

# บทที่ 11

## การประมาณผลตอบแทนการถือหุ้นสามัญ (ESTIMATING EXPECTED RETURN : COMMON STOCK)

หลังจากที่ผู้วิเคราะห์ได้ทำการวิเคราะห์เศรษฐกิจตลาดหุ้น และตัดสินใจได้แล้วว่า ระยะเวลานี้เป็นช่วงที่เหมาะสมที่จะลงทุนซื้อหุ้นสามัญ ต่อจากนั้นได้วิเคราะห์อุตสาหกรรม และตัดสินใจเลือกอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่นในระยะนั้น ได้แล้ว ท้ายสุดได้ทำการวิเคราะห์บริษัทต่าง ๆ ทั้งหมดที่มีอยู่ในอุตสาหกรรมที่เลือกไว้และ พยายามที่จะกำหนดได้แล้วว่าบริษัทที่วิเคราะห์นั้นเป็นบริษัทชนิดใด ลักษณะการเจริญเติบโตของ รายได้ ระดับกำไร และการผันแปรของรายได้เป็นอย่างไรได้แล้ว ผู้วิเคราะห์ก็มาถึงจุดที่จะต้อง ทำการวิเคราะห์หุ้นสามัญของบริษัทนั้น ๆ เพื่อที่จะเลือกลงทุนหุ้นสามัญที่คาดว่าจะให้ผล ต่อตอบแทนสูงที่สุด ภายใต้ความเสี่ยงที่ยอมรับได้

ในการวิเคราะห์หุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมที่ได้เลือกไว้แล้วนั้น ผู้วิเคราะห์มีจุดประสงค์เพื่อที่จะวัดผลตอบแทนการถือหุ้นที่คาดหวัง (Expected HPR) และ ความเสี่ยงที่ผลตอบแทนที่คาดหวังจะเปลี่ยนแปลงไป (risk) ของหุ้นสามัญแต่ละบริษัทเพื่อนำ ไปเป็นข้อมูลในการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนต่อไป

### การประมาณผลตอบแทนการถือหุ้นสามัญ (ESTIMATING EXPECTED RETURN)

ผู้วิเคราะห์ประมาณผลตอบแทนการถือหุ้นสามัญโดยการประมาณเกี่ยวกับ

1. ราคาหุ้นสามัญในอนาคต เพื่อกำหนดกำไรหรือขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงของ ราคาหุ้น (Capital gain or loss)

## 2. เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับ

เมื่อประมาณราคาหุ้นและเงินปันผลในอนาคตได้แล้ว เมื่อนำมารวมเข้าด้วยกันก็จะเป็นผลตอบแทนที่คาดคะเน การประมาณราคาหุ้นในอนาคตอาจจะประมาณโดยใช้รูปแบบการเจริญเติบโตของเงินปันผลประมาณหากำไรของบริษัท ( $E_t$ ) และตัวคูณ ( $P/E$ ) ซึ่งได้อธิบายรูปแบบดังกล่าวไว้แล้วในบทที่ 7 และ 9 ซึ่งสรุปได้ดังนี้

$$\text{ราคาหุ้นที่คาดหวัง} = E_t (P/E) \quad \dots\dots(1)$$

$$\text{หรือ ราคาหุ้นที่คาดหวัง} = \frac{D_t}{r - g_d} \quad \dots\dots(2)$$

$$\text{และ } P/E = \frac{D/E}{r - g_d} \quad \dots\dots(3)$$

ดังนั้นจึงสามารถที่จะสรุปลำดับขั้นในการประมาณค่า ของหุ้นสามัญได้ดังนี้ (หลังจากการวิเคราะห์เศรษฐกิจ ตลาดหุ้น อุตสาหกรรม และบริษัทแล้ว)

1. ประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท ( $E_t$ )
2. ประมาณค่า  $P/E$
3. ประมาณราคาหุ้นที่คาดหวังโดยนำ 1  $\times$  2
4. ประมาณเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับ

$$5. \text{ หาค่า HPR} = \frac{3 + 4}{\text{ราคาหุ้นในปัจจุบัน}}$$

## การประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท (EXPECTED EARNING PER SHARE)

การประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทมีวิธีการประมาณได้หลายวิธีด้วยกัน ซึ่งจะนำมาอธิบายในที่นี้ ได้แก่

- ก. Return on Investment Approach (ROI)
- ข. Market - Share - Profit - Margin Approach
- ค. Regression Analysis
- ง. Trend Analysis
- ก. Return on Investment Approach (ROI) การประมาณหากำไรสุทธิต่อหุ้นโดยวิธี

ROI เป็นการประมาณกำไรของกิจการโดยการวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ว่าสามารถหาผลตอบแทนจากสินทรัพย์มากน้อยเท่าใดแล้วจึงนำเรื่องดอกเบี้ย และภาษีมาคิดเพื่อหากำไรสุทธิ

**ตัวอย่าง** จากการวิเคราะห์บริษัท ก. จำกัด ผู้วิเคราะห์คาดว่าในปี 2529 บริษัทจะสามารถหาผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้ประมาณ 18% โดยสินทรัพย์ที่มีอยู่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน 40 ล้านบาท และจากส่วนของเจ้าของทุนหุ้นสามัญ 60 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยประมาณ 15% และบริษัทต้องจ่ายภาษีในอัตรา 40%

จากตัวอย่างข้างต้นผู้วิเคราะห์สามารถประมาณกำไรสุทธิได้ดังนี้

สินทรัพย์รวม	100	ล้านบาท
อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์	18%	
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี 18% (100)	18	ล้านบาท
หัก ดอกเบี้ย 15% (40)	6	"
กำไรหลังหักดอกเบี้ยจ่าย	12	"
หัก ภาษี 40%	4.8	"
กำไรสุทธิ	7.2	"

หลังจากประมาณกำไรสุทธิได้แล้วก็นำเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิที่จะต้องจ่าย (ถ้ามี) ไปหักออกจากกำไรสุทธิ เพราะฉะนั้นกำไรที่เหลือก็จะเป็นส่วนของหุ้นสามัญ ให้นำจำนวนหุ้นสามัญไปหารจะได้กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) เมื่อได้กำไรสุทธิต่อหุ้นแล้วให้นำไปคูณกับ P/E ที่พยากรณ์ไว้ก็จะได้ ราคาหุ้นสามัญที่คาดหวัง

**ตัวอย่าง** จากตัวอย่างที่แล้วสมมติต่อไปว่า คาดว่าในปี 2528 บริษัทจะมีจำนวนหุ้นสามัญออกจำหน่ายแล้วเท่ากับ 300,000 หุ้น และคาดว่า P/E ในปี 2528 จะเท่ากับ 15 ราคาหุ้นในขณะนี้เท่ากับ 326 บาท และคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอัตรา 50% จากกำไร

$$\begin{aligned} \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น} &= \frac{7,200,000}{300,000} = 24 \text{ บาท} \\ \text{ราคาหุ้นที่คาดหวัง} &= 15 \times 24 = 360 \text{ บาท} \\ \text{เงินปันผลต่อหุ้น} &= 50\% (24) = 12 \text{ บาท} \\ \therefore \text{HPR} &= \frac{360 + 12}{326} = 1.14 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{หรือ } \text{HPY} &= 1.14 - 1 \\ &= .14 = 14\% \end{aligned}$$

ข. Market - Share - Profit - Margin Approach การพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการประมาณโดยเริ่มต้นจากการประมาณอัตราส่วนการครองตลาดหรือส่วนแบ่งตลาด (market share) ของบริษัท ซึ่งเป็นผลที่ได้จากการวิเคราะห์อุตสาหกรรม เมื่อพยากรณ์ยอดขายของอุตสาหกรรมได้แล้ว ผู้วิเคราะห์จะต้องประมาณว่าบริษัทที่วิเคราะห์อยู่นั้นจะสามารถดึงยอดขายของอุตสาหกรรมนั้นมาเป็นของบริษัทได้ประมาณกี่เปอร์เซ็นต์ การประมาณหาเปอร์เซ็นต์การครองตลาดอาจจะศึกษาจากผลงานในอดีต และวิเคราะห์ถึงนโยบายการตลาดที่วางไว้ และปฏิกริยาของคู่แข่งว่าจะมีผลทำให้ส่วนแบ่งตลาดเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเท่าใด ดังนั้นเมื่อสามารถประมาณส่วนแบ่งตลาดได้แล้ว ก็นำไปใช้ประกอบกับการวิเคราะห์อุตสาหกรรมเพื่อพยากรณ์ยอดขายของบริษัทต่อไป ต่อจากนั้นจะต้องประมาณเกี่ยวกับอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (net profit margin) ถ้าบริษัทมีสินค้าหลาย ๆ ประเภท ก็จะต้องทำการพยากรณ์เป็นรายแผนก แล้วจึงนำผลกำไรสุทธิแต่ละแผนกมารวมกัน เมื่อได้กำไรสุทธิแล้วก็นำไปคำนวณหากำไรสุทธิต่อหุ้นต่อไป

ตัวอย่าง จากการวิเคราะห์อุตสาหกรรมเสื้อผ้าสำเร็จรูป คาดว่าในปี 2528 ยอดขายของอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นประมาณ 20% จากปี 2527 โดยปี 2527 มียอดขายทั้งอุตสาหกรรม 1,500 ล้านบาท บริษัทอาภรณ์เป็นบริษัทที่ผลิตเสื้อผ้าสำเร็จรูปจำหน่ายในปี 2527 มีส่วนแบ่งตลาด 8% และในปี 2528 คาดว่าบริษัทจะเพิ่มส่วนแบ่งได้เป็น 10% เนื่องจากนโยบายการตลาดที่ปรับปรุงใหม่ และคาดว่าอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขายของบริษัทอาภรณ์จะเท่ากับ 5% และมีจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด 200,000 หุ้น ดังนั้นกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทอาภรณ์จะเท่ากับเท่าใด

ยอดขายของอุตสาหกรรม 2527	1,500	ล้านบาท
ยอดขายของอุตสาหกรรม 2528 (เพิ่ม 20%)	1,800	"
ยอดขายบริษัทอาภรณ์ 10% (1,800)	180	"
กำไรสุทธิ 5% (180)	9	"
กำไรสุทธิต่อหุ้น $\left(\frac{9,000,000}{200,000}\right)$	45	บาท

เมื่อประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 2528 ได้แล้ว ขั้นตอนมาคือพยากรณ์ค่า P/E ใน ปี 2528 แล้วนำค่า P/E ไปคูณกับ EPS จะได้ราคาหุ้นสามัญของบริษัทอากรณที่พยากรณ์ขึ้น สำหรับปี 2528 ต่อจากนั้นให้ประมาณอัตราการจ่ายเงินปันผล เพื่อประมาณเงินปันผลต่อหุ้น จากนั้นนำราคาหุ้นและเงินปันผลที่ประมาณได้ไปเปรียบเทียบกับราคาหุ้นในปลายปี 2527 เพื่อ คำนวณหา HPR ต่อไป

ตัวอย่าง จากตัวอย่างบริษัทอากรณสมมติต่อว่า คาดว่าในปี 2528 P/E จะเท่ากับ 9 และอัตราการจ่ายเงินปันผล 60% ราคาหุ้นบริษัทอากรณปลายปี 2527 เท่ากับ 372 บาท

$$\text{ราคาหุ้นในปี 2528 ที่คาดว่าจะเป็น} = 9 (45) = 405 \text{ บาท}$$

$$\text{เงินปันผลต่อหุ้น} = 60\% (45) = 27 \text{ บาท}$$

$$\therefore \text{HPR} = \frac{27 + 405}{372}$$

$$= 1.10$$

$$\text{หรือ HPY} = 1.10 - 1$$

$$= .10 = 10\%$$

การพยากรณ์กำไรสุทธิโดยวิธี Market - share - profit margin นั้น สิ่งที่ผู้วิเคราะห์ ต้องทำการวิเคราะห์และประมาณคือยอดขายอุตสาหกรรม ส่วนแบ่งตลาด และอัตรากำไรสุทธิ ต่อยอดขาย

การประมาณอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย ผู้วิเคราะห์ควรจะทำความเข้าใจเกี่ยวกับ พฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงของอัตรานี้ กล่าวคือ โดยปกติแล้วถ้ายอดขายและขนาดการดำเนินงาน ไม่เปลี่ยนแปลงหรือเปลี่ยนแปลงในช่วงที่จำกัด แล้วอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขายจะเปลี่ยนแปลง น้อยมาก อย่างไรก็ตามถ้ายอดขายและขนาดการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงในช่วงที่กว้างขึ้นแล้ว อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขายจะเปลี่ยนแปลงอย่างมาก ดังนั้นในการที่จะวิเคราะห์เพื่อประมาณ อัตรากำไรสุทธิ ควรจะได้ทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างราคาสินค้าและต้นทุนสินค้า ของกิจการที่กำลังวิเคราะห์ วิธีการที่จะวิเคราะห์วิธีหนึ่งที่จะทำให้เกิดความเข้าใจในพฤติกรรม ของราคาและต้นทุนก็คือการวิเคราะห์จุดเสมอตัว (Breakeven Analysis)

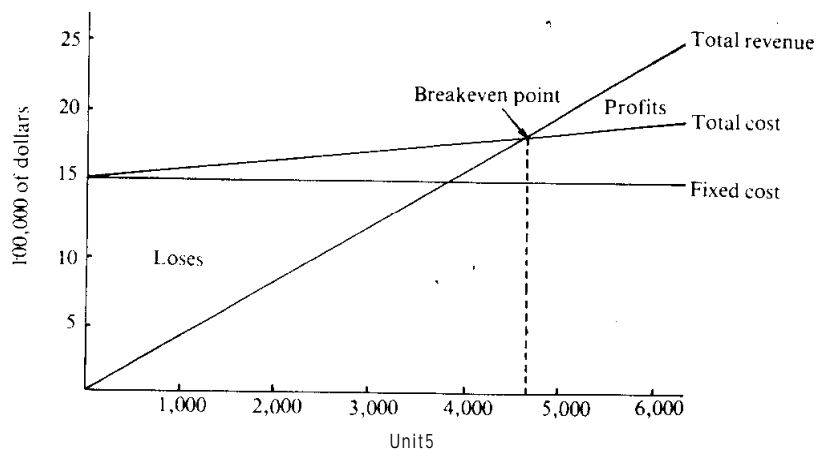
การวิเคราะห์จุดเสมอตัวเป็นการวิเคราะห์หาจุดเสมอตัวซึ่งเป็นจุดที่รายได้จากการขาย ทั้งหมดเท่ากับต้นทุนทั้งหมด หรือจุดที่กำไรเท่ากับศูนย์ โดยจะต้องแบ่งค่าใช้จ่ายออกเป็น 2

ประเภท คือค่าใช้จ่ายคงที่ (fixed cost) และค่าใช้จ่ายแปรได้ (variable cost) ค่าใช้จ่ายคงที่เป็นค่าใช้จ่ายที่ยอดรวมของค่าใช้จ่ายจะคงที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามจำนวนผลผลิตในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เช่น ค่าเช่า ส่วนค่าใช้จ่ายแปรได้เป็นค่าใช้จ่ายที่ยอดรวมของค่าใช้จ่ายจะเปลี่ยนแปลงตามปริมาณผลผลิต กล่าวคือถ้าปริมาณผลผลิตมาก ค่าใช้จ่ายจำนวนนี้จะมากด้วย ถ้าผลผลิตน้อย ค่าใช้จ่ายจำนวนนี้จะน้อยตามด้วย เช่นค่าวัตถุดิบ

ในการวิเคราะห์จุดเสมอตัวเพื่อดูการเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรสุทธินี้ เราสนใจที่ดูลักษณะกำไรของกิจการที่มีต้นทุนคงที่สูงเปรียบเทียบกับกิจการที่มีต้นทุนคงที่ต่ำ และอัตรากำไรสุทธิจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรที่จุดเสมอตัว

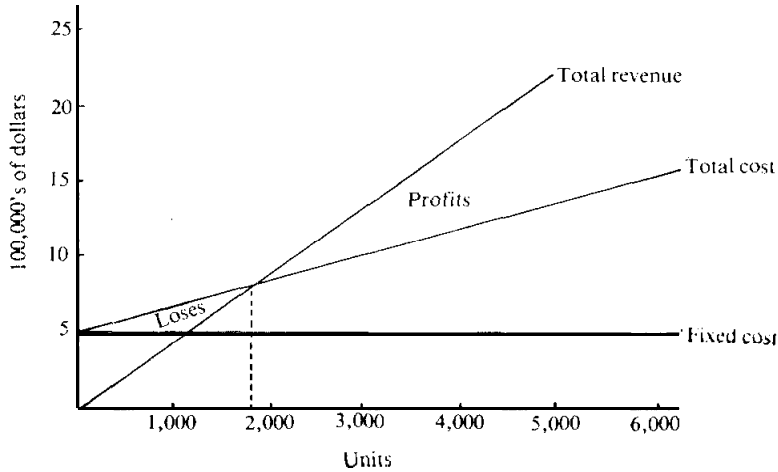
รูปที่ 11-1 แสดงจุดเสมอตัวของบริษัทที่มีต้นทุนคงที่สูง

BREAKEVEN POINT OF A HIGH-FIXED-COST COMPANY



## รูปที่ 11-2 แสดงจุดเสมอตัวของบริษัทที่มีต้นทุนคงที่ต่ำ

BREAKEVEN POINT OF A LOW-FIXED-COST COMPANY



จากรูปข้างต้น รูปที่ 11-1 เป็นรูปที่แสดงจุดเสมอตัวของบริษัทที่มีต้นทุนคงที่สูง ส่วนรูปที่ 11-2 เป็นรูปที่แสดงจุดเสมอตัวของบริษัทที่มีต้นทุนคงที่ต่ำ จะสังเกตเห็นได้ว่า บริษัทที่มีต้นทุนคงที่สูงจะมีจุดเสมอตัว (จำนวนหน่วย) สูงกว่าบริษัทที่มีต้นทุนคงที่ต่ำ

โดยปกติแล้ว กิจกรรมใดที่มีต้นทุนคงที่สูงมักจะมีต้นทุนแปรได้ต่ำดังรูปที่ 11-1 ณ ระดับยอดขายที่ต่ำกว่าจุดเสมอตัว อัตราการขาดทุนจะสูงมากและเหนือจุดเสมอตัวขึ้นไปอัตรากำไรจะสูงมากด้วย ดังนั้นถ้ายอดขายของบริษัทต่ำกว่าจุดเสมอตัวมากเท่าใดบริษัทจะขาดทุนมากเท่านั้น แต่ถ้ายอดขายของบริษัทสูงกว่าจุดเสมอตัว บริษัทจะได้รับกำไรมาก และยอดขายยิ่งสูงมากเท่าใดจะยิ่งได้รับกำไรมากเท่านั้น ในภาพช่วงกำไรคือช่วงห่างระหว่างเส้นรายได้รวมกับเส้นต้นทุนรวม

โดยทั่วไปกิจการใดที่มีต้นทุนคงที่ต่ำ มักจะมีต้นทุนแปรได้สูง ดังรูปที่ 11-2 ดังนั้นเมื่อยอดขายต่ำกว่าจุดเสมอตัว ขาดทุนจะเพิ่มมากขึ้น แต่อัตรากำไรและขาดทุนจะต่ำกว่ากิจการที่มีต้นทุนคงที่สูง

ดังนั้นในการวิเคราะห์เพื่อประมาณอัตรากำไรต่อยอดขาย ผู้วิเคราะห์ต้องสามารถระบุได้ว่า

1. กิจการที่วิเคราะห์อยู่เป็นกิจการประเภทไหน ต้นทุนคงที่สูงหรือต่ำ
2. ยอดขายที่พยากรณ์นั้นอยู่ระดับใด สูงหรือต่ำกว่าจุดเสมอตัวมากน้อยเพียงใด ถ้ายอดขายที่พยากรณ์อยู่ใกล้ระดับจุดเสมอตัวมากเพียงใดก็มีอัตรากำไรความเสี่ยงมากขึ้นเพียงนั้น หรือมีความปลอดภัย (margin of safety) น้อย การพยากรณ์ผิดพลาดเพียงเล็กน้อยอาจนำมาสู่ความล้มเหลวในการลงทุน

ค. Regression Analysis การพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นโดยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยนี้เป็นการพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นโดยการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิต่อหุ้นซึ่งเป็นตัวแปรตาม (dependent variable) กับตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระเช่นรายได้ประชาชาติ รายได้สุทธิส่วนบุคคลและยอดขายของอุตสาหกรรม เป็นต้น การหาความสัมพันธ์เพื่อสร้างสมการเส้นถดถอยนี้จะต้องใช้สถิติข้อมูลเกี่ยวกับกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทและตัวแปรอิสระหลาย ๆ ปีมาหาความสัมพันธ์ และเมื่อสร้างสมการแสดงความสัมพันธ์ได้แล้ว จะต้องทดสอบว่าตัวแปรอิสระที่นำมาหาความสัมพันธ์นั้นเหมาะสมใช้ได้หรือไม่ มีความสัมพันธ์จริงหรือไม่โดยวิเคราะห์หาสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ง. Trend Analysis การพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นโดยวิธีการวิเคราะห์หาแนวโน้มนี้เป็นการนำสถิติของกำไรสุทธิในอดีตของบริษัทหลาย ๆ ปีมาสร้างเส้นแนวโน้มโดยการใช่วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (least square) เข้าช่วย เส้นแนวโน้มที่สร้างขึ้นนี้สามารถเขียนให้อยู่ในรูปสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{EPS}_x &= a + bx \\ \text{โดย } \text{EPS}_x &= \text{กำไรสุทธิต่อหุ้นในปี } x \\ a \text{ และ } b &= \text{เป็นค่าคงที่ที่ได้จากการทำ least square เพื่อสร้างเส้น} \\ &\quad \text{แนวโน้ม} \end{aligned}$$



ดังนั้นสมมติว่านำตัวเลขกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท ก. ตั้งแต่ปี 2510 จนถึงปี 2526 มาสร้างเส้นแนวโน้ม ดังนั้นการกำหนดค่า  $x$  แทนค่าปี จะเป็นดังนี้ ปี 2510 = 1, 2511 = 2, 2512 = 3 เรื่อย ๆ ไป ดังนั้นปี 2527 ค่า  $x = 18$  เป็นต้น ดังนั้นถ้าต้องการคาดคะเนกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 2527 สมการจะอยู่ในรูปนี้

$$EPS_{18} = a + b(18)$$

การประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นโดยวิธีการสร้างเส้นแนวโน้มนี้เป็นการประมาณอย่างคร่าว ๆ เท่านั้น และจะนำมาใช้ได้ต่อเมื่อคาดว่าสภาพแวดล้อมปัจจัยต่าง ๆ ไม่มีการเปลี่ยนแปลง

### การประมาณค่าตัวคูณกำไร หรือ P/E

หลังจากที่ได้ทำการพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทที่วิเคราะห์ ผู้วิเคราะห์จะต้องพยากรณ์ค่า P/E หรือตัวคูณกำไรเพื่อนำไปพยากรณ์ราคาหุ้นเพื่อนำไปหา HPR และ HPY ต่อไป ปัญหาของผู้วิเคราะห์เกิดขึ้นว่าค่า P/E ที่เหมาะสมของบริษัทที่วิเคราะห์อยู่ควรจะเป็นเท่าใด จะกำหนดได้อย่างไร หาได้จากที่ไหน เป็นต้น

ค่า P/E ที่ใช้กันโดยทั่วไปหมายถึง ราคาปิดของหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับระยะเวลา 12 เดือน ที่บริษัทรายงานล่าสุด ดังนั้นถ้าราคาปิดของหุ้นเท่ากับ 240 และกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับงวด 12 เดือนล่าสุดเท่ากับ 30 บาท ดังนั้น P/E จะเท่ากับ  $\frac{240}{30} = 8$  จะเห็นได้ว่าค่า P/E ขึ้นอยู่กับราคาปิดประจำวัน ดังนั้นค่า P/E จริง ๆ จึงเปลี่ยนไปทุกวัน ขึ้นอยู่ว่าวันที่วิเคราะห์เป็นวันใด

ส่วนค่า P/E ที่จะใช้สำหรับการประเมินราคาหุ้นนั้นจะเป็นค่า P/E ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต เช่นขณะที่วิเคราะห์คือปลายปี 2527 คาดว่ากำไรต่อหุ้นในปี 2528 จะเท่ากับ 20 บาท ปัญหาว่าค่า P/E ที่จะนำมาพยากรณ์ราคาหุ้นในปี 2528 ควรจะเป็นเท่าใด ซึ่งอาจจะเท่ากับค่า P/E ในปัจจุบันหรือสูงกว่าหรือต่ำกว่าก็ได้ ดังนั้นควรพิจารณาว่าค่า P/E ในอนาคตจะสูงหรือต่ำนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยใดบ้าง

ผลจากการที่รูปแบบการเจริญเติบโตของเงินปันผลประเมินราคาหุ้นที่ได้อธิบายในบทที่ 7 และบทอื่น ๆ ต่อมา ทำให้ได้ค่า P/E ว่า

$$P/E = \frac{D/E}{r - g_d}$$

กล่าวคือค่า P/E ขึ้นอยู่กับการเจริญเติบโตของเงินปันผล ( $g_d$ ) ผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ลงทุน ซึ่งจะมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับความเสี่ยงภัยของบริษัทนั้น ๆ และอัตราการจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลจะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับ การเจริญเติบโตของกำไรต่อหุ้นของบริษัทนั้น ๆ ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าค่า P/E จะมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับการเจริญเติบโตของกำไรต่อหุ้นของบริษัท และความเสถียรของบริษัท ตัวอย่างเช่น ค่า P/E ของดัชนีราคาหุ้นอุตสาหกรรมดาวโจนส์ บริษัททั้ง 30 บริษัท ที่นำมาคำนวณหาดัชนีราคาหุ้นดาวโจนส์เป็นบริษัทที่มั่นคง ตั้งมานาน ดังนั้นการเจริญเติบโตของรายได้มีปานกลางสม่ำเสมอ ค่า P/E ตกประมาณ 8-10 ขณะที่ค่า P/E ของ IBM ตกประมาณ 16 ทั้งนี้เพราะการเจริญเติบโตของกำไรต่อหุ้นของ IBM สูงกว่ากลุ่มบริษัทอุตสาหกรรม 30 บริษัทที่ดัชนีดาวโจนส์นำมาคำนวณดัชนีราคาหุ้น

เมื่อผู้วิเคราะห์ประมาณค่า P/E ของบริษัทที่กำลังวิเคราะห์ได้แล้ว โดยพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ที่กล่าว ผู้วิเคราะห์ควรจะได้ประเมินค่า P/E ที่ประมาณขึ้นนั้นว่าเหมาะสมหรือไม่ การที่จะดูว่าเหมาะสมหรือไม่นั้น อาจทำได้โดยการนำค่า P/E ที่ประมาณได้ไปเปรียบกับค่า P/E ที่แล้ว ๆ มาของบริษัทนั้น ว่าค่าเฉลี่ย (mean) หรือมัธยฐาน (median) หรือค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับเท่าใด เพื่อดูว่าค่า P/E ที่ประมาณขึ้นนั้นอยู่ในช่วงใดของค่า P/E ที่แล้วมาในอดีต ออกนอกรอบหรือไม่ แตกต่างจากค่าเฉลี่ยหรือค่ามัธยฐานมากหรือไม่ อยู่ก่อนไปทางสูงหรือทางต่ำ และควรจะเปรียบเทียบกับค่า P/E ของตลาดและของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นอยู่ด้วย โดยการใช้ดัชนีราคาหุ้นเข้าช่วย สำหรับค่า P/E ในอดีตของบริษัทที่จะนำมาดูนั้นควรจะให้ น้ำหนักความสำคัญกับค่า P/E ในระยะหลัง ๆ มากกว่าค่า P/E ที่นานมาแล้ว การดูค่า P/E ในอดีตของบริษัท และค่า P/E ของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นอยู่ และค่า P/E ของตลาดจะช่วยกำหนดกรอบของ P/E ที่ประมาณขึ้นได้ และทำให้รู้ว่าค่า P/E ที่ประมาณนั้นตกอยู่ช่วงสูงหรือช่วงต่ำ และพิจารณากับสถานการณ์ต่าง ๆ ในอนาคตที่ผู้วิเคราะห์ได้วิเคราะห์มาตามลำดับ ก็พอที่จะทำให้ผู้วิเคราะห์ประเมินได้ว่าค่า P/E ที่ประมาณขึ้นนั้นเหมาะสมหรือไม่

นอกจากนั้นอาจจะดูอัตราส่วนการเปรียบเทียบระหว่าง P/E ของบริษัทที่วิเคราะห์ กับ P/E ของตลาดว่าตกประมาณเท่าใดซึ่งอัตราส่วนนี้หาได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วน P/E ของบริษัทต่อ P/E ตลาด} = \frac{\text{P/E ของบริษัท}}{\text{P/E ของตลาด}}$$

ตัวอย่างเช่น ค่า P/E ของบริษัทเท่ากับ 13 และ P/E ของตลาด (ซึ่งหาได้จากดัชนีราคาหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้นโดยเฉลี่ยของหุ้นทั้งหมดที่นำมาคำนวณหาดัชนี) เท่ากับ 10 ดังนั้นอัตราส่วนการเปรียบเทียบ

$$= \frac{13}{10} = 1.3$$

หมายความว่า ราคาหุ้นของบริษัทนั้นขายในราคาที่ P/E เท่ากับ 1.3 เท่าของ P/E ของตลาด

เมื่อได้อัตราส่วนเปรียบเทียบแล้ว ให้นำค่า P/E ที่ประมาณมาหาค่าเปรียบเทียบกับค่า P/E ของตลาดบ้าง เพื่อดูว่าอัตราส่วนแตกต่างกันเพียงเล็กน้อยแค่ไหน สมเหตุสมผลหรือไม่

### การประมาณเงินปันผลต่อหุ้นที่คาดว่าจะได้รับ

หลังจากที่ได้ดำเนินการประมาณราคาหุ้นในอนาคตได้แล้ว งานขั้นต่อไปคือทำการประมาณเงินปันผลต่อหุ้นที่คาดว่าจะได้รับ เพื่อนำไปหาค่า HPR และ HPY ที่คาดหวังต่อไป จะเห็นได้ว่าเมื่อมาถึงขั้นนี้แล้วผู้วิเคราะห์ได้ประมาณกำไรสุทธิต่อหุ้นไว้แล้วในครั้งที่ประมาณราคาหุ้น ดังนั้นการประมาณเงินปันผลก็เป็นเรื่องง่ายขึ้น โดยเพียงประมาณอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไร (dividend payout ratio) ของบริษัทว่าจะเท่ากับเท่าใด แล้วนำอัตราการจ่ายเงินปันผลนี้ไปคูณกับกำไรต่อหุ้นที่คาดไว้ ก็จะได้เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับ ดังนั้นงานในขั้นนี้ก็คือการประมาณอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไรว่าเท่ากับกี่เปอร์เซ็นต์

การประมาณอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไร ผู้วิเคราะห์ควรจะพิจารณาเกี่ยวกับสิ่งต่อไปนี้คือ

1. พิจารณานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในระยะยาว โดยทั่วไปแล้วผู้บริหารมักจะมีการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากกำไรสำหรับระยะยาวไว้ล่วงหน้า เช่นกำหนดไว้เป็นนโยบายว่าจะจ่ายเงินปันผล 40% จากกำไรเป็นต้น ซึ่งนโยบายนี้หมายถึงว่าในระยะยาวโดยเฉลี่ยแล้วจะจ่ายในอัตรานี้ แต่ในแต่ละปีอาจจะแตกต่างกันบ้าง ดังนั้นผู้วิเคราะห์จะต้องดูว่าบริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในระยะยาวกี่เปอร์เซ็นต์

2. พิจารณาจำนวนเงินสดปันผลต่อหุ้นที่เป็นอยู่ในขณะนี้ว่าเท่ากับเท่าใด ซึ่งจากการวิเคราะห์พฤติกรรมของผู้บริหารบริษัทต่างพบว่า ผู้บริหารมักจะไม่ต้องการลดหรือตัดจำนวนเงินสดปันผลต่อหุ้นให้ต่ำลง ดังนั้นจึงมักจะมีนโยบายว่า อย่างน้อยเงินสดปันผลต่อหุ้นในปีนี้ก็ ต้องเท่ากับปีที่แล้ว ถึงแม้ว่าอะไรจะลดลงบ้างก็ตาม

3. ฝ่ายบริหารจะเพิ่มเงินสดปันผลต่อหุ้นในสูงขึ้นต่อเมื่อผู้บริหารมั่นใจว่าระดับกำไร ในอนาคตจะสูงขึ้น และฐานะด้านสภาพคล่องดีพอที่จะจ่ายเงินสดปันผลเพิ่มได้

จากการพิจารณาข้างต้นก็จะทำให้ผู้วิเคราะห์พอที่จะประมาณได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลในปีหน้าจะเท่ากับเท่าใด

เมื่อได้ประมาณราคาหุ้นในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทที่วิเคราะห์อยู่ได้แล้ว ผู้วิเคราะห์ก็สามารถที่จะประมาณค่า HPR และ HPY ของหุ้นสามัญบริษัทนั้น ๆ ได้ โดยนำราคาปัจจุบันของหุ้นสามัญบริษัทนั้นมาเปรียบเทียบกับค่า HPR และ HPY ค่า HPR และ HPY ที่ได้นี้จะนำไปเป็นข้อมูลในการตัดสินใจเลือกหุ้นที่จะลงทุนต่อไป ซึ่งถือเป็นเรื่องของการบริหารกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุน ซึ่งจะได้อธิบายในบทสุดท้ายของหนังสือเล่มนี้