

“เทคนิคการประเมินมูลค่าหุ้น (4)”

วีระชาติ ชูตินันท์วิโรดม
 ผู้อำนวยการฝ่ายวาณิชธนกิจ
 บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
www.maybank-ke.co.th



ความหมายและองค์ประกอบของ EVA

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นการวัดมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารในองค์กรสามารถเพิ่มให้แก่ธุรกิจ โดยการอาศัยแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income) ที่สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลกำไรจากการดำเนินงานและต้นทุน ส่วนทั้งที่เป็นส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และเป็นการขยายขอบเขตจากแนวคิดเดิมที่คำนึงถึงเฉพาะกำไรสุทธิทางบัญชีที่นำเฉพาะต้นทุนของเจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) มาพิจารณาแต่เพียงอย่างเดียว

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจสามารถคำนวณได้จากการนำเอา... ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของกิจการ (ประกอบด้วยต้นทุนทั้งส่วนของเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ และมีหน่วยเป็นบาท) มาหักออกจากกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit after Taxes: NOPAT) ดังสมการดังต่อไปนี้

$$EVA = NOPAT - WACC$$

สาเหตุที่ใช้ NOPAT มาเป็นตัวแปรสำคัญในการคำนวณกำไรทางเศรษฐศาสตร์ เนื่องจากการแข่งขันในปัจจุบันกิจการจะได้รับผลกำไรมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้บริโภคในผลิตภัณฑ์และบริการโดยรวมขององค์กร ดังนั้น ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน (Net Operating Profit) จึงเป็นตัวแทนที่เหมาะสมในการสะท้อนถึงความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) ของกิจการ นอกจากนั้น เหตุผลอีกประการที่มีการนำ NOPAT มาใช้คือ ในปัจจุบันธุรกิจส่วนใหญ่มีการใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt Financing) ในโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น กิจการสามารถนำค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยไปหักภาษีได้ ขนาดของประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายที่ได้รับนี้สามารถวัดได้ โดยนำเอาอัตราภาษีคูณกับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งประโยชน์ที่ได้รับนี้จะสะท้อนอยู่ในต้นทุนของเงินทุนแล้ว ค่า NOPAT จึงเป็นตัวแปรที่เหมาะสมที่ไม่ทำให้เกิดการบิดเบือนประโยชน์ทางภาษีจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ที่ชำระ NOPAT ซึ่งเป็นการวัดกำไรจากการดำเนินงานในกรณีที่กิจการไม่ก่อหนี้ (Unlevered Net Operating Profit after Tax) จึงเป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่ากำไรจากการดำเนินงานในกรณีที่กิจการก่อหนี้ (Levered Net Operating Profit after Tax: LNOPAT)

จากสมการที่ใช้ในการคำนวณ EVA ดังที่แสดงไว้ก่อนหน้านี้ เราสามารถแสดงให้เห็นได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจประกอบด้วยองค์ประกอบหลักสองส่วนคือ NOPAT และ WACC โดยที่ NOPAT สามารถคำนวณได้จากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีที่ได้ทำการปรับภาษีแล้ว (Tax-Adjusted Earnings before Interest and Taxes) ดังสมการข้างล่างนี้

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{EBIT} \times (1 - t) \\ &= [S - \text{COGS} - \text{SG\&A} - D] \times (1 - t) \end{aligned}$$

- โดยที่
- NOPAT = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี
 - EBIT = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี
 - S = ยอดขาย
 - COGS = ต้นทุนสินค้าขาย (Cost of Goods Sold)
 - SG&A = ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร
 - D = ค่าเสื่อมราคา
 - t = อัตราภาษี

จากสมการข้างต้น จะพบว่า $\text{EBIT} \times (1 - t)$ สามารถคำนวณจากยอดขาย (S) ลบด้วยต้นทุนสินค้าขาย (COGS) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ค่าเสื่อมราคา (D) และภาษี (t) ตามลำดับ โดยไม่นำเอาดอกเบี้ยจ่ายมาคิดด้วย จึงเสมือนว่าเป็นกำไรสุทธิหลังภาษีของกิจการที่ไม่ก่อกำหนดขึ้นนั่นเอง

สำหรับ WACC ที่เป็นตัวเงิน (บาท) สามารถคำนวณได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$\text{\$WACC} = \text{WACC} \times C$$

- โดยที่
- C = เงินลงทุนทั้งหมด (Invested Capital) มีหน่วยเป็นบาท
 - WACC = ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยระหว่างเงินทุนที่เป็นส่วนของเจ้าของและเจ้าหนี้

จากสมการที่เราได้กล่าวถึงมาแล้วทั้งหมด เราสามารถแสดงการคำนวณ EVA ของกิจการได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$\text{EVA} = [(S - \text{COGS} - \text{SG\&A} - D) \times (1 - t)] - (\text{WACC} \times C)$$

ตัวอย่างการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA)

งบกำไรขาดทุนของบริษัท XYZ จำกัด มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ยอดขาย	5,000,000 บาท
ต้นทุนสินค้าขาย (COGS)	3,440,000 บาท
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A)	880,000 บาท
ดอกเบี้ยจ่าย	132,480 บาท
กำไรก่อนหักภาษี	547,520 บาท
ภาษี (30 %)	164,256 บาท
กำไรสุทธิ	383,264 บาท
จำนวนหุ้นสามัญ	250,000 หุ้น
กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)	1.53 บาทต่อหุ้น

กำหนดให้ Invested Capital (C) ของกิจการเท่ากับ 5,520,000 บาท และต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เท่ากับ 10.43% ดังนั้น ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยในรูปแบบของตัวเงินเท่ากับ 575,736 บาท

หากพิจารณาจากตัวชี้วัดทางบัญชี ได้แก่ กำไรสุทธิ กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ของบริษัท XYZ พบว่า... ผลประกอบการของ XYZ เป็นที่น่าพอใจ โดยบริษัทมีกำไรสุทธิทั้งสิ้น 383,264 บาท และมีกำไรสุทธิต่อหุ้นเท่ากับ 1.53 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม หากต้องมีการพิจารณาว่าที่แท้จริงแล้วกิจการมีกำไรซึ่งเป็นกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือมีการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจหรือไม่ เราสามารถพิจารณาจากตัวชี้วัดเชิงมูลค่าโดย EVA ดังนี้

1) การคำนวณ NOPAT ของบริษัท XYZ

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= (S - \text{COGS} - \text{SG\&A} - D) \times (1 - t) \\ &= (5,000,000 - 3,440,000 - 880,000) \times (1 - 30\%) \\ &= 476,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

2) การคำนวณหา \$WACC

$$\begin{aligned} \$WACC &= WACC \times C \\ &= 10.43\% \times 5,520,000 \\ &= 575,736 \text{ บาท} \end{aligned}$$

3) การคำนวณหา EVA

เมื่อทราบ NOPAT และ WACC แล้ว เราสามารถหา EVA ของบริษัท XYZ โดยใช้สมการ

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \$WACC \\ &= 476,000 - 575,736 \\ &= -99,736 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัท XYZ จำกัด **ติดลบ** แสดงให้เห็นว่าบริษัทดังกล่าวไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น เพราะกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีที่บริษัทฯ ได้รับไม่สามารถครอบคลุมต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยของกิจการได้

การคำนวณหา EVA ของบริษัท XYZ จำกัด กรณีบริษัทมีโอกาสในการเจริญเติบโต

จากการคำนวณมูลค่าส่วนเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ของบริษัท XYZ จำกัด ในหัวข้อที่ผ่านมา เราพบว่ากำไรทางเศรษฐศาสตร์ของกิจการติดลบ ทำให้ผู้บริหารของบริษัทดังกล่าวต้องแสวงหาโอกาสที่จะทำให้กิจการมีการเติบโตและปรับปรุงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของกิจการให้เป็นบวก ในกรณีนี้ ผู้บริหารได้ค้นพบว่าหากบริษัทมีการลงทุน 800,000 บาท ในการปรับปรุงระบบการกระจายสินค้า จะทำให้ยอดขายของกิจการเพิ่มขึ้น 1,600,000 บาทต่อปี โดยที่ต้นทุนสินค้าขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะเพิ่มขึ้น 1,000,000 บาท และ 200,000 บาท ตามลำดับ จากการดำเนินโครงการดังกล่าว จะทำให้บริษัท XYZ มี NOPAT เพิ่มขึ้น 280,000 บาทและ WACC เพิ่มขึ้นเป็น 114,000

บาท ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของโครงการมีค่าเป็นบวก ทำให้เราสามารถสรุปได้ว่าเราควรตัดสินใจลงทุนในโครงการนี้ เพราะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจให้แก่ผู้ถือหุ้น

$$\begin{aligned} \text{การเปลี่ยนแปลงใน NOPAT} &= \text{การเปลี่ยนแปลงของ } (S - \text{COGS} - \text{SG\&A} - D) \times (1 - t) \\ &= (1,600,000 - 1,000,000 - 200,000) \times (1 - 30\%) \\ &= 280,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{การเปลี่ยนแปลงใน \$WACC} &= \text{WACC} \times \text{การเปลี่ยนแปลงใน } C \\ &= 10.43\% \times 800,000 \\ &= 83,440 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{การเปลี่ยนแปลงใน EVA} &= 280,000 - 83,440 \\ &= 196,560 \text{ บาท} \end{aligned}$$

เมื่อบริษัท XYZ ตัดสินใจลงทุนเพิ่มเติมในโครงการปรับปรุงระบบการกระจายสินค้า จะเห็นว่าบริษัทดังกล่าวได้เปลี่ยนสถานะจากการไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA) ให้แก่ผู้ถือหุ้น มาเป็นกิจการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ ซึ่งจากตัวอย่างที่ผ่านมา จะเห็นว่า EVA ของบริษัท XYZ จะเพิ่มขึ้นและมีค่ามากกว่าศูนย์ ($196,560 - 99,736 = 96,824$ บาท)

ติดตามบทความเกี่ยวกับการเงินและการลงทุนที่น่าสนใจอื่นๆ ได้ที่ www.tsi-thailand.org