

SUPER STOCKS

วิธืหาซูเปอร์หุ้น 10 เด้ง กำไร 10 เท่า

วิเคราะห์พื้นฐาน ประเมินมูลค่า คาดการณ์กำไร
ออมตะ เรียบง่าย ได้ผล

by **KEN FISHER**

สารบัญ

คำนำ

กิตติกรรมประกาศ

PART 1

องค์ประกอบของ Super Stock

บทที่ 1 19

ทำไมต้องใช้ประโยชน์จาก “Glitch” 19

วิเคราะห์ Super Stock เพื่อตามหา “The Perfect Glitch” 19

บทที่ 2 33

อะไรทำให้เกิด Glitch 33

วิธีจำแนกหุ้นดี 33

พอเกิด Glitch แล้วใคร ๆ ก็เบือนหน้าหนี 37

“Success has a thousand fathers, but failure is a bastard” 39

ไม่ใช่ทุกบริษัทจะฟื้นตัวได้ 40

PART 2

การประเมินหุ้น

บทที่ 3 47

การประเมินหุ้นแบบดั้งเดิม 47

ปริศนาชวนคิด : กำไรสิบเท่าเขาวามากเกิน แต่ปันเท่ากลับบอกว่าน้อยไป 47

(Ten Times Earnings Is Too High and a Thousand Times Is Too Low)

ถ้าอันนี้ก็ได้ อันนั้นก็ไม่ได้ ก็หาใหม่เถอะ 47

การประเมินราคาหุ้นโดยอ้างอิงจากกำไรบริษัท 47

หุ้นเติบโต (Growth Stock) 49

แนวทางของเบน เกรแฮม (Ben Graham) – “ยอดเยี่ยม แต่ยังไม่พอ” 51

คำตอบ 53

บทที่ 4

55

สิ่งที่สำคัญที่สุด: การประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ Price Sales Ratio	55
กระทิง หมู และไก่ทอง	55
Price Sales Ratio (PSR)	56
ราคากับยอดขายสัมพันธ์กันอย่างไร?	59
Super Stock คือหุ้นของ Super Company ที่เราซื้อไว้ได้ตอนที่ PSR ต่ำ (เมื่อเทียบกับขนาดบริษัท)	63
ค่า PSR บ่งชี้อะไร?	64
ศึกษาข้อมูล	64
เลือกหุ้นให้ถูก	69
ค่อย ๆ โต	71
ยิ่งสูงยิ่งอันตราย	72
เส้นแบ่งเขตแดนสู่ดินแดนต้องห้าม (Never-Never Land)	72
เข้าตลาดหุ้น	73

บทที่ 5

77

Price Research Ratio - ค่าความรู้	77
ล่าวาฬ	77
Price Research Ratio คืออะไร?	78
การวิจัยก็คือสินค้า	78
การวิจัยตลาดสำคัญที่สุด	79
กฎการใช้ PRR	82
จุดอ่อนของ PRR	84

บทที่ 6

91

การใช้ Price Sales Ratio กับหุ้นที่ไม่ใช่ Super Stock	91
แนวคิดและภาพรวมของ PSR	91
PSR ในตลาดขาขึ้นช่วงปี 1960 และต้น 1970	92

PSR และหุ้น Smokestack (หุ้นที่ไม่ใช่หุ้นวัฏจักร)	103
การใช้ PSR เป็นเครื่องมือสำหรับ Market Timing (กลยุทธ์การซื้อหุ้นตามทิศทางตลาด)	107
แนวทางกลยุทธ์ Market Timing โดยฟิชเชอร์	108
PSR กับหุ้นขยะ	108

บทที่ 7 **111**

ลากจากกองขยะ - ความเชื่อในทศวรรษที่ 1930	111
IBM ไม่ใช่หุ้นเติบโต?	112
ลากก้อนใหญ่จากหุ้นที่ PSR ต่ำ	117
แล้วพวกบริษัทใหญ่ ๆ ละ	120

PART 3

การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

<u>บทที่ 8</u>	125
Super Company: แ่งมุมธุรกิจ	125
คุณลักษณะในเชิงธุรกิจ	125
เน้นเติบโต	127
การตลาดที่ยอดเยี่ยม	129
“ทำให้คนคาดหวังน้อย และทำให้ได้ดีกว่าที่ใคร ๆ คาดหวัง”	130
ลูกค้าคือเซลที่ดีที่สุด	
ผู้บริหารมีอำนาจในการคุมบังเหียนการตลาดหรือเปล่า?	132
การบริหารจัดการบริการและการขาย	133
ข้อได้เปรียบ	134
ลูกค้าได้รับสินค้าที่คุ้มค่าที่สุด (Best Bang for the Buck) หรือเปล่า?	137
ความสัมพันธ์ที่ดีกับบุคลากรเป็นเรื่องที่สำคัญมาก	138
การบริหารการเงิน	140

บทที่ 9

143

หลักเลี่ยงความเสี่ยง - เลี่ยงการแข่งขัน

143

เดวิดและเจ้าตัวกินมด

143

เลี่ยงสถานที่ที่ตัวกินมดอยู่

143

บริษัทญี่ปุ่นกับตลาดขนาดใหญ่

145

เล็ก (และแตกต่าง) นี่แหละดี

146

งบลุดที่ดี

147

ใครเป็นคนดูแลตัวเลข?

148

ใครเป็นผู้ที่มีอำนาจตัดสินใจ (Controlling Interest)?

149

บทที่ 10

151

การวิเคราะห์อัตรากำไร - ได้เปรียบคนอื่นนี่แหละดี

151

ปัญหา

151

คำศัพท์

152

คำใบ้จากอดีต

152

ถ้าไม่แน่ใจให้ถาม!

154

จากยาจากสู่เศรษฐกิจ

155

ทำสิ่งที่แตกต่างจากคนอื่น

158

ได้เปรียบคนอื่นแบบโกง ๆ

159

ส่วนแบ่งการตลาดก็เป็นข้อได้เปรียบเหมือนกัน

161

ส่วนแบ่งการตลาดเชิงเปรียบเทียบเป็นอาวุธชิ้นสำคัญ

161

บทที่ 11

165

การวิเคราะห์อัตรากำไร - สูตรคำนวณและกฎต่าง ๆ

165

สูตรการคำนวณอัตรากำไรแบบคาดการณ์

165

ตัวอย่าง

166

กฎการวิเคราะห์อัตรากำไร

168

ไม่มีใครสมบูรณ์แบบ

171

PART 4

ไดนามิก

บทที่ 12 **175**

ลงมือทำ 175

เครื่องมือพิเศษ 175

เราไม่รู้หรือว่าโอกาสจะมาเมื่อไร 178

หาหุ้น PSR ต่ำ 179

หาบริษัทที่กำลังขาดทุน 180

ประเมินคุณภาพบริษัท 181

กรองหุ้น 183

ทุกนาที่มีค่า 184

แหล่งข้อมูลที่ไม่ค่อยมีใครถามหา 185

หลีกเลี่ยงการแข่งขัน 186

เยี่ยมบริษัท 187

เยี่ยมชมบริษัท 188

ติดต่อลูกค้า คู่แข่ง ซัพพลายเออร์ และผู้เชี่ยวชาญด้านการลงทุน 189

ข้อสรุป 191

บทที่ 13 **195**

กลับมาที่จุดเริ่มต้น - จะขายเมื่อไรดี 195

หุ้นจะขึ้นสุดตอนไหน 195

ยิ่งสูงยิ่งอันตราย 196

ถือไปเลยยาว ๆ 197

เส้นชัย 198

บทที่ 14 **199**

Verbatim Corporation – Disco Baby 199

ช่วงเริ่มต้น 199

เปลี่ยนประธานบริษัท	201
คู่แข่ง	203
หุ้นและ PSR	212
ก้าวกระโดด	212
เมื่อเสื่อตื้น	218
ถอนกำไรกลับบ้าน	220

บทที่ 15 **225**

California Microwave	225
ช่วงเริ่มต้น	225
บริษัทนี้น่าสนใจ	227
หุ้นร่วงอีกแล้ว	232
ก้าวกระโดด	235
เมื่อเสื่อตื้น	237
หน้าใหม่	239
ใคร ๆ ก็ชอบแฮปปี้เอนดิง	247

ภาคผนวก

ภาคผนวก 1	251
ภาคผนวก 2	255
ภาคผนวก 3	257
ภาคผนวก 4	261
ภาคผนวก 5	265
ภาคผนวก 6	269
เกี่ยวกับผู้เขียน	279

Digital Service **280**

คำนำ

หนังสือเล่มนี้เต็มไปด้วยแนวคิดทั้งใหม่และเก่าที่ช่วยให้ผมมีความเชื่อมั่นในระบบเทรดของตัวเอง และเชื่อมั่นจะช่วยให้คุณได้เช่นกัน ถ้าคุณเชื่อมั่นในระบบของตนเอง มันก็จะทำให้คุณสามารถรับมือกับสถานการณ์ต่าง ๆ ได้ดีกว่าคนอื่น ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญที่จะช่วยให้คุณประสบความสำเร็จในการเทรด

หนังสือการลงทุนส่วนมากมีเนื้อหาเหมือน ๆ กัน แล้วหนังสือเล่มนี้ต่างออกไปอย่างไร?

หนังสือเล่มนี้จะนำเสนอแนวคิดใหม่ซึ่งไม่มีในหนังสือเล่มไหนมาก่อน

ประกอบด้วยแนวทางการลงทุนใหม่ ๆ ที่แปลกใหม่ ทรงพลัง และทั้งนักลงทุนอาชีพและมือสมัครเล่นสามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้จริง (แม้แต่มือใหม่ก็นำไปใช้ได้) ซึ่งจะช่วยให้คุณพลาดน้อยลงและทำกำไรได้มากขึ้น โดยเป้าหมายของมัน คือ การหา “Super Stock” จะต้องเป็นหุ้นที่

1. มูลค่าเติบโต 3–10 เท่าภายในเวลา 3 ถึง 5 ปี (นับจากวันที่ซื้อหุ้น)
2. เป็นหุ้นที่เราซื้อได้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของมัน

กำไรในระยะยาวของหุ้น Super Stock จะต้องอยู่ที่ระหว่าง 25 ถึง 100 เปอร์เซ็นต์ต่อปี และหุ้นที่ทำกำไรได้มากขนาดนี้ในระยะยาว (ซึ่งมีไม่มาก) จะมีเอกลักษณ์บางอย่างที่เหมือนกัน หนังสือเล่มนี้จะช่วยให้คุณรู้ว่าคุณควรจะมีมองหาอะไรและจะหา Super Stock ได้อย่างไร โดยผมแบ่งองค์ประกอบที่สำคัญต่อการหา Super Stock ออกเป็น 4 หัวข้อ

1. ปรากฏการณ์ “Glitch”
2. วิธีการประเมินว่าคุณควรซื้อหุ้นที่ราคาเท่าไร
3. Super Company ต่างจากบริษัทอื่น ๆ อย่างไร
4. “Dynamics” ที่จะช่วยให้คุณหาจังหวะลงทุนที่เหมาะสม

The background features a dark gradient with faint, vertical columns of binary code (0s and 1s) on the left and right sides. A large, light gray arrow points diagonally upwards from the bottom left towards the top right, passing behind the text. The text is centered and consists of two lines: 'PART 1' in a large, bold, black font with a white outline, and 'องค์ประกอบของ Super Stock' in a slightly smaller, bold, black font with a white outline.

PART 1

องค์ประกอบของ Super Stock

บทที่ 1

ทำกำไรโดยใช้ประโยชน์จาก “Glitch”

วิเคราะห์ Super Stock เพื่อตามหา “The Perfect Glitch”

หุ้นที่ผลตอบแทนสูงส่วนมากจะเป็นหุ้นของบริษัทใหม่ ๆ ที่กำลังเติบโต และยังไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน พอบริษัทโตขึ้น นักลงทุนก็จะเริ่มให้ความสนใจ และเริ่มเห็นมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น

บริษัทใหม่ ๆ มักจะเติบโตแบบมีรอบหรือ Cycle ซึ่งสาเหตุของการเกิดรอบจะมีอยู่หลายปัจจัย แต่สาเหตุที่สำคัญที่สุด คือ วงจรชีวิตของผลิตภัณฑ์ (Product Life Cycle) เมื่อผู้บริหารหน้าใหม่ตัดสินใจหรือวางแผนผิดพลาด และทำให้บริษัทขาดทุน (หรืออาจจะเจ๊งไปเลย) ก็ไม่ใช่เรื่องแปลก ไม่ว่าใครก็ต้องเรียนรู้จากข้อผิดพลาด และบริษัทใหม่ ๆ ที่เติบโตขึ้นมาได้ ก็ต้องเรียนรู้และพัฒนาเช่นกัน

ข้อผิดพลาดไม่ใช่สิ่งบ่งชี้ความอ่อนแอของบริษัทแต่มันคือสัญญาณว่าบริษัทนั้นกำลังพัฒนา แต่มันก็จะมีบางบริษัทที่เติบโตอย่างรวดเร็วโดยไม่มีจังหวะกระตุกหรือ Glitch (ช่วงที่ยอดขายหรือกำไรลดลงชั่วคราว) เลย ตลาดเลยมองว่าบริษัทนี้น่าจะไปได้ไกลและประเมินมูลค่าไว้สูง บางคนถึงกับบอกว่า “การบริหารงานที่ยอดเยี่ยมของผู้บริหารจะช่วยบริษัทเจาะตลาดใหม่ ๆ และทำให้ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทสูงขึ้น เทคโนโลยีใหม่ของบริษัทก็ต้องพลิกโฉมตลาดได้อย่างแน่นอน”

ในตลาดมักจะมีบริษัทที่คนมองว่าเป็น “Growth Company” หรือบริษัทที่มีอนาคตไกล (ที่ Silicon Valley นี่มีอยู่เกลื่อนกลาดเลยครับ) แต่ไม่ว่าจะเป็นบริษัทใหญ่ ๆ อย่าง Hewlett-Packard (HP) หรือเป็นบริษัทเล็ก ๆ อย่าง Seagate, Masstor, Collagen บริษัทที่ฟังไม่มีอะไรแบบนี้ก็มักจะมี “ข้อบกพร่อง” แอบซ่อนอยู่ และพอโดนจับได้มูลค่าของบริษัทก็จะร่วง กว่าราคาหุ้นจะกลับมาเท่าเดิมก็ใช้เวลาหลายเดือน (บางครั้งอาจจะไม่กลับมาเลยด้วยซ้ำ)

บริษัทจะต้องบริหารวงจรชีวิตสินค้าแต่ละตัวและจัดการกับช่วงรอยต่อให้ดี ผู้บริหารของบริษัทใหม่ ๆ มักจะเป็นคนหนุ่มสาวที่ยังต้องเรียนรู้จากประสบการณ์จริง ซึ่งมันก็จะต้องมีผิดพลาดกันบ้าง สินค้าอาจจะเลิกฮิตเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ การพัฒนาสินค้าใหม่อาจจะใช้เวลานานกว่าที่ประเมินไว้ สินค้าอาจจะไม่ได้ใช้งานดีอย่างที่คาดหวังไว้ หรืออาจจะไม่ได้ขายดีอย่างที่คิด พอมีปัญหาแบบนี้เกิดขึ้น มันก็จะทำให้ยอดขายตกและกำไรดิ่ง หรือที่เราเรียกว่า Glitch (ช่วงยอดขายหรือกำไรร่วงแบบชั่วคราวหรือขาดช่วง) เหมือนในภาพที่ 1-7

ในช่วงต้นที่เริ่มขายสินค้า ยอดขายและกำไรจะเติบโตค่อนข้างเร็ว พอคุ้นเคยแล้ว กำไรก็จะยิ่งโตเร็วขึ้น เมื่อเอาอัตราการเติบโตของกำไรมารวมกับอัตราการเติบโตของยอดขาย (จากภาพที่ 1-1) ก็จะได้กราฟอย่างในภาพที่ 1-8

พออัตราเติบโตเริ่มชะลอตัว กำไรก็จะลดลง ถ้าบริษัทบริหารงานได้ดีและนำเสนอสินค้าใหม่ได้ในจังหวะที่เหมาะสม กำไรก็จะโตต่อได้อย่างราบรื่น (เหมือนในภาพที่ 1-9) แต่ถ้าเกิด Glitch กำไรก็จะลดลง และบริษัทก็อาจจะขาดทุนได้



Illustration 1-7

ภาพที่ 1-7

บทที่ 4

สิ่งที่สำคัญที่สุด: การประเมินมูลค่าหุ้น

โดยการใช้ Price Sales Ratio

เกรียง ภูมิ และไก่อว

บทที่ 4

บางครั้งเราก็ลืมเรื่องง่าย ๆ อย่างปัจจัยพื้นฐานและมองข้ามคุณค่าในระยะยาวไป

เวลาที่ผมอารมณ์ดี ผมจะเอาหุ้นกระทิงเขาใหญ่ ๆ มาวางไว้บนโต๊ะทำงาน คนส่วนมากก็จะเห็นแค่กระทิงที่อยู่บนโต๊ะ แล้วก็แอบวางตุ๊กตาไก่อวพลาสติกไว้ใต้หว่างขากระทิง

คนส่วนมากไม่เห็นไก่อวหรอกครับ (บางทีก็เห็นแต่ไม่ทัก) บางคนก็ถามว่าวางไก่อวเอาไว้ตรงนั้นทำไม ผมก็อธิบายให้พวกเขาฟังว่าคนส่วนมากรู้จักแต่ตลาดกระทิง (ตลาดขาขึ้นหรือ Bull Market) แต่ไม่มีใครรู้จักไก่อวเลย

เวลาที่ตลาดเป็นขาขึ้น คนก็มักจะลืมนั่นก็ลงได้เหมือนกัน ความโลภมันบังตา แล้วก็ไปไล่ราคาซื้อหุ้นมา แทนที่จะซื้อตามราคาที่ควรซื้อ (ปกติเราควรซื้อหุ้นในราคาที่เหมาะสมกับมูลค่าบริษัท) ช่วงที่ตลาดเป็นขาขึ้น ราคาหุ้นที่สูงอยู่แล้วอาจขึ้นต่ออีกได้ถึง 70 เปอร์เซ็นต์ แต่ตอนที่ตลาดเป็นขาลงมันร่วงไปได้เยอะกว่า 70 เปอร์เซ็นต์อีกครับ คนส่วนมากรู้จักแค่ตลาดกระทิงและหมี แต่จริง ๆ แล้วมันมีตลาดไก่อวด้วยครับ ซึ่ง Super Stock นี่แหละครับคือหุ้นที่สามารถออกบินได้ Super Stock คือ หุ้นของบริษัทที่

- เติบโตในระยะยาวได้เฉลี่ย 15 ถึง 20 เปอร์เซ็นต์ต่อปี
- สามารถทำกำไรเฉลี่ยในระยะยาว (หลังหักภาษี) ได้มากกว่า 5 เปอร์เซ็นต์
- เราสามารถเข้าซื้อได้ตอนที่ Price Sales Ratio ต่ำกว่าหรือเท่ากับ 0.75

Price Sales Ratio (PSR)

สำหรับผม Price Sales Ratio (PSR)⁹ เป็นหนึ่งในเครื่องมือประเมินราคาที่สำคัญที่สุด แต่กลับเป็นเครื่องมือที่คนในตลาดไม่ค่อยรู้จักและไม่นำมาใช้ ทั้ง ๆ ที่มันมีประโยชน์กว่า Price-earning Ratio มาก ในบทนี้เราจะไปทำความรู้จักกับ PSR กัน (เราจำเป็นต้องเข้าใจหลักการวิเคราะห์กำไรของบริษัทซึ่งเป็นเนื้อหาในบทที่ 10 และ 11 ก่อน ถึงจะสามารถนำ PSR มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ)

Price Sales Ratio มีวิธีการคำนวณคล้ายกับ Price-Earning Ratio โดยใช้ยอดขาย (Corporate Sales) แทนกำไร (Corporate Earning) Corporate Sales คือ มูลค่ารวมของบริษัท หากด้วยยอดขาย 12 เดือน เราสามารถคำนวณมูลค่าบริษัทได้โดยเอาราคาหุ้นคูณด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท¹⁰ ถ้าราคาต่อหุ้น คือ 15 เหรียญและมีอยู่ 4 ล้านหุ้น Market Value (มูลค่าตลาด) ของบริษัทก็จะเท่ากับ 60 ล้านเหรียญ (15 เหรียญ $\times$ 4 ล้าน = 60 ล้านเหรียญ) ถ้ายอดขายของปีล่าสุดคือ 80 ล้านเหรียญ ก็แปลว่า Price Sales Ratio ก็จะเท่ากับ 0.75 (60 เหรียญ $\div$ 80 เหรียญ = 0.75) ถ้ายอดขายคือ 20 ล้าน PSR ก็จะเท่ากับ 3.0

ภาพที่ 4-1 คือ ข้อมูลบริษัท Applied Magnetics จาก Value Line โดยแถวที่ 4 คือจำนวนหุ้นทั้งหมด (เลขกำกับเส้นอยู่ที่ขอบด้านขวาของภาพ) แถวที่ 1 และ 2 คือราคาสูงสุดและต่ำสุดของหุ้นในแต่ละปี (ตรงนี้อาจจะงงนิดหน่อยค่อย ๆ ดูและทำความเข้าใจไปนะครับ) เมื่อนำค่าในแถวที่ 1 และ 4 มาคูณกัน เราจะได้มูลค่าบริษัทที่สูงที่สุดในแต่ละปี (High Market Value) และเมื่อนำค่าในแถวที่ 2 และ 4 คูณกัน ก็จะได้มูลค่าที่ต่ำที่สุดของแต่ละปี (Low Market Value) พอเอามูลค่าบริษัทมาหารด้วยตัวเลขในแถวที่ 5 เราจะได้ค่า PSR

ถ้าอ้างอิงจากภาพที่ 4-1 มูลค่าบริษัทของ Applied Magnetics ที่สูงที่สุดในปี 1980 คือ 118.6 ล้านเหรียญ (24.3 เหรียญ $\times$ 4.88 ล้าน = 118.6 ล้านเหรียญ)

9 Price-Sales Ratio (PSR) อาจรู้จักกันในชื่อว่า Price to Sales Ratio (P/S Ratio)

10 จำนวนหุ้นที่เราควรนำมาใช้คือ “จำนวนหุ้นที่ปรับลดแล้ว” ซึ่งหมายถึงจำนวนหุ้นทั้งหมดบวกกับทั้งหมด (ที่สามารถใช้สิทธิได้) จำนวนหุ้นที่ปรับลดแล้วจะอยู่ในรายงานประจำปีของบริษัท และมักจะอ้างอิงกับ “Primary Shares Outstanding (จำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว)” ซึ่งเป็นจำนวนหุ้นก่อนการปรับลด

และมูลค่าที่ต่ำที่สุดของปีก็จะเท่ากับ 48.3 (9.9 เหรียญ x 4.88 ล้าน = 48.3 ล้านเหรียญ) เวลาใช้งานจริง เราจะไม่มีข้อมูลราคาหุ้นของปีปัจจุบัน มีแค่ของปีก่อนหน้าเท่านั้น ถ้าเราจะคำนวณมูลค่าบริษัทในปี 1980 เราก็จะต้องใช้ราคาหุ้นของปีก่อนหน้า (1979) โดยยอดขายของ Applied Magnetics ในปี 1979 คือ 90.4 ล้านเหรียญ ดังนั้น High PSR ของปี 1980 ก็จะเท่ากับ 1.31 (118.6 ล้าน ÷ 90.4 ล้าน = 1.31) และ Low PSR เท่ากับ 0.53 (48.3 ล้าน ÷ 90.4 ล้าน = 0.53)

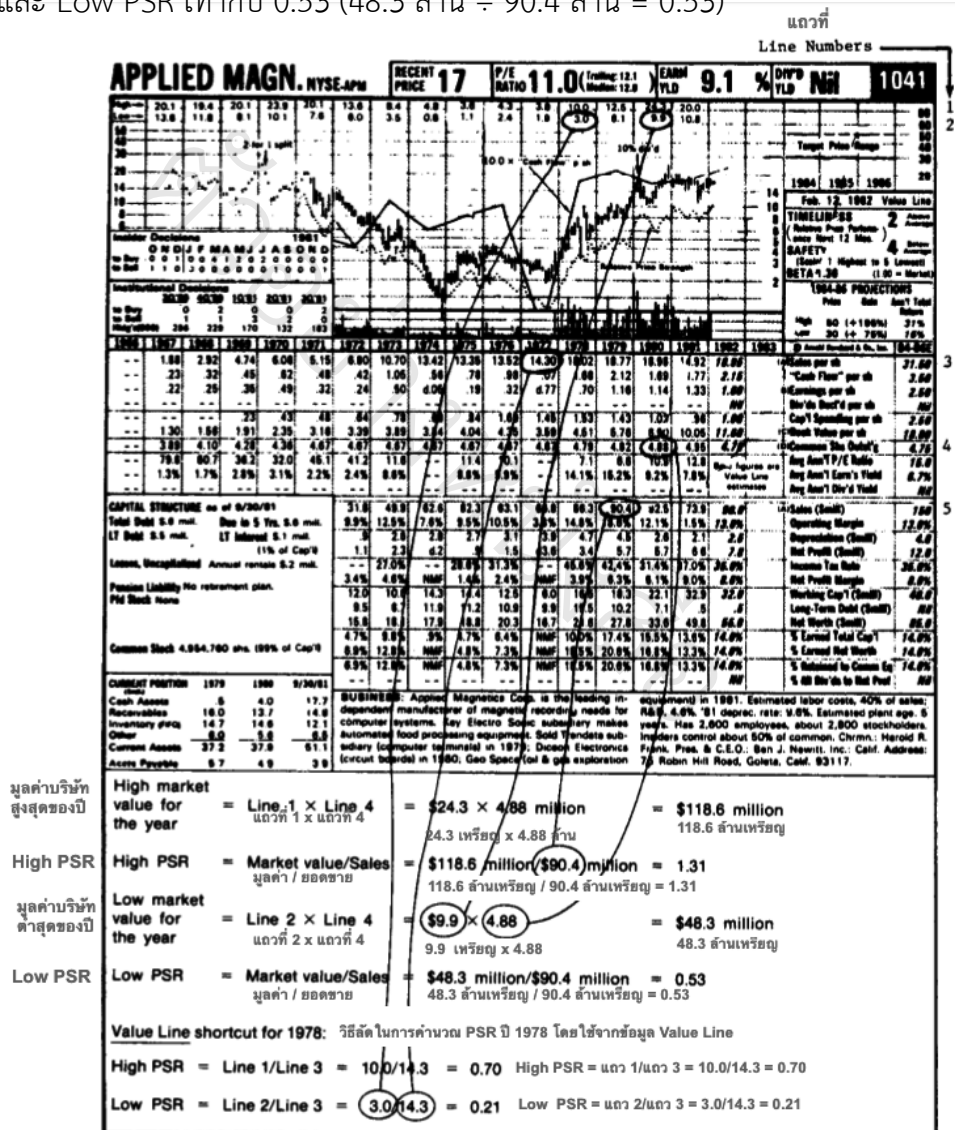


Illustration 4-1 ภาพที่ 4-1

Source: Value Line Ratings & Reports. Reprinted by permission of the publisher. Copyright, Value Line Inc.

TABLE 4-1 ตาราง 4-1

Implied Price-Earnings Ratios under Varying Levels of Profit Margins and PSRs

Price-Earning Ratio เมื่อเทียบกับอัตรากำไรและ PSR

PSR PSRs	อัตรากำไร (เปอร์เซ็นต์) Profit Margins (percent)					
	12	10	7.5	5	2	1
.12	1.00	1.20	1.60	2.40	6.00	12.00
.25	2.08	2.50	3.33	5.00	12.50	25.00
.50	4.17	5.00	6.67	10.00	25.00	50.00
.75	6.25	7.50	10.00	15.00	37.50	75.00
1.00	8.33	10.00	13.33	20.00	50.00	100.00
1.50	12.50	15.00	20.00	30.00	75.00	150.00
2.00	16.70	20.00	26.67	40.00	100.00	200.00
3.00	25.00	30.00	40.00	60.00	150.00	300.00
4.00	33.33	40.00	53.33	80.00	200.00	400.00
5.00	41.67	50.00	66.67	100.00	250.00	500.00
6.00	50.00	60.00	80.00	120.00	300.00	600.00
10.00	83.33	100.00	133.33	200.00	500.00	1,000.00

This table represents what price-earnings ratios various Price Sales Ratios and profit margins equate at. For instance, when a company sells at 1.0 times sales and earns 7.5 percent after tax, it is equivalent to a price-earnings ratio of 13.33. This is useful in comparing what a current PSR is equivalent to in terms of future price-earnings ratios under varying levels of profitability. Keep this handy for further use.

ตารางข้างต้นเปรียบเทียบ P/E Ratio ต่ออัตรากำไรและ Price Sale Ratio ยกตัวอย่าง เช่น ถ้าบริษัทมี PSR อยู่ที่ 1.0

(มูลค่าประเมินบริษัทเท่ากับยอดขาย) และมีอัตรากำไร 7.5 เปอร์เซ็นต์ ดังนั้น P/E Ratio ก็จะเท่ากับ 13.33

ตารางนี้จะช่วยให้เรารู้ว่า PSR และ P/E Ratio จะเท่ากับเท่าไร (เมื่อเทียบกับอัตรากำไร)

ตัวอย่าง: Datapoint

เดี๋ยวเราจะไปดูตัวอย่างวิธีการใช้ PSR เพื่อประเมินบริษัทกัน บทความในภาพที่ 4-2 คือตัวอย่างบทความ “Heard on the Street” ซึ่งตีพิมพ์ใน *The Wall Street Journal* (วันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1983) เนื้อหาในบทความนี้จะเล่าเรื่องราวของ Datapoint (ลองอ่าน 3 ย่อหน้าแรกดูนะครับ) ราคาหุ้น Datapoint ร่วงจาก $51\frac{7}{8}$ ไปจนถึง $10\frac{7}{8}$ แล้วก็เด้งกลับมาที่ 25 จนทำเอานักลงทุนต้องกุมขมับไปตาม ๆ กัน

ค่า PSR บ่งชี้อะไร?

ลองกลับมาดูตัวอย่างกรณีหุ้น Datapoint ถ้าคนเข้าซื้อตอน PSR 3.25 นี่ขาดทุนย่อยยับเลยครับ ส่วนคนที่ซื้อตอน PSR 0.6 ก็กำไรกันอื้อซ่าเลย ตอนที่ PSR เท่ากับ 0.6 มูลค่าหุ้น Datapoint มีราคาเป็น 6 เท่าของ Earning ปี 1982 ($P/E \text{ Ratio} = 6$) และนับเป็น 5 เท่าของ Earning ที่นักวิเคราะห์คิดว่าบริษัทจะทำได้ ในปี 1984 ($P/E \text{ Ratio} = 5$) (อ้างอิงจากบทความ *The Wall Street Journal* ในภาพที่ 4-2) เห็นไหมครับว่าต่อให้ค่า P/E ต่ำ ราคาหุ้นก็ขึ้นได้ ในกรณีตัวอย่างนี้ PSR 0.6 จึงเป็นจุดที่น่าเข้าซื้อ ในขณะที่ PSR 3.25 นั้นสูงเกินไป

ศึกษาข้อมูล

ค่า PSR มักจะลดลงเมื่อบริษัทเติบโตขึ้น ที่ Fisher Investments เราติดตามดูความเปลี่ยนแปลงของค่า PSR ในบริษัทเทคโนโลยีชั้นนำ 62 บริษัทเป็นระยะเวลา 5 ปี ซึ่งในช่วงเวลานี้ PSR ของบริษัทเล็ก ๆ ก็เติบโตขึ้นมาก แต่เงื่อนไขบางอย่างก็เป็นจริงเสมอ

- PSR ของบริษัทใหญ่ ๆ มักจะต่ำกว่า PSR ของบริษัทเล็ก
- ราคาหุ้นของบริษัทที่ PSR เริ่มต้นต่ำกว่า 1 มักจะขึ้น
- ราคาหุ้นมักจะร่วงหลังจากค่า PSR สูงมาก ๆ

เราใช้ข้อมูลสถิติจากบริษัททนายชิรณกิจของ Hambrecht & Quist ซึ่งอยู่ที่ซานฟรานซิสโก Hambrecht & Quist เป็นผู้นำด้านการลงทุนและจำหน่ายหลักทรัพย์เทคโนโลยี โดยรายงานสถิติรายเดือนจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่พวกเขากำลังติดตามอยู่ ทำให้เราไม่จำเป็นต้องไปหาเลือกหุ้นเอง (เพราะเขาเลือกหุ้นที่น่าสนใจมาให้หมดแล้ว)

The background features a dark gradient with faint, vertical columns of binary code (0s and 1s) on the left and right sides. A large, light gray arrow points diagonally upwards from the bottom left towards the top right, passing behind the text.

PART 3

การวิเคราะห์ ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis)

บทที่ 10

การวิเคราะห์อัตรากำไร

ได้เปรียบคนอื่นนี้แหละดี

ปัญหา

การวิเคราะห์อัตรากำไรหรือ Profit Margin ในอนาคตเป็นสิ่งที่สำคัญมากในการลงทุนและมองหัดประกอบเยอะมาก ทั้งการประเมินมูลค่าตลาด ยอดขาย และรายได้ รวมถึง Price Sales Ratio และ Price-Earning Ratio ด้วย มันเป็นการนำการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานมาใช้ร่วมกับการประเมินมูลค่า

การวิเคราะห์อัตรากำไรหรือ Margin Analysis คืออะไร? มันคือการประเมินและคาดการณ์ว่าธุรกิจนั้น ๆ ควรจะทำได้เท่าไรในอนาคต ต่อให้ตอนนี้บริษัทกำไรน้อยหรือไม่กำไรก็สามารถทำได้ หลาย ๆ คนมักจะให้ความสำคัญกับรายได้บริษัทในไตรมาสหรือปีต่อ ๆ ไป แต่เราจะเน้นไปที่การประมาณการอัตรากำไรในอีกหลายปีข้างหน้า (สัก 5 ปีกำลังดี)

การวิเคราะห์อัตรากำไรสำคัญมากในการวิเคราะห์หา Super Stock เพราะมันเป็นองค์ประกอบที่สมเหตุสมผลต่อการนำมาใช้ประเมินบริษัทที่กำลังเกิด Glitch ซึ่งนักลงทุนส่วนใหญ่ไม่รู้ว่าจะต้องทำอะไรในการประเมินบริษัทเวลาที่เกิด Glitch ถ้าคุณรู้เรื่องนี้มันก็จะช่วยให้คุณได้เปรียบคนอื่น เพราะมันจะช่วยให้คุณสามารถเข้าซื้อหุ้นบริษัทตอนที่มันกำลังร่วงได้ การวิเคราะห์อัตรากำไรในระยะยาวทำให้เราสามารถคาดการณ์ได้ว่าไม่กี่ปีหลังจากนี้บริษัทจะกำไรหรือขาดทุน

สมมติว่าถ้าคุณทำการบ้านมาบ้างแล้ว และคิดว่า American Widgetronics เป็น Super Company แต่ก็ยังไม่มั่นใจ การวิเคราะห์อัตรากำไรก็จะเป็นโจทย์ข้อสุดท้ายที่คุณจะต้องตอบให้ได้ ก่อนที่จะตัดสินใจว่ามันใช่ Super Company หรือเปล่า (หรือจะใช้เป็นก้าวแรกเลยก็ได้)

การประเมินอัตรากำไรเป็นการพบกันของการวิเคราะห์ธุรกิจและการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เพราะมันจะต้องเอาข้อมูลจากตรงโน้นตรงนี้มาใช้เพื่อประเมินภาพรวมอนาคตคร่าว ๆ ของบริษัท

คำศัพท์

อัตรากำไร (Margin)	= รายได้ (Earning) หลักหักภาษีหารด้วยยอดขายรวม
อัตรากำไรก่อนหักภาษี (Pre-tax Margin)	= ยอดขายทั้งหมด ลบด้วยค่าใช้จ่ายทั้งหมด (ยกเว้นภาษี) หารด้วยยอดขายรวม
อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)	= ยอดขาย ลบด้วยต้นทุนขาย (Cost of good sold) หารด้วยยอดขายรวม
ยอดขายรวม (Total Sales)	= รายได้ทั้งหมดที่ได้จากการขายสินค้าหรือบริการ

คำใบ้จากอดีต

เราจะต้องเริ่มจากประวัติกำไรของบริษัทเพื่อดูว่าในอนาคตบริษัทจะทำเงินได้มากขึ้น น้อยลง หรือเท่าเดิม แต่ละบริษัทก็มีประวัติกำไรที่แตกต่างกันออกไป บางทีก็ทำกำไรได้ 5 ถึง 7 เปอร์เซ็นต์อย่างสม่ำเสมอ บางบริษัทก็ทำกำไรได้ 10 เปอร์เซ็นต์อยู่หลายปี แต่หลังจากนั้นก็ไม่มีรายได้เลยหลายปี หักล้างแล้วก็อยู่ในระดับกลาง ๆ ก็มี บ้างก็กำไรน้อยและขาดทุนเป็นบางปี แต่บริษัทที่จะทำกำไรในช่วง 10 กว่าเปอร์เซ็นต์ต่อเนื่องหลายปีเลยนั้นแทบจะไม่มี

Super Company คือบริษัทที่มีอัตรากำไรเฉลี่ยสูงกว่าเพื่อน Super Company ที่เป็นผู้ผลิต (Manufacturing Company) จะมีอัตรากำไรเฉลี่ยในระยะยาวอยู่ที่ประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ และมีบริษัทที่มีอัตรากำไรสูงกว่า 10 เปอร์เซ็นต์ในระยะยาวอยู่เพียงแค่หยิบมือเดียวเท่านั้น (ส่วนมากจะเป็นบริษัทที่เติบโตอย่างรวดเร็ว) บริษัทที่เข้ามาในตลาดใหม่ ๆ ก็มักจะเป็นบริษัทที่มีอัตรากำไรสูงและเติบโตได้เร็ว แม้ว่าพวกเขาจะไม่ใช่อำนาจที่น่ากลัวของบริษัทใหญ่

จากยาจกสู่เศรษฐี

คำตอบเรื่องกลยุทธ์การเพิ่มกำไรจะมีอยู่สองแบบ

1. บริษัทจะแก้ไขและพัฒนาองค์ประกอบที่จะทำให้ Gross Margin หรืออัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้น แต่การทำแบบนี้ก็แปลว่าค่าใช้จ่ายในการวิจัย บริหาร การขาย และค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ดอื่น ๆ ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย (ค่าใช้จ่าย)
2. บริษัทจะเพิ่มกำไรโดยตัดต้นทุนในการขาย วิจัย และบริหาร (นี่ก็ค่าใช้จ่าย)

การเพิ่มอัตรากำไรที่ยั่งยืนจะต้องเริ่มต้นจากการเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) แต่การจะเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นจะต้องอาศัยการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ บริษัทจะต้องออกแบบสินค้ามาเพื่อให้ต้นทุนการผลิตลดลง หรือไม่สินค้าก็ต้องมีเอกลักษณ์เฉพาะที่จะสามารถทำให้มันขายได้ในราคาแพงให้เหมาะสมกับต้นทุน การไปตัดค่าใช้จ่ายในการขาย R&D และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เป็นวิธีที่ไม่ยั่งยืน เพราะคู่แข่งก็ทำได้เหมือนกัน ถ้าไหน ๆ ก็จะต้องเสียเงินอยู่แล้วบริษัทก็ต้องเอาเงินทุนตรงนั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด ไม่ใช่ตัดค่าใช้จ่าย ถ้าไม่ยอมเสียเงินด้านงานวิจัยและการตลาด ก็เป็นเรื่องยากที่บริษัทจะพัฒนาสินค้า กระบวนการผลิต และการตลาดให้ดีพอที่จะเพิ่มกำไรได้

บริษัทที่ดีส่วนมากจะต้องยอมเสียเงินอย่างน้อย 20 เปอร์เซ็นต์ของยอดขายให้กับค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ถ้าบริษัทจะทำเงินให้ได้อย่างน้อย 5 เปอร์เซ็นต์ โดยมีอัตรากำไรอยู่ที่ 50 เปอร์เซ็นต์ของกำไร (หลังหักค่าใช้จ่าย) บริษัทจะต้องมีอัตรากำไรขั้นต้นอย่างน้อย 30 เปอร์เซ็นต์

ลองดูตารางต่อไปนี้ครับ บริษัท A มีอัตรากำไรขั้นต้นหรือ Gross Margin ที่ 30 เปอร์เซ็นต์ บริษัท B มีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 40 เปอร์เซ็นต์ โดยมีค่าใช้จ่ายที่ 20 เปอร์เซ็นต์ หลังหักภาษี บริษัท A มีกำไรสุทธิเหลือเพียงแค่ 5 เปอร์เซ็นต์ ($30 - 20 - 5$) ส่วนบริษัท B มีอัตรากำไรสุทธิ 10 เปอร์เซ็นต์ ($40 - 20 - 10$)

	บริษัท A Company A	บริษัท B Company B
อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)	30%	40%
รายได้ / ยอดขาย	100	100
ต้นทุนขาย (Cost of good sold)	70	60
อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)	30	40
ค่าใช้จ่าย		
การวิจัย	5	5
การตลาด	10	10
ค่าใช้จ่ายทั่วไป	5	5
ค่าใช้จ่ายรวม	20	20
อัตรากำไรก่อนหักภาษี	10	20
ภาษีรายได้	5	10
อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)	5%	10%

เปอร์เซ็นต์ค่าใช้จ่ายบริษัทอาจจะเพิ่มขึ้นได้ ถ้า

- ยอดขายลดน้อยลงแต่ค่าใช้จ่ายเท่าเดิม
- บริษัทเพิ่มค่าใช้จ่ายเพื่อให้บริษัทโตขึ้น

ถ้าบริษัทต้องเพิ่มค่าใช้จ่ายเพื่อพัฒนาสินค้าใหม่หรือทำของเดิมให้ดีขึ้น หรือเพื่อวางระบบการเงินต่าง ๆ ไม่ว่าจะเอาไปทำอะไร เปอร์เซ็นต์ค่าใช้จ่ายก็เพิ่มขึ้นอยู่ดี ลองดูตารางด้านล่างนะครับ

	บริษัท A Company A	บริษัท B Company B
อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)	30%	40%
รายได้ / ยอดขาย	100	100
ต้นทุนขาย (Cost of good sold)	70	60
อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin)	30	40
ค่าใช้จ่าย		
การวิจัย	7	7
การตลาด	11	11
ค่าใช้จ่ายทั่วไป	7	7
ค่าใช้จ่ายรวม	25	25
อัตรากำไรก่อนหักภาษี	5	15
ภาษีรายได้	2.5	7.5
อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)	2.5%	7.5%

ในกรณีนี้ บริษัท A จะเหลือกำไรสุทธิไม่ถึง 5 เปอร์เซ็นต์ ส่วนบริษัท B มีกำไรสุทธิเหลือ 7.5 เปอร์เซ็นต์เพราะอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า อัตรากำไรขั้นต้น

เกี่ยวกับผู้เขียน

Ken Fisher (Kenneth L. Fisher หรือเคนเนธ แอล. ฟิชเชอร์) ท่านเป็นผู้ก่อตั้ง ผู้บริหาร และ CEO ของ Fisher Investments ซึ่งเป็นบริษัทด้านการเงินที่มีสินทรัพย์มากกว่า 3 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐ ท่านเป็นผู้ริเริ่มนำ Price Sales Ratio (PSR) มาใช้ในการวิเคราะห์หุ้น และเป็นผู้เขียนหนังสือ Best Seller หลายเล่ม เช่น

- Super Stocks (1984)
- The Wall Street Waltz (1987)
- 100 Minds That Made the Market (1993)
- The Only Three Questions That Count (ฉบับแรก 2006, ฉบับปรับปรุง 2012)
- The Ten Roads to Riches (ฉบับแรก 2008, ฉบับปรับปรุง 2017)
- How to Smell a Rat (2009)
- Debunkery (2010)
- Markets Never Forget (2011)
- Plan Your Prosperity (2012)
- The Little Book of Market Myths (2013)
- Beat the Crowd (2015)

ท่านอยู่ในรายชื่อ Forbes 400 ชาวอเมริกันที่ร่ำรวยที่สุด และ Forbes Global Billionaire ตั้งแต่ปี 2005 เป็นต้นมาและมีรายชื่อเป็น 1 ใน 30 ที่ปรึกษาทางการเงินอันทรงเกียรติของนิตยสาร Investment Advisor Magazine และเป็นผู้คนที่มียอดขายต่อผู้คนในแวดวงจัดการการเงินมาตลอดเวลา 30 ปีที่ผ่านมา