

WEEK 05

VALUATION

หุ้นแพงหรือถูก? · *Is This Overvalued?*

DCF

P/E & EV/EBITDA

MARGIN OF SAFETY



AGENDA

สิ่งที่เราจะเรียนวันนี้

01

DCF ทีละขั้นตอน

Free Cash Flow → Discount Rate → Terminal Value

02

Relative Valuation

P/E Multiple & EV/EBITDA Multiple

03

3 กรณีศึกษาจริง

CPALL · Knight Club Capital (KCC) · Micron (MU)

04

Margin of Safety

หลักการของ Benjamin Graham

05

เริ่ม Assignment 1

Portfolio หุ่น — Click2Win

WHY IT MATTERS

ทำไมต้องรู้ว่าหุ้น "แพง" หรือ "ถูก"



ราคา $\neq$ มูลค่า

Price is what you pay, value is what you get

ราคาหุ้นเคลื่อนไหวทุกวินาทีตามอารมณ์ตลาด แต่มูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) อิงจากกระแสเงินสดและกำไรที่ธุรกิจสร้างได้จริง — นักลงทุนที่ดีต้องแยกสองสิ่งนี้ให้ออก

ซื้อถูกเกินไป

จ่ายน้อยกว่ามูลค่าจริง $\rightarrow$ ถ้าไรเมื่อตลาดปรับราคาเข้าหามูลค่า

ซื้อแพงเกินไป

จ่ายมากกว่ามูลค่าจริง $\rightarrow$ เสี่ยงขาดทุนแม้บริษัทพื้นฐานดี



DCF — Discounted Cash Flow

มูลค่าบริษัท = ผลรวมของกระแสเงินสดในอนาคต คัดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน

1 PROJECT	2 DISCOUNT	3 TERMINAL	4 SUM
คาดการณ์ Free Cash Flow (FCF) รายได้ - ต้นทุน - ภาษี - CapEx สำหรับ 5-10 ปีข้างหน้า	หาอัตราคิดลด (WACC) ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย = Cost of Equity × น้ำหนักทุน + Cost of Debt × น้ำหนัก หนี้ (หลังภาษี)	คำนวณ Terminal Value มูลค่า ณ สิ้นช่วงคาดการณ์โดยสมมติ การเติบโตคงที่ระยะยาว (Gordon Growth)	รวมมูลค่าปัจจุบัน (PV) PV ของ FCF ทุกปี + PV ของ Terminal Value = มูลค่ากิจการ (Enterprise Value)

DCF INPUTS

CAPM: หา Cost of Equity ของแต่ละบริษัท

Cost of Equity (Re) = Risk-Free Rate + Beta × Equity Risk Premium

บริษัท	Risk-Free Rate	Beta (β)	Equity Risk Premium	Cost of Equity (Re)
CPALL	~2.1% (Thai 10Y)	0.451	~6.5%	≈ 5.03%
Knight Club Capital (KCC)	~2.1% (Thai 10Y)	0.569	~6.5%	≈ 5.80%
Micron (MU)	~4.5% (US 10Y)	2.142	~5.0%	≈ 15.21%

Beta สะท้อนความผันผวนเทียบตลาด: MU (เซมิคอนดักเตอร์ วัฏจักรสูง) ผันผวนกว่าตลาดเกือบ 4 เท่าของ CPALL (ค้าปลีก รายได้สม่ำเสมอ)

Relative Valuation — P/E Ratio

$P/E = \text{ราคาหุ้น} \div \text{กำไรต่อหุ้น (EPS)}$

ตลาดยอมจ่ายกี่เท่าของกำไร 1 บาท — ยิ่งสูง ยิ่งคาดหวังการเติบโตสูง



บริษัท	P/E (Trailing)	บริษัท
CPALL	14.16x	ค้าปลีก/CVS รายได้สม่ำเสมอ — ระดับปกติของกลุ่ม
Knight Club Capital	n/a (ขนาดเล็ก)	Market Cap ~1.7 พันล้านบาท ผลประกอบการผันผวนรายได้ไตรมาส
Micron (MU)	21.91x (Fwd ~6.8x)	Forward P/E ต่ำมาก — ตลาดคาด EPS พุ่งจากวัฏจักร AI Memory

Relative Valuation — EV/EBITDA

EV/EBITDA = (Market Cap + หนี้สิน - เงินสด) ÷ EBITDA

เปรียบเทียบมูลค่ากิจการทั้งหมด (ไม่ขึ้นกับโครงสร้างทุน) กับกำไรก่อนดอกเบี้ย/ภาษี/ค่าเสื่อม

บริษัท	EV/EBITDA	ทำไมมีประโยชน์
CPALL	13.13x	หนี้สินสูงจากการขยายสาขา/ธุรกิจ — EV/EBITDA ตัดผลของโครงสร้างทุนออก
Micron (MU)	~15.7x	Capex สูงมาก (โรงงานผลิตชิป) ทำให้ D&A บิดเบือน P/E — ใช้ EV/EBITDA เทียบเพื่อนกลุ่มแม่นยำกว่า

หมายเหตุ: Knight Club Capital ไม่แสดง EV/EBITDA เนื่องจากเป็นธุรกิจบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (AMC) — โครงสร้างงบการเงินต่างจากธุรกิจปกติ ควรใช้ P/BV แทน

CASE STUDY

CPALL

CP ALL PCL · ผู้ดำเนินธุรกิจ 7-Eleven ในไทย



14.16x

P/E (TRAILING)

13.13x

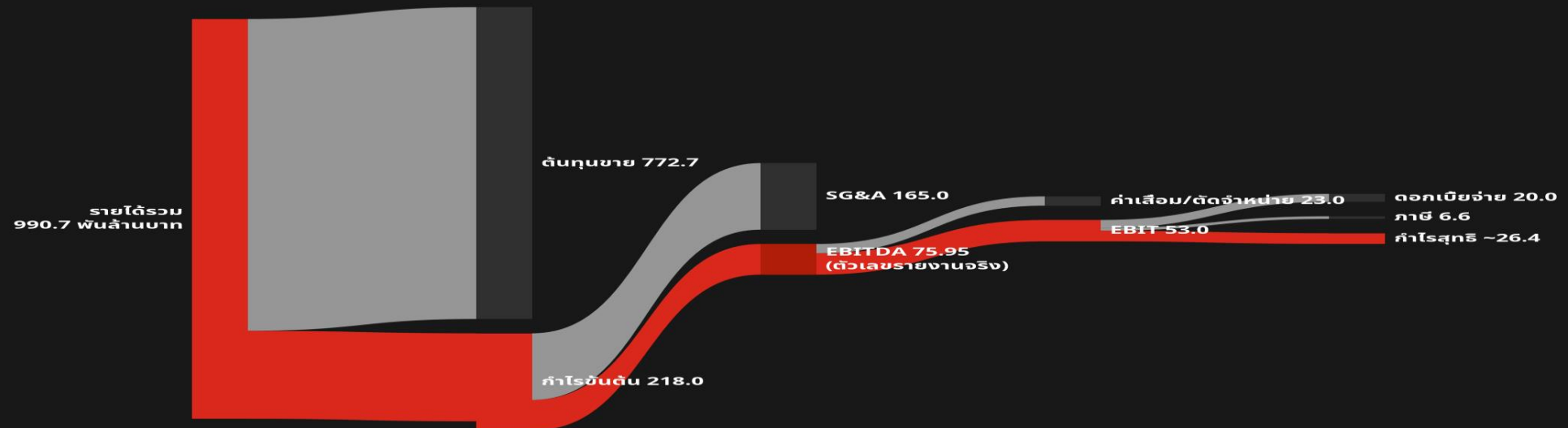
EV/EBITDA

20.7%

ROE

0.451

BETA



CASE STUDY

KCC

Knight Club Capital Holding · ธุรกิจบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (AMC) — ไมโครแคป



~฿1.7 พันล้าน

MARKET CAP

฿2.98

ราคาล่าสุด

฿1.36–3.40

52W RANGE

0.569

BETA

รายได้ดำเนินงาน
(ไตรมาสล่าสุด) 374.3 ลบ.

ต้นทุน/ค่าใช้จ่าย
ดำเนินงาน 74.3 ลบ.

กำไร 33.7 ลบ.

กำไรก่อนภาษี 300.0 ลบ.

กำไรสุทธิ 266.33 ลบ.
(ตัวเลขรายงานจริง)

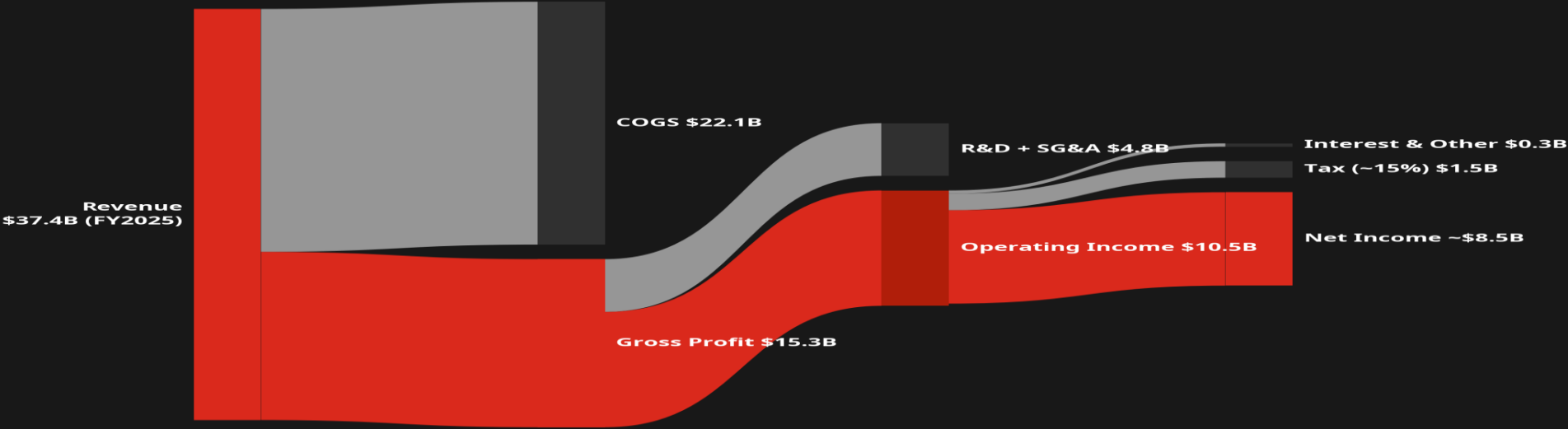
CASE STUDY

MU

Micron Technology, Inc. · ผู้ผลิตชิปหน่วยความจำ (DRAM/NAND) — วัฏจักรสูง



21.9x / 6.8x	~15.7x	\$37.4B (+49%)	2.142
P/E (TRAILING/FWD)	EV/EBITDA	FY25 REVENUE	BETA



ที่มา: Micron Q4/FY2025 earnings release, StockAnalysis.com, GuruFocus · Op-ex/tax split เป็นตัวเลขประมาณการจากอัตราภาษีที่รายงาน

Margin of Safety

แนวคิดของ Benjamin Graham — บิดาแห่ง Value Investing



ซื้อในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากพอ

เพื่อพื้นที่ให้กับความผิดพลาดในการประเมินมูลค่า ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ และเหตุการณ์ที่คาดไม่ถึง

Margin of Safety (%)

$$= (\text{มูลค่าที่แท้จริง} - \text{ราคาตลาด}) \div \text{มูลค่าที่แท้จริง}$$

กฎง่ายๆ ของ Graham

- Margin of Safety $\geq$ 30-50% สำหรับหุ้นทั่วไป
- ยิ่งธุรกิจผันผวน/คาดเดายาก (เช่น Beta สูง) ยิ่งต้องการ Margin of Safety ที่มากขึ้น
- ไม่ใช่การเดารายวัน แต่เป็นวินัยการซื้อระยะยาว

PUTTING IT TOGETHER

Margin of Safety แบบประยุกต์: 3 กรณีศึกษา

สรุปมุมมองความเสี่ยง/ผลตอบแทนของทั้ง 3 บริษัท จากมุมมอง Valuation — ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุน

บริษัท	Beta	มุมมอง Valuation	ระดับความเสี่ยง
CPALL	0.451	P/E-EV/EBITDA อยู่ในกรอบปกติ รายได้สม่ำเสมอ — เหมาะกับ MoS ที่ต่ำกว่า	ต่ำ
KCC	0.569	ขนาดเล็ก สภาพคล่องต่ำ กำไรผันผวนรายไตรมาส — ต้องการ MoS สูงแม้ Beta ต่ำ	สูง (สภาพคล่อง)
MU	2.142	วัฏจักรสูง Forward P/E ต่ำเพราะตลาดคาดหวังกำไรพุ่ง — เสี่ยงถ้าวัฏจักรพลิกกลับ	สูง (วัฏจักร)

SUMMARY

สรุปสิ่งที่ต้องจำ



1

ราคา $\neq$ มูลค่า

ตลาดผิดพลาดได้เสมอ — งานของนักลงทุนคือหามูลค่าที่แท้จริงให้เจอ

2

ใช้หลายวิธีร่วมกัน

DCF ให้มุมมองเชิงพื้นฐาน ส่วน P/E และ EV/EBITDA ช่วยเทียบกับตลาด/คู่แข่ง

3

เพื่อ Margin of Safety เสมอ

ยิ่งความไม่แน่นอนสูง (Beta สูง, ธุรกิจผันผวน) ยิ่งต้องเผื่อมากขึ้น

4

ตัวเลขประมาณการ $\neq$ ตัวเลขจริง

แยกให้ออกเสมอว่าอันไหนคือรายงานจริง อันไหนคือสมมติฐาน/ประมาณการ

STARTING TODAY

ASSIGNMENT 1

Portfolio หุ่น — Click2Win



1

เลือกหุ้น 1 ตัว (ไทยหรือต่างประเทศ) พร้อมเหตุผลการเลือก

2

ประเมินมูลค่าด้วยอย่างน้อย 2 วิธี (เช่น P/E เทียบกลุ่ม + DCF อย่างง่าย)

3

กำหนด Margin of Safety ของตัวเอง และราคาที่ "จะซื้อ" ถ้าเป็นการลงทุนจริง

4

ติดตามผลผ่านแพลตฟอร์ม Click2Win ตลอดภาคเรียน