

TRADING CONCEPT ตอน เปลี่ยนหุ้น (EV/EBITDA)

ท่านเคยมีปัญหานี้ไหม

“อยากได้หุ้นดี หุ่นถูก...แต่ไม่รู้อะไร”

“IPO มาที คอยตามแต่เพื่อน...จงติดล้อจะแกมติดหุ้นรีป่าว”

อัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์ก็มีหลากหลายตัว

ข้อดีข้อเสียเป็นอย่างไร...ใช้ตัวไหนดี

วันนี้จารย์ดี ขอมาเล่า อัตราส่วนตัวหนึ่ง เดว่าผู้คิดค้นพยายามที่จะปลี่ยนผ้า เปลี่ยนหุ้น ให้เห็นสาระของบมออย่างชัดเจนที่สุดพร้อมแล้ว ไปดูกันครับ

ROA และ ROE อัตราส่วนหาหุ้นดี ที่ยังเข้าใจคลาดเคลื่อน

จารย์ดีเอาเรื่องที่รู้อยู่แล้วมาเล่าหรือ...ป่าวเลยครับ

แปลกเหลือเกิน สองชื่อที่ทุกคนร้องอ๋อ...ในเวป ฎูกรูว่าครึ่ง

ให้ข้อมูลทีคลาดเคลื่อน ไม่ตรงกับตลาดหลักทรัพย์ฯ เสียเลย

ช่างเขา...เอาเป็นว่า เรามาดูสิ่งที่ถูกต้องกันดีกว่าครับ

ROE (Return on Equity, %)

ชื่อไทย คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น

สูตรคำนวณก็ตามชื่อ ผลตอบแทน / ส่วนผู้ถือหุ้น

หรือเขียนให้ชัดคือ **กำไรสุทธิ / ส่วนผู้ถือหุ้น (ทุน)**

ค่านี้บางคนบอกขอ 20% ขึ้น จึงจะน่าซื้อ

สำหรับจารย์ดีคิดว่า อาจบอกยากครับว่าเลขเท่าไรจึงดี แต่โดยเปรียบเทียบแล้ว หากติดปัจจัยอื่นออก (แกล้งคิดอย่างอื่นเหมือนกันไปก่อน) **ค่านี้ยิ่งมากยิ่งขึ้น...แต่เป็นมีปัญหายุ่ง**

สมมติ มีธุรกิจหนึ่ง ให้ผลตอบแทนจากเงินลงทุน 10% ของเงินลงทุน โดยเงินลงทุนเริ่มต้นคือ 100 ล้านบาท ลงมาดู 2 บริษัทนี้กัน

บริษัทลูกเสียเมียรวย ได้ทุนจากทั้งพ่อและแม่มา 100 ล้าน

บริษัทลูกเสียเมียรวย มีแต่ทุนพ่อ 20 ล้าน ทุนแม่ 80 ล้าน (ดอก 5%)

ดูงบดุล และ ROE กัน (ของจริงใช้ค่าทุนเฉลี่ย ต้นปีกับปลายปี)

ลูกเสียเมียรวย		ลูกเสียเมียรวย	
สินทรัพย์	หนี้สิน	สินทรัพย์	หนี้สิน
100	0	100	80
	ทุน		ทุน
	100		20
กำไรสุทธิ	ดอกเบี่ย	กำไรสุทธิ	ดอกเบี่ย
10	0	10	4
กำไรสุทธิ	10	กำไรสุทธิ	6
ROE	10%	ROE	30%

ใครดูแต่ ROE ต้องชูกลูกเสียเมียรวยทั้ง ว่าเป็นหุ้นดี ทำกำไรได้ดีกว่า ลูกเสียเมียรวยตั้ง 3 เท่า ทั้งที่จริง ๆ เป็นแค่ลูกเล่นทางการเงินของผู้บริหารในการเลือกใช้ Leverage ต่างหาก (High Risk, High Return) หากจะวัดฝีมือธุรกิจกันจริงๆ...แก้ด้วยตัวต่อไปนี้

ROA (Return on Asset, %)

ตัวนี้ พยายามตัดปัญหาเรื่องการเลือกใช้ Leverage ออก เพื่อจะได้เทียบให้เห็นชัดๆ ว่าบริษัทไหนกันแน่ที่**ทำธุรกิจได้เก่ง** มีประสิทธิภาพมากกว่ากัน...เสียตายคนชอบเข้าใจผิดเพราะชื่อ

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

แต่ สูตรคำนวณ เป็น EBIT / สินทรัพย์รวม

ไม่ใช่กำไรสุทธิ แต่ใช้ EBIT ที่เป็นกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี

ไม่ใช่แค่ส่วนทุนของเจ้าของ แต่ใช้สินทรัพย์รวมทั้งหมด (ทั้งเงินจากเจ้าของและเงินกู้ยืมเพิ่ม) เพื่อ**ตัดปัจจัยเรื่องโครงสร้างทางการเงิน** ของบริษัทออกไปนั่นเอง

จากตัวอย่างเดิม ย้อนไปคิดใหม่พบว่า EBIT ทั้งคู่คือ 10 ล้านบาท ดังนั้น **ลูกเสียทั้งสอง** จึงมี ROA เป็น 10% เท่ากัน พอเริ่มล่อนจ้อน จึงเห็นว่า ไม่มีใครมีฝีมือทำธุรกิจมากกว่ากัน...แต่แค่นี้ยังไม่หมด...ยังเหลืออีกสองตัว

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)

ต่อเนื่องมา ให้ทั้งสองบริษัท ซื้อเครื่องจักรมาผลิตสินค้า โดยลงทุนไป 20 ล้านบาท คาดว่าจะใช้ได้ 10 ปี หรือ ผลิตสินค้าได้จำนวน 1 ล้านชิ้น

หลักบัญชี เมื่อซื้อเครื่องจักรที่เป็นสินทรัพย์ถาวร แม้จ่ายเงินไปทั้งหมดแล้ว แต่จะ**ใช้วิธีทยอยรับรู้ค่าใช้จ่าย**นั้น เรียกกันทางบัญชีว่า **ค่าเสื่อมราคา (Depreciation)** ที่เด็ดคือ ทยอยรับรู้ได้หลากหลายวิธี เช่น (สมมติไม่มีมูลค่าซาก)

1. แบบเส้นตรงเท่ากันทุกปี : $1/10 = 10\%$ ต่อปี = ปีละ 2 ล้านบาท
2. แบบยอดลดลงทวีคูณ : 20% ของต้นงวด = ปีแรก 4 ล้านบาท
3. แบบตามจำนวนผลผลิต : 20 บาท/ชิ้น = ปีแรก 1 ล้านบาท

(สมมติให้ปีแรก ฐานลูกค้ายังน้อย ยอดขายแค่ 5หมื่นชิ้น)

พบว่าในงบการเงิน บริษัทลูกเสียเมียรวยเลือกวิธี 2 เพื่อตัดปีแรกๆ ให้มากจะได้หมดเร็ว ส่วนลูกเสียเมียรวย เลือกวิธี 3

เมื่อบวกค่าเสื่อมกลับไป EBIT 10 ล้าน **ก็จะได้ค่า EBITDA** ดังนี้ **บริษัทลูกเสียเมียรวย** จริงๆ แล้วทำกำไรจากธุรกิจได้ถึง 14 ล้านบาท **บริษัทลูกเสียเมียรวย** ทำกำไรจากธุรกิจได้เพียง 11 ล้านบาทเท่านั้น

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและถือว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้รีบลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

เห็นแบบนี้ สิ่งที่ถูกคิดก็คือ ทำไม**ลูกเสียเมียถึง** มีโรงงานใหญ่เท่ากัน แต่ทำแล้วมีกำไรน้อยกว่ากันตั้ง 3 ล้าน **ทำธุรกิจไม่เก่ง** หรือ**มีค่าใช้จ่ายพิเศษอะไรซ่อนอยู่หรือเปล่า**

เห็นไหมครับ จากเพื่อนรักสุดเลิฟ ที่ ROE 30% เมื่อกอยยเปลี่ยนผ้าออกทะเลสิน สุกท้าย กลายเป็นเพื่อนรักหักเหลี่ยมโหดไป

หุ้นดี อาจไม่ใช่หุ้นถูก

อย่างสับสนนะครับ **ของดีที่แพง ก็ไม่ใช่สิ่งที่น่าลงทุนเสมอไป** จากเดิม ROA คือ EBIT / สินทรัพย์รวม บอกให้รู้ว่า ทำกำไรได้กี่เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์รวม

คราวนี้ หากเราเปลี่ยน **EBIT เป็น EBITDA** เพื่อตัดผลเรื่องค่าเสื่อมและการตัดจำหน่าย ที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทออกไป ถึงพอใช้เทียบได้ว่า แต่ละบริษัททำกำไรได้กี่เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์รวม แต่ก็**ยังไม่ได้มีอะไรที่โยงกับ...ความถูกแพง !!!**

จึงมีการคิด EV (Enterprise Value) ขึ้นโดย**มองสินทรัพย์รวมด้วยมูลค่าตลาด ณ ขณะนั้น ไม่ได้มองตามงบการเงิน**

ลองนึกภาพว่า EV คือเงินจริงๆ ที่เราต้องใช้เพื่อเข้าไปเป็นเจ้าของกิจการทั้งหมดคนเดียว แยกออกมาที่จะได้**เงินที่ใช้ซื้อหุ้นทั้งหมด (Mkt.Cap.) และเงินจ่ายคืนหนี้สินของบริษัท** และเมื่อเป็นเจ้าของแล้ว **เงินสดในกิจการที่เป็นของเรา (มองเหมือนเงินทอน)**

$$\text{ดังนั้น } EV = \text{หนี้สิน} + \text{Mkt.Cap.} - \text{เงินสด}$$

เทียบกับมุมมอง P/E ที่เราคุ้นเคย ภายใต้แนวคิด สิ่งที่ย่ำ / ทำไรที่ได้

$$\text{จึงได้ อัตราส่วน } EV / \text{EBITDA}$$

การตีความ คล้าย P/E คือ ค่าที่ได้ยิ่งต่ำยิ่งดี โดยทั่วไปมัก

ต้องการลงทุนในหุ้นของกิจการที่มี **EV/EBITDA** ต่ำกว่า 10 ลงมา ตัวอย่างข้อมูลจาก SET.OR.TH ส่วนสรุปข้อสมเทศบริษัทจดทะเบียน

สรุปข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน									
ADVANC บริษัท แลควาเรย์ อินโฟเควส จำกัด (มหาชน)									
หลักทรัพย์มี/หลักทรัพย์ไม่มี/หลักทรัพย์สองประเภท (มหาชน)									
SET50 / SETCLMV / SETHSI									
CG Report:									
Price (บาท)	52 Week High/Low	P/E (X)	P/BV (X)	Paid-up (ล้านบาท)	Market Cap (ล้านบาท)	EV (ล้านบาท)	EBITDA (ล้านบาท)	EV/EBITDA	
175.00	204.00 / 164.00	18.97	6.89	2,973.55	520,372.00	776,557.83	90,284.81	8.60	

บทสรุป แนวคิด และการนำไปใช้

- จารย์ที่พอสรุปคร่าวๆ เกี่ยวกับ EV/EBITDA ได้ดังนี้ครับ
- ใช้ประเมินเปรียบเทียบบริษัท โดย**ลดผลของปัจจัยทางการเงิน** เช่น การใช้ leverage จากแหล่งเงินทุน วิธีการคิดค่าเสื่อมทางบัญชี แต่มยังทำให้บริษัทที่มีกำไรสุทธิดีดลบ สามารถเปรียบเทียบกันได้
 - เหมาะกับการประเมินบริษัทที่มีหนี้สูง หรือธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรมากๆ เช่น โทรคมนาคม โรงไฟฟ้า โรงแรม โรงพยาบาล เป็นต้น
 - ห้ามตีความหมายแบบ P/E เช่น หุ้น P/E 15 เท่า จะเรียกว่า 15 ปีคืนทุนยังพอฟังได้ แต่ **EV/EBITDA 10 เท่า ไม่ใช่ 10 ปีคืนทุน** เพราะ
 - ทำไรจริง น้อยกว่านั้น เพราะต้องจ่ายดอกเบี้ย และภาษีอยู่
 - ค่าเสื่อม ไม่กระทบเงินสดในงวดนั้น แต่เมื่อสินทรัพย์นั้นหมดอายุ ต้องมีการลงทุนใหม่อยู่ดี (Replacement Cost)
 - Source of Fund ที่ต่าง เช่น เจ้าหนี้ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ ทำให้การแบ่งกำไรมีสัดส่วนไม่เท่ากัน
- สุดท้าย ไม่มีอัตราส่วนใด สมบูรณ์ในตัวเองทุกด้าน จึงต้องใช้หลายตัวประกอบกัน แต่ที่สำคัญคือ ก่อนใช้ตัวไหน **ต้องเข้าใจความหมายให้ต้องแท็ก่อนเสมอ** ว่าจริงๆ เรากำลังดูอะไร...จารย์ดี

คำคมเขียนหุ้น



วินนี่-เดอะ-พูห์ (Winnie-the-Pooh)

“พวกนายเคย...หยุดคิด แล้วลืม...เริ่มมันใหม่มั๊ยนะ”

“Did you ever stop to think, and forget to start again?”

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันหรือการรับประกันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เคียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือแนะนำให้ลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน