



245496

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ
บริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ยุพิน อุดมชนภัทร

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
เมษายน 2554

600249746

ห้องสมุดงานวิจัย สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ



245496

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ
บริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)



ยุพิน อุดมธนภัทร

การค้นคว้าแบบอิสระนี้เสนอต่อบัณฑิตวิทยาลัยเพื่อเป็นส่วนหนึ่ง
ของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญา
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

เมษายน 2554

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ
บริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ยุพิน อุดมธนภัทร

การค้นคว้าแบบอิสระนี้ได้รับการพิจารณาอนุมัติให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา
ตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าแบบอิสระ


.....ประธานกรรมการ

รศ.กัญญา กุณทีกาณจน์


.....กรรมการ

อ.ดร.กัญสุดา นิมอนุสรณ์กุล


.....กรรมการ

อ.ดร.ชัยวัฒน์ นิมอนุสรณ์กุล

คณะกรรมการที่ปรึกษาการค้นคว้าแบบอิสระ


.....อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก

อ.ดร.กัญสุดา นิมอนุสรณ์กุล


.....อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

อ.ดร.ชัยวัฒน์ นิมอนุสรณ์กุล

29 เมษายน 2554

© ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเชียงใหม่

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความรู้และคำแนะนำที่ได้รับจากคณาจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ รวมถึงการได้รับคำแนะนำการให้ความสนับสนุนและ กำลังใจจากบุคคลต่างๆ ซึ่งผู้เขียนจะขอกล่าว ณ ที่นี้ เพื่อเป็นการรำลึกถึงด้วยความขอบคุณ

ขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.กัญสุดา นิ่มอนุสรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก รวมทั้ง อาจารย์ ดร.ชัชวัฒน์ นิ่มอนุสรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม และ รศ.กัญญา กุณฑิกาญจน์ ให้ความช่วยเหลือในการค้นคว้าแบบอิสระนี้ได้ให้ข้อเสนอแนะที่มีคุณค่าต่อการศึกษา พร้อมทั้งตรวจสอบ แก้ไขข้อผิดพลาดที่เกิดขึ้น ตลอดจนให้คำแนะนำต่างๆ อันส่งผลให้การค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้ สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ คณาจารย์รับเชิญ ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ตลอดจนแง่คิดในด้านต่าง เจ้าหน้าที่คณะเศรษฐศาสตร์ ตลอดจน บรรณารักษ์ห้องสมุด คณะเศรษฐศาสตร์ ทุกท่านที่ได้ให้คำแนะนำช่วยเหลือบริการประสานงาน ด้านต่างๆ เป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาที่ศึกษา

ขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ครอบครัว ที่ให้โอกาสและเป็นกำลังใจให้ด้วยดี ตลอดมาจนทำให้การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ และขอขอบคุณเพื่อนๆ นักศึกษา ปริญญาโทเศรษฐศาสตร์ (ภาคพิเศษ) รุ่นที่ 16 ทุกท่าน ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์ให้ข้อมูลสนับสนุน ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ รวมทั้งให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจด้วยดีตลอดระยะเวลาการศึกษาน ทำให้การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สำเร็จได้อย่างสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ หากการค้นคว้าแบบอิสระฉบับนี้ จะเป็นประโยชน์แก่งานที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนผู้ที่สนใจข้อมูล ผู้เขียนขอมอบความดีงามให้แก่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่าน และในส่วน ของความผิดพลาดหรือความบกพร่องต่างๆ ในรายงานการค้นคว้าแบบอิสระนี้ ผู้เขียนขออภัยไว้ไว้เพียงผู้เดียว และ ขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

บุพิน อุดมธนภัทร

ชื่อเรื่องการค้นคว้าแบบอิสระ การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน
ของบริษัชน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)

ผู้เขียน นางสาวยุพิน อุดมธนภัทร

ปริญญา เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

คณะกรรมการที่ปรึกษาการค้นคว้าแบบอิสระ

อ.ดร.กัญสุดา นิมนอนุสรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก
อ.ดร.ชัยวัฒน์ นิมนอนุสรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

บทคัดย่อ

245496

การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นทางเลือกหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนทั่วไป ดังนั้น การเลือกหลักทรัพย์ที่ถูกต้องถือเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่นักลงทุนต้องพิจารณาเป็นลำดับแรก เพื่อให้ได้ผลตอบแทนกลับคืนมาดังที่นักลงทุนคาดหวังไว้ สำหรับการเลือกหลักทรัพย์นั้นมีการพิจารณาเลือกอยู่มากมายหลายวิธี อาทิเช่น เลือกปัจจัยพื้นฐานของแต่ละหลักทรัพย์หรือเลือกจากปัจจัยทางเทคนิค เป็นต้น

การศึกษาครั้งนี้ได้ทำการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ โดยการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งมาจากข้อสมมติฐานที่ว่า ราคาของหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นนั้น มาจากปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยทางด้านอุตสาหกรรม ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัท โดยได้ทำการเลือกหลักทรัพย์ น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ปัจจัยขั้นพื้นฐานนั้นประกอบด้วย การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ วิเคราะห์อุตสาหกรรมและวิเคราะห์บริษัท และทำการประเมินมูลค่าพื้นฐานของหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทได้พัฒนาอยู่ตลอดเวลาโดยมีการต่อยอดทางธุรกิจ เช่นตั้ง โรงงานผลิตเอทานอล โรงงานผลิตปุ๋ยชีวภาพ สร้างโรงไฟฟ้า โดยใช้วัตถุดิบที่เป็นของเสียจาก กระบวนการผลิตน้ำตาล (กากอ้อย) และก๊าซชีวภาพที่ได้จากโรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ เป็นเชื้อเพลิง ในการผลิตกระแสไฟฟ้า และพลังไอน้ำขายให้กับโรงงานในเครือและการไฟฟ้า จะเห็นได้ว่าเป็น

บริษัทที่ครบวงจร (เป็นอุตสาหกรรมต้นน้ำ ถึงอุตสาหกรรมปลายน้ำ) และรายได้ของบริษัทมาจากหลายธุรกิจที่มีความต่อเนื่องกัน รายได้ของบริษัทไม่ได้มาจากการอิงราคาน้ำตาลในตลาดโลกเพียงอย่างเดียว จากการวิเคราะห์ห้วงการเงิน พบว่าบริษัทมีฐานะทางการเงินดีพอใช้ (ยกเว้นปี 2553 บริษัทขาดทุนจากการซื้อขายน้ำตาลในตลาดล่วงหน้า ทำให้ในปีนี้สามารถจ่ายเงินปันผลได้น้อยลง) เมื่อทำการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ พบว่าราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2554 ที่ประเมินโดยวิธีพยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้าจะได้ราคาที่เหมาะสมอยู่ที่ 25.15 บาทต่อหุ้น การประเมินโดยใช้แบบจำลองส่วนลดเงินปันผล มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมอยู่ที่ 10.71 ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) ณ วันที่ 10 กุมภาพันธ์ 2554 มีราคา 13.30 บาทต่อหุ้นแสดงว่าการประเมินโดยวิธีพยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า นั้น หลักทรัพย์นี้ไม่ลงทุนแต่ขัดแย้งกับการประเมินโดยวิธีแบบจำลองส่วนลดเงินปันผล ซึ่งพบว่าหลักทรัพย์นี้ไม่น่าลงทุน แต่เมื่อประเมินโดยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไร พบว่าบริษัทน้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) มีค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไร สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมถึง 6 เท่าแสดงว่าหลักทรัพย์นี้มีราคาที่สูงเกินมูลค่าที่เหมาะสม กล่าวโดยสรุปจากการศึกษานี้พบว่าจากว่ามูลค่าหุ้น ณ ปัจจุบันมีราคาที่สูงกว่าราคาที่เหมาะสมและเสี่ยงต่อการลงทุน

Independent Study Title Securities Valuation Using Fundamental Analysis of the
Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited

Author Miss.Yupin Udomtanapat

Degree Master of Economics

Independent Study Advisory Committee

Lect.Dr.Kansuda Nimanussornkul Advisor

Lect.Dr.Chaiwat Nimanussornkul Co-advisor

ABSTRACT

245496

Investment on securities would normally be one of the best decision , however investors should pay attention to the securities of choice where the return on investment would be as they had expected. There are many methods of securities selection, for instance, the chosen method of securities selection would come from their basic factors or from the technical aspects of each securities.

This study evaluated the securities of the Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited based on the analysis of such basic factors such economy industry and corporate situations. The Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited was chosen on the ground of its business growth with consistently dividend to investors. The free cash flow to equity (FCFE) ratio was utilized to assess the real value of the Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited.

The company analysis shows that KSL invest in too many related industry continuously. To develop their revenue structure, decrease the effect of sugar price volatility, by increase the variety of income from many channel. KSL uses by-product from sugar processing unit to produce ethanol bio-gas, electricity and steam to complete their own processing cycle and sell the excess of power to others. According to financial analysis, the researcher found The Khon Kaen

Sugar Industrial Public Company Limited have a strong financial status and can pay dividend to investors. The evaluation prediction of The Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited by using free cash flow to equity method by the end of the year 2011, the fair price would be 25.15 bath per share. The evaluation by using dividend valuation model, would be 10.71 bath per share. The value of The Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited share at 10 / 2 / 2011 was 13.3 bath per share that under value by using free cash flow to equity method but over value by using dividend valuation model. At this price the P/E ratio of The Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited was 6 time higher than P/E ratio of this industry. In conclusion, the researcher found that the share of The Khon Kaen Sugar Industrial Public Company Limited was over value and presented a high risk for investor.

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ค
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ฉ
สารบัญตาราง	ญ
สารบัญแผนภาพ	ฎ
สารบัญตารางภาคผนวก	ฏ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	4
1.3 ประโยชน์ที่จะได้รับจากการศึกษา	4
1.4 ขอบเขตการศึกษา	5
บทที่ 2 กรอบแนวคิดทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 ทฤษฎีการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยการประเมินปัจจัยพื้นฐาน	6
2.2 หลักทฤษฎีการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์	29
2.3 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	48
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
3.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา	52
3.2 วิธีการศึกษา	53
3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	56
3.4 วิธีการวิเคราะห์	57

บทที่ 4 ผลการศึกษา

- 4.1 การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) 58
- 4.2 การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) 81

บทที่ 5 บทสรุปและข้อเสนอแนะ

- 5.1 สรุปผลวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของหลักทรัพย์น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน) 93
- 5.2 ข้อเสนอแนะ 95

เอกสารอ้างอิง 97

ภาคผนวก 99

ประวัติผู้เขียน 102

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1.1 การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)	4
4.1 ยอดขายน้ำตาลชนิดต่าง ๆ และสัดส่วนการส่งออกต่อการขายในประเทศ 3 ปีซ้อนหลัง	64
4.2 แสดงบริษัทย่อยที่มีการลงทุนในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมทุนรวม 15 บริษัท	68
4.3 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	75
4.4 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว	75
4.5 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้	76
4.6 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	76
4.7 อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	77
4.8 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	78
4.9 อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	78
4.10 อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย	79
4.11 อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย	80
4.12 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	80
4.13 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	81
4.14 การคำนวณกระแสเงินสดในอนาคต (หน่วย : ล้านบาท)	85

สารบัญภาพ

รูป	หน้า
1.1 แสดงราคาน้ำตาลตลาดโลก	3
2.1 กลุ่มหลักทรัพย์ต่างๆ ที่เป็นไปได้และเส้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ	33
2.2 เส้นโค้งกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ	33
2.3 เส้นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพกับหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง	37
2.4 Capital Market Line	40
2.5 Security Market Line	42
2.6 เส้น Security Market Line ที่มีค่าเบต้าเป็นตัวชี้ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	43
4.1 แสดงคุณน้ำตาลในโลกล	61
4.2 รูปการขยายการลงทุนต่อยอดกระบวนการผลิตน้ำตาลของบริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)	67

สารบัญตารางภาคผนวก

ตารางภาคผนวก	หน้า
1ก แสดงผลตอบแทนพันบัตร์รัฐบาล	100
2ก แสดงการหาสัมประสิทธิ์เบต้า	101