

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของ
บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)
Factors Affecting the Value of Securities and their Growth of S Hotel &
Resorts Public Company Limited

ณัฐกัญญา ดวงตา
นักศึกษา หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน (aMBA) มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
E-mail: beamarpakorn@gmail.com
Nutkanya Dounta
Student, Master of Business Administration Program (aMBA), University of the Thai
Chamber of Commerce
ภูษิต วงศ์หล่อสายชล
ผู้อำนวยการหลักสูตร aMBA และอาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
E-mail: drphusit@gmail.com
Phusit Wonglorsaichon
Director of aMBA Program and Lecturer in Finance Faculty of Business
Administration University of the Thai Chamber of Commerce

รับเข้า: 3 กันยายน 2567 แก้ไข: 20 กันยายน 2567 ตอปรับ: 18 ธันวาคม 2567

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโต 2) พยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) และ 3) ประเมินมูลค่ากิจการของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ในอนาคต กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ในการศึกษาทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี (ปี 2561 - 2565) เพื่อ

นำมาวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) โดยใช้วิธีสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square : OLS) และนำผลการทดสอบที่ได้มาสร้างเป็นสมการเพื่อทำการพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทฯ ในอีก 5 ปีข้างหน้า

ผลการศึกษา พบว่า การประเมินมูลค่าบริษัท ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด โดยใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท เท่ากับ 5.49 บาทต่อหุ้น และวิธีการประเมินมูลค่าตามบัญชี เท่ากับ 0.89 บาทต่อหุ้น มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) อยู่ในช่วงราคา 0.89 - 5.49 บาทต่อหุ้น

คำสำคัญ: มูลค่าหลักทรัพย์ การคิดลดกระแสเงินสด การประเมินมูลค่าบริษัท

Abstract

This research aims to 1) study and analyze factors affecting the value of securities and growth, 2) forecast the performance, financial position, and financial ratios of S Hotels & Resorts Public Company Limited, and 3) assess the future value of S Hotels & Resorts Public Company Limited. The sample group is S Hotels & Resorts Public Company Limited. The study was conducted on 5 years of retrospective data (2018 - 2022) to analyze the factors affecting S Hotels & Resorts Public Company Limited. The results of the study were used to create equations to forecast the performance, financial position, and financial ratios of the company in the next 5 years.

The study found that the company's valuation using the discounted cash flow method, considering the company's free cash flow, resulted in a share value of 5.49 baht per share. The book value method resulted in a share value of 0.89 baht per share. Therefore, the share value of S Hotels & Resorts Public Company Limited is between 0.89 and 5.49 baht per share.

Keywords: Securities Analysis, Discount Cash Flow, Company Valuation

บทนำ

บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) หรือหลักทรัพย์ “SHR” ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น หรือที่เรียกกันว่า “Holding Company” ที่ดำเนินธุรกิจบริหารจัดการโรงแรมและการลงทุนในธุรกิจโรงแรมระดับนานาชาติที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว โดยอยู่ในเครือของบริษัท สิงห์ เอสเตท จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์และการลงทุนระดับสากลที่มีชื่อเสียง วิสัยทัศน์ของ SHR คือ การเป็นผู้นำในการลงทุนโรงแรมและการบริหารงานรีสอร์ทที่กำหนดมาตรฐานใหม่ให้กับการพักผ่อนและการใช้ชีวิตที่มีคุณภาพ บนปรัชญาการพัฒนาที่ยั่งยืนและสร้างประโยชน์ที่แท้จริงให้แก่ชุมชนท้องถิ่น (Singha Estate Public Company Limited, 2023) โดยมีเป้าหมายที่จะมอบประสบการณ์การเข้าพักโรงแรมและรีสอร์ทระดับบนที่สามารถเข้าถึงได้ในราคาเหมาะสม (Affordable Luxury) พร้อมทั้งสนับสนุนการเข้าร่วมกับพันธมิตรและพัฒนาการกำกับดูแลกิจการ ตลอดจนมุ่งเน้นการลงทุนในธุรกิจโรงแรมระดับนานาชาติที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว (SHR Annual Report, 2023) อย่างไรก็ตาม การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ส่งผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจทั่วโลก รวมถึง SHR ซึ่งเผชิญกับความท้าทายด้านการบริหารจัดการ การลดลงของนักท่องเที่ยว และการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก (World Tourism Organization [UNWTO], 2022)

ในทางกลับกัน หลังจากสถานการณ์แพร่ระบาดเริ่มคลี่คลาย ธุรกิจการท่องเที่ยวได้ฟื้นตัว โดยเฉพาะในตลาดท่องเที่ยวภายในประเทศ (UNWTO, 2022) การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวดังกล่าวช่วยให้ SHR มีการเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยทั้งภายในและภายนอก เช่น สถานการณ์ทางเศรษฐกิจโลก แนวโน้มการท่องเที่ยว และการเปลี่ยนแปลงด้านการลงทุนในธุรกิจโรงแรม การศึกษานี้มุ่งเน้นให้เกิดความเข้าใจเชิงลึกเกี่ยวกับปัจจัยเหล่านี้ เพื่อสนับสนุนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ การบริหารความเสี่ยง และการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืนของ SHR ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร นักลงทุน และผู้ที่สนใจในธุรกิจการท่องเที่ยวและการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)

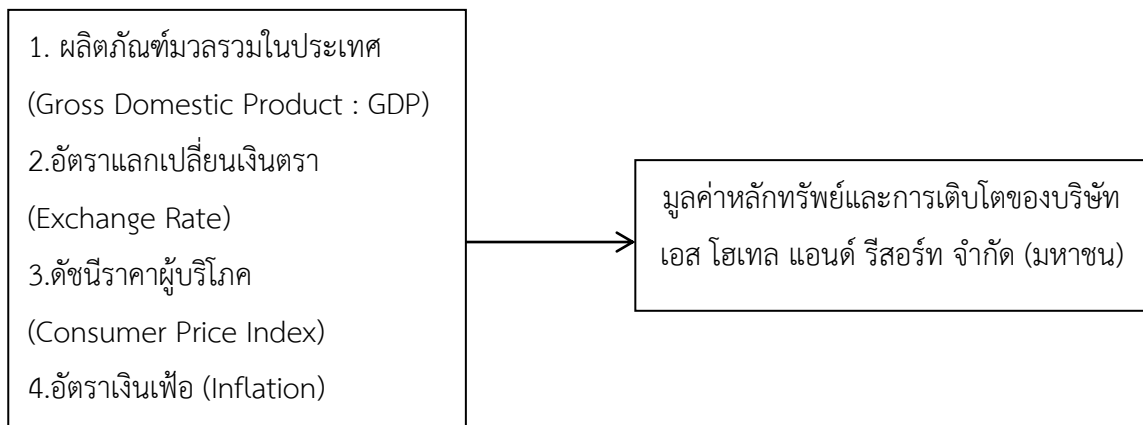
2. เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินของ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)

3. เพื่อประเมินมูลค่ากิจการของ บริษัท เอส โฮเทลแอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ในอนาคต

กรอบแนวคิดงานวิจัย

ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรตาม



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

ประโยชน์ที่จะได้รับ

1. นำผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์มาใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) เพื่อใช้ในการวางแผนกลยุทธ์และการบริหารความเสี่ยงในอนาคต

2. เป็นแนวทางให้กับนักลงทุนเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนกับ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) รวมไปถึงเป็นแนวทางในการลงทุนในหลักทรัพย์ที่อยู่ในหมวดธุรกิจเดียวกัน (หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ)

แนวคิดและทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์มหภาคที่ใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ซึ่งสะท้อนการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อรายได้และการลงทุน อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราที่มีผลต่อความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจโรงแรม โดยเฉพาะในกลุ่มนักท่องเที่ยวต่างชาติ ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) และอัตราเงินเฟ้อ (Inflation) ที่มีผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคและต้นทุนการดำเนินงานของบริษัท เงินเฟ้อสะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นของต้นทุนต่าง ๆ เช่น ค่าแรง ค่าวัสดุ และค่าใช้จ่ายดำเนินงาน หากเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงเกินไป อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการและการเติบโตของธุรกิจโรงแรม ซึ่งส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท เอสโฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) นอกจากนี้ยังใช้ทฤษฎีการเติบโตจากการท่องเที่ยว (Tourism-Led Growth Hypothesis) ที่เห็นว่าภาคการท่องเที่ยวเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจและธุรกิจโรงแรม โดยผนวกกับทฤษฎีตลาดทุน (Capital Market Theory) ทฤษฎีตลาดทุนระบุว่า มูลค่าหลักทรัพย์สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนเกี่ยวกับผลประกอบการและการเติบโตของบริษัท ซึ่งระบุว่ามูลค่าหลักทรัพย์สะท้อนถึงความคาดหวังของนักลงทุนเกี่ยวกับศักยภาพการเติบโตของบริษัท ทั้งนี้ การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์และผลกระทบของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาเหตุและผลเชิงปริมาณที่มีความสัมพันธ์ต่อการเติบโตของบริษัทในธุรกิจโรงแรมและการท่องเที่ยว.

การคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow : DCF) คือ เป็นตัวเลขที่แสดงถึงมูลค่าความถูกแพงของกิจการ โดยการคิดลดกระแสเงินสดจัดเป็นการประเมินมูลค่าแบบสัมบูรณ์ (Absolute Valuation) ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า เป็นตัวเลขสมบูรณ์ในตัวเองและบอกถึงมูลค่ากิจการโดยมีข้อดี คือ ไม่ต้องมีการเปรียบเทียบกับหุ้นอื่น โดยมีวิธีการคำนวณของการคิดลดกระแสเงินสด คือ การนำกระแสเงินสดอิสระแล้วนำไปคิดลดด้วยต้นทุนของเงินทุนให้กลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันและรวมเป็นมูลค่ากิจการโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการให้นักลงทุนทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (Intrinsic Value) เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน และเป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่มีพื้นฐานตามทฤษฎีทางการเงิน

การประเมินมูลค่ากิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในครั้งนี้ ผู้ศึกษาได้กำหนดตัวแปรอิสระ ได้แก่ (1) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) (2) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate : EXC) (3) ดัชนีราคา

ผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI) (4) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate) และตัวแปรตาม (Dependent variables) ได้แก่ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วัลภา สุภาพรรค (2557) ได้ศึกษาวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคารหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการในก่อนและหลังวิกฤตการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจ และปัจจัยทางอุตสาหกรรมต่าง ๆ ว่าปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ ในก่อนและหลังวิกฤตการเงิน ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธุรกิจการท่องเที่ยว และสันทนาการในช่วงที่ 1 (ก่อนวิกฤตการเงิน) อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ดัชนีค่าเงินบาท (NEER) ดัชนีความเชื่อมั่น (BSI) อัตราเงินปันผลเฉลี่ยของหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ (DY-TOURISM) ส่วนปัจจัยที่มีผลกระทบต่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ ในช่วงที่ 2 (หลังวิกฤตการเงิน) อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ดัชนีค่าเงินบาท (NEER) อัตราการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ (EXC) และอัตราการเข้าพักแรมทั้งประเทศ (HS)

ชัยธวัช ไชวิฑูรกิจ (2558) ได้ศึกษางานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มโรงแรม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษามาใช้เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในหุ้นหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นที่สำคัญในด้านบวก ได้แก่ จำนวนนักท่องเที่ยว และอัตราแลกเปลี่ยน สำหรับตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นที่สำคัญในด้านลบ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าใช้จ่ายในการขาย และอัตราดอกเบี้ย

ณิชา จง และอรรณงค์ดี เสวตเลข (2563) ได้ศึกษางานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อตัวแปรตาม ช่วงก่อนและหลังการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสย้อนหลัง 10 ปี ระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2553 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี

พ.ศ. 2562 ซึ่งตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด มี 7 ตัวแปร ตัวแปรที่ 1 จำนวนผู้ที่เข้ามาภายในประเทศ ตัวแปรที่ 2 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ตัวแปรที่ 3 อัตราเงินเฟ้อ ตัวแปรที่ 4 อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์ ตัวแปรที่ 5 อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ตัวแปรที่ 6 การเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ตัวแปรที่ 7 วิกฤติสถานการณ์การเกิดโรคระบาด ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาลูกค้าหลักทรัพย์ หมวดการท่องเที่ยวและสถานการณ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีตัวแปรที่มีผลต่อราคาลูกค้าหลักทรัพย์ที่สำคัญในด้านบวก ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน ส่วนตัวแปรที่มีผลต่อราคาลูกค้าหลักทรัพย์ที่สำคัญในด้านลบ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก การเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน

ขอบเขตการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจในกลุ่มโรงแรมและการท่องเที่ยว โดยการศึกษาเน้นวิเคราะห์ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท ผ่านข้อมูลทางการเงินและเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง

ผู้ศึกษาได้รวบรวมข้อมูลที่เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และอัตราแลกเปลี่ยนเงิน และได้ศึกษารายได้รวมของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) จากงบการเงิน เพื่อศึกษาผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน กระแสเงินสด และอัตราส่วนทางการเงิน ย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ผู้ศึกษาทำการศึกษาโดยการหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

สมการที่ 1

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_n X_n$$

โดยที่

Y	หมายถึง	ตัวแปรตาม
a	หมายถึง	ค่าคงที่
β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
X	หมายถึง	ตัวแปรอิสระ
n	หมายถึง	ข้อมูลในปีที่ทำการศึกษ จำนวน 5 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ.2561-2565

โดยในการศึกษครั้งนี้ สามารถสร้างสมการถดถอยพหุคูณ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อรายได้ของบริษัท โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

สมการที่ 2

$$\text{Revenue} = a + \beta_1 \text{GDP} + \beta_2 \text{EXC} + \beta_3 \text{CPI} + \beta_n \text{INFLATION} + \dots$$

โดยที่

Revenue	หมายถึง	อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท
a	หมายถึง	ค่าคงที่
β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
GDP	หมายถึง	อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ
EXC	หมายถึง	อัตราแลกเปลี่ยน
CPI	หมายถึง	อัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค
INFLATION	หมายถึง	อัตราเงินเฟ้อ
n	หมายถึง	ข้อมูลในปีที่ทำการศึกษ จำนวน 5 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ.2561-2565

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ ผู้ศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) เป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2561 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2565 จำนวน 20 ไตรมาสของแต่ละบริษัท ได้แก่ บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) (SHR) บริษัท เซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (CENTEL) และ บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DUSIT) เพื่อนำมาประมวลผล โดยทำการวิเคราะห์ด้วยข้อมูล ในรูปของสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม โดยใช้วิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS)

การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผู้ศึกษาได้หาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ และศึกษาถึงทิศทาง ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel data และใช้วิธีการสร้าง สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square: OLS) โดยมีผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์โดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square: OLS)

	Coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	0.0003	9.0019	0.17	0.857	
LnGDP	5.3490	0.8484	6.30	1.09e-08	***
EXC	-0.0480	0.02181	-2.20	0.030	**
CPI	-0.1270	0.1053	-1.20	0.231	
Inflation	-0.0013	0.0013	-1.03	0.305	
P-value(F)	1.22e-07				

R-squared 0.3432

Adjusted R-squared

0.3137

ที่มา : จากการคำนวณ

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

จากตารางที่ 1 ผลจากการทดสอบ Pooled OLS พบว่า มีค่า P-value(F) = 1.22e-07 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่าข้อมูลทุกตัวสามารถนำไปใช้ได้กับผลการทดสอบนี้ พบว่า มีตัวแปรอิสระ 2 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate) และค่า Adj R-squared มีค่าใกล้เคียงกัน แสดงให้เห็นว่า หากมีการเพิ่มตัวแปรอิสระเข้าไปในสมการจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับผลการทดสอบนี้ จากผลการศึกษาพบว่า มีตัวแปรอิสระ 2 ตัว ที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยนำมาแทนค่าสมการได้ดังนี้

$$\text{Revenue} = 0.0003 + 5.3490 (\text{GDP}) - 0.0480 (\text{EXC})$$

มูลค่าบริษัทแบบที่ 1

ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discount Cash Flow : DCF) เนื่องจากวิธีนี้แสดงให้เห็นถึงมูลค่าความถูกต้องหรือแพงของกิจการ โดยการคิดลดกระแสเงินสดจัดเป็นการประเมินมูลค่าแบบสัมบูรณ์ (Absolute Valuation) หมายถึง การประเมินมูลค่าแบบสัมบูรณ์ คือการวัดมูลค่าจากหุ้นนั้นโดยตรง การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยการคิดลดกระแสเงินสด คือ การนำเงินสดอิสระ หรือกระแสเงินสดที่ได้จากกิจการ นำมาคิดลดด้วยต้นทุนของเงินทุนกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน รวมเป็นมูลค่าของกิจการ โดยมีสมการดังต่อไปนี้

$$\text{DCF} = \frac{\text{CF}_1}{(1+r)^1} + \frac{\text{CF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{CF}_n}{(1+r)^n}$$

โดยที่

DCF = วิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF)

CF_n = กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นเวลาที่ n

r = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

n = จำนวนปี

การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF)

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

FCFF	2566	2567	2568	2569	2570
EBIT	6,733,459,972.56	8,215,786,537.30	10,024,437,466.25	12,231,250,904.42	14,923,879,688.06
TAX(20%)	1,346,691,994.51	1,643,157,307.46	2,004,887,493.25	2,446,250,180.88	2,984,775,937.61
Nopat	5,386,767,978.05	6,572,629,229.84	8,019,549,973.00	9,785,000,723.54	11,939,103,750.45
CAPEX	63,477,904.41	(6,401,479.38)	(7,810,722.62)	(9,530,201.41)	(11,628,212.06)
Net Working Capital	217,231,138.71	265,053,133.48	323,402,823.31	394,597,810.44	481,465,901.91
FCFF	5,667,477,021.17	6,831,280,883.94	8,335,142,073.69	10,170,068,332.57	12,408,941,440.30

หลังจากคำนวณหากระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) ได้แล้วนั้น ผู้ศึกษาจึงคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุดท้าย (Terminal Value) โดยใช้สูตรในการคำนวณ ดังต่อไปนี้

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCFF \ n(1 + g)}{WACC - g}$$

โดยที่

FCFF = กระแสเงินสดอิสระของกิจการ

WACC = อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

g = อัตราการเติบโต

ค่าต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท (Weighted Average Cost of Capital : WACC)

เท่ากับ 8% โดยอ้างอิงข้อมูลจาก WACC ปี 2565 ของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ที่มีมาจาก Bloomberg ค้นหาข้อมูล ณ วันที่ 27 มิถุนายน 2566 และผู้ศึกษาดังสมมติฐานให้บริษัทฯ ซึ่งมีค่า WACC คงที่ในทุกปี โดยตั้งสมมติฐานให้บริษัทฯ มีอัตราการเติบโต (g) ของกำไรสุทธิคงที่ เท่ากับ อัตราการเติบโต (g) ที่เกิดขึ้นจริงของกำไรสุทธิในปี 2564 เทียบกับปี 2565 เมื่อแทนค่าตัวแปรในสมการ เพื่อหาอัตราการเติบโต ดังต่อไปนี้

$$g = 3.4\%$$

สามารถแทนค่าในสมการได้ดังต่อไปนี้

$$\text{Terminal Value} = \frac{12,408,941,440.30(1 - 3.4\%)}{8\% + 3.4\%}$$

$$= 105,149,451,152.04 \text{ บาท}$$

หลังจากได้มูลค่าของกิจการแล้วนั้น ผู้ศึกษาทำการคำนวณหามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Value) โดยคำนวณจาก มูลค่าของกิจการ (Firm Value) – หนี้สินทั้งหมดของบริษัท โดยข้อมูลหนี้สินทั้งหมด จะใช้ข้อมูลในปี 2566 ในการคำนวณ เนื่องจากมีการปรับอัตราคิดลดไว้แล้ว และแทนค่าลงในสมการได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้น (Equity Value)} = 105,149,451,152.04 - 6,519,440,861.32$$

$$= 98,685,220,351 \text{ บาท}$$

หลังจากนั้นก็ทำการหามูลค่าสามัญของบริษัท โดยคำนวณจาก มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น / จำนวนหุ้นทั้งหมด ซึ่งสามารถแทนค่าลงในสมการ ได้ดังต่อไปนี้

$$\text{มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท} = \frac{98,685,220,351}{17,968,200,000.00}$$

$$= 5.49 \text{ บาทต่อหุ้น}$$

มูลค่าบริษัทแบบที่ 2

วิธีการประเมินมูลค่าบริษัท แบบที่ 2 ผู้ศึกษาค้นคว้าได้ทำการศึกษาการประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี (Book Value Approach) ซึ่งการประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิตามงบการเงินของบริษัทฯ โดยมีวิธีการทำ คือ นำข้อมูลที่ใช้มาจงบการเงินรวม ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2565 โดยใช้ข้อมูลที่มีการเผยแพร่ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยวิธีการประเมินด้วยวิธีมูลค่ากิจการตามบัญชี (Book Value Approach) และรายการที่นำมาใช้ในการประเมิน คือ สินทรัพย์รวม หนี้สินรวม มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญ จำนวนหุ้นสามัญที่นำออกจำหน่าย ซึ่ง

สามารถคำนวณได้ ดังแสดงใน ตารางผลการประเมินมูลค่าบริษัท โดยใช้วิธีการประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี (Book Value Approach)

ตารางที่ 3 ผลการประเมินมูลค่าบริษัท โดยใช้วิธีการประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี

วิธีการประเมินมูลค่าแบบที่ 2	
รายการ	วันที่ 31 ธันวาคม 2565 (ล้านบาท)
สินทรัพย์รวม	36,449,598,980.00
(ลบ) หนี้สินรวม	20,430,429,638.00
มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญ	16,019,169,342.00
(หาร) จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและชำระแล้ว	17,968,200,000.00
มูลค่าหุ้นของบริษัท	0.89

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) โดยนำข้อมูลทางการเงินของบริษัทฯ เป็นระยะเวลา 5 ปี (เริ่มตั้งแต่ปี 2561 ถึง 2565) ประกอบกับตัวแปรอิสระที่นำมาพยากรณ์ในส่วนของการเงิน โดยมีตัวแปรอิสระที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา (EXC) และได้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นรายไตรมาส นำมาทำการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) กับบริษัทคู่แข่ง ได้แก่ บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DUSIT) และบริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (CENTEL) โดยผลการศึกษา พบว่า การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) โดยการใช้กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to the Firm : FCFF) พบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) (SHR) เท่ากับ 5.49 บาทต่อหุ้น และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี (Book Value Approach) ซึ่งการประเมินมูลค่ากิจการวิธีนี้

เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิตามงบการเงินของบริษัท พบว่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) (SHR) เท่ากับ 0.89 บาทต่อหุ้น

ซึ่งการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี (Book Value Approach) เป็นเพียงการสะท้อนข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง โดยไม่ได้คำนึงถึงสถานการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ รวมไปถึงไม่ได้คำนึงถึงศักยภาพในการดำเนินธุรกิจ ที่บริษัทอาจมีการเติบโตหรือมีการเปลี่ยนแปลงในอนาคต การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีนี้มีความน่าเชื่อถือ แต่อาจไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในครั้งนี้

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

จากผลการศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวแปรอิสระที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์ ดังนี้

1. ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) หากค่า GDP เป็นบวก หมายความว่าเศรษฐกิจมีการเติบโต เงินหมุนเวียนในประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและมูลค่าหลักทรัพย์ในทางกลับกัน หากค่า GDP ติดลบ อาจสะท้อนถึงสภาพเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ซึ่งนักลงทุนสามารถใช้ตัวเลข GDP เป็นข้อมูลอ้างอิงในการพิจารณาความเสี่ยงและโอกาสในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท รวมถึงโอกาสสร้างผลตอบแทนในอนาคต
2. การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุน และผลการดำเนินงานของบริษัท โดยเฉพาะบริษัทที่มีการลงทุนหรือรายได้ในสกุลเงินต่างประเทศ เช่นเดียวกับบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) นักลงทุนควรพิจารณาความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยสำคัญในการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น
3. บริษัทควรพิจารณาถึงโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทในเครือ ซึ่งมีความซับซ้อนในเชิงโครงสร้างและการบริหารจัดการ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด การบริหารจัดการที่ไม่เหมาะสมอาจนำไปสู่ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ดังนั้น ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาแนวทางการบริหารจัดการองค์กรในเครือ เช่น การติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด การจัดการความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ และการสร้างกลไกการกำกับดูแลที่โปร่งใส เพื่อให้มั่นใจในความมั่นคงทางธุรกิจในระยะยาว

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยและตัวแปรอิสระอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์และการเติบโตของบริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) เช่น ปัจจัยด้านสภาพคล่องในตลาดทุน การแข่งขันในอุตสาหกรรม และความยืดหยุ่นในกลยุทธ์การลงทุนของบริษัท นอกจากนี้ การศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับผลกระทบของโครงสร้าง Holding Company ต่อการดำเนินธุรกิจและการเติบโตในระยะยาว จะช่วยให้เกิดความเข้าใจที่รอบด้านมากขึ้น และสนับสนุนการกำหนดกลยุทธ์การเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทฯ

เอกสารอ้างอิง

- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า. (2564). **ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับผู้ทำบัญชี**. สืบค้นเมื่อวันที่ 10 มิถุนายน 2564, จาก https://www.dbd.go.th/news_view.php?nid=1
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). **การประเมินมูลค่ากิจการตามบัญชี**. สืบค้นเมื่อวันที่ 10 มิถุนายน 2566, จาก <https://www.setinvestnow.com/th/glossary/book-value>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). **รายงานประจำปี บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน)**. สืบค้นจาก <https://set.or.th>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). **SET's Current Market Situation**. สืบค้นเมื่อ 20 เมษายน 2565. จาก https://classic.set.or.th/th/setresearch/setresearch_p1.html#current.
- ชัยรัช โขวิฑูรกิจ. (2558). **ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ณิชา จง และธำรงค์ศักดิ์ เสวตเลข. (2563). **ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การประชุมวิชาการระดับชาติ สาขาบริหารธุรกิจและการบัญชี ครั้งที่ 8 มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- บริษัท เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท จำกัด (มหาชน). (2565). **งบการเงินและรายงานประจำปี (56-1)**. สืบค้นจาก <https://investor.shotelsresorts.com/th/home>
- ประเมินมูลค่าหุ้นด้วย DCF เขาทำกันอย่างไร**. (2561). สืบค้นจาก

<https://www.finnomena.com/investment-reader/dcf/>

ฟอร์บส์ ไทยแลนด์. (2020). **COVID-19** เร่งพฤติกรรมผู้ใช้นาการดิจิทัล. สืบค้นเมื่อ 19 กุมภาพันธ์ 2564. จาก <https://forbes-thailand.com/commentaries/insights/covid-19-B2.html>

วัลภา สุภาพรรค (2557). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และหมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.

ศูนย์วิจัยกสิกรไทย. (2564). **อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวหลังโควิด-19**. สืบค้นจาก <https://kasikornresearch.com>

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.). (ม.ป.ป.). เอกสารเผยแพร่ของบริษัทที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์. สืบค้นจาก <https://market.sec.or.th/public/idisc/th/FinancialReport/FS>

Singha Estate Public Company Limited. (2023). **Annual Report 2023**. Retrieved from www.singhaestate.co.th

SHR Annual Report. (2023). **Strategic Investments in Global Hospitality**. Retrieved from www.shotelsandresorts.com

World Tourism Organization. (2022). **Tourism Recovery Post-COVID-19: A Global Perspective**. Retrieved from www.unwto.org