

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้

(Income Approach)

โดย ดร. นงศ์ จงยศยิ่ง

บทนำ

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้ (Income Approach) เป็นแนวทางหลักในการวิเคราะห์มูลค่าทรัพย์สินที่สร้างรายได้หรือถือครองเพื่อการลงทุน โดยเฉพาะในกรณี 'กระแสรายได้' เป็นปัจจัยหลักในการกำหนดมูลค่า วิธีนี้มีประสิทธิภาพในการสะท้อนศักยภาพของทรัพย์สินในการสร้างผลตอบแทน และมักได้รับน้ำหนักสูงในการวิเคราะห์ร่วมกับวิธีอื่น เนื่องจากสามารถเชื่อมโยงมูลค่าทรัพย์สินกับรายได้ในอนาคตได้อย่างเป็นระบบและสอดคล้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนในตลาด

โดยทั่วไป เจ้าของหรือผู้ลงทุนคาดหวังผลตอบแทนในรูปของกระแสเงินสดอย่างต่อเนื่องจากการใช้ประโยชน์ในทรัพย์สินนั้น แหล่งรายได้จากทรัพย์สินสามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภท:

1. รายได้จากค่าเช่า (Rental Income) เช่น อาคารสำนักงาน อพาร์ทเมนต์ หรือพื้นที่เชิงพาณิชย์
2. รายได้จากผลประกอบการของกิจการ (Business Operating Profit) เช่น โรงแรม สนามกอล์ฟ หรือโรงพยาบาล ซึ่งขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพการบริหาร

ตามมาตรฐาน IVS 2022 (International Valuation Standards) กำหนดให้ Income Approach เป็นหนึ่งในสามแนวทางการประเมินหลัก ร่วมกับ Market Approach และ Cost Approach โดยเน้นการประเมินมูลค่าทรัพย์สินผ่านการแปลงกระแสรายได้ในอนาคตให้เป็นมูลค่าในปัจจุบัน ซึ่งเป็นหลักการเดียวกับ USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) [Appraisal Foundation, 2024] ของสหรัฐอเมริกา ที่ใช้คำว่า Income Capitalization Approach

สำหรับ RICS Valuation – Global Standards (Red Book, 2022) [RICS, 2022] ซึ่งเป็นสถาบันมาตรฐานด้านการประเมินจากสหราชอาณาจักร ได้จำแนกวิธีรายได้ออกเป็น 2 ลักษณะตามลักษณะของรายได้:

- **Investment Method:** ใช้สำหรับทรัพย์สินที่สร้างรายได้จากค่าเช่า เช่น อาคารพาณิชย์หรืออาคารสำนักงาน
- **Profit Method:** ใช้กับทรัพย์สินที่รายได้ขึ้นอยู่กับผลกำไรจากการดำเนินงานของกิจการ เช่น โรงแรมหรือศูนย์บริการเฉพาะด้าน

แม้คำเรียกอาจแตกต่างกันในแต่ละมาตรฐาน แต่วิธีรายได้ล้วนมีหลักการร่วมกัน คือ การนำกระแสรายได้สุทธิที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต มาประเมินเป็นมูลค่าปัจจุบันผ่านการแปลงค่า (Capitalization) หรือการคิดลด (Discounting) ซึ่งสะท้อนแนวคิดของมูลค่าของเงินตามกาลเวลา (Time Value of Money) ซึ่งอาศัยการวิเคราะห์และคำนวณมูลค่าในอนาคต (Future Value – FV) ให้เป็น มูลค่าปัจจุบัน (Present Value – PV) โดยใช้ อัตราคิดลด (Discount Rate) ที่สะท้อนระดับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินนั้น

1. แนวคิดและหลักการของวิธีรายได้

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินด้วยวิธีรายได้มีหลักการสำคัญคือ การนำกระแสรายรับสุทธิที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตมาแปลงเป็นมูลค่าในปัจจุบัน โดยใช้การคิดลด (Discounting) หรือการใช้ตัวคูณรายได้ (Capitalization) ซึ่งสามารถสรุปได้ด้วยสมการพื้นฐาน:

สูตร: มูลค่าทรัพย์สิน = มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสรายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Net Present Value หรือ NPV)

แนวทางนี้เน้นการวิเคราะห์ศักยภาพของทรัพย์สินในการสร้างกระแสเงินสด โดยมีพื้นฐานอยู่บนหลักการสำคัญด้านการประเมิน ดังนี้:

- **หลักการคาดคะเนและการเปลี่ยนแปลง (Principle of Anticipation and Change)**
ผู้ประเมินต้องวิเคราะห์รายได้ ค่าใช้จ่าย และแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในอนาคต พร้อมกำหนดอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม เพื่อคิดลดกระแสรายได้ให้สะท้อนมูลค่าปัจจุบันอย่างสมเหตุสมผล
- **หลักอุปสงค์และอุปทาน (Principle of Demand and Supply)**
มูลค่าทรัพย์สินที่สร้างรายได้ขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด เช่น หากความต้องการเช่าสูงกว่าปริมาณพื้นที่ที่มีอยู่ ค่าเช่าจะเพิ่มขึ้น และส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสูงขึ้น ในทางกลับกัน หากอุปทานมากกว่าความต้องการ ค่าเช่าและรายได้สุทธิจะลดลง ส่งผลต่อมูลค่าโดยรวมของทรัพย์สิน
- **หลักมูลค่าของเงินตามกาลเวลา (Time Value of Money)**
แนวคิดพื้นฐานทางการเงินที่ระบุว่า “เงินในวันนี้มีค่ามากกว่าเงินจำนวนเท่ากันในอนาคต” เนื่องจาก:
 1. **โอกาสในการลงทุน (Opportunity Cost):**
เงินที่มีอยู่สามารถนำไปสร้างผลตอบแทนได้ในอนาคต
เช่น เงิน 1,000 บาทในวันนี้ หากได้รับดอกเบี้ย 5% ต่อปี จะกลายเป็น 1,050 บาทในปีถัดไป
 2. **ความไม่แน่นอนในอนาคต (Risk/Uncertainty):**
การได้รับเงินในอนาคตมีความเสี่ยงว่าจะไม่ได้รับเต็มจำนวน
 3. **ผลของเงินเฟ้อ (Inflation):**
มูลค่าแท้จริงของเงินลดลงตามกาลเวลา
 4. **ความต้องการใช้เงินในปัจจุบัน (Liquidity Preference):**
ผู้คนมักให้ความสำคัญกับการใช้เงินทันทีมากกว่าการรอใช้ในอนาคต

2. ขั้นตอนหลักของการประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่สามารถสร้างรายได้ ต้องอาศัยกระบวนการหลัก 3 ขั้นตอน ดังนี้:

1) การประมาณการรายได้สุทธิรายปี (Net Operating Income – NOI)

ผู้ประเมินต้องวิเคราะห์และคาดการณ์รายได้สุทธิที่ทรัพย์สินจะก่อให้เกิดในแต่ละปี ตลอดช่วงเวลาการถือครอง โดยประกอบด้วย:

- รายได้หลัก (ค่าเช่า หรือ รายได้จากกิจการดำเนินงาน)
- รายได้อื่น ๆ เช่น ค่าที่จอดรถ
- การหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เช่น ค่าบริหารจัดการ ค่าบำรุงรักษา และค่าประกันภัย

รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (NOI) แสดงถึงกระแสเงินสดก่อนหักดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ และค่าเสื่อมราคา และถือเป็นฐานข้อมูลหลักสำหรับการวิเคราะห์มูลค่าทางการเงินของทรัพย์สิน

2) การกำหนดอัตราผลตอบแทนในการประเมินมูลค่า (Rate of Return)

ผู้ประเมินต้องกำหนดอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมสำหรับการแปลงรายได้ให้เป็นมูลค่า ซึ่งอาจเลือกใช้:

- อัตราแปลงทุน (Capitalization Rate)
- อัตราคิดลด (Discount Rate)

การเลือกใช้อัตราเหล่านี้ต้องคำนึงถึงลักษณะของทรัพย์สิน สภาพตลาด และระดับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง

3) การเลือกเทคนิคการแปลงรายได้เป็นมูลค่า (Capitalization Technique)

การแปลงกระแสรายได้สุทธิในอนาคตให้เป็นมูลค่าปัจจุบันของทรัพย์สิน อาจทำได้โดยใช้เทคนิคการแปลงทุน (Capitalization) หรือ การคิดลด (Discounting) ขึ้นอยู่กับลักษณะของกระแสเงินสด โดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก:

- **Implicit Method (หรือ Traditional Method / Direct Capitalization Method)** หรือวิธีการประเมินแบบนัยยะ: เป็นวิธีการที่ใช้งานแพร่หลายที่สุด โดยการนำรายได้สุทธิ หรือค่าเช่าสุทธิเป็นรายปีมาหารด้วยอัตราผลตอบแทน (Capitalization Rate) ซึ่งอัตราผลตอบแทนเหล่านี้จะ "รวมเอา" หรือ "นัยยะถึง" ปัจจัยต่าง ๆ เช่น การเติบโตของรายได้ (Rental Growth) ความเสี่ยง (Risk) และระยะเวลาที่ต้องรอ (Deferral Period) ไว้ในตัวเลขเดียว โดยไม่ได้แยกประมาณการปัจจัยเหล่านี้อย่างชัดเจน Implicit Methods เป็นที่นิยมใช้ในการประเมินอสังหาริมทรัพย์ในหลายประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดที่มีข้อมูลเปรียบเทียบเพียงพอและมีลักษณะอสังหาริมทรัพย์ที่ค่อนข้างเป็นมาตรฐาน
- **Explicit Method (Multi-Year Capitalization Methods หรือ Discounted Cash Flow - DCF):** เป็นวิธีการที่ "ระบุอย่างชัดเจน" (Explicitly) ถึงสมมติฐานต่าง ๆ เช่น อัตราการเติบโตของรายได้ หรือค่าเช่าในแต่ละปี ระยะเวลาการลงทุน หรือการให้เช่า ค่าใช้จ่าย อัตราคิดลด (Discount Rate) เป็นต้น โดยจะมีการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตเป็นรายปี-หลาย ๆ ปี และมูลค่าขายสมมติในปลายงวดการถือครอง (Reversion Value หรือ Terminal Value) และคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันอย่างละเอียด ซึ่งมักใช้กับทรัพย์สินที่มีกระแสเงินสดไม่สม่ำเสมอ หรือมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในอนาคต เช่น การปรับปรุงอาคาร การหมดอายุสัญญาเช่า หรือการพัฒนาใหม่

- ตาม มาตรฐาน IVS (IVS 105) เรียกวิธีนี้ว่า **Discounted Cash Flow (DCF)** ซึ่งใช้ **Discount Rate** ในการคิดลดรายได้สุทธิรายปี และใช้ **Terminal Capitalization Rate** สำหรับประเมินมูลค่าขายปลายงวด เหมาะสำหรับทรัพย์สินที่รายได้ไม่แน่นอนหรืออยู่ระหว่างพัฒนา
- หากใช้ **อัตราผลตอบแทนเดียวตลอดช่วงการถือครอง** (Equated Yield หรือ Equivalent Yield Rate) แทนการแยก Discount Rate และ Terminal Cap Rate จะเรียกวิธีนี้ว่า **Yield Capitalization** ซึ่งยังอยู่ภายใต้แนวทาง DCF เช่นกัน แต่ใช้รูปแบบอัตราผลตอบแทนเดียว
- ตามมาตรฐาน **USPAP (US Standard)** วิธี **Yield Capitalization** หมายถึงการประเมินโดยใช้ **DCF** หรือการคิดลดหลายปี (**multi-year discounted analysis**) ซึ่งรวมถึงวิธี Terminal Value
- ใน **RICS Valuation – Global Standards (Red Book)** ก็รองรับ **DCF** เป็นหนึ่งในเทคนิคสำคัญภายใต้ Income Approach โดยมักใช้กับทรัพย์สินที่มีรายได้ไม่คงที่หรือมีลักษณะกิจการเฉพาะ เช่น โรงแรม สนามกอล์ฟ หรือ อสังหาริมทรัพย์พัฒนาใหม่

3. ข้อจำกัดของวิธีรายได้

แม้ว่าวิธีรายได้จะมีข้อดีในการสะท้อนศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนของทรัพย์สิน แต่ก็มีข้อจำกัดสำคัญที่ต้องพิจารณา:

1) ความไม่แน่นอนของสมมติฐานในอนาคต

วิธีรายได้ต้องอาศัยการคาดการณ์หลายด้าน เช่น รายได้ ค่าใช้จ่าย ระยะเวลาการถือครอง และอัตราการเติบโต ซึ่งขึ้นอยู่กับภาวะตลาดและเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงได้ หากสมมติฐานเหล่านี้คลาดเคลื่อน อาจทำให้ผลประเมินไม่สอดคล้องกับมูลค่าตลาดที่แท้จริง

2) ความอ่อนไหวต่ออัตราผลตอบแทน

มูลค่าที่ได้จากวิธีรายได้ขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนหรืออัตราคิดลดอย่างมาก การใช้อัตราที่ต่างกันเล็กน้อยอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าทรัพย์สินอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการเลือกอัตราควรตั้งอยู่บนข้อมูลตลาดจริง และสะท้อนความเสี่ยงของทรัพย์สินอย่างถูกต้อง

4. สรุป

วิธีรายได้เป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่สามารถสร้างรายได้ โดยเน้นการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรจากมุมมองเศรษฐศาสตร์และการเงิน การใช้วิธีนี้ต้องมีประสิทธิภาพต้องอาศัย:

- การคาดการณ์กระแสรายได้และค่าใช้จ่ายที่เป็นระบบ
- ความเข้าใจในกลไกตลาดและความเสี่ยง
- การเลือกเทคนิคและอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม

เมื่อดำเนินการภายใต้กรอบวิชาการและข้อมูลตลาดที่น่าเชื่อถือ วิธีรายได้จะสามารถสะท้อนมูลค่าตลาดของทรัพย์สินได้อย่างแม่นยำ และมีความเหมาะสมต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ในเชิงการลงทุน

ตาราง: การเปรียบเทียบ “Income Approach” ตามมาตรฐานของ RICS, IVS และ USPAP

ประเด็นเปรียบเทียบ	RICS (2022) - UK	IVS 105 (2022) -สากล	USPAP (2024–25) - USA
ชื่อเรียกวิธี	1. Investment Method และ 2. Profit Method	Income Approach	Income Capitalization Approach
เทคนิคหลัก	Direct Capitalization, Term & Reversion, DCF	Direct Capitalization, DCF	Capitalization, Yield Cap (DCF-based)
Terminal Value	ใช้ Cap Rate หรือ Multiple	ใช้ Terminal Cap Rate อย่างระมัดระวัง	ใช้แนวทางเหมือน IVS พร้อมเปิดเผย สมมติฐานอย่างละเอียด
การเปิดเผย สมมติฐาน	รายได้ ค่าใช้จ่าย อัตราคิดลด	ระบุแหล่งข้อมูลของ NOI, Cap Rate, Discount Rate	ต้องเปิดเผยข้อมูลที่มาของทุกตัวแปร ที่สำคัญ เช่น NOI, Cap Rate, Discount Rate
Sensitivity Analysis	แนะนำให้ใช้ โดยเฉพาะในกรณีที่ รายได้มีความเสี่ยง	ควรแสดงเมื่อใช้ DCF	ควรวิเคราะห์ผลกระทบของ สมมติฐานต่อผลการประเมิน
การใช้ DCF	ใช้กับทรัพย์สินที่รายได้ไม่เสถียร (เช่น โรงแรม พัฒนาใหม่ ฯลฯ)	ใช้กรณีรายได้ไม่คงที่ หรือ เดบิต	ใช้ในกรณีรายได้มีความไม่แน่นอน หรือเป็นรอบธุรกิจ (multi-year)
ข้อกำหนด รายงาน	รายงานตาม Red Book พร้อม เปิดเผย Valuation Basis และ Valuation Approach	ใช้ IVS 103, 104, 105	ต้องสอดคล้องกับ Standard Rule 2 และมีการเปิดเผยที่ละเอียดรัดกุม
ลักษณะการ บังคับใช้	แนวปฏิบัติวิชาชีพ (Professional Guidance)	แนวปฏิบัติวิชาชีพ (Recommended Standards)	บังคับใช้ตามกฎหมายใน สหรัฐอเมริกา และต้องปฏิบัติตาม จรรยาบรรณอย่างเคร่งครัด

References

- International Valuation Standards Council (IVSC). (2022). *IVS 105 – Valuation Approaches*. London: IVSC.
- The Appraisal Foundation. (2024). *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) 2024–2025 Edition*. Washington, D.C.
- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS). (2022). *RICS Valuation – Global Standards (Red Book)*. London: RICS.

บทที่ 1 รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income: NOI)

รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income: NOI) เป็นแนวคิดพื้นฐานที่มีความสำคัญในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินตามวิธีรายได้ (Income Approach) โดยเฉพาะในกรณีของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ที่สามารถสร้างกระแสรายได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่ง NOI ทำหน้าที่เป็นตัวแทนของกระแสเงินสดสุทธิที่คาดว่าจะได้รับจากการดำเนินงานของทรัพย์สิน และมักใช้เป็นฐานในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของทรัพย์สินดังกล่าว

1.1 ความหมายและบทบาทของรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน

ตามมาตรฐาน IVS 105: Valuation Approaches and Methods และ RICS VPS 4: Basis of Value, Assumptions and Special Assumptions รายได้สุทธิจากการดำเนินงานหมายถึงรายได้ที่เกิดจากการดำเนินงานของตัวทรัพย์สินโดยตรง โดยไม่รวมรายการที่ไม่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน เช่น:

- ค่าเสื่อมราคา เนื่องจากเป็นรายการบัญชีที่ไม่เกิดกระแสเงินสดจริง
- ภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งเป็นภาระของนิติบุคคลเจ้าของทรัพย์สิน ไม่ใช่ของตัวทรัพย์สินเอง
- ดอกเบี้ยเงินกู้หรือค่าใช้จ่ายทางการเงิน เนื่องจากเกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของผู้ถือครอง ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของทรัพย์สิน
- ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ หรือ ค่าใช้จ่ายของผู้เช่า (เฉพาะในกรณีที่ประเมินด้วยวิธี Profit Method)

โดยทั่วไปแล้ว NOI จะใช้เป็นกระแสเงินสดสุทธิรายปี (Annual Net Cash Flow) เพื่อประเมินมูลค่าทรัพย์สินภายใต้สองเทคนิคหลัก ได้แก่:

- **Direct Capitalization:** คำนวณมูลค่าจากการนำ NOI ปีเดียวหารด้วยอัตราผลตอบแทน (Capitalization Rate) หรือคูณด้วยตัวคูณรายได้ (Years Pu4)
- **Yield Capitalization หรือ Discounted Cash Flow (DCF):** คำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดสุทธิต่อปีในช่วงเวลาอนาคต (เช่น 5 – 10 ปี) ด้วยอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม (Discount Rate)

ภายใต้แนวคิดของ RICS และ IVS ทรัพย์สินที่ก่อให้เกิดรายได้สามารถจำแนกได้เป็น 2 กลุ่มหลัก:

1. ทรัพย์สินที่สร้างรายได้จาก **ค่าเช่าโดยตรง** (เช่น อาคารสำนักงาน ห้างสรรพสินค้า)
2. ทรัพย์สินที่สร้างรายได้จาก **ผลกำไรของกิจการที่ดำเนินบนทรัพย์สินนั้น** (เช่น โรงแรม สนามกอล์ฟ โรงพยาบาลเอกชน)

เนื่องจากที่มาของ NOI ทั้งสองกรณีแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ บทนี้จึงแยกแนวทางการคำนวณ NOI ออกเป็น 2 วิธีหลัก ได้แก่:

- **Investment Method**
- **Profit Method**

1.2 ลักษณะของรายได้สุทธิจากการดำเนินงานตาม Investment Method

1) วัตถุประสงค์:

ใช้สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินประเภท อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน (Investment Properties) ซึ่งสร้างรายได้หลักจากค่าเช่า โดยผู้เช่าจะเป็นผู้ดำเนินการแยกต่างหากจากเจ้าของทรัพย์สิน การประเมินสามารถใช้ได้ทั้งวิธี Direct Capitalization และ Discounted Cash Flow (DCF) ขึ้นอยู่กับลักษณะของรายได้และโครงสร้างสัญญาเช่า

2) แหล่งที่มาของรายได้:

รายได้หลักของทรัพย์สินกลุ่มนี้มาจากค่าเช่าที่ได้รับจากผู้เช่า เช่น ค่าเช่าสำนักงาน ร้านค้า หรือคลังสินค้า โดยเจ้าของทรัพย์สินมีสถานะเป็น ผู้ให้เช่า และไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลประกอบการของผู้เช่า

3) แนวคิด “ผู้ประกอบการ”:

ภายใต้แนวคิดของ Investment Method ผู้ประเมินจะแยกบทบาทของ "ผู้เช่า" และ "เจ้าของทรัพย์สิน" อย่างชัดเจน โดย:

- ผู้เช่า = ผู้ประกอบกิจการ
- เจ้าของทรัพย์สิน = ผู้ให้เช่าและผู้รับผลตอบแทนจากค่าเช่า

4) ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ:

จะไม่มีค่าตอบแทนผู้ประกอบการออกจาก NOI เนื่องจาก:

- รายได้ที่นำมาประเมินคือ ค่าเช่าสุทธิ หลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของเจ้าของทรัพย์สิน
- ไม่สนใจผลกำไรหรือขาดทุนของธุรกิจผู้เช่า เนื่องจากรายได้ของเจ้าของคือค่าเช่าตามสัญญา ไม่ใช่ส่วนแบ่งจากกำไรของกิจการ
- ความเสี่ยงที่ประเมิน คือความเสี่ยงของตลาดเช่า เช่น การว่างเช่า ความสามารถในการจ่ายของผู้เช่า และทิศทางของอัตราค่าเช่าในตลาด

5) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของเจ้าของทรัพย์สิน:

โดยทั่วไปประกอบด้วย:

- ค่าบริหารอาคาร
- ค่าน้ำประปาและค่าไฟฟ้าส่วนกลาง
- ค่าบำรุงรักษาและซ่อมแซมทั่วไป
- ค่าเบี้ยประกันภัยทรัพย์สิน
- ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง

6) การคำนวณรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (NOD):

- $NOI = \text{รายได้ค่าเช่ารวม} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของเจ้าของทรัพย์สิน}$

ตัวอย่างที่ 1.1 : Investment Method - การคำนวณ NOI (แบบปีเดียว)

“อยู่สบาย อะพาร์ตเมนต์” ประกอบกิจการห้องพักให้เช่า มีรายละเอียดดังนี้:

- จำนวนห้องพัก: 30 ห้อง
- ค่าเช่าห้องละ: 5,000 บาท/เดือน
- รายได้อื่น ๆ (เช่าที่จอดรถ, ซักรีด ฯลฯ): ประมาณ 10,000 บาท/เดือน
- อัตราว่างและการเก็บเงินไม่ได้ (Vacancy and Collection Loss): 10%
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน:
 - ค่าจ้างพนักงาน (2 พนักงานทั่วไป + 2 แม่บ้าน + 3 ปรภ.): 50,000 บาท/เดือน
 - ค่าไฟฟ้าและค่าน้ำ: 30,000 บาท/เดือน
 - ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา: 8,000 บาท/เดือน
 - ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด: 2,000 บาท/เดือน
 - ค่าประกันภัย: 20,000 บาท/ปี
 - ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง: 100,000 บาท/ปี

รายได้ค่าเช่าคิดที่ผู้เช่าเต็ม – Rental Income at Full Occupancy (30 X 5,000 X 12)		1,800,000
รายได้อื่น ๆ – Other Income (10,000 x 12)		120,000
รายได้คิดเต็มตามศักยภาพ - Potential Gross Income (PGI)		1,920,000
หัก อัตราว่างและเก็บเงินไม่ได้ 10% – Vacancy and Collection Losses		192,000
รายได้รับจริง – Effective Gross Income (EGI)		1,728,000
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน - Operating Expenses:		
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General (50,000 x 12)	600,000	
ค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities (30,000 x 12)	360,000	
ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance (8,000 x 12)	96,000	
ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses (2,000 x 12)	24,000	
ค่าประกันภัย – Insurance	20,000	
ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax	100,000	1,200,000
รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน – Net Operating Income (NOI)		528,000

รายได้สุทธิจากการดำเนินงานที่กล่าวมาข้างต้น เป็นรายได้ในช่วงเวลาหนึ่งปี ซึ่งเหมาะกับกรณีทรัพย์สินประเภทที่มีรายได้สม่ำเสมอและมีความผันผวนต่ำ เช่น กิจการอะพาร์ตเมนต์ที่เปิดดำเนินการมานาน มีการปรับขึ้นค่าเช่าเป็นระยะห่าง ๆ และมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ค่อนข้างคงที่ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่รายได้และค่าใช้จ่ายมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงในแต่ละปี เช่น กิจการโรงแรมที่เพิ่งเปิดดำเนินการใหม่ อาจยังไม่สามารถดึงดูดผู้เข้าพักได้เต็มศักยภาพ และค่าใช้จ่ายอาจยังไม่สัมพันธ์กับรายได้จริงในช่วงเริ่มต้น แต่มีแนวโน้มที่จะเติบโตในอนาคต ในกรณีเช่นนี้ จำเป็นต้องใช้ การประมาณการงบกระแสรายได้ (Pro Forma Projection) ในระยะยาว เช่น 5 ถึง 10 ปี โดยแต่ละปีจะใช้หลักการคำนวณเดียวกัน

1.3 ลักษณะของรายได้สุทธิจากการดำเนินงานตาม Profit Method

1) วัตถุประสงค์:

วิธี Profit Method ใช้สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่มีมูลค่าผูกพันกับ ผลการดำเนินงานธุรกิจโดยตรง (Trade-Related Properties) กล่าวคือ ทรัพย์สินที่ไม่เพียงแต่ให้บริการพื้นที่ แต่ยังมีผลต่อรายได้และกำไรของกิจการโดยรวม เช่น โรงแรม บิมน้ำมัน โรงพยาบาล สนามกอล์ฟ ร้านอาหาร คับ หรือสถานพยาบาลเฉพาะทาง เป็นต้น การประเมินสามารถทำได้ทั้งวิธี Direct Capitalization และ Discounted Cash Flow (DCF) ขึ้นอยู่กับลักษณะความต่อเนื่องของรายได้

2) แหล่งที่มาของรายได้:

รายได้ของทรัพย์สินประเภทนี้ไม่ได้มาจาก “ค่าเช่า” ตามสัญญาเช่า แต่เป็นผลจาก กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของกิจการ (Operating Profit) ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานภายในทรัพย์สินนั้น โดยตรง

3) แนวคิด “ผู้ประกอบการ”:

ในกรณีนี้ เจ้าของทรัพย์สินมักจะเป็นผู้ดำเนินงานเอง หรือผู้ประเมินจะต้องคำนึงถึง “ผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพและสมเหตุสมผล (Reasonably Efficient Operator)” เพื่อประเมินผลตอบแทนที่ธุรกิจควรสร้างได้ในเชิงปกติและยั่งยืน

4) ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator’s Share):

การคำนวณ NOI จะต้องหักค่าตอบแทนของผู้ประกอบการ ออกจากกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ เพื่อให้สะท้อนเฉพาะมูลค่าที่เกิดจากตัวอสังหาริมทรัพย์ ไม่รวมถึงทักษะหรือความสามารถเฉพาะบุคคลของผู้ดำเนินงาน โดยมีเหตุผลดังนี้:

- แยกมูลค่าของธุรกิจออกจากมูลค่าทรัพย์สิน: เนื่องจากเป้าหมายของการประเมินคือหามูลค่าของ "อสังหาริมทรัพย์" ไม่ใช่มูลค่าทั้งธุรกิจ
- ลักษณะของกำไร: ส่วนหนึ่งของกำไรที่กิจการได้รับเกิดจากองค์ประกอบทางธุรกิจ เช่น ความสามารถในการบริหารจัดการ เงินทุนหมุนเวียน หรือชื่อเสียงของกิจการ (Goodwill) ไม่ใช่จากตัวทรัพย์สินโดยตรง
- หลักการมูลค่าตลาด (Market Value): ตามแนวทางของ RICS การประเมินมูลค่าตลาดของทรัพย์สินควรปราศจากอิทธิพลจากมูลค่าทางธุรกิจส่วนบุคคล (Personal Goodwill)
- การวิเคราะห์กระแสเงินสด: ผู้ประเมินจะวิเคราะห์ทั้งกำไรขาดทุนของกิจการเพื่อประมาณการกำไรจากการดำเนินงานที่สามารถรักษาไว้ได้อย่างสม่ำเสมอในระยะยาว หรือที่เรียกว่า Fair Maintainable Operating Profit (FMOP) ก่อนหักค่าตอบแทนของผู้ประกอบการ (Operator’s Share) ออก เพื่อให้เหลือเฉพาะ กระแสเงินสดสุทธิที่สะท้อนมูลค่าของที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง
- Fair Maintainable Operating Profit (FMOP): กำไรสุทธิจากการดำเนินงานที่สามารถรักษาไว้ได้ในระยะยาวภายใต้สมมติฐานของผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ โดยไม่รวมถึงมูลค่าทางธุรกิจส่วนบุคคล
- Operator’s Share: ค่าตอบแทนที่ผู้ประกอบการควรได้รับจากความเสี่ยง ความรู้ ทักษะ และเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งต้องถูกหักออกจาก FMOP เพื่อให้ได้เฉพาะรายได้ที่เกี่ยวกับทรัพย์สิน

5) การคำนวณรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (NOI):

- $NOI = \text{กำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (FMOP)} - \text{ค่าตอบแทนของผู้ประกอบการ (Operator’s Share)}$

ตัวอย่างที่ 1.2 : Profit Method - การคำนวณ NOI (แบบปีเดียว)

สมมติว่าผู้ประเมินกำลังประเมินมูลค่าโรงแรมขนาดเล็กแห่งหนึ่ง และได้รวบรวมข้อมูลทางการเงินและข้อมูลตลาดดังนี้:

- รายได้รวมเฉลี่ยต่อปี (Fair Maintainable Turnover - FMT): 12,000,000 บาท
- ต้นทุนอาหารและเครื่องดื่ม (Cost of Sales - F&B): 3,000,000 บาท
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Expenses) ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจริงภายใต้การบริหารงานที่ดี:
 - ค่าจ้างพนักงาน: 4,000,000 บาท
 - ค่าสาธารณูปโภค (น้ำ ไฟ อินเทอร์เน็ต): 1,000,000 บาท
 - ค่าการตลาดและโฆษณา: 500,000 บาท
 - ค่าซ่อมบำรุงรักษา: 300,000 บาท
 - ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด: 200,000 บาท
- อัตราส่วนค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share): สมมติว่า ตามข้อมูลตลาดผู้ประกอบการที่ "มีประสิทธิภาพ" ควรได้รับผลตอบแทน 30% ของกำไรจากการดำเนินงาน (FMOP)

รายการคำนวณ	บาท	หมายเหตุ
1. รายได้รวมจากห้องพัก อาหารและเครื่องดื่ม (Fair Maintainable Turnover - FMT)	12,000,000	รายได้ที่คาดว่าจะได้รับอย่างยั่งยืนภายใต้ผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ
2. หัก: ต้นทุน ห้องพัก อาหารและเครื่องดื่ม (Room Cost, F&B Cost)	3,000,000	ต้นทุนโดยตรงที่เกี่ยวข้องกับการสร้างรายได้
3. กำไรขั้นต้น (Gross Profit)	9,000,000	
4. หัก: ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating Expenses):		ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการ โรงแรม
4.1 ค่าจ้างพนักงาน	4,000,000	
4.2 ค่าสาธารณูปโภค (น้ำ ไฟ อินเทอร์เน็ต)	1,000,000	
4.3 ค่าการตลาดและโฆษณา	500,000	
4.4 ค่าซ่อมบำรุงรักษา	300,000	
4.5 ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เช่น ประกันภัย ภาษีฯ	200,000	
รวมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	6,000,000	
5. กำไรจากการดำเนินงานที่ยั่งยืน (Fair Maintainable Operating Profit - FMOP)	3,000,000	กำไรก่อนหักค่าตอบแทนผู้ประกอบการ
5. หัก: ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share)	900,000	ส่วนแบ่งกำไรสำหรับความสามารถในการบริหารจัดการของ Operator
7. ส่วนของกำไรที่เกิดจากตัวสังหาริมทรัพย์ (Property's Share of Profit)	2,100,000	กำไรที่แท้จริงที่เกิดจากศักยภาพของทรัพย์สิน

1.4 สรุป

แนวคิด รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income: NOI) ถือเป็นเครื่องมือหลักในการวิเคราะห์ศักยภาพในการสร้างรายได้ของทรัพย์สิน โดยมีบทบาทสำคัญในการแยกมูลค่าทรัพย์สินออกจากมูลค่าทางธุรกิจส่วนบุคคลอย่างชัดเจน เพื่อให้สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของมาตรฐานสากล เช่น RICS Valuation – Global Standards (VPS 4) และ IVS 105: Valuation Approaches and Methods

โดยเฉพาะในการประเมินทรัพย์สินประเภท Trade-Related Properties ด้วยวิธี Profit Method จำเป็นต้องหักค่าตอบแทนของผู้ประกอบการ (Operator's Share) ออกจากกำไรของกิจการ เพื่อป้องกันไม่ให้มูลค่าทางธุรกิจส่วนบุคคล (Personal Goodwill) ถูกนำไปรวมเป็นส่วนหนึ่งของมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งอาจทำให้การประเมินมูลค่าเบี่ยงเบนจากความเป็นจริง การเข้าใจความแตกต่างระหว่าง Investment Method และ Profit Method อย่างลึกซึ้ง จะช่วยให้ผู้ประเมินสามารถเลือกใช้แนวทางที่เหมาะสมกับลักษณะของทรัพย์สินแต่ละประเภท และตีความกระแสเงินสดได้ตรงตามแนวคิดของมาตรฐานวิชาชีพ

ตารางเปรียบเทียบการได้มา NOI ของ Investment Method และ Profit Method

ประเด็นเปรียบเทียบ	Investment Method	Profit Method
วัตถุประสงค์	ประเมินมูลค่าทรัพย์สินให้เช่า	ประเมินมูลค่าทรัพย์สินประกอบธุรกิจ
บทบาทเจ้าของ	ผู้ให้เช่า	ผู้ประกอบการ
แหล่งรายได้	ค่าเช่า	กำไรจากการดำเนินงาน
ความเกี่ยวข้องกับผู้เช่า	ไม่เกี่ยวข้องกับกิจการของผู้เช่า	เกี่ยวข้องโดยตรงกับกิจการในทรัพย์สิน
ผู้รับความเสี่ยง	ผู้เช่า	เจ้าของทรัพย์สิน/ผู้ประกอบการ
การหัก Operator's Share	ไม่หัก	ต้องหักออกเพื่อ แยกมูลค่าของ "ธุรกิจ" ออกจาก "ตัวทรัพย์สิน" ให้ชัดเจน ซึ่งสอดคล้องกับหลักการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่มุ่งเน้นไปที่มูลค่าของทรัพย์สินทางกายภาพเป็นหลัก
ลักษณะ NOI	ค่าเช่าสุทธิ (Net Contractual Rent)	ค่าเช่าเสมือนจริง (Imputed Rent)

ข้อพิจารณาด้านมาตรฐานสากล

- **IVS 105, para. 40–50:** ระบุว่า กระแสเงินสดที่ใช้ในการประเมินมูลค่าต้องสะท้อนเฉพาะสิทธิที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน (Property Rights) โดยไม่รวมองค์ประกอบทางธุรกิจ เช่น Personal Goodwill หรือ Brand Value
- **RICS VPS 4, para. 1.1–1.5:** กำหนดให้ผู้ประเมินต้องระบุให้ชัดเจนว่าสิทธิในการถือครองใดเป็นวัตถุประสงค์ประเมิน และต้องแยกมูลค่าของทรัพย์สินที่ไม่เกี่ยวข้องออก เช่น อุปกรณ์ที่ไม่ติดตั้งถาวร หรือส่วนที่เป็นกิจการ
- **กรณีเฉพาะของโรงแรม (Hotel Exception):** หากโรงแรมมีการบริหารโดย Chain และเจ้าของได้รับผลตอบแทนในรูปแบบค่าธรรมเนียมหรือผลตอบแทนที่แน่นอนคล้ายค่าเช่า (เช่น Fixed Base Rent + Incentive Fee) ผู้ประเมินอาจพิจารณาใช้ Investment Method ได้ โดยไม่จำเป็นต้องหัก Operator's Share เนื่องจากบทบาทของเจ้าของในลักษณะนี้ใกล้เคียงกับ “ผู้ให้เช่า” มากกว่าผู้ประกอบการ

ก. กรณีศึกษา: การเลือกใช้วิธีประเมิน (Profit Method vs. Investment Method) สำหรับโรงแรม

ประเด็นเรื่อง "โรงแรมที่บริหารเอง" กับ "โรงแรมที่ใช้ Chain บริหาร" ในการประเมินมูลค่าเป็นเรื่องที่สำคัญและน่าสนใจมาก เพราะส่งผลต่อการเลือกใช้วิธีประเมินระหว่าง Profit Method และ Investment Method โดยตรง

ความแตกต่างหลักระหว่างโรงแรมที่บริหารเองกับโรงแรมที่ใช้ Chain บริหาร:

1. การควบคุมการดำเนินงานและผลกำไร:

- **บริหารเอง (Independent/Owner-operated):** เจ้าของโรงแรมมีอำนาจและควบคุมการตัดสินใจทั้งหมด ตั้งแต่กลยุทธ์การตลาด การบริหารจัดการบุคลากร การกำหนดราคา ไปจนถึงการควบคุมค่าใช้จ่ายโดยละเอียด ผลกำไรที่ได้จะขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพในการบริหารจัดการของเจ้าของ/ทีมงาน โดยตรง หากบริหารดีกำไรสูง หากบริหารไม่ดีกำไรต่ำหรือขาดทุน
- **ใช้ Chain บริหาร (Chain-managed/Branded Hotel):** เจ้าของโรงแรมจะทำสัญญากับบริษัทบริหาร โรงแรม (Management Company) ซึ่งมักจะเป็นแบรนด์โรงแรมใหญ่ๆ (เช่น Marriott, Hilton, Accor, Minor etc.) บริษัท Chain จะเข้ามาบริหารจัดการโรงแรมแทนเจ้าของ โดยมีมาตรฐาน ระบบ และกลยุทธ์ของแบรนด์ ซึ่งอาจรวมถึงการตลาด ระบบจองห้องพัก การฝึกอบรมบุคลากร และการควบคุมคุณภาพ ผลกำไรจะขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพของ Chain และเจ้าของต้องจ่ายค่าธรรมเนียมการบริหาร (Management Fees) ให้กับ Chain

2. ความเสี่ยงและผลตอบแทน:

- **บริหารเอง:** ความเสี่ยงสูงกว่า เนื่องจากเจ้าของรับความเสี่ยงทางธุรกิจทั้งหมด แต่ก็มีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าหากบริหารได้ดีมาก
- **ใช้ Chain บริหาร:** ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานลดลง เพราะมีมืออาชีพมาบริหาร มีการสนับสนุนจากแบรนด์ใหญ่ (การตลาด, ฐานลูกค้า) ทำให้รายได้มีความสม่ำเสมอและคาดการณ์ได้ง่ายกว่า แต่เจ้าของต้องแบกรับภาระค่าธรรมเนียมการบริหาร และอำนาจการตัดสินใจน้อยลง

3. การเข้าถึงตลาดและฐานลูกค้า:

- **บริหารเอง:** ต้องสร้างแบรนด์และฐานลูกค้าด้วยตัวเอง ต้องลงทุนด้านการตลาดและการขายจำนวนมาก อาจจะเหมาะกับโรงแรมขนาดเล็ก โรงแรมบูติก หรือโรงแรมที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว
- **ใช้ Chain บริหาร:** ได้ประโยชน์จากชื่อเสียง แบรนด์ ระบบการตลาด และฐานลูกค้าขนาดใหญ่ของ Chain ทำให้มี Occupancy Rate ที่สูงกว่าและสม่ำเสมอ รวมถึงการเข้าถึงช่องทางการจัดจำหน่าย (OTA, GDS) ที่มีประสิทธิภาพ

4. รูปแบบความสัมพันธ์:

- **บริหารเอง:** เจ้าของ = ผู้ดำเนินธุรกิจ = ผู้ได้รับกำไร (หรือขาดทุน)
- **ใช้ Chain บริหาร:** เจ้าของ = ผู้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, Chain = ผู้ดำเนินธุรกิจ (Operator) เจ้าของได้รับค่าเช่าหรือส่วนแบ่งกำไรสุทธิหลังหักค่าบริหารจัดการ (ซึ่งมีลักษณะคล้ายคลึงกับค่าเช่า)

การเลือกใช้วิธีประเมิน

การเลือกใช้วิธีประเมินขึ้นอยู่กับ "ลักษณะของสิทธิที่ประเมิน" และ "ใครเป็นผู้ถือความเสี่ยงทางธุรกิจ" เป็นหลัก ดังนี้

1. ควรใช้วิธี Profit Method สำหรับโรงแรมที่บริหารเอง (Owner-Operated Hotel / Independent Hotel):

- **เหตุผล:** ในกรณีนี้ เจ้าของโรงแรมเป็นผู้ดำเนินธุรกิจเอง รายได้ของโรงแรมจึงเป็น กำไรจากการดำเนินงานของธุรกิจ ไม่ใช่ค่าเช่าที่ได้รับจากผู้เช่าอิสระ
- **หลักการ:** ผู้ประเมินจะต้องวิเคราะห์งบการเงินของโรงแรม (รายได้รวม, ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน) เพื่อหากำไรสุทธิที่ธุรกิจสามารถสร้างได้อย่างยั่งยืน (Fair Maintainable Operating Profit - FMOP)
- **การหัก Operator's Share:** ในวิธี Profit Method นี้ จำเป็นต้องหัก "ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share)" ออกจาก FMOP เพื่อให้เหลือเพียงส่วนของกำไรที่เกิดจาก "ตัวอสังหาริมทรัพย์" เท่านั้น (ซึ่งเป็นกำไรที่สามารถนำมาแปลงเป็นมูลค่าของทรัพย์สินได้) เพราะมูลค่าของโรงแรมส่วนหนึ่งมาจากประสิทธิภาพในการบริหารของผู้ประกอบการ
- **สรุป:** หากประเมินโรงแรมที่เจ้าของบริหารจัดการเอง และต้องการหามูลค่าของ "ตัวอาคารและที่ดิน" ที่ไม่ได้รวมมูลค่าของแบรนด์หรือทักษะการบริหารงานส่วนบุคคลของเจ้าของ **ต้องใช้ Profit Method และหัก Operator's Share**

2. ควรใช้วิธี Investment Method สำหรับโรงแรมที่ใช้ Chain บริหาร โดยมีสัญญาเช่า หรือ สัญญาจัดการโรงแรม (Management Agreement) ที่ชัดเจนและมีค่าตอบแทนคงที่/กึ่งคงที่ (คล้ายค่าเช่า):

- **เหตุผล:** แม้จะเป็นโรงแรม แต่ในบางโครงสร้างการบริหาร เจ้าของโรงแรมทำหน้าที่เป็น "นักลงทุนอสังหาริมทรัพย์" และ "บริษัท Chain" เป็น "ผู้เช่า" หรือ "ผู้จัดการ" ที่จ่ายค่าตอบแทนให้เจ้าของ
- **กรณีที่ 1: สัญญาเช่า (Lease Agreement):** โรงแรมบางแห่งมีการทำสัญญาเช่ากับบริษัท Chain โดย Chain เป็นผู้เช่า และจ่ายค่าเช่ารายเดือน/รายปีให้เจ้าของ ในกรณีนี้ กระแสเงินสดที่เจ้าของได้รับคือ "ค่าเช่า" ซึ่งมีความสม่ำเสมอและคาดการณ์ได้ใกล้เคียงกับการให้เช่าอาคารสำนักงานหรืออสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์อื่นๆ
- **กรณีที่ 2: สัญญาจัดการโรงแรม (Hotel Management Agreement - HMA) ที่มีลักษณะคล้ายคลึงกับค่าเช่า:** ใน HMA บางรูปแบบ เจ้าของอาจได้รับ "ค่าธรรมเนียมการจัดการพื้นฐาน (Base Management Fee)" ที่ค่อนข้างคงที่ และ/หรือ "ค่าธรรมเนียมตามผลประกอบการ (Incentive Fee)" หรือส่วนแบ่งกำไรที่ผันแปร แต่หากสามารถแยกและประเมินกระแสเงินสดที่เจ้าของได้รับได้อย่างชัดเจนว่ามีลักษณะคล้าย "รายได้ค่าเช่า" หรือ "ผลตอบแทนจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์" มากกว่า "กำไรจากการดำเนินธุรกิจ" ของเจ้าของเอง ก็สามารถพิจารณาใช้วิธี Investment Method ได้
- **หลักการ:** กระแสเงินสดที่นำมาคิดคือ "ค่าตอบแทนที่เจ้าของได้รับจาก Chain" (คล้ายค่าเช่า) ซึ่งเป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากอสังหาริมทรัพย์โดยตรง
- **การหัก Operator's Share:** ไม่จำเป็นต้องหัก เพราะกระแสเงินสดที่นำมาประเมินเป็น "ค่าเช่า" หรือ "ค่าตอบแทนที่ได้รับจากผู้ประกอบการ (Chain)" อยู่แล้ว ซึ่งเป็นค่าตอบแทนของ "ตัวทรัพย์สิน" ที่ผู้ประกอบการจ่ายให้ ไม่ใช่กำไรจากการดำเนินธุรกิจของเจ้าของ

สรุปในแง่การเลือกวิธีประเมิน:

- โรงแรมที่เจ้าของบริหารเอง หรือเจ้าของมีส่วนร่วมในการดำเนินธุรกิจและรับความเสี่ยงผลประโยชน์ประกอบการของโรงแรม โดยตรง: ควรใช้ **Profit Method** (และหัก Operator's Share เพื่อแยกมูลค่าธุรกิจออกจากอสังหาริมทรัพย์)
- โรงแรมที่บริหารโดย Chain (หรือบุคคลที่สาม) ภายใต้สัญญาที่ทำให้เจ้าของได้รับผลตอบแทนในรูปแบบ "ค่าเช่า" หรือ "ค่าธรรมเนียมการบริหาร" ที่ชัดเจน แยกจากกำไรจากการดำเนินงานทั้งหมดของ Chain: สามารถพิจารณาใช้ **Investment Method** (โดยไม่ต้องหัก Operator's Share อีก เพราะถือว่าค่าตอบแทนที่ได้รับนั้นเป็นของตัวทรัพย์สินอยู่แล้ว)
- อย่างไรก็ตามการพิจารณาว่าจะใช้ Profit Method หรือ Investment Method สำหรับโรงแรมนั้น ต้องดูที่ "เนื้อหาของสัญญาบริหารจัดการ" และ "ความเสี่ยงที่เจ้าของทรัพย์สินแบกรับ" อย่างละเอียด ไม่ใช่แค่ชื่อเรียก "โรงแรมบริหารเอง" หรือ "Chain บริหาร" เท่านั้น

ข. ตารางคำศัพท์ทางการเงินสำหรับกิจการอสังหาริมทรัพย์และบริการ

ตารางที่ 1: คำศัพท์สำหรับโรงแรม

หัวข้อ (ไทย-อังกฤษ)	คำอธิบาย
จำนวนห้องพัก (Number of Rooms)	จำนวนห้องที่มีอยู่ทั้งหมดในโรงแรมที่สามารถให้บริการได้
อัตราการเข้าพัก (Occupancy)	ร้อยละของจำนวนห้องที่มีผู้เข้าพักเมื่อเทียบกับจำนวนห้องทั้งหมด
ราคาห้องพักเฉลี่ยต่อคืน (Average Daily Rate - ADR)	ราคาห้องพักเฉลี่ยต่อคืนที่ผู้เข้าพักจ่าย
จำนวนวันที่เปิดดำเนินการใน 1 ปี (Days Open)	จำนวนวันที่โรงแรมเปิดให้บริการใน 1 ปี (ปกติ คือ 365 วัน)
จำนวนห้องที่มีผู้เข้าพัก (Rooms Occupied)	จำนวนห้องที่มีผู้เข้าพักจริงในช่วงเวลาที่ระบุ
รายได้ (Revenues)	
รายได้จากห้องพัก (Rooms Revenue)	รายได้ที่ได้รับจากการให้บริการห้องพัก
รายได้จากอาหาร (Food Revenue)	รายได้ที่ได้รับจากการจำหน่ายอาหาร
รายได้จากเครื่องดื่ม (Beverages Revenue)	รายได้ที่ได้รับจากการจำหน่ายเครื่องดื่ม
รายได้จากค่าเช่า (Rentals)	รายได้จากการให้เช่าพื้นที่
รายได้จากแผนกอื่น (Other Operated Departments)	รายได้จากแผนกที่ดำเนินการเพิ่มเติม เช่น สปา ร้านของที่ระลึก
รวมรายได้ทั้งหมด (Total Revenue)	รวมรายได้จากทุกแหล่ง
ค่าใช้จ่ายตามแผนก (Departmental Expenses)	
ค่าใช้จ่ายแผนกห้องพัก (Room Cost)	ต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการให้บริการห้องพัก
ค่าใช้จ่ายแผนกอาหารและเครื่องดื่ม (Food & Beverages Cost)	ต้นทุนและค่าใช้จ่ายของแผนกอาหารและเครื่องดื่ม
ค่าใช้จ่ายจากค่าเช่า (Rental Cost)	ต้นทุนจากบริการอื่นที่ไม่ใช่บริการหลัก
ค่าใช้จ่ายจากแผนกอื่นที่ดำเนินการ (Other Operated Dept. Cost)	ค่าใช้จ่ายจากแผนกที่ดำเนินการเพิ่มเติม
รวมค่าใช้จ่ายตามแผนก (Total Departmental Expenses)	รวมค่าใช้จ่ายของทุกแผนกที่ดำเนินการ
รายได้สุทธิจากแต่ละแผนก (Departmental Income)	ผลต่างระหว่างรายได้และค่าใช้จ่ายของแผนกต่าง ๆ
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ไม่สามารถจัดสรรตามแผนก (Undistributed Operating Expenses)	
ค่าใช้จ่ายด้านบริหารทั่วไป (Administrative & General)	ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการบริหารและจัดการทั่วไปของโรงแรม
ค่าใช้จ่ายด้านทรัพยากรบุคคล (Human Resources)	ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการบุคลากร

ค่าใช้จ่ายด้านระบบสารสนเทศ (Information Systems)	ค่าใช้จ่ายในการดูแลระบบ IT และเทคโนโลยีสารสนเทศ
ค่าใช้จ่ายด้านความปลอดภัย (Security)	ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการดูแลรักษาความปลอดภัย
ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด (Marketing)	ค่าใช้จ่ายในการโฆษณาและส่งเสริมการขาย
ค่าธรรมเนียมแฟรนไชส์ (Franchise Fees)	ค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับเจ้าของแบรนด์หรือแฟรนไชส์
ค่าใช้จ่ายด้านการขนส่ง (Transportation)	ค่าใช้จ่ายในการขนส่งสินค้าหรือบริการผู้เข้าพัก
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบำรุงรักษาทรัพย์สิน (Prop. Oper. & Maintenance)	ค่าใช้จ่ายในการดูแลรักษาทรัพย์สินและอุปกรณ์
ค่าใช้จ่ายด้านพลังงาน (Energy Costs)	ค่าใช้จ่ายค่าน้ำ ค่าไฟ และพลังงานอื่น ๆ
ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด (Misc. Expense)	ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่ไม่สามารถจัดกลุ่มได้ชัดเจน
รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถจัดสรรตามแผนก (Total UDOEs)	รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่สามารถจัดสรรได้ตามแผนก
รายได้ก่อนหักค่าใช้จ่ายคงที่ (Income Before Fixed Charges)	
ค่าใช้จ่ายคงที่ (Fixed Charges)	รายได้สุทธิก่อนหักค่าใช้จ่ายคงที่
ค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการ (Management Fee)	ค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้กับบริษัทบริหาร
ภาษีทรัพย์สิน (Property Tax)	ภาษีที่ต้องชำระให้กับรัฐตามมูลค่าทรัพย์สิน
เบี้ยประกันภัย (Insurance)	ค่าใช้จ่ายสำหรับประกันภัยต่าง ๆ
เงินสำรองสำหรับการเปลี่ยนทดแทน (Reserve for Replacement)	เงินสำรองสำหรับซ่อมแซมหรือเปลี่ยนอุปกรณ์/ทรัพย์สินในอนาคต
รวมค่าใช้จ่ายคงที่ (Total Fixed Charges)	รวมค่าใช้จ่ายคงที่ทั้งหมด
Net Operating Income	รายได้สุทธิจากการดำเนินการ

ตารางที่ 2: คำศัพท์สำหรับ Investment Property (เช่น อาคารสำนักงาน, อพาร์ทเมนต์)

คำศัพท์	นิยาม	ตัวอย่าง / การประยุกต์ใช้ในกิจการเฉพาะ
Rental Income	รายได้จากการให้เช่าทรัพย์สิน	สำนักงาน: ค่าเช่ารายเดือนจากผู้เช่า
Potential Gross Income (PGI)	รายได้เต็มๆเมื่อใช้ทรัพย์สินทั้งหมดอย่างมีประสิทธิภาพ 100%	อพาร์ทเมนต์: ค่าเช่าห้องพักรายเดือน x จำนวนห้อง x 12 เดือน
Occupancy Rate	สัดส่วนของหน่วยหรือพื้นที่ที่ถูกใช้งานจริง	สำนักงาน: พื้นที่ที่ให้เช่าจริง / พื้นที่ทั้งหมด
Vacancy Rate	สัดส่วนของพื้นที่ที่ยังไม่มีการใช้ประโยชน์จริง	สำนักงาน: พื้นที่ว่าง / พื้นที่รวมทั้งหมด
Vacancy and Collection Losses	รายได้ที่สูญเสียจากพื้นที่ว่าง หรือเก็บเงินไม่ได้	อพาร์ทเมนต์: ห้องที่ไม่มีผู้เช่า หรือผู้เช่าค้างจ่ายค่าเช่า
Utility Income	รายได้จากค่าน้ำ ค่าไฟ หรือบริการเสริมจากผู้เช่า	อพาร์ทเมนต์: เรียกเก็บค่าน้ำไฟจากผู้พักตามมิเตอร์
Other Income	รายได้จากบริการหรือกิจกรรมเสริมที่ไม่ใช่หมวดหลัก	สำนักงาน: ค่าบริการจอดรถ, ค่าโฆษณาในพื้นที่ส่วนกลาง
Operating Expenses	ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน ไม่รวม ดอกเบี้ย/ภาษี/ค่าเสื่อม	เช่น Administrative, Repairs & Maintenance, Utilities
Net Operating Income (NOI)	รายได้สุทธิจากการดำเนินการ	

บทที่ 2 อัตราผลตอบแทน

ในการลงทุนทั้งในตลาดทุน (เช่น หุ้นสามัญ) และในอสังหาริมทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ นักลงทุนย่อมคาดหวัง “ผลตอบแทน” ที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ตนยอมรับได้ โดยทั่วไป นักลงทุนจะพิจารณาผลตอบแทนจากมุมมองหลัก ได้แก่

2.1 Return (ผลตอบแทนรวม)

Return คือ ผลกำไรรวมสุทธิ (หรือขาดทุน) จากการลงทุนในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งรวมทั้งรายได้ที่ได้รับและการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าทุน (Capital Gain หรือ Loss)

ตัวอย่างที่ 2.1: การคำนวณผลตอบแทนรวม

ลงทุนซื้อห้องชุดราคา 10,000,000 บาท ได้รับค่าเช่า 600,000 บาท/ปี และราคาซื้อขายห้องชุดเพิ่มขึ้นเป็น 12 ล้านบาท

- รายได้จากค่าเช่า 600,000 บาท
- กำไรจากมูลค่าทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้น 2,000,000 บาท
- ผลตอบรวมเท่ากับ $600,000 + 2,000,000 = 2,600,000$ บาท
- คิดเป็นอัตราผลตอบแทนรวมเท่ากับ $2,600,000 / 10,000,000 \times 100 = 26\%$ ของเงินลงทุน

1) อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ : Required Rate of Return (RRR)

คืออัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุน “ต้องการ” เพื่อชดเชยความเสี่ยงของการลงทุนในทรัพย์สินใดทรัพย์สินหนึ่ง โดยมักใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงในการตัดสินใจลงทุน เช่น ใช้เป็น อัตราคิดลด (Discount Rate) ในการประเมินมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด หรือใช้เปรียบเทียบกับ อัตราผลตอบแทนภายใน (IRR)

2) อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ : Expected Rate of Return (ERR)

คือค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ โดยให้น้ำหนักตามความน่าจะเป็นของแต่ละผลลัพธ์ สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนภายใต้ความไม่แน่นอน มักใช้จากการวิเคราะห์เชิงคาดการณ์ เช่น Pro Forma, การวิเคราะห์ความเสี่ยง หรือการจำลองสถานการณ์ (Scenario Analysis)

ตัวอย่างที่ 2.2: การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (ERR)

นักลงทุนกำลังพิจารณาการลงทุนในสินทรัพย์หนึ่ง ซึ่งอาจให้ผลตอบแทนได้ 3 แบบภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ ดังนี้:

สถานการณ์	ความน่าจะเป็น (P)	ผลตอบแทน (R)	ผลตอบแทนถ่วงน้ำหนัก ($P \times R$)
เศรษฐกิจดี (Boom)	0.25	14%	3.50%
ปกติ (Normal)	0.50	10%	5.00%
เศรษฐกิจถดถอย (Recession)	0.25	6%	1.50%
Expected Rate of Return (ERR)	1.00	—	10.00%

เปรียบเทียบ Required Rate of Return (RRR) กับ Expected Rate of Return (ERR)

หัวข้อ	REQUIRED RATE OF RETURN (RRR)	EXPECTED RATE OF RETURN (ERR)
มุมมอง	ผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุน “ต้องการ” เพื่อชดเชยความเสี่ยง	ผลตอบแทนที่นักลงทุน “คาดหวัง” ว่าจะได้รับ โดยคำนวณจากความน่าจะเป็นของผลลัพธ์ต่าง ๆ
การใช้งาน	ใช้เป็นอัตราคิดลด (Discount Rate), เกณฑ์เทียบกับ IRR หรือเกณฑ์การลงทุน	ใช้ประเมินความเป็นไปได้ของโครงการ (Feasibility) หรือเปรียบเทียบกับ RRR
การตัดสินใจลงทุน	ถ้า $ERR < RRR \rightarrow$ ไม่คุ้มค่าการลงทุน	ถ้า $ERR > RRR \rightarrow$ มีความน่าสนใจในการลงทุน

สรุป:

- RRR = อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ต้องการ (สะท้อนความเสี่ยงที่ยอมรับได้)
- ERR = อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ (สะท้อนความเป็นไปได้ของผลตอบแทน)
- การเปรียบเทียบระหว่าง ERR กับ RRR เป็นเครื่องมือสำคัญในการตัดสินใจว่า “ควรลงทุนหรือไม่”

2.2 อัตราผลตอบแทนที่ใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ก่อให้เกิดรายได้ ผู้ประเมินจะเลือกใช้อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมสามารถสะท้อนกับระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนที่ยอมรับได้

1) Interest Rate (อัตราดอกเบี้ย)

Interest Rate คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ให้กู้กำหนดจากผู้กู้ในการใช้เงินทุนในระยะเวลาหนึ่ง มักแสดงในรูปของร้อยละต่อปีของจำนวนเงินต้น ในบริบทการประเมินมูลค่า อัตราดอกเบี้ยมักหมายถึง Risk-Free Rate หรืออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (เช่น พันธบัตรรัฐบาล)

การใช้งาน:

- ใช้เป็นพื้นฐานในการคำนวณ Required Rate of Return (RRR) ผ่านแบบจำลอง CAPM หรือ Build-up Model
- ใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงเพื่อเปรียบเทียบความคุ้มค่าของการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง

2) Yield (อัตราผลตอบแทน)

Yield คือ อัตราผลตอบแทนจากการถือครองทรัพย์สินที่คำนวณจากอัตราส่วนของรายได้สุทธิต่อปี (หรือค่าเช่า) เทียบกับราคาซื้อของทรัพย์สิน โดยไม่นับรวมการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าทุน (Capital Growth)

$$\text{สูตร: } Yield\% = \frac{I}{P} \times 100$$

โดยที่:

- I = รายได้สุทธิประจำปี
- P = ราคาซื้อ

ประเภทของ Yield:

ในการประเมินผลตอบแทนจากอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนให้เช่า เราสามารถคำนวณ Yield ได้หลายแบบ ได้แก่:

ชื่อ YIELD	สูตรการคำนวณ	ความหมาย
Initial Yield	ค่าเช่าปัจจุบัน / ราคาซื้อ $\times 100$	ผลตอบแทนเริ่มต้น ณ วันที่ซื้อ
Reversionary Yield	ค่าเช่าตลาด / มูลค่าตลาด $\times 100$	ผลตอบแทนในอนาคตหลังการปรับค่าเช่า
Equivalent Yield (หรือ Equated Yield)	IRR ของกระแสเงินสดรายปี + มูลค่าขายปลายทาง	ผลตอบแทนเฉลี่ยตลอดอายุการถือครอง สะท้อนทั้งค่าเช่าปัจจุบันและอนาคต

ตัวอย่างที่ 2.3: การคำนวณ Initial Yield, Reversionary Yield และ Equivalent Yield

ลงทุนซื้อห้องชุดราคา 10 ล้านบาท ได้รับค่าเช่าตามสัญญา 600,000 บาท/ปี สัญญาเช่าคงเหลือ 3 ปี ค่าเช่าตลาดปรับเมื่อหมดสัญญาเช่า 800,000 บาท/ปี มูลค่าตลาดของห้องชุด คือ 11,000,000 บาท

ประเภท	คำนวณ	YIELD
Initial Yield	$600,000 / 10,000,000 \times 100$	6.00%
Reversionary Yield	$800,000 / 11,000,000 \times 100$	7.27%
Equivalent Yield	IRR จาก: 3 ปีแรก = 600,000 ต่อไป = 800,000 ตลอดไป	ประมาณ 6.72%

การใช้งาน Yield:

- ใช้ Initial Yield เพื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนเบื้องต้นเมื่อซื้อทรัพย์สิน
- ใช้ Reversionary Yield เพื่อประเมินศักยภาพการเพิ่มค่าเช่าในอนาคต
- ใช้ Equivalent Yield เพื่อสะท้อนผลตอบแทนเฉลี่ยทั้งช่วงการถือครอง
- ใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน โดยวิธี Capitalization เมื่อ Yield = Cap Rate
- ใช้ Exit Yield เพื่อประมาณมูลค่าทรัพย์สินในปีสุดท้ายของแบบจำลอง DCF

3) Capitalization Rate (Cap Rate)

Capitalization Rate หรือที่เรียกโดยย่อว่า Cap Rate (ในภาษาไทยมีการใช้หลายคำ เช่น “อัตราแปลงทุน”, “อัตรากาไรใช้ทุน”, หรือ “อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน”) เป็นอัตราผลตอบแทนที่สะท้อนความคาดหวังของผู้ลงทุนในตลาดจากการลงทุนในทรัพย์สินที่สร้างรายได้ เช่น บ้านเช่า หรือ อาคารสำนักงาน เป็นต้น Cap Rate ใช้สำหรับประเมินมูลค่าของทรัพย์สิน โดยพิจารณาจากอัตราส่วนของรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน (Net Operating Income: NOI) เทียบกับมูลค่าทรัพย์สิน ณ เวลานั้น

$$\text{สูตร: } R = \frac{I}{V} \times 100$$

โดยที่

- V = มูลค่าตลาดทรัพย์สิน (Value)
- I = รายได้สุทธิประจำปี (Income หรือ NOI)
- R = Capitalization Rate (Cap Rate)

ตัวอย่างที่ 2.4: การคำนวณ Cap Rate

ลงทุนซื้อห้องชุดราคา 10 ล้านบาท ได้รับค่าเช่า 600,000 บาท/ปี ปัจจุบันมูลค่าตลาดของห้องชุดคือ 12,000,000 บาท

- รายได้จากค่าเช่า 600,000 บาท
- มูลค่าตลาดของห้องชุด 12,000,000 บาท
- Cap Rate เท่ากับ $600,000 / 12,000,000 = 5.00\%$

ดังนั้น หนึ่งในวิธีที่ใช้ในการกำหนด Cap Rate คือ การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากตลาด โดยใช้ราคาซื้อขายและรายได้ที่แท้จริงของทรัพย์สินที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน โดยใช้สูตรข้างต้น

ตัวอย่างที่ 2.5: การกำหนด Cap Rate จากข้อมูลตลาด

ทรัพย์สินเป็นห้องชุดสำนักงาน (ได้รับค่าเช่าเฉลี่ย 300 บาท/ตร.ม./เดือน) เราสามารถหาอัตราผลตอบแทนตลาดเพื่อนำมาประเมินมูลค่าทรัพย์สินจากการเปรียบเทียบกับทรัพย์สินที่มีลักษณะเดียวกันในตลาด โดยมีข้อมูลเปรียบเทียบจากตลาดสำหรับห้องชุด 4 รายการ ดังนี้ :

รายการ	ราคาซื้อขาย (บาท/ตร.ม.)	ค่าเช่ารายเดือน (บาท/ตร.ม.)	ค่าเช่ารายปี (บาท/ตร.ม.)	Cap Rate (%)
1	30,000	280	3,360	11.20%
2	28,000	280	3,360	12.00%
3	32,000	300	3,600	11.25%
4	30,000	300	3,600	12.00%
อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย				11.6125%

ข้อมูลทั้งหมดมีลักษณะของทรัพย์สินใกล้เคียงกัน จึงให้น้ำหนักในการประเมินทั้ง 4 ข้อมูลเท่า ๆ กัน ดังนั้นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเพื่อใช้ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน คือ 11.6125% (อาจปัดเศษเป็น 11.60%)

การใช้งาน:

- Cap Rate ใช้เป็นตัวสะท้อน “ผลตอบแทนจากการดำเนินการ” เทียบกับราคาตลาดทรัพย์สิน
- ใช้เป็นตัวชี้วัดผลตอบแทนเบื้องต้นเมื่อเข้าซื้อทรัพย์สิน คำนวณ โดยใช้ NOI ในปีแรกของการถือครองหารด้วยราคาซื้อของทรัพย์สิน เรียกว่า **Going-in Cap Rate**
- ใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้ เรียกว่า Direct Capitalization ซึ่งอาจเรียกว่า **Overall Cap Rate** ซึ่งเป็นค่าที่สะท้อนตลาด (Market-derived Rate) ไม่ใช่ต้นทุนเงินทุนของนักลงทุน
- ใช้ในการประมาณมูลค่าสุดท้าย (Terminal Value หรือ Reversionary Value) ของทรัพย์สิน หรือประเมินราคาขายสมมุติของทรัพย์สิน (Resale Price) ในปีสุดท้ายของการวิเคราะห์ในโมเดล Discounted Cash Flow (DCF) เรียกว่า **Terminal Cap Rate**

ความสัมพันธ์ระหว่าง Yield และ Cap Rate

Cap Rate มีความคล้ายกับ Yield แต่ต่างกันตรงที่ Cap Rate ใช้มูลค่าตลาดปัจจุบันเป็นตัวหาร ขณะที่ Yield มักใช้ราคาต้นทุนที่แท้จริงที่ผู้ลงทุนจ่ายไป ทั้งสองสามารถใช้อธิบายผลตอบแทนจากการถือครองอสังหาริมทรัพย์ได้อย่างสอดคล้องกัน โดยเฉพาะเมื่ออิงจากรายได้ปีแรกของทรัพย์สินนั้น Yield และ Cap Rate จะเป็นอัตราที่เท่ากัน แต่เมื่อเวลาผ่านไปมูลค่าตลาดของทรัพย์สินเพิ่มสูงขึ้นหรือลดลง Yield และ Cap Rate จะมีอัตราที่ต่างกัน

4) YP (Years Purchase) หรือ Income Multiplier

นอกจาก Cap Rate แล้ว ยังมีวิธีการวิเคราะห์ที่คล้ายคลึงกันซึ่งอาศัยความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินกับรายได้ เรียกว่า **YP (Years Purchase)** หรือในอีกชื่อหนึ่งว่า **ตัวคูณรายได้ หรือ Income Multiplier**

โดยตัวคูณรายได้นี้มี 2 ประเภท ตามลักษณะของรายได้ที่ใช้ในการคำนวณ ได้แก่:

1. **Gross Income Multiplier (GIM)** – ใช้รายได้รวมก่อนหักค่าใช้จ่าย
2. **Net Income Multiplier (NIM)** – ใช้รายได้สุทธิหลังหักค่าใช้จ่าย (เช่น NOI)

$$\text{สูตร: } YP = \frac{V}{I}$$

โดยที่

- V = มูลค่าทรัพย์สิน (Value)
- I = รายได้ประจำปี (Gross Income หรือ Net Operating Income ขึ้นอยู่กับประเภทของ Multiplier)

YP มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับ **Cap Rate** โดยสามารถแปลงกลับไปมาได้ตามสูตร:

$$\text{สูตร: } YP = \frac{1}{\text{Cap Rate}} \quad \text{และ} \quad \text{Cap Rate} = \frac{1}{YP}$$

ตัวอย่างที่ 2.6: การคำนวณ YP

ลงทุนซื้อห้องชุดราคา 10 ล้านบาท ได้รับค่าเช่า 600,000 บาท/ปี ปัจจุบันมูลค่าตลาดของห้องชุดคือ 12,000,000 บาท

- รายได้จากค่าเช่า 600,000 บาท
- มูลค่าตลาดของห้องชุด 12,000,000 บาท
- YP เท่ากับ $12,000,000 / 600,000 = 20$ (ความหมายคือ มูลค่าตลาดของทรัพย์สินเท่ากับ 20 เท่าของรายได้ค่าเช่า)
- จากตัวอย่างที่ 2.4 ถ้า $Cap Rate = 5.00\%$ ดังนั้นถ้าใช้ความสัมพันธ์แบบผกผัน $YP = 1 / 5.00\% = 20$

การใช้งาน:

- ใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้แบบ Direct Capitalization เนื่องจาก YP มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับ Cap Rate จึงสามารถใช้แทนกันในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้:

5) Discount Rate (อัตราคิดลด)

Discount Rate คือ อัตราผลตอบแทนที่ใช้คิดลดกระแสเงินสดในอนาคตกลับให้เป็นมูลค่าในปัจจุบัน (Present Value) เพื่อสะท้อนต้นทุนของเงินทุน ปัจจัยด้านเวลา และความเสี่ยง การเลือกใช้ Discount Rate จึงมีความสำคัญอย่างสูงในวิธีการประเมินแบบ Discounted Cash Flow (DCF)

การกำหนดอัตราคิดลด (Discount Rate) และบทบาทของ "ความเสี่ยง"

ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินด้วยวิธีรายได้ เทคนิคที่ใช้ในการแปลงรายได้เป็นมูลค่าปัจจุบันจำเป็นต้องกำหนดอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เหมาะสม ซึ่งสะท้อนถึง "ระดับความเสี่ยง" ของการถือครองทรัพย์สินนั้น

ในเชิงหลักการ อัตราคิดลด = ผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุนคาดหวัง เพื่อชดเชย:

1. มูลค่าเงินตามกาลเวลา (Time Value of Money) และ
2. ความเสี่ยงของกระแสรายได้ ในอนาคต

หลักคิด: ความเสี่ยงสัมพันธ์กับ Discount Rate อย่างไร?

- ทรัพย์สิน ความเสี่ยงต่ำ → ใช้ Discount Rate ต่ำ → มูลค่าสูง
- ทรัพย์สิน ความเสี่ยงสูง → ต้องใช้ Discount Rate สูงขึ้น → มูลค่าลดลง

วิธีการกำหนด Discount Rate ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินมีหลายแนวคิด ซึ่งอาจใช้วิธีต่อไปนี้

5.1) วิธีการกำหนด Discount Rate แบบ Build-Up Method

Build-up Method เป็นวิธีนิยมในการหาค่า Discount Rate โดยเริ่มต้นจาก อัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่มีความเสี่ยงเป็นศูนย์บวกอัตราค่าชดเชยความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยต่าง ๆ ของทรัพย์สิน (Risk free Rate + Risk premium)

ตัวอย่างที่ 2.7: การกำหนด Discount Rate สำหรับอาคารพาณิชย์

องค์ประกอบของ	คำอธิบาย	อัตรา
1. Risk-Free Rate (Rf)	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี	2.0%
2. Market Risk Premium	ความเสี่ยงในตลาดอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป	4.5%
3. Property-Specific Risk	ความเสี่ยงเฉพาะของทรัพย์สิน เช่น สภาพทำเล ความมั่นคงผู้เช่า	2.5%
รวม (Discount Rate)	—	9.0%

ประเภทของความเสี่ยงที่ “ควรใช้” ในบริบทของการกำหนด Discount Rate มีเพียงเท่าที่ กระทบกระแสรายได้สุทธิและการตัดสินใจลงทุนในทรัพย์สิน เช่น: ความไม่แน่นอนของรายได้ (อัตราร้าง / turnover rate) ความมั่นคงของผู้เช่า (tenant quality) ทำเลและสภาพพื้นที่ ความเสี่ยงจากกฎหมาย / ภาษี ความผันผวนทางเศรษฐกิจ

ตัวอย่างความเสี่ยงประเภทต่าง ๆ ซึ่งมีผลกระทบต่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์

การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงหลายประการที่นักลงทุนต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ เนื่องจากความเสี่ยงเหล่านี้สามารถส่งผลโดยตรงต่อรายได้สุทธิ มูลค่าตลาด และความสามารถในการบริหารจัดการทรัพย์สิน โดยสามารถจำแนกประเภทของความเสี่ยงได้ดังต่อไปนี้:

- **ความเสี่ยงทางการตลาด (Market Risk) :** ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางการตลาด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อรายได้สุทธิจากการดำเนินงานของทรัพย์สิน เช่น การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์และอุปทาน ปัจจัยที่มีอิทธิพล คือ ประเภทของทรัพย์สิน ทำเลที่ตั้งของทรัพย์สิน วงจรวัฏจักรของเศรษฐกิจหรือธุรกิจ
- **ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) :** ความเสี่ยงที่เกิดจากการใช้เงินกู้เพื่อการลงทุน หากการจัดการไม่เหมาะสม อาจทำให้สูญเสียความสามารถในการชำระหนี้ เช่น การกู้ยืมที่มีอัตราดอกเบี้ยผันผวนหรือไม่สอดคล้องกับสถานะตลาด ปัจจัยที่มีอิทธิพล ได้แก่ ขนาดของภาระหนี้ ประเภทของเงินกู้และเงื่อนไขของสัญญา
- **ความเสี่ยงจากตลาดทุน (Capital Market Risk) :** ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในตลาดทุนซึ่งมีผลต่อมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน เช่น ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร หรือหลักทรัพย์ต่าง ๆ ปัจจัยที่มีอิทธิพล ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ปริมาณของตราสารทุนและตราสารหนี้ในตลาด ผลตอบแทนจากทางเลือกการลงทุนอื่น ๆ
- **ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ (Inflation Risk) :** ความเสี่ยงที่เกิดจากภาวะเงินเฟ้อซึ่งทำให้มูลค่าที่แท้จริงของกระแสรายได้ลดลง ส่งผลต่ออำนาจการซื้อของรายได้สุทธิจากการดำเนินงาน ปัจจัยที่มีอิทธิพล ได้แก่ การมีสัญญาเช่าที่ไม่สามารถปรับค่าเช่าตามอัตราเงินเฟ้อได้
- **ความเสี่ยงด้านคล่องตัวในการขาย (Liquidity Risk) :** ความเสี่ยงที่เกิดจากความยากลำบากในการขายทรัพย์สินในเวลาที่เหมาะสมหรือในราคาตลาด อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการเปลี่ยนทรัพย์สินให้เป็นเงินสดทันที ปัจจัยที่มีอิทธิพล ได้แก่ ประสิทธิภาพและสภาพคล่องของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในพื้นที่นั้น ๆ
- **ความเสี่ยงจากสภาพแวดล้อมกายภาพ (Physical Environmental Risk):** ความเสี่ยงที่เกิดจากสภาพแวดล้อมทางกายภาพ ซึ่งอาจลดทอนมูลค่าของทรัพย์สิน เช่น ความเสียหายจากภัยธรรมชาติ หรือปัญหาสิ่งแวดล้อม ปัจจัยที่มีอิทธิพล ได้แก่ ค่าใช้จ่ายที่จำเป็นในการแก้ไขปัญหาสิ่งแวดล้อม ภัยพิบัติทางธรรมชาติ เช่น น้ำท่วม แผ่นดินไหว

- ความเสี่ยงจากกฎหมายและข้อบังคับ (Legislative Risk) : ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของกฎหมาย หรือ ข้อบังคับของภาครัฐซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่าของทรัพย์สิน เช่น การปรับปรุงกฎหมายภาษีหรือข้อกำหนดผังเมือง ปัจจัยที่มีอิทธิพลได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของอัตราภาษีทรัพย์สิน กฎหมายและข้อบังคับด้านสิ่งแวดล้อม ข้อกำหนดการใช้ประโยชน์ที่ดินตามผังเมือง
- ความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการ (Management Risk): ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับความสามารถของผู้บริหารหรือเจ้าของทรัพย์สินในการจัดการทรัพย์สินให้เกิดประโยชน์สูงสุด หากขาดประสบการณ์หรือความรู้ อาจทำให้ผลตอบแทนจากทรัพย์สินต่ำกว่าที่ควร ปัจจัยที่มีอิทธิพลได้แก่ ทักษะและประสบการณ์ของผู้บริหาร ความซับซ้อนของประเภททรัพย์สิน เช่น การบริหารศูนย์การค้าจะซับซ้อนและต้องการทักษะมากกว่าการบริหารบ้านเช่า

5.2) วิธีการกำหนด Discount Rate โดยใช้ Internal Rate of Return (IRR)

หนึ่งในวิธีการหาค่าอัตราผลตอบแทนที่สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการลงทุนในทรัพย์สินประเภทต่าง ๆ คือ อัตราผลตอบแทนภายใน (Internal Rate of Return: IRR) ซึ่งเป็นอัตราที่ใช้คิดลดกระแสรายได้สุทธิที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต กลับให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน ซึ่งได้ผลเท่ากับเงินลงทุนที่ซื้อทรัพย์สินนั้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อัตราคิดลดที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) ของกระแสรายได้สุทธิที่คาดว่าจะได้รับ มีค่าเท่ากับศูนย์

$$\text{สูตร: } NPV = 0 \rightarrow IRR = \text{Discount Rate}$$

การใช้งาน:

- ใช้เปรียบเทียบกับ RRR:
 - หาก $IRR > RRR \rightarrow$ น่าลงทุน
 - หาก $IRR < RRR \rightarrow$ ไม่คุ้มค่า

ข้อดีและข้อจำกัดของการใช้ IRR ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

ข้อดีของการใช้ IRR

การใช้ IRR เป็นเครื่องมือวิเคราะห์การลงทุนมีข้อดีหลายประการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน:

- IRR เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนถึงผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่แท้จริง ของการลงทุนตลอดช่วงระยะเวลาการถือครอง
- IRR ยังถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่สะท้อน มุมมองของตลาด (Market-implied Yield) โดยพิจารณาจากกระแสเงินสดจริงและราคาซื้อขายของทรัพย์สิน
- สามารถนำมาใช้เปรียบเทียบกับ Required Rate of Return (RRR) เพื่อประเมินความน่าลงทุนของโครงการได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น
 - หาก $IRR > RRR \rightarrow$ โครงการนั้นอาจน่าลงทุน
 - หาก $IRR < RRR \rightarrow$ นักลงทุนอาจพิจารณาหลีกเลี่ยงหรือเจรจาต่อรองราคา

ข้อจำกัดของการใช้ IRR

แม้ว่า IRR จะเป็นเครื่องมือที่มีประโยชน์ในการประเมินผลตอบแทนของการลงทุน แต่ก็มีข้อจำกัดที่สำคัญในบริบทของประเทศไทย ดังนี้:

1. การขาดแคลนข้อมูลตลาด:

การหาค่า IRR ต้องอาศัยข้อมูลที่ต้องเกี่ยวข้องกับราคาซื้อขายและกระแสรายได้ของทรัพย์สินเปรียบเทียบ ซึ่งในประเทศไทย ข้อมูลดังกล่าวมักไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ หรือมีข้อจำกัดด้านความโปร่งใส

2. ความไม่ชัดเจนของข้อมูลการดำเนินงาน:

รายละเอียดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของทรัพย์สินที่มีการซื้อขาย เช่น รายได้ ค่าใช้จ่าย และ NOI มักไม่มีการรายงานอย่างเป็นทางการหรือมาตรฐาน ทำให้ยากต่อการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบที่แม่นยำ

ตัวอย่างที่ 2.8 : การคำนวณ IRR

ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเป็นโรงแรมแห่งหนึ่ง ผู้ประเมินใช้ Discount Rate ที่กำหนดไว้คือ 12.50% ทำการคิดลดกลับกระแสรายได้เป็นมูลค่าปัจจุบันสุทธิซึ่งถือว่าเป็นมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน เท่ากับ 100 ล้านบาท เมื่อนักลงทุนมาซื้อทรัพย์สินนี้ในราคา 100 บาท ด้วยผลประโยชน์เดียวกัน บุคคลอื่นต้องการทราบอัตราผลตอบแทนของกิจการโรงแรมนี้ เขาจึงต้องหา Discount Rate ที่ทำการคิดลดกระแสรายได้ของโรงแรมเพื่อให้ได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิเท่ากับ 100 ล้านซึ่งเท่ากับราคาที่ซื้อ วิธีการคือ คิดลดกลับกระแสรายได้ โดยสุ่มใช้ Discount Rate ที่อัตรา ต่าง ๆ จนในที่สุดเขาก็จะพบว่าอัตรา 12.50% คืออัตราที่ทำให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิเท่ากับ 100 ล้าน เราเรียกอัตรานี้ว่า IRR นั่นเอง

	เงินลงทุนจ่าย	กระแสรายได้สุทธิรับ					Discount Rate
ปีที่	0	1	2	3	4	5	-
กระแสเงินสด	-100.00	7.00	9.00	10.00	12.00	130.00	-
มูลค่าปัจจุบัน	-100.00	6.22	7.11	7.02	7.50	72.15	12.5%

เงินลงทุน	-100
มูลค่าปัจจุบันของรายได้รวม	100
NPV	0
IRR	12.50%

แม้ IRR จะเป็นเครื่องมือที่มีศักยภาพในการสะท้อนผลตอบแทนที่สอดคล้องกับความคาดหวังของตลาด แต่การนำมาใช้ในบริบทของการประเมินมูลค่าทรัพย์สินในประเทศไทยจำเป็นต้องพิจารณาข้อจำกัดด้านข้อมูลและความพร้อมของตลาดควบคู่กันไปด้วย

5.3) การกำหนด Discount Rate โดยใช้วิธี CAPM (Capital Asset Pricing Model) และ WACC

ทฤษฎีและพื้นฐาน

CAPM เป็นแบบจำลองในทางการเงินที่ใช้ในการคำนวณ **ต้นทุนของเงินทุนของเจ้าของ (Cost of Equity)** โดยถือว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของสินทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาดโดยรวม

$$\text{สูตร CAPM: } \text{Cost of Equity (Re)} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

โดยที่:

- R_f = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Rate) เช่น พันธบัตรรัฐบาล
- β = ค่าความผันผวนของสินทรัพย์เทียบกับตลาด (Beta Coefficient)
- R_m = ผลตอบแทนคาดหวังของตลาด (Market Return)
- $R_m - R_f$ = Equity Risk Premium (ERP)

การใช้งาน:

ใช้สำหรับคำนวณอัตราผลตอบแทนที่เจ้าของทุนต้องการ (Required Rate of Return) และใช้เป็น **Discount Rate** ในกรณีที่ทรัพย์สินเป็นกิจการหรือหลักทรัพย์ในตลาด

ข้อจำกัดของ CAPM เมื่อใช้กับอสังหาริมทรัพย์

CAPM เน้นคำนวณเฉพาะ “ต้นทุนของทุนเจ้าของ (Re)”

แต่ในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ มักมีการใช้ทั้ง “ทุนเจ้าของ (Equity)” และ “เงินกู้ (Debt)” ร่วมกัน จึงจำเป็นต้องนำต้นทุนทั้งสองส่วนมารวมกันเพื่อให้สะท้อนต้นทุนทางการเงินที่แท้จริงของผู้ลงทุนทั้งหมด

การรวม CAPM กับต้นทุนทางการเงินผ่าน WACC

WACC หรือ **Weighted Average Cost of Capital** คือ “ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน” ที่สะท้อนทั้ง

1. ต้นทุนของทุนเจ้าของ (จาก CAPM) และ
2. ต้นทุนของหนี้ (ดอกเบี้ยเงินกู้)

$$\text{สูตร WACC: } WACC = (VE \times Re) + (VD \times Rd \times (1 - T))$$

โดยที่:

- VE = อัตราส่วนของเจ้าของ (Equity)
- VD = อัตราส่วนของหนี้สิน (Debt)
- Re = ต้นทุนของเงินทุนของเจ้าของ (จาก CAPM)
- Rd = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Cost of Debt)
- T = อัตราภาษีของกิจการ (Tax Rate)

ตัวอย่างที่ 2.9: การคำนวณ Discount Rate จากวิธี CAPM +WACC

สมมติว่า:

- Risk-Free Rate = 2%
 - Market Return = 10%
 - Beta = 0.9
- Cost of Equity (Re) = 2% + 0.9 × (10% - 2%) = 9.2%

และใช้โครงสร้างเงินทุน:

- Equity = 60%, Debt = 40%
- Cost of Debt (Rd) = 5%
- Tax Rate = 20%

$$WACC=(0.6\times 9.2\%)+(0.4\times 5\%\times(1-0.2))=5.52\%+1.6\%=7.12\%$$

บทสรุป

รายการ	คำอธิบาย
CAPM	ใช้คำนวณต้นทุนของทุนเจ้าของ (Re) โดยพิจารณาความเสี่ยงเทียบกับตลาด
ข้อจำกัด	ไม่รวมต้นทุนของหนี้ ซึ่งสำคัญมากในอสังหาริมทรัพย์
WACC	แก้ปัญหาโดยรวมต้นทุนของทั้งหนี้และทุนเจ้าของให้สะท้อนโครงสร้างทางการเงินที่แท้จริง
การใช้งาน	ใช้ WACC เป็น Discount Rate ใน DCF หรือใช้เปรียบเทียบกับ IRR เพื่อพิจารณาความน่าลงทุน อย่างไรก็ตาม WACC เหมาะกับทรัพย์สินที่เป็นกิจการมากกว่าทรัพย์สินที่เป็น Passive Asset เช่น ห้องชุดเพื่อให้เช่า

บทที่ 3 การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่าทรัพย์สินโดยตรง (Direct Capitalization)

Direct Capitalization เป็นวิธีการประเมินที่เรียบง่าย โดยใช้รายได้สุทธิประจำปีของทรัพย์สิน (Net Operating Income – NOI) ซึ่งคาดว่าจะเสถียรและต่อเนื่องหารด้วย Cap Rate หรือ คูณด้วย YP ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการหรือคาดหวัง) เพื่อคำนวณมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน

$$\text{สูตร 1: } V = \frac{I}{R}$$

$$\text{สูตร 2: } V = I \times YP$$

โดยที่

- V = มูลค่าทรัพย์สิน (Value)
- I = รายได้สุทธิประจำปี (Income หรือ NOI)
- R = อัตราผลตอบแทน (Cap Rate)
- YP = ตัวคูณรายได้ (Years Purchase)

ตัวอย่างที่ 3.1: การนำสูตรมาใช้ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน

อาคารพาณิชย์ 3 ชั้น จำนวน 1 คูหา ให้เช่าเดือนละ 10,000 บาท รายได้รวมปีละ 120,000 บาท ขณะที่ทำการประเมิน อัตราผลตอบแทนการลงทุนในทรัพย์สินประเภทนี้ ประมาณ 5% (เทียบเท่า YP = 20) ดังนั้นมูลค่าของอาคารหลังนี้ คือ

- ใช้สูตร 1 ในการประเมิน: $V = 120,000 / 5\% = 2,400,000$ บาท
- ใช้สูตร 2 ในการประเมิน: $V = 120,000 \times 20 = 2,400,000$ บาท

ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทน และมูลค่าทรัพย์สิน

Cap Rate เป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในทรัพย์สินนั้น ๆ ซึ่งเป็นตัวสะท้อนระดับความเสี่ยงของการลงทุน โดย Cap Rate เป็นองค์ประกอบสำคัญที่มีผลโดยตรงต่อมูลค่าทรัพย์สินที่ประเมิน หากใช้รายได้สุทธิเท่าเดิม แต่กำหนดอัตราผลตอบแทนที่แตกต่างกัน มูลค่าทรัพย์สินที่ประเมินได้ก็จะแตกต่างกันตามอัตราผลตอบแทนที่กำหนด ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่าง Cap Rate กับมูลค่า

ตัวอย่างที่ 3.2 : ความสัมพันธ์ระหว่าง Cap Rate และมูลค่าทรัพย์สิน

จากตัวอย่างที่ 3.1 มีรายได้จากค่าเช่าปีละ 120,000 บาท สามารถประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้ที่อัตรา Cap Rate ต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

CAP RATE (%)	มูลค่าทรัพย์สิน (บาท)
4% (YP = 25)	$120,000 / 0.04 = 3,000,000$
5% (YP = 20)	$120,000 / 0.05 = 2,400,000$
6% (YP = 16.67)	$120,000 / 0.06 = 2,000,000$

ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า:

- Cap Rate สูงขึ้น → มูลค่าทรัพย์สิน ลดลง (ในทางกลับกัน YP ต่ำ มูลค่าทรัพย์สินลดลง)
- Cap Rate ต่ำลง → มูลค่าทรัพย์สิน เพิ่มขึ้น (ในทางกลับกัน YP สูง มูลค่าทรัพย์สินเพิ่มขึ้น)

ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางการลงทุน:

- ทรัพย์สินที่มีความเสี่ยงสูง → นักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูง → ยอมจ่ายราคาต่ำ
- ทรัพย์สินที่มีความเสี่ยงต่ำ → ยอมรับผลตอบแทนต่ำ → ยอมจ่ายราคาสูง

สรุปหลักการเบื้องต้นของวิธี Direct Capitalization

วิธีรายได้โดยเทคนิค **Direct Capitalization** เป็นวิธีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่สามารถเข้าใจและประยุกต์ใช้ได้ง่าย โดยใช้ตัวแปรจำนวน 2 ตัว เพื่อกำหนดมูลค่าทรัพย์สิน คือ:

1. รายได้จากการดำเนินงานสุทธิ (**Net Operating Income: NOI**) ซึ่งเป็นกระแสรายได้ประจำปีที่คงที่และสม่ำเสมอ
2. อัตราผลตอบแทน **Cap Rate** หรือ **YP** ที่สะท้อนความเสี่ยงและความคาดหวังของนักลงทุน

ข้อดีของ Direct Capitalization

- ใช้งานง่าย เหมาะกับทรัพย์สินที่มีรายได้คงที่ เช่น อาคารพาณิชย์ บ้านเช่า หรือคอนโดมิเนียม
- ต้องการตัวแปรเพียงสองค่าคือ NOI และ Cap Rate
- เหมาะกับการเปรียบเทียบในตลาดที่มีข้อมูล Cap Rate และค่าเช่าเพียงพอ

ข้อจำกัด

- ใช้ได้ดีเฉพาะกรณีที่กระแสรายได้มีความคงที่หรือเสถียร
- ไม่เหมาะกับทรัพย์สินที่รายได้เปลี่ยนแปลงตามฤดูกาล หรือต้องการการบริหารจัดการที่ซับซ้อน
- ความแม่นยำของ Cap Rate หรือ YP มีผลโดยตรงต่อมูลค่าทรัพย์สิน หากกำหนดอัตราที่สูงหรือต่ำเกินจริง อาจทำให้มูลค่าที่ประเมินผิดพลาดได้

ความสอดคล้องกับมาตรฐานการประเมิน (Standards Compliance)

มาตรฐาน	ความสอดคล้อง
IVS 105: Valuation Approaches and Methods	✓ สอดคล้องกับแนวทาง Direct Capitalization
RICS Red Book GN	✓ ระบุว่า Direct Cap เหมาะกับ "Stabilized income assets"
USPAP (Income Capitalization Approach)	✓ ครอบคลุมแนวทาง Yield Capitalization แบบ Single-Year Model

บทที่ 4 การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธี DISCOUNT CASH FLOW (DCF)

ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเราสามารถใช้จ่ายได้เพียงปีเดียวเพื่อคำนวณหรือแปลงเป็นมูลค่าทรัพย์สิน ซึ่งเป็นเพราะว่ารายได้ที่ได้รับนั้นเป็นรายได้ที่เท่ากันและคงที่ทุกปีหรือเป็นรายได้ที่เสถียรแล้ว ในความเป็นจริงแล้ว การลงทุนซื้อทรัพย์สินหนึ่ง เช่น โรงแรม สามารถสร้างรายได้ให้กับเรามากเสมอ แต่กระแสรายได้ที่ได้รับในแต่ละปีจะไม่เท่ากันขึ้นอยู่กับผลประกอบการแต่ละปี จากแนวคิดพื้นฐานว่า มูลค่าของทรัพย์สินเท่ากับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสรายได้ ซึ่งก็คือผลรวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้ตลอดอายุที่ถือสิทธิครองในทรัพย์สินนั้น ดังนั้น เราจึงใช้วิธีการวิเคราะห์ที่เรียกว่า Discounted Cash Flow Analysis (DCF) เพื่อคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้สุทธิในแต่ละปี

4.1 ขั้นตอนและหลักการที่สำคัญของการประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธี DISCOUNT CASH FLOW (DCF)

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธี DCF หลักการและขั้นตอนที่สำคัญ คือ

1. สมมติฐานระยะเวลาการถือครองทรัพย์สิน

ในเชิงทฤษฎี ผู้ประเมินจะตั้งสมมติฐานว่าผู้ลงทุนจะถือครองทรัพย์สินในระยะเวลาหนึ่ง เช่น 5 หรือ 10 ปี ก่อนจะทำการขายออก ซึ่งคล้ายกับการนำเงินไปลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีระยะเวลาครบกำหนด เช่น ฝากประจำ 5 ปี แล้วถอนเงินเมื่อครบกำหนด แม้ในความเป็นจริง เจ้าของทรัพย์สินอาจไม่ได้มีแผนขายออกในระยะเวลาดังกล่าวก็ตาม แต่สมมติฐานนี้จำเป็นสำหรับการประเมินมูลค่าเพื่อหามูลค่าปัจจุบันสุทธิของการถือครองตามระยะเวลาที่กำหนด

2. การคำนวณรายได้จากการดำเนินงานสุทธิประจำปี (Net Operating Income - NOI)

เป็นรายได้ที่เหลือหลังจากหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานแล้ว โดยไม่รวมค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยและภาษีเงินได้

3. การกำหนดอัตราคิดลด (Discount Rate)

ใช้สำหรับคิดลดรายได้ในอนาคตให้เป็นมูลค่าในปัจจุบัน ซึ่งอัตรานี้สะท้อนถึงความเสี่ยงของการลงทุนในทรัพย์สินนั้น ๆ โดยมีวิธีในการกำหนดหลายแนวทาง เช่น วิธีการถ่วงน้ำหนักต้นทุนเงินทุน (WACC) หรือวิธีการ Build-up ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อถัดไป

4. การกำหนดอัตรา Terminal Capitalization Rate (Terminal Cap Rate)

ใช้สำหรับคำนวณมูลค่าทรัพย์สิน ณ สิ้นสุดระยะเวลาการถือครองตามสมมติฐาน โดยอัตรานี้มีความสัมพันธ์กับ Discount Rate และจะมีการพิจารณาตามแนวโน้มของตลาดในอนาคต

5. การคำนวณมูลค่าขายทรัพย์สินในปีสิ้นสุดการถือครอง (Terminal Value หรือ Reversion Value)

คำนวณมูลค่าขายของทรัพย์สิน เมื่อครบกำหนดตามสมมติฐานระยะเวลาการลงทุน ซึ่งเรียกว่า Resale Price หรือ Reversion Value หรือ Terminal Value โดยปกติมูลค่าการขายทรัพย์สินนี้จะคำนวณโดยวิธี Direct Capitalization โดยใช้มูลค่าของรายได้ปีที่ถัดไปจากกำหนดระยะเวลาลงทุน เช่น สมมติฐานการลงทุน 5 ปี เราต้องประมาณการคำนวณกระแสรายได้ทั้งหมด 6 ปี และใช้รายได้สุทธิของปีที่ 6 หาค่าอัตรา Terminal Cap Rate ข้อควรระวัง Terminal Value มักมีสัดส่วนมากกว่า 50% ของมูลค่าทั้งหมดในการวิเคราะห์ DCF ผู้ประเมินควรให้ความสำคัญกับการกำหนด Terminal Cap Rate และตรวจสอบความสมเหตุสมผลของรายได้ปีสุดท้ายอย่างรอบคอบ

6. การคิดลดกลับของรายได้สุทธิและมูลค่าขาย

ทำการคิดลดกลับรายได้สุทธิทุกปีรวมทั้งมูลค่าขายทรัพย์สินให้เป็นมูลค่าปัจจุบันด้วย Discount Rate ที่กำหนดไว้

7. การรวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้

ผลรวมของมูลค่าปัจจุบัน คือมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสรายได้ คือมูลค่าของทรัพย์สินซึ่งโดยทั่วไปจะเท่ากับมูลค่าตลาด ซึ่งเขียนเป็นสูตรได้ดังนี้

$$\text{สูตร: } NPV = \frac{NI_1}{(1+k)^1} + \frac{NI_2}{(1+k)^2} + \frac{NI_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{NI_n}{(1+k)^n} + \frac{\left(\frac{NI_{n+1}}{k_c} - SE\right)}{(1+k)^n}$$

โดยที่:

- NPV = มูลค่าของทรัพย์สิน
- NI = รายได้จากการดำเนินงานสุทธิที่ประมาณการในแต่ละปี
- K = Discount Rate,
- K_c = Capitalization Rate,
- n = ระยะเวลาจำนวนปีที่ลงทุน
- SE = ค่าใช้จ่ายในการขายทรัพย์สินโดยประมาณ

ตัวอย่างที่ 4.1 : การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธี Discount Cash Flow

ในการประเมินทรัพย์สินหนึ่ง ผู้ประเมินตั้งสมมติฐานระยะเวลาการลงทุน 5 ปี จึงประมาณการรายได้จากการดำเนินงานสุทธิ (NOI) ไว้ 6 ปี ตามรายละเอียดในตารางข้างล่างนี้ กำหนด Discount Rate ที่ 12% และ Cap Rate ที่ 9% สามารถประเมินมูลค่าทรัพย์สิน (MV) ได้ดังนี้

ปีที่	NOI	มูลค่าขาย - RV Cap Rate 9%	NOI + RV	มูลค่าปัจจุบันของ 1 Discount Rate 12%	มูลค่าปัจจุบัน
	(1)	(2)	(1) + (2) = (3)	(4)	(3) x (4) = (5)
1	1,200,000		1,200,000	0.8929	1,071,480
2	1,260,000		1,260,000	0.7972	1,004,472
3	1,290,000		1,290,000	0.7118	918,222
4	1,350,000		1,350,000	0.6355	857,925
5	1,400,000	16,000,000	17,400,000	0.5674	9,872,760
6	1,440,000				
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ - NPV บัดเศษ - MV					13,724,859
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ - NPV บัดเศษ - MV					13,700,000

4.2 ความสัมพันธ์ของวิธีรายได้ ระหว่าง Direct Capitalization และ Discounted Cash Flow (DCF)

มูลค่าทรัพย์สินตามวิธีรายได้ ไม่ว่าจะใช้เทคนิคใด ต่างมีแนวคิดมาจาก

สูตร: มูลค่าทรัพย์สิน = มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสรายได้ (Net Present Value หรือ NPV)

ซึ่งหมายความว่าเมื่อทรัพย์สินมีรายได้เสถียรและใช้อัตราผลตอบแทนคงที่ ไม่ว่าจะใช้เทคนิคใดทำการประเมิน มูลค่าทรัพย์สิน ก็จะเท่ากัน ดังตัวอย่างต่อไปนี้

ตัวอย่างที่ 4.2 : ความสัมพันธ์ของวิธีรายได้ ระหว่าง Direct Capitalization และ Discounted Cash Flow (DCF)

ทรัพย์สินเป็นพื้นที่ให้เช่า ค่าเช่ารับปีละ 236,000 บาท อัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 12%

1. ประเมินโดยวิธี Direct Capitalization

มีทรัพย์สินก่อให้เกิดรายได้สุทธิ (I) ปีละ	236,000.00 บาท
อัตราผลตอบแทน (R)	12%
ดังนั้นมูลค่าทรัพย์สินเท่ากับ (V)	1,966,666.67 บาท

2. ประเมินแบบ Yield Capitalization หรือ Discounted Cash Flow - DCF

ปีที่	รายได้ – NOI บาท	มูลค่าขาย RV 12%	NOI + RV บาท	P.V. Factor 12%	มูลค่าปัจจุบัน บาท
1	236,000.00	-	236,000.00	0.892857143	210,714.29
2	236,000.00	-	236,000.00	0.797193878	188,137.76
3	236,000.00	-	236,000.00	0.711780248	167,980.14
4	236,000.00	-	236,000.00	0.635518078	149,982.27
5	236,000.00	-	236,000.00	0.567426856	133,912.74
6	236,000.00	-	236,000.00	0.506631121	119,564.94
7	236,000.00	-	236,000.00	0.452349215	106,754.41
8	236,000.00	-	236,000.00	0.403883228	95,316.44
9	236,000.00	-	236,000.00	0.360610025	85,103.97
10	236,000.00	1,966,666.67	2,202,666.67	0.321973237	709,199.72
11	236,000.00				
ดังนั้นมูลค่าทรัพย์สิน (MV) จึงเท่ากับ (NPV)					1,966,666.67

ดังนั้น วิธี DCF ควรใช้เมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่า ขณะที่ประเมินทรัพย์สินนั้น ทรัพย์สินยังไม่ให้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดหรือสูงสุด สมมติว่าถ้าลงทุนซื้อทรัพย์สินนั้น ในอนาคตยังมีโอกาสที่จะก่อให้เกิดรายได้เพิ่มมากขึ้นกว่าที่เป็นอยู่ หรือมีแนวโน้มการเติบโตของรายได้ตลอดช่วงระยะเวลาการลงทุนในทรัพย์สินนั่นเอง

4.3 การหามูลค่าสุดท้ายของทรัพย์สิน (Terminal Value) หรือมูลค่าขายทรัพย์สินสมมติ (Resale Price)

ในการลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ ผู้ลงทุนอาจเลือกถือครองและบริหารทรัพย์สินตลอดไป หรืออาจถือครองเพื่อการลงทุนในระยะเวลาที่จำกัด ก่อนขายเพื่อรับกระแสเงินสดกลับคืน แนวคิดนี้สอดคล้องกับการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินอื่น เช่น หลักทรัพย์ หุ้น หรือพันธบัตร ซึ่งมักมีการซื้อขายเมื่อครบกำหนดเวลา อย่างไรก็ตาม ในการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน เราไม่สามารถทราบแน่ชัดว่าผู้ลงทุนจะถือครองทรัพย์สินเป็นระยะเวลานานเท่าใด จึงจำเป็นต้องกำหนดระยะเวลาการลงทุนตามสมมติฐานที่เหมาะสม เพื่อใช้ในการประมาณกระแสรายได้สุทธิจากการดำเนินงานในแต่ละปี และเมื่อครบกำหนดระยะเวลาลงทุน จะต้องสมมติว่าทรัพย์สินนั้นจะถูกขายออกไป ซึ่งมูลค่าขาย ณ สิ้นงวดนี้จะถูกรวมเข้ากับกระแสรายได้สุทธิที่คาดว่าจะได้รับ เพื่อคำนวณเป็นมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) ของทรัพย์สินทั้งหมด มูลค่าขายดังกล่าวอาจเรียกว่า Terminal Value, Reversion Value หรือ Resale Price โดยทั่วไปนิยมใช้วิธีคำนวณแบบ Direct Capitalization กล่าวคือ ใช้รายได้สุทธิของปีถัดจากปีสุดท้ายของช่วงประมาณการหารด้วยอัตราผลตอบแทน หรือที่เรียกว่า Terminal Capitalization Rate

ความสัมพันธ์ระหว่าง Terminal Cap Rate และตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

Terminal Cap Rate (RT) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง (Discount Rate: r) และอัตราการเติบโตของรายได้สุทธิในระยะยาว (g) โดยมีสูตรที่ใช้อ้างอิงได้ 3 กรณีหลัก ดังนี้:

Terminal Cap Rate (R_T) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง หรือ Discount Rate (r) และ อัตราการเติบโตในอนาคตของกระแสรายได้สุทธิ (g) โดยมีสูตรที่ใช้อ้างอิงได้ 3 กรณีตามหลักการ Gordon Growth Model ดังนี้:

- | | | |
|-----------|-----------------------|---|
| กรณีที่ 1 | สูตร: $R_T = (r - g)$ | เมื่ออัตราการเติบโตเฉลี่ยของกระแสรายได้สุทธิมีค่าเป็นบวก |
| กรณีที่ 2 | สูตร: $R_T = (r)$ | เมื่ออัตราการเติบโตเฉลี่ยของกระแสรายได้สุทธิมีค่าเท่ากับศูนย์ |
| กรณีที่ 3 | สูตร: $R_T = (r + g)$ | เมื่ออัตราการเติบโตเฉลี่ยของกระแสรายได้สุทธิมีค่าเป็นลบ |

ตัวอย่างกรณีศึกษา

กรณีที่ 1: รายได้สุทธิมีการเติบโตคงที่ ($g = 3\%$, $r = 12\%$ → $R_T = 9\%$)

ตัวอย่างต่อไปนี้เป็น ตัวอย่างที่ 4.3 – 4.4 แสดงให้เห็นว่า เมื่อสมมติให้รายได้สุทธิเติบโต 3% ต่อปีหลังจากปีที่ 6 การใช้ Terminal Cap Rate ที่ 9% ทำให้สามารถคำนวณ Reversion Value ได้จากรายได้ปีที่ 6 ÷ 9% และเมื่อรวมกับกระแสรายปีอื่น ๆ และคิดลดด้วยอัตรา 12% จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) ที่คงที่แม้จะขยายช่วงประมาณการออกไปถึง 20 ปี

ตัวอย่างที่ 4.3

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตร การเติบโต	<i>Terminal</i> <i>Cap Rate 9%</i>	รวม รายได้สุทธิ	<i>PV Factor</i> <i>Discount 12%</i>	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%	1,922,222	2,090,222	0.56742686	1,186,048
6	173,000	2.98%				
NPV						1,659,507

จากตัวอย่างข้างต้น มีสมมติฐานว่า กระแสรายได้สุทธิปีที่ 6 จะเริ่มมีอัตราการเติบโตคงที่ โดยในปีถัด ๆ กระแสรายได้สุทธิจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละประมาณ 3% ดังนั้นจึงใช้ *Terminal Cap Rate* ที่อัตรา 9% เพื่อแปลงรายได้สุทธิของปีที่ 6 เป็นมูลค่าขาย หรือ *Reversion Value* ถ้าอัตราการเติบโตนี้เริ่มคงที่แล้ว ไม่ว่าจะทำการประมาณการกระแสรายได้สุทธิที่ปีก็ตาม เมื่อทำการคิดลดกลับด้วยอัตราเดียวกันที่กำหนดไว้ มูลค่าปัจจุบันสุทธิของการแสรายได้ (*NPV*) ก็จะเท่ากันหรือมีมูลค่าเดียวกันเอง โดยสามารถเปรียบเทียบด้วยชุดข้อมูลเดียวกันจากตัวอย่างข้างต้น และข้างท้ายนี้

ตัวอย่างที่ 4.4

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตร การเติบโต	<i>Terminal</i> <i>Cap Rate 9%</i>	รวม รายได้สุทธิ	<i>PV Factor</i> <i>Discount 12%</i>	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%		168,000	0.56742686	95,328
6	173,000	2.98%		173,000	0.50663112	87,647
7	178,190	3.00%		178,190	0.45234922	80,604
8	183,536	3.00%		183,536	0.40388323	74,127
9	189,042	3.00%		189,042	0.36061002	68,170
10	194,713	3.00%		194,713	0.32197324	62,692
11	200,554	3.00%		200,554	0.28747610	57,654
12	206,571	3.00%		206,571	0.25667509	53,022
13	212,768	3.00%		212,768	0.22917419	48,761
14	219,151	3.00%		219,151	0.20461981	44,843

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	Terminal Cap Rate 9%	รวม รายได้สุทธิ	PV Factor Discount 12%	มูลค่า ปัจจุบัน
15	225,726	3.00%		225,726	0.18269626	41,239
16	232,498	3.00%		232,498	0.16312166	37,925
17	239,473	3.00%		239,473	0.14564434	34,878
18	246,657	3.00%		246,657	0.13003959	32,075
19	254,057	3.00%	2,907,544	3,161,601	0.11610678	367,083
20	261,679	3.00%				
NPV						1,659,507

กรณีที่ 2: รายได้สุทธิคงที่ ($g = 0\%$, $r = 12\% \rightarrow R_T = 12\%$)

ตัวอย่างต่อไปนี้เป็น ตัวอย่างที่ 4.5 – 4.6 แสดงให้เห็นว่า หากกระแสรายได้หลังปีที่ 6 คงที่ตลอด อัตรา Terminal Cap Rate จะเท่ากับ Discount Rate ที่ใช้ และมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) ก็จะคงที่เช่นกัน แม้ประมาณการหลายปีข้างหน้า

ตัวอย่างที่ 4.5:

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	Terminal Cap Rate 12%	รวม รายได้สุทธิ	PV Factor Discount 12%	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%	1,441,667	1,609,667	0.56742686	913,368
6	173,000	2.98%				
NPV						1,386,827

เช่นเดียวกัน ถ้ากระแสรายได้สุทธิไม่มีการเติบโตอีกต่อไปแล้ว ไม่ว่าจะทำการประมาณการกระแสรายได้สุทธิกี่ปีก็ตาม เมื่อทำการคิดลดกลับด้วยอัตราเดียวกันที่กำหนดไว้ มูลค่าปัจจุบันสุทธิของการแสรายได้ (NPV) ก็จะเท่ากัน หรือมีมูลค่าเดียวกันเอง โดยสามารถเปรียบเทียบด้วยชุดข้อมูลเดียวกัน จากตัวอย่างข้างต้น และข้างท้ายนี้

ตัวอย่างที่ 4.6

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	<i>Terminal</i> <i>Cap Rate 12%</i>	รวม รายได้สุทธิ	<i>PV Factor</i> <i>Discount 12%</i>	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%		168,000	0.56742686	95,328
6	173,000	2.98%		173,000	0.50663112	87,647
7	173,000	0.00%		173,000	0.45234922	78,256
8	173,000	0.00%		173,000	0.40388323	69,872
9	173,000	0.00%		173,000	0.36061002	62,386
10	173,000	0.00%		173,000	0.32197324	55,701
11	173,000	0.00%		173,000	0.28747610	49,733
12	173,000	0.00%		173,000	0.25667509	44,405
13	173,000	0.00%		173,000	0.22917419	39,647
14	173,000	0.00%		173,000	0.20461981	35,399
15	173,000	0.00%		173,000	0.18269626	31,606
16	173,000	0.00%		173,000	0.16312166	28,220
17	173,000	0.00%		173,000	0.14564434	25,196
18	173,000	0.00%		173,000	0.13003959	22,497
19	173,000	0.00%	1,441,667	1,614,667	0.11610678	187,474
20	173,000	0.00%				
NPV						1,386,826

กรณีที่ 3: รายได้สุทธิลดลง ($g = -3\%$, $r = 12\% \rightarrow R_T = 15\%$)

ตัวอย่างต่อไปนี้เป็น ตัวอย่างที่ 4.7 – 4.8 สมมติให้รายได้สุทธิเริ่มลดลงอย่างสม่ำเสมอจากปีที่ 6 เป็นต้นไป โดยเฉลี่ยปีละ 3% การใช้ Terminal Cap Rate ที่ 15% ทำให้มูลค่าขายของทรัพย์สินลดลง ส่งผลให้ NPV ของทรัพย์สินทั้งหมดลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ตัวอย่างที่ 4.7:

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	Terminal Cap Rate 15%	รวม รายได้สุทธิ	PV Factor Discount 12%	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%	1,153,333	1,321,333	0.56742686	749,760
6	173,000	2.98%				
NPV						1,223,219

เช่นเดียวกัน ถ้ากระแสรายได้สุทธิเริ่มลดลงด้วยอัตราที่คงที่ ไม่ว่าจะทำการประมาณการกระแสรายได้สุทธิที่ปีก็ตาม เมื่อทำการคิดลดกลับด้วยอัตราเดียวกันที่กำหนดไว้ มูลค่าปัจจุบันสุทธิของการแสรายได้ (NPV) ก็จะเท่ากัน หรือมีมูลค่าเดิวนั้นเอง โดยสามารถเปรียบเทียบด้วยชุดข้อมูลเดียวกัน จากตัวอย่างข้างต้น และข้างท้ายนี้

ตัวอย่างที่ 4.8

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	Terminal Cap Rate 15%	รวม รายได้สุทธิ	PV Factor Discount 12%	มูลค่า ปัจจุบัน
1	150,000	-		150,000	0.89285714	133,929
2	154,000	2.67%		154,000	0.79719388	122,768
3	159,000	3.25%		159,000	0.71178025	113,173
4	163,000	2.52%		163,000	0.63551808	103,589
5	168,000	3.07%		168,000	0.56742686	95,328
6	173,000	2.98%		173,000	0.50663112	87,647
7	167,810	-3.00%		167,810	0.45234922	75,909
8	162,776	-3.00%		162,776	0.40388323	65,742
9	157,893	-3.00%		157,893	0.36061002	56,938
10	153,156	-3.00%		153,156	0.32197324	49,312

ปีที่	รายได้สุทธิ	อัตรา การเติบโต	<i>Terminal</i> <i>Cap Rate 15%</i>	รวม รายได้สุทธิ	<i>PV Factor</i> <i>Discount 12%</i>	มูลค่า ปัจจุบัน
11	148,561	-3.00%		148,561	0.28747610	42,708
12	144,104	-3.00%		144,104	0.25667509	36,988
13	139,781	-3.00%		139,781	0.22917419	32,034
14	135,588	-3.00%		135,588	0.20461981	27,744
15	131,520	-3.00%		131,520	0.18269626	24,028
16	127,574	-3.00%		127,574	0.16312166	20,810
17	123,747	-3.00%		123,747	0.14564434	18,023
18	120,035	-3.00%		120,035	0.13003959	15,609
19	116,434	-3.00%	752,940	869,374	0.11610678	100,940
20	112,941	-3.00%				
<i>NPV</i>						1,223,219

4.4 การวิเคราะห์ข้อดี-ข้อด้อยของวิธี Discounted Cash Flow – DCF

ข้อดีของวิธี Discount Cash Flow

1. สะท้อนมูลค่าจากศักยภาพการสร้างรายได้แท้จริง
วิธีนี้เน้นการประเมินจากกระแสรายได้สุทธิ (Net Operating Income) ที่ทรัพย์สินสามารถสร้างได้ในอนาคต ซึ่งเหมาะสำหรับทรัพย์สินประเภทที่ให้รายได้ เช่น โรงแรม อาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า หรือทรัพย์สินเพื่อการให้เช่า
2. รองรับความผันผวนของรายได้
สามารถประมาณการรายได้แต่ละปีตามแนวโน้มเศรษฐกิจ การเติบโต หรือภาวะตลาด ทำให้การประเมินมีความยืดหยุ่นและใกล้เคียงความเป็นจริง
3. สามารถพิจารณาการเติบโตของรายได้ในอนาคต
DCF เหมาะสมอย่างยิ่งเมื่อทรัพย์สินยังไม่สร้างรายได้เต็มศักยภาพ เช่น ทรัพย์สินที่เพิ่งพัฒนา หรืออยู่ในช่วงเริ่มต้น ซึ่งคาดว่าจะมีการเติบโตของรายได้
4. ใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุน
เนื่องจากการประเมินจะสะท้อนผลตอบแทน (Yield) ที่ผู้ลงทุนจะได้รับ ทำให้สามารถนำไปเปรียบเทียบกับโอกาสการลงทุนอื่น ๆ ได้
5. ใช้ในการประเมินช่วงเวลาการถือครองแบบมีระยะเวลา (Holding Period)
รองรับกรณีที่สมมติฐานระบุว่าทรัพย์สินจะถูกขายในอนาคต พร้อมใช้ Terminal Value เพื่อสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินเมื่อสิ้นสุดการลงทุน

ข้อด้อยของวิธี Discount Cash Flow

1. ขึ้นอยู่กับสมมติฐานจำนวนมาก
การคาดการณ์รายได้ ค่าใช้จ่าย อัตราการเติบโต อัตราคิดลด และ Terminal Cap Rate ต้องใช้ข้อมูลและสมมติฐานที่แม่นยำ การคำนวณมูลค่าทรัพย์สินในปีสุดท้ายของการถือครอง (Terminal Value) มักมีอิทธิพลสูงต่อมูลค่าทั้งหมด หากสมมติฐานไม่แม่นยำ จะกระทบมูลค่าอย่างมีนัยสำคัญ
2. ต้องใช้ข้อมูลจำนวนมากและซับซ้อน
ต้องมีข้อมูลย้อนหลังและคาดการณ์รายได้-ค่าใช้จ่ายในอนาคต ซึ่งอาจไม่สามารถหาได้ครบถ้วนหากไม่มีการบริหารข้อมูลที่ดี
3. มีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของอนาคต
รายได้ในอนาคตไม่สามารถคาดการณ์ได้แน่นอน โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจผันผวน หรือเมื่อทรัพย์สินอยู่ในตลาดที่ไม่มั่นคง
4. ต้องใช้ทักษะและความชำนาญของผู้ประเมินสูง
จำเป็นต้องมีความเข้าใจในตลาดและการวิเคราะห์การเงินขั้นสูง จึงอาจไม่เหมาะกับผู้ประเมินมือใหม่หรือผู้ที่ไม่มีความรู้ทางการเงินลึกซึ้ง

บทที่ 5 – การประเมินมูลค่าทรัพย์สินวิธีรายได้โดยใช้แนวทาง แนวทางการประเมินที่เรียกว่า Profit Method (วิธีประเมินจากกำไร) ของ RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors)

Profit Method เป็นวิธีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ใช้กับ ทรัพย์สินที่เชื่อมโยงกับการดำเนินธุรกิจ (Trade-Related Property) หรือทรัพย์สินที่มูลค่าหลักขึ้นอยู่กับศักยภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินกิจการนั้น ๆ โดยเฉพาะ ไม่ใช่แค่รายได้จากค่าเช่าเพียงอย่างเดียว

หลักการสำคัญ:

1. **เน้นกำไรจากการดำเนินงาน:** มูลค่าของทรัพย์สินประเภทนี้ไม่ได้มาจากการคิดลดค่าเช่าโดยตรง แต่มาจากความสามารถของธุรกิจที่ดำเนินการอยู่ในทรัพย์สินนั้นในการสร้างกำไร ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าของ "กิจการ" ที่ฝังอยู่ใน "ทรัพย์สิน"
2. **ทรัพย์สินเฉพาะทาง:** มักใช้กับทรัพย์สินที่มีลักษณะเฉพาะและถูกออกแบบมาเพื่อรองรับธุรกิจบางประเภทโดยเฉพาะ ทำให้ยากที่จะนำไปใช้ประโยชน์ในรูปแบบอื่น ๆ เช่น โรงแรม, ผับ, ร้านอาหาร, โรงภาพยนตร์, สนามกอล์ฟ, โรงพยาบาล, หรือสถานรับเลี้ยงเด็ก
3. **สมมติฐานผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ:** การประเมินจะตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจนั้นถูกดำเนินการโดย "ผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพอย่างสมเหตุสมผล (Reasonably Efficient Operator)" ซึ่งหมายถึงการคาดการณ์รายได้และค่าใช้จ่ายภายใต้การบริหารจัดการที่ดี ไม่ใช่จากผลประกอบการที่ผิดปกติ (สูงเกินไปหรือต่ำเกินไป) ของผู้ประกอบการรายใดรายหนึ่ง
4. **พิจารณา "Fair Maintainable Operating Profit (FMOP)":** จุดสำคัญของวิธีนี้คือการประมาณการ กำไรจากการดำเนินงานที่ยั่งยืนและสมเหตุสมผล (Fair Maintainable Operating Profit - FMOP) ในระยะยาว ซึ่งเป็นตัวเลขที่ใช้ในการคำนวณมูลค่า
5. **การรวมมูลค่า:** มูลค่าที่ได้จากการประเมินด้วย Profit Method มักจะรวมทั้ง มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์ (Property Interest), มูลค่าของธุรกิจ (Business Goodwill), และสิ่งติดตั้งถาวร (Fixtures and Fittings) ไว้ในตัวเลขเดียว ไม่ได้แยกส่วนกัน

เมื่อใดที่ใช้ Profit Method

- เมื่อไม่มีข้อมูลการซื้อขายทรัพย์สินเปรียบเทียบที่เพียงพอในตลาด (Market Approach ไม่เหมาะสม)
- เมื่อทรัพย์สินนั้นมีลักษณะเฉพาะทางสูงและถูกใช้เพื่อประกอบธุรกิจโดยตรง
- เมื่อรายได้ของทรัพย์สินขึ้นอยู่กับผลกำไรจากการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ขั้นตอนการคำนวณด้วย Profit Method

การคำนวณด้วย Profit Method มักประกอบด้วยขั้นตอนหลักดังนี้ (กรณีศึกษา: โรงแรม):

ขั้นตอนที่ 1: วิเคราะห์รายได้รวม (Gross Receipts / Turnover)

- วิเคราะห์รายได้รวมของธุรกิจจากบัญชีงบการเงินย้อนหลัง 3-5 ปี รวมถึงข้อมูลจากกิจการเปรียบเทียบในตลาด
- คาดการณ์ Fair Maintainable Turnover (FMT) หรือรายได้รวมที่คาดว่าจะได้รับอย่างยั่งยืนในอนาคต ภายใต้การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ

ขั้นตอนที่ 2: หักค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้า/บริการ (Cost of Sales / Purchases)

- หักค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการสร้างรายได้ เช่น ต้นทุนอาหารและเครื่องดื่มสำหรับโรงแรม

ขั้นตอนที่ 3: คำนวณกำไรขั้นต้น (Gross Profit)

- $Gross Profit = Fair Maintainable Turnover - Cost of Sales$

ขั้นตอนที่ 4: หักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Working Expenses / Operating Costs)

- วิเคราะห์ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการธุรกิจ เช่น
 - ค่าจ้างพนักงาน (Payroll and Staff Costs)
 - ค่าสาธารณูปโภค (Utilities)
 - ค่าการตลาดและการขาย (Marketing and Sales Expenses)
 - ค่าบำรุงรักษา (Repairs and Maintenance)
 - ค่าบริหารจัดการอื่นๆ (Administration Expenses)
- สิ่งสำคัญคือต้องพิจารณา "ค่าใช้จ่ายที่ควรเป็น" สำหรับผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายจริงของเจ้าของคนปัจจุบัน หากมีค่าใช้จ่ายที่ไม่เกี่ยวข้องโดยตรงกับธุรกิจโดยตรง เช่น ค่าใช้จ่ายส่วนตัวของเจ้าของ ต้องปรับปรุงออกไป

ขั้นตอนที่ 5: คำนวณกำไรจากการดำเนินงานที่ยั่งยืน (Fair Maintainable Operating Profit - FMOP)

- $FMOP = Gross Profit - Working Expenses$
- หมายเหตุ: FMOP คือกำไรก่อนหักค่าเช่า (ในกรณีที่ธุรกิจเช่าอาคาร) หรือก่อนหักค่าใช้จ่ายทางการเงิน ดอกเบี้ย และภาษี

ขั้นตอนที่ 6: หักค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share / Lessee's Share)

- ในกรณีที่ทรัพย์สินนั้นเป็นของเจ้าของกิจการเอง แต่ในทางหลักการประเมินแล้ว การประเมินต้องแยก "ส่วนของผลตอบแทนที่เกิดจากตัวทรัพย์สิน" ออกจาก "ส่วนของผลตอบแทนที่เกิดจากการบริหารจัดการกิจการ"
- ส่วนนี้คือ ผลตอบแทนที่ผู้ประกอบการ (หรือผู้เช่า) สมควรจะได้รับ เพื่อเป็นค่าตอบแทนสำหรับการดำเนินงาน ความเสี่ยง และผลกำไรที่มาจากความสามารถในการบริหารจัดการ โดยปกติจะคิดเป็นสัดส่วนจาก FMOP หรืออาจเป็นจำนวนที่ตายตัว
- ส่วนที่เหลือหลังหัก Operator's Share คือ "ส่วนของกำไรที่เกิดจากตัวอสังหาริมทรัพย์" (Property's Share of Profit)

ขั้นตอนที่ 7: แปลงกำไรเป็นมูลค่า (Capitalization)

- นำ Property's Share of Profit มาหารด้วย อัตราแปลงทุน (Capitalization Rate หรือ Yield) ที่เหมาะสมกับประเภทธุรกิจและความเสี่ยง ซึ่งอาจได้มาจากการวิเคราะห์ข้อมูลซื้อขายกิจการที่คล้ายกัน หรือการวิเคราะห์ความเสี่ยง
- $มูลค่า = Property's Share of Profit / Capitalization Rate$

ตัวอย่างที่ 5.1: กรณีศึกษาการประเมินมูลค่าโรงแรมขนาดเล็กด้วย Profit Method

สมมติว่าผู้ประเมินกำลังประเมินมูลค่าโรงแรมขนาดเล็กแห่งหนึ่ง และได้รับรวบรวมข้อมูลทางการเงินและข้อมูลตลาดดังนี้:

ข้อมูลจากงบการเงินย้อนหลังและคาดการณ์:

- รายได้รวมเฉลี่ยต่อปี (Fair Maintainable Turnover - FMT): 12,000,000 บาท
- ต้นทุนอาหารและเครื่องดื่ม (Cost of Sales - F&B): 3,000,000 บาท
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Working Expenses) ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจริงภายใต้การบริหารงานที่ดี:
 - ค่าจ้างพนักงาน: 4,000,000 บาท
 - ค่าสาธารณูปโภค (น้ำ ไฟ อินเทอร์เน็ต): 1,000,000 บาท
 - ค่าการตลาดและโฆษณา: 500,000 บาท
 - ค่าซ่อมบำรุงรักษา: 300,000 บาท
 - ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด: 200,000 บาท
 - รวมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ควรเป็น: 6,000,000 บาท

ข้อมูลจากตลาดและสมมติฐาน:

- อัตราส่วนค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share): สมมติว่าผู้ประกอบการที่ "มีประสิทธิภาพ" ควรได้รับผลตอบแทน 30% ของกำไรจากการดำเนินงาน (FMOP)
- อัตราแปลงทุน (Capitalization Rate) สำหรับโรงแรมขนาดเล็กประเภทนี้: 8% (ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลการซื้อขายโรงแรมที่ใกล้เคียงกันในตลาด)

วิธีการคำนวณ:

รายการคำนวณ	การคำนวณ	จำนวนเงิน (บาท)	หมายเหตุ
1. รายได้รวมเฉลี่ยต่อปี (Fair Maintainable Turnover - FMT)	(กำหนดจากข้อมูลและคาดการณ์)	12,000,000	รายได้ที่คาดว่าจะได้รับอย่างยั่งยืน
2. หัก: ต้นทุนอาหารและเครื่องดื่ม (Cost of Sales)	(กำหนดจากข้อมูลและคาดการณ์)	-3,000,000	ต้นทุนโดยตรงที่เกี่ยวข้องกับการสร้างรายได้
3. กำไรขั้นต้น (Gross Profit)	(1) - (2)	9,000,000	
4. หัก: ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Working Expenses)	(รายละเอียดตามที่กำหนดไว้ในตัวอย่าง)	-6,000,000	ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารจัดการโรงแรมภายใต้ผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ
5. กำไรจากการดำเนินงานที่ยั่งยืน (Fair Maintainable Operating Profit - FMOP)	(3) - (4)	3,000,000	กำไรก่อนหักค่าตอบแทนผู้ประกอบการ
6. หัก: ค่าตอบแทนผู้ประกอบการ (Operator's Share)	(5) x 30% (สมมติฐานจากตลาด)	-900,000	ส่วนแบ่งกำไรสำหรับความสามารถในการบริหารจัดการของ Operator

7. ส่วนของกำไรที่เกิดจากตัว อสังหาริมทรัพย์ (Property's Share of Profit)	(5) - (6)	2,100,000	กำไรที่แท้จริงที่เกิดจากศักยภาพของ ทรัพย์สิน
8. ทารด้วย: อัตราแปลงทุน (Capitalization Rate)	(กำหนดจากข้อมูล ตลาด)	8% (0.08)	อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจาก โรงแรมประเภทนี้
9. มูลค่าทรัพย์สิน โดย Profit Method	(7) / (8)	26,250,000	

ข้อควรระวัง:

- **ความแม่นยำของข้อมูล:** การประเมินด้วย Profit Method ขึ้นอยู่กับความแม่นยำของการประมาณการรายได้และค่าใช้จ่ายในอนาคตอย่างมาก
- **การปรับปรุงงบการเงิน:** ผู้ประเมินจะต้องมีความสามารถในการวิเคราะห์และปรับปรุงงบการเงินของธุรกิจ เพื่อให้สะท้อนถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของ "ผู้ประกอบการที่มีประสิทธิภาพ" ไม่ใช่แค่ตัวเลขที่ปรากฏในงบการเงินของเจ้าของคนปัจจุบัน
- **การหา Cap Rate ที่เหมาะสม:** การกำหนด Capitalization Rate ที่ใช้ในการแปลงกำไรเป็นมูลค่ามีความสำคัญอย่างยิ่ง และต้องอ้างอิงจากข้อมูลซื้อขายกิจการที่คล้ายคลึงกันในตลาดอย่างรอบคอบ

Profit Method เป็นวิธีที่มีประโยชน์อย่างยิ่งในการประเมินทรัพย์สินเฉพาะทางที่มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์แยกจากมูลค่าของกิจการได้ยาก แต่ก็เป็วิธีที่ซับซ้อนและต้องอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจอย่างละเอียดถี่ถ้วนครับ

บทที่ 6 – การประเมินมูลค่าทรัพย์สินวิธีรายได้โดยใช้แนวทางการประเมินที่เรียกว่า Investment Method (วิธีประเมินจากรายได้/การลงทุน) ของ RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors)

Investment Method เป็นวิธีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ใช้กับ **ทรัพย์สินที่สร้างรายได้จากค่าเช่าเป็นหลัก (Investment Property)** หรือทรัพย์สินที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนและได้รับผลตอบแทนในรูปของค่าเช่า ตัวอย่างเช่น อาคารสำนักงาน, อาคารพาณิชย์, คลังสินค้า, อพาร์ทเมนต์ให้เช่า, หรือศูนย์การค้า

หลักการสำคัญ:

1. **เน้นรายได้ค่าเช่า:** มูลค่าของทรัพย์สินประเภทนี้ถือว่าผันแปร โดยตรงกับศักยภาพในการสร้างรายได้ค่าเช่า ยิ่งทรัพย์สินสามารถสร้างค่าเช่าได้สูงและมีความมั่นคงมากเท่าไร มูลค่าของทรัพย์สินก็จะยิ่งสูงขึ้น
2. **การแปลงรายได้เป็นทุน (Capitalization):** หลักการพื้นฐานคือการนำรายได้ค่าเช่าที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต มาแปลงให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยใช้ "อัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม (Yield/Capitalization Rate)"
3. **สมมติฐานตลาด: "ผู้ลงทุนที่สมเหตุสมผล (Reasonably Prudent Investor)"** การประเมินจะตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และผู้ลงทุนจะตัดสินใจลงทุนบนพื้นฐานของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ
4. **ข้อมูลตลาดที่สำคัญ:** การใช้วิธีนี้ต้องพึ่งพาข้อมูลตลาดที่แข็งแกร่งเกี่ยวกับ:
 - **ค่าเช่าตลาด (Market Rent):** ค่าเช่าที่ทรัพย์สินประเภทเดียวกันในทำเลใกล้เคียงสามารถเรียกเก็บได้ในปัจจุบัน
 - **อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Yield/Capitalization Rate):** อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนทั่วไปคาดหวังจากการลงทุนในทรัพย์สินประเภทเดียวกัน โดยพิจารณาจากความเสี่ยง ศักยภาพการเติบโตของค่าเช่า และสภาพคล่องของตลาด

วิธีการประเมินสำหรับ Investment Method

มีหลายวิธีการสำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่สร้างรายได้จากการให้เช่า โดยอาจพิจารณาจาก ระยะเวลาเช่า ค่าเช่าสัญญาตามสัญญาเช่าปัจจุบัน และโอกาสในการปรับค่าเช่าใหม่ตามค่าเช่าตลาดเมื่อสิ้นสุดสัญญาเช่า วิธีการที่สำคัญ คือ

A) **Direct Capitalization (วิธีคิดผลตอบแทนทางตรง / วิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่าโดยตรง):**

- **หลักการ:** เป็นวิธีที่ง่ายที่สุด โดยนำรายได้สุทธิ (Net Operating Income - NOI) ของปีปัจจุบันหรือปีแรกที่คาดว่าจะได้รับ มาหารด้วยอัตราผลตอบแทนรวมความเสี่ยง (All Risks Yield - ARY หรือ Capitalization Rate - Cap Rate) เพื่อหามูลค่า
- **สูตร:** มูลค่า = รายได้สุทธิ / อัตราผลตอบแทนรวมความเสี่ยง
- **ความเหมาะสม:** เหมาะสำหรับอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้ค่อนข้างคงที่และมีแนวโน้มการเติบโตที่ไม่ซับซ้อน หรือสำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ให้เช่าในราคาตลาด (Rack-rented property)

Direct Capitalization เป็นวิธีการที่เรียบง่าย ประเมินมูลค่าทรัพย์สินตามมูลค่าตลาด โดยใช้ค่าเช่าตลาดเป็นเกณฑ์ แต่ไม่ได้พิจารณาค่าเช่าตามสัญญาเช่าปัจจุบันและการปรับค่าเช่าใหม่ตามค่าเช่าตลาดเมื่อสัญญาเช่าปัจจุบันสิ้นสุดลง (ค่าเช่าตลาดสัญญาไม่ใช้ค่าเช่าตลาด อาจต่ำกว่าค่าเช่าตลาดได้ เนื่องจากทำสัญญามานาน หรืออาจสูงกว่าค่าเช่าตลาดปัจจุบันได้ เนื่องจากปัจจัย

สภาพแวดล้อมเปลี่ยน เช่น มีอุปทานเพิ่มขึ้นมากกว่าขณะที่ทำสัญญาเช่า) ดังนั้น จึงมีอีก 2 วิธีในการประเมินมูลค่า โดยพิจารณาทั้งค่าเช่าตามสัญญาและค่าตลาดที่จะต้องปรับเมื่อสิ้นสุดสัญญาเช่า คือ

B) Term and Reversion Method (Block Income Approach) (วิธีระยะสัญญาเช่าและสิทธิการได้กลับคืน):

- **หลักการ:** ใช้สำหรับอสังหาริมทรัพย์ที่มีสัญญาเช่าอยู่ โดยแบ่งการประเมินเป็น 2 ส่วน คือ มูลค่าปัจจุบันของรายได้ตามสัญญาเช่าปัจจุบัน (Term) และมูลค่าปัจจุบันของอสังหาริมทรัพย์เมื่อสัญญาสิ้นสุดลงและสามารถให้เช่าใหม่ได้ในราคาตลาด (Reversion) โดยใช้อัตราคิดลดที่เท่ากันหรืออาจต่างกันสำหรับแต่ละส่วน
- **ความเหมาะสม:** ใช้กับทรัพย์สินที่มีสัญญาเช่าในปัจจุบันที่อาจมีค่าเช่าต่ำกว่าตลาด (Under-rented) และคาดการณ์ว่าเมื่อสัญญาสิ้นสุดลงจะสามารถปรับค่าเช่าให้ขึ้นไปตามราคาตลาดได้

C) Core and Top Slice Method (หรือ Hardcore and Top-Slice / Layer Approach) (วิธีส่วนหลักและส่วนเพิ่ม):

- **หลักการ:** แบ่งรายได้ให้ออกเป็นส่วนหลัก (Core) คือรายได้ตามสัญญาเช่าปัจจุบัน และส่วนเพิ่ม (Top Slice) คือส่วนต่างของรายได้ที่สามารถทำได้เทียบกับราคาตลาด โดย Top Slice มักจะใช้อัตราคิดลดที่สูงกว่าเพื่อสะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น
- **ความเหมาะสม:** คล้ายกับ Term and Reversion แต่ Core and Top Slice มักจะใช้ในสถานการณ์ที่ส่วนต่างของค่าเช่า (Rental Surplus) และ/หรือพื้นที่ว่าง สามารถถูกนำมาใช้ประโยชน์เพื่อสร้างรายได้ได้เร็วกว่า หรือมีการคำนวณที่แยกความเสี่ยงของรายได้ส่วนเพิ่มออกจากรายได้หลักใช้สำหรับอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้ตามสัญญาเช่าที่ต่ำกว่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และ/หรือมีพื้นที่ว่างที่สามารถสร้างรายได้เพิ่มเติมได้ทันที

D) Discounted Cash Flow - DCF: เป็นวิธีการที่ "ระบุอย่างชัดเจน" (Explicitly) ถึงสมมติฐานต่างๆ เช่น อัตราการเติบโตของค่าเช่าในแต่ละปี, ระยะเวลาการให้เช่า, ค่าใช้จ่าย, อัตราคิดลด (Discount Rate) เป็นต้น โดยจะมีการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตเป็นรายปี และคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันอย่างละเอียด ซึ่งมักใช้กับทรัพย์สินที่มีกระแสเงินสดไม่สม่ำเสมอ หรือมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในอนาคต เช่น การปรับปรุงอาคาร, การหมดอายุสัญญาเช่า, หรือการพัฒนาใหม่

เนื่องจากได้อธิบายวิธีการประเมินแบบ Direct Capitalization และ Discounted Cash Flow แล้วในบทที่ 3 -4 แล้ว ในบทนี้ จึงอธิบายเพียงวิธี Term and Reversion Method และ Core and Top Slice Method เท่านั้น

6.1 การประเมินโดยวิธี Term and Reversion (ระยะสัญญาเช่าและสิทธิการได้กลับคืน)

Term & Reversion ใช้สำหรับประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่ยังติดสัญญาเช่าอยู่ โดยทั่วไปค่าเช่าตลาดของอสังหาริมทรัพย์ มักจะมีการปรับราคาอยู่ตลอด การทำสัญญาให้เช่าเป็นระยะเวลาหนึ่ง ค่าเช่าตามสัญญายังไม่สามารถปรับตามตามค่าเช่าตลาดได้ จึงมีรายได้ต่ำกว่าตลาด (Under-rented) แต่คาดว่าจะสามารถปรับขึ้นเป็นค่าเช่าตลาดได้ในอนาคตเมื่อสัญญาเช่าสิ้นสุดลง

ในการประเมินจะแบ่งการประเมินออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ คือ

- **Term (ระยะสัญญาเช่า):** คือการคิดมูลค่าของรายได้ค่าเช่าที่จะได้รับตลอดระยะเวลาที่เหลือของสัญญาเช่าปัจจุบัน โดยมักจะใช้ "อัตราผลตอบแทนของสัญญาเช่า" (Term Yield) ซึ่งอาจจะแตกต่างจากอัตราผลตอบแทนตลาดทั่วไป
- **Reversion (สิทธิการได้กลับคืน):** คือการคิดมูลค่าของอสังหาริมทรัพย์เมื่อสัญญาเช่าปัจจุบันสิ้นสุดลง และสามารถนำไปให้เช่าใหม่ได้ในราคาตลาด หรือนำไปพัฒนาใหม่ได้ โดยจะใช้ "อัตราผลตอบแทนตลาด" (Market Yield / All Risk Yield) ในการคิดมูลค่ากลับมายังปัจจุบัน

หลักการคำนวณ:

1. คำนวณรายได้ค่าเช่าสุทธิ หรือรายได้จากการดำเนินงานสุทธิ (NOI)
2. คำนวณมูลค่าทรัพย์สิน โดย:

2.1 คำนวณมูลค่าของ Term (PV of Term Income):

- นำค่าเช่าสุทธิ (Net Income) ที่ได้รับตามสัญญาเช่าปัจจุบันตลอดระยะเวลาที่เหลือของสัญญา มาคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยใช้อัตราคิดลดที่เหมาะสมกับความเสี่ยงของสัญญานั้น ๆ
- สูตรที่ใช้คือ Present Value of an Annuity (PVA) หรือการคิดลดกระแสเงินสดแต่ละปีกลับมา

2.2 คำนวณมูลค่าของ Reversion (PV of Reversion):

- ประเมินการรายได้ค่าเช่าสุทธิที่จะได้รับเมื่อสัญญาสิ้นสุดลง (Market Rent / Reversionary Rent)
- นำรายได้ค่าเช่าสุทธิที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตนี้ ไปหารด้วยอัตราผลตอบแทนตลาด (Market Yield / All Risk Yield) เพื่อหามูลค่าทรัพย์สิน ณ วันที่สัญญาเช่าสิ้นสุด (Terminal Value)
- นำ Terminal Value ที่ได้มาคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน ณ วันที่ประเมิน โดยใช้อัตราคิดลดตลาด (Market Yield / All Risk Yield) และระยะเวลาที่เหลือของสัญญาเช่าปัจจุบัน

3.3 รวมมูลค่า:

- นำมูลค่าปัจจุบันของ Term และมูลค่าปัจจุบันของ Reversion มารวมกัน ก็จะได้มูลค่าของอสังหาริมทรัพย์นั้น

ข้อควรระวัง:

- ความถูกต้องของข้อมูลค่าเช่าและค่าใช้จ่าย: การประมาณการรายได้และค่าใช้จ่ายที่แม่นยำเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่ง
- การเลือก Capitalization Rate ที่เหมาะสม: เป็นหัวใจสำคัญของวิธีนี้ และต้องอาศัยประสบการณ์และความเข้าใจในตลาดอย่างลึกซึ้ง
- การพิจารณาปัจจัยอื่นๆ: นอกจากรายได้และค่าใช้จ่ายแล้ว ยังต้องพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อมูลค่า เช่น สภาพทางกายภาพของทรัพย์สิน, ทำเลที่ตั้ง, สภาวะตลาดในปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคต, และเงื่อนไขของสัญญาเช่า

ตัวอย่างที่ 6.1 วิธีการคำนวณแบบ Term and Reversion:

รายละเอียดทรัพย์สิน:

- ประเภททรัพย์สิน: อาคารสำนักงาน
- พื้นที่ให้เช่าสุทธิ (NLA): 1,000 ตารางเมตร

ข้อมูลค่าเช่า:

- ค่าเช่าตามสัญญาปัจจุบัน (Passing Rent): 400 บาท/ตารางเมตร/เดือน (นี่คือค่าเช่าที่ได้รับอยู่ในปัจจุบัน)
- ค่าเช่าตลาด (Market Rent): 460 บาท/ตารางเมตร/เดือน (นี่คือค่าเช่าที่ประเมินว่าทรัพย์สินควรจะได้รับ หากให้เช่าตามราคาตลาดในปัจจุบัน)
- ระยะเวลาคงเหลือของสัญญาเช่าปัจจุบัน: 5 ปี (สมมติว่าหลังจาก 5 ปี ทรัพย์สินจะสามารถให้เช่าได้ในราคาตลาด)
- ค่าเผื่อสำหรับพื้นที่ว่างและเก็บเงินไม่ได้ (Vacancy & Collection Loss): ประมาณ 5% ของค่าเช่าตลาด (จะนำมาพิจารณาเมื่อทรัพย์สินกลับมาสู่ค่าเช่าตลาด เพื่อสะท้อนโอกาสที่จะมีพื้นที่ว่าง)

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Outgoings) :

- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General ปีละ 600,000 บาท
- ค่าค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities ปีละ 360,000 บาท
- ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance ปีละ 96,000
- ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses ปีละ 24,000 บาท
- ค่าประกันภัย – Insurance ปีละ 20,000
- ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax ปีละ 100,000 บาท

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หลังจากหมดสัญญาเช่า:

- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General ปีละ 660,000 บาท
- ค่าค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities ปีละ 396,000 บาท
- ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance ปีละ 105,600
- ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses ปีละ 24,000 บาท
- ค่าประกันภัย – Insurance ปีละ 22,000
- ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax ปีละ 110,000 บาท

อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาด (Capitalization Rate / Yield):

- อัตราผลตอบแทนของสัญญาเช่า (Term Yield): 5%
- อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Yield): 7% (อัตรานี้ได้มาจากการวิเคราะห์ข้อมูลการซื้อขายอาคารสำนักงานที่คล้ายกันในตลาด)

ขั้นตอนที่ 1: คำนวณ NOI รายปีสำหรับแต่ละช่วงเวลา (Term Rent : Reversion Rent)

รายการ	Term	Reversion
พื้นที่สำนักงานให้เช่า (ตารางเมตร)	1,000	1,000
ค่าเช่า (บาท/ตรม./เดือน)	400	460
รายได้ค่าเช่าพื้นที่ คิดเต็มตามศักยภาพ (Potential Gross Income (PGI))	4,800,000	5,520,000
หัก อัตราว่างและเก็บเงินไม่ได้ 5% – Vacancy and Collection Losses	0	276,000
รายได้ค่าเช่าพื้นที่รับจริง	4,800,000	5,244,000
รายได้อื่น ๆ 10% ของรายได้ค่าเช่าพื้นที่ – Other Income	480,000	524,400
รายได้รับจริง – Effective Gross Income (EGI)	5,280,000	5,768,400
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน - Operating Expenses		
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General	600,000	660,000
ค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities	360,000	396,000
ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance	96,000	105,600
ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses	24,000	26,400
ค่าประกันภัย – Insurance	20,000	22,000
ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax	100,000	110,000
รวมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	1,200,000	1,320,000
รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน – Net Operating Income (NOI)	4,080,000	4,448,400

ขั้นตอนที่ 2: กำหนดมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้แต่ละส่วน และรวมมูลค่าปัจจุบันทั้งหมดเป็นมูลค่าทรัพย์สิน

1. มูลค่าของรายได้ในช่วงสัญญาปัจจุบัน (Term Income - สำหรับ 5 ปีแรก):

เป็นการหามูลค่าปัจจุบันของเงินรายปีสำหรับระยะเวลา 5 ปี โดยใช้อัตราผลตอบแทน 5% เราจะใช้สูตรมูลค่าปัจจุบันของค่าเงินงวดที่จะได้รับต่อปีเป็นระยะเวลาแน่นอน(

2. มูลค่าของรายได้เมื่อสัญญาหมดอายุ (Reversionary Income - ตั้งแต่ปีที่ 6 เป็นต้นไป): ส่วนนี้มี 2 ขั้นตอนย่อย:

- แปลงรายได้สุทธิ (Reversion) เป็นทุนแบบตลอดไป (in perpetuity): เพื่อหามูลค่าของทรัพย์สินเสมือนว่าได้รับรายได้ตลอดตั้งแต่ปัจจุบัน
- คิดลดมูลค่าที่คำนวณได้ในข้อ 1 กลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน: เนื่องจากรายได้ส่วนนี้จะเกิดขึ้นจริงหลังจาก 5 ปีแรกสิ้นสุดลง จึงต้องคิดลดมูลค่านี้ (ซึ่งคำนวณ ณ สิ้นปีที่ 5) กลับมาเป็นมูลค่า ณ ปัจจุบัน

3. มูลค่าทรัพย์สิน = มูลค่าส่วน Term + มูลค่าปัจจุบันของส่วน Reversion

ตัวแปร			สูตร
ระยะเวลาเช่าคงเหลือตามสัญญาเช่า / ปี	5	A	
Term Yield (อัตราผลตอบแทนตามระยะเวลาสัญญาเช่า)	5.00%	B	
Reversionary Yield (อัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนดสัญญา)	7.00%	C	
Factor: มูลค่าปัจจุบันของเงินงวด 1 บาท @ 5% ระยะเวลา 5 ปี (Present Value of an Annuity)	4.3295	D	$(1-1/(1+B)^A)/B$
Factor: มูลค่าปัจจุบันของเงิน 1 บาท @ 7% ระยะเวลา 5 ปี	0.7130	E	$1/(1+C)^A$
วิธีการประเมินแบบ Term and Reversion			
• Term Value			
รายได้สุทธิตามสัญญาเช่าปัจจุบัน (Current NOI) -ปัจจุบัน	4,080,000	(1)	
มูลค่าปัจจุบันของรายได้สุทธิตามระยะเวลาสัญญาเช่า @ 5%	17,664,360	(2)	(1) x D
• Reversion Value			
รายได้สุทธิตั้งแต่ปีที่ 6 (Future NOI)	4,448,400	(3)	
มูลค่าทรัพย์สิน ณ สิ้นปีที่ 5 (ก่อนคิดลด)	63,548,571	(4)	(3) / C
มูลค่าปัจจุบัน @ 7%	45,310,131	(5)	(4) x E
• มูลค่าทรัพย์สิน	62,974,491	(6)	(2) + (5)

การประเมินโดยวิธี Core and Top Slice (ส่วนหลักและส่วนเพิ่ม)

วิธีนี้มักใช้ในการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้จากสัญญาเช่าที่ "สูงกว่าตลาด" (Over-rented Property - อสังหาริมทรัพย์ที่ ค่าเช่าที่ได้รับในปัจจุบัน (Passing Rent หรือ Contract Rent) สูงกว่าค่าเช่าตลาดปัจจุบัน) โดยจะแบ่งการประเมินออกเป็น 2 ส่วน ในแนวนอน (Horizontal Division):

1. Core (หรือ Hardcore):

- ส่วนนี้คือกระแสรายได้ที่คาดว่าจะได้รับอย่างต่อเนื่อง เทียบเท่ากับ Market Rent
- แม้ว่าค่าเช่าปัจจุบันจะสูงกว่าตลาด แต่ส่วนของ Market Rent นี้ถือเป็นรายได้ที่ "มั่นคง" หรือ "ยั่งยืน" ในระยะยาว เพราะแม้ผู้เช่าปัจจุบันจะออกไป ก็ยังสามารถหาผู้เช่าใหม่เข้ามาในราคาตลาดได้
- จึงมักจะถูกประเมินมูลค่าด้วย Yield ที่ต่ำกว่า (สะท้อนความเสี่ยงที่ต่ำกว่า) หรือเทียบเท่ากับ Yield ของทรัพย์สินที่ Rack-rented (เช่าตามตลาด) หรือ Initial Yield ของทรัพย์สินปกติ

2. Top Slice:

- ส่วนนี้คือ รายได้ส่วนเพิ่มในช่วงที่สัญญายังมีผลบังคับ ซึ่งสูงกว่าค่าเช่าตลาด (Passing Rent - Market Rent)
- ส่วนนี้ถือเป็นกระแสรายได้ที่มีความเสี่ยงสูงกว่า และมีแนวโน้มที่จะลดลงหรือหายไปเมื่อสัญญาเช่าปัจจุบันสิ้นสุดลงหรือมีการทบทวนค่าเช่า (เพราะผู้เช่าจะไม่ยอมจ่ายเกินราคาตลาดอีกต่อไปหากสามารถหาเช่าในราคาตลาดได้)
- ดังนั้น Top Slice จึงมักจะถูกประเมินมูลค่าด้วย Yield ที่สูงกว่า (สะท้อนความเสี่ยงที่สูงกว่า) เพื่อสะท้อนความไม่แน่นอนของรายได้ส่วนเกินนี้

3. รวมมูลค่า:

- นำมูลค่าของ Core และมูลค่าของ Top Slice มารวมกัน ก็จะได้มูลค่ารวมของอสังหาริมทรัพย์นั้น

เปรียบเทียบกับ Term and Reversion:

- Term and Reversion: เหมาะสำหรับ Under-rented property (ค่าเช่าปัจจุบันต่ำกว่าค่าเช่าตลาด) โดยจะแบ่งกระแสรายได้ตามช่วงเวลา (Vertical Division) คือ:
 - Term: ค่าเช่าปัจจุบันที่ต่ำกว่าตลาด (ซึ่งมีความแน่นอนสูง)
 - Reversion: ค่าเช่าตลาดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตเมื่อสัญญาปัจจุบันสิ้นสุด (ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่า Term)
 - ในกรณีนี้ Term Yield จะต่ำกว่า Reversionary Yield (เพราะ Term Secure กว่า)

ตัวอย่างที่ 6.2 วิธีการคำนวณแบบ Top & Slice สำหรับทรัพย์สินที่มีสัญญาเช่าสูงกว่าค่าเช่าตลาด

รายละเอียดทรัพย์สิน:

- ประเภททรัพย์สิน: อาคารสำนักงาน
- พื้นที่ให้เช่าสุทธิ (NLA): 1,000 ตารางเมตร

ข้อมูลค่าเช่า:

- ค่าเช่าตามสัญญาปัจจุบัน (Passing Rent): 460 บาท/ตารางเมตร/เดือน (นี่คือค่าเช่าที่ได้รับอยู่ในปัจจุบัน)
- ค่าเช่าตลาด (Market Rent): 400 บาท/ตารางเมตร/เดือน (นี่คือค่าเช่าที่ประเมินว่าทรัพย์สินควรจะได้รับ หากให้เช่าตามราคาตลาดในปัจจุบัน)
- ระยะเวลาคงเหลือของสัญญาเช่าปัจจุบัน: 5 ปี (สมมติว่าหลังจาก 5 ปี ทรัพย์สินจะสามารถให้เช่าได้ในราคาตลาด)
- ค่าเผื่อสำหรับพื้นที่ว่าง (Vacancy Loss): ประมาณ 5% ของค่าเช่าตลาด (จะนำมาพิจารณาเมื่อทรัพย์สินกลับมาสู่ค่าเช่าตลาด เพื่อสะท้อนโอกาสที่จะมีพื้นที่ว่าง)

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Outgoings) :

- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General ปีละ 600,000 บาท
- ค่าค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities ปีละ 360,000 บาท
- ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance ปีละ 96,000
- ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses ปีละ 24,000 บาท
- ค่าประกันภัย – Insurance ปีละ 20,000
- ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax ปีละ 100,000 บาท

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หลังจากหมดสัญญาเช่า:

- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General ปีละ 660,000 บาท
- ค่าค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities ปีละ 396,000 บาท
- ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance ปีละ 105,600
- ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses ปีละ 24,000 บาท
- ค่าประกันภัย – Insurance ปีละ 22,000
- ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax ปีละ 110,000 บาท

อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาด (Capitalization Rate / Yield):

- อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Yield): 5% (อัตรานี้ได้มาจากการวิเคราะห์ข้อมูลการซื้อขายอาคารสำนักงานที่คล้ายกันในตลาด)
- อัตราผลตอบแทนของสัญญาเช่า (Term Yield): 7%

ขั้นตอนที่ 1: คำนวณ NOI รายปีสำหรับรายได้ตามสัญญาเช่า และรายได้ตามค่าเช่าตลาดเมื่อหมดสัญญาเช่า

	รายได้ตามสัญญาเช่า	รายได้เมื่อหมดสัญญา
รายการ	Top Slice Rent	Core Rent
พื้นที่สำนักงานให้เช่า (ตารางเมตร)	1,000	1,000
ค่าเช่า (บาท/ตรม./เดือน)	460	400
รายได้ค่าเช่าพื้นที่ คิดเต็มตามศักยภาพ (Potential Gross Income (PGI))	5,520,000	4,800,000
หัก อัตราว่าง 5% – Vacancy Loss	-	240,000
รายได้ค่าเช่าพื้นที่รับจริง	5,520,000	4,560,000
รายได้อื่น ๆ 10% ของรายได้ค่าเช่าพื้นที่ – Other Income	552,000	456,000
รายได้รับจริง – Effective Gross Income (EGI)	6,072,000	5,016,000
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน - Operating Expenses		
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร – Administrative and General	600,000	660,000
ค่าไฟฟ้า และ น้ำ – Utilities	360,000	396,000
ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษา – Repair and Maintenance	96,000	105,600
ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด – Sundry Expenses	24,000	26,400
ค่าประกันภัย – Insurance	20,000	22,000
ค่าภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง – Property tax	100,000	110,000
รวมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน	1,200,000	1,320,000
รายได้สุทธิจากการดำเนินงาน – Net Operating Income (NOI)	4,872,000	3,696,000
รายได้ส่วนต่างของสัญญาเช่าที่มากกว่าเช่าตลาด - Top Slice	1,176,000	

ขั้นตอนที่ 2: คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสรายได้แต่ละส่วน และรวมมูลค่าปัจจุบันทั้งหมดเป็นมูลค่าทรัพย์สิน

1. **Core Value** – มูลค่าจากรายได้ค่าเช่าตามอัตราตลาดเมื่อสิ้นสุดสัญญา โดยใช้อัตราผลตอบแทน 5% ในการคำนวณมูลค่า
2. **Top Slice Value** – รายได้ส่วนเพิ่มในช่วงที่สัญญายังมีผลบังคับ ซึ่งสูงกว่าราคา โดยใช้อัตราผลตอบแทน 7% ในการคำนวณมูลค่า และคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันที่อัตรา 7%
3. **มูลค่าทรัพย์สิน = มูลค่าส่วน Core + Top-Slice**

ตัวแปร			สูตร
ระยะเวลาเช่าคงเหลือตามสัญญาเช่า / ปี	5	A	
Market Yield (อัตราผลตอบแทนตามตลาด)	5.00%	B	
Reversionary Yield (อัตราผลตอบแทนเมื่อครบกำหนดสัญญา)	7.00%	C	
Factor: มูลค่าปัจจุบันของเงิน 1 บาท @ 7% ระยะเวลา 5 ปี	0.7130	D	$1/(1+C)^A$
วิธีการประเมินแบบ Core and Top-Slice			
• Core			
รายได้สุทธิตามค่าเช่าตลาด-ปัจจุบัน	3,696,000	(1)	
มูลค่าปัจจุบันของรายได้สุทธิตามค่าเช่าตลาด @ 7%	52,800,000	(2)	(1) / C
• Top Slice			
รายได้ส่วนเพิ่มในช่วงที่สัญญายังมีผลบังคับ ซึ่งสูงกว่าราคาตลาด	1,176,000	(3)	
มูลค่าส่วนรายได้ส่วนเพิ่ม ณ สิ้นปีที่ 5 (ก่อนคิดลด) @5%	23,520,000	(4)	(3) / B
มูลค่าปัจจุบัน @7%	16,769,760	(5)	(4) x D
• มูลค่าทรัพย์สิน	69,569,760	(12)	(2) + (5)

บทที่ 7: สรุปและข้อเสนอแนะเชิงวิชาชีพ

วิธีรายได้ (Income Approach) ถือเป็นหนึ่งในสามแนวทางหลักของการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ตามที่กำหนดโดยมาตรฐานสากล ได้แก่ IVS, RICS และ USPAP โดยเฉพาะสำหรับทรัพย์สินที่สามารถก่อให้เกิดกระแสรายได้ต่อเนื่อง เช่น อาคารสำนักงาน ห้างสรรพสินค้า โรงแรม โรงพยาบาล และอสังหาริมทรัพย์ประเภทพาณิชย์หรือกิจการเฉพาะอื่น ๆ การประเมินโดยวิธีรายได้นั้น แม้จะมีหลักการที่ชัดเจนและอิงแนวคิดทางการเงินอย่างเป็นระบบ แต่การนำไปใช้ในทางปฏิบัติจำเป็นต้องอาศัยความเข้าใจอย่างลึกซึ้งทั้งด้าน ลักษณะของทรัพย์สิน รูปแบบของกระแสรายได้ และ ความเหมาะสมของเทคนิคที่เลือกใช้ ผู้ประเมินจึงต้องมีความชำนาญทั้งด้านเทคนิคการเงิน และวิจรณ์ญาณในการประยุกต์ใช้แนวทางที่เหมาะสมที่สุด สำหรับกรณีที่กำลังประเมิน

7.1 ความสำคัญของการเลือกเทคนิคให้เหมาะกับลักษณะของทรัพย์สิน

การเลือกใช้ **Direct Capitalization** หรือ **Discounted Cash Flow (DCF)** ต้องตั้งอยู่บนพื้นฐานของลักษณะกระแสเงินสดที่ทรัพย์สินสามารถสร้างได้:

- หากทรัพย์สินมีรายได้สม่ำเสมอ มีสัญญาเช่าระยะยาว และค่าใช้จ่ายที่คาดการณ์ได้แน่นอน วิธี **Direct Capitalization** จะให้ผลลัพธ์ที่มีประสิทธิภาพ และสะท้อนมูลค่าตลาดได้อย่างแม่นยำ
- ในกรณีที่ทรัพย์สินยังอยู่ระหว่างพัฒนา หรือมีรายได้ไม่แน่นอน เช่น โรงแรมใหม่, โรงพยาบาลเอกชน, สนามกอล์ฟ, หรืออสังหาริมทรัพย์ที่มีรูปแบบการบริหารเปลี่ยนแปลงในอนาคต ควรเลือกใช้ **Discounted Cash Flow (DCF)** ที่สามารถตั้งสมมติฐานรายปี และใช้ Terminal Value เพื่อสะท้อนความเสี่ยงและศักยภาพในการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นระบบ

7.2 ความสำคัญของการเข้าใจ NOI และประเภทวิธีรายได้

ความแตกต่างระหว่าง **Investment Method** และ **Profit Method** เป็นประเด็นสำคัญที่สุดในการวิเคราะห์ **Net Operating Income (NOI)** อย่างถูกต้อง:

- ใน **Investment Method**, NOI คือรายได้สุทธิจากค่าเช่า โดยไม่มีการหักค่าตอบแทนของผู้ประกอบการ เพราะเจ้าของเป็นผู้ให้เช่าเท่านั้น
- ใน **Profit Method**, NOI ต้องหัก **Operator's Share** ออกจาก Fair Maintainable Operating Profit (FMOP) เพื่อให้สะท้อนเฉพาะมูลค่าที่เกิดจากตัวทรัพย์สิน ไม่รวมมูลค่าทางธุรกิจส่วนบุคคล

การเลือกวิธีผิดอาจทำให้มูลค่าทรัพย์สินสูงเกินจริง หรือต่ำเกินไป และขัดต่อเจตนารมณ์ของมาตรฐานวิชาชีพ เช่น IVS 105, RICS VPS 4, และ USPAP Standard Rule 2

7.3 การเปิดเผยสมมติฐานและข้อมูลประกอบ

การใช้วิธีรายได้ต้องเปิดเผยแหล่งข้อมูลและสมมติฐานหลักอย่างชัดเจน ได้แก่:

- แหล่งที่มาของ รายได้ (Actual Rent, Market Rent, FMT)
- รายละเอียดของ ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน
- อัตรา **Cap Rate**, **Discount Rate**, และ **Terminal Cap Rate** พร้อมวิธีการได้มา (เช่น จากตลาด, Build-Up Method, Survey)

- สมมติฐานเรื่องอัตราการเติบโต (Growth), อัตราว่าง (Vacancy), ค่าธรรมเนียมการบริหาร ผู้ประเมินต้องแนบ **Pro Forma Projection** หรือ ตารางวิเคราะห์ DCF ในรายงาน เพื่อให้ผู้ใช้งานสามารถตรวจสอบความสมเหตุสมผลของการวิเคราะห์ได้ตามหลัก **Transparency**

7.4 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)

ในการประเมินด้วย DCF หรือกรณีที่สมมติฐานมีความไม่แน่นอนสูง ควรมี การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) เพื่อแสดงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงสมมติฐานที่สำคัญ เช่น:

- เปลี่ยน Discount Rate $\pm 1\%$
- เปลี่ยน Growth Rate หรือ NOI $\pm 10\%$
- ปรับ Cap Rate หรือ Exit Yield $\pm 0.5\%$

ผลการวิเคราะห์ควรถูกนำเสนอเป็น ตาราง หรือ กราฟ เพื่อให้ผู้ใช้งานสามารถตัดสินใจได้บนพื้นฐานของความถี่

7.5 ข้อเสนอแนะเชิงวิชาชีพ

เพื่อให้การประเมินด้วยวิธีรายได้เป็นไปอย่างมีมาตรฐานและเชื่อถือได้ ผู้ประเมินควร:

- ศึกษาข้อมูลตลาดอย่างลึกซึ้ง (ค่าเช่า, Yield, Cap Rate)
- เข้าใจลักษณะของสิทธิในการถือครอง (Right of Use vs. Ownership)
- วิเคราะห์ NOI โดยพิจารณาบทบาทของผู้ดำเนินกิจการกับทรัพย์สิน
- ใช้เทคนิคที่เหมาะสมกับลักษณะของกระแสเงินสด "ไม่ใช่ Direct Cap กับทรัพย์สินที่กำลังพัฒนา"
- หลีกเลี่ยงการนำ **Goodwill, Brand Value, Personal Skill** มารวมในมูลค่าทรัพย์สิน
- เปิดเผยวิธีการคำนวณอย่างครบถ้วนตามหลักของ **IVS 103, IVS 105, และ RICS VPS 3-5**

บทสรุป

วิธีรายได้เป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยสะท้อนศักยภาพของทรัพย์สินในการสร้างรายได้ แต่ประสิทธิภาพของการประเมินจะขึ้นอยู่กับความเข้าใจและการใช้เทคนิคที่ถูกต้องควบคู่กับการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ตามแนวทางของมาตรฐานสากล ผู้ประเมินจึงต้องไม่เพียงแค่ "ใช้สูตร" แต่ต้อง "วิเคราะห์-เข้าใจ-เลือกใช้" อย่างมืออาชีพ เพื่อให้ผลการประเมินมีความแม่นยำ และใช้ประโยชน์ได้จริงในการวางแผนการลงทุน การจัดทำรายงานบัญชี หรือการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์

ภาคผนวกท้ายบท

การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้ (Income Approach) - ความท้าทายในสถานการณ์ตลาดปัจจุบัน

ในภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยวิธีรายได้ (Income Approach) จำเป็นต้องอาศัยความรอบคอบ ความเข้าใจในลักษณะของทรัพย์สิน และการประเมินที่ยึดตามข้อเท็จจริงของตลาดอย่างเป็นระบบ เนื่องจากความเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอก เช่น ดอกเบี้ย เงินเฟ้อ และพฤติกรรมของตลาด มีผลกระทบโดยตรงต่อกระแสเงินสดในอนาคต และระดับความเสี่ยงของการลงทุน ประเด็นความท้าทายสำคัญที่ผู้ประเมินมูลค่าควรพิจารณา มีดังนี้:

1. ความไม่แน่นอนของรายได้ในอนาคต

1.1 กรณีทรัพย์สินให้เช่า (Investment Method)

- ความผันผวนของค่าเช่าและอัตราว่าง (Vacancy Rate): รายได้ที่เกิดจากค่าเช่าขึ้นอยู่กับอุปสงค์-อุปทานของตลาด หากเศรษฐกิจซบเซา ผู้เช่าอาจลดหรือเลิกสัญญา ทำให้อัตราว่างสูงขึ้น รายได้สุทธิของทรัพย์สินจะลดลง
- ความสามารถในการจ่ายของผู้เช่าที่ลดลง: ผู้เช่าประเภท SME อาจประสบภาวะต้นทุนสูง ก่อให้เกิดการเจรจาลดค่าเช่าหรือย้ายออกก่อนกำหนด ผู้ประเมินจึงต้องพิจารณาผลกระทบในหลากหลายสถานการณ์ผ่านการทำ Scenario Analysis

1.2 กรณีทรัพย์สินที่ดำเนินกิจการเอง (Profit Method)

- ความผันผวนของรายได้จากกิจการ (Operating Revenue): ทรัพย์สิน เช่น โรงแรม สนามกอล์ฟ หรือโรงพยาบาล มีรายได้ผันผวนตามผลประกอบการ ซึ่งได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอก เช่น จำนวนนักท่องเที่ยว ฤดูกาล หรือแนวโน้มสุขภาพของประชาชน
- การคาดการณ์ FMOP (Fair Maintainable Operating Profit): เป็นรายได้สุทธิเฉลี่ยที่ผู้ดำเนินการที่มีประสิทธิภาพสามารถรักษาไว้ได้ หากธุรกิจมีความผันผวนสูง การกำหนด FMOP จะมีความไม่แน่นอนสูง
- การหัก Operator's Share: ค่าตอบแทนของผู้บริหารกิจการที่ต้องหักออกจากกำไรสุทธิ หากไม่หักอย่างเหมาะสม จะทำให้มูลค่าทรัพย์สินบิดเบือนไปสะท้อนความสามารถของผู้ดำเนินการแทน

2. ความไม่แน่นอนของค่าใช้จ่าย

- ค่าใช้จ่ายประจำ เช่น ค่าบำรุงรักษา ภาษี และสาธารณูปโภค มักมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในภาวะเงินเฟ้อ
- หากประเมินค่าใช้จ่ายต่ำเกินไป จะทำให้รายได้สุทธิ (NOI หรือ FMOP) สูงเกินความเป็นจริง
- ค่าใช้จ่ายไม่คาดคิด เช่น ค่าซ่อมฉุกเฉิน ค่าประกันภัย หรือค่าพลังงาน ควรถูกสะท้อนในแบบจำลองกระแสเงินสด (Pro Forma) อย่างเหมาะสม

3. การกำหนดอัตราผลตอบแทน (Cap Rate / Discount Rate)

- Cap Rate: การประเมิน Cap Rate ที่เหมาะสมเป็นสิ่งท้าทาย เนื่องจากต้องพิจารณาทั้งอัตราดอกเบี้ย ความเสี่ยงของตลาด และสภาพคล่อง หากใช้ Cap Rate ต่ำเกินไป อาจทำให้มูลค่าทรัพย์สินสูงเกินจริง

- Discount Rate: โดยเฉพาะในกรณี DCF (Discounted Cash Flow) การตั้งอัตราคิดลดควรเชื่อมโยงกับ Risk-Free Rate และ Risk Premium ที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงของแต่ละทรัพย์สิน เช่น ความมั่นคงของรายได้ ความสามารถในการแข่งขัน หรือประสิทธิผลประกอบการ

4. ความเชื่อมั่นของนักลงทุน

- Sensitivity Analysis: นักลงทุนมักต้องการเห็นการวิเคราะห์ความอ่อนไหวต่อสมมติฐานหลัก เช่น ค่าเช่า ค่าใช้จ่าย Cap Rate หรือ Discount Rate เพื่อประเมินความเสี่ยงของการลงทุน
- การให้น้ำหนักกับ Yield มากกว่า Value: ในสภาวะตลาดไม่แน่นอน นักลงทุนให้ความสำคัญกับผลตอบแทนจากการถือครอง (Yield) มากกว่าการประเมินมูลค่าแบบสัมบูรณ์ โดยเฉพาะในทรัพย์สินที่รายได้ไม่แน่นอน เช่น โรงแรมหรือโรงพยาบาล

แนวทางการจัดการความไม่แน่นอน

1. ใช้ Scenario Analysis: พัฒนาแบบจำลองกระแสเงินสดที่สะท้อนสถานการณ์ที่เป็นไปได้หลากหลาย เช่น กรณีปกติ กรณีแย่ และกรณีดีที่สุด
2. ตั้งสมมติฐานอย่างโปร่งใส: ระบุที่มาของข้อมูล เช่น ค่าเช่า NOI Cap Rate และ Discount Rate ที่ใช้อ้างอิง พร้อมเปิดเผยวิธีการคำนวณ
3. เลือกเทคนิคให้เหมาะกับลักษณะของรายได้: ใช้ DCF สำหรับทรัพย์สินที่มีรายได้เปลี่ยนแปลงตามเวลา หรือ Yield Capitalization สำหรับทรัพย์สินที่มีรายได้คงที่ พร้อมวิเคราะห์ Terminal Value อย่างรอบคอบ โดยใช้อัตราผลตอบแทนสุดท้าย (Terminal Cap Rate) ที่เหมาะสมกับตลาด