

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด
(มหาชน)

The Valuation of Ichitan Group Public Company Limited Stock Based on the
Fundamental Analysis

นายอริยะ เบญจบัณฑิต

สาขาวิชาการจัดการการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

Ariya Benjabandit

Email: ariya.b@outlook.com

Finance and Banking, Business Administration,
Ramkhamhaeng University, Thailand

บทคัดย่อ

เพื่อศึกษาวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญผ่านการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลในช่วงปี 2562 – 2565 เป็นระยะเวลา 4 ปี ในการทำการประเมินมูลค่าที่แท้จริง ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ ร่วมกับการวิเคราะห์อุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่ม เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อบริษัทฯ ทำการวิเคราะห์บริษัทด้วยอัตราส่วนทางการเงินจากงบการเงินที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชน และทำการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยตัวแบบตัวแบบการประเมินมูลค่าจากแบบจำลองคิดลดเงินปันผล ในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลแบบคงที่

ผลการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและภาวะอุตสาหกรรมที่ผ่านมา ต้องเผชิญปัญหาการระบาดของไวรัสโควิดที่ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมโดยตรง จากการปิดประเทศในปี 2563 อีกทั้งปัญหาอัตราค่าพลังงานที่พุ่งสูงขึ้นจากเหตุการณ์ความขัดแย้งทางภูมิศาสตร์ระหว่างรัสเซียและยูเครน ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้ธนาคารกลาง (เฟด) ออกนโยบายทางการเงินโดยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อชลอการเติบโตของอัตราเงินเฟ้อ และในช่วงต้นปี 2566 สถานการณ์ต่างๆเริ่มคลี่คลาย ทำให้ทิศทางการเติบโตของเศรษฐกิจเริ่มดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากปัจจัยภายนอกประเทศยังคงมีความไม่แน่นอนสูงอยู่เช่นกัน

ผลการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล ในรูปแบบอัตราดอกเบี้ยโตของเงินปันผลแบบคงที่ มีค่าเท่ากับ 14.71 บาทต่อหุ้น เมื่อเปรียบเทียบกับราคา ณ สิ้นปี 2565 อยู่ที่ 11.30 บาทต่อหุ้น พบว่าราคาที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีมูลค่าที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued)

ABSTRACT

The objective of this study was to investigate the method of valuing common stock by fundamental analysis of Ichitan Group Public Company Limited, ICHI. The researcher gathered data from 2019 to 2022 during a four-year period to determine the intrinsic value. The researcher examines domestic and international economic situations and does corporate analysis in conjunction with the study of the ready-to-drink beverage industry to understand the trends that influence the firm. Using financial ratios from open-source financial statements and valuing common stock by using the dividend discount model's valuation methodology under the stable growth dividend payout conditions.

The results found that the economic and industrial in the previous period had to face problems such as the COVID virus outbreak, which directly affected economic and industrial growth from the country's lockdown in 2020, as well as rising energy prices caused by the geographic conflict between Russia and Ukraine. As a result, inflation rises rapidly. The Fed must implement monetary policy by raising interest rates to reduce inflation rise. And the scenario began to crumble in early 2023. As a result, the economic growth trajectory began to improve. However, the economic uncertainty caused by external variables remained significant.

The result of the intrinsic value of common stock by dividend discount model under the stable growth dividend payout conditions. It was discovered that the price traded in the stock market is lower than the intrinsic value is equal to 14.71 baht per share, compared to the price at the end of 2022 which equal to 11.30 baht per share (Undervalued), and the price is expected to revert to its real worth in the future. The common stock of Ichitan Group Public Company Limited ICHI should be considered by investors.

บทนำ

การลงทุนในหลักทรัพย์หรือที่เรียกกันทั่วไปว่า การซื้อขายหุ้น เป็นรูปแบบของการลงทุนที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล (Dividend) และกำไรส่วนเกิน (Capital Gain) ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเวลาผ่านไป ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยงที่เกิดจากผลตอบแทนที่ไม่เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน ดังนั้นในฐานะนักลงทุน สิ่งสำคัญคือต้องมีความสามารถในการคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนและพิจารณาว่าผลตอบแทนนั้นเพียงพอที่จะชดเชยความเสี่ยงได้หรือไม่ หากไม่มีความรู้และหลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์ที่เหมาะสม การตัดสินใจลงทุนที่ผิดพลาดอาจส่งผลให้เกิดการสูญเสียทางการเงิน นักลงทุนจึงต้องมีความรู้และความเข้าใจของหลักการลงทุนและวิธีการวิเคราะห์หลักทรัพย์อย่างถ่องแท้เพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น รวมถึงศึกษาและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนเพื่อทำความเข้าใจแนวโน้มของตลาดทั้งในอดีตและปัจจุบัน และเพื่อคาดการณ์แนวโน้มในอนาคต

นักลงทุนต้องวิเคราะห์หลักทรัพย์บนปัจจัยพื้นฐาน วิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ วิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรม และวิเคราะห์ตัวบริษัท ซึ่งการวิเคราะห์ทางเศรษฐกิจนั้นจะเกี่ยวข้องกับการประเมินสถานะเศรษฐกิจโดยรวมและคาดการณ์แนวโน้มที่อาจส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ ส่วนการวิเคราะห์อุตสาหกรรมจะเกี่ยวข้องกับการประเมินโอกาสและความเสี่ยงที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมของหลักทรัพย์นั้นๆ ในด้านของการวิเคราะห์บริษัทโดยทั่วไปจะเกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์งบการเงิน ผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตที่ผ่านมา รวมถึงศักยภาพในการเติบโต เพื่อประเมินหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เป็นส่วนสำคัญของการวิเคราะห์การลงทุน ดังนั้นนักลงทุนต้องสามารถระบุได้ว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูง (Overvalued) หรือต่ำเกินไป (Undervalued) เมื่อเทียบกับราคาตลาด (Market Price) การประเมินมูลค่าจะช่วยให้นักลงทุนตัดสินใจได้ว่าซื้อหรือขายหลักทรัพย์

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาสภาพแวดล้อมในอุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่มและวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

1. เพื่อศึกษาอัตราส่วนทางการเงินของบริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทในอุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่ม
2. เพื่อศึกษาการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญของบริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

สมมุติฐานของการวิจัย

1. การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินด้วยการเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินในอุตสาหกรรมเดียวกัน
2. การศึกษาการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยการใช้วิธีคิดลดเงินปันผล (Dividend Discounted Model : DDM) และนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาด

ขอบเขตของการวิจัย

1. ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญของบริษัท ในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม (Food & Beverage Industry) ซึ่งใช้กรณีศึกษาของบริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI เนื่องจากเป็นบริษัทเป็นผู้นำด้านเครื่องดื่มชาพร้อมดื่ม ที่มีผลิตภัณฑ์เป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง และเป็นหนึ่งในผู้นำของอุตสาหกรรมดังกล่าว
2. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงิน โดยเป็นข้อมูลทางการเงิน และข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ตั้งแต่ปี 2562 – 2565 ระยะเวลา 4 ปี ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชน ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนเกิดและหลังเกิดวิกฤตการณ์การระบาดของไวรัส Covid-19 ตั้งแต่เกิดความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ จนเข้าสู่ภาวะการฟื้นตัวของภาคธุรกิจ ข้อมูลดังกล่าวจึงมีความเหมาะสมที่จะประเมินมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นของบริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI
3. ในการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญ ใช้กรณีศึกษาของ อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI ใช้ตัวแบบการประเมินมูลค่าจากแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) ในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลแบบคงที่ (Constant Growth Model) แล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับราคาตลาดหลักทรัพย์นั้น เพื่อตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ

นิยามศัพท์

แบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ส่วนทุน (Capital Asset Pricing Model : CAPM) หมายถึง แบบจำลองในการประเมินอัตราผลตอบแทนจากค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์นั้น

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล (Dividend Discounted Method : DDM) หมายถึง เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นโดยการคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลในอนาคตและคิดลดกลับเป็นมูลค่าปัจจุบัน

ราคาตลาด (Market Price) หมายถึง ราคาปัจจุบัน เป็นราคาที่ผู้ซื้อและผู้ขายยินดีจะซื้อขาย ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง ที่ถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานในตลาด

มูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญ (The Intrinsic Value of Common Stock) หมายถึง ราคาหุ้นสามัญที่เหมาะสมสำหรับหุ้นนั้น โดยพิจารณาจากผลประกอบการของบริษัทในอนาคต ผ่านปัจจัยพื้นฐาน อาทิ รายได้ สินทรัพย์ หรือกระแสเงินสด

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในทางทฤษฎีคือใช้เป็นแนวทางในการหามูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญ เพื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาด

2. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในการลงทุน เพื่อใช้ประกอบในการตัดสินใจการลงทุน ลดความเสี่ยงด้วยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท และการคำนวณมูลค่าที่แท้จริงจะบอกถึงราคาที่เหมาะสมเหตุผลไม่ลงทุนแพงกว่าราคาตลาด
3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับในสายงานอาชีพ สามารถนำทศวรรษวิเคราะห์ไปใช้ต่อยอดในการวิเคราะห์แนวโน้มธุรกิจในอนาคตพร้อมพร้อม

หลักการ แนวคิด ทฤษฎี

การประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ เป็นทักษะพื้นฐานที่สำคัญที่นักลงทุนควรมี กล่าวคือการใช้ข้อมูลทางการเงิน งบกำไรขาดทุน (Income Statement) งบดุล (Balance Sheet) และงบกระแสเงินสด (Cash Flow Statement) เพื่อประเมินหามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ของบริษัท ซึ่งช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนได้อย่างแม่นยำและมีประสิทธิภาพมากขึ้น และการประเมินมูลค่าถือเป็นกลยุทธ์ที่นิยมอย่างแพร่หลายในหมู่นักลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investors) ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่แท้จริงนั้น นอกจากการมองหาหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงแล้ว ยังต้องวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เช่น ลักษณะธุรกิจของบริษัท ภาวะเศรษฐกิจ และค่าเฉลี่ยในอดีตอุตสาหกรรมเดียวกัน

ที่มา : Value Investing : Bridging Theory and Practice โดย Charles M.C. Lee ตีพิมพ์เมื่อ 26 March 2014 หน้า 10 - 11

วิธีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงเป็นอีกวิธีหนึ่งที่ได้รับการนิยมนิยมในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของนักลงทุนแบบเน้นคุณค่า ซึ่งวิธีการดังกล่าวอาศัยการวิเคราะห์งบการเงิน ศักยภาพการเติบโตในด้านรายได้ของบริษัท และปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นๆ หลักการของวิธีการนี้คือการซื้อขายโดยคิดจากส่วนลดตามมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ข้อดีของวิธีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงคือผลลัพธ์ของมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมีความแม่นยำ โดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อศักยภาพในการสร้างรายได้ในอนาคต แต่ข้อเสียของวิธีนี้คือใช้เวลานาน และต้องใช้ปัจจัยและการวิเคราะห์จำนวนมาก

Benjamin Graham กล่าวถึงปัจจัยสำคัญอีกหนึ่งปัจจัยในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์คือเงินปันผล (Dividend) เป็นผลตอบแทนที่นักลงทุนสมควรได้รับ และเปรียบเสมือนดัชนีชี้วัดความแข็งแกร่งทางการเงินและอัตราการเติบโตของบริษัทอีกด้วย ซึ่งการที่บริษัทมีการจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่องและเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอในทุกๆปี หมายความว่าบริษัทเหล่านั้นมีรายรับและฐานะทางการเงินที่มั่นคง แต่การประเมินมูลค่าที่แท้จริงนั้นไม่ควรมองที่เงินปันผลแต่เพียงอย่างเดียว ถึงแม้เงินปันผลของบริษัทจะเป็นตัวชี้วัดศักยภาพของการลงทุนก็ตาม ควรพิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่นๆ เช่น การเติบโตของรายได้ ความแข็งแกร่งของงบดุล และความได้เปรียบในการแข่งขันของบริษัทในระยะยาว

ที่มา : Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow, University of Fribourg (Switzerland), Faculty of Economics and Social Sciences โดย PASCAL S. FROIDEVAUX ตีพิมพ์เมื่อ 1 July 2004 หน้า 8 - 17

<https://core.ac.uk/download/pdf/20637481.pdf>

อัตราส่วนทางการเงิน ถูกสร้างขึ้นโดยใช้ข้อมูลตัวเลขที่นำมาจากงบการเงินของบริษัท แบ่งเป็น งบดุล งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด เพื่อใช้ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณและประเมินสภาพคล่อง โครงสร้างทางการเงิน การเติบโต กำไร ความสามารถในการทำกำไร อัตราผลตอบแทน การประเมินมูลค่า และอื่นๆ โดยอัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็น 5 ประเภทต่อไปนี้

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratios)
2. อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน (Leverage Ratios)
3. อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratios)
4. อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios)
5. อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Value Ratios)

จุดประสงค์ของการใช้อัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกเป็นสองประการได้แก่

ประการแรก ใช้สำหรับติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทการจัดทำอัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้ในการติดตามการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาต่างๆ ทำขึ้นเพื่อตรวจสอบสุขภาพทางการเงินของบริษัท และใช้เป็นแนวทางพัฒนาหรือป้องกันความเสี่ยงทางการเงิน ตัวอย่างเช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอาจบ่งชี้ว่าบริษัทกำลังมีภาระหนี้สินมากเกินไปและอาจเผชิญกับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ที่สุด

ประการที่สองใช้สำหรับพิจารณาผลการปฏิบัติงานของบริษัทประโยชน์ของการจัดทำอัตราส่วน คือสามารถนำเอาอัตราส่วนไปเปรียบเทียบกับคู่แข่งรายใหญ่เพื่อดูว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าหรือแย่กว่า ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เช่น การเปรียบเทียบผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ระหว่างบริษัทต่างๆ ช่วยให้สามารถมองภาพออกกว่าบริษัทใช้สินทรัพย์ของตนเองได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่

ทฤษฎีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงของตลาด Capital Asset Pricing Model (CAPM) ได้รับการพัฒนาโดยนักวิชาการชาวอเมริกัน William Sharpe Jack Treynor, John Lintner และ Jan Mossin ในคริสต์ทศวรรษ 1960 บนพื้นฐานของทฤษฎีพอร์ตโฟลิโอ (Portfolio Theory) และทฤษฎีตลาดทุน (Capital Market Theory) เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังของสินทรัพย์ และสินทรัพย์เสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์ และวิธีการสร้างราคาดุลยภาพเป็นเสาหลักของทฤษฎีราคาในตลาดการเงินสมัยใหม่ ที่ถูกใช้อย่างแพร่หลายในการตัดสินใจลงทุนและการเงินขององค์กร.

ทฤษฎี CAPM มีความสำคัญอย่างยิ่งในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่จำเป็นของหลักทรัพย์ ทฤษฎี CAPM มีความเชื่อว่าการได้รับผลตอบแทนที่สูงย่อมตามมาด้วยความเสี่ยงที่สูงเช่นกัน ดังนั้นทฤษฎี CAPM จึงใช้ความสัมพันธ์เชิงปริมาณระหว่างอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นๆ กล่าวคือนักลงทุนควรได้รับผลตอบแทนเท่าใดเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการถือหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์จึงประกอบด้วยสองส่วนด้วยกัน คือ อัตราดอกเบี้ยที่ปลอดความเสี่ยง (The Risk-Free Interest Rate) และอัตราผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (The Risk Premium) แสดงเป็นสมการดังนี้

$$E(R_i) = R_{rf} + (R_m - R_{rf})\beta_i$$

$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ต้องการจากหลักทรัพย์ i
 R_{rf} = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง
 R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยเฉลี่ย
 β_i = ค่าความผันผวนของหลักทรัพย์ i
 R_i = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i โดยเฉลี่ย

ที่มา : Advances in Economics, Business and Management Research, volume 203 และ Research and Analysis of Asset Pricing Model Based on the Empirical Test of Stock Price, Junyao Chen, Yupu Wu, Yuan Xu ค้นเมื่อ 27 กุมภาพันธ์ 2566

ทฤษฎีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล DDM คือการประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริง ภายใต้แนวคิดว่าราคาหุ้นในปัจจุบันเป็นราคาที่สะท้อนกระแสเงินสดและผลตอบแทนที่กิจการจะสร้างให้กับผู้ถือหุ้นในอนาคต ซึ่งรูปแบบกระแสเงินสดที่ชัดเจนที่สุดก็คือ “เงินปันผล” เพราะเงินปันผลเป็นสิ่งที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับโดยตรงจากกิจการ ดังนั้น การประเมินมูลค่าจากแบบจำลองคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) จึงถือเป็นวิธีที่สอดคล้องกับความหมายการประเมินมูลค่ามากที่สุด

ที่มา : TSI : Thailand Securities Institute เทคนิคการสร้างแบบจำลองทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าหุ้น (5) Money and Wealth นิตยสารเพื่อการบริหารการเงินส่วนบุคคลฉบับเดือนเมษายน 2557 โดย อติศรา พุทธิธรรมวงศ์ ฝ่ายพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการวิชาชีพหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย) ค้นเมื่อ 27 กุมภาพันธ์ 2566

จาก <https://member.set.or.th/set/education/knowledgedetail.do?contentId=583&type=article>

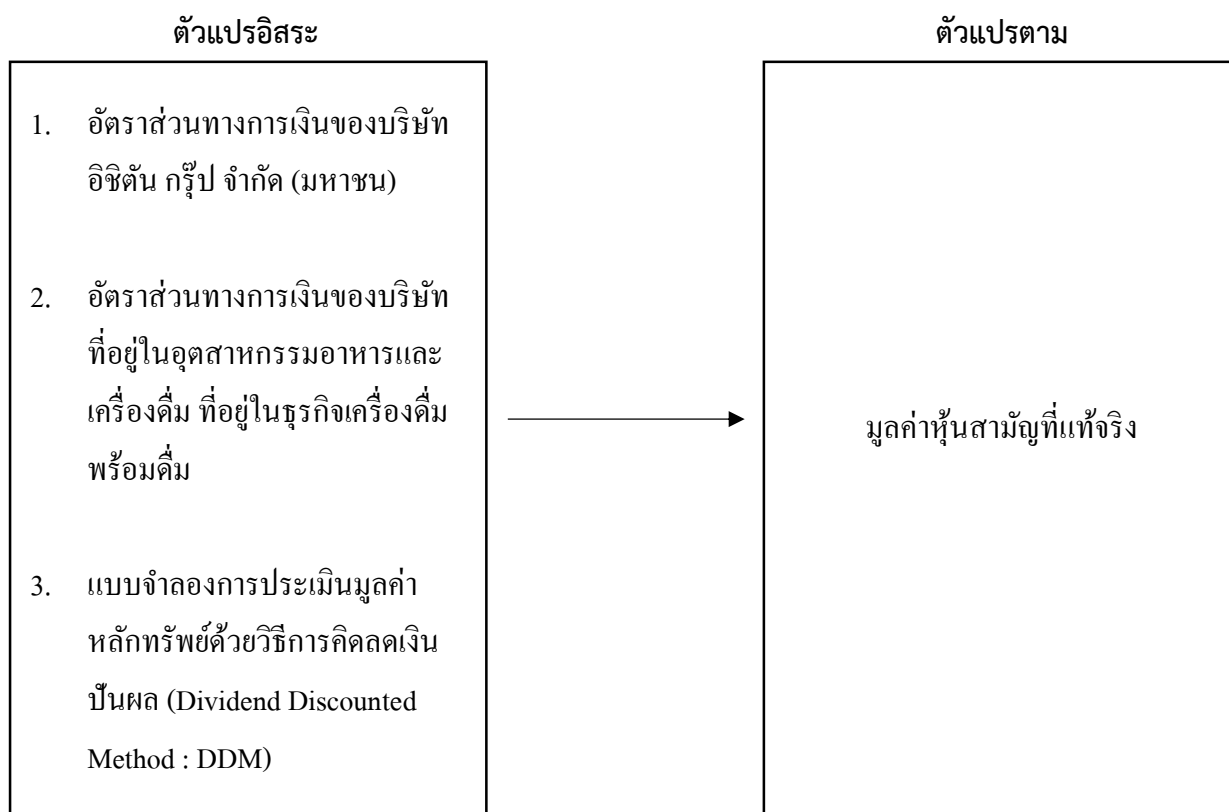
$$P = \frac{D(1 + g)}{Ks - g}$$

P = ราคาประเมินของหุ้นในปัจจุบัน
 D = เงินปันผลของหุ้นในงวดล่าสุดที่มีการจ่าย
 Ks = อัตราคิดลดซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ
 g = อัตราการเติบโตของเงินปันผลในอนาคต

ที่มา : TSI : Thailand Securities Institute เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้น (2) โดย วีระชาติ ชุตินันท์วิโรดม ผู้อำนวยการฝ่ายวาณิชธนกิจ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ค้นเมื่อ 27 กุมภาพันธ์ 2566

จาก <https://member.set.or.th/set/education/knowledgedetail.do?contentId=603&type=article>

กรอบแนวคิดของการวิจัย



ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในงานค้นคว้าอิสระครั้งนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ปี 2565 ในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มจำนวนทั้งสิ้น 54 บริษัท และเจาะจงเฉพาะบริษัทที่ทำธุรกิจเครื่องดื่มพร้อมดื่ม ที่มีข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ปี 2562 – 2565 จำนวน 10 บริษัท เพื่อหาอัตราส่วนค่าเฉลี่ยทางการเงินและนำมาเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงิน ของกลุ่มตัวอย่าง บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI รวมทั้งสิ้นจำนวน 10 บริษัท ได้แก่ CBG, HTC, ICHI, MALEE, OISHI, OSP, SAPPE, SSC, TACC, TIPCO

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เก็บรวบรวมจากข้อมูลที่มีการเผยแพร่อย่างเป็นทางการจากตลาดหลักทรัพย์ และแหล่งข่าวสารอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง มาประมวลผลโดยใช้การวิเคราะห์ใน 2 ลักษณะ คือ 1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา คือ การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท ในลักษณะของปัจจุบันและการคาดการณ์พยากรณ์ไปในอนาคต รวมถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่ผ่านมา 2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ คือ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) การประเมินผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงของตลาด CAPM : Capital Asset Pricing Model และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล DDM : Dividend Discount Model ในรูปแบบเงินปันผลมีอัตราการเพิ่มแบบคงที่ (Constant Growth Model)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัย ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ เป็นข้อมูลที่มีการเผยแพร่อย่างเป็นทางการจากตลาดหลักทรัพย์ และแหล่งข่าวสารอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องดังนี้

1. รายงานประจำปีของบริษัท อิซิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI ปี 2562 – 2565 ระยะเวลา 4 ปี ระยะเวลา 4 ปี เพื่อรวบรวมสถานะทางการเงินและรายงานสรุปผลการดำเนินงาน
2. ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ งบการเงิน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ ราคาตลาด และเงินปันผลของบริษัทปี 2562 – 2565
3. ข้อมูลบนเว็บไซต์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจโลก เศรษฐกิจของประเทศไทย ภาวะอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัท อิซิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
4. ข้อมูลจากวารสาร นิตยสารจากสถาบันการเงิน เอกสารทางวิชาการ งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญ

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลปัจจัยพื้นฐานแบ่งออกเป็น 4 ส่วน 1. การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจโลกและประเทศไทย 2. การวิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่มในประเทศไทย 3. การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทฯ และ 4. การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของราคาหลักทรัพย์เพื่อเทียบกับราคาตลาด

ผลการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจโลกและประเทศไทย

จากสภาวะเศรษฐกิจโลกในปัจจุบันที่มีความผันผวนและมีอัตราการเติบโตทาง GDP ที่ต่ำ ที่เกิดจากต้นทุนพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน ที่ส่งผลกระทบต่อเป็นวงกว้างทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จนทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ จำเป็นต้องออกนโยบายทางการเงินด้วยการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยขึ้นอย่างต่อเนื่องที่ 75 bps มาแล้วถึง 4 ครั้งติดต่อกันภายในปีเดียว อาจส่งผลให้เกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ เนื่องด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางที่ต้องการชลอการเติบโตของอัตราเงินเฟ้อ เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้บริษัทในภาคอุตสาหกรรมต่างๆ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมภาคการผลิต ที่มีภาระค่าใช้จ่ายและต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มสูงขึ้น จำเป็นต้องลดค่าใช้จ่ายลงเพื่อความอยู่รอดของบริษัทด้วยวิธีการต่างๆ อาทิ การจ้างงานน้อยลง ปรับลดค่าใช้จ่ายทางการตลาด ลดกำลังการผลิต การชลอการขยายการลงทุน และหากสงครามรัสเซียและยูเครนยังคงยืดเยื้อ ธนาคารกลางฯ สหรัฐ (เฟด) ก็จำเป็นต้องตั้งนโยบายการขึ้นของอัตราดอกเบี้ยต่อไปเรื่อยๆ หรือใช้มาตรการทางการเงินอื่นๆ ที่เข้มข้นมากขึ้น และอาจส่งผลให้เกิดเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกในระยะยาว

จากเศรษฐกิจโลกที่ยังอยู่ในสภาวะที่อ่อนแอและมีความผันผวนสูง ส่งผลให้อุปสงค์การบริโภคทั่วโลกลดลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อตรงกับรายได้ภาคการส่งออกที่เป็นรายได้หลักและภาคการผลิตของประเทศไทย โดยรายได้ของทั้งสองภาคอุตสาหกรรมที่กล่าวมามีแนวโน้มที่ค่อยๆ ซึมลง แต่ด้วยมาตรการการผ่อนคลายเรื่องการเดินทางเข้าประเทศไทยของภาครัฐ ที่เป็นผลดีต่อภาคบริการและการท่องเที่ยว ทำให้เกิดการกระตุ้นการ

ใช้จ่ายที่เกิดการจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ ไม่ว่าจะเป็น ที่พักอาศัย การบริโภคอาหารและเครื่องดื่ม ทำให้เศรษฐกิจไทยมีเงินหมุนเวียนมากขึ้น และทำให้ภาครัฐใช้จ่ายจำนวนเงินในการกระตุ้นเศรษฐกิจน้อยลง ทำให้เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะโตไปได้อย่างต่อเนื่อง แต่ไม่ควรพึ่งรายได้จากการท่องเที่ยวเพียงอย่างเดียว รัฐจึงควรหาแนวทางการป้องกันและแก้ไขปัญหาในระยะยาว กรณีเกิดวิกฤตปัญหาเรื่องการระบาดของโรคหรือปัญหาเรื่องการเดินทางระหว่างประเทศขึ้นที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยโดยตรง

ผลการวิเคราะห์อุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่มประเทศไทย

อุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่มประเทศไทยถือว่ามีการแข่งขันที่รุนแรง เนื่องจากมีผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมรายใหญ่เป็นจำนวนมาก ทำให้การที่จะเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่เป็นเรื่องที่ทำได้ยาก เพราะนอกจากต้องประชาสัมพันธ์แบรนด์ตัวเองให้เป็นที่รู้จักในหมู่ผู้บริโภคแล้ว ต้องทำการศึกษาพฤติกรรมของผู้บริโภคที่มีความหลากหลายอีกด้วย ทั้งยังต้องเพิ่มกำลังปริมาณการผลิตให้ได้ต้นทุนต่ำเพื่อให้สามารถแข่งขันในตลาดได้ด้วยราคาที่เหมาะสมได้อย่างยั่งยืน กิจกรรมทางธุรกิจต่างๆ ที่กล่าวมาข้างต้นจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมาก จึงไม่เหมาะกับผู้ประกอบการรายย่อย แต่เหมาะกับผู้ประกอบการรายใหญ่ที่มีเงินลงทุนหนาและมีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมดังกล่าวมาอย่างยาวนาน

และด้วยการแข่งขันของอุตสาหกรรมที่มีผู้เล่นเป็นจำนวนมากและมีความรุนแรงนี้เอง สามารถบ่งบอกได้ถึงศักยภาพของตลาดอุตสาหกรรมเครื่องดื่มของประเทศไทยว่ามีความน่าสนใจ ถึงแม้ตลาดเครื่องดื่มพร้อมดื่มมีผู้ประกอบการในตลาดมากมาย แต่มีเพียงไม่กี่รายที่ถือครองสัดส่วนรายได้หลักของตลาดในหมวดเครื่องดื่มนั้นๆ ทำให้ผลิตภัณฑ์มีความหลากหลายน้อย ประกอบผู้บริโภคมีความต้องการที่หลากหลาย จึงเกิดช่องว่างสำหรับแบรนด์เครื่องดื่มพร้อมดื่มที่มีความพร้อมในด้านนวัตกรรมใหม่ๆ และแนวความคิดที่ทันสมัย นำมาสร้างสรรค์เพื่อมาเติมเต็มความต้องการที่หลากหลายของผู้บริโภค

ผลการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงของบริษัทฯ

รายได้บริษัทฯ ในปี 2562 มีรายได้จากการขายอยู่ที่ 5,334.2 ล้านบาท และปรับลดลงในปี 2563 รายได้จากการขายอยู่ที่ 5,099.3 ล้านบาท ลดลงร้อยละ 4.4 โดยมีสาเหตุเกิดจากผลกระทบทางเศรษฐกิจที่รัฐบาลพยายามควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิดจากการปิดประเทศในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี 2563 และภายหลังการผ่อนคลายมาตรการดังกล่าวบริษัทฯ มีรายได้จากการขายเพิ่มขึ้นในปี 2564 – 2565 แบ่งเป็น 5,228.3 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.5 จากปี 2563 และ 6,340.4 ล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 21.3 จากปี 2564 ตามลำดับ

โครงสร้างรายได้ แบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก คือในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งสามารถจำแนกรายละเอียดได้ตามนี้ ช่องทางรายได้ในประเทศเกิดจาก การจัดจำหน่ายผ่านตัวแทนจำหน่าย โดยมีตัวแทนจำหน่ายภายในประเทศทั้งหมด 3 ราย ได้แก่ 1. บริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด เป็นผู้จัดการจำหน่ายหลักของบริษัทฯ ที่มุ่งเน้นกลุ่มร้านค้าปลีกสมัยใหม่ ร้านค้าส่งและร้านค้าปลีกดั้งเดิม โดยคิดเป็นร้อยละ 77.6 ของรายได้ปี 2565 2. บริษัท ไอแอมกรีนที จำกัด มุ่งเน้นกลุ่มร้านค้าเครือข่ายชาบีว ร้านอาหาร ร้านค้าปลีกดั้งเดิม โดยคิดเป็นร้อยละ 7.4 ของรายได้ปี 2565 3. บริษัท บุญรอดเอเชีย จำกัด มุ่งเน้นร้านค้าที่อยู่ในเครือข่ายของบริษัท บุญรอดเอเชีย จำกัด โดยคิดเป็นร้อยละ 5.3 ของรายได้ปี 2565 ในส่วนรายได้ของ

ต่างประเทศ จะเป็นรายได้จากการส่งออก โดยคิดเป็นร้อยละ 9.7 ของรายได้ปี 2565 รายได้หลักของบริษัทฯ กระจุกตัวอยู่กับผู้จัดจำหน่าย บริษัท ดีเคเอสเอช (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงหลักอันดับแรกๆ ของบริษัทฯ หากเกิดความขัดแย้งทำให้ต้องยุติสัญญาทางธุรกิจ ดังนั้น บริษัทฯ ควรแก้ไขโดยการเพิ่มช่องทางรายได้ให้มากขึ้น เพื่อปิดความเสี่ยงดังกล่าว

ผลการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินของบริษัทฯ เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่ม

อัตราส่วนทางการเงิน	หน่วย	2562		2563		2564		2565	
		ICHI	ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม	ICHI	ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม	ICHI	ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม	ICHI	ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม
1. อัตราส่วนสภาพคล่อง									
- อัตราส่วนสภาพคล่อง	(Times)	1.32	1.71	1.91	1.96	2.42	1.98	2.37	1.79
- อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว	(Times)	0.82	1.39	1.23	1.15	1.75	1.59	1.84	1.43
- อัตราส่วนเงินสด	(Times)	0.09	0.23	0.02	0.37	0.05	0.32	0.15	0.29
- อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	(Times)	0.84	0.69	1.37	0.73	1.33	0.67	1.08	0.56
2. อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน									
- อัตราส่วนหนี้สิน	(Times)	0.19	0.41	0.15	0.33	0.13	0.34	0.16	0.35
- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	(Times)	0.24	0.75	0.18	0.78	0.15	0.87	0.20	0.71
- อัตราส่วนความสามารถชำระดอกเบี้ย	(Times)	10.81	206.93	41.93	486.13	244.38	111.11	470.74	164.15
- อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้	(Times)	0.66	0.55	1.05	0.66	1.34	0.62	1.15	0.54
3. อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน									
- อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์	(Times)	0.67	1.11	0.68	0.99	0.72	0.96	0.88	1.10
- อัตราส่วนหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง	(Times)	7.23	11.19	7.20	10.39	7.53	9.05	9.21	9.37
- อัตราส่วนหมุนเวียนของลูกหนี้	(Times)	6.63	9.41	6.06	7.83	5.43	8.07	5.38	9.60
- ระยะเวลาขายเฉลี่ย	(Days)	50.47	41.66	50.68	44.68	48.48	51.52	39.62	48.59
4. อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร									
- อัตรากำไรขั้นต้น	(%)	18.58	26.36	19.72	32.26	19.27	35.15	18.71	34.07
- อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	(%)	7.47	6.55	11.46	10.31	12.31	10.64	12.98	9.86
- อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	(%)	5.02	9.82	7.74	12.97	8.87	11.97	11.36	12.89
- อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น	(%)	6.73	7.57	8.25	11.39	8.77	9.93	10.38	9.84
5. อัตราส่วนมูลค่าตลาด									
- อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	(Baht)	4.72	9.78	4.77	8.42	4.66	8.84	4.61	9.31
- อัตราส่วนผลตอบแทนเงินปันผล	(%)	0.99	2.40	3.78	3.45	5.00	3.93	4.42	3.88
- อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น	(Baht)	0.31	1.93	0.40	1.84	0.42	1.68	0.49	1.67
- อัตราส่วนราคาต่อหุ้น	(Times)	19.24	18.98	23.34	17.83	26.09	20.85	25.27	20.86

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง โดยภาพรวมบริษัทฯ มีค่าเฉลี่ยที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่ามีการบริหารจัดการทางการเงินได้เป็นอย่างดี และมีสภาพคล่องที่ดี
2. อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงิน มีอัตราส่วนที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมมาโดยตลอด จากโครงสร้างเงินทุน จะเห็นว่าบริษัทฯ มีสัดส่วนหนี้สินที่น้อยเมื่อเทียบกับทรัพย์สินและส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความกังวลในเรื่องการชำระคืนดอกเบี้ยและหนี้สินของบริษัทฯ
3. อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน บริษัทฯ มีประสิทธิภาพต่ำกว่าอุตสาหกรรมมาโดยตลอด แต่จะเห็นว่าบริษัทฯ มีพัฒนาการที่ดีขึ้นโดยตลอดในระยะเวลา 4 ปี ถึงแม้ยังดำเนินเครื่องผลิตยังไม่เต็มประสิทธิภาพ และเนื่องจากในเรื่องอำนาจการต่อรองของลูกค้าที่มีความเสี่ยง ทำให้อัตราส่วนหมุนเวียนของลูกหนี้แย่งลงในทุกๆ ปี

4. อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร บริษัทฯ ดำเนินการได้ค่อนข้างดี อัตรากำไรขั้นต้นถือว่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แต่อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินการกลับสูงกว่ามาโดยตลอด เนื่องจากบริษัทฯ มีค่าเสื่อมที่ค่อนข้างสูง
5. อัตราส่วนมูลค่าตลาด แม้ว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิที่ต่ำกว่าตลาดมาโดยตลอด แต่อัตราส่วนเงินปันผลกลับทำได้ดีกว่าตลาด เนื่องจากมีบริษัทฯ มีกำไรจากการดำเนินการที่ค่อนข้างสูง ส่งผลให้สามารถจ่ายปันผลจาก กำไรสะสม และ กำไรจากการดำเนินงานที่มาจากค่าเสื่อมของเครื่องจักร ส่งผลให้ P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

ผลลัพธ์ตัวแบบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model : DDM) ในรูปแบบอัตราดอกเบี้ยโตของเงินปันผลแบบคงที่ (Constant Growth Model)

$$P = \frac{D(1 + g)}{Ks - g}$$

P คือมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์หุ้นสามัญ ICHI

D คือเงินปันผลของหลักทรัพย์ ICHI ในงวดรอบผลประกอบการปี 2565 มีค่าเท่ากับ 0.60 บาท

ปี	2562	2563	2564	2565
เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)	0.35	0.50	0.50	0.60

g คืออัตราการเติบโตของเงินปันผลในอนาคต ใช้วิธีการคำนวณแบบอัตราดอกเบี้ยโตอย่างยั่งยืนของกิจการ (Sustainable Growth Rate : SGR) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2562 - 2565 ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) เท่ากับร้อยละ 8.53 และตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทฯ (Dividend Payout Ratio) กำหนดไว้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิภายหลังการหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและการจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมาย

ปี	2562	2563	2564	2565
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (%)	6.73	8.25	8.77	10.38
ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น				8.53

$$SGR = \text{Average of ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

$$SGR = 8.53\% \times (1 - 40\%)$$

$$SGR = 5.12\%$$

ดังนั้นอัตราการเติบโตของเงินปันผลในอนาคตของหลักทรัพย์ ICHI เท่ากับร้อยละ 5.12

Ks คืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ เป็นการประเมินหาอัตราคิดลดซึ่ง คำนวณผ่านทฤษฎีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงของตลาด (Capital Asset Pricing model : CAPM)

$$E(R_{ICHI}) = R_{rf} + (R_m - R_{rf})\beta_{ICHI}$$

$E(R_{ICHI})$ คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากหุ้นสามัญ ICHI

R_{rf} คืออัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง วิธีการคำนวณเป็นการนำเอาอัตราถัวเฉลี่ยผลตอบแทนของตัวเงินคลังที่ออกในปี 2565 ทั้งหมดมาเฉลี่ย เนื่องจากตัวเงินคลังมีสภาพคล่องในการซื้อขายที่สูง ดังนั้น จึงมีความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk) และความเสี่ยงจากการลงทุนต่อ (Reinvestment Risk) ที่ต่ำ ทำให้สามารถสะท้อนผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงได้ดี และมีสภาพคล่องสูง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.81

R_m คืออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยเฉลี่ย คำนวณโดยนำเอาส่วนต่างราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละปี มาหารด้วยราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ในปีก่อน โดยใช้ข้อมูล ดัชนีผลตอบแทนรวม (SET TRI) เป็นการคำนวณผลตอบแทนทุกประเภทของการลงทุนในหลักทรัพย์ให้สะท้อนออกมาในค่าดัชนี ทั้งผลตอบแทนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ลงทุน (Capital gain/loss) สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) และเงินปันผล (Dividends) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556 - 2565 เป็นระยะเวลา 10 ปี สามารถสะท้อนอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาวได้ดี มีค่าเท่ากับร้อยละ 5.76

β_{ICHI} คือค่าความผันผวนของหลักทรัพย์ ICHI คำนวณวิธีการหาค่าความผันผวนของหลักทรัพย์ ICHI ใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของปี 2565 มาคำนวณหาค่าความแปรปรวนร่วม $Covariance(R_{ICHI}, R_m)$ ที่มีค่าเท่ากับ 8.36692 มาหารด้วยค่าความแปรปรวนของตลาดหลักทรัพย์ $Variance(R_m)$ ที่มีค่าเท่ากับ 4.81495

$$\beta_{ICHI} = \frac{8.36692}{4.81495}$$

$$\beta_{ICHI} = 1.74$$

ดังนั้นค่าความผันผวนของหลักทรัพย์ ICHI มีค่าเท่ากับ 1.74

$$E(R_{ICHI}) = 0.81\% + (5.76\% - 0.81\%) \times 1.74$$

$$E(R_{ICHI}) = 9.41\%$$

ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากหุ้นสามัญ ICHI เท่ากับร้อยละ 9.41

$$P = \frac{0.60 \times (1 + 5.12\%)}{9.41\% - 5.12\%}$$

$$P = \frac{0.63072}{0.04288}$$

$$P = 14.71$$

เมื่อพิจารณามูลค่าที่แท้จริงของราคาหุ้นสามัญ บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI ที่ประเมินด้วยตัวแบบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล ในรูปแบบอัตราดอกเบี้ยโตของเงินปันผลแบบคงที่ ICHI มีราคาที่แท้จริง (Intrinsic Value) อยู่ที่ 14.71 บาทต่อหุ้น ในขณะที่ราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2565 อยู่ที่ 11.30 บาทต่อหุ้น ดังนั้นราคาในตลาดจึงต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) และในอนาคตราคามีแนวโน้มที่จะกลับเข้าหามูลค่าที่แท้จริง

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

ตามรายงานสถานการณ์ทางเศรษฐกิจของสถาบันทางการเงินหลายแห่งในช่วงที่ผ่านมา จะสังเกตว่า ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยภาพรวมที่มีการพูดถึงบ่อยครั้งคืออัตราเงินเฟ้อ เป็นเหตุให้มูลค่าของทรัพย์สินในปัจจุบันเกิดการด้อยค่า ทำให้ปัจจุบันผู้คนเริ่มหันมาให้ความสนใจและความสำคัญในเรื่องของการลงทุนเพื่อเอาชนะอัตราเงินเฟ้อมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้ หุ้นสามัญ กองทุนดัชนี ทองคำ ล้วนแล้วแต่มีความเสี่ยง ดังนั้นนักลงทุนควรทำการศึกษาปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในรูปแบบนั้นๆ ให้เกิดความเข้าใจเสียก่อน ที่จะดำเนินการลงทุนจริง เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงการขาดทุนจากการลงทุนในรูปแบบนั้นๆ

ดังตัวอย่างการศึกษางานวิจัยการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ กรณีตัวอย่าง บริษัท อิชิตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ICHI ที่เป็นการวิเคราะห์ร่วมระหว่างปัจจัยเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ผ่านการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจโลก ภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ และภาวะอุตสาหกรรมเครื่องดื่มพร้อมดื่มในปัจจุบัน เพื่อเข้าใจถึงแนวโน้มและผลกระทบต่อบริษัทฯ ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ประกอบกับการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในอดีตที่ผ่านมาของบริษัทฯ อาทิ อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินราคาหุ้นสามัญ ผ่านตัวแบบการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล ในรูปแบบอัตราการเติบโตคงที่ ว่าบริษัทฯ มีการดำเนินกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ และเมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้นสามัญในปัจจุบันมีความน่าสนใจในการลงทุนมากน้อยเพียงไร

ข้อเสนอแนะในงานวิจัยครั้งต่อไป

เนื่องจากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) มีข้อจำกัดในเรื่องของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการต้องมีค่าเป็นบวกเสมอ หากการคำนวณอัตราผลตอบแทนออกมามีค่าเป็นลบ หรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการมีค่าน้อยกว่าการอัตราการเติบโตของบริษัท จะทำให้การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ออกมามีค่าเป็นลบด้วยเช่นกัน มีความเป็นไปได้ว่าอาจทำให้การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เกิดความผิดพลาดจากความไม่เป็นจริง ดังนั้นตัวแบบการประเมินดังกล่าวอาจเหมาะสมที่จะใช้ในการประเมินในช่วงเวลาที่อัตราผลตอบแทนของตลาดสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงและบริษัทมีการเติบโตที่เป็นปกติ

ข้อเสนอแนะในงานวิจัยครั้งต่อไป อาจใช้วิธีการวิเคราะห์กระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ด้วยการประเมินกระแสเงินสดในอนาคต (Free Cash Flow to Firm : FCFF) ประกอบกับต้นทุนถัวเฉลี่ยของบริษัท (Weighted-Average Cost of Capital : WACC) โดยอาจแบ่งการเติบโตของบริษัทเป็นสามช่วงคือ ระยะบุกเบิก ระยะเติบโต และระยะอิ่มตัว และนำมาคำนวณกลับเป็นมูลค่าหุ้นสามัญในปัจจุบัน

เอกสารอ้างอิง

- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2564). รายงานภาวะเศรษฐกิจไทย ปี 2563
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2565). รายงานภาวะเศรษฐกิจไทย ปี 2564
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคของไทย 1
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2566). ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน

- ไทยดีอาร์ไอ. (2566). กระแสลมเศรษฐกิจไทยปี 66 ในโลกที่ไม่แน่นอน บทความโดย กิริฎา เกาพิจิตร และ กิตติพัฒน์ บัวอุบล
- ศูนย์วิจัยกรุงไทย. (2566). คาดเศรษฐกิจไทยปีหน้าขยายตัว 3.4% ซึ่งเป็นช่วงเวลาแห่งการเปลี่ยนผ่านไปสู่ความท้าทายใหม่
- บริษัท อีซีตัน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน). (2565). แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ 56-1 One Report สิ้นสุด วันที่ 31 ธันวาคม 2564
- ศูนย์วิจัยกรุงศรี. (2565). แนวโน้มธุรกิจ/อุตสาหกรรมปี 2565-2567: อุตสาหกรรมเครื่องดื่ม
- ชินกฤต วงศ์รักษ์. (2561). การวิเคราะห์ผลตอบแทนตามแบบจำลองประเมินราคาสินทรัพย์ทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเอเชียอาคเนย์
- Thailand Securities Institute. (2557). เทคนิคการสร้างแบบจำลองทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าหุ้น (5)
- Thailand Securities Institute. (2557). เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้น (2)
- Charles M.C. Lee. (2014). Value Investing: Bridging Theory and Practice.
- PASCAL S. FROIDEVAUX. (2004). Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow, University of Fribourg (Switzerland), Faculty of Economics and Social Sciences.
- Corporate Finance Institute. (2023). Financial Ratios.
- Andre´ F. Perold. (2004). Journal of Economic Perspectives—Volume 18, The Capital Asset Pricing Model.
- Junyao Chen, Yupu Wu, Yuan Xu. (2021). Advances in Economics, Business and Management Research, volume 203, Research and Analysis of Asset Pricing Model Based on the Empirical Test of Stock Price.
- Eddy Sutjipto, Wawan Setiawan, Imam Ghozali. (2020). International Journal of Management (IJM) Volume 11, DETERMINATION OF INTRINSIC VALUE: DIVIDEND DISCOUNT MODEL AND DISCOUNTED CASH FLOW METHODS IN INDONESIA STOCK EXCHANGE.
- Roy Bornilla Gacus and Jennifer E Hinlo. (2018). International Journal of Economics & Management Sciences, The Reliability of Constant Growth Dividend Discount Model (DDM) in Valuation of Philippine Common Stocks.
- Wawan Setiawan, Eddy Sutjipto. (2020). The 3rd International Conference on Education and Social Science Research (ICESRE 2020), Accuracy of dividend discount model and p/e ratio valuation in Indonesia stock exchange.
- International Monetary Fund. (2566). Real GDP growth
- International Monetary Fund. (2566). Global inflation will fall in 2023 and 2024 amid subpar economic growth.