

บทที่ 4

ผลการศึกษา

4.1 การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทนำตาลขอนแก่นจำกัด (มหาชน)

4.1.1 การวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจ

ภาวะเศรษฐกิจไทยปี 2553 และแนวโน้มเศรษฐกิจไทยปี 2554

หลังจากที่เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวขึ้นจากวิกฤตเศรษฐกิจถดถอยโดยในช่วงครึ่งแรกของปี 2553 มีอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจเฉลี่ยร้อยละ 10.6 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งเป็นอัตราสูงสุดในรอบ 15 ปี อีกทั้งยังสูงเป็นอันดับต้นๆ ในเอเชีย เป็นรองเพียงสิงคโปร์ ใต้หวัน และ จีน แม้ต้องเผชิญกับปัจจัยลบจากเหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองก็ตาม การขยายตัวของเศรษฐกิจที่ดีขึ้นนี้เป็นผลมาจากการส่งออกที่เติบโตสูงอย่างมาก ตามการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย การเปิดเสรีทางการค้า (FTA) อย่างครอบคลุมมากขึ้น โดยเฉพาะกรอบความตกลงอาเซียน (AFTA) ที่มีการเปิดเสรีอย่างเต็มรูปแบบตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2553 รวมทั้งผลจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลไทยแต่เมื่อเข้าสู่ช่วงครึ่งปีหลัง เศรษฐกิจไทยเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว โดยการส่งออก ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจมาโดยตลอดนั้น กลับเริ่มปรากฏสัญญาณที่ชะลอตัวลง อันเป็นผลจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจของประเทศสำคัญของโลก รวมทั้งค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยแข็งค่าขึ้นถึงร้อยละ 9 นับจากเดือนกรกฎาคมถึงเดือนพฤศจิกายน นอกจากนี้ เศรษฐกิจในไตรมาสที่ 4/2553 ยังได้รับผลกระทบจากสถานการณ์อุทกภัยภายในประเทศครั้งใหญ่ ซึ่งจะยิ่งทำให้เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวอยู่แล้วปรับตัวลดลงอย่างมาก (รายละเอียดเพิ่มเติมในกรุงเทพมหานครธุรกิจ, 2553)

แนวโน้มปี 2554

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวในปี 2554 โดยอัตราการขยายตัวอาจชะลอลงมาที่ร้อยละ 3.5-4.5 สาเหตุสำคัญเป็นผลมาจากการเปรียบเทียบกับฐานที่สูงในปีที่ผ่านมา ที่เศรษฐกิจไทยมีการฟื้นตัวอย่างมาก ทั้งนี้ แรงขับเคลื่อนหลักจากการส่งออกอาจเติบโตต่ำลงเหลือเป็นตัวเลขหลักเดียว โดยมีกรอบคาดการณ์ที่ร้อยละ 6.0-10.0 จากที่คาดว่าจะเติบโตสูงประมาณร้อยละ 27 ในปี 2553 อย่างไรก็ตาม การลงทุน ยังมีแนวโน้มขยายตัวสูง ซึ่งเป็นที่คาดหวังกว่าจะเข้ามาเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในภาวะที่การส่งออกอ่อนกำลังลง โดยคาดว่าจะการลงทุนอาจขยายตัวร้อยละ 7.5-9.0 ซึ่งนับว่าเป็นอัตราที่สูงแม้ว่าจะชะลอลงจากปี 2553 จากที่เคยคาดว่าจะขยายตัวมากกว่าร้อยละ

10 ส่วนการบริโภค โดยทั่วไปน่าจะขยายตัวค่อนข้างต่อเนื่องอยู่ในช่วงร้อยละ 3.0-3.5 จากที่คาดว่า จะขยายตัวประมาณร้อยละ 3.7 ในปี 2553 ซึ่งเป็นไปตามการเพิ่มขึ้นของรายได้ของผู้บริโภค จาก การจ้างงานในประเทศที่เพิ่มขึ้น การปรับขึ้นค่าจ้าง รวมทั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจของจังหวัด สำคัญๆ จากการขยายการลงทุนของธุรกิจไปสู่ภูมิภาคและการเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจกับประเทศ เพื่อนบ้าน

สำหรับทิศทางราคาสินค้าคงมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูง โดยผลจากเหตุการณ์อุทกภัยที่หนุน ราคาสินค้าเกษตรให้พุ่งสูงขึ้น การปรับตัวสูงขึ้นของราคาน้ำมัน และการปรับขึ้นค่าจ้างใน ภาคเอกชนและเงินเดือนข้าราชการในปี 2554 จะมีส่วนผลักดันให้อัตราเงินเพื่อปรับสูงขึ้นในเดือน ต่อๆ ไป ดังนั้น จึงมีโอกาที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยจะกลับสู่วัฏจักร ขาขึ้นอีกครั้งในปี 2554 อัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะปรับขึ้นไปสู่ระดับร้อยละ 2.50 จากระดับ ภาวะการณ ๓ สิ้นปี 2553 ที่ร้อยละ 1.75 ด้านแนวโน้มค่าเงินบาทอาจยังมีโอกาสที่จะปรับตัวแข็งค่า ขึ้น ท่ามกลางกระแสการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่จะยังคงดำเนินต่อไปพร้อมๆ กับการ ททยอดดำเนินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ หรือ QE2 ของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ FED ขณะที่ เศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ยังมีแนวโน้มเติบโตในระดับที่ค่อนข้างดี แม้จะ ชะลอตัวลงบ้างก็ตาม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะจูงใจให้มีเงินลงทุนไหลเข้าสู่ตลาดการเงินในภูมิภาค ประกอบกับดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยยังคงมีแนวโน้มเกินดุลในระดับที่สูง ปัจจัยทั้งหลายนี้ จะเป็นแรงสนับสนุนการแข็งค่าของเงินบาท อย่างไรก็ตามก็ยังคงต้องพิจารณานโยบายควบคุมเงินทุน (Capital Control) ของชาติเอเชีย รวมทั้งไทย ตลอดจนความเสี่ยงทางเศรษฐกิจในประเทศพัฒนา แล้วและปัญหาหนี้ในยุโรป ซึ่งข่มขู่ส่งผลกระทบต่อกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และมีผลต่อ ทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนของไทยด้วยเช่นกัน ค่าเงินบาทอาจแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 28 บาท/ ดอลลาร์ฯจากระดับภาวะการณ ๓ สิ้นปี 2553 ที่ 29 บาท/ดอลลาร์ฯผลต่อธุรกิจ ในปี 2554 ธุรกิจส่วน ใหญ่มีแนวโน้มชะลอตัว โดยหลายธุรกิจคงเติบโตช้าลงจากที่ฟื้นตัวอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมส่งออก อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมส่งออกบางกลุ่มยังคงมีแนวโน้มดี โดยบางอุตสาหกรรมมีแรงส่งจากการเข้ามาลงทุนขยายฐานการผลิตในประเทศไทยของบริษัทข้าม ชาติ เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์และชิ้นส่วน อุปกรณ์ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่ง ผู้ผลิตชิ้นส่วนส่ง ให้แก่เครือข่ายบริษัทต่างชาติในกลุ่มนี้มีโอกาสที่ยอดขายจะเติบโตสูงขึ้น รองรับปริมาณกำลังการ ผลิตสินค้าขั้นสุดท้ายในประเทศที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ขณะเดียวกันผู้ประกอบการที่ผลิตและ ส่งออกสินค้าในกลุ่มเกษตรและอาหาร หลายชนิดมีโอกาได้ประโยชน์จากความต้องการที่มีต่อ สินค้าจากไทยเพิ่มสูงขึ้น รวมทั้งราคาสินค้าเกษตรในตลาดโลกมีแนวโน้มอยู่ในเกณฑ์สูงในช่วงปี 2554 เนื่องจากผลผลิตในประเทศผู้ผลิตรายสำคัญลดลงจากภัยพิบัติทางธรรมชาติ แต่ขณะเดียวกัน

ผู้ประกอบการ ในธุรกิจที่เผชิญการแข่งขันสูงด้านราคา และอ่อนไหวต่อการแข็งค่าของเงินบาท อาจต้องมีการปรับตัวค่อนข้างมาก เช่น กลุ่มสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม รองเท้า ผลิตภัณฑ์เครื่องหนัง เฟอร์นิเจอร์ ผลิตภัณฑ์พลาสติก และผลิตภัณฑ์เซรามิกส์ เป็นต้น สำหรับในด้านอุตสาหกรรมที่พึ่งพาดตลาดภายในประเทศหลายธุรกิจอาจยังมีปัจจัยสนับสนุนการเติบโตโดยเฉพาะกลุ่มที่เติบโตตามวัฏจักรการลงทุน ทั้งโครงการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งจะสนับสนุนการเติบโตในธุรกิจก่อสร้างและวัสดุก่อสร้าง เครื่องจักรและอุปกรณ์ และนิคมอุตสาหกรรม ซึ่งผู้ประกอบการกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง (โดยเฉพาะผู้รับเหมาโครงการในต่างจังหวัดที่จะได้รับผลดีจากการบูรณะฟื้นฟูความเสียหายจากน้ำท่วม) ผู้ติดตั้งอุปกรณ์โรงงาน ผู้ค้าวัสดุก่อสร้างน่าจะได้รับผลดีในภาพรวม ทิศทางเศรษฐกิจในปี 2554 ยังมีปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ทิศทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังไม่มั่นคง และทิศทางอัตราแลกเปลี่ยนจะมีความผันผวนสูง ขณะที่ต้นทุนการดำเนินธุรกิจมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามภาวะราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อัตราดอกเบี้ย และค่าจ้างแรงงาน ซึ่งประเด็นเหล่านี้เป็นสิ่งที่ผู้ประกอบการต้องเตรียมรับมือ ทั้งในด้านการปรับโครงสร้างและกระบวนการทางธุรกิจเพื่อลดต้นทุน ซึ่งอาจใช้ประโยชน์จากค่าเงินบาทที่แข็งค่าในการนำเข้าเครื่องจักรหรืออุปกรณ์ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต รวมทั้งการแสวงหาแหล่งวัตถุดิบในต่างประเทศ โดยเฉพาะจากประเทศที่มีความตกลงการค้าเสรีกับไทย ซึ่งภาษีศุลกากรนำเข้ามีการยกเลิกหรือปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ ยังควรศึกษาทำความเข้าใจกับการใช้ประโยชน์จากเครื่องมือทางการเงินมากขึ้น เช่น การใช้ Forward หรือ Option ในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ รวมทั้งเลือกใช้สกุลเงินในการทำธุรกรรมทางการค้าอย่างเหมาะสมในแต่ละจังหวะเวลา เพื่อลดโอกาสขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ขณะเดียวกัน ท่ามกลางแนวโน้มที่ตลาดในประเทศพัฒนาแล้วมีการชะลอตัว การแสวงหาดตลาดใหม่ๆ ที่มีศักยภาพการเติบโตสูง จะช่วยลดผลกระทบจากความต้องการในตลาดหลักที่ชะลอตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขยายตลาดไปยังประเทศที่มีความตกลงการค้าเสรีกับไทย (กรุงเทพธุรกิจ, 2553)

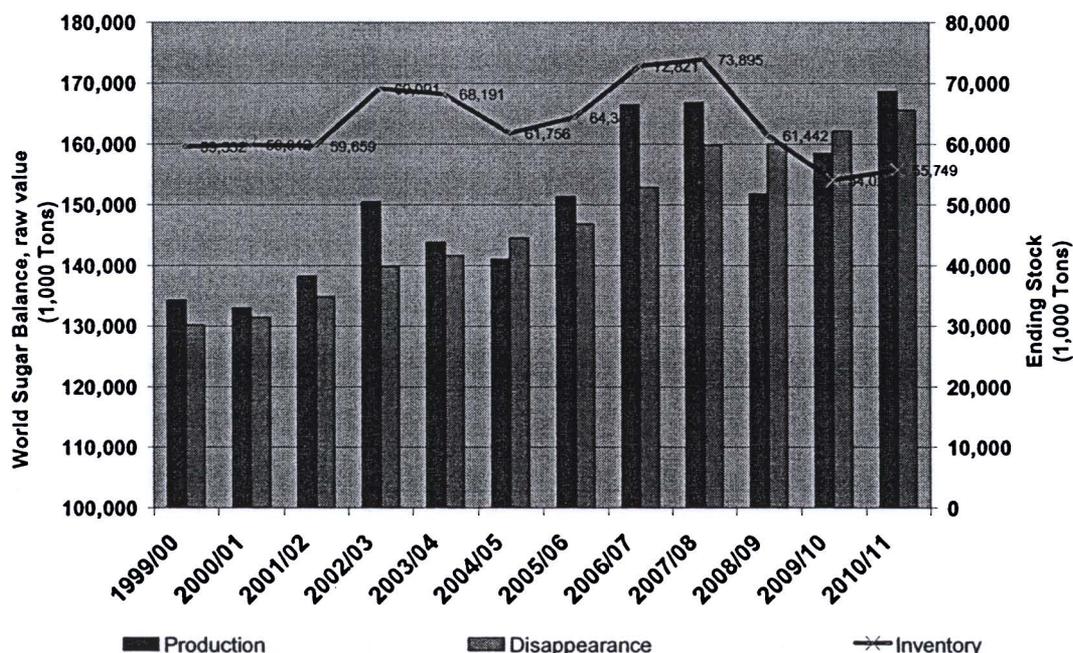
เมื่อพิจารณาการรายงานของกระทรวงพาณิชย์ พบว่ากระทรวงได้รายงานดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศเดือนมกราคม 2554 เท่ากับ 109.51 โดยสูงขึ้นจากเดือนมกราคม 2553 ร้อยละ 3.03 เป็นการขยายตัวในระดับที่เหมาะสมกับภาวะเศรษฐกิจ และเทียบกับเดือนธันวาคม 2553 สูงขึ้นร้อยละ 0.54 จะเห็นได้ว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาผู้บริโภคในเดือนมกราคม 2554 ไม่ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างที่หน่วยงานเศรษฐกิจต่างๆ คาดการณ์ไว้ การปรับตัวของเศรษฐกิจไทยต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของโลกแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งและโครงสร้างพื้นฐานเศรษฐกิจที่ดี โดยการเปลี่ยนแปลงดัชนีราคาผู้บริโภคแสดงให้เห็นว่าภาวะเศรษฐกิจของไทยเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ ประกอบกับมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพของรัฐบาล และการดูแลราคาสินค้าของกระทรวง

พาณิชย์อย่างใกล้ชิด มีส่วนช่วยลดค่าครองชีพของประชาชน โดยกระทรวงพาณิชย์คาดการณ์เงิน
เพื่อปี 2554 จะเพิ่มขึ้นระหว่างร้อยละ 3.2-3.7 (กรุงเทพฯธุรกิจ, 2553)

4.1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรมน้ำตาล

ภาพรวมของตลาดน้ำตาลโลกนั้น ผลผลิตน้ำตาลโลก ปีการผลิต 2552/53
ประมาณ 158.44 ล้านตัน เพิ่มขึ้น 6.61 ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราร้อยละ 4.35 เมื่อเทียบกับปี
2551/52 ในขณะที่ความต้องการบริโภคโลกรวมเท่ากับ 162.10 ล้านตัน ขยายตัวเพิ่มขึ้น 2.15
ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราร้อยละ 1.34 เมื่อเทียบกับปี 2551/52 จึงทำให้ปริมาณน้ำตาลคงเหลือ
ปลายปีลดลงจากระดับ 73.90 ล้านตัน ในปี 2551/52 เป็น 61.44 ล้านตัน ในปี 2552/53 คิดเป็นอัตร
ร้อยละ 33.33 ของปริมาณความต้องการบริโภค หรือเพียงพอสำหรับการบริโภคประมาณ 4.5 เดือน

รูปที่ 4.1 คุณน้ำตาลโลก (1,000 ตัน, centrifugal sugar, raw value, OCT/SEP)



ที่มา : รายงานประจำปีบริษัทหลักทรัพย์น้ำตาลขอนแก่นจำกัดมหาชน

จากการประมาณผลผลิตน้ำตาล ณ 19 พฤศจิกายน 2553 คาดว่า ผลผลิตในปี 2553/54 จะ
เพิ่มขึ้น 6.44% จาก 158.44 ล้านตัน เป็น 168.64 ล้านตัน ส่วนการบริโภคจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.13%
162.10 ล้านตัน เป็น 165.55 ล้านตัน ซึ่งจะทำให้ปริมาณผลผลิตน้ำตาลโลกเกินดุลเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี
ส่งผลให้ปริมาณน้ำตาลคงเหลือปลายงวดของโลก ปี 2553/54 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 54.02 ล้านตัน เป็น
55.75 ล้านตัน ส่วนในทวีปเอเชีย คาดว่าปี 2552/53 จะมีน้ำตาลผลิตไม่พอต่อการบริโภคต่อเนื่อง โดย

ปริมาณน้ำตาลขาดจะอยู่ประมาณ 14.7 ล้านตัน อย่างไรก็ตามการประมาณการดังกล่าว อาจเปลี่ยนแปลงไป ตามอุปสงค์ และอุปทานที่เปลี่ยนแปลงไป

นอกจากนี้ สภาพภูมิอากาศที่ไม่แน่นอน เช่นการเกิดอุทกภัย ภัยแล้ง หรือหนาวจัด ในประเทศผู้ผลิตและประเทศผู้บริโภค และจำนวนประเทศผู้ผลิตที่สามารถส่งออกได้ที่มีอยู่อย่างจำกัด จึงทำให้เหตุการณ์ใดก็ตามที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณน้ำตาลที่ผลิตได้ ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำตาลตลาดโลก เช่นกัน รวมถึงในช่วง 2 - 3 ปีที่ผ่านมา การเข้ามาลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของกองทุนต่างประเทศ ส่งผลให้ราคาน้ำตาลตลาดโลกมีความผันผวนสูง ดังเห็นจากราคาในปี 2551 อยู่ระหว่าง 10 - 15 เซ็นต์ต่อปอนด์ ได้ปรับตัวสูงไปที่ระดับราคา 16 - 17 เซ็นต์ต่อปอนด์ ช่วงกลางปี 2552 และปรับขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 28 - 30 เซ็นต์ต่อปอนด์ ช่วงปลายปี 2552 และจากนั้นช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 2553 ราคาได้ปรับตัวลดลงกลับไปอยู่ที่ระดับ 16 - 17 เซ็นต์ต่อปอนด์ โดยลงมาต่ำสุดที่ 14 เซ็นต์ต่อปอนด์ ต่อมาราคาเริ่มปรับขึ้นช่วงปลายปี 2553 ราคาน้ำตาลปรับตัวสูงขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 30 เซ็นต์ต่อปอนด์ ซึ่งปัจจุบันราคาอยู่ที่ระดับ 28 - 32 เซ็นต์ต่อปอนด์

สำหรับแนวโน้มราคาในอนาคต จะขึ้นอยู่กับความสามารถในการส่งออกของประเทศอินเดีย ผลกระทบต่อสภาพอากาศในประเทศผู้ผลิตรายใหญ่ เช่น ปัญหาน้ำท่วม ภัยแล้ง ในบราซิล และออสเตรเลีย ผลกระทบต่อผลผลิตในประเทศผู้ผลิตยุโรป ผลผลิตของประเทศไทย เป็นต้น รวมถึงการกระจายการลงทุนของกองทุนไปลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ อัตราแลกเปลี่ยนสหรัฐ ราคาน้ำมัน และภาพรวมเศรษฐกิจโลก

สำหรับช่องทางการจำหน่ายในการส่งออกของโรงงานน้ำตาลไทย สามารถแบ่งเป็นดังนี้

1.ขายผ่านเทรดเดอร์รายใหญ่ (Traders) เช่น บริษัท Cargill บริษัท Tate & Lyle บริษัท Kerry เป็นต้น จากนั้นเทรดเดอร์ นำน้ำตาลไทยไปขายต่อให้ผู้ซื้ออื่น ๆ ในต่างประเทศต่อไป การขายให้กับเทรดเดอร์ จะเป็นการลดความเสี่ยงในเรื่องการเก็บเงินไม่ได้ และลดความยุ่งยากในการจัดการเรื่องการส่งออก โดยโรงงานน้ำตาลไทยจะรับผิดชอบการขนส่งถึงท่าเรือที่ส่งออกในประเทศไทยเท่านั้น เช่น FOB Ports @ Bangkok หรือ FOB Ports @ Lamchabang เป็นต้น

2. ส่งออกผ่านชายแดนไปยังประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ประเทศลาว และ ประเทศกัมพูชา โดยทยอยขายเป็นจำนวนน้อยให้กับผู้ค้ำน้ำตาลชายแดน

3.ขายให้กับผู้ผลิตเพื่อการส่งออกที่ใช้น้ำตาลเป็นวัตถุดิบ เนื่องจากในบางช่วงเวลา ราคาน้ำตาลภายในประเทศสูงกว่าราคาน้ำตาลต่างประเทศ ทำให้ผู้ผลิตที่ใช้น้ำตาลเป็นวัตถุดิบ ในการผลิตสินค้าของตน เพื่อนำไปส่งออกไม่สามารถแข่งขันกับผู้ผลิตอื่นในตลาดโลกได้ ดังนั้นเพื่อเป็นการส่งเสริมการลงทุนด้านอุตสาหกรรมอาหารและเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ทางภาครัฐจึง

เปิดโอกาสให้ผู้ผลิตเพื่อการส่งออกสามารถขออนุญาตซื้อน้ำตาลได้ที่ราคาน้ำตาลตลาดโลก โดยอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ทางภาครัฐกำหนด

การตลาดและภาวะอุตสาหกรรมในตลาดในประเทศ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลไทยอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติอ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งกำหนดให้คณะกรรมการอ้อยและน้ำตาล ควบคุมปริมาณน้ำตาลให้มีปริมาณเพียงพอกับปริมาณความต้องการน้ำตาลภายในประเทศ โดยทุกปี คณะกรรมการอ้อยและน้ำตาล จะประมาณการปริมาณน้ำตาลที่จะบริโภคภายในประเทศ จากนั้นกำหนดออกเป็นโควตา และกระจายโควตาตามสัดส่วนปริมาณน้ำตาลที่ผลิตได้ให้แก่โรงงานน้ำตาล ตามปริมาณน้ำตาลที่แต่ละโรงงานผลิต อีกทั้งราคาจำหน่ายน้ำตาลภายในประเทศถูกควบคุมภายใต้ พรบ.ว่าด้วยสินค้าและบริการปี 2542 โดยภาครัฐได้ประกาศราคาจำหน่ายน้ำตาลภายในประเทศ เป็นดังนี้

1. ราคาน้ำตาลทรายขาวธรรมดาจำหน่ายส่งมอบ ณ โรงงานขายได้ไม่เกิน 1,900 บาทต่อกระสอบ 100 กิโลกรัม

2. ราคาน้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์จำหน่ายส่งมอบ ณ โรงงานขายได้ไม่เกิน 2,000 บาทต่อกระสอบ 100 กิโลกรัม

3. ราคาจำหน่ายส่ง ส่งมอบ ณ สถานที่จำหน่ายส่งทุกท้องที่ทั่วราชอาณาจักร ของน้ำตาลทรายขาวธรรมดาจะขายได้ไม่เกิน 1,965 บาทต่อกระสอบ 100 กิโลกรัม ของน้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์จะขายได้ไม่เกิน 2,065 บาทต่อกระสอบ 100 กิโลกรัม

4. ราคาจำหน่ายปลีกในเขตกรุงเทพมหานคร นนทบุรี ปทุมธานี สมุทรปราการ และสมุทรสาคร น้ำตาลทรายขาวธรรมดา จะขายได้ไม่เกิน 21.50 บาทต่อกิโลกรัม น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ จะขายได้ไม่เกิน 22.50 บาทต่อกิโลกรัม (รวม VAT) โดยการควบคุมราคาดังกล่าวไม่บังคับกับน้ำตาลทรายชนิดก้อนสี่เหลี่ยมบรรจุกล่องหรือที่บรรจุในซอง น้ำหนักไม่เกินซองละ 10 กรัม สภาวะการแข่งขันและคู่แข่ง

ปัจจุบันประเทศไทยมีโรงงานน้ำตาลจำนวน 47 โรง รวมมีกำลังการหีบอ้อยประมาณ 60 - 80 ล้านตันอ้อย / ปี ผลิตน้ำตาลประมาณ 5.0 - 8.0 ล้านตันน้ำตาล / ปี (ขึ้นอยู่กับปริมาณอ้อยเข้าหีบแต่ละปี) โดยมีระยะเวลาการหีบอ้อยในแต่ละปีประมาณ 4 - 6 เดือนเท่านั้น ฤดูกาลหีบอ้อยจะเริ่มประมาณเดือนพฤศจิกายนของแต่ละปีจนถึงประมาณเดือนเมษายน หรือ พฤษภาคม จำนวนของโรงงานน้ำตาลปัจจุบันถูกควบคุมจากทางภาครัฐ โดยผู้ประกอบการ โรงงานน้ำตาลต้องได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย และกรมโรงงาน กระทรวงอุตสาหกรรมก่อน ถึงจะขยายกำลังการผลิต หรือย้ายฐานการผลิต หรือสร้างโรงงานน้ำตาลแห่งใหม่ได้

ปัจจุบันประเทศไทยมีโรงงานน้ำตาลทั้งหมด 47 โรงงาน สามารถแบ่งเป็นกลุ่มโรงงานน้ำตาลซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ของประเทศไทยได้เป็น 5 กลุ่มใหญ่ ที่เหลือเป็นผู้ผลิตรายย่อย โดยกลุ่มโรงงานน้ำตาลขอนแก่น ถือได้ว่าเป็นกลุ่มผู้ผลิตที่มีปริมาณอ้อยเข้าหีบเป็นอันดับ 4 มีส่วนแบ่งตลาดประมาณร้อยละ 7 - 8 มีโรงงานทั้งหมด 4 โรงตั้งอยู่ใน 3 ภูมิภาค คือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ (1 โรง) ภาคกลาง (2 โรง) และ ภาคตะวันออก (1 โรง) โดยตารางที่ 3.3 แสดงยอดขายของน้ำตาลชนิดต่าง ๆ ในปี 2550/51 2551/52 และ 2552/53 และสัดส่วนส่งออกต่อการขายในประเทศ

ตารางที่ 4.1 ยอดขายน้ำตาลชนิดต่าง ๆ และสัดส่วนการส่งออกต่อการขายในประเทศ 3 ปีย้อนหลัง

ยอดขายและราคาขาย	2553	2553	2553	2552	2552	2552	2551	2551	2551
	ปริมาณหน่วย	ปริมาณเฉลี่ยบาท: หน่วย	จำนวนเงิน ล้าน บาท	ปริมาณหน่วย	ปริมาณเฉลี่ยบาท: หน่วย	จำนวนเงิน ล้านบาท	ปริมาณหน่วย	ปริมาณเฉลี่ยบาท: หน่วย	จำนวนเงิน ล้านบาท
น้ำตาล	466,089	18,539	8,641	549,967	15,481	8,514	627,341	12,553	7,875
น้ำตาลภายในประเทศ	145,153	19,608	2,846	153,028	19,514	2,986	178,290	17,149	3,058
น้ำตาลขายนอกประเทศ	320,936	18,055	5,795	396,939	13,927	13,927	499,051	10,728	380
กากน้ำตาล	148,452	4,424	657	91,669	2,857	262	161,049	2,362	380
ราคาน้ำตาลในประเทศต่อทั้งหมด	31%		33%	28%		35%	28%		39%

หมายเหตุ : น้ำตาล หน่วย : ตัน ราคา : บาทต่อตัน กากน้ำตาล หน่วย : ตัน ราคา : บาทต่อตัน

ที่มา : รายงานประจำปีบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

4.1.3 วิเคราะห์ภาพรวมของบริษัท

ความเป็นมาและพัฒนาการที่สำคัญ

บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) เริ่มขึ้นเมื่อ พ.ศ.2488 โดยกลุ่มนักธุรกิจชาวไทยเชื้อสายจีน 3 ตระกูล ได้ร่วมลงทุนก่อตั้งบริษัท กว่างสูนหลี จำกัด ขึ้น เพื่อดำเนินธุรกิจผลิตน้ำตาลทราย ซึ่งต่อมาธุรกิจในกลุ่มบริษัท กว่างสูนหลี ได้เติบโตและขยายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่องโดยการซื้อและก่อสร้างโรงงานน้ำตาลเพิ่มเติมอีกหลายแห่ง เช่น โรงงานน้ำตาลธนบุรี (โรง 1, โรง 2, โรง 3) โรงงานน้ำตาลอ่างเวียง โรงงานน้ำตาลท่ามะกา โรงงานน้ำตาลนิวกุงไทย และโรงงานน้ำตาลประจวบอุตสาหกรรม

พ.ศ.2517 ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงโดยปรับปรุงโครงสร้างผู้ถือหุ้น และโครงสร้างกลุ่มบริษัทใหม่ โดยมีคุณนันทา ชินธรรมมิตร เป็นประธานกลุ่มบริษัท และคุณชวลิต ชินธรรมมิตร เป็น

กรรมการผู้จัดการ มีโรงงานน้ำตาลอยู่ภายใต้การบริหารอยู่ 3 โรงงาน ได้แก่ บริษัท น้ำตาลท่ามะกา จำกัด บริษัท โรงงานน้ำตาลนิวกองไทย จำกัด ทั้งสองแห่งอยู่ที่กาญจนบุรี และบริษัท น้ำตาลนิวกว่างส์หนี่ จำกัด อยู่ที่จังหวัดชลบุรี และในปี 2519 ได้มีการจัดตั้งโรงงานน้ำตาลใหม่อีกแห่งที่จังหวัดขอนแก่น คือ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด ตั้งแต่นั้นมากลุ่มบริษัทได้มีการขยายการลงทุนในธุรกิจต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจน้ำตาล มาโดยตลอด เช่น บริษัท ไทยชูการ์ เทอร์มิเนล จำกัด (มหาชน) บริษัท เคเอสแอล เอ็กซ์พอร์ตเทรดดิ้ง จำกัด บริษัท เคเอสแอล เรียวเอสเตท จำกัด

พ.ศ. 2546 กลุ่มบริษัท ภายใต้การบริหารงานของคุณจำรูญ ชินธรรมมิตร กรรมการผู้จัดการ และด้วยความเห็นชอบของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัท ได้ทำการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัทใหม่ จากเดิม ที่ผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มเข้าไปถือหุ้นเป็นการส่วนตัวในบริษัทน้ำตาลแต่ละแห่ง เปลี่ยนเป็นการนำเอาบริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด เป็นบริษัทโฮลดิ้ง เข้าไปถือหุ้นในบริษัทน้ำตาล และบริษัทอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องแทน ส่วนผู้ถือหุ้นเดิมเกือบทั้งหมดเข้าไปถือหุ้นที่บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด แต่เพียงแห่งเดียว และในปี พ.ศ. 2547 บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด ได้จดทะเบียนแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน และได้เพิ่มทุนจดทะเบียน เพื่อนำหุ้นเพิ่มทุนส่วนหนึ่งไปเสนอขายให้แก่บุคคลทั่วไป พร้อมกับจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเดือนกุมภาพันธ์ 2548 โดยวัตถุประสงค์ของการระดมทุนส่วนหนึ่ง เกิดจากการนำเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่อยอดต่าง ๆ เช่น โครงการโรงงานผลิตเอทานอล โครงการโรงงานผลิตปุ๋ย และโครงการโรงไฟฟ้า เงินที่เหลือจากการระดมทุนจะเป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัท

พ.ศ. 2549 ภายหลังจากที่โครงการต่าง ๆ ที่บริษัทวางแผนไว้ ได้ดำเนินการไปด้วยดี ทางบริษัทจึงได้ประกาศโครงการลงทุนเพิ่มอีก 2 โครงการ ได้แก่ โครงการปลูกอ้อยและสร้างโรงงานน้ำตาลที่ประเทศลาว และโครงการปลูกอ้อยและสร้างโรงงานน้ำตาลที่ประเทศกัมพูชา ซึ่งดำเนินการเชิงพาณิชย์ในปี 2553

จากการที่บริษัทได้รับใบอนุญาตในหลักการให้ย้ายและขยายโรงงานน้ำตาล 2 แห่ง และใบอนุญาตในการก่อสร้างโรงงานเอทานอล 2 แห่ง ในปี 2551 บริษัทได้ตัดสินใจลงทุนในโครงการเพิ่ม 1 โครงการ คือ โครงการพลังงานทดแทนที่บ่อพลอย ซึ่งจะประกอบด้วย โครงการย่อยต่อเนื่อง 4 โครงการ อันได้แก่ โครงการย้ายและขยายกำลังการผลิตโรงงานน้ำตาล จากอำเภอท่ามะกา มาที่อำเภอบ่อพลอย และขยายกำลังการผลิตเป็น 32,000 ตันต่อวัน โครงการลงทุนโรงงานผลิตเอทานอล ที่กำลังการผลิต 200,000 ลิตรต่อวัน โครงการ โรงผลิตกระแสไฟฟ้าขนาด 90 MW และโครงการโรงงานผลิตปุ๋ยชีวภาพ โดยคาดว่าบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการในปี 2554



นอกจากนี้ ในปี 2553 บริษัทได้รับใบอนุญาตในหลักการเพื่อก่อสร้างโรงงานใหม่ที่จังหวัดเลยอีก 1 ใบ ซึ่งใบอนุญาตใหม่นี้ และใบอนุญาตย้ายโรงงานที่เหลือ ทางบริษัทอยู่ระหว่างการศึกษารายละเอียด ซึ่งทางบริษัทจะแจ้งให้ทราบต่อไป โดยบริษัทได้คำนึงถึงสภาพคล่องของบริษัทในอนาคต และปัจจัยต่าง ๆ ทางด้านเศรษฐกิจ ประกอบการตัดสินใจลงทุนโครงการในอนาคตต่อไป

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) เป็นกลุ่มบริษัทผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 4 ของประเทศไทย โดยกลุ่มบริษัทมีโรงงานน้ำตาลที่อยู่ภายใต้กลุ่มธุรกิจทั้งหมด 4 โรง โดยแบ่งสายการผลิตออกเป็น 3 ภาค ดังนี้

1.ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ แถบจังหวัดขอนแก่น มี 1 โรงงาน ได้แก่ บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

2.ภาคกลาง แถบจังหวัดกาญจนบุรี มี 2 โรงงาน ได้แก่ บริษัท โรงงานน้ำตาลนิวกองไทย จำกัด และ บริษัท น้ำตาลท่ามะกา จำกัด

3.ภาคตะวันออกมี 1 โรงงาน คือ บริษัท น้ำตาลนิวกว่างสู่นหลิ จำกัด

ผลิตภัณฑ์ที่ทางบริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยผลิต จะประกอบด้วยผลิตภัณฑ์หลักที่เป็นน้ำตาลทราย ซึ่งสามารถจำแนกประเภทได้ 4 ประเภท คือ น้ำตาลทรายดิบ (Raw Sugar) น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง (High Pol Sugar) น้ำตาลทรายขาว (White Sugar) และน้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ (Refined Sugar) และผลิตภัณฑ์เสริมที่เกี่ยวข้องที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลทรายอีก เช่น กากน้ำตาล (Molasses) กากอ้อย (Bagasses) และกากหม้อกรอง (Filter Cake) โดยบริษัทได้ขยายการลงทุนต่อยอดจากกระบวนการผลิตน้ำตาล เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม (ดังแสดงในรูป4.3) คือ

1 โรงงานผลิตเอทานอล ซึ่งใช้ผสมกับน้ำมัน เป็นเชื้อเพลิงสำหรับรถยนต์ ใช้วัตถุดิบคือ กากน้ำตาล และน้ำอ้อย

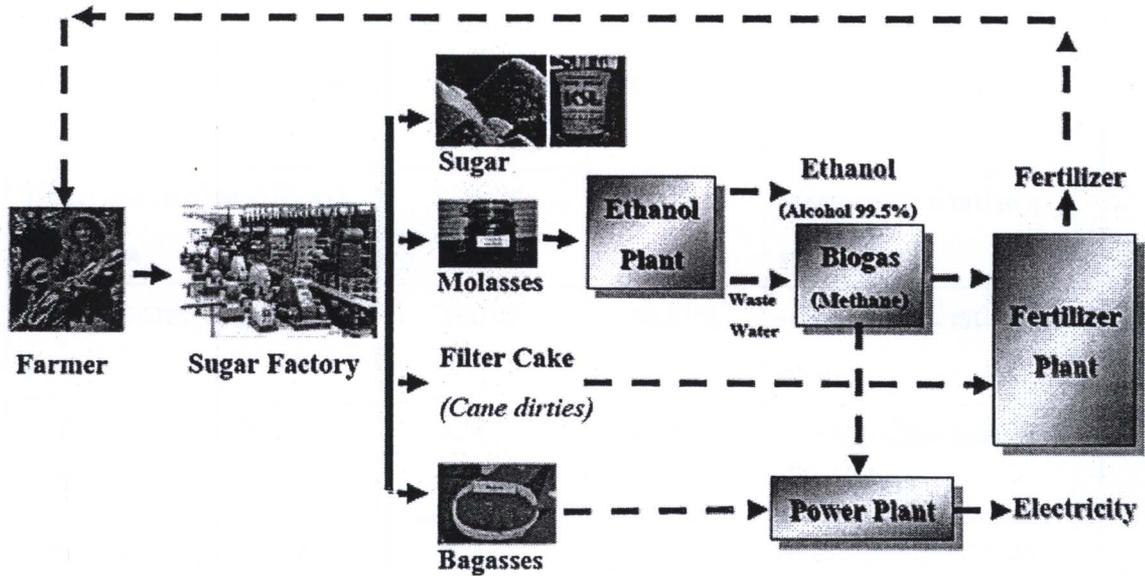
2 โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ ใช้วัตถุดิบที่เป็นน้ำเสียที่มาจากกระบวนการผลิตเอทานอล มาหมักให้ได้ก๊าซชีวภาพเป็นเชื้อเพลิงเสริมสำหรับโรงไฟฟ้า

3 โรงงานผลิตปุ๋ยชีวภาพ ใช้วัตถุดิบที่เป็นของเสียจากกระบวนการผลิตน้ำตาล (กากหม้อกรอง) และน้ำเสียที่มาจากกระบวนการผลิตก๊าซชีวภาพ และการผลิตเอทานอล

4 โรงไฟฟ้า ใช้วัตถุดิบที่เป็นของเสียจากกระบวนการผลิตน้ำตาล (กากอ้อย) และก๊าซชีวภาพที่ได้จากโรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ เป็นเชื้อเพลิงในการผลิตกระแสไฟฟ้า และพลังไอน้ำ

ขายให้กับโรงงานในเครือและการไฟฟ้า (รายงานประจำปีบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน), 2554)

รูปที่ 4.2 รูปการขยายลงทุนต่อยอดจากกระบวนการผลิตน้ำตาลของบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)



ที่มา : รายงาน 56-1 บริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ณ วันที่ 31 ตุลาคม 2553 บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อย มีการลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมรวม 15 บริษัท โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.2 แสดงบริษัทย่อย ที่มีการลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมรวม 15 บริษัท

ธุรกิจน้ำตาล	ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)	สัดส่วนการ ลงทุน	ประเภทของธุรกิจ
บริษัท น้ำตาลท่ามะกา จำกัด	600.00	90.21%	ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทราย
บริษัท โรงงานน้ำตาลนิวกุง ไทย จำกัด	1,000.00	95.78%	ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทราย
บริษัท น้ำตาลนิวกวางสู่นหลิ จำกัด	500.00	98.61%	ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทราย
บริษัท น้ำตาลสะหวันนะเขต จำกัด	684.75	98.49%	เพาะปลูกอ้อยและผลิตน้ำตาลที่ลาว
Koh Kong Plantation Co., Ltd	553.90	70.00%	เพาะปลูกอ้อยที่เกาะกง กัมพูชา
Koh Kong Sugar Industry Co., Ltd	798.90	70.00%	ผลิตน้ำตาลที่เกาะกง กัมพูชา
ธุรกิจสนับสนุน	ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)	สัดส่วนการ ลงทุน	ประเภทของธุรกิจ
บริษัท ไทยชูการ์ เทอร์มินัล จำกัด (มหาชน)	132.00	23.82%	ทำเรือ ให้เช่าคลังสินค้า และอสังหาริมทรัพย์ ผลิต จำหน่ายแป้งสาลี
บริษัท เค เอส แอล เอ็กซ์ ปอร์ตเทรคคิง จำกัด	20.00	79.55%	บริษัทรับอนุญาตส่งออก น้ำตาล
บริษัท เค เอส แอล อะโกร แอนด์ เทรคคิง จำกัด	280.00	100.00%	ซื้อมาขายไปน้ำตาลทราย ในประเทศ และดำเนิน กิจการทางการเกษตร
บริษัท วินน์ อิน เทรคคิง จำกัด	34.15	100.00%	ธุรกิจซื้อมาขายไปและให้ คำปรึกษา

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

ธุรกิจพลังงานและสารเคมี	ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)	สัดส่วนการ ลงทุน	ประเภทของธุรกิจ
บริษัท ขอนแก่น แอลกอฮอล์ จำกัด	610.00	100.00%	ผลิตและจำหน่าย เอ ทานอล หรือเชื้อเพลิงจาก การเกษตร และ ปุ๋ยชีวภาพ หรือปุ๋ยอินทรีย์
บริษัท โรงไฟฟ้าน้ำตาล ขอนแก่น จำกัด	800.00	100.00%	โรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP)
บริษัท เค เอส แอล เคมี จำกัด	7.50	100.00%	นำเข้าและจำหน่าย เคมีภัณฑ์
ธุรกิจอื่นๆ	ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)	สัดส่วนการ ลงทุน	ประเภทของธุรกิจ
บริษัท เค เอส แอล เรียด เอส เตท จำกัด	140.00	80.31%	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์และ เป็นศูนย์ฝึกอบรมของกลุ่ม
บริษัท เจมเปียน เฟอร์เมน เตชั่น จำกัด	200.00	32.50%	ร่วมลงทุนกับกลุ่ม พันธมิตร โดยเข้าไปถือหุ้น ร้อยละ 60 ในบริษัท จินทบุรี สตาร์ช จำกัด ซึ่ง เป็นโรงงานผลิตแป้งจาก มันสำปะหลัง

ที่มา: รายงาน 56-1 บริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

บริษัทมีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม โดยมีรายละเอียดสามารถจำแนกตามประเภทของธุรกิจ
ได้ดังนี้

1. ธุรกิจน้ำตาล คิดเป็นสัดส่วนรายได้สูงถึง 70% และมีโรงงานน้ำตาลกระจายไปในภาค
ต่าง ๆ กล่าวคือในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ คือ บมจ. น้ำตาลขอนแก่น ภาคกลาง คือ บริษัท โรงงาน
น้ำตาลนิวกองไทย จำกัด และ บริษัท น้ำตาลท่ามะกา จำกัด และภาคตะวันออก คือ บริษัทน้ำตาลนิ
วกว่างส์ันหลี จำกัด โดยมีผลิตภัณฑ์หลัก คือ น้ำตาลทราย แบ่งได้เป็น 4 ประเภท คือ น้ำตาลทราย

คิบ น้ำตาลทรายคิบคุณภาพสูง น้ำตาลทรายขาว และน้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ โดยมีสัดส่วนการส่งออกประมาณ 60% และจำหน่ายภายในประเทศอีก 40%

2.ธุรกิจสนับสนุน ท่าเรือและคลังสินค้า ได้แก่ บมจ. ไทยชูการ์เทอร์มินัล และบริษัทส่งออกน้ำตาล บริษัท เคเอสแอล เอ็กซ์พอร์ตเทรดดิ้ง จำกัด

3.ธุรกิจพลังงานและเคมี คือ บริษัท โรงงานขอนแก่นแอลกอฮอล์ จำกัด สามารถผลิตเอทานอล 1.5 แสนลิตรต่อวัน เพื่อส่งให้กับบริษัทแม่และจำหน่ายให้กับบริษัทน้ำมันทั่วไป และจะขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีก เนื่องจากมีความต้องการใช้เอทานอลเพิ่มขึ้น

4.ธุรกิจอื่น ๆ ได้แก่ บริษัท เคเอสแอล เรียวเอสเทต จำกัด จัดตั้งเพื่อพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก และ บริษัท แชมเปียนเฟอร์เมนเดชั่น จำกัด ซึ่งได้ร่วมลงทุนกับพันธมิตรต่างชาติจัดตั้งบริษัท จันทบุรี สตาร์ช จำกัด เพื่อผลิตและจำหน่ายแป้งมันสำปะหลัง และศึกษากระบวนการผลิตเอทานอล จากมันสำปะหลัง

สำหรับนโยบายการแบ่งการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มนั้น จะจัดบริษัทที่มีลักษณะธุรกิจคล้ายกันอยู่ภายใต้บริหารงานคณะผู้บริหารเดียวกัน เช่น บริษัทในธุรกิจน้ำตาล ทั้ง 4 บริษัท จะอยู่ภายใต้การบริหารงานของคณะกรรมการบริหารชุดเดียวกัน ส่วนบริษัทในธุรกิจสนับสนุน ธุรกิจพลังงานและสารเคมี และธุรกิจอื่น ๆ บริษัทจะจัดส่งบุคลากรของบริษัท เข้าไปร่วมเป็นกรรมการบริษัท เพื่อร่วมในการกำหนดนโยบาย และในบางบริษัทย่อย บริษัทได้ส่งบุคลากรของบริษัทเอง เข้าไปดำรงตำแหน่งผู้บริหารระดับสูงของบริษัทย่อย เพื่อให้บริษัทย่อยดังกล่าว ดำเนินนโยบายบริหารสอดคล้องกับบริษัทใหญ่

ปัจจัยเสี่ยงของบริษัท

ปัจจัยความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจของบริษัท ที่อาจมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญสามารถสรุปได้ดังนี้

1. ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ-อ้อย

กิจการบริษัทเป็น โรงงานผลิตน้ำตาลทราย ซึ่งใช้อ้อยเป็นวัตถุดิบ และบริษัทได้มีการลงทุนในโครงการต่อยอดอื่นๆ ที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้ และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มดังนั้นผลประโยชน์การบริษัทจะพึ่งพิงต่อปริมาณอ้อยซึ่งเป็นวัตถุดิบต้นทางเป็นสำคัญ

ความผันผวนของปริมาณอ้อยจะเกิดจากสาเหตุหลัก 2 ประการคือ 1 ปริมาณพื้นที่ในการเพาะปลูกอ้อย (จำนวนไร่) ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งอาจจะเกิดจากการที่เกษตรกรเปลี่ยนแปลงไปเพาะปลูกพืชไร่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่ารวมถึงเกิดจากนโยบายการส่งเสริมของรัฐ 2 ผลผลิตอ้อย

ค่อพื้นที่เพาะปลูก (ค่นค่ออ้อยไร่) ที่เปลี่ยนแปลงไปซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากสภาวะอากาศที่เปลี่ยนแปลง เช่น ภัยแล้ง และน้ำท่วม อันเนื่องมาจากสภาวะโลกร้อน

ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากปริมาณอ้อยที่ลดลง ทำให้บริษัทมีปริมาณการผลิตที่ลดลง ค่นทุนค่อหน่วยโดยเฉพาะในส่วนของค่นทุนที่ค่อหน่วยสูงขึ้น ทำไรค่อหน่วยลดลง และสุดท้ายส่งผลให้กำไรของบริษัทลดลง ยิ่งไปกว่านั้นในปีที่มีปริมาณอ้อยต่ำ จะเกิดภาวะการแย่งซื้ออ้อยจากโรงงานน้ำตาลบริเวณใกล้เคียงมากขึ้น ส่งผลให้เพื่อรักษาสัดส่วนปริมาณอ้อยเข้าหีบไว้ ทางโรงงานน้ำตาลจำเป็นต้องค่อสู้โดยการจ่ายเงินเพิ่มจากค่าอ้อยที่คำนวณตามระบบแบ่งปันผลประโยชน์ให้ไปอีก ซึ่งทำให้บริษัทมีภาระค่าใช้จ่ายในค่นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น

2. ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

ในการซื้อขายน้ำตาลในตลาดโลกนั้น น้ำตาลจัดได้ว่าเป็นสินค่านึงที่มีความผันผวนทางด้านราคาสูงเมื่อเทียบกับสินค่านึงอื่นๆ โดยราคาน้ำตาลตลาดโลกจะขึ้นอยู่กัปัจจัยหลายอย่าง เช่น อุปสงค์ อุปทานของประเทศผู้ผลิต ผู้บริโภค ผู้ส่งออก และผู้นำเข้า รวมถึงการเก็งกำไรจากนักเก็งกำไร ซึ่งจะเกี่ยวพันกับสภาพภูมิอากาศในการเอื้ออำนวยต่อการเพาะปลูกของแต่ละประเทศ นโยบายการส่งเสริม การแทรกแซง การส่งออก การนำเข้า ของอุตสาหกรรมน้ำตาลของภาครัฐ โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว อีกทั้งปัจจุบันราคาน้ำตาลยังมีส่วนหนึ่งที่สัมพันธ์กับราคาน้ำมันเชื้อเพลิงด้วย เนื่องจากอ้อยรวมถึงกากน้ำตาล สามารถนำไปผลิตเป็นแอลกอฮอล์หรือที่เรียกว่าเอทานอล สำหรับผสมกับน้ำมันเพื่อใช้เป็นเชื้อเพลิงในรถยนต์ได้ ด้วยปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ราคาซื้อขายน้ำตาลในตลาดโลกค่อนข้างผันผวนสูง

โดยทั่วไปโรงงานน้ำตาลในประเทศ ผู้กัพื้นที่จะต้องจำหน่ายน้ำตาลให้เพียงพอต่อความต้องการภายในประเทศก่อน จากนั้นน้ำตาลที่เหลือโรงงานจะสามารถนำออกไปส่งออกได้ โดยแต่ละปี สำนักอ้อยและน้ำตาลทรายจะประมาณการปริมาณความต้องการบริโภคภายในประเทศ ที่เรียกว่า โควตา ก และจะจัดสรรโควตาดังกล่าวให้แก่โรงงานน้ำตาลส่งออกของแต่ละโรง ตามสัดส่วนของปริมาณที่ผลิตได้ ซึ่งจะอยู่ระหว่าง 30:70 ถึง 40:60 ขึ้นอยู่กับปริมาณอ้อยเข้าหีบทั่วประเทศ ดังนั้นยอดขายของธุรกิจน้ำตาลจะมีความผันผวนตามราคาน้ำตาลตลาดโลกอยู่ประมาณ 60-70 % อย่างไรก็ตามทางด้านค่นทุนการผลิตน้ำตาล ค่าอ้อยซึ่งเป็นค่นทุนหลักจะเป็นไปตามระบบแบ่งปัน นั้นหมายความว่าถ้าราคาน้ำตาลปรับตัวลดลงชาวไรจะได้รับผลกระทบค่อค่าอ้อยที่ลดลงด้วย

ช่วงปี 2553 ราคาน้ำตาลโลกมีความผันผวนของราคามาก จากราคา 14-15 เซนต์ค่อปอนด์ ช่วงกลางปี 2552 ปรับขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 23-24 เซนต์ค่อปอนด์ ขึ้นไปสูงสุดที่ระดับ 30 เซนต์ค่อปอนด์ ช่วงปี 2553 และจากนั้นช่วงกุมภาพันธ์ 2553 ราคาได้ปรับตัวลดลงไปที่ระดับ 16-17 เซนต์

ต่อปอนด์ ต่อมาช่วงปลายปี 2553 ราคาน้ำตาลปรับตัวขึ้นไปที่ระดับราคา 30 เซ็นต์ต่อปอนด์ การที่ราคาน้ำตาลผันผวนมากเช่นนี้ ถ้าบริษัทไม่สามารถกำหนดราคาขายให้สูงกว่าระดับราคาที่ใช้สำหรับการหีบอ้อยได้ จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนแรงต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ดังนั้น เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากราคาที่ผันผวน บริษัทได้มีการป้องกันความเสี่ยงโดยการซื้อสัญญาล่วงหน้าผ่านสถาบันการเงิน ซึ่งการป้องกันความเสี่ยงดังกล่าว จะทำให้บริษัทสามารถรักษาความสามารถในการทำกำไรไม่ให้อยู่กับความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาตลาดโลกมากเกินไป แต่การทำการป้องกันความเสี่ยงนี้ส่งผลต่อการบันทึกกำไร หรือ ขาดทุน จากการป้องกันความเสี่ยง รวมถึงมีความเสี่ยงในส่วนเกินของปริมาณการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า มากกว่าปริมาณน้ำตาลจริงที่สามารถส่งออกได้ ซึ่งก็สามารถก่อให้เกิดภาวะขาดทุนได้

นอกจากนี้ทางด้านบริษัท จากเดิมที่ผลประกอบการของบริษัทพึ่งพิงอยู่กับธุรกิจน้ำตาลและกากน้ำตาลอย่างเดียว ทำให้ความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานแต่การที่บริษัทได้ลงทุนต่อยอด เช่น โครงการโรงงานปุ๋ยชีวภาพ และโครงการโรงงานผลิตกระแสไฟฟ้า ทำให้อนาคตบริษัทคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะพึ่งพิงกับราคาน้ำตาลในตลาดโลกได้น้อยลง

3. ความเสี่ยงเรื่องนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในไทยถูกควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลภายใต้พระราชบัญญัติอ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีสาระสำคัญของการควบคุม ในการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบโควตา จะเห็นได้ว่านโยบายที่ออกโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาล ล้วนมีผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการ

บริษัทได้ตระหนักถึงความสำคัญของ นโยบายภาครัฐในการกำหนดทิศทางของอุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาล บริษัทจึงร่วมมือกับ 3 สมาคมโรงงานน้ำตาลและสมาคมของเกษตรกรชาวไร่อ้อยในการทำความเข้าใจกับภาครัฐให้เห็นความสำคัญของอุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาล เป็นอุตสาหกรรมต้นทาง สำหรับอุตสาหกรรมอาหารและอาหารแปรรูป อีกทั้งปัจจุบันสามารถนำมาแปรเป็นพลังงานเชื้อเพลิงสำหรับรถยนต์ และยังสามารถนำไปต่อยอดผลิตสารเคมีได้อีก การส่งออกน้ำตาล เป็นการนำเงินเข้าสู่ประเทศเกือบทั้งหมดแทบจะไม่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายใดที่เป็นการนำเข้าจากต่างประเทศ ซึ่งต่างกับอุตสาหกรรมประเภทอื่น อ้อยเป็นพืชเศรษฐกิจที่ทุกส่วนของอ้อยสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้ทั้งหมด ดังนั้น อ้อยจึงได้ว่าเป็นพืชเศรษฐกิจที่มีความสำคัญของประเทศ

4. ความเสี่ยงจากการเกิดหนี้เสียจากระบบการให้สินเชื่อชาวไร่อ้อย (เงินกู้ยืม)

ในการประกอบกิจการโรงงานน้ำตาล โรงงานน้ำตาลจะมีการปล่อยกู้หรือเงินสนับสนุนอื่นๆ ให้กับชาวไร่อ้อยเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการเพาะปลูกอ้อย หรือที่เรียกว่า การเกี่ยวอ้อย ซึ่งเป็นเหมือนการจองอ้อยสำหรับการเข้าหีบในโรงงาน ภายหลังจากที่อ้อยโตพร้อมตัด จะเป็นช่วงเดียวกับช่วงที่โรงงานน้ำตาลเริ่มเปิดหีบอ้อย เกษตรกรชาวไร่อ้อยจะตัดอ้อยส่งให้โรงงานและค่าอ้อย โดยมีการหักเงินกู้ไป ความเสี่ยงที่เกิดจากการเกี่ยวอ้อย จะเกิดมาจาก ถ้าปีใดเกิดความแห้งแล้งจนทำให้ผลผลิตอ้อยลดลง หรือเกิดโรคระบาด หนี้ที่เกิดจากการเกี่ยวอ้อยจะกลายเป็นหนี้เสียซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท ทำให้ต้องตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น บริษัทได้คำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงดังกล่าว จึงได้มีการเกี่ยวอ้อยที่ดี โดยได้นำระบบดาวเทียมมาสำรวจพื้นที่การปลูกอ้อย มาช่วยในการลดปัญหาการอ้างสิทธิ์ความเป็นเจ้าของไร่อ้อย ยังใช้สำหรับการวางแผนหาอ้อย อีกทั้งบริษัทยังขอให้เกษตรกรนำทรัพย์สินเข้าค้ำประกันเงินที่เกษตรกรรับไป ส่งผลให้ปัจจุบันหนี้เสียของบริษัทอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ และหนี้เงินเกี่ยวของบริษัทมีทรัพย์สินค้ำอยู่

5. ความเสี่ยงจากการลงทุนในโครงการใหม่ของบริษัท

บริษัทมีโครงการลงทุนใหม่ทั้งหมด 3 โครงการ ได้แก่ โครงการปลูกอ้อยและสร้างโรงงานน้ำตาลที่ประเทศลาว โครงการปลูกอ้อยที่ประเทศกัมพูชา และโครงการการลงทุนที่บ่อพลอย โดยโครงการปลูกอ้อยและสร้างโรงงานน้ำตาลที่ประเทศลาว และประเทศกัมพูชา ปัจจุบันอยู่ระหว่างการขยายพื้นที่เพาะปลูก เพื่อรองรับกำลังการหีบที่บริษัทได้ลงทุน ส่วนโครงการลงทุนพลังงานทดแทนที่บ่อพลอยนั้นเนื่องจากเป็นโครงการขนาดใหญ่ จึงแบ่งการลงทุนเป็น 2 เฟส เฟสแรก การก่อสร้างได้เสร็จสมบูรณ์และจะสามารถเดินเครื่องจักรได้ในปี 2544 สำหรับเฟส 2 กำลังอยู่ระหว่างก่อสร้าง

6. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีการส่งออกน้ำตาลประมาณ ร้อยละ 60-70 ของยอดขาย จึงมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตามจากการกำหนดราคาอ้อยผ่านระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70:30 ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนน้อย เนื่องจากต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทผันผวนตามอัตราแลกเปลี่ยนเช่นเดียวกัน จึงทำให้รายได้และต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทสัมพันธ์ตามอัตราแลกเปลี่ยนในทิศทางเดียวกัน (Natural Hedge)

7. ความเสี่ยงในด้านการถูกควบคุมเสี่ยงของที่ประชุมผู้ถือหุ้นจากกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ตระกูลชินธรรมมิตรและบริษัทของตระกูลชินธรรมมิตรได้ถือหุ้นในบริษัทมากกว่า 60% ของจำนวนหุ้นเรียกชำระแล้วทั้งหมด ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวทำให้กลุ่มตระกูลชินธรรมมิตร สามารถควบคุมเสี่ยงของที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เกือบทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเรื่องการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ยกเว้นเรื่องที่กฎหมายหรือข้อบังคับ

ของบริษัทกำหนดให้ต้องได้รับเสียง 3 ใน 4 ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงเป็นการยากที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นสามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลเรื่องในกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่เสนอได้ อย่างไรก็ตาม เพื่อความโปร่งใสของการบริหารจัดการและเพื่อให้มีระบบที่สามารถตรวจสอบได้ บริษัทได้แต่งตั้งกรรมการตรวจสอบที่มีความเป็นอิสระจำนวน 6 ท่าน เข้าตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท และบริษัทมีคณะกรรมการรวมทั้งสิ้น 21 ท่าน ในจำนวนนี้มีกรรมการที่ไม่ใช่ตระกูลชินธรรมมิตรถึง 14 ท่าน ดังนั้นจึงมีการถ่วงดุลอำนาจในการบริหารจัดการในระดับที่เหมาะสมนอกจากนี้ บริษัทยังจัดให้มีฝ่ายตรวจสอบภายในที่ปฏิบัติงานเป็นอิสระตามความเหมาะสมและขึ้นตรงต่อคณะกรรมการตรวจสอบ มีหน้าที่หลักในการดูแลระบบการควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน

8. ความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นสืบเนื่องจากสถานการณ์เศรษฐกิจและการเงินโลก

ในช่วงที่ผ่านมา วิกฤติสถาบันการเงินในสหรัฐอเมริกาและในสหภาพยุโรปอันเกิดจากปัญหาสินเชื่อ ได้ขยายวงกว้างไปสู่ภูมิภาคอื่นๆ โดยได้ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินและสภาพเศรษฐกิจทั่วโลก จากการที่ปัญหาดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกโดยรวม จึงไม่มีหลักประกันใดๆว่าสถานการณ์ดังกล่าว และสถานการณ์คล้ายกันนี้ในอนาคตจะไม่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจ รวมถึงปริมาณความต้องการน้ำตาล (Demand) และ หรือระดับราคาน้ำตาลโลก อีกทั้งหากปัญหาสภาพคล่องของสถาบันการเงิน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อแหล่งกู้ยืม และต้นทุนทางการเงินของบริษัท

ทั้งนี้ทางบริษัทได้ดำเนินนโยบายทางการเงินที่รอบคอบมาโดยตลอด โดยได้คงระดับหนี้สินต่อทุนในระดับที่พอเหมาะ อีกทั้งบริษัทยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับธนาคารต่างๆที่เป็นหุ้นส่วนทางธุรกิจมาอย่างยาวนานทั้งนี้บริษัทจะดำเนินธุรกิจอย่างรอบคอบ เพื่อลดผลกระทบจากสถานการณ์ทางการเงินและเศรษฐกิจโลกที่อาจมีในอนาคต และอาจมีผลต่อบริษัท

วิเคราะห์งบการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้ 4 ประเภท ดังนี้

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) เพื่อดูความสามารถในการชำระหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ ประกอบด้วย

1.1 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้วัดความสามารถ และความเพียงพอของสินทรัพย์หมุนเวียนในการชำระหนี้สินหมุนเวียน การคำนวณนี้ ถ้ามีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นใจของเจ้าหนี้ในระยะสั้น ก็มีโอกาสได้รับชำระหนี้สินมีอยู่มากตามโอกาสส่วนที่เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.3 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

	ปี 2551	ปี2552	ปี2553
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	1.12	1.01	0.69

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) ของหลักทรัพย์ มีแนวโน้มลดลงจากปีแรก (ปี 2551) ของการศึกษา คือ 1.12 เท่า เป็น 0.69 เท่าในปี 2553 แนวโน้มที่ลดลงแสดงว่า เจ้าหนี้ไม่มีความมั่นใจในโอกาสในการชำระหนี้ในระดับที่ดี

1.2 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว(Quick Ratio) =
$$\frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงคลัง}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

อัตราส่วนนี้จะเรียกว่า acid-test ratio ก็ได้ อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ โดยการตัดสินค้าคงคลังออก เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์ระยะสั้นที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนเป็นเงินสด

ตารางที่ 4.4 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว

	ปี 2551	ปี2552	ปี2553
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว	0.65	0.56	0.38

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) ของหลักทรัพย์ มีแนวโน้มลดลงจากปีแรก ปี 2551 ของการศึกษา คือ 0.65 เท่า เป็น 0.38 เท่า ในปี 2553 แสดงถึงสภาพคล่องที่แท้จริงของบริษัทอยู่ในระดับที่ไม่ค่อยดี

2. อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Activity Ratio)

2.1 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover)

อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover)

$$= \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{ลูกหนี้ถัวเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงสภาพคล่องของลูกหนี้ว่าจะหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดได้รวดเร็วเพียงใด และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายให้เครดิต และนโยบายในการเรียกเก็บหนี้ ดังนั้น หากธุรกิจใดเกิดอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ต่ำ หรือมีระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ยหลายวัน แสดงว่านโยบายในการเรียกเก็บของธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพหรือ อาจเป็นเพราะธุรกิจมีนโยบายการให้เครดิตแก่ลูกหนี้ยาวนาน

ตารางที่ 4.5 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้	18.69	27.83	164.13

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover) อัตราส่วนนี้แสดงสภาพคล่องของลูกหนี้ว่าจะหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยปี 2551 เท่ากับ 18.68 เท่า ปี 2553 เท่ากับ 164.13 เท่า แสดงถึงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายการให้เครดิต และนโยบายในการเรียกเก็บหนี้ ที่มีแนวโน้มดีขึ้น หรือมีประสิทธิภาพดีขึ้น

2.2 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed-Asset Turnover)

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed-Asset Turnover)

$$= \frac{\text{ยอดขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ถาวรสุทธิเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้วัดว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก่อให้เกิดประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านั้นเท่าใด ซึ่งถ้าต่ำแสดงว่าธุรกิจไม่สามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพ

ตารางที่ 4.6 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	1.06	0.86	0.72

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed-Asset Turnover) อัตราส่วนนี้มีแนวโน้มที่ลดลง แสดงว่าธุรกิจสามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่ได้อย่างไม่เต็มประสิทธิภาพ

3. อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนหรือภาระหนี้สิน (Leverage ratio) เพื่อดูแหล่งที่มาของเงินทุน และภาระผูกพันของกิจการในระยะยาวประกอบด้วย

3.1 อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to Total Assets Ratio)

อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to Total Assets Ratio)

$$= \frac{\text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้นใช้เงินทุนจากหนี้สินกี่ส่วนเพื่อเป็นการวัดความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้ในขนาดของกิจการนั้น

ตารางที่ 4.7 อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	0.38	0.47	0.57

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to Total Assets Ratio) อัตราส่วนนี้มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นในช่วงของปีที่ทำการศึกษา โดยปี 2551 เท่ากับ 0.38 ปี 2552 เท่ากับ 0.47 และปี 2553 เท่ากับ 0.57 แสดงถึงสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้นใช้เงินทุนจากหนี้สินในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น

3.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)

$$= \frac{\text{หนี้สินทั้งหมด}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่า ได้มีการใช้เงินทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน(ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นอย่างไร โดยเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหนี้ของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้ยังสูงแสดงว่ากิจการนี้มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากมีการกู้ยืมเงินมาใช้ในกิจการมากอย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์จะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนดังกล่าวของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม ถ้าสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทต่ำกว่าอุตสาหกรรม แสดงว่าความเสี่ยงทางการเงินยังไม่อยู่ในระดับที่น่าเป็นห่วง

ตารางที่ 4.8 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

	ปี 2551	ปี2552	ปี2553
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.77	1.09	1.60

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ในปี 2551 เท่ากับ 0.77 เท่า ปี 2552 เท่ากับ 1.09 เท่า และปี 2553 เท่ากับ 1.60 เท่า ทุกปีที่ทำการศึกษา อัตราส่วนนี้มีค่าเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหนี้ของกิจการนั้น มีความเสี่ยงสูง

3.3 อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Time Interest Earned Ratio)

อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Time Interest Earned Ratio)

$$= \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจ ซึ่งควรมีค่าไม่ต่ำกว่า 3 และยิ่งสูงก็ยิ่งแสดงความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ในการที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย และถ้ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่าย เป็นเครื่องชี้ว่ากิจการกู้เงินมาลงทุนมากเกินไป โดยกำไรที่หามาได้ต้องจ่ายเป็นดอกเบี้ย ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปเงินปันผล ดังนั้นธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามตามดอกเบี้ยนี้ ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้นจึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (Cash Flow) ประกอบด้วย

ตารางที่ 4.9 อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย

	ปี 2551	ปี2552	ปี2553
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	7.01	6.51	1.56

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Time Interest Earned Ratio) อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจและความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ในการที่จะได้รับดอกเบี้ย มีแนวโน้มที่ดีขึ้นในทุกๆปีของการศึกษา ซึ่งการที่จะดูถึงความสามารถในด้านนี้ว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ดีหรือไม่นั้น ค่าที่คำนวณออกมาได้ควรมีค่าไม่ต่ำกว่า 3 จะเห็นได้ว่าปี 2551 และปี 2552 ค่าที่ได้อยู่ในเกณฑ์ดี ปี 2553 บริษัททำกำไรได้ลดลงทำให้อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยได้น้อยลง

4. อัตราส่วนความสามารถในการหากำไร (Profitability Ratio)

4.1 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit Margin)

อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit Margin)

$$= \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{ยอดขายสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิต และนโยบายการตั้งราคา

ตารางที่ 4.10 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย	0.24	0.25	0.23

อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายปี 2551 = 0.24 = 24 %

อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายปี 2552 = 0.25 = 25 %

อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายปี 2553 = 0.23 = 23 %

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross Profit Margin) อยู่ในระดับประมาณ 20 % จะเห็นได้ว่าอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขายค่อนข้างคงที่

4.2 อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit of Sale or Profit Margin of Sale)

อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit of Sale or Profit Margin of Sale)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{ยอดขายสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ ภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้แล้ว ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง

ตารางที่ 4.11 อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราส่วน ผลตอบแทนสุทธิต่อ ยอดขาย	0.0881	0.0847	0.00642

อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขายปี 2551 = 0.0881 = 8.81 %

อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขายปี 2552 = 0.0847 = 8.47 %

อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขายปี 2553 = 0.00642 = 0.642%

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (Net Profit of Sale or Profit Margin of Sale) คงที่ใน 2 ปีแรกและในปี 2553ค่าที่คำนวณได้แสดงถึงบริษัทที่มีประสิทธิภาพที่ด้อยลง แสดงให้ทราบถึงความสามารถในการหำกำไรของธุรกิจ ภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมด รวมทั้งภาษีเงินได้ มีประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการด้อยลง

4.3 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets : ROA)

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets : ROA)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมดโดยเฉลี่ย}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 4.12 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราส่วน ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ทั้งหมด	0.1493	0.1013	0.00581

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมดปี 2551 = 0.1493 = 14.93 %

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมดปี 2552 = 0.1013 = 10.13 %

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมดปี 2553 = $0.00581 = 0.581\%$

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Assets : ROA) มีแนวโน้มลดลงทุกปีของการศึกษา แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ มีแนวโน้มที่ลดลง และแสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างด้อยประสิทธิภาพด้วย

4.4 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE)

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิ (หลังหักภาษี)}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่น ๆ

ตารางที่ 4.13 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
อัตราส่วน ผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น	0.1150	0.1013	0.00935

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปี 2551 = $0.1150 = 11.50\%$

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปี 2542 = $0.1013 = 10.13\%$

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปี 2553 = $0.00935 = 0.935\%$

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) มีแนวโน้มลดลงทุกปี แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของธุรกิจนั้นมีเปอร์เซ็นต์ที่ลดลง

4.2 การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

4.2.1 การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และความเสี่ยง

ใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (Discount Rate) ที่

เหมาะสมอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการถูกกำหนดจากปัจจัย 2 อย่าง คือ (เพชร ชุมทรัพย์, 2544)

1. อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (ใช้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาล)
2. ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับ

การลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium)

การกำหนด Discount Rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการทดแทนอย่างง่าย ดังนี้

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

โดยกำหนดให้

$E(R_i)$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ KSL

$E(R_m)$ = อัตราผลตอบแทนของตลาด

อัตราผลตอบแทนของตลาด ในที่นี้ใช้การคิดอัตราผลตอบแทนด้วยวิธี Geometric Average ซึ่งสมการเป็นดังนี้

$$\text{Geometric Average} = [\text{Value}_N / \text{Value}_0]^{1/n} - 1$$

โดยที่

Value_N (ดัชนีปีปัจจุบัน) = ราคาปิดของดัชนีราคาหลักทรัพย์ (SET) ณ วันที่ 30 ธันวาคม พ.ศ. 2553 มีค่าเท่ากับ 1032.76

Value_0 (ดัชนีปีฐาน) = ราคาปิดของดัชนีราคาหลักทรัพย์ (SET) ณ ปีฐาน วันที่ 7 มีนาคม พ.ศ. 2548 มีค่าเท่ากับ 737.42

n = จำนวนปีทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 7 มีนาคม พ.ศ. 2548 ถึง 30 ธันวาคม 2553 เท่ากับ 5 ปีกับ 9 เดือน (นำระยะเวลา 5 ปี กับ 9 เดือนมาปรับให้เป็นปีจะได้ 5.75 ปี) นำค่าที่ได้มาแทนจะได้

$$\begin{aligned} &= (1032.76/737.42)^{1/5.75} - 1 \\ &= 0.060325 \text{ หรือเท่ากับ } 6.0352 \% \end{aligned}$$

R_f = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง ในที่นี้เลือกใช้พันธบัตรรัฐบาลอายุ 6 ปี เหตุที่เลือกใช้พันธบัตรรัฐบาลรุ่นนี้เนื่องจากใกล้เคียงกับระยะเวลาที่ใช้ในการคำนวณ โดยมีค่า 3.47 %

β = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของหลักทรัพย์ KSL เท่ากับ 0.624012 ได้มาจากการประมาณค่าใช้ข้อมูลผลตอบแทนของดัชนีราคาหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ KSL ย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ วันที่ 7 มีนาคม 2548 ถึง 30 ธันวาคม 2553

ผลการคำนวณ CAPM ได้เท่ากับ

$$\begin{aligned} E(R_e) &= 3.47 \% + 0.624012 [6.0352 \% - 3.47 \%] \\ &= 5.06903 \% \end{aligned}$$

4.2.2 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เป็นการประเมินเพื่อหามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดในขณะนั้น ก่อนที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ในการตัดสินใจมี 3 ลักษณะ คือ

1. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ ต่ำกว่า มูลค่าที่ควรจะเป็น (Under Value) นักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคต เพื่อให้เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น
2. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ สูงกว่า มูลค่าที่ควรจะเป็น (Over Value) นักลงทุนควรขายหลักทรัพย์นั้น เพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคตมาเท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น
3. ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เท่ากับ มูลค่าที่ควรจะเป็น แสดงว่าราคานั้นเป็นราคาดุลยภาพ (Equilibrium Price) ดังนั้น ผู้ลงทุนจึงไม่มีกำไร หรือขาดทุนจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ จึงควรถือหลักทรัพย์นั้นไว้ต่อไป

การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

วิธีที่ 1 พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

FCFE = กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคา + เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการดำเนินงาน – เงินสดสุทธิใช้ในกิจกรรมการลงทุน + เงินสดสุทธิได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงิน

หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นตลอดช่วงเวลา โดยใช้ Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (R_e) ดังนี้

Value of Stock = PV of FCFE During Extraordinary Phase + PV of Terminal Price (มูลค่าที่เหมาะสมของหลักทรัพย์)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

โดยที่

$$P_0 = \text{มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ}$$

$$P_n = \text{ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ } n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n}$$

$$FCFE_t = \text{Free Cash Flow to Equity หรือกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น}$$

$$r = R_f \text{ หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์คำนวณได้จากสมการ SML}$$

$$g_n = \text{อัตราการเจริญเติบโตของกระแสเงินสดหลังปีที่ } n$$

ข้อสมมติในการพยากรณ์งบกระแสเงินสดล่วงหน้า

1. ค่าเสื่อมราคา เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการดำเนินงาน เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการลงทุนและเงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการจัดการเงินทุน ได้นำข้อมูลมาจากการพยากรณ์ตามแนวโน้มที่ผ่านมาแล้ว ในปี 2549-2552

2. อัตราการเจริญเติบโตคำนวณมาจาก $\frac{\text{กำไรสุทธิปี 2555} - \text{กำไรสุทธิปี 2554}}{\text{กำไรสุทธิปี 2554}} \times 100$

$$= \frac{1,253,661,067 - 1,160,788,303}{1,160,788,303} \times 100$$

$$= 8.0008 \%$$

$$= 8.0008 \%$$

อัตราการเจริญเติบโตของบริษัทในช่วง

$$\text{ปีที่ 2554 - 2559 มาจากการคำนวณ} = 8.0008\%$$

$$\text{ปีที่ 2560 - 2564 กำหนดให้เติบโตแบบคงที่} = 4 \%$$

ปีที่ 2565 เป็นต้นไปกำหนดให้เติบโตแบบคงที่ = 0 %

การคำนวณกระแสเงินสดในอนาคต สำหรับผู้ถือหุ้น น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
พยากรณ์ในปี 2554 – 2559 ดังตารางที่ 4.14

ตารางที่ 4.14 การคำนวณกระแสเงินสดในอนาคต (หน่วย : ล้านบาท)

รายการ	2554	2555	2556	2557	2558	2559
กำไรสุทธิ	1,160.78	1,253.66	1,346.53	1,439.40	1,532.27	1,625.15
บวก ค่าเสื่อม ราคา	494.81	544.89	594.96	645.04	695.11	745.19
บวก เงินสด สุทธิได้จาก กิจกรรมการ ดำเนินงาน	2,669.19	3,224.05	3,778.91	4,333.77	4,888.62	5,443.48
หัก เงินสด สุทธิใช้ไปใน กิจกรรมการ ลงทุน	5,267.04	6,126.97	6,992.23	7,857.50	8,722.77	9,588.03
บวก เงินสด สุทธิได้มา จากกิจกรรม จัดหาเงิน	2,356.47	2,605.34	2,854.21	3,103.09	3,351.96	3,600.83
FCFE	1,419	1,500	1,582	1,663	1,745	1,826

ที่มา จากการคำนวณ

การคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

การหามูลค่าปัจจุบันของ FCFE ตั้งแต่ปี 2554 – 2564 จากงบกระแสเงินสดล่วงหน้าจะได้

(หน่วย : ล้านบาท)

t	1	2	3	4	5	6
ปี	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F
FCFE	1,419	1,500	1,582	1,663	1,745	1,826

t	7	8	9	10	11
ปี	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
FCFE	1,899	1,974	2,052	2,134	2,219

$$\begin{aligned}
 \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} &= \frac{1,419}{(1+0.0506)^1} + \frac{1,500}{(1+0.0506)^2} + \frac{1,582}{(1+0.0506)^3} + \frac{1,663}{(1+0.0506)^4} + \frac{1,745}{(1+0.0506)^5} \\
 &\quad + \frac{1,826}{(1+0.0506)^6} + \frac{1,899}{(1+0.0506)^7} + \frac{1,974}{(1+0.0506)^8} + \frac{2,052}{(1+0.0506)^9} \\
 &\quad + \frac{2,134}{(1+0.0506)^{10}} + \frac{2,219}{(1+0.0506)^{11}} \\
 &= 1,351,201,000 + 1,359,882,000 + 1,364,592,000 + 1,365,693,000 + 1,363,524,000 \\
 &\quad + 1,358,395,000 + 1,344,189,000 + 1,329,989,000 + 1,315,594,000 + 1,302,628,000 \\
 &\quad + 1,289,276,000 \\
 &= 14,744,963,000 \text{ บาท}
 \end{aligned}$$

2. การหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญทั้งหมดที่เหลืออยู่ปลายปี 2565

$$\text{จากสูตร } P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n}$$

$$\begin{aligned} P_{2565} &= \frac{2,219,000,000}{0.0506 - 0.0} \\ &= 43,853,754,940 \text{ บาท} \end{aligned}$$

หามูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นปี 2554 ของข้อมูลหุ้นสามัญที่เหลืออยู่ปลายปี 2565 ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \frac{P_{2565}}{(1+r)^n} &= \frac{43,853,754,940}{(1+0.0506)^{12}} \\ &= 24,252,584,576 \text{ บาท} \end{aligned}$$

3. หามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญทั้งหมด ณ สิ้นปี 2553

$$\begin{aligned} P_0 &= \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \\ &= 14,744,963,000 + 24,252,584,576 \\ &= 38,997,547,576 \text{ บาท} \end{aligned}$$

4. มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญทั้งหมด ณ สิ้นปี 2553

$$\begin{aligned} \frac{\text{มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญทั้งหมด}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}} &= \frac{38,997,547,576}{1,550,000,000} = 25.15 \text{ บาทต่อหุ้น} \end{aligned}$$

ณ. วันที่ 10 กุมภาพันธ์ 2554 ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด มหาชน มีราคา 13.30 บาทต่อหุ้น จากการคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์สิ้นปี 2554 อยู่ที่ 25.15 บาทต่อหุ้น จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์นี้ ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Under Value) นักลงทุนควรลงทุนในหลักทรัพย์นี้ เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคตเพื่อให้เท่ากับหรือใกล้เคียงกับมูลค่าที่ควรจะเป็น

วิธีที่ 2 การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยการเปรียบเทียบค่า PE ของบริษัทกับค่า PE เฉลี่ยในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น

โดยการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์วิธีนี้ เป็นการประเมินมูลค่าเชิงเปรียบเทียบในรูปของอัตราส่วน กล่าวคือเปรียบเทียบราคาตลาดต่อหุ้นของหลักทรัพย์ที่กำลังพิจารณาว่าเป็นกี่เท่าของตัววัดทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ที่นิยมใช้กันได้แก่ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio)

$$PE = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

การประเมินมูลค่าหุ้นจากค่า PE ซึ่งการประเมินจากค่า PE เราจะต้องรู้ด้วยว่าโดยเฉลี่ยแล้วค่า PE ของหุ้นที่เราซื้อควรมีค่าเท่าใด ส่วนมากก็จะใช้การเปรียบเทียบกับ PE ของกลุ่มอุตสาหกรรม ว่า PE ของบริษัทสูงกว่าหรือต่ำกว่า PE ของกลุ่มอุตสาหกรรม ถ้า PE ที่คำนวณได้สูงกว่าค่า PE ของกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงว่าราคาของหลักทรัพย์นี้มีราคาที่สูงเกินไป

ณ. วันที่ 10 กุมภาพันธ์ 2554 ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด มหาชน มีราคา 13.30 บาทต่อหุ้น ค่า PE อยู่ที่ 126.97 และค่า PE กลุ่มอุตสาหกรรมอยู่ที่ 14.18 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) จะเห็นได้ว่าค่า PE ของบริษัทมีค่าสูงถึง 126.97 ซึ่งสูงกว่าค่า PE ของกลุ่มอุตสาหกรรมถึง 6 เท่าแสดงว่าหลักทรัพย์นี้มีราคาที่สูงเกินมูลค่าที่เหมาะสม

วิธีที่ 3 การประเมินโดยวิธี Dividend Valuation Model

เป็นการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ที่จะลงทุน โดยนำผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับทั้งหมดในอนาคต (เงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละงวด) จากการลงทุนนั้น Discount ด้วยอัตราส่วนลดที่เหมาะสมเป็นมูลค่าในการพิจารณามูลค่าเงินลงทุนที่ผู้ลงทุนควรจ่ายเพื่อซื้อหลักทรัพย์ในขณะนั้น

สูตรการคำนวณมูลค่าการลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นดังนี้คือ

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

โดยที่

r = อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากเงินลงทุน อัตราผลตอบแทนนี้ในที่นี้จะใช้อัตราผลตอบแทนที่ได้ทำจากแบบสมการ SML

D_t = จำนวนเงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่ละปี

P_n = ราคาหลักทรัพย์ KSL ที่คาดว่าจะขายได้ ณ เวลาที่ n โดยที่ n มีค่าเท่ากับ $\frac{D_{t+1}}{r - g_r}$

g_r = อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผลแบบคงที่ตลอดไปตั้งแต่ปีที่ n

ข้อสมมติในการพยากรณ์เงินปันผล

1. อัตราการเติบโตเงินปันผลของบริษัทในช่วงปีที่ 2554 - 2559 มาจากการคำนวณ
2. อัตราการเติบโตเงินปันผลของบริษัทในช่วงปีที่ 2560 - 2564 เป็นต้นกำหนดให้เติบโตแบบคงที่ = 4 %
3. อัตราการเติบโตเงินปันผลของบริษัทในช่วงปีที่ 2565 เป็นต้นไปให้โตแบบคงที่ = 0 %

วิธีการคำนวณอัตราการเติบโตเงินปันผลในช่วงปีที่ 2554 - 2559

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2554} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 54}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,160,788,303}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.374 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2555} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 55}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,253,661,067}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.404 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2556} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 56}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,346,533,831}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.43 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2557} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 57}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,439,406,595}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.46 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2558} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 58}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,532,279,359}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.49 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{เงินปันผลที่คาดว่าจะจ่ายได้ในปี 2559} &= \frac{\text{กำไรสุทธิปี 59}}{2} \div \text{จำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &= \frac{1,625,152,123}{2} \div 1,550,000,000 \\ &= 0.52 \text{ บาท} \end{aligned}$$

หมายเหตุ นำกำไรสุทธิมาหาร 2 เนื่องจากบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลร้อยละ 50 จากกำไรสุทธิ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554)

สรุปเงินปันผลล่วงหน้าตั้งแต่ปี 2554 – 2559 (หน่วย: ล้านบาท)

t	1	2	3	4	5	6
ปี	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F
เงินปันผล	0.37	0.404	0.43	0.46	0.49	0.52

การคำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลของบริษัทในช่วงปีที่ 2560 - 2564 เป็นต้นกำหนดให้ดอกเบี้ยคงที่ = 4 % (หน่วย: ล้านบาท)

t	7	8	9	10	11
ปี	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
เงินปันผล	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} = \frac{D_{2554}}{(1+r)^1} + \frac{D_{2555}}{(1+r)^2} + \frac{D_{2556}}{(1+r)^3} + \frac{D_{2557}}{(1+r)^4} + \frac{D_{2558}}{(1+r)^5} + \frac{D_{2559}}{(1+r)^6} + \frac{D_{2560}}{(1+r)^7}$$

$$= \frac{D_{2561}}{(1+r)^8} + \frac{D_{2562}}{(1+r)^9} + \frac{D_{2563}}{(1+r)^{10}} + \frac{D_{2564}}{(1+r)^{11}}$$

$$= \frac{0.374}{(1+0.0506)^1} + \frac{0.404}{(1+0.0506)^2} + \frac{0.43}{(1+0.0506)^3} + \frac{0.46}{(1+0.0506)^4} + \frac{0.49}{(1+0.0506)^5}$$

$$+ \frac{0.52}{(1+0.0506)^6} + \frac{0.54}{(1+0.0506)^7} + \frac{0.56}{(1+0.0506)^8} + \frac{0.58}{(1+0.0506)^9} + \frac{0.60}{(1+0.0506)^{10}}$$

$$+ \frac{0.62}{(1+0.0506)^{11}}$$

$$= 3.933892 \text{ บาท}$$

อัตราดอกเบี้ยเงินปันผลของบริษัทในช่วงปีที่ 2565 เป็นต้นกำหนดให้โตแบบคงที่ = 0 %

$$P_{2565} = \frac{0.62}{(0.0506 - 0.0)}$$

$$= 12.2529$$

$$P_{2565} = \frac{12.2529}{(1+r)^n} = 6.7762 \text{ บาท}$$

$$\text{มูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญ} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$= 3.933892 + 6.7762$$

$$= 10.710 \text{ บาท}$$

ณ วันที่ 10 กุมภาพันธ์ 2554 ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) มีราคา 13.30 บาทต่อหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) จากการประเมินราคาหลักทรัพย์ด้วยวิธี Dividend Valuation Model ราคาหุ้นที่เหมาะสมอยู่ที่ 10.710 แสดงว่าหลักทรัพย์นี้มีราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่เหมาะสม