

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Market Of Thailand) เป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญเป็นตลาดรอง (secondary market) มีหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ผ่านการซื้อขายในตลาดแรก (primary market) วัตถุประสงค์ไม่ใช่เพื่อระดมทุนจากผู้มีเงินออม แต่ทำหน้าที่เป็นกลไกการทำงานโดยที่สนับสนุนตลาดแรกในการเสริมสภาพคล่องให้มีการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ง่ายขึ้น ธุรกิจที่จะเข้ามาทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้นต้องมีการจดทะเบียนขึ้นเป็นบริษัทมหาชนก่อน จึงถือได้ว่าตลาดหลักทรัพย์มีความสำคัญเป็นองค์กรที่ช่วยส่งเสริมการลงทุนในระยะยาว รวมทั้งยังเป็นแหล่งระดมเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในการนำไปลงทุนขยายธุรกิจหรือปรับโครงสร้างทางการเงินให้เหมาะสม ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความสำคัญต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และเป็นเครื่องมือสนับสนุน ความเจริญหรือความถดถอยของประเทศได้เป็นอย่างดีอีกด้วย

การลงทุนในหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนทั่วไป จะมีวัตถุประสงค์ให้ได้ผลตอบแทนในการลงทุนในรูปของเงินปันผล (dividend) หรือในรูปของกำไรส่วนเกิน (capital gain) ที่เกิดจากความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ หรือสิทธิในการรับหุ้นเพิ่มทุน ตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่า แต่กระนั้น การลงทุนในหลักทรัพย์ก็เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อเหตุการณ์ต่างๆ ได้ง่ายจึงเป็นสาเหตุทำให้ราคาหลักทรัพย์ก็มีการเคลื่อนไหวอยู่เกือบตลอดเวลา ดังนั้นจึงมีการพัฒนาวิธีวิเคราะห์ในรูปแบบหลากหลาย เพื่อกำหนดมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ขึ้นมา ไม่ว่าจะเป็นการคาดคะเนแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์ด้วยการวิเคราะห์ทางเทคนิค (technical analysis) หรือการวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยวิเคราะห์จากปัจจัยพื้นฐาน (fundamental analysis) เพื่อเป็นการให้ความรู้ทางวิชาการในการทำความเข้าใจต่อสภาพของการลงทุน ความเสี่ยงในการลงทุนและให้ได้ผลตอบแทนของการลงทุนตามที่ได้คาดหวังไว้ของนักลงทุน

สำหรับการวิเคราะห์หลักทรัพย์จากปัจจัยพื้นฐาน เป็นวิธีที่นำปัจจัยพื้นฐานด้านภาวะเศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และลักษณะการดำเนินงานของบริษัทเอง เข้ามาพิจารณา หรือคาดการณ์มูลค่าที่แท้จริงของราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นแนวทางหนึ่งในการช่วยตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้องเหมาะสม เพื่อลดความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้

ปัจจุบันในตลาดหลักทรัพย์ มีประเภทของผู้ประกอบการที่เข้ามาจดทะเบียนแยกได้กว่า 30 ประเภท ธุรกิจ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หรือวัสดุก่อสร้างเป็นอุตสาหกรรมที่สำคัญอันดับต้นๆของประเทศ จะสังเกตได้ว่าเวลาเศรษฐกิจดีหรือไม่ดี กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หรือ วัสดุก่อสร้าง ก็เป็นตัวบ่งชี้อีกตัวหนึ่ง และก็เป็นอุตสาหกรรมหนึ่งที่สำคัญในการพัฒนาประเทศ เพราะงบประมาณส่วนใหญ่ที่จัดสรรในแต่ละครั้งมักจะลงไปในกลุ่มนี้ เป็นส่วนใหญ่

เมื่อพิจารณาถึงความสำคัญของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หรือวัสดุก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แล้วจะเห็นได้ว่ามูลค่าของกลุ่มหลักทรัพย์นี้อยู่อันดับที่ 3 ของตลาดรองจากกลุ่มพลังงาน กลุ่มธนาคาร และ หลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หรือ วัสดุก่อสร้าง ยังเป็นที่นิยมลงทุนของนักลงทุนทั่วไป เพราะหุ้นกลุ่มนี้เป็นหุ้นที่มีลักษณะเคลื่อนไหวเร็ว สภาพคล่องสูง แต่ก็อันตรายมากเช่นกัน

ฉะนั้นจึงเห็นความจำเป็นว่าควรที่จะวิเคราะห์หุ้นในกลุ่มนี้ เพื่อให้ทราบถึงพื้นฐานและมูลค่าที่แท้จริง ทั้งนี้เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนของนักลงทุนโดยทั่วไป และในที่นี้จึงได้คัดเลือกหุ้นมาวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานหนึ่งตัว ซึ่งก็คือ หุ้น SCC (บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)) เพราะเป็นหุ้นที่มี market cap เป็นอันดับ 4 ซึ่งอยู่อันดับต้นๆของตลาด (อ่านได้จากตารางที่ 1.1))และมี market cap อันดับ 1 ของกลุ่มที่ทำธุรกิจเดียวกัน (อ่านตารางที่ 1.2ประกอบ) อีกทั้งยังเป็นหุ้นที่จ่ายปันผลสม่ำเสมอและปันผลดีเมื่อเทียบกับหลักทรัพย์ส่วนใหญ่

(อ่านได้จากตารางที่ 1.1 และ 1.3) และยังมีธุรกิจที่ครบวงจร โดย เครือซิเมนต์ไทย ประกอบด้วยกลุ่มธุรกิจที่สำคัญ 5 กลุ่ม ได้แก่ ปิโตรเคมี กระดาษและบรรจุภัณฑ์ ซีเมนต์ ผลิตภัณฑ์ก่อสร้าง และ จัดจำหน่าย ทั้งยังมีความมั่นคงในส่วนของผู้ถือหุ้นอีกด้วยดูได้จาก ตารางที่ 1.4

จากเหตุผลต่าง ๆ ที่กล่าวมาแล้วหลักทรัพย์ SCC เป็นหลักทรัพย์ที่มีความสำคัญในระดับประเทศ และน่าจะเป็นหลักทรัพย์อีกตัวหนึ่งที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ การศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาเห็นถึงประโยชน์อย่างยิ่งที่จะได้ศึกษาถึงพื้นฐานของหลักทรัพย์ SCC และ

ความเสี่ยงที่นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะพึงได้รับจากหลักทรัพย์ตัวนี้และเพื่อให้ได้ถึงการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์เพื่อเป็นส่วนประกอบหนึ่งที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถ

ตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้จากการหาข้อมูลของผู้ศึกษา ยังไม่พบว่ามีผู้ใดได้ทำการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและประเมินมูลค่าที่แท้จริง ของ หลักทรัพย์ SCC ทั้งๆ ที่เป็นหลักทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อตลาดมากและ อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ มานานแล้ว จึงเป็นอีกเหตุผลหนึ่ง ที่ผู้ศึกษามีความสนใจหลักทรัพย์นี้

ตารางที่ 1.1 จัดอันดับหุ้นมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ณ.วันที่ 19/09/2548

ลำดับที่	หลักทรัพย์	อัตรา หมุนเวียน ปริมาณการ ซื้อขาย (%)	มูลค่าหลักทรัพย์ ตามราคาตลาด (ล้านบาท)	อัตราส่วนราคาเปิดต่อ กำไรต่อหุ้น (เท่า)	อัตราส่วนราคา ตลาดต่อมูลค่าหุ้น ทางบัญชี (เท่า)	อัตราเงินปัน ผลตอบแทน (%)
1	PTT	0.07	665,744.48	8.25	3.50	2.84
2	ADVANC	0.06	309,683.07	15.69	4.46	4.52
3	PTTEP	0.21	293,332.79	15.48	4.80	2.00
4	SCC	0.12	271,200.00	6.76	2.02	6.64
5	BBL	0.37	200,414.68	9.29	1.52	1.67
6	KBANK	0.17	149,470.21	9.67	2.04	1.59
7	TOP	0.20	144,841.98	9.25	2.76	2.54
8	SHIN	0.11	118,454.07	13.39	3.03	5.02
9	KTB	0.15	115,151.41	9.64	1.48	4.56
10	TPI	1.35	114,594.10	9.48	5.05	0.00
11	SCB	0.14	89,177.22	10.68	2.02	3.85
12	SCB-P	0.00	80,549.37	N/A	N/A	0.00
13	AOT	0.40	71,428.50	10.98	1.15	2.40
14	SCCC	0.01	70,000.00	15.25	3.99	4.64
15	LH	0.17	67,629.15	11.90	3.04	7.19
16	THAI	0.05	64,557.75	11.38	1.14	6.54
17	VAYU1	0.00	63,700.00	N/A	N/A	3.84
18	RATCH	0.22	56,550.00	7.61	1.83	5.13
19	SCIB	0.06	54,404.87	9.17	1.58	5.44
20	TMB	0.15	54,056.07	28.21	1.29	0.00

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2548)

ตารางที่ 1.2 มูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / วัสดุก่อสร้าง  
(เฉพาะธุรกิจเดียวกับ SCC) ณ. วันที่ 19/09/2548

ทรัพย์สิน	เปลี่ยนแปลง	%เปลี่ยนแปลง	ราคาเฉลี่ย	ปริมาณ ('000 หุ้น)	มูลค่า (ล้านบาท)
CCP	0.02	0.66	3.05	535.40	1.64
DCON	0.14	3.40	4.09	27.80	0.11
Q_CON	0.24	6.12	4.15	9,999.80	41.53
SCC	0.00	0.00	225.98	1,161.60	262.51
SCCC	0.00	0.00	279.24	14.00	3.91
SCP	-0.20	-1.48	13.33	15.50	0.21
STPI	0.00	0.00	2.14	5,244.30	11.24
SUPER	0.02	0.89	2.29	6,624.80	15.20

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2548)

ตารางที่ 1.3 การจ่ายเงินปันผลของSCC ตั้งแต่ปี 2544-2548

หลักทรัพย์	รอบผล ประกอบการ	เงินปันผล (บาท/หุ้น)	วันจ่ายปันผล	วันที่ขึ้น เครื่องหมาย	ราคาก่อนวันขึ้น เครื่องหมาย (บาท)	ราคา ณ วันขึ้น เครื่องหมาย (บาท)	ประเภท
SCC	01/01/2548- 30/06/2548	7.50	23/08/2548	08/08/2548	236.00	228.00	เงินปันผล
SCC	01/07/2547- 31/12/2547	9.50	19/04/2548	01/04/2548	250.00	246.00	เงินปันผล
SCC	01/01/2547- 30/06/2547	5.50	26/08/2547	06/08/2547	236.00	232.00	เงินปันผล
SCC	01/07/2546- 31/12/2546	3.50	21/04/2547	02/04/2547	228.00	230.00	เงินปันผล
SCC	01/01/2546- 30/06/2546	2.50	28/08/2546	08/08/2546	156.00	156.00	เงินปันผล
SCC	01/01/2545- 31/12/2545	30.00	23/04/2546	03/03/2546	1,232.00	1,238.00	เงินปันผล
SCC	01/01/2544- 31/12/2544	10.00	22/04/2545	04/03/2545	756.00	792.00	เงินปันผล

ที่มา : บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2548)

ตารางที่ 1.4 รายชื่อผู้ถือหุ้นใหญ่ของSCC

ลำดับ	ผู้ถือหุ้นรายใหญ่	จำนวนหุ้น (หุ้น)	หุ้น
1	สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์	360,000,000	30.00
2	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	96,069,305	8.01
3	บริษัท ทูลดาวัลย์ จำกัด	23,202,000	1.93
4	CHASE NOMINEES LIMITED	1 20,104,300	1.68
5	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	19,300,239	1.61
6	สำนักงานพระคลังข้างที่	15,473,000	1.29
7	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY FOR	15,446,000	1.29
8	HSBC (SINGAPORE) NOMINEES PTE LTD	15,440,314	1.29
9	บริษัท แรนเคอร์เบอราการ จำกัด	14,810,400	1.23
10	LITTLEDOWN NOMINEES LIMITED	14,300,000	1.19
11	มูลนิธิซิเมนต์ไทย	13,294,300	1.11
12	กองทุน บำเหน็จบำนาญข้าราชการ	11,490,050	0.96
13	GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPO	11,096,900	0.92
14	กองทุนรวม วายุภักดิ์ หนึ่งใน โดย บลจ.เอ็มเอฟซี	9,675,850	0.81
15	กองทุนรวม วายุภักดิ์ หนึ่งใน โดย บลจ.กรุงไทย	9,675,850	0.81
16	THE BANK OF NEW YORK (NOMINEES) LIMITED	9,160,571	0.76
17	ธนาคาร ไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	9,070,600	0.76
18	HSBC BANK PLC-CLIENTS GENERAL A/C	9,068,900	0.76
19	MELLON BANK,N.A.	8,588,205	0.72
20	CHASE NOMINEES LIMITED 42	8,317,941	0.69
21	NORTRUST NOMINEES LTD.	7,843,029	0.65
22	มูลนิธิราชภัฏวชิรเวศน์	7,647,800	0.64
23	BOSTON SAFE (NOMINEES) LIMITED	7,460,450	0.62
24	INVESTORS BANK AND TRUST COMPANY	7,430,426	0.62
25	CHASE NOMINEES LIMITED 28	7,175,600	0.60
26	BARCLAYS BANK PLC	7,143,000	0.60
27	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, LONDON	7,051,084	0.59
28	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY, FOR	6,749,430	0.56
29	กองทุนเปิด ไทยพาณิชย์ไทยแลนด์รีทิโรฟเวอรี่ฟันด์	6,392,000	0.53
30	CHASE NOMINEES LIMITED 46	6,383,000	0.53
31	บริษัท ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด	6,177,705	0.51

ที่มา:บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2548)

## 1.2 วัตถุประสงค์การศึกษา

1.2.1 เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน) ตลอดจนข้อจำกัดต่างๆ

1.2.2 เพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน) โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model)

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.3.1 เพื่อให้ให้นักลงทุนและผู้สนใจทั่วไปได้ทราบถึงการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและวิธีการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

1.3.2 เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ในตลาดกับมูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้น เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างมีเหตุผล

## 1.4 แผนดำเนินการ ขอบเขต และ วิธีวิจัย

การศึกษานี้ จะทำการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในปี 2546 - 2548 และแนวโน้มปี 2549 วิเคราะห์ภาวะอุตสาหกรรมสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / วัสดุก่อสร้าง และ วิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / วัสดุก่อสร้างโดยคัดเลือกบริษัทขนาดใหญ่ที่เป็นผู้นำในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง / วัสดุก่อสร้างได้แก่บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน) (SCC) ซึ่งที่ผ่านมายังไม่มีผู้ทำการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและมูลค่าหลักทรัพย์ที่เหมาะสม โดยทำการวิเคราะห์ และทำการศึกษาข้อมูลทฤษฎีทางการเงินย้อนหลังในช่วงปี 2546 - 2548 เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน ส่วนการหามูลค่าที่แท้จริงจะใช้การคาดคะเนงบการเงินปี 2548 - 2552 เพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริง ณ สิ้นปี 2549 จะทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานใช้การวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน คือ

การวิเคราะห์เศรษฐกิจของประเทศโดยรวม ได้แก่

1. ผลผลิตมวลรวมประชาชาติ
2. ผลผลิตมวลรวมภายในประเทศ
3. ระดับอัตราดอกเบี้ยทั่วไป
4. ระดับราคา

การวิเคราะห์อุตสาหกรรม และการวิเคราะห์บริษัท โดยวิเคราะห์เป็น 2 ลักษณะ ประกอบด้วย การวิเคราะห์เชิงคุณภาพ (qualitative analysis) ใช้วิธี SWOT ได้แก่

1. คุณภาพของผู้บริหาร
2. ขนาดของบริษัท

3. โครงสร้างของการถือหุ้นของบริษัทในเครือ
4. ลักษณะของผลิตภัณฑ์
5. การกระจายผลิตภัณฑ์
6. เครื่องหมายการค้า
7. โครงสร้างของเงินทุน

การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (quantitative analysis) เป็นการวิเคราะห์ทางการเงินของบริษัทเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรม

สำหรับการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นจะใช้ การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความเสี่ยง โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (discount rate) ที่เหมาะสม และหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหลักทรัพย์ตลอดช่วงเวลา โดยใช้ Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ

ใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (discount rate) สามารถใช้สมการถดถอยอย่างง่าย ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

โดยกำหนดให้

$$E(R_i) = \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ SCC}$$

$$E(R_m) = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด}$$

$$R_f = \text{อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง}$$

$$E(R_m) - R_f = \text{ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (market risk premium)}$$

$$\beta_i = \text{ความเสี่ยงของหลักทรัพย์ SCC เมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาด}$$

ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญเราจะวิเคราะห์เป็นลำดับดังนี้

1. คาดคะเนงบกำไรขาดทุน และงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (The Percent of Sales Method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณารายการทางการเงินในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการเหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่างๆ นั้น เปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขาย เมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็จะสามารถคาดคะเนรายการต่างๆ ในงบการเงินได้

2. คาดคะเนกระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้



$$FCFE = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าเสื่อมราคา} + \text{ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในอาคาร} \\ \text{และอุปกรณ์สุทธิ} - \text{การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ใน} \\ \text{การดำเนินงานสุทธิ} - \text{การจ่ายเงินกู้}$$

3. หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหลักทรัพย์ตลอดช่วงเวลา โดยใช้ Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $R_i$ ) ซึ่งแบบจำลองจะเป็นดังนี้

$$\text{Value of Stock} = \text{PV of FCFE During Extraordinary Phase} + \\ \text{(มูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์) PV of Terminal Price}$$

โดยที่

$$P_n = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_t}{(1+r)^n}$$

$$P_n = \text{ราคาหุ้น ณ สิ้นปี 2546} = \frac{FCFE_{t+1}}{r - g_n}$$

$$FCFE_t = \text{Free Cash Flow to Equity หรือกระแสเงินสดที่คาดหวัง} \\ \text{ของผู้ถือหุ้น ปี 2546-2549}$$

$$r = R_i \text{ คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์} \\ \text{คำนวณได้จากสมการ CAPM}$$

$$g_n = \text{อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบตลอดไปหลังปี} \\ 2549$$