

## พัฒนการลงทุน



...สมบัติ นราวุฒิชัย  
เลขาธิการ  
สมาคมนักวิเคราะห์

# ใช้ P/E เท่าไรดี

**P/E** หรืออัตราส่วนของราคาหุ้น (P) ทหารด้วย กำไรต่อหุ้น (EPS) นับเป็นอาวุธชั้นพื้นฐานของบรรดานักลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลก ที่แต่ละคนต้องไขว่คว้าหา P/E ของหุ้นหรือตลาดหุ้นโดยรวมมาไว้ในมือ ก่อนโดดเข้าโรมรันพันตูต่อสู้กับคู่แข่งอื่นๆ เพื่อแย่งผลตอบแทนจากการลงทุน

นักลงทุนเกือบทุกคนจะได้รับการบอกเล่าถึงความหมายของ P/E และวิธีการใช้หาราคาหุ้นที่น่าจะเหมาะสมมาแล้วอย่างโชกโชน

แต่เรื่องของ P/E ก็ยังมีปัญหาให้นักลงทุน (บางทีก็นักวิเคราะห์ด้วย) ต้องสับสนอยู่หลายเรื่อง ผมจึงขอนำมาพูดคุยผ่านคอลัมน์กับคุณๆ ผู้อ่านด้วย ดังนี้ครับ

## 1. ตอนนี้ P/E เท่าไหร่แล้ว

เพียงแค่เรื่อง P/E เท่าไหร่แล้ว ก็ยังมีข้อมูลที่กระเจิดกระเจิงไปตั้ง 3-4 ทาง ส่วนใหญ่เกิดจากใช้ E หรือ EPS คนละช่วงเวลา กล่าวคือ

- บางคนพูดที่ EPS ในอดีตที่ประกาศกันไปแล้ว เช่น ข้อมูลที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ประกาศทุกเย็น ต้องอิงข้อมูลที่เกิดจริงไปแล้ว จึงใช้ EPS ที่ประกาศแล้ว 4 ไตรมาสล่าสุดรวมกัน ยกตัวอย่างเช่น วันก่อนที่ดัชนีหุ้น 631 จุด P/E ของตลาดหุ้นโดยรวมคือ 23 เท่า (เห็นอย่างนี้อาจตกใจนึกว่าลุยหุ้นเพลินจน P/E แพงขนาดนี้ แต่ที่จริงเป็นเพราะในช่วง 4 ไตรมาสล่าสุด มีกรณีขาดทุนพิเศษในไตรมาส 4 ปี 2551 ทำให้ E ต่ำผิดปกติ)

- ส่วนในกรณีของพวกนักวิเคราะห์ก็จะมีฐานข้อมูลที่ทำประมาณการคาดไปข้างหน้าด้วย 2-3 ปี ส่วนใหญ่ก็จะพูดโดยใช้ EPS ของปีปัจจุบันที่ยังไม่จบปี ขณะนี้ก็คือ ปี 2552 ซึ่งแต่ละคนแต่ละค่าย ตัวเลขก็ต่างกันตามแต่สมมติฐานที่ใช้คำนวณ เท่าที่ดูตอนนี้ P/E 2552 ของทั้งตลาดก็อยู่ในช่วง 11 ถึง 13 เท่า

- นอกจากนี้ยังมีบางท่านที่ใช้ EPS ของปีหน้า เช่น ปี 2553 ไปเลยก็มี ซึ่งตัวเลขก็จะต่างกันอีก เวลาเราคุยกับใครจึงต้องพิจารณาให้ดีว่า พูดแบบ E ของปีไหน และสมมติฐานคืออะไร

- ใช้ EPS เฉพาะจากกำไรปกติทางธุรกิจ (Normalized Profit) หรือเปล่า หรือใช้แบบรวมกำไรขาดทุนพิเศษเข้าไปด้วย บางปีและบางบริษัทอาจจะมีกำไรหรือขาดทุนจากรายการพิเศษที่ไม่ได้เกิดเป็นประจำแบบต่อเนื่อง เช่น ปี 2551 พวกบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขาดทุนสต็อกน้ำมันและทะเลในครึ่งปีหลัง ถือเป็นเหตุการณ์พิเศษทำให้ EPS ต่ำผิดปกติ

โดยหลักการที่ดี ควรคำนวณจากระดับกำไรปกตินะครับ

- ถัดมา ถ้าเป็นหุ้นรายตัว ในกรณีที่มีการเพิ่มทุนในระหว่างปีเกิดขึ้น ทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น กรณีนี้จะขมขื่นเป็นพิเศษ

สมมตินะครับว่า หุ้นบริษัท กชด เคยมีอยู่ 100 ล้านหุ้น แล้วพอกกลางปี เพิ่มทุนเป็น 150 ล้านหุ้น แล้วเราประมาณการสิ้นปีจะมีกำไร 150 ล้านบาท

ถ้าใช้จำนวนหุ้นล่าสุด (แบบวิธี Fully Diluted) 150 ล้านหุ้นไปหาร ก็จะได้ EPS หุ้นละ 1 บาท แต่บางท่านก็มองว่าตอนครึ่งปีแรกมีหุ้นแค่ 100 ล้านหุ้น เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนยังไม่ได้นำไปใช้มีกำไรในครึ่งปีแรก จึงต้องใช้วิธีถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ได้จำนวนหุ้นเฉลี่ย 125 ล้านหุ้นแทน กรณีนี้เวลาพูด EPS ตัวเลขก็จะสูงกว่าทำให้ P/E ก็ต่ำกว่าวิธี Fully Diluted

## 2. จะใช้ P/E เท่าไรดีไปคำนวณราคาหุ้น

เรื่องนี้ยังอภิปรายกันยาวหนักเข้าไปอีก ปกติผมเล่าให้นิสิต MBA ฟังก็เกือบชั่วโมง ถ้าเอามาเขียนคงยาวสัก 2-3 หน้า โพลสตูเคยเป็นอย่างน้อย ในที่นี้จะเขียนย่อสุดๆ หลายนๆ วิธีที่ใช้กันอยู่นั้น มันก็ยังมีจุดไหวในแต่ละวิธี เช่น

- เอา P/E เฉลี่ยในอดีตมาคิด จุดไหวคือ อนาคตอาจเป็นคนละภาพกับอดีต เช่น สมัย 15 ปีก่อน ตอนโทรศัพท์มือถือเติบโตมากๆ เราก็ให้ P/E เยอะ ตอนนี่โตช้าแล้วจึงเอา P/E อดีตมาช่วยช้อนาคตไม่ได้

- เอา P/E ของหมวดเดียวกันตอนนี้ ไปใช้กับหุ้นอีกตัว เพราะอยู่หมวดเดียวกัน จุดไหวคือ แนวโน้มการเติบโต, ระดับความเสี่ยง อาจจะต่างกันมาก P/E ก็ไม่ควรเท่ากันครับ

- เอา P/E ของต่างประเทศมาใช้กับหุ้นไทย (ส่วนใหญ่จะบอกว่า หุ้นไทยยังถูก) อันนี้ดูแล้วอินเตอร์ดี แต่ปัญหาที่มีคือประเทศที่ต่างกันมีจุดแตกต่างทั้งระดับการเติบโตของธุรกิจ ความเสี่ยงของ 2 ประเทศก็ต่าง (คงเดาออกนะครับว่าเราเสี่ยงกว่าหรือเปล่า) ระดับอัตราดอกเบี้ยของ 2 ประเทศก็ต่าง

ผมจะเล่าให้นิสิตฟังเสมอว่า โดยหลักการที่ดีแล้ว เราควรคำนวณแบบนักการเงิน ตัวแปรที่จะทำให้ P/E สูงหรือต่ำ ได้แก่

- 1.ระดับอัตราดอกเบี้ย ถ้าต่ำลง P/E ก็สูงขึ้น
- 2.การเติบโตของกำไร ถ้าโตมาก P/E ก็สูงกว่า
- 3.ระดับความเสี่ยง ถ้าเสี่ยงมาก แบบ 3 ปีมานี้ (จะเป็นทางเศรษฐกิจ การการเมือง หรือทางพฤติกรรมราคาหุ้นก็ตาม) P/E ก็ควรจะต่ำกว่า
- 4.สภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือ ถ้าต่ำก็เสี่ยง P/E ก็ต้องต่ำ
- 5.ลักษณะความผันผวนทางธุรกิจ ถ้าสูงก็เสี่ยง P/E ก็ต่ำอีก

- ถ้าถามผมว่า P/E เท่าไรจะเหมาะสม ก็ขึ้นอยู่กับเรายืนอยู่ปีไหน ตัวแปรที่ผมแจงไปเป็นอย่างไร และ P/E ของตลาดก็จะต่างจากหุ้นรายตัว ที่ต้องว่าเป็นตัวๆ ไป

ส่วนกรณี P/E ตลาดหุ้นไทยปีนี้ ตามสมมติฐานว่ามีกำไรแบบปกติที่ 4 แสนล้านบาท เราน่าจะพร้อมแค่ P/E สัก 12.5 เท่า คือ SET Index ประมาณ 630 จุดนะครับ เกินกว่านี้ทันทีถือว่าแพง ๐