

## บทที่ 4

### ผลการศึกษาและการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 4.1 การวิเคราะห์ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

##### 4.1.1 หลักการลงทุนแบบประเมินคุณค่า(ข้อมูลทั่วไป)

กิจกรรมหลักของบริษัทฯ เป็นการดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเลียม บริษัทฯ ลงทุนในบริษัทย่อย กิจการที่ควบคุมร่วมกันและบริษัทร่วม (“กลุ่มบริษัท”) ซึ่งประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการสำรวจและผลิตปิโตรเลียมและก๊าซธรรมชาติ การกลั่นน้ำมัน การตลาดและการค้าปลีกปิโตรเคมี และธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 และ 2549 กลุ่มบริษัทมีการดำเนินงานใน 18 ประเทศ มีพนักงานจำนวน 10,630 คน (2549 : 8,553 คน) และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานของกลุ่มบริษัทสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2550 มีจำนวน 10,470.89 ล้านบาท (2549 : 9,626.18 ล้านบาท)

##### 1) เป็นสินค้าผูกขาด

ตามหลักการลงทุนแบบประเมินคุณค่า ของ วอร์เรน บัฟเฟตต์ ธุรกิจของ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) อยู่ในเกณฑ์ ของธุรกิจสินค้าโภคภัณฑ์ คือ สินค้าประเภทที่มีการแข่งขันทางด้านราคาสูงถึงแม้ว่า บริษัทจะมีข้อได้เปรียบที่เป็นที่ยอมรับของผู้บริโภคส่วนใหญ่ แต่เกณฑ์ในการเลือกซื้อสินค้ายังอยู่ที่ราคา ถ้าคู่แข่งมีการทุ่มตลาดเพื่อต้องการชิงส่วนแบ่งการตลาดไป ย่อมเป็นเรื่องที่สามารถทำได้ หรืออาจจะยอมขาดทุนที่จะต้องแข่งผู้บริโภค จะทำให้รายรับของบริษัทจะไม่สม่ำเสมอเนื่องจากลูกค้าไม่มีความแน่นอนในการเลือกซื้อสินค้า

ทางด้านการดำเนินงานเพื่อรักษายอดขายนั้น จะต้องใช้ทุนสูงทั้งด้านงบประมาณและเครื่องมือเครื่องจักร และต้องมีเครื่องจักรที่ทันสมัยเพื่อให้ทันต่อการแข่งขันดั่งนั้นงบเพื่อดำเนินงานเพื่อรักษาฐานลูกค้า ต้องใช้งบสูงส่งผลให้กำไรสะสมที่เก็บมาก่อนหน้ามีการใช้จ่ายออกไป

ถึงแม้ว่า บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) จะอยู่ในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ แต่การศึกษาวิจัยครั้งนี้ก็จะทำการประเมินคุณค่าต่อไป เพื่อผลลัพธ์ที่ออกมาและเปรียบเทียบกับสินค้าผูกขาดคือ บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) จะมีผลลัพธ์ต่างกันอย่างไร

## 2) เข้าใจธุรกิจของบริษัท

น้ำมัน คือ ผลิตภัณฑ์ที่ใช้แล้วหมดไป และปริมาณน้ำมันดิบในโลกนี้มีอยู่อย่างจำกัด ทุกคนส่วนใหญ่จะต้องใช้น้ำมัน เพื่อกิจกรรมหลายอย่าง ในชีวิตประจำวัน เช่น ใช้เติมรถ ขวดยานพาหนะ ทางการเกษตร เช่น ใช้เติมเครื่องตัดหญ้า รถไถ ฯลฯ ทางการค้าธุรกิจ เช่น รถบรรทุก ทางการคมนาคมต่างๆ เช่นรถประจำทาง จะเห็นได้ว่า น้ำมันเป็นปัจจัยสำคัญต่อชีวิตผู้คนในปัจจุบันมาก

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าน้ำมันจะเป็นที่ต้องการของคนส่วนใหญ่ แต่ราคาน้ำมัน กลับมีทั้งขึ้นและลง เป็นผลเนื่องมาจาก อุปสงค์อุปทาน และการเก็งกำไรของนักลงทุนน้ำมัน นี่คือนี่สิ่งที่ทำให้รายได้ของบริษัทผลิตน้ำมันจึงมีขึ้น-ลง ตามอุปสงค์อุปทานในตลาด

## 3) บริษัทมีฐานะทางการเงินที่มั่นคง

โดยจะพิจารณาจากงบดุล และงบกำไรขาดทุนดังนี้  
จากงบดุล พิจารณานี้สินทั้งหมด 403,864.25 ล้านบาท และมีส่วนผู้ถือหุ้น 230,038.74 ล้านบาท อ่านค่าได้ว่า มีหนี้สินมากเกินไป มีมากเมื่อเทียบกับส่วนผู้ถือหุ้น เกือบ 2 เท่า ถือว่ามีสถานะทางการเงินที่น่าเป็นห่วงในเรื่องการชำระหนี้และภาระการชำระหนี้

จากงบกำไรขาดทุน พิจารณากำไรหลังหักภาษี 63,226.20 ล้านบาทเมื่อเทียบกับรายได้ 1,407,544.57 ล้านบาท มีผลตอบแทนจากรายได้ทั้งหมด แค่ 4.49 % มองว่าน้อยมาก ไม่คุ้มค่าต่อการลงทุน มีค่าใช้จ่ายรวมต้นทุนขายสินค้ามากถึง 95.65 % จะเห็นว่ามีความเสี่ยงมาก ไม่คุ้มค่ากับเงินลงทุนที่เสียไป

## 4) กำไรของบริษัทมีความแข็งแกร่ง และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

ตารางที่ 4.1 กำไรต่อหุ้น กำไร บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ปี พ.ศ.	กำไรบาทต่อหุ้น	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(%)
2546	7.89	48.84
2547	8.76	49.83
2548	14.09	35.22
2549	22.39	40.73
2550	30.53	45.3
2551	33.90	43.28%
2552	-	-

ที่มา: ฐานข้อมูล EPS16YEAR [www.thaivi.com](http://www.thaivi.com).

พิจารณาจากกำไรต่อหุ้นของ บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) มองว่า ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง พ.ศ.2551 บริษัทมีกำไรต่อหุ้นที่เติบโตขึ้นอย่างแข็งแกร่งและอย่างต่อเนื่อง จัดได้ว่าเป็นหุ้นที่น่าสนใจในระดับปานกลาง ตามหลักเกณฑ์การลงทุนแบบประเมินคุณค่าในเรื่องการสามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ แต่ เนื่องจากว่าในอดีตมีกำไรต่อหุ้นที่ผันผวน สูงต่ำไม่ต่อเนื่อง สำหรับการศึกษาคำนี้ สามารถนำมาคำนวณในแบบประเมินคุณค่าได้ เนื่องจากถึงแม้จะมีผลกำไรต่อหุ้นที่ไม่ต่อเนื่องมาตลอดแต่ ยังดีที่ 6 ปีหลังมีกำไรที่เติบโตต่อเนื่อง

อย่างไรก็ตาม ให้น้ำหนักความน่าสนใจน้อยกว่า PTTEP เนื่องจากประวัติกำไรต่อหุ้นของ PTT มีความสม่ำเสมอน้อยกว่า

ก) อัตราการเติบโตของกำไร 2551

จากข้อมูลให้

กำไรต่อหุ้นปี 2546	7.89
กำไรต่อหุ้นปี 2551	33.90
ระยะเวลาลงทุน(N)	5
ดังนั้นอัตราการเติบโตของกำไร 5 ปี	33.85%

ข) หากกำไรคาดการณ์ปี 2552

จากข้อมูลให้

กำไรต่อหุ้นปี 2546	7.89
อัตราการเติบโตของกำไร 5ปี	33.85%
ระยะเวลาลงทุน(N)	6
ดังนั้นผลกำไรคาดการณ์ปี 2552(ลงทุน 6 ปี)	45.37 บาทต่อหุ้น

เป็นอัตราการเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไร ต่อหุ้น

ดังนั้นคาดการณ์กำไรต่อหุ้น ได้ 45.37บาท/หุ้น

อัตราการเติบโตของกำไรระหว่างปี 2546-2551 33.85 %ต่อปี

โดยคร่าวๆแล้ว บริษัทมีการเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไร และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นของกำไรต่อหุ้นของบริษัท

5) ใช้เงินลงทุนเฉพาะในกิจการที่ เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน  
(เฉพาะธุรกิจ โทรทัศน์)

6) การซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

ปี 2546 หุ้นสามัญที่ออกและชำระเต็มมูลค่าแล้วมีจำนวน 2,797,245,725 หุ้น  
มูลค่าหุ้นละ 10 บาท

ปี 2550 หุ้นสามัญที่ออกและชำระเต็มมูลค่าแล้ว มีจำนวน 2,817,388,125 หุ้น

มูลค่าหุ้นละ 10 บาท

$2,797,245,725 - 2,817,388,125 = - 20,142,400$  ล้านหุ้น

(ติดลบ หมายถึงเพิ่มทุน)

ข้อมูลจากรายงานประจำปี ปี2546 และปี 2550 เห็นได้ชัดว่าบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลานั้น จากหลักการในข้อนี้ ถือว่า บริษัทไม่น่าสนใจเท่าที่ควรเนื่องจากว่าแทนที่จะมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่กลับมีการขายหุ้นเพิ่มทุนทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของลดลงอย่างมากแม้ผู้ถือหุ้นจะถือหุ้นในจำนวนมากก็ตาม

#### 7) ผู้บริหารบริหารกำไรสะสมของบริษัท

ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของกำไรสุทธิของงบการเงินรวมหลังหักเงินสำรองต่างๆ ทุกประเภทที่กฎหมายและบริษัทได้กำหนดไว้

มีการจ่ายปันผล สำหรับปี 2550 อัตราหุ้นละ 11.5บาทต่อหุ้น โดยแบ่งจ่ายเป็นปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2550 จ่ายวันที่ 28 กันยายน 2550 อัตราหุ้นละ 5 บาทต่อหุ้น และปันผลงวด 6 เดือนหลัง จ่ายวันที่ 30 เดือนเมษายน 2551 อัตราหุ้นละ 6.50 บาท

#### วิธีคิด

จากกำไรต่อหุ้น ปี 2550	30.53 บาทต่อหุ้น
หัก จ่ายปันผล	<u>11.50</u>
เหลือกำไรสะสม	<u>19.03</u> บาทต่อหุ้น
คิดเป็น จ่ายปันผล	37.67 %
เก็บเป็นกำไรสะสม	62.33 %

แปลความได้ว่า ผู้บริหารเน้น เก็บเงินไว้มากกว่าที่จะจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้น

คำนึงถึงการใช้จ่ายเงินกำไรสะสมในการพัฒนาและดำเนินกิจการเพื่อความเติบโตทางธุรกิจและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่อไป

หากดูรายได้ที่ได้จากการดำเนินกิจการแล้ว 1,407,544.57 ล้านบาท หักค่าใช้จ่ายแล้ว มีกำไร 63,226.20 ล้านบาท คิดเป็น 4.49% มองว่าเป็นผลตอบแทนที่น้อยมาก เป็นผลงานไม่ค่อยน่าประทับใจจากการดำเนินงานของผู้บริหาร แสดงว่า ผู้บริหารมีการบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร หรือ อีกสาเหตุหนึ่ง คือรูปแบบศักยภาพทางธุรกิจของบริษัท ก่อนข้างจะอยู่ในเกณฑ์ที่ไม่ค่อยโดดเด่นหรือเรียกอีกอย่างว่าเป็นธุรกิจ โภคภัณฑ์

#### 8) บริษัทมีอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ย

ตารางที่ 4.2 ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ปี พ.ศ.	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(%)
2545	-29.83
2546	48.84
2547	49.83
2548	35.22
2549	40.73
2550	45.3
2551	43.28
2552	42.24 (คาดการณ์)(%)

ที่มา: ฐานข้อมูลEPS16YEAR. [www.thaivi.com](http://www.thaivi.com)

ก) อัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 2551

จากข้อมูล ให้

ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นปี 2546 48.84

ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นปี 2551 43.28

ระยะเวลาลงทุน(N) 5

ดังนั้นอัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 5 ปี -2.39%

ข) หากคาดการณ์อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น ปี 2552

จากข้อมูลให้

ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นปี 2546 48.84

อัตราการเติบโตของกำไร 5ปี -2.39%

ระยะเวลาลงทุน(N)ปี 6

ดังนั้นผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นคาดการณ์ปี 2552

ได้เท่ากับ 42.24

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ใช้เกณฑ์ผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเป็น

เกณฑ์ ที่อัตราดอกเบี้ยรัฐบาล 6.25%

ถ้านักลงทุนต้องการเพิ่มอำนาจการซื้อที่แท้จริงของนักลงทุนแล้ว จำเป็นจะต้องได้ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของนักลงทุนอย่างน้อยในอัตราที่เท่ากับผลลัพท์ของเงินเฟ้อและภาษี

ดังนั้น จำนวน ผลตอบแทนขั้นต่ำ ที่ต้องการจากการลงทุนพันธบัตรรัฐบาล

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป ประมาณ 6.5 %

อัตราภาษีของการรับปันผลที่ได้จากการลงทุน 10 %

อัตราปันผลที่ได้รับ 37.67 %

ถ้าหากต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่า พันธบัตรรัฐบาล 6.25 %

นักลงทุนควรลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่ ดังนี้

ให้  $x$  คือผลตอบแทนขั้นต่ำที่ต้องการเพื่อไม่ให้เสียอำนาจการซื้อ

$$= X + X(\text{เงินปันผล} - \text{ภาษีปันผล}) - \text{เงินเฟ้อ} = 0$$

$$= X + X(37.67\% - 10\%) - 6.5\% = 0$$

$$= X + \frac{27.67X}{100} = 6.5\%$$

$$100$$

$$= 127.67X = 650$$

$$X = 5.09$$

ดังนั้นถ้านักลงทุนต้องการผลตอบแทนขั้นต่ำ เพื่อไม่ให้เสียอำนาจการซื้อ

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ 5.1 %

และคิดรวมถึงอัตราเงินเฟ้อและภาษีเกณฑ์เฉลี่ยที่นักลงทุนควรได้รับควรอย่างน้อย 5.1%

จากตารางคำนวณอัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 5 ปี เท่ากับ -2.39% อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับผลตอบแทนขั้นต่ำ 5.1% ส่งผลให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้รับน้อยลงมาก ถึงแม้บางปีจะสูง แต่บางปีก็ต่ำไม่สม่ำเสมอ มองว่าหุ้น PTT มีผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นที่ต่ำ และไม่สม่ำเสมอ อาจส่งผลให้การลงทุนมีความเสี่ยงได้

9) บริษัทสามารถปรับราคาสินค้าตามอัตราเงินเฟ้อ

ตารางที่ 4.3 เปรียบเทียบยอดขายกับกำไรสุทธิบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ปี	ยอดขาย	กำไร
2548	960,803.03	85,521.29
2549	1,265,476.93	95,260.60
2550	1,553,053.06	97,803.59

ที่มา : รายงานประจำปี 2550 งบการเงิน บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ปี 2548 มี กำไร เป็น 8.90% ของยอดขาย ปี 2549 มีกำไร เป็น 7.53% ของยอดขาย  
ปี 2550 มีกำไร เป็น 6.30 %ของยอดขาย

ปี 2548-2550 มีการเติบโตโดยยอดขาย 27.14 % การเติบโตของกำไร 6.94 %

บริษัทฯ มีกำไรต่อยอดขายที่ต่ำมาก แสดงว่ารายได้สูงแต่ต้นทุนและค่าใช้จ่ายก็สูงตามมากกว่า 90% ของยอดขายทั้งหมด

ราคาเมื่อปีที่ 2549-2550 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแต่เป็นเพราะการเก็งกำไรราคาน้ำมันดิบของโลก ทำให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นส่งผลให้ราคาน้ำมันขายปลีกมีราคาสูงขึ้น ซึ่งไม่ใช่การขึ้นราคาด้วยอัตราเงินเฟ้อ และปัจจุบัน เมื่อปลาย 2551 ราคาน้ำมันขายปลีกได้ลดลงอย่างรวดเร็ว หรือเรียกได้ว่า ราคาถูกมากเมื่อเทียบกับราคาน้ำมันจากต้นปี 2551 หรือประมาณ 2-3 ปีก่อนหน้า ซึ่งทั้งหมดนี้เห็นได้ว่าแนวโน้มราคาน้ำมันหรือราคาลีนค่าของบริษัท ฯ ขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานน้ำมัน และมีการขึ้นลงอย่างไม่มีเสถียรภาพ

ประเมินได้ว่า ราคาของสินค้าในธุรกิจนี้ไม่สามารถปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อได้ เนื่องจากจะปรับขึ้นได้หรือการเพิ่มขึ้นของกำไรได้ จะต้องเพิ่มยอดขายให้มากเท่าที่จะมากได้ ซึ่งอาจจะต้องมีค่าใช้จ่ายตามมาเป็นต้นทุนผันแปร ทำให้กำไรไม่เป็นที่น่าพอใจเท่าที่ควร

10) เงินทุนจำนวนมากในการปรับปรุงพัฒนาโรงงานและเครื่องจักรให้ทันสมัย จากตาราง 11 ก ในระหว่าง 1 ปี ตั้งแต่ 2549-2550 มีการซื้อเครื่องจักรและอุปกรณ์เพิ่ม  $(87,636.13 - 46,889.71) = 40,746.42$  ล้านบาท หรือ ประมาณ 1 เท่าของปี 2549

มองว่า บริษัทฯ มีต้นทุนที่สูงในการใช้งบประมาณเพื่อดำเนินงานและพัฒนาเพิ่มเติมเพื่อให้รักษาการดำเนินงานให้อยู่อย่างปกติ และต้นทุนดังกล่าวคือตัวบั่นทอนกำไรหรือผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นนั่นเอง

#### 4.1.2 หลักการลงทุนแบบประเมินคุณค่า(การวิเคราะห์เชิงตัวเลข)

การศึกษาครั้งนี้สมมติว่า PTT ที่กำลังวิเคราะห์คือหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านเกณฑ์เบื้องต้นสำหรับการลงทุนแบบประเมินคุณค่า แต่หาประเมินมูลค่าบริษัทต่อไป เพื่อเปรียบเทียบกับ PTT และ ราคาที่จะลงทุนคือราคา ณ. วันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2551 คือ ราคา 172 บาท ต่อหุ้น

การศึกษาครั้งนี้สมมติว่า PTT ที่กำลังวิเคราะห์คือหลักทรัพย์ที่ไม่ผ่านเกณฑ์เบื้องต้นสำหรับการลงทุนแบบประเมินคุณค่า แต่หาประเมินมูลค่าบริษัทต่อไป เพื่อเปรียบเทียบกับ PTT และ ราคาที่จะลงทุนคือราคา ณ. วันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2551 คือ ราคา 172 บาท ต่อหุ้น

##### 1) ประเมินมูลค่าธุรกิจ

ตารางที่ 4.4 กำไรต่อปีของPTT

ปี พ.ศ.	กำไรต่อปี
2550	63,226.00
2549	95,260.00
2548	85,521.00
2547	62,666
2546	37,579
รวมกำไร	344,252.00
ค่าเฉลี่ย 5 ปี	68,850.40

ที่มา : รายงานประจำปี 2550 บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

บริษัทได้รับกำไรโดยเฉลี่ย 68,850.40 ล้านบาท

เป็นระยะเวลา(ปี) 5 ปี

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 6.25 %

โดยมีการคำนวณมูลค่ากิจการดังนี้

PV กระแสเงินสด

$$= 68,850.40/1.0625 + 68,850.40/1.0625^2 + 68,850.40/1.0625^3 + 68,850.40/1.0625^4 + 68,850.40/1.0625^5$$

$$= 16,403.45 + 15,442.09 + 14,512.70 + 13,640.76 + 12,819.53 + 12,049.07$$

$$+11,324.0$$

$$= 287,466.35$$

มูลค่าที่เหลือของกิจการในปีที่ 5

$$= \frac{68,850.40 \times 0.0625}{1.0625^5}$$

$$= 1,101,606.40 / 1.3541 = 813,534.007$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของกิจการ(PV)} = 287,466.35 + 813,534.007 = 1,101,000.35 \text{ ลบ.}$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันกิจการ (PV)} = 1,101,000.35 \text{ ลบ.}$$

ถ้านำไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ได้ดอกเบี้ย 6.25 % ต่อปี

ณ. ปีที่ 5 (N) 5



มูลค่ากิจการในอนาคต (FV) 1,490,843.82 ลบ.

แปลว่า นักลงทุนจะต้องลงทุน 1,101,000.35 ลบ. โดยได้ผลตอบแทน 6.25% ต่อปี เป็นเวลา 5 ปี เพื่อได้รับ 1,490,843.82 ลบ.ในปีที่ 5

2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล  
(ในปี 2552)

มีการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น	45.37 บาทต่อหุ้น
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	6.25%
มูลค่าเปรียบเทียบที่ (45.37/6.25%)	725.92 บาท

แปลความว่า ถ้าซื้อหุ้น PTT ที่ราคา 725.92 บาทต่อหุ้น นักลงทุนจะได้อัตราผลตอบแทนเท่ากับลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ดังนั้น PTT จึงมีราคาเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลเท่ากับ 725.92 บาท

ถ้าจะซื้อหุ้นควรซื้อต่ำกว่า 725.92 บาท จะทำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำกว่าราคาเชิงเปรียบเทียบกับราคาพันธบัตรรัฐบาล และ ผลตอบแทนจากหุ้นจะสูงกว่าผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล ณ.ที่นี้คือ 6.25 % ตารางผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่อหุ้น

ตารางที่ 4.5 กำไรต่อหุ้น กำไร บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

ปี พ.ศ.	กำไร (บาทต่อหุ้น)	ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (%)
2546	7.89	48.84
2547	8.76	49.83
2548	14.09	35.22
2549	22.39	40.73
2550	30.53	45.3
2551	33.90	43.28
2552	45.37(คาดการณ์)	42.24 (คาดการณ์)

ที่มา: ฐานข้อมูล EPS16YEAR. [www.thaivi.com](http://www.thaivi.com).

ราคาหุ้นในปี วันที่ 30 /ธ.ค./2551 อยู่ ณ ราคา

172 บาท

## 2.1) ใช้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้น

(ปี 2552)

บริษัทมี อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 42.24 %

ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (บาทต่อหุ้น)

(ส่วนผู้ถือหุ้น / จำนวนหุ้น)

(254,986.54 / 2,824) 90.29 บาท/หุ้น

กำไรต่อหุ้น 45.37 บาท/หุ้น

ผลตอบแทนเริ่มแรก  $(45.37 / 90.29) \times 100$  55.24 %

แปลว่า ถ้านักลงทุนลงทุนที่ราคาเท่ากับมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น จะได้รับผลตอบแทนเริ่มแรก 55.24 %

## 2.2) หาผลตอบแทนของนักลงทุนเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นที่ 172บ.

(ปี 2552)

แต่ถ้านักลงทุน ที่ราคา 172บาท

จะได้ผลตอบแทนปี 2552  $(45.37 / 172) \times 100 = 26.38\%$  26.38 %

## 2.3) ใช้อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอดีต 5 ปีที่ผ่านมา

กำหนดให้

กำไรต่อหุ้นปี 2546 7.89

กำไรต่อหุ้นปี 2551 33.90

ระยะเวลาลงทุน(N) 5

หาอัตราเติบโตของกำไรต่อหุ้น(I/Y) 33.85 %

ดังนั้นอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTT ระหว่างปี 2546-2551

ได้เท่ากับ 33.85%

อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นของนักลงทุนเท่ากับต่อปี 131.55 %

นักลงทุนหากต้องการลงทุนด้วย 172 บาทต่อหุ้นควรเลือกระหว่าง พันธบัตรให้ผลตอบแทนในอัตราคงที่ 6.25% หรือ ลงทุนในหุ้น PTT ให้ผลตอบแทนเริ่มต้นที่ 55.24 % และผลตอบแทนของกำไรคาดการณ์จะเพิ่มขึ้นในอัตรา 33.85 % ต่อปี

นักลงทุนน่าจะควรเลือกลงทุนในหุ้น PTT ให้ผลตอบแทนดีกว่าพันธบัตรรัฐบาล

## 3) การประเมินหุ้นเสมือนพันธบัตรของ PTT

อัตราจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเริ่มแรก  $(33.90 / 90.29) \times 100 = 37.54\%$ เก็บกำไรสะสมจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น  $(37.54\% \times 62.33\%) = 23.40\%$

โดยหาคาดการณ์มูลค่าผู้ถือหุ้น

คิดเป็น จ่ายปันผล 37.67 %

เก็บเป็นกำไรสะสม 62.33 %

3.1) จำนวนกำไรสะสมที่เก็บไว้ในบริษัทต่อปี

ก) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น

(254,986.54 / 2,824) 90.29บาทต่อหุ้น

บวกเก็บกำไรสะสม

(45.37×23.40%) 10.61บาทต่อหุ้น

คาดการณ์มูลค่าผู้ถือหุ้น

100.90 บาทต่อหุ้น

ข) ส่วนผู้ถือหุ้น

90.29

บวก(23.40 % × 90.29 )

21.12 บาท/หุ้น

ส่วนผู้ถือหุ้น เป็น

111.14 บาท/หุ้น

อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTT ระหว่างปี 2546-2551

33.85%

อัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 2546-2551

2.39%

ได้ตารางคาดการณ์ดังนี้

ตารางที่ 4.6 ประมาณการระหว่างปี 2551- 2556

ปีพ.ศ.	กำไร (บาทต่อ หุ้น)	ผลตอบแทนต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น (%)	เงินปันผล	กำไรสะสม (บาทต่อหุ้น)	กำไร สะสม (บาทต่อ หุ้น) สะสมทบ ต้น
2551	33.9	43.28	11.5	22.40	22.40
2552	45.38	42.25	15.20	30.18	52.58
2553	60.73	41.21	20.09	40.64	93.22
2554	81.29	40.25	26.56	54.73	147.95
2555	108.81	39.29	35.10	73.71	221.66
2556	145.64	38.35	46.40	99.24	320.9

ที่มา: จำนวนโดย โปรแกรมจากTI BA 2 PLUS

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ปี 2551)	43.28 %
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น(PV) ( 254,986.54 /2,824)	90.29 บาท/หุ้น
สมมติว่า ในอีก 5 ปีข้างหน้า(ปี 2556)	
บริษัทรักษาผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ได้ -2.39 %	
เก็บเป็นกำไรสะสม (-2.39%×62.33 %) = (I/Y)	-1.49%
ระยะเวลา	5 ปี
ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสมปี 2556(FV)	411.19 บาท/หุ้น
ดังนั้น PTT จะมีผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นได้(32.78 ×-2.39%)	320.90 บาท/หุ้น
<b>3.2) อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น</b>	
อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างปี 2546-2551 เท่ากับ	-2.39%
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างปี 2546-2551 เท่ากับ	43.87%
มูลค่ากิจการปี2551(1,101,000.35/ 2,824)ลบ.	389.87 บาท/หุ้น
<u>บวกกำไรสะสม</u>	<u>320.90บาท</u>
มูลค่ากิจการปี 2556	<u>710.77 บาท</u>
อัตราเติบโตของมูลค่าทางบัญชี	
$(411.19-90.29)^{1/5} - 1$	63.18%
<b>3.3) หามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นในอีก 5 ปีข้างหน้า</b>	
ใช้ข้อมูลอัตราส่วนผู้ถือหุ้นหามูลค่าทางบัญชี	
ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าปัจจุบัน ปี 2551(PV)	90.29 บาท/หุ้น
อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชี(I/Y)	63.18% ต่อปี
ระยะเวลาลงทุน (N)	5 ปี
มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2556	1,044.65 บาท/หุ้น
<b>3.4) หามูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ5.1% คิดลด</b>	
กำหนด	
มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2556(FV )	1,044.65 บาท/หุ้น
ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ ( I/Y )	5.1 % ต่อปี
ระยะเวลาลงทุน(N)	5 ปี
หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน	814.62 บาท/หุ้น
<b>4) การคาดการณ์ผลตอบแทนต่อปี</b>	

ตารางที่ 4.7 ราคาหลักทรัพย์และค่า P/E ได้ดังตาราง

ปี พ.ศ.	ราคา หลักทรัพย์	กำไรต่อ หุ้น	ผลตอบแทนต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น	เงินปันผล	P/E
2546	183	7.89	48.84	2.85	23.19*
2547	173	8.76	49.83	4	19.75
2548	226	14.09	35.22	6.75	16.04
2549	210	22.39	40.73	14.25	9.38*
2550	376	30.53	45.3	10.5	12.32
2551	175	33.9	43.28	11.5	5.16

ที่มา: [www.efinancethai.com](http://www.efinancethai.com)

หมายเหตุ: \* คือค่า P/E ที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.8 ประมาณการระหว่างปี 2551-2556

ปีพ.ศ.	กำไรต่อหุ้น	มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น	เงินปันผล	กำไรสะสม/หุ้น
2551	33.9	43.28	11.5	22.40
2552	45.37	42.25	15.20	30.18
2553	60.73	41.21	20.09	40.64
2554	81.28	40.25	26.56	54.73
2555	108.80	39.29	35.10	73.71
2556	145.63	38.35	46.40	99.24

ที่มา: กำหนดโดย โปรแกรมจาก TI BA 2 PLUS.

อัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 2546-2551 -2.39%

อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTT ระหว่างปี 2546-2551 33.85%

จากกำไร/หุ้นในอดีต ถ้าอัตราการเติบโตกำไร/หุ้น ระหว่างปี 2546 - 2551

อัตราการเติบโตเท่ากับ 33.85 %ของกำไร

บวก เงินปันผลที่อัตรา 37.67 %ของกำไร

นักลงทุนสามารถคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้นในช่วง

ระหว่าง 2551-2556

และคาดการณ์ได้ตามตาราง

จากกำไรคาดการณ์ปี2556	145.64 บาท/หุ้น
<u>P/E ต่ำสุด 9.38 เท่า</u> (145.63 × 9.38)	1,366.00 บาท
<u>บวกเงินปันผล(จากตาราง)</u>	46.40 บาท
เงินรับสุทธิ	1,412.40 บาท/หุ้น
<u>P/E สูงสุด 23.19 เท่า</u> (145.63 × 23.19)	3,377.15 บาท
<u>บวกเงินปันผล</u>	46.40 บาท
เงินรับสุทธิ	3,423.55 บาท/หุ้น

## 4.1) หาผลตอบแทนทบต้น

P/E ต่ำสุด 9.38 เท่า

กำหนดให้

มูลค่าปัจจุบัน (ต้นทุนที่ลงทุน)(PV) 172 บาท

ถ้าเงินรับในอนาคต (FV) 1,412.40 บาท

ระยะเวลาดลงทุน 5

ดังนั้นผลตอบแทนทบต้น 52.37 %

P/E สูงสุด 23.19 เท่า

กำหนดให้

มูลค่าปัจจุบัน ( ต้นทุนที่ลงทุน )(PV) 172 บาท

ถ้าเงินรับสุทธิในอนาคต (FV) 3,423.55 บาท

ระยะเวลาดลงทุน 5

ได้ผลตอบแทนทบต้น 81.88 %

ดังนั้นเมื่อรวมเงินปันผลที่คาดการณ์ระหว่างช่วงปี 2551-2556 นักลงทุนจะได้

ผลตอบแทนทบต้นก่อนหักภาษีในอัตราระหว่าง 52.37% ถึง 81.88 %

## 4.2) จากบทวิเคราะห์

จากเงินลงทุน 1,000,000 บาท

ลงทุนที่ราคา 172 บาท

ได้หุ้นจำนวน 5,813.95 หุ้น

(เมื่อลงทุน ปี 2552)

P/E ต่ำสุด 9.38 เท่า

ผลตอบแทนทบต้น 52.37 %

หาเงินทั้งหมดที่ได้รับจากขายหุ้นหลังหักภาษี

ปรับตัวเลขให้สะท้อนเงินปันผลที่ได้รับ

รับเงินขาย(1,366 บาท × 5,813.95 หุ้น)	7,941,855.70 บาท
หักต้นทุน (172 × 5,813.95)	999,999.40 บาท
บวกเงินปันผล(จากตาราง)(46.40บาท × 5,813.95 หุ้น)	269,767.28 บาท
หักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากปันผล(10%)	26,976.72 บาท
เงินรับสุทธิสุทธิ คงเหลือ	7,184,646.86 บาท
บวกต้นทุน (172 × 5,813.95)	999,999.40 บาท
<u>รวมเงินรับจากการขายหุ้นทั้งหมด</u>	8,184,646.260 บาท
ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี(8,184,646.260 - 999,999.40 ) = 7,184,646.86 บาท	
ผลตอบแทนทบต้น 52.37 %	

P/E สูงสุด 23.19 เท่า

ผลตอบแทนทบต้น

81.88 %

หาเงินทั้งหมดที่ได้รับจากขายหุ้นหลังหักภาษี

ปรับตัวเลขให้สะท้อนเงินปันผลที่ได้รับ

รับเงินขาย( 3,377.15 × 5,813.95 หุ้น)

19,634,581.24 บาท

หักต้นทุน ( 172 × 5,813.95)

999,999.40 บาท

บวกเงินปันผล(จากตาราง)(46.40 × 5,813.95 หุ้น)

269,767.28 บาท

หักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากปันผล(10%)

26,976.72 บาท

เงินรับสุทธิ คงเหลือ

18,877,371.40 บาท

บวกต้นทุน (172 × 5,813.95 )

999,999.40 บาท

รวมเงินรับจากการขายหุ้นทั้งหมด

19,877,371.80 บาท

ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี( 19,877,371.80 - 999,999.40 )= 18,877,372.40 บาท

ผลตอบแทนทบต้น 81.88 % ระยะเวลาลงทุน 5 ปี

หมายเหตุ : โดยไม่ได้คำนึงถึงเงินปันผลระหว่างปีลงทุน

## 2) แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f) \text{ โดย}$$

$R_i$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ PTT (Expected rate of return

for asset i)

$\beta_i$  = ความเสี่ยงเป็นระบบที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ PTT เท่ากับ 0.7616

ได้มาจากการคำนวณของ [www.efinancethai.com](http://www.efinancethai.com). (อยู่ในตารางภาคผนวก) โดยใช้ข้อมูลราคา Set กับราคา หลักทรัพย์ PTT ที่ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี

$R_f$  = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุ 5 ปี เท่ากับ 6.25% (ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุ 5 ปี)

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดขึ้นหลัง 5 ปี ได้เท่ากับ - 1.0653%

$$R_m = (\text{set index 2551} - \text{set index 2547}) / \text{set index 2547}^{1/5} - 1 = - 1.0653$$

**ผลการคำนวณ CAPM ได้เท่ากับ**

$$E(R_{PTT}) = 6.25 + 0.7616(-1.0653 - 6.25) = 0.68$$

หามูลค่าราคาหลักทรัพย์ที่  $R_i = 0.68$

$$= (R_i - R_f) \text{- อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ}$$

$$= (0.68 - 6.25) \cdot 5.1 = - 10.67$$

แทนค่า อัตราคิดลด

กำหนด

มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ปี 2556) 1,044.65 บาท/หุ้น

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ (I/Y) - 10.67% ต่อปี

ระยะเวลาลงทุน(N) 5 ปี

หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 1,836.47 บาท/หุ้น

**การวิเคราะห์ค่าความเสี่ยง  $\beta$**

จากผลการศึกษาตามตาราง พบว่า ค่า PTT มีค่าความเสี่ยง  $\beta$  เท่ากับ 0.7616 เป็นหลักทรัพย์ที่มีค่าความเสี่ยง  $\beta$  น้อยกว่า 1 แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock หรือว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ นั่นคือ เป็นหลักทรัพย์ที่มีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนการตลาด

## 4.2 บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)

### 4.2.1 หลักการลงทุนแบบประเมินคุณค่า (ข้อมูลทั่วไป)

บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) (บริษัท) เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยและเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่เลขที่ 555 อาคารสำนักงาน ปตท. สผ. ถนนวิภาวดีรังสิต เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร 10900

บริษัท บริษัทย่อยและบริษัทร่วม (กลุ่มบริษัท) ประกอบธุรกิจหลักในด้านการสำรวจและผลิตปิโตรเลียมทั้งภายในประเทศไทยและต่างประเทศ ธุรกิจท่อขนส่งก๊าซในต่างประเทศ และการลงทุนในธุรกิจต่อเนื่องที่มีความสำคัญเชิงกลยุทธ์ตามลำดับ



ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 กลุ่มบริษัทมีการดำเนินธุรกิจใน 14 ประเทศ และมีพนักงานจำนวน 1,982 คน

1) เป็นสินค้าผูกขาด

เป็นผู้ผลิตสินค้าถือได้ว่าเป็นธุรกิจผูกขาดได้ เนื่องจากเป็นผู้ผลิตสำรวจและขุดเจาะน้ำมัน การทำธุรกิจได้รับสัมปทานเพื่อทำการขุดเจาะน้ำมัน เป็น ธุรกิจที่ ไม่ใช่สินค้าโภคภัณฑ์ เพราะว่าธุรกิจ เป็นการแข่งขันกันในด้านชื่อเสียง ไม่ใช่ ราคา บริษัทสามารถขึ้นลงราคาได้ตามอัตราเงินเฟ้อ และเป็นสินค้าที่มีคู่แข่งน้อยราย ถ้าหากลูกค้าจะเปลี่ยนใจไปซื้อจากคู่แข่งรายอื่น อาจจะตอบสนองความต้องการได้ไม่ สมบูรณ์ เพราะ คู่แข่งตอบสนองได้เพียงแต่การทดแทนของสินค้าได้เท่านั้น และ ปตท สผ.เป็นผู้ผลิตที่รายใหญ่ที่สุดในประเทศทำให้ได้เปรียบคู่แข่งทั้งทางด้านราคาและชื่อเสียง

เป็นผู้ผลิตที่ก่อตั้งมานาน มากกว่า 14 ปี บ่งบอกถึงความแข็งแกร่งของบริษัท และมีตราหือเป็น หมายเลข 1 ของการเลือกซื้อสินค้า ลูกค้านี่เป็นบีมขายน้ำมัน ก็มีสินค้า จากบริษัทนี้จำหน่ายเป็นส่วนใหญ่ ถือได้ว่าเป็นธุรกิจผูกขาดได้

2) เข้าใจธุรกิจของบริษัท

กลุ่มบริษัทแบ่งออกเป็นส่วนงานต่างๆ ได้ดังนี้

○ ส่วนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียม กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียมทั้งในประเทศ และต่างประเทศ โดยเป็นผู้ดำเนินการและร่วมลงทุนกับบริษัทสำรวจและผลิตปิโตรเลียมชั้นนำ โครงการในประเทศส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในบริเวณอ่าวไทย โครงการในต่างประเทศครอบคลุมภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ตะวันออกกลาง แอฟริกาเหนือและออสเตรเลีย ซึ่ง ณ วันที่ในงบการเงิน โครงการที่กลุ่มบริษัทลงทุนดังกล่าวประกอบด้วยโครงการที่มีการผลิตเชิงพาณิชย์แล้ว 12 โครงการ โครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาและสำรวจจำนวน 27 โครงการ

○ ส่วนงานท่อขนส่งก๊าซในต่างประเทศ กลุ่มบริษัทได้ร่วมทุนกับผู้ร่วมทุน เพื่อดำเนินธุรกิจท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติ เพื่อส่งก๊าซธรรมชาติจากโครงการที่กลุ่มบริษัทร่วมลงทุนสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ได้แก่ โครงการยาดานาและโครงการเขตกาน

○ การดำเนินงานอื่นของกลุ่มบริษัท ส่วนใหญ่ประกอบด้วย ส่วนงานการลงทุนในธุรกิจต่อเนื่องที่มีความสำคัญเชิงกลยุทธ์ และส่วนงานอื่นๆ ซึ่งไม่มีส่วนงานใดเป็นส่วนงานที่ต้องรายงานแยกต่างหาก

จากการวิเคราะห์เรื่องธุรกิจมองว่า เป็นธุรกิจที่แข็งแกร่งและ อายุยืนและเป็นสินค้าที่ไม่ล้าสมัยอย่างแน่นอน ในอีก 10 ปีข้างหน้า และเป็นธุรกิจน่าสนใจมาก

## 3) บริษัทมีฐานะทางการเงินที่มั่นคง

จากงบดุล พิจารณานี้สิน แล้ว ปี 2550 มี 58,380.77 ล้านบาท มีผู้ถือหุ้น 77,144.62 ล้านบาท และหนี้สินไม่ใช่อุปถัมภ์เลย เนื่องจากมีส่วนผู้ถือหุ้นมาก

จากงบกำไรขาดทุนพิจารณามีกำไรหลังหักภาษี 19,754.97 ล้านบาท ถือว่า มีกำไรที่แข็งแกร่ง เป็นงบการเงินที่มีความแข็งแกร่งทางการเงิน เป็นงบที่น่าไว้วางใจ เกี่ยวกับฐานะทางการเงิน

## 4) กำไรของบริษัทมีความแข็งแกร่ง และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

## ตารางที่ 4.9 กำไรต่อหุ้น ของ PTTEP

ปีพ.ศ.	กำไรต่อหุ้น	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น%
2544	0.67	16.97
2545	1.67	12.76
2546	3.34	28.4
2547	3.71	41.9
2548	3.69	34.75
2549	4.89	28.59
2550	7.24	30.88
2551	8.53	36.86
2552	12.27	-

ที่มา: ฐานข้อมูล EPS16YEAR [www.thaivi.com](http://www.thaivi.com).

พิจารณาจากกำไรต่อหุ้นของ PTTEP มีแนวโน้มที่เติบโตได้อย่างแข็งแกร่งอย่างมั่นคงและเติบโตอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ เป็นหุ้นที่ผ่านการคัดกรองเบื้องต้นว่าเป็นบริษัทที่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้ เนื่องจากมีการเติบโตของกำไรต่อหุ้นเป็นเวลา 7 ปี ถือว่าเป็นหุ้นที่หุ้นที่ผ่านหลักการการลงทุนแบบประเมินคุณค่า เป็นธุรกิจที่มีความได้เปรียบเชิงแข่งขันอย่างยั่งยืน มีศักยภาพที่ทำกำไรอย่างต่อเนื่อง เป็นหุ้นที่อยู่ในเกณฑ์หุ้นคุณค่า

## ก) อัตราการเติบโตของกำไร 2551

จากข้อมูล ให้

กำไรต่อหุ้นปี 2544

0.67

กำไรต่อหุ้นปี 2551	8.53
ระยะเวลาลงทุน(N)	7
ดังนั้นอัตราการเติบโตของกำไร 7 ปี	43.83%
ข) หากกำไรคาดการณ์ปี 2552	
จากข้อมูลให้	
กำไรต่อหุ้นปี 2544	0.67
อัตราการเติบโตของกำไร 7 ปี	43.83%
ระยะเวลาลงทุน(N)	8
ดังนั้นผลกำไรคาดการณ์ปี 2552(ลงทุน 8ปี)(FV)	12.27
เป็นอัตราการเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไร ต่อหุ้น	
คาดการณ์กำไรต่อหุ้น ได้	12.27บาทต่อหุ้น
หาอัตราการเติบโตของกำไรระหว่างปี 2544-2551 ได้เท่ากับ	43.83 %
โดยคร่าวๆแล้ว บริษัทมีการเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไร และกำไรต่อหุ้นมี	

แนวโน้มเพิ่มขึ้น

5) ใช้เงินลงทุนเฉพาะในกิจการที่เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน  
(เฉพาะธุรกิจ โทรทัศน์)

6) การซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

ปี 2544 จำนวนหุ้น 654.4 ล้านหุ้น

ปี 2550 จำนวนหุ้น 3,322 ล้านหุ้น

$654.4 - 3,322 = -2,667.6$  ล้านหุ้น (ติดลบ หมายถึงเพิ่มทุน)

ข้อมูลจากรายงานประจำปี ปี2544 และปี 2550 เห็นได้ชัดว่าบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลานั้น จากหลักการในข้อนี้ ถือว่า บริษัทไม่น่าสนใจเท่าที่ควรเนื่องจากว่าแทนที่จะมีการซื้อหุ้นคืนเพื่อเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่กลับมีการขายหุ้นเพิ่มทุนทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของลดลงอย่างมากแม้ผู้ถือหุ้นจะถือหุ้นในจำนวนมากก็ตาม

7) ผู้บริหารบริหารกำไรสะสมของบริษัท

มีเงื่อนไขการจ่ายปันผลไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิหลังจากหักภาษีเงินได้แล้วในแต่ละปี (โดยมีเงื่อนไขเพิ่มเติม)

บริษัทได้ประมาณเงินปันผลเสนอจ่ายให้ผู้ถือหุ้นประจำปี 2550 ในอัตราหุ้นละ 3.28 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ บริษัทได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2550 ไปแล้วในอัตราหุ้นละ 1.61 บาท เมื่อวันที่ 27 สิงหาคม 2550 คงเหลือจ่ายสำหรับงวด 6 เดือนหลังของ

ปี2550อีกในอัตราหุ้นละ 1.67 บาท ซึ่งจะจ่ายเมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมใหญ่สามัญผู้ถือหุ้น  
ประจำปี

วิธีคิด

จากกำไรต่อหุ้น ปี 2550	7.24 บาทต่อหุ้น
หัก จ่ายปันผล	<u>3.28</u>
เหลือกำไรสะสม	<u>3.96</u> บาทต่อหุ้น
คิดเป็น จ่ายปันผล	45.30 %
เก็บเป็นกำไรสะสม	54.70 %

แปลความได้ว่า ผู้บริหารเน้น เก็บเงินไว้มากกว่าที่จะจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้น คำนึงถึง  
การใช้เงินกำไรสะสมในการพัฒนาและดำเนินกิจการเพื่อความเติบโตทางธุรกิจ

หากดู รายได้ที่ได้จากการดำเนินกิจการแล้ว 49,629.52 ล้านบาท หักค่าใช้จ่ายแล้ว มี  
กำไร 19,754.97ล้านบาท คิดเป็น 39.80% มองว่าเป็นผลตอบแทนที่น่าสนใจ เป็นผลงานที่ดีของ  
ผู้บริหาร แสดงว่า ผู้บริหารมีการบริหารงานที่มีความสามารถมาก และเป็นเพราะธุรกิจเป็นธุรกิจที่  
มีความแข็งแกร่งโดยธรรมชาติ จึงทำให้ ยืนหยัดและอยู่รอดในทุกสภาวะเศรษฐกิจ

8) บริษัทมีอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ย

ตารางที่ 4.10 ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่อหุ้น

ปี พ.ศ.	กำไรต่อหุ้น	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
2544	0.67	16.97
2545	1.67	12.76
2546	3.34	28.4
2547	3.71	41.9
2548	3.69	34.75
2549	4.89	28.59
2550	7.24	30.88
2551	8.53	36.86
2552	12.27(คาดการณ์)	41.18% (คาดการณ์)

ที่มา: ฐานข้อมูลEPS16YEAR www.thaivi.com.

ก) อัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 2551

จากข้อมูล ให้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น(ปี 2544)	16.97
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น(ปี 2544)	36.86
ระยะเวลาลงทุน(N)	7
ดังนั้นอัตราการเติบโตของอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 7ปี	11.72%

ข) หากคาดการณ์อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น ปี 2552

จากข้อมูลให้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น(ปี 2544)	16.97
อัตราการเติบโตของกำไร 7ปี	11.72%
ระยะเวลาลงทุน(N)	8
ดังนั้นผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นคาดการณ์ปี 2552(FV)	41.18%

เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ใช้เกณฑ์ผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเป็นเกณฑ์ที่ 6.4%

ถ้านักลงทุนต้องการเพิ่มอำนาจการซื้อที่แท้จริงของนักลงทุนแล้วจำเป็นจะต้องได้

ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของนักลงทุนอย่างน้อยในอัตราที่เท่ากับผลลัพธ์ของเงินเฟ้อและภาษี

ดังนั้น คำนวณ ผลตอบแทนขั้นต่ำ ที่ต้องการจากการลงทุนพันธบัตรรัฐบาล

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป ประมาณ 6.5 %

อัตราภาษีของการรับปันผลที่ได้จากการลงทุน 10 %

เงินปันผล 45.30%

ถ้าหากต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่า พันธบัตรรัฐบาล 6.4 %

นักลงทุนควรลงทุนให้ได้ผลตอบแทนที่ ดังนี้

$$= X + X(\text{เงินปันผล} - \text{ภาษีปันผล}) - \text{เงินเฟ้อ} = 0$$

$$= X + X(45.30\% - 10\%) - 6.5\% = 0$$

$$= X + 35.30X = 6.5\%$$

100

$$135.30X = 650$$

$$X = 4.80$$

ดังนั้นถ้านักลงทุนต้องการผลตอบแทนขั้นต่ำ เพื่อไม่ให้เสียอำนาจการซื้อ

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ

4.80 %

และคิดรวมถึงอัตราเงินเฟ้อและภาษีเกณฑ์เฉลี่ยที่นักลงทุนควรได้รับควรอย่างน้อย 4.80%

จากตารางคำนวณหา อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น เท่ากับ 11.72%

ถือว่า อยู่ในเกณฑ์ที่ดีที่อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น สูงที่กว่าเกณฑ์ที่ตั้งไว้ ที่สำคัญอีกสิ่ง คือ การรักษาอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น ให้อยู่ในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่อง จากตาราง บริษัท ไม่สามารถทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นสูงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นไม่สม่ำเสมอ ได้ซึ่งบ่งบอกถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารที่จะจัดสรรกำไรสะสมในการบริหารเงิน เพื่อนำกำไรเข้าสู่บริษัท ว่าไม่น่าประทับใจ และไม่น่าไว้วางใจ

9) บริษัทสามารถปรับราคาสินค้าตามอัตราเงินเฟ้อหรือไม่

ตารางที่ 4.11 เปรียบเทียบยอดขายกับกำไรสุทธิ

ปี	ยอดขาย	กำไร
2548	69,582.82	23,734.69
2549	91,723.02	28,047.27
2550	96,773.02	28,455.39

ที่มา: รายงานประจำปี 2550 บริษัท ปตท. สผ. จำกัด (มหาชน)

ปี 2548มี กำไร เป็น 34.11%ของยอดขาย ปี 2549 มีกำไร เป็น30.58%ของยอดขาย ปี 2550 มีกำไร เป็น 29.40 % ของยอดขาย

ปี 2548-2550 มีการเติบโตโดยยอดขาย 17.93 % การเติบโตของกำไร 9.49 %

เห็นได้ชัดกว่า มีการเพิ่มขึ้นของยอดขายมาก แต่กำไรกลับคืนมีน้อยเกือบ2เท่า แสดงให้เห็นว่า การที่มีกำไรให้มาก จะต้องเพิ่มปริมาณยอดขายตามจึงจะรักษากำไรให้อยู่ในระดับที่พึงพอใจได้

ราคาเมื่อปีที่ 2549-2550 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแต่เป็นเพราะการเก็งกำไรราคาน้ำมันดิบของโลก ทำให้อาณานิคมดิบพุ่งสูงขึ้นส่งผลให้ราคาน้ำมันขายปลีกมีราคาสูงขึ้น ซึ่งไม่ใช่การขึ้นราคาด้วยอัตราเงินเฟ้อ และปัจจุบัน เมื่อปลาย 2551ราคาน้ำมันขายปลีกได้ลดลงอย่างรวดเร็ว หรือเรียกได้ว่า ราคาถูกมากเมื่อเทียบกับราคาน้ำมันจากต้นปี2551 หรือประมาณ 2-3ปีก่อนหน้า ซึ่งทั้งหมดนี้เห็นได้ว่าแนวโน้มราคาน้ำมันหรือราคาสินค้าของPTTEP ขึ้นลงตามอุปสงค์และอุปทานน้ำมัน และมีการขึ้นลงอย่างไม่มีเสถียรภาพ

ประเมินได้ว่า ราคาของสินค้าในธุรกิจนี้ไม่สามารถปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อได้ เนื่องจากจะปรับขึ้นได้หรือการเพิ่มขึ้นของกำไรได้ จะต้องเพิ่มยอดขายให้มากเท่าที่จะมากได้ ซึ่งอาจจะต้องมีค่าใช้จ่ายตามมาเป็นต้นทุนผันแปร ทำให้กำไรไม่เป็นที่น่าพอใจเท่าที่ควร

10) เงินทุนจำนวนมากในการปรับปรุงพัฒนาโรงงานและเครื่องจักรให้ทันสมัย

มีการลงทุนเพิ่มในปี 2550 ในเครื่องจักร 17,896.67 ล้านบาท

ใช้งบการลงทุนปรับปรุงมาก มีการลงทุนเพื่อพัฒนาการดำเนินงานอุปกรณ์เครื่องจักร และโรงงานทั้งหมด 118,977.78 ล้านบาท ประมาณ 15.04% ถือว่าเป็นการลงทุนเพื่อปรับปรุงพัฒนา โดยลงทุนที่มากเมื่อเทียบกับรายได้ 6,076 ล้านบาท มองแล้วว่าเป็นการทำเงินที่จะต้องมารายจ่าย มากเพื่อการรักษายอดขายและลูกค้า

#### 4.2.2 การลงทุนแบบประเมินมูลค่า(การวิเคราะห์เชิงตัวเลข)

การศึกษาคำนี้สมมติว่า PTTEP ที่กำลังวิเคราะห์คือหลักทรัพย์ที่น่าสนใจและ ราคาที่จะลงทุนคือราคา ณ. วันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2551 คือ ราคา 102 บาท ต่อหุ้น

การศึกษาคำนี้สมมติว่า PTTEP คือหลักทรัพย์ที่น่าสนใจและ ราคาที่จะลงทุนคือ ราคา ณ. วันที่ 29 ธันวาคม พ.ศ. 2551 คือ ราคา 102 บาท ต่อหุ้น

##### 1) ประเมินมูลค่าธุรกิจ

ตารางที่ 4.12 กำไรต่อปี PTTEP

ปี	กำไรต่อปี
2550	19,754
2549	28,047
2548	23,734
2547	15,866
2546	12,028
2545	12,053
2544	10,894
รวมกำไร	122,376
ค่าเฉลี่ย 7ปี	17,482

ที่มา: คำนวณโดยโปรแกรมจาก TIBA2PLUS

บริษัทได้รับกำไรโดยเฉลี่ย	17,482 ล้านบาท
เป็นเวลา	7 ปี
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	6.4 %
โดยมีการคำนวณมูลค่ากิจการดังนี้	
PV กระแสเงินสด	

$$= 17,482/1.064 + 17,482/1.064^2 + 17,482/1.064^3 + 17,482/1.064^4 +$$

$$17,482/1.064^5 + 17,482/1.064^6 + 17,482/1.064^7$$

$$= 16,403.45 + 15,442.09 + 14,512.70 + 13,640.76 + 12,819.53 + 12,049.07$$

$$+ 11,324.0$$

$$= 96,191.60$$

ค่ามูลค่าที่เหลือของกิจการในปีที่ 7

$$= \frac{17,482}{0.064}$$

$$1.064^7$$

$$= 273,156.25 / 1.5438 = 176,937.589$$

มูลค่าปัจจุบันของกิจการ(PV) = 96,191.60 + 176,937.589 = 273,129.189 ลบ.

มูลค่าปัจจุบันกิจการ (PV) 273,129.189 ลบ.

ถ้านำไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ได้ดอกเบี้ย

6.4% ต่อปี

ณ. ปีที่ 7 (N)

7

มูลค่ากิจการในอนาคต (FV)

421,657.19 ลบ.

แปลว่า นักลงทุนจะต้องลงทุน 273,129.189 ลบ. โดยได้ผลตอบแทน 6.4% ต่อ

ปี เป็นเวลา 7 ปี เพื่อได้รับ 421,657.19ลบ.ในปีที่ 7

2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล

(ในปี 2552)

มีการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น

12.27 บาทต่อหุ้น

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล

6.4%

มูลค่าเปรียบเทียบที่ (12.27 / 6.4%)

191.72 บาท

แปลความว่า ถ้าซื้อหุ้น PTTEP ที่ราคา 191.72 บาทต่อหุ้น นักลงทุนจะได้อัตรา

ผลตอบแทนเท่ากับลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ดังนั้น PTTEPจึงมีราคาเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตร  
รัฐบาลเท่ากับ 191.72บาท

ถ้าจะซื้อหุ้นควรซื้อต่ำกว่า 191.72 บาท จะทำให้นักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในราคา  
ที่ต่ำกว่าราคาเชิงเปรียบเทียบกับราคาพันธบัตรรัฐบาล และ ผลตอบแทนจากหุ้นจะสูงกว่า  
ผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล ณ.ที่นี้คือ 6.4 %ตารางผลตอบแทนผู้ถือหุ้นต่อหุ้น



ตารางที่ 4.13 กำไรต่อหุ้นของบริษัทPTTEP ในระหว่างปี 2544 ถึง2552

ปี พ.ศ.	กำไรต่อหุ้น	ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือ หุ้น%
2544	0.67	16.97
2545	1.67	12.76
2546	3.34	28.4
2547	3.71	41.9
2548	3.69	34.75
2549	4.89	28.59
2550	7.24	30.88
2551	8.53	36.86
2552	12.27 (คาดการณ์)	41.18% (คาดการณ์)

ที่มา : ฐานข้อมูลจากEPS16YEAR www.thaivi.com

ราคาหุ้นPTTEPในปี วันที่ 30 /ธ.ค./2551 อยู่ ณ ราคา 102 บาท

#### 2.1)หาอัตราผลตอบแทนเริ่มต้น

(ปี 2552)

บริษัทมี อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น 41.18 %

หาอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (บาทต่อหุ้น)

(ส่วนผู้ถือหุ้น / จำนวนหุ้น)

(97,114.75 / 3,322) 29.23 บาท/หุ้น

กำไรต่อหุ้น 12.27 บาท

ผลตอบแทนเริ่มแรก(12.27/29.23)\*100 41.97 %

แปลว่า ถ้านักลงทุนลงทุนที่ราคาเท่ากับมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น จะได้รับ

ผลตอบแทนเริ่มแรก 41.97 %

2.2)หาผลตอบแทนของนักลงทุนเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นที่102บ.

ปี2552

ถ้าลงทุน ที่ราคา 102 บาท

จะได้ผลตอบแทนปี2552  $(12.27/102 \times 100 = 12.03\%)$  12.03%

2.3) หาอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอดีต 7 ปีที่ผ่านมา

ให้

กำไรต่อหุ้นปี 2544) 0.67

กำไรต่อหุ้นปี 2551) 8.53

ระยะเวลาลงทุน(N) 7

อัตราการเติบโตของกำไร (I/Y) 43.83%

เมื่ออัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTTEP ระหว่างปี 2544-2551

ได้เท่ากับ 43.83%

และอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นของนักลงทุนเท่ากับต่อปี 41.97%

นักลงทุนต้องการลงทุน 102 บาท ควรเลือกระหว่างพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 102บาท ให้ผลตอบแทนในอัตราคงที่ 6.4% หรือ ลงทุนในหุ้น PTTEP ให้ผลตอบแทนเริ่มต้นที่ 41.97% และผลตอบแทนของกำไรคาดการณ์จะเพิ่มขึ้นในอัตรา 43.83%ต่อปี

นักลงทุนน่าจะควรที่จะเลือกลงทุนในหุ้น PTTEP ให้ผลตอบแทนดีกว่าพันธบัตรรัฐบาล

3) การประเมินหุ้นเสมือนพันธบัตรของ PTTEP

อัตราจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเริ่มแรก $(8.53/29.23) \times 100$  29.18%

เก็บกำไรสะสมจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น= $29.18 \times 54.70\%$  15.96 %

หากคาดการณ์มูลค่าผู้ถือหุ้น

คิดเป็น จ่ายปันผล 45.30 %ของกำไร

เก็บเป็นกำไรสะสม 54.70 %ของกำไร

3.1) จำนวนกำไรสะสมที่เก็บไว้ในบริษัทต่อปี

ก) อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น = 29.23 %

บวกเก็บกำไรสะสมจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น = 15.96 %

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น

$(97,114.79) / 3,322$  29.23 บาท/หุ้น

บวก เก็บกำไรสะสม

(12.27×15.96 %)

1.96 บาท/หุ้น

คาดการณ์ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสม 31.19 บาท/หุ้น

ข) กำไรสะสมจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น 15.96 %

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น 29.23 บาท/หุ้น

บวก (12.66 % ×29.23 ) 3.70 บาทต่อหุ้น

ส่วนผู้ถือหุ้น เป็น 32.93 บาทต่อหุ้น

อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างปี 2544-2551 เท่ากับ 11.72%

อัตราการเติบโตของกำไรระหว่างปี 2544-2551 ได้เท่ากับ 43.83 %

**ตารางที่ 4.14** ประมาณการระหว่างปี 2551-2558

ปี พ.ศ.	กำไรต่อ หุ้น	ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	เงินปัน ผล	กำไรสะสม /หุ้นรายปี	กำไร สะสมทบ ต้น
2551	8.53	36.86	3.86	4.67	4.67
2552	12.27	41.18	5.56	6.71	11.38
2553	17.65	36.86	8.00	9.65	21.03
2554	25.38	41.18%	11.50	13.88	34.91
2555	36.5	46.01	16.53	19.97	54.88
2556	52.5	51.4	23.78	28.72	83.6
2557	75.52	57.42	34.21	41.31	124.91
2558	108.62	64.15	49.20	59.42	184.33

ที่มา: คำนวณ โดย โปรแกรมจากTI BA 2 PLUS.

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ปี 2551) 36.86 %

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น(PV)

(36.86 % × 77,144,620,000) /3,322,000,000) 29.23 บาท/หุ้น

สมมติว่า ในอีก 7 ปีข้างหน้า(ปี 2558)

บริษัทรักษาผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ได้ 43.83

เก็บเป็นกำไรสะสม (43.83×54.70 %)=(I/Y) 23.97%

ระยะเวลา 7 ปี

ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสมปี 2558(FV) 213.56 บาท/หุ้น

ดังนั้น PTTEP จะมีผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นได้  $(213.56 \times 43.83\%)$  93.60 บาท/หุ้น

### 3.2) อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชี

อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างปี 2544-2551 เท่ากับ	11.72%
อัตราการเติบโตของกำไรระหว่างปี 2544-2551 ได้เท่ากับ	43.83 %
มูลค่ากิจการปี 2551 $(273,129.189 / 3,322)$ ลบ.	82.21 บาท/หุ้น
บวกกำไรสะสม	184.33 บาท
มูลค่ากิจการปี 2558	<u>266.54</u> บาท
อัตราเติบโตของมูลค่าทางบัญชี	
$= (82.21 - 29.23)^{1/7} - 1$	6.56 %

### 3.3) หามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นในอีก 7ปีข้างหน้า

ใช้ข้อมูลอัตราส่วนผู้ถือหุ้นหามูลค่าทางบัญชี	
ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมูลค่าปัจจุบัน(ปี 2551)	29.23 บาท/หุ้น
อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชี(I/Y)	6.56 % ต่อปี
ระยะเวลาลงทุน (N)	7ปี
มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ปี 2558)	45.60 บาท/หุ้น

### 3.4) หามูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 4.85 % คิดลด

กำหนด	
มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ปี 2558)	45.60บาท/หุ้น
ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ (I/Y)	4.85%ต่อปี
ระยะเวลาลงทุน(N)	7 ปี
หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน	32.73 บาท/หุ้น

## 4) การคาดการณ์ผลตอบแทนต่อปี

ตารางที่ 4.15 กำไรต่อหุ้นในPTTEP ปี 2544-2551

ปี พ.ศ.	ราคา	กำไรต่อหุ้น	ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	เงินปันผล	P/E
2544	123	0.67	16.97	3	183.582*
2545	142	1.67	12.76	6	85.0299
2546	252	3.34	28.4	6.75	75.4491
2547	290	3.71	41.9	6.75	78.1671
2548	472	3.69	34.75	14.5	127.913
2549	96.5	4.89	28.59	9.71	19.7342
2550	161	7.24	30.88	3.11	22.2376
2551	107	8.53	36.86	4.53	12.544*

ที่มา: ฐานข้อมูลจากEPS16YEAR [www.thaivi.com](http://www.thaivi.com)

หมายเหตุ: \* คือค่า P / E ที่นำมาคำนวณหามูลค่า

ตารางที่ 4.16 ประมาณการระหว่างปี 2551-2558 ได้ดังตาราง

ปี พ.ศ.	กำไรต่อหุ้น	เงินปันผล	กำไรสะสม/หุ้น	กำไรสะสมทบต้น
2551	8.53	3.86	4.67	4.67
2552	12.27	5.56	6.71	11.38
2553	17.65	8.00	9.65	21.03
2554	25.38	11.50	13.88	34.91
2555	36.5	16.53	19.97	54.88
2556	52.5	23.78	28.72	83.6
2557	75.52	34.21	41.31	124.91
2558	108.62	49.20	59.42	184.33

ที่มา: คำนวณโดย โปรแกรมจากTI BA 2 PLUS.

อัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นระหว่างปี 2544-2551 เท่ากับ	11.72%
อัตรากำไรสุทธิของกำไรระหว่างปี 2544-2551 เท่ากับ	43.83%
จากกำไรต่อหุ้นในอดีต ถ้าอัตรากำไรสุทธิกำไรต่อหุ้น ระหว่างปี 2544-2551	
<u>บวก</u> เงินปันผลที่อัตรา	45.30%
นักลงทุนสามารถคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้นในช่วง	
ระหว่าง 2551-2558	
และคาดการณ์ได้ตามตาราง	
จากกำไรคาดการณ์ PTTEP ปี 2558	108.62 บาท/หุ้น
<u>P/E ต่ำสุด 12.55 เท่า</u> ( $108.62 \times 12.55$ )	1,364.27 บาท
<u>บวก</u> เงินปันผล (จากตาราง)	49.20 บาท
เงินรับสุทธิ	1,413.47 บาท/หุ้น
<u>P/E สูงสุด 183.58 เท่า</u> ( $108.62 \times 183.58$ )	19,940.46 บาท
<u>บวก</u> เงินปันผล	49.20 บาท
เงินรับสุทธิ	19,989.66 บาท/หุ้น

## 4.1 หาผลตอบแทนทบต้น

P/E ต่ำสุด 12.55 เท่า

ให้

มูลค่าปัจจุบัน (ต้นทุนที่ลงทุน)(PV)

102 บาท

ถ้าราคาขายในอนาคต (FV)

1,413.47 บาท

ระยะเวลาลงทุน

7

ดังนั้นผลตอบแทนทบต้น

45.58 %

P/E สูงสุด 183.58 เท่า

ให้

มูลค่าปัจจุบัน (ต้นทุนที่ลงทุน)(PV)

102 บาท

ถ้าราคาขายในอนาคต (FV)

19,989.66 บาท

ระยะเวลาลงทุน

7

ได้ผลตอบแทนทบต้น

112.55 %

ดังนั้นเมื่อรวมเงินปันผลที่คาดการณ์ระหว่างช่วงปี 2551-2558 นักลงทุนจะได้

ผลตอบแทนทบต้นก่อนหักภาษีในอัตราระหว่าง 45.58% ถึง 112.55 %

## 4.2 จากบทวิเคราะห์

จากเงินลงทุน	1,000,000 บาท
ราคาซื้อ	102 บาท
ได้จำนวน (เมื่อลงทุน ปี 2552)	9,803 หุ้น
<u>P/E ต่ำสุด 12.55 เท่า</u>	
ผลตอบแทนทบต้น	45.58 %
หาเงินทั้งหมดที่ได้รับจากขายหุ้นหลังหักภาษี	
ปรับตัวเลขให้สะท้อนเงินปันผลที่ได้รับ	
รับเงินขาย(1,364.27บาท × 9,803 หุ้น)	13,373,938.81บาท
หักต้นทุน (102×9,803 )	999,906 บาท
บวกเงินปันผล(จากตาราง)(49.20 × 9,803 หุ้น)	482,307.60 บาท
หักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากปันผล(10%)	48,230.76 บาท
กำไรสุทธิคงเหลือ	12,808,109.65 บาท
บวกต้นทุน (102× 9,803)	999,906 บาท
<u>รวมกำไรจากการขายหุ้นทั้งหมด</u>	13,808,015.65 บาท/หุ้น
คาดการณ์ราคาต่ำสุดที่ P/E ต่ำสุด 12.55 เท่าใน ปี 2558 เท่ากับ 1,364.27บาท	
กำไรจากการขายหลังหักภาษี(13,808,015.65 - 999,906)= 12,808,109.65บาท ผลตอบแทนทบต้น	
45.58 %	

P/E สูงสุด 183.58 เท่า

ผลตอบแทนทบต้น	112.55 %
หาเงินทั้งหมดที่ได้รับจากขายหุ้นหลังหักภาษี	
ปรับตัวเลขให้สะท้อนเงินปันผลที่ได้รับ	
รับเงินขาย(19,940.46 บาท × 9,803 หุ้น)	195,471,820 บาท
หักต้นทุน (102× 9,803 )	999,906 บาท
บวกเงินปันผล(จากตาราง)(49.20 × 9,803 หุ้น)	482,307.6 บาท
หักภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากปันผล(10%)	48,230.76 บาท
กำไรสุทธิ คงเหลือ	194,905,990.80 บาท
บวกต้นทุน (102 × 9,803 )	999,906 บาท
<u>รวมเงินรับจากการขายหุ้นทั้งหมด</u>	195,905,896.8 บาท/หุ้น

คาดการณ์ราคาต่ำสุดที่ P/E สูงสุด 183.58 เท่าใน ปี 2558 เท่ากับ 19,940.46 บาท กำไร  
จากการขายหลังหักภาษี(195,905,896.8 - 999,906) = 194,905,990.80 บาท ผลตอบแทนทบต้น  
53.37 %

คาดการณ์เงินรับในปี 2558 ต่ำสุดที่ราคา 1,364.27 บาท สูงสุดที่ราคา 19,940.46 บาท

#### 4.2.3) แบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์ (CAPM)

ข้อสมมติของแบบจำลองการตั้งราคาหลักทรัพย์(Capital Asset Pricing Model : CAPM)

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f) \text{ โดย}$$

$R_i$  = ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ PTTEP (Expected rate of return for asset i)

$\beta_i$  = ความเสี่ยงเป็นระบบที่เกิดจากการลงทุนในหลักทรัพย์ PTTEP เท่ากับ 0.6898 ได้มา  
จากการคำนวณของ [www.efinancethai.com](http://www.efinancethai.com). (อยู่ในตารางภาคผนวก) โดยใช้ข้อมูลราคา Set กับ  
ราคา หลักทรัพย์ PTT ที่ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 7 ปี

$R_f$  = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล อายุ 7 ปี เท่ากับ 6.40% (ใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร  
รัฐบาล อายุ 7 ปี)

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดย้อนหลัง 7 ปี ได้เท่ากับ 161.83%  
(จากข้อมูลที่ได้มาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำกัดหาผลตอบแทนย้อนหลัง 7 ปี)

$$R_m = ((\text{set index } 2551 / \text{set index } 2545) / \text{set index } 2545)^{1/7} - 1 \times 100 \\ = -0.96$$

ผลการคำนวณ CAPM ได้เท่ากับ

$$E(R_i) = 6.40 + 0.6898 (-0.96 - 6.40) \\ = 1.32$$

หามูลค่าราคาหลักทรัพย์ที่  $R_i = 1.32$

$$= (R_i - R_f) \text{- อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ}$$

$$= (1.32 - 6.4) - 4.8 = -9.88$$

แทนค่า อัตราคิดลด

กำหนด

มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ปี 2558) 45.60 บาท/หุ้น

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ (I/Y) - 9.88% ต่อปี

ระยะเวลาลงทุน(N) 7 ปี

หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 94.45 บาท/หุ้น

การวิเคราะห์ค่าความเสี่ยง  $\beta$



จากผลการศึกษาตามตาราง ที่ พบว่า ค่า PTTEP มีค่าความเสี่ยง  $\beta$  เท่ากับ 0.6898 เป็น  
 หลักทรัพย์ที่มีค่าความเสี่ยง  $\beta$  น้อยกว่า 1 แสดงว่าเป็นหลักทรัพย์ประเภท Defensive Stock หรือว่า  
 มีความสัมพันธ์เชิงลบ นั่นคือ เป็นหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์  
 น้อยกว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนการตลาด

#### 4.3 สรุปผลการศึกษา

##### 4.3.1 บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)

##### ก) สรุปข้อมูลทั่วไป

บริษัทจัดอยู่ในธุรกิจประเภท สินค้าโภคภัณฑ์ มีการแข่งขันในเรื่องราคาสูง  
 ถึงแม้ว่า ทรายหือจะเป็นที่ยอมรับของผู้บริโภค แต่ไม่ใช่เกณฑ์ในการตัดสินใจเลือกซื้อ ส่วนใหญ่  
 เกณฑ์ในการเลือกซื้อสินค้าของบริษัท คือราคาถูกกว่าคู่แข่ง

กำไรต่อหุ้นของบริษัทในอดีตมีความผันผวน แต่ ระยะเวลา 6 ปีหลังมี  
 แนวโน้มที่เติบโตอย่างสม่ำเสมอ ทำให้สามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตได้

อัตราส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ จัดว่าเป็นอัตราส่วนที่ไม่สม่ำเสมอ ให้  
 ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในเกณฑ์ที่ต่ำมาก คาดว่าจะส่งผลให้นักลงทุนแบบประเมินคุณค่าจะได้  
 ผลตอบแทนที่ต่ำไปด้วย

ผู้บริหารจัดได้ว่าเป็นผู้บริหารที่มีความสามารถไม่โดดเด่น โดยดูจากกำไรเมื่อ  
 หักค่าใช้จ่ายทั้งหมดออกไปแล้ว กำไรจากดำเนินงานมีน้อยมากเมื่อเทียบกับยอดขายที่ได้มา แสดง  
 ว่า ผู้บริหาร บริหารทำให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากกำไรได้น้อยมาก

ในเกณฑ์การจัดสรรเงินปันผล มองว่าอยู่ในอัตราส่วนที่พอเหมาะคือไม่จ่าย  
 ปันผลมากเกินไปเป็นเหตุให้เงินสะสมเหลือน้อย แต่บริษัทได้เก็บเงินสะสมไว้มากแสดงว่ายังมุ่ง  
 สร้างผลตอบแทนจากการนำเงินกำไรสะสมเพื่อกำหนดกิจการเพื่อออกผลแก่ผู้ถือหุ้นต่อไป  
 ราคาสินค้าของบริษัทฯ ไม่สามารถปรับขึ้นได้ตามอัตราเงินเฟ้อ แต่จะปรับขึ้น  
 หรือลงได้ตามอุปสงค์อุปทานน้ำมัน หรือการเก็งกำไรของนักเก็งกำไรน้ำมัน

บริษัทฯ มีต้นทุนค่าใช้จ่ายมาก เป็นตัวบั่นทอนกำไร โดยเฉพาะงบประมาณซื้อ  
 เครื่องจักรและอุปกรณ์มีมาก 1 เท่าตัว เมื่อเทียบยอดขายและกำไรแล้ว มองว่าเป็นการลงทุนที่สูง  
 เกินไปสำหรับการรักษายอดขาย

##### ข) ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์เชิงตัวเลข ของ PTT

##### 1) การประเมินธุรกิจ

1.1)มูลค่ากิจการปัจจุบัน ปี2551	1,101,000.35 ลบ.
มูลค่ากิจการปี2551(1,101,000.35/ 2,824)ลบ.	389.87 บาท/หุ้น

1.2)มูลค่ากิจการ ปี2556 1,490,843.82 ลบ.

มูลค่ากิจการปี2556(1,490,843.82/ 2,824)ลบ. 527.91 บาท

ค่าการเติบโตของมูลค่าทางบัญชี 135.40%

2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล

2.1) หาอัตราผลตอบแทนเริ่มต้น

ถ้านักลงทุนลงทุนที่ราคาเท่ากับอัตราผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น

จะได้รับผลตอบแทนเริ่มแรก 52.24 %

2.2) หาผลตอบแทนของนักลงทุนเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นที่ 172บ.

จะได้ผลตอบแทนปี2552 26.38 %

2.3) หาอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอดีต 5 ปีที่ผ่านมา

อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTT

ระหว่างปี 2546-2551 33.85%

นักลงทุนน่าจะเลือกลงทุนในหุ้นPTTให้ดีกว่าพันธบัตรรัฐบาล

3) การประเมินหุ้นเสมือนพันธบัตรของ PTT

3.1) จำนวนกำไรสะสมที่เก็บไว้ในบริษัทต่อปี

ก) ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสม 100.90 บาท/หุ้น

ข) สะสมกำไรจากส่วนผู้ถือหุ้น เป็น 111.14 บาท/หุ้น

ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสมปี 2556 411.19 บาท/หุ้น

3.2) อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น 63.18%

3.3) หามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ในอีก 5 ปี(ปี 2556) 1,044.65 บาท/หุ้น

3.4) หามูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 5.1% คิดลด

หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 814.62 บาท/หุ้น

4) การคาดการณ์ผลตอบแทนต่อปี

P/E ต่ำสุด 9.38 เท่าได้เงินรับสุทธิ 1,412.5 บาท/หุ้น

P/E สูงสุด 23.19 เท่าได้เงินรับสุทธิ 3,423.79 บาท/หุ้น

4.1) หาผลตอบแทนทบต้น

P/E ต่ำสุด 9.38 เท่าผลตอบแทนทบต้น 52.37 %

P/E สูงสุด 23.19 เท่าผลตอบแทนทบต้น 81.88 %

ดังนั้นเมื่อรวมเงินปันผลที่คาดการณ์ระหว่างช่วงปี 2551-2556 นัก

ลงทุนจะได้ผลตอบแทนทบต้นก่อนหักภาษีในอัตราระหว่าง 52.37% ถึง 81.88 %

## 4.2) จากบทวิเคราะห์

P/E ต่ำสุด 9.38 เท่า

ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี(8,454,994.94 บาท - 999,999.40)

= 7,454,995.54 บาท ผลตอบแทนทบต้น 52.37 %

P/E สูงสุด 23.19 เท่า

ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี( 13,080,571.80 - 999,999.40)

= 19,148,535.47 บาท

ผลตอบแทนทบต้น 81.88 % ระยะเวลาลงทุน 5 ปี

## ก) ประเมินราคาหลักทรัพย์ (CAPM) ของ PTT

$$R_f = 6.25$$

$$R_m = -1.0653$$

$$E(R_i) = 6.25 + 0.7616(-1.0653 - 6.25) = 0.68$$

ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expect return)

## 1) ประเมินมูลค่ากิจการ

บริษัทได้รับกำไรโดยเฉลี่ย 68,850 ล้านบาท

เป็นเวลา 5 ปี

อัตราดอกเบี้ย ( $R_f$ ) 0.68 %

โดยมีการคำนวณมูลค่ากิจการดังนี้

PV กระแสเงินสด

$$= 68,850/1.0068 + 68,850/1.0068^2 + 68,850/1.0068^3 + 68,850/1.0068^4 +$$

$$68,850/1.0068^5$$

$$= 68,385 + 67,926 + 67,467 + 67,007 + 66,554$$

$$= 337,339$$

ค่ามูลค่าที่เหลือของกิจการในปีที่ 5

$$= \frac{68,850}{0.0068}$$

$$1.0068^5$$

$$= 10,125,000 / 1.0345 = 9,787,336.878$$

มูลค่าปัจจุบันของกิจการ(PV) = 337,339 + 9,787,336.878

$$= 10,124,675.88 \text{ ลบ.}$$

มูลค่าปัจจุบันกิจการ (PV )

10,124,675.88 ลบ.

หรือ (10,124,675.88/2,824)

3,585.22 บาท/หุ้น

ถ้านำไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ได้ดอกเบี้ย 0.68 % ต่อปี

ณ. ปีที่ 5 (N) 5

มูลค่ากิจการในอนาคต (FV) 10,473,628.45 ลบ.

หรือ  $(10,473,628.45/2,824)$  3,708.79 บาท/หุ้น

2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล

(ในปี 2552)

มีการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น 12.27 บาท/หุ้น

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 0.68%

มูลค่าเปรียบเทียบที่  $(12.27 / 0.68\%)$  18.04 บาท

แปลความว่า ถ้าซื้อหุ้น PTT ที่ราคา 18.04 บาท/หุ้น นักลงทุนจะได้อัตรา

ผลตอบแทนเท่ากับลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ดังนั้น PTT จึงมีราคาเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลเท่ากับ 18.04บาท

3) หามูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 5.1% คิดลด

กำหนด

อัตราดอกเบี้ยคิดลด  $(0.68 - 6.25) + 5.1 = - 0.47$

มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2556 3,708.79 บาท/หุ้น

ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ (I/Y) -0.47 % ต่อปี

ระยะเวลาลงทุน (N) 5 ปี

หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 3,797.19 บาท/หุ้น

จากCAPM เห็นได้ว่าราคาต่อหุ้นที่หามาได้จากค่า  $R_c$  ราคาต่อหุ้นที่มูลค่ากิจการ

ปัจจุบัน เท่ากับ 3,585.22 บาท/หุ้น และมูลค่าคาดการณ์อนาคต เท่ากับ 3,708.79 บาท/หุ้น ทั้งสอง

มูลค่าต่างสูงกว่าราคามูลค่าที่คำนวณได้ที่ดอกเบี้ย 6.25% ซึ่งเท่ากับมูลค่ากิจการปัจจุบัน 389.87

บาท/หุ้นและมูลค่าคาดการณ์อนาคต เท่ากับ 527.91 บาท/หุ้นและราคาเปรียบเทียบพันธบัตรรัฐบาล

เท่ากับ 725.92 บาท (ซึ่งมากกว่าคำนวณจากค่า  $R_c$ ) หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 3,797.19

บาท/หุ้น สรุปได้ว่า มูลค่ากิจการ มีราคาสูงกว่าราคาตลาดที่ 172 บาท แสดงว่ากิจการน่าลงทุน

#### 4.3.2 บริษัท ปตท จำกัด (มหาชน) : PTTEP

ก) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไป

เป็นธุรกิจมีความได้เปรียบเชิงแข่งขันอย่างยั่งยืนประกอบธุรกิจหลักในด้านการสำรวจและผลิตปิโตรเลียมทั้งภายในประเทศไทยและต่างประเทศธุรกิจที่ขนส่งก๊าซใน

ต่างประเทศ เนื่องจากต้องผลิตน้ำมันดิบเพื่อป้อนเข้าสู่โรงงานผลิตน้ำมัน ดูจากยอดขายแล้ว มีปริมาณที่เพิ่มมากขึ้นอย่างมากแต่กำไรที่ได้กลับสู้บริษัทถูกหักจากค่าใช้จ่ายที่มีมาก ทั้งจากเครื่องมือเครื่องจักรที่ใช้เป็นกำลังในการผลิต

ด้านคู่แข่งและชื่อเสียงยี่ห้อที่แข็งแกร่ง บริษัท ปตท สผ จำกัด เป็นผู้ผลิตที่มีความได้เปรียบคู่แข่งอย่างเห็นได้ชัด ทั้งชื่อเสียงที่ลูกค้ายอมรับ จึงสามารถรักษฐานลูกค้าส่วนใหญ่ได้ไม่ยาก

เป็นที่รู้จักในกลุ่มลูกค้าส่วนใหญ่ และเป็นทางเลือกต้นๆที่ลูกค้าจะเลือกซื้อ เป็นสินค้าที่จัดอยู่ประเภท NORMAL GOODS คือ สินค้าที่มีความจำเป็นต่อการดำรงชีวิต และผู้บริโภคจะบริโภคมากขึ้น ถ้ามีรายได้มากขึ้น หรือ จะบริโภคลดลงถ้ามีรายได้ลดลง

ด้านราคาที่จะปรับขึ้นตามสภาวะเงินเฟ้อจึงไม่สามารถทำได้เลย เนื่องจาก ราคาของน้ำมันจะขึ้นลง ขึ้นอยู่กับ อุปสงค์อุปทานการใช้ น้ำมัน ทำให้ไม่สามารถขึ้นลงได้ตามอัตราเงินเฟ้อได้ แต่ทางกลับกัน น้ำมันสามารถเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อได้

บริษัทมีการพัฒนาปรับปรุงเครื่องจักรและเครื่องมือรวมถึงการรื้อถอน โดยมีค่าใช้จ่ายในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับยอดขาย เป็นข้อเสีย ที่จะทำกำไรหลังหักค่าใช้จ่ายลดลงมากเกิน มีเงินเหลือมาตอบแทนผู้ถือหุ้นได้น้อยลง

บริษัทมีฐานะทางการเงินที่ดี แต่เป็นบริษัทที่บริษัทมีการเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไร และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นของกำไรต่อหุ้นของบริษัท

ผู้บริหารไม่เน้นผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก โดยดูจากการประเมินข้อมูลเบื้องต้นเห็นว่า ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น มีแนวโน้มลดลงในปัจจุบันเมื่อเทียบกับอดีตที่ผ่านมา ผู้บริหารมีนโยบายจ่ายปันผลมาก และมีการเก็บเงินสะสมเพื่อพัฒนาดำเนินกิจการอันทำผลกำไรต่อตัวแต่เนื่องจากบริษัทมีค่าใช้จ่ายมากส่งผลให้บริษัทให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นไม่มากอย่างน่าสนใจ เป็นผลให้ ผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทและนักลงทุน ได้ผลตอบแทนที่อยู่ในเกณฑ์ไม่โดดเด่น

#### ข) ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์เชิงตัวเลข ของ PTTEP

##### 1) การประเมินธุรกิจ

1.1) มูลค่ากิจการปัจจุบัน ปี2551	273,129.189ลบ.
มูลค่ากิจการปี2551(273,129.189/3,322)ลบ.	82.21 บาท/หุ้น
1.2) มูลค่ากิจการปี2558	421,657.19 ลบ.
มูลค่ากิจการปี2558(421,657.19/3,322)ลบ.	126.93 บาท/หุ้น
คาดการณ์อัตราเติบโตของมูลค่าทางบัญชี	154.40%

##### 2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล

- 2.1) หาอัตราผลตอบแทนเริ่มต้น  
 ถ้านักลงทุนลงทุนที่ราคาเท่ากับมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น จะได้รับ  
 ผลตอบแทนเริ่มแรก 41.97%
- 2.2) หาผลตอบแทนของนักลงทุนเมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นที่ 102 บาท  
 จะได้ผลตอบแทนปี 2552 12.03%
- 2.3) หาอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอดีต 7 ปีที่ผ่านมา  
 อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น PTTEP  
 ระหว่างปี 2544-2551 43.83%
- นักลงทุนน่าจะเลือกลงทุนในหุ้น PTTEP ให้ผลตอบแทนดีกว่า  
 พันธบัตรรัฐบาล
- 3) การประเมินหุ้นเสมือนพันธบัตรของ PTTEP
- 3.1) คำนวณกำไรสะสมที่เก็บไว้ในบริษัทต่อปี
- ก) คาดการณ์ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสม  
 31.19 บาท/หุ้น
- ข) ส่วนผู้ถือหุ้น กำไรสะสมจากผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น  
 15.96 บาท/หุ้น
- ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้นบวกกำไรสะสมปี 2558 213.56 บาท/หุ้น
- 3.2) อัตราการเติบโตของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น 6.56 %
- 3.3) หามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นในอีก 7 ปี (ปี 2558) 45.60 บาท/หุ้น
- 3.4) หามูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 4.85 % คิดลด  
 หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 32.73 บาท/หุ้น
- 4) การคาดการณ์ผลตอบแทนต่อปี
- P/E ต่ำสุด 12.55 เท่าได้เงินรับสุทธิ 1,413.47 บาท/หุ้น
- P/E สูงสุด 183.58 เท่าได้เงินรับสุทธิ 19,989.66 บาท/หุ้น
- 4.1) หาผลตอบแทนทบต้น
- P/E ต่ำสุด 12.55 เท่าผลตอบแทนทบต้น 45.58 %
- P/E สูงสุด 183.58 เท่าผลตอบแทนทบต้น 112.55 %
- ดังนั้นเมื่อรวมเงินปันผลที่คาดการณ์ระหว่างช่วงปี 2551-2558 นักลงทุนจะได้  
 ผลตอบแทนทบต้นก่อนหักภาษีในอัตราระหว่าง 45.58 % ถึง 112.55 %
- 4.2) จากบทวิเคราะห์
- P/E ต่ำสุด 12.55 เท่า

ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี(13,373,938.81 - 999,906)  
= 12,808,109.65บาท ผลตอบแทนทบต้น 45.58 %

P/E สูงสุด 183.58เท่า

ดังนั้นกำไรจากการขายหลังหักภาษี(195,905,896.8 - 999,906)  
= 194,905,990.80 บาท ผลตอบแทนทบต้น 112.55 %

ระยะเวลาลงทุน7ปี

ค) ประเมินความเสี่ยงหลักทรัพย์ (CAPM)

$$R_m = 1.57$$

$$R_f = 6.40\%$$

$$E(R_i) = 6.40 + 0.6898 (1.57 - 6.40)$$

$$= 3.07$$

ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expect return)

1) ประเมินมูลค่ากิจการ

บริษัทได้รับกำไรโดยเฉลี่ย 17,482 ล้านบาท

เป็นเวลา 7 ปี

อัตราดอกเบี้ย ( $R_i$ ) 1.32 %

โดยมีการคำนวณมูลค่ากิจการดังนี้

PV กระแสเงินสด

$$= 17,482/1.0132 + 17,482/1.0132^2 + 17,482/1.0132^3 + 17,482/1.0132^4 + 17,482/1.0132^5$$

$$= 17,254.25 + 17,029.02 + 16,809.61 + 16,586.34 + 16,372 + 16,157 + 15,950.7$$

$$= 116,158.94$$

ค่ามูลค่าที่เหลือของกิจการในปีที่ 5

$$= \frac{17,482}{0.0132} \times \frac{1}{1.0132^7}$$

$$= 1,324,393.93 / 1.0132 = 1,208,388.63$$

มูลค่าปัจจุบันของกิจการ(PV)

$$= 116,158.94 + 1,208,388.63 = 1,324,547.57 \text{ ลบ.}$$

มูลค่าปัจจุบันกิจการ (PV )

1,324,547.57 ลบ.

หรือ (1,324,547.57 / 3,322)

398.72 บาท/หุ้น

ดังนั้นไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ได้ออกเบี้ย	1.32 % ต่อปี
ณ. ปีที่ 7 (N)	7
มูลค่ากิจการในอนาคต (FV)	1,451,890.38 ลบ.
หรือ $(1,451,890.38 / 3,322)$	437.05 บาท/หุ้น
2) อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นและมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับรัฐบาล	
(ในปี 2552)	
มีการคาดการณ์กำไรต่อหุ้น	12.27 บาท/หุ้น
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล	1.32%
มูลค่าเปรียบเทียบที่ $(12.27 / 1.32\%)$	929.55 บาท
แปลความว่า ถ้าซื้อหุ้น PTTEP ที่ราคา 929.55 บาท/หุ้น นักลงทุนจะได้อัตราผลตอบแทนเท่ากับลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ดังนั้น PTTEP จึงมีราคาเชิงเปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลเท่ากับ 929.55 บาท	
3) หากมูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ 4.80% คิดลด	
กำหนด	
อัตราดอกเบี้ยคิดลด $(1.32 - 6.40) + 4.80 = -0.28$	
มูลค่าทางบัญชีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปี 2556 (FV)	45.60 บาท/หุ้น
ต้องลงทุนให้ได้ผลตอบแทนขั้นต่ำ (I/Y)	-0.28 % ต่อปี
ระยะเวลาลงทุน (N)	7 ปี
หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน	46.50 บาท/หุ้น
จาก CAPM เห็นได้ว่าราคาต่อหุ้นที่หามาได้จากค่า $R_t$ ราคาต่อหุ้นที่มูลค่ากิจการปัจจุบัน เท่ากับ 398.72 บาท/หุ้น และมูลค่าคาดการณ์อนาคต เท่ากับ 437.05 บาท/หุ้น ราคาเปรียบเทียบพันธบัตรรัฐบาล เท่ากับ 929.55 บาท (ซึ่งมากกว่าคำนวณจากค่า $R_t$ ) หาเงินต้นลงทุนเริ่มแรกจะต้องไม่เกิน 46.50 บาท/หุ้น	
สรุปได้ว่า มูลค่ากิจการ มีราคาสูงกว่าราคาตลาดที่ 102 บาท แสดงว่ากิจการนำ	
ลงทุน	