,628,630,378

จากนั้นจึงคำนวณมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity value) ที่คำนวณได้มาหามูลค่าหุ้นสามัญของ
บริษัท จากสูตร

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

แทนค่าสมการเพื่อคำนวณหามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหุ้น ได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท} = \frac{172,628,630,378}{15,677,730,186} = 11.01 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

จากผลการประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted
Cash Flow : DCF) สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด
(มหาชน) เท่ากับ 11.01 บาทต่อหุ้น

ประเมินมูลค่าบริษัทแบบที่ 2

แนวคิดของวิธีนี้ คือ การนำเอากำไรสุทธิหักออกด้วยต้นทุนค่าเสียโอกาสในส่วนของเงินทุนส่วน
ของเจ้าของ หรือบางครั้งเรียกว่า กำไรทางเศรษฐกิจ (economic profit) หรือเรียกว่า แบบจำลองคิด
ลดกำไรเกินปกติ (the discounted abnormal earnings model : DAE model)

$$EVA = NOPAT - (k \times TC)$$

โดยที่ NOPAT คือ กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี

k คือ ต้นทุนของเงินทุน

TC คือ ต้นทุนรวม

นอกจากนี้นักวิเคราะห์ยังสามารถใช้แนวคิดเดียวกันในการคำนวณกำไรคงเหลือโดยนำกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (net operating profit after taxes :NOPAT) ตั้งแล้วหักออกด้วยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด (Capital change)

กำไรคงเหลือ = กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี - ต้นทุนของเงินทุน

$$= [\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} \times (1 - \text{อัตราภาษี})] - [WACC \times \text{สินทรัพย์รวม}]$$

เบื้องต้นผู้ศึกษาอธิบายเพื่อให้เห็นถึงแนวคิดของกำไรคงเหลือ จากนั้นผู้ศึกษาของรายละเอียดแบบจำลองการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีกำไรคงเหลือมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (DDM)

$$v_0 + \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

ภายใต้สมมติฐานไม่มีรายการที่ผิดปกติทางบัญชี มูลค่าตามบัญชีในงวดปัจจุบันเท่ากับมูลค่าตามบัญชีในงวดที่ผ่านมาบวกกับกำไรปัจจุบัน และลบด้วยเงินปันผลจ่ายงวดปัจจุบัน ซึ่งความสัมพันธ์นี้เรียกว่า ความสัมพันธ์ของส่วนที่เพิ่มตามปกติ (clean surplus relation) โดยสามารถแสดงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรเงินปันผล และมูลค่าตามบัญชี แสดงได้ตามสมการ

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t$$

โดยที่ B_t = มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในช่วงเวลา t

E_t = กำไรต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในช่วงเวลา t

D_t = เงินปันผลต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในช่วงเวลา t

ตารางที่ 2. รายละเอียดอัตราส่วนทางการเงิน

รายละเอียด	อัตราส่วนทางการเงิน				
	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4	ปีที่ 5
	2566	2567	2568	2569	2570
มูลค่าตามบัญชี	3.07	3.16	3.29	3.44	3.33
อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของส่วนผู้ถือหุ้น	0.12	0.15	0.20	0.25	0.35
กำไรคงเหลือต่อหุ้น	0.29	0.47	0.76	1.19	1.87

ที่มา : จากการคำนวณ

$$v_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - K_e B_{t-1}}{(1 + k_e)^t}$$

สมการที่ 1

โดยที่ v_0 คือ มูลค่าหุ้นของกิจการในปัจจุบัน ($t=0$)

B_0 คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของกิจการในปัจจุบัน (book Value per share)

B_t คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในช่วงเวลา t

k_e คือ อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้น

E_t คือ กำไรต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในเวลาที่ t

RL_t คือ กำไรคงเหลือต่อหุ้นที่คาดการณ์ไว้ในช่วงเวลา t

นำมาแทนค่าได้ดังนี้

$$\begin{aligned} & 1.98 + \frac{0.29}{(1.13)} + \frac{0.47}{(1.13)} + \frac{0.76}{(1.13)} + \frac{1.19}{(1.13)} + \frac{1.87}{(1.13)} \\ & = 1.98 + 4.06 \\ & = 6.04 \text{ บาท/หุ้น} \end{aligned}$$

แทนค่าสมการที่ 1

จากผลการประเมินมูลค่าบริษัทด้วยแบบจำลองคิดลดกำไรเกินปกติ (the discounted abnormal earnings model : DAE model) สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ดับบลิวเอช เอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เท่ากับ 6.04 บาทต่อหุ้น

ประเมินมูลค่าบริษัทแบบที่ 3

ผู้ศึกษาได้ดำเนินการประเมินมูลค่าบริษัทฯ แบบที่ 3 โดยเลือกใช้วิธี Multiple Comparable โดยหาค่าเฉลี่ยอัตราส่วนต่าง ๆ ได้แก่ P/E ratio , P/BV ratio และ P/S ratio ตั้งแต่ปี 2561 ถึงปี 2565 กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (AMATA) บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ทำการเปรียบเทียบอัตราส่วนต่าง ๆ ของบริษัทฯ เพื่อประเมินราคาหุ้นสามัญของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ตารางที่ 3.

ตารางที่ 3. อัตราส่วน P/E ratio , P/BV ratio และ P/S ratio

อัตราส่วน	ROJNA	AMATA	Average
P/E	9.86	16.23	13.05
P/BV	0.75	1.40	1.08
P/S	7.53	15.10	12.27

ที่มา : อ้างอิงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 30 กันยายน 2566

จากผลการศึกษาวีธี *Multiple Comparable* พบว่ามูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท บริษัท ดับบลิว เอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีมูลค่าหุ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 24.89 บาท/หุ้น ดังแสดงในตารางที่ 4.

ตารางที่ 4. ผลการคำนวณการประเมินมูลค่าบริษัทฯ ด้วยวิธี *Multiple Comparable*

Company Variable	WHA	Relative Ration	Average	Estimates Stock Value
Earnings per Share	19.42	P/E	13.05	16.24
Book Value per Share	1.94	P/BV	1.08	1.51
Sales per Share	2.01	P/S	12.27	7.14
Mean				24.89

สรุปผลการศึกษา

จากที่ผู้ศึกษาได้ทำการค้นคว้าและรวบรวมข้อมูลจากทฤษฎีและแนวคิด วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องโดยได้กรอบแนวความคิด เพื่อกำหนดตัวแปรอิสระ โดยผู้ศึกษาได้กำหนดตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ GDP ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีวัสดุก่อสร้าง อัตราดอกเบี้ย ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ และอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้ผู้ศึกษาได้ตั้งข้อสมมุติฐานให้รายได้รวมของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด เป็นตัวแปรตามเพื่อใช้วิเคราะห์หลักทรัพย์ ผู้ศึกษาทำการประเมินมูลค่ากิจการ โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้อง และสมมุติฐานทางการเงิน โดยใช้วิธี สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ได้ผลจากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ของรายได้รวม ได้แก่ (GDP) เท่ากับ 1.48201*** ผลิตรถยนต์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ย (interest) เท่ากับ - 9.13995*** นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 0.05 ,0.01

ผลการวิเคราะห์ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อรายได้บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราดอกเบี้ย(interest) ผู้ศึกษาได้พยากรณ์ผลการดำเนินงาน พยากรณ์ฐานะทางการเงิน และพยากรณ์อัตราส่วนทางการเงิน สรุปได้ว่า หากอัตรา ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ (GDP) เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้เพิ่มขึ้น 1.482 % และหากอัตราดอกเบี้ย(interest) เพิ่มขึ้น 1 % จะทำให้รายได้ลดลง 9.1399 %

ผู้ศึกษาได้ประเมินมูลค่ากิจการ โดยใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) หรือ DCF โดยได้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เท่ากับ 11.01 บาทต่อหุ้น และการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ ด้วยวิธีกำไรคงเหลือ เท่ากับ 6.01 บาทต่อหุ้น และการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี Multiple Comparable เท่ากับ 24.86 บาทต่อหุ้น

จากที่ประเมินมูลค่ากิจการ 3 วิธีได้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด ที่ใกล้เคียงกัน ดังนั้น ผู้ศึกษาดังข้อสมมุติฐานอธิบายสรุปได้ว่า ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด สามารถเลือกใช้ได้ทั้ง 3 วิธี แต่จากการอ้างอิงข้อมูลการประเมินมูลค่า กิจการด้วยวิธี คิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) ถือว่าเป็นวิธีที่ถูกต้องที่สุด โดยการ ประเมินมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วยอัตราคิดลดที่เหมาะสม ซึ่งถูก นำไปใช้อย่างแพร่หลายไม่ว่าจะเป็นการประเมินมูลค่าสังหาริมทรัพย์การประยุกต์ใช้ทางการเงิน ธุรกิจ

ทั้งนี้จากผลการจากการวิเคราะห์ ผู้ศึกษาหรือผู้ที่สนใจสามารถทราบถึงความสัมพันธ์ของตัวแปร ต้นและตัวแปรตาม และสามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ผลการพยากรณ์ฐานะทางการเงิน และผล การพยากรณ์อัตราส่วนทางการเงิน ในปี พ.ศ. 2566 ถึง ปี พ.ศ 2570 และสามารถประเมินมูลค่าของ บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด ตั้งแต่ปี 2566 -2570 เพื่อใช้เป็นแนวทางให้กับผู้ที่สนใจ นัก ลงทุนในการใช้ประกอบทางเลือกในการตัดสินใจลงทุน และเพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจต้องการศึกษา ค้นคว้าข้อมูล

ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

ข้อมูลจากการศึกษาของผู้ศึกษาที่ได้ศึกษาข้อมูลในอดีตและข้อมูลในปัจจุบันนั้น รวมถึงการ ประเมินการอัตราตัวแปรอิสระเพื่อแทนค่าในสมการ ด้วยค่าสูงสุดประมาณการไว้ 2 ปี แต่ใช้ในการ

พยากรณ์งบการเงิน เพื่อใช้วิเคราะห์ประเมินมูลค่ากิจการเป็นระยะเวลา 5 ปี หากในระหว่างปี อาจจะมีเหตุการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ ไม่ว่าจะเป็นสภาวะเศรษฐกิจโลก การเกิดภัยพิบัติธรรมชาติของโลก หรือการเกิดโรคระบาดใดๆ ที่อยู่นอกเหนือจากตัวแปรอิสระที่ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาข้อมูลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท ดัชนีเอสแอนด์พี 500 (S&P 500) ราคาหลักทรัพย์อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงและผันแปรได้ ภายใน 5 ปี ข้างจากผลที่ผู้ทำการศึกษาคำนวณไว้

จากที่ประเมินมูลค่ากิจการ 3 วิธีได้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ดัชนีเอสแอนด์พี 500 (S&P 500) ราคาหลักทรัพย์ที่ใกล้เคียงกัน แต่จากการอ้างอิงข้อมูลการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธี คิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow) ถือว่าเป็นวิธีที่ถูกต้องที่สุด โดยการประเมินมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วยอัตราคิดลดที่เหมาะสม ซึ่งถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายไม่ว่าจะเป็น การประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ การประยุกต์ใช้ทางด้านการเงิน

เอกสารอ้างอิง

- ขวัญสุตา อินหล่ม. (2565). อิทธิพลจากประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร และอุตสาหกรรมอาหาร และอุตสาหกรรมทรัพยากร. การค้นคว้าอิสระ. บัณฑิตมหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยศรีปทุม
- ชมภัสสร นาคสุข. (2559). การศึกษาความสำเร็จของการลงทุนในกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ REIT. การค้นคว้าอิสระ. วิทยาสตรมหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ชาญณรงค์ วงศ์ละกุล. (2562). การระบุความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม ; มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). ประเมินมูลค่าหุ้นด้วย DCF: เขาทำกันอย่างไร. ค้นเมื่อ วันที่ 21 กันยายน 2566, จาก <https://www.bot.or.th/th/home.html>
- นภาพรณ จันต๊ะ. (2558). การศึกษาเปรียบเทียบระหว่างการลงทุนทางตรงและทางอ้อมในอสังหาริมทรัพย์สำหรับพอร์ตการลงทุนแบบหลายสินทรัพย์. การค้นคว้าอิสระ. วิทยาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รดาณัฐ วุฒิรัตน์. (2560). ศึกษาผลตอบแทนการลงทุนในหมวดธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรม

อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างของประเทศไทยงาน. การค้นคว้าอิสระ. วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต,
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์. (2559). วิเคราะห์หุ้นราย Sector หุ้นกลุ่มธนาคาร. พิมพ์ครั้งที่ 1.

บุญศิริการพิมพ์. กรุงเทพฯ.