

บทที่ 4

วิธีการศึกษา และผลการศึกษา

วิธีการศึกษา

ในการวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์ กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร จากรายได้ของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ อาจใช้การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์เชิงพื้นฐานด้วยวิธีอัตราส่วนลด หรือ discount cash flow (DCF method) และ วิธี P/E multiple เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าหลักทรัพย์หลังการได้รับใบอนุญาตให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ โดยในขั้นตอนการวิเคราะห์นั้นมีการประเมินกระแสเงินสด จากรายได้ต่อเลขหมาย ต้นทุนในการดำเนินงาน และเงินลงทุนในโครงการที่ต้องจ่ายในแต่ละปี ด้วยการคาดการณ์เหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต แต่วิธีคำนวณจากอัตราส่วนลด มีความแม่นยำมากกว่า วิธี P/E multiple เนื่องจากธุรกิจผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง การตัดค่าเสื่อมราคาจึงสูงตามไปด้วย วิธีอัตราส่วนลดจะประมาณการราคาจากกระแสเงินสดที่ได้รับเข้ามา ซึ่งมีการหักค่าเสื่อมราคาที่ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายที่แท้จริง ส่วนวิธี P/E multiple จะประมาณค่าจากกำไรที่เกิดขึ้น ทำให้มีความคลาดเคลื่อนของราคามากกว่าวิธีคำนวณจากอัตราส่วนลด โดยวิธี DCF และ วิธี P/E multiple มีวิธีการคำนวณดังนี้

1. วิธี DCF มีขั้นตอนการคำนวณดังนี้

1.1 คำนวณรายได้สุทธิ ซึ่งคำนวณจากรายได้ต่อเลขหมาย คูณจำนวนเลขหมายที่มี หักต้นทุนในการดำเนินงาน และเงินลงทุนโครงการที่ต้องจ่ายแต่ละปีหรือคูณด้วยสัดส่วนค่าสัมปทาน

1.2 คำนวณกระแสเงินสดของโครงการในแต่ละปี (free cash flow--FCF)

1.3 คำนวณมูลค่าปัจจุบัน (present value of free cash flow หรือ PV)

จากสูตร

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

1.4 คำนวณราคาต่อหุ้น ซึ่งคำนวณจาก

PV

จำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว

2. วิธี P/E multiple มีวิธีการคำนวณจาก

$$P_0 = \frac{P}{E} \times E_1$$

โดยที่

$\frac{P}{E}$ หมายถึง อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดของหุ้นสามัญกับกำไรสุทธิต่อหุ้น

E_1 หมายถึง กำไรสุทธิที่ได้รับการประมาณการสำหรับ 1 ช่วงระยะเวลา

ข้างหน้า

ในการวิเคราะห์ผลจากการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ในประเทศไทยในขณะนี้ยังไม่มีเปิดให้บริการเต็มรูปแบบ จึงได้นำตัวเลขอัตรา การเจริญเติบโตจำนวนเลขหมายของประเทศที่มีบริการ 3G เช่น ประเทศญี่ปุ่น เป็นต้น และอัตราการเจริญเติบโตของสมาร์ตโฟนในประเทศไทย เข้ามาประกอบการประมาณ การเลขหมายที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในประเทศไทย หลังการเปิดให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ

วิธีการวิเคราะห์มีกรณีที่พิจารณาด้วยกัน 3 กรณี ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ ได้กำหนดบริษัท ที่เข้าร่วมประมูลทั้งสามบริษัท อันได้แก่ บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) และ บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

กรณีที่ 1 คือ มีผู้เข้าร่วมประมูลใบอนุญาต 4 รายหรือมากกว่า ซึ่งตามหลักเกณฑ์ การออกใบอนุญาตของ กสทช. ที่ใช้เมื่อครั้งประมูลใบอนุญาตในเดือนกันยายน พ.ศ. 2553 คือ ใช้หลักเกณฑ์ $n-1$ หมายถึง จะมีการออกใบอนุญาตน้อยกว่าผู้เข้าร่วมประมูล 1 ราย เพื่อให้เกิดการแข่งขันในการเสนอราคาประมูล ดังนั้น ตามกรณีที่ 1 กสทช. จะเปิด

ประมูลใบอนุญาต 3 ใบ ซึ่งกรณีนี้จะทำให้ผู้เข้าร่วมประมูลที่ทำการศึกษามีโอกาสได้รับใบอนุญาตครบทั้ง 3 ราย

กรณีที่ 2 คือ มีผู้เข้าร่วมประมูลใบอนุญาต 3 ราย ทำให้ กสทช. เปิดประมูลใบอนุญาต 2 ใบ ทำให้มีผู้ร่วมเข้าประมูล 1 รายที่ไม่ได้ใบอนุญาต

กรณีที่ 3 มีผู้เข้าร่วมประมูลใบอนุญาต 2 ราย ทำให้ กสทช. เปิดประมูลใบอนุญาต 1 ใบ ซึ่งจะทำให้มีผู้เข้าร่วมประมูลได้ใบอนุญาตไปเพียงรายเดียว

จากผลการวิเคราะห์รายได้ของแต่ละบริษัททั้ง 3 กรณี จะนำมาวิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์และมูลค่าเหมาะสมของบริษัทที่เข้าร่วมประมูลแต่ละบริษัท ทั้งกรณีที่ได้รับใบอนุญาตและไม่ได้รับใบอนุญาต หลังการอนุญาตเปิดให้บริการ 3G อีกครั้งหนึ่ง

ผลการศึกษา

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทย หลังจากมีการให้บริการ 3G แบ่งการประเมินออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกเป็นการประมาณหาตัวเลขที่ใช้คำนวณ คำนวณรายได้ ต้นทุนการดำเนินงาน เงินลงทุนในโครงการแต่ละปี และในแต่ละกรณี ส่วนที่ 2 เป็นการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์และราคาที่เหมาะสมของแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษาในแต่ละกรณี ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

การประมาณการรายได้

ขั้นตอนของข้อสมมติฐานและการคำนวณในการประมาณการมีดังนี้

1. จำนวนเลขหมาย ในที่นี้จะใช้ตัวเลขอ้างอิง จากอัตราเติบโตของเลขหมายที่เกิดขึ้นในประเทศญี่ปุ่นหลังจากมีการให้บริการ 3G จำนวน 10 ปี ซึ่งเท่ากับการระยะเวลาการประมาณการ 10 ปีของประเทศไทยคือ ร้อยละ 80 โดยตัวเลขอ้างอิง

ตาราง 13

ตัวเลขจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ หลังมีการให้บริการ 3G ประเทศญี่ปุ่น

YEAR	SUBSCRIBERS	INCREASE	%
2000	58,187,000		
2001	67,315,000	9,128,000	15.68735285
2002	73,774,300	6,459,300	9.595632474
2003	80,156,200	6,381,900	8.650573438
2004	85,483,800	5,327,600	6.646522664
2005	90,177,800	4,694,000	5.491098898
2006	94,935,900	4,758,100	5.276354047
2007	100,524,700	5,588,800	5.88691949
2008	105,825,200	5,300,500	5.272833443
2009	110,617,400	4,792,200	4.528411002
2010	117,060,900	6,443,500	5.825032951

ที่มา. จาก *Number of subscribers by Carriers*, by TCA Telecommunication Carriers Association, 2010, Retrieved June, 13, 2011, from <http://www.tca.or.jp/english/database/>

จากตาราง 13 นำมาคำนวณประมาณเลขหมายที่คาดว่าจะเพิ่มหลังเปิดให้บริการ 3G จำนวน 10 ปี จากจำนวนเลขหมาย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2553 อยู่ 69,938,792 เลขหมาย หากเพิ่มขึ้น ร้อยละ 80 จะทำให้มีเลขหมายที่เพิ่มขึ้น ณ ปี พ.ศ. 2563 อีกจำนวน 55,951,033 เลขหมาย รวมเป็นเลขหมายทั้งสิ้นในปี พ.ศ. 2563 เท่ากับ 125,889,825 เลขหมาย

1.1 กรณีที่ 1 กสทช. มีการประมูลใบอนุญาต 3 ใบ ซึ่งทำให้ผู้เข้าร่วมประมูลทุกรายที่ทำการศึกษามีโอกาสได้รับใบอนุญาตทุกราย การประมาณการจะประมาณจากสัดส่วนการตลาดตามเดิม ในที่นี้จะใช้ สัดส่วนการตลาดอ้างอิง ณ สิ้นปี พ.ศ. 2553 ดังนี้

ADVANC ร้อยละ 44.61 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 24,959,756 เลขหมาย

DTAC ร้อยละ 30.91 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 17,294,464 เลขหมาย

TRUE ร้อยละ 24.48 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 13,696,813 เลขหมาย

ตาราง 14 เป็นเลขหมายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปีที่คำนวณตามอัตราการเพิ่มขึ้นของเลขหมายโดยอ้างอิงจากตัวเลขของอัตราการเปลี่ยนแปลงของเลขหมายในแต่ละปีของประเทศญี่ปุ่นหลังการเปิดให้บริการ 3G รวมกับเลขหมายที่มีอยู่

ตาราง 14

จำนวนเลขหมายรายปี กรณีที่ 1

(หน่วย: เลขหมาย)

ปี/จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	35,793,615	24,802,631	19,638,253
2555	38,866,050	26,931,503	21,324,270
2556	41,702,602	28,896,932	22,880,845
2557	44,038,947	30,515,772	24,162,928
2558	46,086,902	31,934,787	25,286,755
2559	48,081,256	33,316,663	26,381,169
2560	50,228,007	34,804,134	27,559,211
2561	52,221,483	36,185,401	28,653,142
2562	54,029,152	37,437,925	29,645,112
2563	56,160,456	38,914,692	30,814,677

1.2 กรณีที่ 2 ทาง กสทช. มีการเปิดประมูลใบอนุญาต 2 ใบ ทำให้จะมีผู้ที่ไม่ได้รับใบอนุญาต 1 ราย ในกรณีที่ 2 ได้กำหนดโดยอิงจากหลักความเป็นจริงของโอกาสในการได้รับใบอนุญาต คือให้ทาง ADVANC และ DTAC ซึ่งมีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่งได้รับใบอนุญาต ส่วน TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาตเนื่องจาก TRUE มี 3G HSPA+ ที่จะทำการเปิดให้บริการในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2554 ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนในการวางระบบและเปลี่ยนแปลงระบบในสถานีสถาน ทำให้ฐานเงินทุนที่จะนำมาประมูลแข่งขันกับทาง ADVANC และ DTAC มีน้อย และอีกทั้ง TRUE ยังมีหนี้ระยะสั้นที่รอชำระจากการกู้มาซื้อกิจการของ HUTCH และลงทุนในระบบ 3G HSPA + สัดส่วนเลขหมายจึงแบ่งเป็น ADVANC ร้อยละ 40 DTAC ร้อยละ 40 และ TRUE ร้อยละ 20

เนื่องจาก ADVANC และ DTAC มีฐานเงินลงทุนที่เท่ากัน การได้รับใบอนุญาต การพัฒนาระบบที่มีต่างชาติร่วมถือหุ้น การเปิดให้บริการพร้อมกัน จึงทำให้โอกาสในการแข่งขันมีเท่าเทียมกัน จึงแบ่งอัตราส่วนโดยอ้างอิงจาก ส่วนแบ่งการตลาดเดิม บวกกับการได้ใบอนุญาต 3G ส่วน TRUE ที่ได้สัดส่วนเลขหมาย เท่ากับร้อยละ 20 นั้น เนื่องจากฐานลูกค้าเดิมของ TRUE คงจะมีผู้ให้บริการแบบเสียงและเป็นลูกค้าที่จงรักภักดี อีกทั้งมี 3G HSPA+ ที่สามารถดึงลูกค้าบางกลุ่มให้ใช้บริการกับ TRUE ได้ โดยมีสัดส่วนเลขหมายที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปี รวมเลขหมายที่มีอยู่ดังตาราง 15

ADVANC ร้อยละ 40 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 22,380,413 เลขหมาย

DTAC ร้อยละ 40 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 22,380,413 เลขหมาย

TRUE ร้อยละ 20 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 11,190,207 เลขหมาย

1.3 กรณีที่ 3 เป็นกรณีที่ กสทช. เปิดประมูลใบอนุญาตเพียง 1 ใบ คือ จะมีผู้ได้รับใบอนุญาตไป 1 ราย ซึ่งกรณีนี้ ถือเป็น worst case scenario คือ ผู้ประมูลทุกรายใน ส่วนที่ทำการศึกษามีโอกาสไม่ได้รับใบอนุญาตเท่ากัน คือ เป็นไปได้ ที่ทาง TRUE อาจจะหาพันธมิตรมาร่วมทุนก็ได้ เพื่อการประมูลที่มีใบอนุญาตเพียง 1 ใบ สัดส่วนที่ใช้แบ่งเป็น 3 กรณี คือ

ตาราง 15

จำนวนเลขหมายรายปี กรณีที่ 2

(หน่วย: เลขหมาย)

ปี / จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	35,318,982	25,738,510	19,177,005
2555	38,073,913	28,493,441	20,554,470
2556	40,617,335	31,036,863	21,826,182
2557	42,712,242	33,131,770	22,873,635
2558	44,548,561	34,968,089	23,791,795
2559	46,336,819	36,756,347	24,685,924
2560	48,261,723	38,681,251	25,648,376

ตาราง 15 (ต่อ)

ปี/จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2561	50,049,193	40,468,721	26,542,111
2562	51,670,059	42,089,587	27,352,544
2563	53,581,113	44,000,641	28,308,071

1.3.1 กรณีแรก ADVANC ได้รับใบอนุญาต สัดส่วน ADVANC เท่ากับ ร้อยละ 60 DTAC ร้อยละ 20 และ TRUE ร้อยละ 20 โดยแบ่งสัดส่วนตามส่วนแบ่ง การตลาดของเลขหมายหลังการเปิดให้บริการ 3G ของประเทศญี่ปุ่นที่ บริษัท DOCOMO NTT CO.LTD ได้รับใบอนุญาตรายแรก สัดส่วน (ดูตาราง 16)

ADVANC ร้อยละ 60 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 33,570,621

DTAC ร้อยละ 20 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 11,190,206

TRUE ร้อยละ 20 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 11,190,206

ตาราง 16

จำนวนเลขหมายรายปี กรณีที่ 3.1 ADVANC ได้รับใบอนุญาต (หน่วย: เลขหมาย)

ปี/จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	37,378,124	23,679,369	19,177,005
2555	41,510,519	25,056,834	20,554,470
2556	45,325,653	26,328,545	21,826,181
2557	48,468,014	27,375,999	22,873,635
2558	51,222,492	28,294,158	23,791,794
2559	53,904,879	29,188,287	24,685,923
2560	56,792,236	30,150,739	25,648,375
2561	59,473,441	31,044,474	26,542,110
2562	61,904,739	31,854,907	27,352,543
2563	64,771,321	32,810,434	28,308,070

1.3.2 กรณีที่ 2 DTAC ได้รับใบอนุญาต ทำให้สัดส่วน DTAC เท่ากับ ร้อยละ 50 ADVANC เท่ากับ ร้อยละ 30 และ TRUE เท่ากับ ร้อยละ 20 โดยอ้างอิงจาก ส่วนแบ่งการตลาดเดิมที่ DTAC มีส่วนแบ่งการตลาดที่ร้อยละ 30 รวมกับรายได้จากผู้ให้บริการที่คาดว่าจะย้ายค่ายจาก ADVANC ร้อยละ 15 และ TRUE ร้อยละ 5 มาใช้ บริการของ DTAC และการรักษฐานลูกค้าของ ADVANC โดยการร่วมมือกับ TOT 3G ทำให้คงส่วนแบ่งการตลาดไว้ได้ที่ร้อยละ 30 และ TRUE ที่มี 3G-HSPA+ ที่ร่วมธุรกิจ กับ HUTCH ทำให้รักษาสัดส่วนแบ่งการตลาดไว้ได้ที่ร้อยละ 20 (ดูตาราง 17)

ADVANC ร้อยละ 30 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 16,785,210 เลขหมาย

DTAC ร้อยละ 50 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 27,975,517 เลขหมาย

TRUE ร้อยละ 20 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 11,190,206 เลขหมาย

ตาราง 17

จำนวนเลขหมายรายปี กรณีที่ 3.2 DTAC ได้รับใบอนุญาต (หน่วย: เลขหมาย)

ปี/จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	34,289,412	26,768,081	19,177,005
2555	36,355,610	30,211,744	20,554,470
2556	38,263,176	33,391,021	21,826,182
2557	39,834,357	36,009,655	22,873,635
2558	41,211,596	38,305,054	23,791,795
2559	42,552,789	40,540,376	24,685,924
2560	43,996,468	42,946,507	25,648,376
2561	45,337,070	45,180,845	26,542,111
2562	46,552,719	47,206,926	27,352,544
2563	47,986,010	49,595,744	28,308,071

1.3.3 กรณีที่ 3 TRUE ได้รับใบอนุญาต สัดส่วน TRUE เท่ากับ ร้อยละ 40 ADVANC ร้อยละ 30 และ DTAC ร้อยละ 30 โดยอ้างอิงจากฐานลูกค้าเดิมของทั้ง 3 บริษัท และการรักษฐานลูกค้าของทั้ง ADVANC และ DTAC โดยการขอร่วม ทำ mvno กับ TOT 3G ซึ่งจะทำให้สามารถรักษฐานลูกค้าไว้ได้ โดยมีสัดส่วนเลขหมายตามตาราง ดังนี้ (ดูตาราง 18)

ADVANC ร้อยละ 30 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 16,785,310 เลขหมาย

DTAC ร้อยละ 30 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 16,785,310 เลขหมาย

TRUE ร้อยละ 40 เลขหมายที่เพิ่มขึ้น 22,380,413 เลขหมาย

ตาราง 18

จำนวนเลขหมายรายปี กรณีที่ 3.3 TRUE ได้รับใบอนุญาต (หน่วย: เลขหมาย)

ปี/จำนวนเลขหมาย	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	34,289,412	24,708,940	21,236,146
2555	36,355,610	26,775,138	23,991,077
2556	38,263,176	28,682,704	26,534,499
2557	39,834,357	30,253,885	28,629,406
2558	41,211,596	31,631,124	30,465,725
2559	42,552,789	32,972,317	32,253,983
2560	43,996,468	34,415,996	34,178,887
2561	45,337,070	35,756,598	35,966,357
2562	46,552,719	36,972,247	37,587,223
2563	47,986,010	38,405,538	39,498,277

2. รายได้ต่อเลขหมาย โดยแบ่งรายได้ต่อเลขหมายออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ รายได้จากการให้บริการทางด้านเสียง (voice service) และรายได้จากบริการที่ไม่ใช่เสียง (non-voice service) ในส่วนของธุรกิจบริษัทให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะแบ่งรายได้ ออกเป็น 2 ประเภท คือ รายได้จากระบบเติมเงิน (pre-paid) และรายได้จากระบบราย

เดือน (post-paid) โดย ข้อมูล ธันวาคม พ.ศ. 2553 ADVANC นั้น มีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงิน กับรายได้จากระบบรายเดือน เท่ากับ ร้อยละ 90 และ ร้อยละ 10 ตามลำดับ มีเลขหมายในระบบเติมเงิน เท่ากับ 28,148,100 เลขหมาย และระบบรายเดือน 3,052,600 เลขหมาย ในส่วนของ DTAC มีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงิน เท่ากับ ร้อยละ 90 รายได้จากระบบรายเดือน ร้อยละ 10 โดยมีเลขหมายระบบเติมเงิน 19,458,205 เลขหมาย เลขหมายระบบรายเดือน 2,162,023 เลขหมาย และ TRUE มีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงิน ร้อยละ 92 รายได้จากระบบรายเดือน ร้อยละ 8 โดยมีเลขหมายจากระบบเติมเงิน 15,748,435 เลขหมาย และเลขหมายจากระบบรายเดือน 1,369,429 เลขหมาย ในการประมาณการรายได้ต่อเลขหมายจะใช้ข้อมูลอ้างอิง จากฐานรายได้จากระบบเติมเงิน และรายได้จากระบบรายเดือน ในปี พ.ศ. 2553 ซึ่ง ADVANC มีรายได้ระบบเติมเงิน 201 บาท รายได้จากระบบรายเดือน 632 บาท DTAC มีรายได้จากระบบรายเดือน เท่ากับ 221 บาท และรายได้จากระบบรายเดือน 677 บาท TRUE มีรายได้จากระบบเติมเงิน 105 บาท ต่อเลขหมาย และ รายได้จากระบบรายเดือน 438 บาท ส่วนอัตราการให้บริการ non-voice ในปี พ.ศ. 2554-2563 นั้นทำการประมาณค่าจากอัตราการให้บริการในปี พ.ศ. 2547-2553 โดยวิธี OLS หา time trend ในแต่ละปี ได้ค่าดังตาราง 19

ตาราง 19

อัตราการให้บริการ non-voice ของ postpaid และ prepaid (หน่วย: ร้อยละ)		
year	postpaid	prepaid
2554	0.06571	0.12100
2555	0.07304	0.13246
2556	0.08036	0.14393
2557	0.08768	0.15539
2558	0.09500	0.16686
2559	0.10232	0.17832
2560	0.10964	0.18979

ตาราง 19 (ต่อ)

year	postpaid	prepaid
2561	0.11696	0.20125
2562	0.12429	0.21271
2563	0.13161	0.22418

ดังนั้นรายได้ต่อเลขหมาย ของผู้ให้บริการ โทรศัพท์เคลื่อนที่ จะกำหนดจากอัตราการใช้บริการที่ไม่ใช่เสียง (non-voice) คูณด้วยรายได้จากระบบเติมเงิน และคูณด้วยรายได้จากระบบรายเดือนรวมกันและรวมกับรายได้ค่าบริการเดิมของแต่ละผู้ให้บริการ จะได้ตัวเลขรายได้ต่อเลขหมายในแต่ละปีและแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษา แม้ว่าจะมีการให้บริการ 3G เพิ่มเข้ามา ผู้ให้บริการก็ยังไม่สามารถที่จะปรับราคาค่าบริการให้สูงขึ้นได้มาก เนื่องด้วยยังเป็นเทคโนโลยีใหม่ และมีทางเลือกอื่น นอกเหนือจากการใช้งานผ่านทาง mobile internet เช่น การใช้งานด้าน internet broadband wifi เป็นต้น ประโยชน์ที่ผู้ให้บริการจะได้รับจากการเปิดให้บริการ 3G คือ การประหยัดต้นทุน (saving cost) ก็ไม่ต้องจ่ายส่วนแบ่งรายได้ ถึงร้อยละ 25-30 ได้แก่ ADVANC ร้อยละ 25 DTAC ร้อยละ 30 TRUE ร้อยละ 30 และสามารถนำเงินจากการประหยัดต้นทุนไปลงทุนและพัฒนา ระบบได้ทันที

3. ประมาณการต้นทุนการดำเนินงาน ส่วนของต้นทุนในการดำเนินงาน ADVANC DTAC และ TRUE จะใช้สัดส่วนจากรายได้จากการให้บริการในปี พ.ศ. 2549-2553 ในการประมาณต้นทุน และใช้วิธี OLS หา time trend ในการหาค่าประมาณการต้นทุนที่จะเกิดในปี พ.ศ. 2554-2558 (ซึ่งเป็นตัวเลขสัดส่วนที่ยังไม่รวมค่าส่วนแบ่งรายได้และที่ต้องจ่ายอีก ร้อยละ 25-30)

ตาราง 20

รายได้ต่อเลขหมายของผู้ให้บริการแต่ละราย (หน่วย: บาท)

ปี	ADVANC		DTAC		TRUE	
	prepaid	postpaid	prepaid	postpaid	prepaid	postpaid
2554	225.321	663.94	247.741	721.4886	117.705	466.7829
2555	227.6253	668.5013	250.2746	726.4452	118.9088	469.9896
2556	229.9296	673.0625	252.8082	731.4018	120.1125	473.1964
2557	232.234	677.6238	255.3418	736.3584	121.3163	476.4032
2558	234.5383	682.185	257.8754	741.315	122.52	479.61
2559	236.8426	686.7463	260.409	746.2716	123.7238	482.8168
2560	239.1469	691.3075	262.9426	751.2282	124.9275	486.0236
2561	241.4513	695.8688	265.4763	756.1848	126.1313	489.2304
2562	243.7556	700.43	268.0099	761.1414	127.335	492.4371
2563	246.0599	704.9913	270.5435	766.098	128.5388	495.6439

ตาราง 21

สัดส่วนต้นทุนการให้บริการและให้เช่าอุปกรณ์ของ ADVANC

year	ต้นทุนการให้บริการและให้เช่าอุปกรณ์ (ร้อยละของรายได้)
2554	0.438
2555	0.456
2556	0.474
2557	0.492
2558	0.51
2559	0.474
2560	0.474
2561	0.474
2562	0.474
2563	0.474

ส่วนในปี พ.ศ. 2559-2563 จะใช้วิธี moving average จากสัดส่วนต้นทุนในปี พ.ศ. 2554-2558 โดยได้ตัวเลขดังนี้ โดยแบ่งการคำนวณส่วนแบ่งรายได้เป็นรายปี เนื่องจากในปีพ.ศ. 2554 ยังคงต้องมีการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ตามอัตราเดิม เพราะยังไม่มี การออกใบอนุญาต 3G ส่วนในปีถัดไปจะพิจารณาตามกรณีศึกษาที่ตั้งไว้ นอกจากนั้นยัง มีการแบ่งการคำนวณต้นทุนในแต่ละกรณีที่ทำการศึกษา โดยในส่วนของต้นทุน การให้บริการและให้เช่าอุปกรณ์ของ ADVANC นั้น ดูจากตาราง 21 จะเห็นว่าสัดส่วน ต้นทุนการให้บริการต่อรายได้มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการประมาณการตัวเลข ในปี พ.ศ. 2549-2553 ทำให้ทราบแนวโน้มการคาดการณ์ที่คาดว่าต้นทุนในการให้บริการ ของ ADVANC จะปรับขึ้น

ตาราง 22

สัดส่วนต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ของ DTAC

year	ต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ (ร้อยละของรายได้)
2554	0.377
2555	0.358
2556	0.339
2557	0.32
2558	0.301
2559	0.339
2560	0.339
2561	0.339
2562	0.339
2563	0.339

จากตาราง 22 สัดส่วนต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ของ DTAC จากประมาณ ตัวเลขแนวโน้มต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ ในปี พ.ศ. 2549-2553 ทำให้ทราบ แนวโน้มต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ในปีถัดไปของ DTAC ซึ่งต้องมีการวิเคราะห์

ประกอบกับกรณีศึกษาที่ตั้งไว้อีกครั้ง และในส่วนของต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ของ TRUE นั้น (ดูตาราง 23) แต่จะต้องมีการวิเคราะห์ประกอบกับกรณีศึกษาที่ตั้งไว้อีกครั้ง และสัดส่วนต้นทุนตามตาราง 21 และ ตาราง 22 เป็นสัดส่วนต้นทุนที่ยังไม่ได้รวมส่วนแบ่งรายได้และภาษีสรรพสามิตที่ต้องจ่ายในแต่ละปี

ในส่วนของเงินลงทุนของโครงการในแต่ละปีจะใช้ตัวเลขการลงทุนจากข่าวสารของบริษัทที่ทำการศึกษา ประกอบกับผลการดำเนินงานของแต่ละบริษัท

ตาราง 23

สัดส่วนต้นทุนการให้บริการโทรศัพท์ของ TRUE

year	ต้นทุนการให้บริการ โทรศัพท์ (ร้อยละของรายได้)
2554	0.379
2555	0.354
2556	0.329
2557	0.304
2558	0.279
2559	0.329
2560	0.329
2561	0.329
2562	0.329
2563	0.329

ซึ่งสามารถคำนวณออกมาเป็นต้นทุนการให้บริการในแต่ละกรณี ดังนี้

3.1 กรณีที่ 1 เป็นกรณีที่ บริษัทที่ทำการศึกษา ADVANC DTAC และ TRUE ได้รับใบอนุญาตครบทุกราย ส่วนของ ADVANC DTAC และ TRUE ในปี พ.ศ. 2554 และ 2555 ยังต้องมีการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ โดย ADVANC ต้องจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานที่ ร้อยละ 25 DTAC ร้อยละ 30 และ TRUE ร้อยละ 30 ตามลำดับ เนื่องจากยัง

ไม่มีการเปิดให้บริการ 3G เต็มรูปแบบทำให้ยังต้องมีการใช้สัมปทานเดิม และต้องมีการจ่ายส่วนแบ่งรายได้

ส่วนของ ADVANC ในปี พ.ศ. 2554 มีเงินลงทุนในโครงการ TOT 3G ที่ 2,500 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2555 มีเงินลงทุนจากการประมูลใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิรตซ์ กับเงินลงทุนในการพัฒนาระบบ 2G ที่ 15,000 ล้านบาท

DTAC ในปีพ.ศ. 2554 มีเงินลงทุนในการปรับปรุงสถานีฐานในคลื่นความถี่เดิมให้ปรับเป็น 3G HSPA ที่ 1,200 ล้านบาท และในปี พ.ศ. 2555 มีเงินลงทุนเพื่อประมูลใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิรตซ์ 15,000 ล้านบาท

TRUE ในปี พ.ศ. 2555 มีเงินลงทุนในการประมูลใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิรตซ์ 15,000 ล้านบาท โดยมีต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนในโครงการดังนี้ (ดูตาราง 24)

ตาราง 24

ต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนโครงการในแต่ละปี กรณีที่ 1 (หน่วย: บาท)

ปี	ต้นทุนการให้บริการ		
	ADVANC	DTAC	TRUE
2555	82,046,800,144	60,664,814,645	23,302,815,391
2556	104,467,769,434	78,347,003,386	39,600,079,448
2557	65,051,620,225	35,344,289,306	13,401,818,161
2558	71,962,619,686	35,557,675,931	13,197,559,872
2559	78,777,916,673	35,321,928,733	12,791,050,774
2560	77,077,423,527	41,878,802,768	15,878,231,927
2561	81,241,617,232	44,141,563,836	16,735,671,573
2562	85,217,505,274	46,302,036,028	17,554,278,454
2563	88,944,856,720	48,327,500,512	18,321,640,526
2564	93,261,675,795	50,673,253,734	19,210,413,742

3.2 ปีนครณียที่ ADVANC และ DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ และ TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาต การประมาณต้นทุนการให้บริการ และเงินลงทุนโครงการของ ADVANC และ DTAC ใช้ข้อสมมติฐานเดียวกับการประมาณการในกรณีแรก ส่วน TRUE ส่วนของต้นทุนที่เพิ่มขึ้นมาคือ ส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องจ่ายตลอดอายุสัญญาที่ทำการประมาณการ ข้อมูลดูใน ตาราง 25

ตาราง 25

ต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนโครงการในแต่ละปี กรณีที่ 2 (หน่วย: บาท)			
ปี	ต้นทุนการให้บริการ		
	ADVANC	DTAC	TRUE
2555	80,991,988,094	62,908,603,672	22,755,497,002
2556	102,644,308,330	82,020,919,831	23,712,023,671
2557	63,358,719,223	37,961,672,368	24,441,293,246
2558	69,794,693,933	38,605,896,671	24,822,334,445
2559	76,148,377,827	38,676,955,872	24,975,528,771
2560	74,280,975,999	46,202,460,508	27,945,073,604
2561	78,061,238,363	49,058,853,476	29,777,688,592
2562	81,672,658,902	51,782,877,237	31,088,583,855
2563	85,061,227,584	54,332,192,216	32,319,433,166
2564	88,978,344,288	57,295,985,945	33,739,925,742

3.3 กรณีที่ 3 แบ่งแยกย่อยได้เป็น 3 กรณี ดังนี้

3.3.1 เป็นกรณีที่ ADVANC ได้รับใบอนุญาตไป ในปี พ.ศ. 2554 นั้น ADVANC ยังต้องจ่ายส่วนแบ่งรายได้ ร้อยละ 25 และมีเงินลงทุนโครงการ ตามงบประมาณที่ตั้งในปีไว้ที่ 2,500 ล้านบาท ในปี พ.ศ. 2555 จ่ายส่วนแบ่งรายได้ ร้อยละ 25 และเงินลงทุนใน

การประมูลใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิรซ์ ส่วนในปีถัดไป
ใช้สัดส่วนต้นทุนตามตาราง 47

DTAC ส่วนที่เพิ่มขึ้นมาจากสัดส่วนต้นทุนที่ต้องจ่ายในแต่ละปีคือ ส่วน
แบ่งรายได้ในร้อยละ 30 ตลอดอายุสัญญาที่ทำการประมาณการ

TRUE ส่วนที่เพิ่มจากสัดส่วนต้นทุนการให้บริการคือ ส่วนแบ่งรายได้ที่
ต้องจ่าย ร้อยละ 30 ตลอดอายุสัญญาที่ทำการประมาณการ ตามตาราง 26

ตาราง 26

ต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนโครงการในแต่ละปี กรณีที่ 3.1 (หน่วย: บาท)

ปี	ต้นทุนการให้บริการ		
	ADVANC	DTAC	TRUE
2555	85,568,171,784	57,971,771,047	22,755,497,002
2556	110,555,209,315	60,437,495,922	23,712,023,671
2557	70,703,194,141	60,700,956,793	24,441,292,127
2558	79,200,014,897	61,804,584,860	24,822,334,445
2559	87,556,356,176	62,486,347,100	24,975,527,721
2560	86,413,075,167	69,158,016,590	28,406,139,969
2561	91,858,972,204	72,080,203,533	29,777,687,431
2562	97,051,596,028	74,877,642,887	31,088,582,683
2563	101,909,949,292	77,510,415,620	32,319,431,985
2564	107,561,126,995	80,533,825,403	33,739,924,550

3.3.2 เป็นกรณีที่ DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100
เมกกะเฮิรซ์ไปรายเดียว ในการประมาณการต้นทุนการให้บริการจะใช้สัดส่วนต้นทุน
ในแต่ละปีตามตาราง 49 ในการประมาณการเงินลงทุนใช้ข้อสมมติฐานเดียวกับกรณีที่ 1
เนื่องจากการได้รับใบอนุญาตเช่นเดียวกัน เงินลงทุนจึงเท่ากัน

ส่วนของ ADVANC นั้น ส่วนที่เพิ่มขึ้นมาจากสัดส่วนต้นทุนการให้บริการ (ตาราง 47) คือ ส่วนแบ่งรายได้ ในปี พ.ศ. 2554 ถึง ปี 2556 ที่ต้องจ่ายในอัตรา ร้อยละ 25 ส่วนปีถัดไปจนถึงปีที่ทำการประมาณการ จ่ายในอัตราร้อยละ 30

TRUE มีต้นทุนเพิ่มจากสัดส่วนในตาราง 51 คือส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องจ่าย ร้อยละ 30 ตลอดอายุสัญญาที่ได้รับสัมปทานและตามระยะเวลาที่ทำการประมาณการ ต้นทุนการประมาณการที่ได้ดูได้จาก ตาราง 27

ตาราง 27

ต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนโครงการในแต่ละปี กรณีที่ 3.2 (หน่วย: บาท)

ปี	ต้นทุนการให้บริการ		
	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	86,203,898,472	65,377,021,183	22,755,497,002
2555	83,688,857,837	86,062,630,610	23,712,023,671
2556	91,166,693,664	40,841,079,823	24,441,292,127
2557	104,782,300,381	41,959,274,137	24,822,334,445
2558	111,882,265,687	42,367,853,824	24,975,527,721
2559	111,388,930,476	50,958,957,404	28,406,139,969
2560	116,201,851,001	54,468,414,018	29,777,687,431
2561	120,807,997,017	57,812,406,527	31,088,582,683
2562	125,141,212,762	60,938,012,468	32,319,431,985
2563	130,121,735,984	64,581,719,415	33,739,924,550

3.3.3 เป็นกรณีที่ TRUE ได้รับใบอนุญาตไปรายเดียว แม้ว่าจะมีโอกาส น้อยมากที่จะเกิดขึ้นในกรณีนี้ เนื่องจากทาง TRUE เอง มีเงินทุนที่ค่อนข้างอ่อนแอ แต่ หาก TRUE มีการหาพันธมิตรเข้ามาร่วมลงทุน จะทำให้มีโอกาสที่จะเกิดกรณีขึ้นมาได้ ในส่วนของต้นทุนในการบริการ จะใช้สัดส่วนต้นทุนตามตาราง 51 ส่วนในปี พ.ศ. 2554 และปี พ.ศ. 2555 ส่วนที่เพิ่มขึ้นมา จะเป็นส่วนแบ่งรายได้ที่ยังต้องจ่ายให้สัมปทานเดิม

ร้อยละ 30 และเงินลงทุนในการประมูลใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิรตซ์
จำนวน 15,000 ล้านบาท

ADVANC มีส่วนเพิ่มจากสัดส่วนต้นทุนที่ต้องจ่ายคือ ส่วนแบ่งรายได้
ที่ต้องจ่ายจากสัมปทานเดิมร้อยละ 25 ตลอดอายุสัญญาและระยะเวลาการประมาณการ
DTAC นั้น มีส่วนแบ่งรายได้ที่ต้อง ร้อยละ 30 ตามระยะเวลาที่ทำการ
ประมาณการ โดยต้นทุนการให้บริการรวมเงินลงทุนโครงการ ดังตาราง 49

ตาราง 28

ต้นทุนการให้บริการและเงินลงทุนโครงการในแต่ละปี กรณีที่ 3.3 (หน่วย: บาท)

ปี	ต้นทุนการให้บริการ		
	ADVANC	DTAC	TRUE
2555	86,203,898,472	60,440,188,558	25,198,880,463
2556	83,688,857,837	62,979,209,053	27,676,558,224
2557	91,166,693,664	66,128,514,743	29,713,738,812
2558	104,782,300,381	68,301,755,959	15,637,107,382
2559	111,882,265,687	69,855,883,092	15,410,780,677
2560	111,388,930,476	78,123,805,145	19,412,946,509
2561	116,201,851,001	82,276,988,185	20,755,551,658
2562	120,807,997,017	86,243,038,807	22,034,702,014
2563	125,141,212,762	89,962,096,934	23,230,122,665
2564	130,121,735,984	94,267,113,071	24,623,923,310

กระแสเงินสดของแต่ละบริษัท

ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิธี DCF นั้น วิธีการหากระแสเงินสดเบื้องต้นคือ การนำรายได้หักด้วยต้นทุนจะได้เป็นกระแสเงินสดในแต่ละปี ซึ่งในแต่ละบริษัทและแต่ละกรณี มีดังนี้

ADVANC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 1 ตามตาราง 82 ที่ 750,459,274,618 บาท
 DTAC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 1 ตามตาราง 83 ที่ 722,644,912,799 บาท
 TRUE มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 1 ตามตาราง 84 ที่ 278,500,719,424 บาท
 ADVANC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 2 ตามตาราง 85 ที่ 722,948,958,851 บาท
 DTAC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 2 ตามตาราง 86 ที่ 798,324,131,678 บาท
 TRUE มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 2 ตามตาราง 87 ที่ 163,499,712,613 บาท
 ADVANC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.1 ตามตาราง 88 ที่ 842,299,574,607 บาท
 DTAC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.1 ตามตาราง 89 ที่ 381,556,445,741 บาท
 TRUE มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.1 ตามตาราง 90 ที่ 163,771,656,937 บาท
 ADVANC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.2 ตามตาราง 91 ที่ 324,187,893,801 บาท
 DTAC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.2 ตามตาราง 92 ที่ 881,579,587,221 บาท
 TRUE มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.2 ตามตาราง 93 ที่ 163,771,656,937 บาท
 ADVANC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.3 ตามตาราง 94 ที่ 342,187,893,801 บาท
 DTAC มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.3 ตามตาราง 95 ที่ 428,815,548,703 บาท
 TRUE มีกระแสเงินสดในกรณีที่ 3.3 ตามตาราง 96 ที่ 343,342,012,064 บาท

การคำนวณอัตราส่วนลด

จากสูตร $WACC = W_d k_d (1-T) + W_e k_e$
 โดยที่

W_d = สัดส่วนของหนี้

W_e = สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้น

k_d = ต้นทุนของหนี้สิน

k_e = ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

การคำนวณ WACC หรือ ต้นทุนของเงินทุนแต่ละบริษัท ในการวิเคราะห์
ในทุกกรณีจะใช้อัตราส่วนลดที่คำนวณได้ของแต่ละบริษัทดังนี้

$$\text{WACC ADVANC} = 24.1375 (0.67) (0.70) + 0.33 (9.821) = 14.56$$

$$\text{WACC DTAC} = 24.1375 (0.31) (0.70) + 0.69 (11.32) = 13.05$$

$$\text{WACC TRUE} = 24.1375 (0.91) (0.70) + 0.09 (14.22) = 16.65$$

ตาราง 29

อัตราส่วนลดในแต่ละปีของแต่ละบริษัท (หน่วย: ร้อยละ)

ปี	ADVANC	DTAC	TRUE
2554	1.1456	1.1305	1.1665
2555	1.3124	1.2780	1.3607
2556	1.5035	1.4448	1.5873
2557	1.7224	1.6334	1.8516
2558	1.9732	1.8465	2.1599
2559	2.2605	2.0875	2.5195
2560	2.5896	2.3599	2.9390
2561	2.9666	2.6679	3.4283
2562	3.3986	3.0160	3.9991
2563	3.8934	3.4096	4.6650

จากตาราง 30 สัดส่วนหนึ่งของ ADVANC หรือ W_d เท่ากับ ร้อยละ 0.67 สัดส่วน
ของส่วนของเจ้าของ หรือ W_e เท่ากับ ร้อยละ 0.33

จากตาราง 31 สัดส่วนหนึ่งของ DTAC หรือ W_d เท่ากับ ร้อยละ 0.31 สัดส่วนของ
ส่วนของเจ้าของ หรือ W_e เท่ากับ ร้อยละ 0.69

จากตาราง 33 สัดส่วนหนึ่งของ TRUE หรือ W_d เท่ากับ ร้อยละ 0.91 สัดส่วนของ
ส่วนของเจ้าของ หรือ W_e เท่ากับ ร้อยละ 0.09

ตาราง 30

งบดุล (บางส่วน) บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

(หน่วย: ล้านบาท)

ADVANC	ไตรมาส 1/2554
สินทรัพย์	107,984.47
หนี้สินรวม	72,053.06
ส่วนของผู้ถือหุ้น	35,614.44

ที่มา. จาก งบการเงิน/ผลประกอบการ, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554, ค้นเมื่อ 27 มิถุนายน 2554, จาก <http://www.set.or.th/set/companyhighlight.do?symbol=ADVANC&language=th&country=TH>

ตาราง 31

งบดุล (บางส่วน) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

(หน่วย: ล้านบาท)

DTAC	ไตรมาส 1/2554
สินทรัพย์	105,276.44
หนี้สินรวม	33,064.13
ส่วนของผู้ถือหุ้น	72,196.06

ที่มา. จาก งบการเงิน/ผลประกอบการ, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554, ค้นเมื่อ 27 มิถุนายน 2554, จาก <http://www.set.or.th/set/companyhighlight.do?symbol=DTAC&language=th&country=TH>

ตาราง 32

งบดุล (บางส่วน) บริษัท ทูร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (หน่วย: ล้านบาท)

TRUE	ไตรมาส 1 /2554
สินทรัพย์	124,680.77
หนี้สินรวม	114,014.33
ส่วนของผู้ถือหุ้น	10,126.75

ที่มา. จาก งบการเงิน/ผลประกอบการ, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554, กันยายน 27 มิถุนายน 2554, จาก <http://www.set.or.th/set/companyhighlight.do?symbol=TRUE&language=th&country=TH>

ตาราง 33

อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ ของธนาคารพาณิชย์ ประจำวันที่ 4 กรกฎาคม 2554

(หน่วย: บาท)

ธนาคาร	MOR	MLR	MRR	สูงสุด	ผิวน้ำ	บัตรเครดิต
กรุงเทพ	7.1250	6.8750	7.6250	15.6250	18.0000	20.0000
กรุงไทย	7.1250	6.8750	7.6250	17.6250	20.0000	-
กสิกรไทย	7.1500	6.8700	7.6500	22.6500	24.6500	20.0000
ไทยพาณิชย์	7.1500	6.8750	7.6500	19.6500	22.6500	20.0000
กรุงศรีอยุธยา	7.5000	7.2500	8.0000	21.0000	28.0000	-
ทหารไทย	7.5000	7.2500	7.8750	28.0000	28.0000	20.0000
นครหลวงไทย	7.5000	7.2500	7.9000	25.0000	28.0000	20.0000
ยูโอบี	8.0000	7.5000	8.2500	28.0000	28.0000	20.0000
ซีไอเอ็มบี ไทย	7.6500	7.4000	8.0250	28.0000	28.0000	-
สแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด (ไทย)	8.5000	8.2500	12.0000	35.0000	35.0000	20.0000

ตาราง 33 (ต่อ)

ธนาคาร	MOR	MLR	MRR	สูงสุด	ผิคนัด	บัตรเครดิต
ธนาคาร	7.5000	7.2500	7.9000	15.4000	18.0000	15.0000
ทิสโก้	7.5000	7.2500	7.8750	28.0000	28.0000	-
แลนด์ แอนด์ เฮาส์ เพื่อ						
รายย่อย	7.5000	7.0000	7.7500	18.0000	21.0000	-

ที่มา. จาก อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ ของธนาคารพาณิชย์, โดย ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2554, ค้นเมื่อ 4 กรกฎาคม 2554, จาก http://www.bot.or.th/Thai/Statistics/FinancialMarkets/InterestRate/InterestRate_TH_XLS/TN_XLS_LNE_04072554.XLS

จากตาราง 33 นำอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์อัตราสูงสุด จำนวน 5 ธนาคารหลักของประเทศไทย อันได้แก่ BBL KTB KBANK SCB และ BAY มาคำนวณหาต้นทุนของหนี้ หรือ k_d ได้ต้นทุนของหนี้เฉลี่ย เท่ากับ ร้อยละ 24.1375

การคำนวณหาต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น ในที่นี้จะใช้ CAPM ในการคำนวณ ต้นทุน จากสูตร $E(R_i) = R_{rf} + [E(R_M) - R_{rf}]$

$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากหลักทรัพย์ i

R_{rf} = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

$E(R_M)$ = อัตราผลตอบแทนของตลาด

β_i = ความเสี่ยงตามตลาด หรือ ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ตัวที่ i

โดยที่ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง หรือ R_{rf} จะใช้อัตราดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาล LB21DA อายุ 11.61 ปี อัตราดอกเบี้ย ร้อยละ 3.65

อัตราผลตอบแทนของตลาด หรือ R_m จะใช้การคำนวณในวิธี geometric โดยใช้ ดัชนีราคาปิดของตลาดหลักทรัพย์ วันที่ 28 ธันวาคม พ.ศ. 2544 ที่ 303.85 จุด และดัชนี ราคาปิดของหลักทรัพย์ วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 ที่ 1032.85 จุด

$$\text{geometric average} = [\text{value}_n / \text{value}_0]^{1/n} - 1$$

$$= [1032.76/303.85]^{1/10} - 1$$

$$R_m = 0.13 \text{ หรือ ร้อยละ } 13$$

ค่าเบต้าของแต่ละบริษัท จะใช้ค่าเบต้าที่ 6 เดือน ตามรอบการจ่ายเงินปันผล จากโปรแกรม efinancethai โดย ADVANC มีค่าเบต้า เท่ากับ 0.66 DTAC เท่ากับ 0.82 และ TRUE เท่ากับ 1.13

การคำนวณ CAPM ของแต่ละบริษัท ในที่นี่จะใช้เป็นการคำนวณในส่วนของ ต้นทุนส่วนของเจ้าของ โดยมีค่าการคำนวณดังนี้

คำนวณค่า k_e หรือ CAPM ของ ADVANC $3.65 + (13 - 3.65)0.66 = 9.821$

คำนวณค่า k_e หรือ CAPM ของ DTAC $3.65 + (13 - 3.65)0.82 = 11.32$

คำนวณค่า k_e หรือ CAPM ของ ADVANC $3.65 + (13 - 3.65)1.13 = 14.22$

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

จากข้อมูลและข้อสมมติฐานข้างต้น แบ่งการประเมินมูลค่าออกเป็น 3 กรณี ดังนี้

1. กรณีบริษัทที่ทำการศึกษา ADVANC DTAC และ TRUE ได้รับใบอนุญาต ครอบงำราย หลังจากประเมินมูลค่า ด้วยวิธี DCF (discount cash flow) ในทุกกรณีจะใช้ อัตราส่วนลด เท่ากับ ร้อยละ 14.56 13.05 และ 16.65 ตามลำดับ โดยมีอัตราส่วนลดใน แต่ละปี ตามตาราง 29

ADVANC มีมูลค่าเหมาะสมหลังการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะ เฮิรซ์ ที่ 113 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสมที่ 159 บาท และ TRUE 14 บาท

ส่วนวิธี P/E multiple จะใช้ P/E ในไตรมาส 1 ปีพ.ศ. 2554 ของแต่ละบริษัท ในการประมาณราคาที่จะเกิดขึ้น โดย ADVANC มีค่า P/E เท่ากับ 15.65 เท่า ใช้กำไรสุทธิ ในปี พ.ศ. 2563 ในการประมาณการราคา ได้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 283 บาท DTAC มีค่า P/E เท่ากับ 12.96 เท่า ใช้กำไรสุทธิในปี พ.ศ. 2563 ในการประมาณการราคา ได้ราคา เหมาะสม 253 บาท และ TRUE นั้นไม่สามารถทำการประเมินด้วยวิธี P/E multiple ได้ เนื่องจากในวิธี P/E multiple จะเหมาะกับบริษัทที่มีกำไรสม่ำเสมอและมีการเติบโต ตลอด จึงจะทำให้การประเมินมูลค่ามีความแม่นยำ ซึ่ง ผลการดำเนินงานของ TRUE ที่ผ่านมามีแนวโน้มการขาดทุนทำให้การประมาณวิธี P/E ไม่มีความน่าเชื่อถือสำหรับ TRUE จึงไม่ทำการประเมิน

2. กรณีที่ ADVANC และ DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ และ TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาต หลังจากประเมินมูลค่า ด้วยวิธี DCF (discount cash flow) ADVANC มีมูลค่าเหมาะสมหลังการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ที่ 109 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสมที่ 175 บาท และ TRUE 9.20 บาท

ส่วนวิธี P/E multiple ADVANC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 270 บาท (จากตาราง 105) DTAC มีราคาเหมาะสมในปี พ.ศ. 2563 เท่ากับ 286 บาท

3. กรณีที่ ADVANC ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ DTAC และ TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาตไป หลังจากประเมินมูลค่า ด้วยวิธี DCF (discount cash flow) ADVANC มีมูลค่าเหมาะสมหลังการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ที่ 126 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสมที่ 89 บาท และ TRUE 9.20 บาท

ส่วนวิธี P/E multiple ADVANC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 326 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 69 บาท

4. กรณีที่ DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ADVANC และ TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาตไป หลังจากประเมินมูลค่า ด้วยวิธี DCF (discount cash flow) ADVANC มีมูลค่าเหมาะสมหลังการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ที่ 54 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสมที่ 193 บาท และ TRUE 9.20 บาท

ส่วนวิธี P/E multiple ADVANC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 71 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 341 บาท

5. กรณีที่ TRUE ได้รับใบอนุญาต 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ADVANC และ DTAC ไม่ได้รับใบอนุญาตไป หลังจากประเมินมูลค่า ด้วยวิธี DCF (discount cash flow) ADVANC มีมูลค่าเหมาะสมหลังการให้บริการ 3G คลื่นความถี่ 2100 เมกกะเฮิร์ซ ที่ 54 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสมที่ 99 บาท และ TRUE 17 บาท

ส่วนวิธี P/E multiple ADVANC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 71 บาท DTAC มีมูลค่าเหมาะสม ในปี พ.ศ. 2563 ที่ 75 บาท

ทั้งสามกรณีข้างต้น จะเห็นว่าโอกาสที่จะเกิดขึ้นในแต่ละกรณีคือ ในกรณีแรก กรณีที่ ทั้งสามบริษัทที่ทำการศึกษา ADVANC DTAC และ TRUE ได้รับใบอนุญาต 3G ทුกรายโอกาสที่จะเกิดขึ้นนั้นมีเพียงร้อยละ 20 เนื่องจากทั้งสามบริษัทเป็นบริษัทผู้

ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายหลักของประเทศไทย หากว่ามีการเปิดประมูลใบอนุญาต 3G ทั้ง 3 ใบอนุญาตจะไม่ทำให้เกิดการแข่งขันด้านราคาการประมูล และทาง TRUE เองยังมีภาระหนี้สินและฐานเงินทุนที่อ่อนแอมากหากจะเข้าร่วมประมูล ยกเว้นว่าทาง TRUE เองจะมีพันธมิตรรายใหม่เข้ามาสนับสนุนเงินทุนของ TRUE กรณีที่ 2 เป็นกรณีที่ ADVANC และ DTAC ได้รับใบอนุญาต 3G ส่วน TRUE ไม่ได้รับใบอนุญาต 3G กรณีนี้เป็นกรณีที่มีโอกาสเกิดขึ้นมากที่สุด เนื่องจากในปัจจุบันทาง TRUE เองได้มีการซื้อกิจการของ HUTCH เมื่อเดือนมกราคม พ.ศ. 2554 ที่ผ่านมา ซึ่งทาง HUTCH มีระบบ CDMA สามารถนำมาพัฒนาและปรับปรุงให้เป็นระบบ 3G-HSPA+ ซึ่งกำลังทดลองใช้ในบางพื้นที่ และใช้ได้แล้วในปัจจุบันในพื้นที่ตัวเมืองใหญ่ ซึ่งตรงนี้เองทำให้ TRUE ได้เปรียบ ADVANC และ DTAC ที่สามารถมี 3G ใช้ได้ก่อนและสามารถรักษฐานลูกค้าที่ใช้บริการกับ TRUE ได้ ส่วนกรณีที่ ADVANC หรือ DTAC หรือ TRUE จะได้รับใบอนุญาต 3G ไปเพียงรายเดียวนั้น โอกาสที่เกิดขึ้นนั้นมีเพียง ADVANC เท่านั้นที่อาจจะได้รับใบอนุญาตไปรายเดียว เนื่องจาก ADVANC มีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่งและมีเทคโนโลยี มาตรฐาน พร้อมรองรับระบบ 3G และพื้นที่ให้บริการที่ครอบคลุมถึงร้อยละ 97 และสายสัมพันธ์ทางการเมืองกับรัฐบาลในปัจจุบัน ทำให้ ADVANC มีโอกาสได้ใบอนุญาต 3G มากกว่าหากเกิดกรณีนี้