

# เมื่อสองวันก่อน มีเพื่อนนักลงทุน ส่ง ข้อความ มาถามถึง การประเมินมูลค่าหุ้น ผมคิดว

เมื่อสองวันก่อน มีเพื่อนนักลงทุน ส่งข้อความ มาถามถึง การประเมินมูลค่าหุ้น ผมคิดว่า การประเมินมูลค่าหุ้น เป็นสิ่งที่ไม่ง่ายนัก มีความเป็นศิลป์ค่อนข้างสูง ต้องอาศัยประสบการณ์การลงทุนส่วนหนึ่ง

ผมจะแชร์ วิธีการที่ ผมใช้ในการประเมินมูลค่า อาจจะเป็นมุมมองส่วนตัว อาจไม่ถูกต้องตามทฤษฎีทั้งหมดนะครับ

ผมคิดว่า การประเมินมูลค่าธุรกิจ ต้องใช้เครื่องมือหลายๆอย่างประกอบกัน บางเครื่องมืออาจเหมาะกับบางธุรกิจและบางสถานการณ์ เมื่อใช้หลายเครื่องมือ นักลงทุนจะได้ค่าที่มีความแม่นยำใกล้เคียงดีขึ้น

1 per เป็นวิธีที่ผมใช้ในกรณีที่บริษัท มีผลประกอบการเติบโตปานกลางและค่อนข้างมีความแน่นอน ถ้าในกรณี cyclical stock ผมอาจใช้ การหา npm เฉลี่ยในช่วงที่ดีและแย่ ประมาณ 2 รอบ cycle เพื่อประเมินค่า mean ของ npm ของธุรกิจ เพื่อนำไปคำนวณ ค่า e และประมาณ per ตามคุณภาพธุรกิจ

2 peg ผมใช้ในช่วงกลางของการเติบโต ใน s curve โดยธุรกิจที่มี competitive advantage สูง มี five force model ที่ดี cash cycle เป็นลบ ผมจะให้ peg สูงกว่าหนึ่ง มากน้อยขึ้นกับความโดดเด่นของธุรกิจ

3 p/ bv ผมมักใช้กับหุ้นสถาบันการเงิน และ asset play หุ้นสถาบันการเงิน ผมให้คุณค่าของ bv ไม่เท่ากัน ขึ้นกับคุณภาพลูกหนี้ npl และ coverage ratio ผมจะให้ bv มีค่ามาก ในกรณีที่ธนาคารมีการกระจายสินเชื่อ ไปหลายกลุ่มไม่กระจุกตัว มี npl ไม่สูง และมีการสำรองหนี้สูญมากและ conservative เพียงพอ นอกจากนี้การประเมินราคาหุ้น ธนาคาร ผมให้ premium เพิ่มจาก bv ไม่เท่ากัน ขึ้น กับสัดส่วนรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย อัตราการเติบโต nim เป็นต้น ส่วนกรณี asset play bv บางบริษัท อาจเป็นโอกาสลงทุน ผมขอยกตัวอย่างเพื่อให้เห็นภาพชัด ( แต่ไม่ได้เป็นการประเมินราคาหุ้นในปัจจุบันนะครับ) ผมเคยเห็นโอกาส ของ bland ที่ book asset ที่ดินราคาถูกกว่าความจริงค่อนข้างมาก นอกจากนี้ใน book ยังมีบริษัทย่อยที่ยังประเมินมูลค่าต่ำกว่าความจริง คือ impact ขณะที่ราคาซื้อขายยังต่ำกว่า bv. ที่ถูกกว่าความเป็นจริง แต่การลงทุนใน asset play ที่ดี คือ บริษัทต้อง unlock value ในระยะเวลาไม่นาน เพื่อไม่ให้นักลงทุนต้องรอนานเกินไป เกิด time value of money

4 dividend discount model ผมคิดว่า ธุรกิจต้องมีความมั่นคงในการจ่าย dividend สม่าเสมอและไม่ลดลง ผมมักจะเปรียบเทียบกับภาวะดอกเบี้ยในปัจจุบัน และ อนาคตอีก 2-3 ปีด้วย

5 dcf ผมมักใช้กับธุรกิจที่มีรายได้แน่นอน เช่นกลุ่มโรงไฟฟ้า หรือ กลุ่มที่มีสัญญาผูกมัด กำหนดราคาที่ไม่แน่นอน ส่วน wacc ผมใช้การประเมินจากความเสี่ยงของธุรกิจ และ อัตราดอกเบี้ยในขณะนั้น และ แนวโน้มอีก 2-3 ปี

6 market cap ผมมักใช้กับหุ้น growth stock ที่เป็นช่วงแรกของ growth กำไรของธุรกิจ อาจยังไม่มาก แต่บริษัทมี concrete planning ที่จะเติบโต โดยผมจะประเมินกำไร หรือ cash flow ในอีก 3-5 ปีข้างหน้า แล้วคิดว่าอีก 3-5 ปีข้างหน้า ด้วยกำไรขนาดนั้น บริษัทควรมี market cap เท่าไร ราคาปัจจุบันคุ้มค่าการลงทุนหรือไม่ บางครั้ง ผมอาจจะประเมิน ขนาดของธุรกิจ ด้วย market cap โดยพิจารณาเปรียบเทียบกับขนาดของธุรกิจ ในประเทศที่เจริญแล้ว ตัวอย่างเช่น หุ้นกลุ่มค้าปลีก โรงพยาบาล อาหาร ในระยะเริ่มต้นของไทย เมื่อ 10 ปีก่อน ยังเป็นธุรกิจที่เล็กมาก แต่ผมเชื่อว่าโตขึ้นมาก ผมก็จะดู ธุรกิจนี้ในอเมริกาว่ามีขนาดเท่าไร เพื่อใช้ในการประเมิน market cap ในอนาคตของหุ้นตัวนั้น

7 p/s ผมใช้ในการคำนวณหุ้นในกลุ่มค้าปลีก ในช่วงที่ธุรกิจ ยังไม่ทำกำไรเต็มประสิทธิภาพหรือยังขาดทุนอยู่ ธรรมชาติของธุรกิจค้าปลีก จะต้องลง infrastructure และ สร้างระบบ supply chain ช่วงแรกอาจขาดทุนได้ พอถึงจุดหนึ่งจะเกิด eos ทำให้ npm ดีขึ้นแบบก้าวกระโดด ดังนั้นการประเมินราคาหุ้นในช่วงนี้ที่มีผลประกอบการไม่ดีหรือขาดทุน ผมจะใช้ วิธีนี้ครับ

8 ev/ ebitda ผมใช้กับธุรกิจ พวก capital intensive ที่ผมเคยใช้ เช่น thcom jas aot ในอดีต thcom เคยมี ev/ ebitda 3.8 jas ก็มี ev/ ebitda ที่ต่ำมากเช่นกัน อาจเป็นโอกาสในการลงทุน แต่ต้องดู องค์ประกอบอื่นด้วยนะครับ

9 depre / amortize บางครั้ง ผมใช้วิธี ในการหามูลค่าธุรกิจ เช่น หุ้นถูกมาก จนบางครั้ง แคค่า depre ที่จะเป็น cashflow ให้บริษัทก็มากกว่า มูลค่าของธุรกิจ ซึ่งคุ้มค่ากับการลงทุน

10 take out valuation ผมมักจะประเมินราคาเปรียบเทียบเมื่อเกิดการ take out ในประเทศ และ ดปท เพื่อประเมิน บริษัทอื่นที่คล้ายคลึงกัน ว่ามีมูลค่าสูงหรือต่ำเกินไปหรือไม่ ปล. เป็นตัวอย่างคร่าวๆที่ ผมใช้ประเมินราคาหลักทรัพย์ อาจจะมีอีกหลายวิธีที่ผมอาจจะลืมเขียน ถ้ามีผมอาจจะเพิ่มเติมภายหลัง

วิธีเหล่านี้ เป็นวิธีส่วนตัว ไม่อิงกับทฤษฎีทั้งหมด แต่ผมใช้ใน sense ของนักธุรกิจครับ อาจจะถูกหรือผิดก็ได้ครับ

ผมอยากเปรียบเทียบการประเมินราคาหลักทรัพย์ เหมือนกับการประเมิน เหรียญเงินในอ่างแก้ว นักลงทุน อาจต้องมองด้านบน ด้านล่าง ด้านข้าง ยกขึ้นประเมินน้ำหนัก หรือลองเทเหรียญออกมาดู เช่นเดียวกับการใช้เครื่องมือหลายอย่างในการประเมินราคาหุ้นครับ