

การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อรายได้ และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของ
บริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน)

A STUDY ON THE FACTORS AFFECTING TO REVENUE AND VALUATION
OF PRESIDENT BAKERY PUBLIC COMPANY LIMITED

กุลธิดา วงศ์พิพัฒน์¹

¹คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

Kultida Wongpipat¹

¹Faculty of Business Administration, University of the Thai Chamber of Commerce

(Received: May 16, 2024; Revised: June 26, 2025; Accepted: June 30, 2025)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ทดสอบสมมติฐานถึงปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อรายได้ของบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) โดยศึกษาสมมติฐานแสดงความสัมพันธ์ของดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่ส่งผลต่อรายได้ของกิจการบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยการใช้การวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) และ 2) เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน พยากรณ์ฐานะการเงินของบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ระหว่างปี พ.ศ. 2567-2571 โดยอ้างอิง การพยากรณ์ดัชนีชี้วัดผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) ของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ 3) เพื่อประเมินมูลค่าของธุรกิจบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการสัมพัทธ์ (Relative) 4) เพื่อประเมินมูลค่าของธุรกิจบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow) 3 วิธี ได้แก่ 1. การคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model: DDM) 2. วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free cash flow to the firm: FCFF) 3. วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น (Free cash flow to equity: FCFE)

ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อรายได้ของบริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) และจากการวิเคราะห์ข้อมูลงบการเงิน และการพยากรณ์ผลการดำเนินงาน และฐานะการเงิน 5 ปี พบว่าบริษัทฯ มีการเติบโตของรายได้ และมีฐานะการเงินที่มั่นคง การประเมินมูลค่าบริษัทฯ ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free cash flow to the firm: FCFF) การเติบโตเฉลี่ย 3.54% มูลค่าคาดการณ์ในส่วนลงทุน 62,321.28 ล้านบาท และการประเมินมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (P/BV) ได้ราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 128.27 บาท/หุ้น

คำสำคัญ: ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค, ดัชนีราคาผู้ผลิต, ดัชนีราคาผู้ผลิตของประเทศ แบ่งตามกิจกรรมการผลิต, การคิดลดกระแสเงินสด, การพยากรณ์งบการเงิน

ABSTRACT

The objective of this research is to 1) test the hypothesis of the key factors affecting a company's revenue; President Bakery Public Company Limited by studying the hypothesis showing the correlation of the consumer confidence index. and 2) to forecast the operating results. Forecast the financial position of Presidente Bakery Public Company Limited during 2024-2028 by referring to the forecast of the Gross National Product (GDP) index of the Office of the National

Economic and Social Development Council 3) To assess the value of President Bakery Public Company Limited's business by relative method 4) To assess the value of President Bakery Public Company Limited's business by 3 discount cash flow methods as follows: 4.1) Dividend Discount Model (DDM) 4.2) Free cash flow to the firm (FCFF) 4.3) Discount method

The study found that the Consumer Confidence Index (CCI), Retail Confidence Index (RSI) and Producer Price Index (PPI) are factors that affect a company's revenue. According to the analysis of the financial statements and forecasting of the operating results and financial position for 5 years, it was found that the Company had revenue growth and stable financial position. The valuation of the Company using the discounted cash flow to the firm (FCFF) method averaged growth of 3.54%, the projected value in equity was 62,321.28 million baht, and the book valuation per share (P/BV) was reasonably priced at 128.27 baht/share.

Keywords: Consumer Confidence Index, Producer Price Index, National Producer Price Index Breakdown by production activity, discounted cash flow, financial statement forecasting

บทนำ

ปัจจุบันธุรกิจร้านอาหาร อุตสาหกรรมเบเกอรี่มีแนวโน้มเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากพฤติกรรมผู้บริโภคในเมืองที่มีชีวิตที่รีบเร่ง และต้องการความสะดวกสบายในการรับประทานอาหารว่าง โดยปริมาณการบริโภคขนมปังของคนไทยที่ยังมีเพียง 2-3 กิโลกรัมต่อคนต่อปี ถือว่ายังน้อยเมื่อเทียบกับต่างประเทศ เช่น ญี่ปุ่น 10-15 กิโลกรัม/คน/ปี หรือรัสเซีย 80-90 กิโลกรัม/คน/ปี จึงยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก ในด้านปริมาณการผลิตก็มีอัตราเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเฉลี่ย 5.8-6.5% ต่อปี โดยในปี 2557 ไทยมีการผลิตเบเกอรี่กว่า 176,000 ตัน (ศูนย์วิจัยเพื่ออุตสาหกรรมอาหารสถาบันอาหาร, 2559)

โดยบริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟูดส์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บริษัทดำเนินธุรกิจหลักคือการผลิต และจำหน่ายขนมปัง และเบเกอรี่ ซึ่งเป็นการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ ภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทให้แก่ร้านค้าปลีกแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) และสมัยใหม่ (Modern Trade) โดยเป็นการจำหน่ายในลักษณะการขายขาด ซึ่งบริษัทจะรับเปลี่ยนผลิตภัณฑ์เดิมที่ร้านค้าจำหน่ายไม่หมด เมื่อนำผลิตภัณฑ์ใหม่ไปส่ง เพื่อบริหารความสดใหม่ของผลิตภัณฑ์ และบริษัทมีธุรกิจเบเกอรี่ค้าปลีกโดยจำหน่ายผลิตภัณฑ์ภายใต้ เครื่องหมายการค้าของบริษัท ผ่านร้านค้าปลีกของบริษัทเอง และจำหน่ายตรงตามคำสั่งซื้อของผู้บริโภค นอกจากนี้บริษัทมีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่ผลิตขึ้นตามคำสั่งให้แก่ร้านอาหาร ฟาสต์ฟู้ด และร้านสะดวกซื้อ ธุรกิจของบริษัทแบ่งออกเป็น 4 สายธุรกิจ ดังนี้ 1. ธุรกิจเบเกอรี่ค้าส่ง ผลิตภัณฑ์ที่จำหน่าย ได้แก่ ขนมปังชนิดแผ่น ขนมปังสำหรับเบอร์เกอร์ ขนมปังสำหรับฮอทดอก ขนมปังพร้อมทาน เช่น ขนมปังสอดไส้ แชนด์วิชสำเร็จรูป เค้ก และเบเกอรี่อื่น ๆ โดยจำหน่ายผลิตภัณฑ์ดังกล่าว ภายใต้เครื่องหมายการค้า “ฟาร์มเฮ้าส์” และตู้จำหน่ายขนมปังอัตโนมัติ Farmhouse Vending Machine กู๊ดมอร์นิ่ง ฟาร์มเฮ้าส์ Farmhouse Delivery 2. ธุรกิจเบเกอรี่ค้าปลีก ได้แก่ เบเกอรี่ที่จำหน่ายในร้าน DeliYa เค้กตามมาเก็ต ขนมไหว้พระจันทร์ตราฟาร์มเฮ้าส์ 3. ธุรกิจฟาสต์ฟู้ด ผลิตภัณฑ์ที่จำหน่าย ได้แก่ ขนมปัง สำหรับเบอร์เกอร์ ขนมปังสำหรับฮอทดอก ขนมปังชนิดแผ่น ขนมปังฝรั่งเศส ครั้วซองต์ ขนมปังกรอบ และแป้งพิซซ่า ที่จำหน่ายให้แก่ร้านอาหารต่าง ๆ เช่น แมคโดนัลด์ เคเอฟซี พิซซ่าฮัท เบอร์เกอร์คิง เซสเตอร์กริลล์ เดอะพิซซ่าคอมปะนี ซีสเลอร์ เป็นต้น และกลุ่ม

ผลิตภัณฑ์ชุบทอด (Fried Product) ได้แก่ เกี๊ยวทอด 4. ขายต่างประเทศ (ผ่านผู้ค้าในประเทศ) ผลิตภัณฑ์ประเภทเกี๊ยวทอดแช่แข็ง รวมถึงขนมปังชนิดแผ่น ขนมปังพร้อมทาน และเบเกอรี่อื่น ๆ

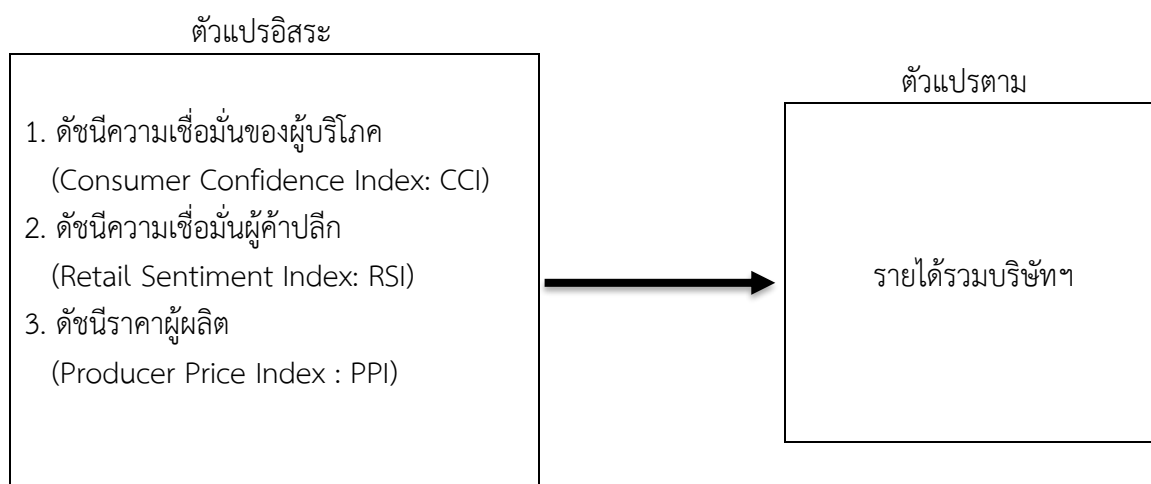
วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อทดสอบสมมติฐานถึงปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อรายได้ของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) โดยศึกษาสมมติฐานแสดงความสัมพันธ์ของดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่ส่งผลต่อรายได้ของกิจการบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression)
2. เพื่อพยากรณ์ผลการดำเนินงาน พยากรณ์ฐานะการเงินของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ระหว่างปี พ.ศ. 2567-2571 โดยอ้างอิงการพยากรณ์ดัชนีชี้วัดผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) ของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ
3. เพื่อประเมินมูลค่าของธุรกิจบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการสัมพัทธ์ (Relative)
4. เพื่อประเมินมูลค่าของธุรกิจบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow) 3 วิธี ได้แก่
 - 4.1 การคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model: DDM)
 - 4.2 วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free cash flow to the firm: FCFF)
 - 4.3 วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น (Free cash flow to equity: FCFE)

งานวิจัยนี้เพื่อให้ผลลัพธ์ที่ได้มีความถูกต้องและได้รับความเชื่อมั่นในผลลัพธ์ของการวิจัย จึงกำหนดให้ใช้ข้อมูลสาธารณะจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ โดยต้องเป็นข้อมูลปัจจุบันที่มีความทันสมัย และมีจำนวนข้อมูลของตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาไม่น้อยกว่า 40 ไตรมาส (10 ปี) โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลเริ่มต้นจากไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2557 ถึงสิ้นสุดไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2566 รวม 40 ไตรมาส และข้อมูลตัวแปรตามคือ รายได้รวมของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ไม่น้อยกว่า 5 ปี โดยผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลเปิดเผยสาธารณะเริ่มตั้งแต่ปี 2562 และสิ้นสุดปี 2566 รวม 5 ปี

สมมติฐาน กรอบความคิด

ผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์และผลความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ได้แก่ ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่ส่งผลต่อตัวแปรตามคือ รายได้ของกิจการบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบการศึกษา

โดยมีสมมติฐานของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อตัวแปรตามดัง ตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงสมมติฐานความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม (รายได้รวมบริษัทฯ)

ลำดับ	ตัวแปรอิสระ	สัญลักษณ์	ทิศทาง
1	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค	CCI	+
2	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก	RSI	+
3	ดัชนีราคาผู้ผลิต	PPI	-

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามเพียงตัวเดียว กับตัวแปรอิสระ (ตัวแปรพยากรณ์) ที่เป็นตัวทำนายตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป เพื่อทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ต่าง ๆ ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และใช้ประโยชน์ในการพยากรณ์ผลลัพธ์ของตัวแปรตามที่ได้เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระ

แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้จะใช้การสร้างความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อรายได้รวมของบริษัทฯ ด้วยวิธีการสร้างสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n$$

โดยที่	Y	หมายถึง	ตัวแปรตาม
	a	หมายถึง	ค่าคงที่ (Const)
	β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
	X	หมายถึง	ตัวแปรอิสระต่าง ๆ

โดยในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยสามารถสร้างสมการถดถอยพหุคูณ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อรายได้ของบริษัทฯ ได้ดังนี้

$$Y = a + \beta_1 CCI + \beta_2 RSI + \beta_3 PPI$$

โดยที่	Y	หมายถึง	รายได้รวมของบริษัทฯ
	a	หมายถึง	ค่าคงที่ (Const)
	β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
	CCI	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค
	RSI	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก
	PPI	หมายถึง	ดัชนีราคาผู้ผลิต

การประเมินมูลค่าหุ้น เป็นเครื่องมือในการใช้หามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ เพื่อที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถนำมาใช้ในการพิจารณาหรือตัดสินใจก่อนการการลงทุน โดยเปรียบเทียบกับราคาตลาด (Market price) เพื่อพิจารณาในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ ซึ่งถือว่ามีสำคัญอย่างยิ่ง โดยวิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์นี้ มีหลายวิธี ได้แก่

วิธีสัมพัทธ์ (Relative Method) เป็นการเปรียบเทียบราคาของหลักทรัพย์กับตัวแปรที่แสดงถึงความสามารถในการดำเนินการของบริษัทที่อยู่ในตลาดขณะนั้น โดยอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นที่นิยม เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไร (Price/Earnings ratio หรือ P/E) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price/Book Value ratio หรือ P/BV) และอัตราส่วนราคาต่อยอดขาย (Price/Sales หรือ P/S) เป็นต้น ทั้งนี้อัตราส่วนที่คำนวณได้มักจะใช้เปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ที่คล้ายกัน หรือเทียบกับมูลค่าเฉลี่ยที่ผ่านมา

การคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow: DCF) คือการนำกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับของนักลงทุนที่เกิดจากกิจการในระยะอนันต์ นำมาคิดลดด้วยต้นทุนของเงินทุนกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบันถือเป็นมูลค่าของกิจการ ตามสมการ

$$DCF_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad \text{หรือ}$$

$$DCF_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็นหลายวิธี

1. **Dividend Discount Model หรือ DDM** คือ วิธีการประเมินมูลค่าหุ้นแบบหนึ่ง โดยการคาดการณ์ว่าราคาหุ้นที่เหมาะสมเกิดจากการคิดลดเงินปันผลที่จะได้รับในอนาคตไปจนอนันต์ โดยคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าในปัจจุบันตามต้นทุนของเงินทุน ซึ่งจะมีสมการดังนี้

$$DCF_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} \quad \text{หรือ}$$

$$DCF_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

ซึ่งวิธีการคิดลดเงินปันผลนี้ สามารถคำนวณได้ง่ายกว่าวิธีอื่นในกลุ่มเดียวกัน แต่จะมีประสิทธิภาพที่ดีก็ต่อเมื่อบริษัทฯ มีการจ่ายปันผลเต็มอัตราของกำไรสุทธิของกิจการ และจะมีประสิทธิภาพต่ำลงเมื่อมีการจ่ายปันผลเพียงบางส่วนและเก็บกำไรสุทธิที่เหลือไว้เป็นส่วนลงทุน

1. **วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free cash flow to the firm: FCFF)** เป็นวิธีการคิดลดกระแสเงินสดที่บริษัทสามารถนำมาใช้จ่ายได้จริงที่จะไม่มีผลกระทบกับการดำเนินงานของกิจการ โดยมีสูตรดังนี้

FCFF = กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (EBIT*(1-Tax)) + ค่าใช้จ่ายสุทธิที่ไม่ใช่เงินสด - ส่วนเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนหมุนเวียนสุทธิ - เงินลงทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์ (CAPEX) และสามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ด้วยสมการ

$$DCF_0 = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n}$$

และกรณีที่กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการมีอัตราการเติบโตอัตราคงที่

$$DCF_n = \frac{FCFF_n(1+g)}{(WACC-g)}$$

โดยที่
DCF = มูลค่าคาดการณ์ของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน
FCFF = กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ
WACC = Weighted Average Cost of Capital ต้นทุนของเงินทุนของกิจการ
ถ่วงเฉลี่ยตามสัดส่วนของส่วนลงทุนและส่วนหนี้
g = อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการในอนาคต (คงที่)

เมื่อ WACC สามารถคำนวณได้จาก

$$WACC = W_E K_E + W_D K_D (1 - \text{Tax})$$

โดยที่ W_E = น้ำหนักการลงทุนในฐานะตราสารทุนของกิจการ
 K_E = ผลตอบแทนในฐานะตราสารทุน (อาจใช้ผลลัพธ์จากทฤษฎี CAPM)
 W_D = น้ำหนักการลงทุนในฐานะตราสารหนี้ของกิจการ
 K_D = ผลตอบแทนที่รับผิดชอบในฐานะตราสารหนี้
Tax = ภาษีของธุรกิจ

2. การประเมินมูลค่า ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to Equity : FCFE) เป็นการคิดลดกระแสเงินสดที่บริษัทสามารถนำมาจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นได้จริง ที่ไม่มีผลกระทบกับการดำเนินงานของกิจการ โดยมีสูตรดังนี้

$$FCFE = \text{กำไรสุทธิ} + \text{ค่าใช้จ่ายสุทธิที่ไม่ใช่เงินสด} - \text{ส่วนเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนหมุนเวียนสุทธิ} - \text{เงินลงทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์ (CAPEX)} + \text{เงินกู้ยืมสุทธิ}$$

และสามารถประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ได้ด้วยสมการ

$$DCF_0 = \frac{FCFE_1}{(1+k_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+k_e)^n}$$

และกรณีที่กระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้นกิจการมีอัตราการเติบโตคงที่

$$DCF_n = \frac{FCFE_n(1+g)}{(k_e - g)}$$

โดยที่ DCF = มูลค่าคาดการณ์ของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน
FCFE = กระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น
 K_e = ผลตอบแทนในฐานะของผู้ถือหุ้น (ใช้ทฤษฎี CAPM)
g = อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้นในอนาคต (คงที่)

ผลการศึกษา

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ขั้นตอนที่ 1 การตรวจสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary)

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลรายไตรมาส ทั้งในส่วนของตัวแปรต้น และตัวแปรตามนั้นเป็นข้อมูลแบบอนุกรมเวลาตามลำดับเวลาต่อเนื่องกัน โดยผู้ศึกษาได้ทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยการทดสอบ Unit Root โดยใช้ Augmented Dickey Fuller Test เพื่อตรวจสอบ ซึ่งได้ผลการตรวจสอบตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการตรวจสอบความนิ่งของข้อมูลโดย Augmented Dickey Fuller Test

ตัวแปร	P-Value	ผล
CCI	0.0002029	ข้อมูลมีความนิ่ง
RSI	0.04851	ข้อมูลมีความนิ่ง
PPI	0.0003891	ข้อมูลมีความนิ่ง

จากผลการทดสอบตามตารางที่ 2 ผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่าชุดข้อมูลของตัวแปรมีความนิ่ง (Stationary) ค่า $P < 0.05$ โดยข้อมูลจะต้องมีค่าเฉลี่ย ค่าความแปรปรวน และความแปรปรวนร่วม ในระดับคงที่ ซึ่งสามารถนำข้อมูลชุดนี้ไปใช้ในการวิเคราะห์ต่อได้

ขั้นตอนที่ 2 การตรวจสอบภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง (Multicollinearity)

ใช้ค่าสถิติ Variance Inflation Factor (VIF) ในการทดสอบ Multicollinearity หากพบว่าตัวแปรต้นที่มีค่า VIF มากกว่า 10 ต้องตัดตัวแปรนั้นออกจากสมการ ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลการตรวจสอบภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง (Multicollinearity)

ตัวแปร	ค่า VIF
CCI	1.028
RSI	1.977
PPI	1.988

จากการตรวจสอบค่า VIF ของตัวแปรทั้งหมดตามตารางที่ 3 พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระ อยู่ที่ 1.028 - 1.988 ตามลำดับ ซึ่งมีค่า < 10 ทุกตัว

ขั้นตอนที่ 3 การวิเคราะห์ข้อมูล

ขั้นตอนที่ 3.1 สถิติเชิงพรรณนา

หลังจากได้ทำการตรวจสอบความนิ่งของข้อมูลแล้ว ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบข้อมูลระดับพื้นฐานโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาเป็นเครื่องมือ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation, SD) ความเบ้ (Skewness) และ ความโด่ง (Kurtosis) ผลดังรายละเอียดในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม

ตัวแปร	Mean	SD	Skewness	Kurtosis
CCI	78.306	7.2057	-1.1406	0.46247
RSI	245.74	31.212	0.49160	-0.41907
PPI	102.75	5.7679	0.74885	-0.47868
รายได้รวม	1846.166	125.14	-0.16941	-0.69614

ขั้นตอนที่ 3.2 สร้างสมการถดถอยพหุภาพ (Multiple Linear Regression Model)

หลังจากทำการตรวจสอบตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามเรียบร้อยแล้ว ผู้วิจัยจะทำการวิเคราะห์รายได้รวมของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน) โดยใช้สมการถดถอยพหุภาพ (Multiple linear regression) สร้างสมการถดถอยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ดังนี้

$$Y = a + \beta_1 CCI + \beta_2 RSI + \beta_3 PPI$$

จากความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามแต่ละตัว ด้วยค่า t-Statistic โดยพิจารณาจากค่า Prob กำหนดระดับนัยสำคัญ 0.05 สมการที่หนึ่ง ซึ่งสามารถแสดงผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สำหรับ β_1 β_2 และ β_3 สำหรับสมการ Multiple linear regression ได้ดังตารางที่ 5 และตารางที่ 6

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบ Multiple linear regression

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
Const	1942.76	433.805	4.478	7.30e-05	***
CCI	3.58791	2.61155	1.374	0.1780	
RSI	2.32850	0.836192	2.785	0.0085	***
PPI	-9.24336	4.53722	-2.037	0.0490	**

หมายเหตุ : เครื่องหมายดอกจันบ่งบอกถึงนัยสำคัญทางสถิติสำหรับการปฏิเสธสมมติฐานที่ระดับ 0.10 (*), 0.05 (**) หรือ 0.01 (***)

ตารางที่ 6 ตารางแสดงผล Analysis of Variance (ANOVA)

	Sum of squares	Df	Mean square
Regression	127011	3	42337.1
Residual	483707	36	13436.3
Total	610718	39	15659.4
R-squared	0.207970	Adjusted R-squared	0.141968
F Test	3.150945	P-value (F)	0.036624

จากการตรวจสอบสมการระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวและตัวแปรตาม ด้วยค่า F-Statistic พิจารณาจากค่า Prob กำหนดระดับนัยสำคัญพบว่า ค่า P-value = 0.036624 กล่าวคือ สมการนี้สามารถใช้พยากรณ์รายได้รวมของ บริษัทได้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยตัวแปรอิสระทั้งสามตัว คือ CCI, RSI และ PPI สามารถใช้อธิบายตัวแปรตาม ซึ่งคือรายได้รวมของบริษัท เพอร์ซิเจนท์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้ที่ 20.7970%

จากการตรวจสอบตัวแปรอิสระ ด้วยการทดสอบ Coeffacts t-Statistic โดยพิจารณาจากค่า Prob กำหนดระดับนัยสำคัญพบว่า ค่า P-value ของ CCI = 0.1780 และค่า P-value ของ RSI = 0.0085 และค่า P-value ของ PPI = 0.0490 ตามลำดับ กล่าวคือ ตัวแปรทั้งสามตัวนี้สามารถใช้พยากรณ์รายได้รวมของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

โดยตัวแปรอิสระแต่ละตัวให้ผลดังนี้

1. ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) พบว่าการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค 1 หน่วย ส่งผลให้ผลให้รายได้รวมของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันร้อยละ 3.58791 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05
2. ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) พบว่าการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก 1 หน่วย ส่งผลให้ผลให้รายได้รวมของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันร้อยละ 2.32850 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05
3. ดัชนีดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) พบว่าการเปลี่ยนแปลงเพิ่ม 1 หน่วย ส่งผลให้รายได้รวมของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามร้อยละ 9.24336 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ขั้นตอนที่ 4 การตรวจสอบความคลาดเคลื่อน

ขั้นตอนที่ 4.1 ตรวจสอบคุณสมบัติของความคลาดเคลื่อนของตัวแปร

ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ของความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity) โดยจะทำการทดสอบ โดยวิธี Breusch-Pagan และ White test (Square only) จากการทดสอบมีค่าทางสถิติ ดังตารางที่ 7 พบว่าค่า p-value ที่ได้จากทั้ง 2 วิธี คือ Breusch-Pagan และ White Test (Square only) มีค่า 0.752674 และ 0.421240 ตามลำดับ ซึ่งค่า p-value ของทั้งคู่ มากกว่า 0.05 ซึ่งถือว่าไม่พบปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ของความคลาดเคลื่อน (Heteroskedasticity)

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบความแปรปรวนไม่คงที่ของความคลาดเคลื่อน

วิธีการทดสอบ	Test Statistic	P-Value	Result
Breusch-Pagan	1.201379	0.752674	ไม่พบปัญหา
White Test (Square Only)	6.017435	0.421240	ไม่พบปัญหา

ขั้นตอนที่ 4.2 การทดสอบ Autocorrelation หรือสหสัมพันธ์เชิงอนุกรม โดยวิธี Serial Correlation LM Test

กำหนดระดับนัยสำคัญในการทดสอบสมมติฐานเท่ากับ 0.05 โดยผลการทดสอบมีค่าทางสถิติ ดังตารางที่ 8 พบว่าค่า p-value ที่ได้จากการทดสอบ LM Test เท่ากับ 6.01744 ซึ่งค่า p-value มากกว่า 0.05 ซึ่งถือว่า ไม่พบปัญหา autocorrelation

ตารางที่ 8 แสดงผลการทดสอบ Serial Correlation LM Test

วิธีการทดสอบ	Test Statistic	P-Value	Result
LM Test	6.01744	0.42124	ไม่พบปัญหา

จากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามแต่ละตัว ด้วยค่า t-Statistic โดย พิจารณาจากค่า Prob กำหนดระดับนัยสำคัญ 0.05 และสมการถดถอยแบบพหุคูณ ด้วยค่า F-Statistic โดยพิจารณาจาก Prob กำหนดระดับนัยสำคัญ 0.05 ผู้วิจัยสามารถสรุปสมการถดถอยแบบพหุคูณที่ จะนำไปพยากรณ์รายได้รวมของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน) ได้ดังนี้

$$Y = a + \beta_1 CCI + \beta_2 RSI + \beta_3 PPI$$

โดยที่	Y	หมายถึง	รายได้รวมของบริษัท
	a	หมายถึง	ค่าคงที่
	β	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์ตัวแปรต้น
	CCI	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค
	RSI	หมายถึง	ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก
	PPI	หมายถึง	ดัชนีราคาผู้ผลิต

จึงสามารถสรุปผลสมการได้เป็น

$$Y=1942.76 + 3.58791*CCI + 2.32850*RSI - 9.24336*PPI$$

2. สมมติฐานการพยากรณ์ผลการดำเนินงาน 5 ปี

ผู้วิจัยได้ดำเนินการพยากรณ์ผลการดำเนินงานโดยใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปี มาเป็น สมมติฐาน ซึ่งพบว่าบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน) มีอัตราผลดำเนินงานไม่อยู่ในเกณฑ์สม่ำเสมอ ส่วนหนึ่งมาจากสภาวะความผันผวนของเศรษฐกิจจากภาวะการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา (COVID-19)

โดยผู้วิจัยได้ใช้สมมติฐานเรื่องอัตราการเติบโตของธุรกิจ เทียบกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ หรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ (GDP) โดยมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศและรายได้หลักของกิจการ ดังในตารางที่ 9

ตารางที่ 9 แสดงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจย้อนหลัง 5 ปี และรายได้หลักของกิจการ

	2562	2563	2564	2565	2566
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP)	2.1%	-6.1%	1.6%	2.5%	1.9%
รายได้หลักของบริษัทฯ (ล้านบาท)	7,743.97	7,143.48	7,159.94	7,528.86	7,540.44

โดยผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่ายอดขายของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีอัตราการแปรผันในลักษณะแปรผันตามอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกัน และมีอัตราการเปลี่ยนแปลงในอัตรา 1.2644 เท่าของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Beta) และมีกำไร(ขาดทุน)สุทธิเฉลี่ยที่ 22.23% เทียบกับยอดขายในแต่ละปี ดังนั้นหากใช้สมมติฐานเรื่องอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจใน 5 ปีข้างหน้ามีอัตราคงที่ และมีอัตราขยายตัวเท่ากับปี 2567 โดยสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติได้ประกาศคาดการณ์ไว้ว่าปี 2567 ประเทศไทยจะมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่อัตรา 2.80% จะทำให้สามารถพยากรณ์ผลการดำเนินงานผ่านอัตราการเติบโตของยอดขายและกำไร(ขาดทุน)สุทธิ ล่วงหน้า 5 ปี ของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้ดังภาพที่ 2

พยากรณ์งบกำไรขาดทุน ข้อมูลปีงบการเงิน 2567 - 2571

หน่วย : บาท	2567 จำนวนเงิน	2568 จำนวนเงิน	2569 จำนวนเงิน	2570 จำนวนเงิน	2571 จำนวนเงิน
รายได้หลัก	7,807,403,920.94	8,083,816,522.00	8,370,015,209.03	8,66,346,447.71	8,973,168,969.96
กำไร (ขาดทุน) สุทธิ	1,735,426,792.9 7	1,796,867,681.4 7	1,860,483,817.4 7	1,926,352,213.2 1	1,994,552,607.5 0

ภาพที่ 1 การพยากรณ์ยอดขาย และยอดกำไร(ขาดทุน)สุทธิ ปี 2567-2571

จากภาพที่ 1 ข้อมูลซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทฯในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าหุ้นสามัญของบริษัทฯ มีปริมาณซื้อขายในแต่ละวันที่น้อยมาก จนราคาซื้อขายไม่เป็นไปตามกลไกธรรมชาติของอุปสงค์และอุปทาน เนื่องจากการขาดสภาพคล่องของหลักทรัพย์ โดยราคาซื้อขายย้อนหลังตลอด 4 ปีที่ผ่านมา ราคาจะแกว่งตัวอยู่ในช่วงแคบๆ โดยอยู่ที่ประมาณ 68-72 บาท/หุ้น และโดยส่วนใหญ่จะอยู่ที่ 70 บาท/หุ้นคงที่มาโดยตลอด ทั้งที่บริษัทมียอดกำไรสุทธิในปริมาณที่สูงคงที่ และมีส่วนของทุนเพิ่มมากขึ้นทุกปีมาโดยตลอด ทำให้สามารถคาดการณ์ได้ว่าหุ้นสามัญของบริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) ในอนาคตจะยังคงมีความเป็นไปได้ที่จะซื้อขายที่ราคาเฉลี่ย 70 บาท/หุ้นเช่นเดิม จากข้อมูลพยากรณ์รายได้หลักและกำไร(ขาดทุน)สุทธิ ในภาพที่ 1 ข้างต้น สามารถพยากรณ์อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราการจ่ายปันผลที่ไม่ต่ำกว่า 50% ราคาตลาด และอัตรา P/E Ratio ได้ ดังตารางที่ 10

ตารางที่ 10 แสดงผลการพยากรณ์กำไรสุทธิต่อหุ้น เงินปันผลต่อหุ้น และ P/E Ratio ปี 2567-2571

พยากรณ์ ปี พ.ศ.	กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท/หุ้น)	เงินปันผลต่อหุ้น (บาท/หุ้น)	ราคาตลาด (บาท/หุ้น)	P/E Ratio
2567	1,735.43	3.86	2.00	70.00	18.15
2568	1,796.87	3.99	2.00	70.00	17.53
2569	1,860.48	4.13	2.10	70.00	16.93
2570	1,926.35	4.28	2.20	70.00	16.35
2571	1,994.55	4.43	2.30	70.00	15.79

3. พยากรณ์ฐานะการเงินบริษัทฯ (5 ปี)

ผู้วิจัยดำเนินการพยากรณ์ฐานะการเงินของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลงบกระแสเงินสด การจ่ายเงินปันผล งบแสดงฐานะการเงิน ในอดีตย้อนหลัง 5 ปี และตั้งสมมุติฐานในการพยากรณ์บริษัทดังนี้

3.1 การลงทุนไม่ได้ใช้เงินทุนจากแหล่งตราสารหนี้ ยอดหนี้ที่มีของกิจการเป็นยอดหนี้ที่เกิดจากเจ้าหนี้การค้าที่ยังไม่ถึงกำหนดชำระ และยอดตั้งสำรองผลประโยชน์ระยะยาวพนักงาน โดยยอดหนี้ที่เกิดจากเจ้าหนี้การค้าจะมีลักษณะแปรผันโดยตรงกับยอดขาย โดยมีค่าเฉลี่ยยอดหนี้รวมอยู่ที่ 15.34% ของยอดขายในแต่ละปี

3.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผลผู้ถือหุ้นบริษัทฯ จะจ่ายไม่ต่ำกว่า 50% และอยู่ในอัตราไม่เกิน 53% ของกำไร(ขาดทุน)สุทธิของแต่ละปีมาโดยตลอด ทำให้ยอดคงเหลือกำไรสุทธิที่ไม่ได้จัดสรรจำนวนมาก ไปเพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นทุกปี

เมื่อนำข้อมูลงบแสดงฐานะการเงิน ปี 2562-2566 รวม 5 ปีย้อนหลัง และการพยากรณ์ยอดขาย และกำไร(ขาดทุน)สุทธิ ตามภาพที่ 1 ข้างต้น ซึ่งทำให้สามารถพยากรณ์ฐานะทางการเงินของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) ล่วงหน้า ปี 2567-2571 รวม 5 ปี แสดงได้ในภาพที่ 2

พยากรณ์งบแสดงฐานะการเงิน ข้อมูลปีงบการเงิน 2567-2571

หน่วย : บาท	2567 จำนวนเงิน	2568 จำนวนเงิน	2569 จำนวนเงิน	2570 จำนวนเงิน	2571 จำนวนเงิน
สินทรัพย์รวม	13,717,411,470.59	14,595,245,526.98	15,536,021,854.68	16,496,968,855.99	17,480,393,827.37
หนี้สินรวม	1,197,813,100.59	1,240,220,364.01	1,284,129,010.24	1,329,592,194.08	1,376,664,952.25
ส่วนของผู้ถือหุ้น	12,519,598,370.00	13,355,025,162.97	14,251,892,844.44	15,167,376,661.91	16,103,728,875.12
หนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น	13,717,411,470.59	14,595,245,526.98	15,536,021,854.68	16,496,968,855.99	17,480,393,827.37

ภาพที่ 2 แสดงผลการพยากรณ์ฐานะการเงิน ปี 2567-2571

และจากภาพที่ 2 สามารถสรุปได้ดังนี้ ข้อมูลเรื่องการขาดสภาพคล่องซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนราคาตลาดไม่เป็นไปตามกลไกของอุปสงค์ และอุปทานแล้ว ทำให้สามารถพยากรณ์ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BV/Share) ราคาตลาด และอัตราส่วน P/BV Ratio ได้ดังตารางที่ 11 นี้

ตารางที่ 11 แสดงผลการพยากรณ์มูลค่าบัญชีต่อหุ้น ราคาตลาด และ P/BV Ratio ปี 2567-2571

พยากรณ์ ปี พ.ศ.	มูลค่าบัญชี (ล้านบาท)	มูลค่าบัญชีต่อหุ้น (บาท/หุ้น)	ราคาตลาด (บาท/หุ้น)	P/BV Ratio
2567	12,519.60	27.82	70.00	2.52
2568	13,355.03	29.68	70.00	2.36
2569	14,251.89	31.67	70.00	2.21
2570	15,167.38	33.71	70.00	2.08
2571	16,103.73	35.79	70.00	1.96

4. สรุปอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญในอนาคต

จากการพยากรณ์ผลดำเนินงาน และฐานะการเงินของบริษัทฯ ล่วงหน้า 5 ปี ผู้วิจัยได้ดำเนินการสรุปอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญของบริษัทฯ ในอีก 5 ปีข้างหน้า ดังแสดงในตารางที่ 12 ดังนี้

ตารางที่ 12 แสดงผลการพยากรณ์อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 5 ปีล่วงหน้า ปี 2567-2571

ลำดับ	อัตราส่วนการเงิน		F2567	F2568	F2569	F2570	F2571
1	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(%)	9.57	9.29	9.01	8.77	8.55
2	อัตรากำไรสุทธิ	(%)	22.23	22.23	22.23	22.23	22.23
3	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	(%)	13.86	13.45	13.05	12.70	12.39
4	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	(%)	12.65	12.31	11.98	11.68	11.41
5	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ	เท่า	18.15	17.53	16.93	16.35	15.79
6	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	เท่า	2.52	2.36	2.21	2.08	1.96
7	เงินปันผลจ่าย	บาท	2.00	2.00	2.10	2.20	2.30
8	อัตรการจ่ายปันผล	(%)	51.86	50.09	50.79	51.39	51.89

5. วิธีประเมินมูลค่าหลักทรัพย์โดยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow: DCF)

5.1 การคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model – DDM)

จากการพยากรณ์ผลดำเนินงานในอนาคตของบริษัทฯ ตามตารางที่ 10 สามารถคาดการณ์เงินปันผลจ่ายในอนาคต อัตราการเติบโตของเงินปันผล และผลตอบแทนคาดหวังในส่วนของผู้ถือหุ้น ตามลำดับ สามารถพยากรณ์มูลค่าหลักทรัพย์ต่อหุ้น และมูลค่าหลักทรัพย์รวมตามวิธีคิดลดเงินปันผล ได้ดังตารางที่ 13 ดังนี้

ตาราง 13 แสดงอัตราเงินปันผลในอดีต คาดการณ์เงินปันผลในอนาคต และผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผล (DDM)

ปี พ.ศ.	อัตราการจ่ายปันผล (บาท)	สัญลักษณ์
2562	1.90	
2563	1.90	
2564	1.90	
2565	2.00	
F 2566	2.00	D_0
F 2567	2.00	D_1
F 2568	2.00	D_2
F 2569	2.10	D_3
F 2570	2.20	D_4
F 2571	2.30	D_5
อัตราผลตอบแทนคาดหวังในส่วนของผู้ถือหุ้น	6.15%	K_e
อัตราการเติบโตของเงินปันผล หลังปี 2571	3.54%	g
ผลพยากรณ์ มูลค่าหลักทรัพย์ต่อหุ้น ณ สิ้นปี 2566	76.56 บาท/หุ้น	
ผลพยากรณ์ มูลค่ารวมในส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นปี 2566	34,451,000,987.82 บาท	

แต่อย่างไรก็ตาม วิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผลมีข้อจำกัด และวิธีนี้จะมีประสิทธิภาพเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ และจ่ายในอัตรา Dividend Payout Ratio ที่สูง หรือไม่มีการเก็บกำไรสุทธิที่ได้สะสมไว้ในส่วนของผู้ถือหุ้น แต่จากข้อมูลในอดีตของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีการจ่ายปันผลปี 2562-2665 อยู่ที่ระดับ 50.24% 50.98% 50.71% และ 52.84% ตามลำดับเฉลี่ยอยู่ที่ 51.19% เพียงเท่านั้น วิธีการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดเงินปันผลนี้ จึงไม่มีประสิทธิภาพที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

5.2 การคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)

ผู้วิจัยได้นำข้อมูลงบกระแสเงินสดของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) มาคำนวณหากระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ ดังภาพที่ 3 และเมื่อเทียบอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายของบริษัทฯ จะมีลักษณะแปรผันตามกันกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ และมีอัตราการเปลี่ยนแปลงในอัตรา 1.2644 เท่าของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Beta) ทำให้สามารถคาดการณ์อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทได้ที 3.54% เมื่อ

เทียบกับอัตรา GDP คาดการณ์ปี 2567 และสามารถคาดการณ์กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการล่วงหน้า 5 ปี ได้ดังตารางที่ 14

FCFF - Free Cash Flow to the Firm

Free Cash Flow to the Firm	2562	2563	2564	2565	2566
EBIT	1,918.78	1,896.45	1,900.73	1,945.79	1,866.27
Effective tax rate	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
EBIT*(1-tax)	1,535.02	1,517.16	1,520.59	1,556.63	1,493.02
+ Depreciation	526.05	490.81	424.75	377.83	370.76
- CAPEX	(228.42)	(111.72)	(226.93)	(216.02)	(529.47)
- Change in working capital	(35.11)	91.58	(103.72)	(77.86)	(101.03)
= Free cash flow to firm	1,797.54	1,987.83	1,614.69	1,640.58	1,233.28

ภาพที่ 3 แสดงกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการปี 2562-2566

ตารางที่ 14 แสดงกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการคาดการณ์ปี 2567-2571

ปีที่คาดการณ์	FCFF คาดการณ์
F 2567	1,276.94
F 2568	1,322.14
F 2569	1,368.94
F 2570	1,417.40
F 2571	1,467.58
ที่อัตราการเติบโตเฉลี่ย (g)	3.54%

ผู้วิจัยได้ทำการอ้างอิงข้อมูลสถิติต่าง ๆ ในตลาดการเงิน และการลงทุนเพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนถ่วงน้ำหนัก WACC ดังนี้

ทฤษฎี CAPM เพื่อหาผลตอบแทนคาดหวังของการลงทุนในบริษัทในฐานตราสารทุน

R_f = อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ที่ 2.77%

R_m = ผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ 25 ปี ที่ 8.5%

β = 0.59 อ้างอิงจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น $CAPM\ Return_{Expected} = 6.15\%$

WACC

$W_E = 90.91\%$

$K_E = 6.15\%$ (จากการคำนวณตามทฤษฎี CAPM)

$W_D = 9.09\%$ (เป็นหนี้จากเจ้าหนี้การค้าที่ยังไม่ครบกำหนดชำระ)

$K_D = 0\%$ (เนื่องจากบริษัท ไม่มีการออกตราสารหนี้)

Tax = 20%

ดังนั้น WACC = 5.59%

ดังนั้น เมื่อคำนวณหามูลค่าคิดลดของกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ จากข้อมูลดังกล่าวจึงได้ตั้งสมการ และแสดงผลลัพธ์ตามตารางที่ 15

$$DCF = 1,233.28 + \frac{1,276.94}{(1+0.0559)^1} + \frac{1,322.14}{(1+0.0559)^2} + \frac{1,368.94}{(1+0.0559)^3} + \frac{1,417.40}{(1+0.0559)^4} + \frac{1,467.58 + \frac{(1,467.58 \cdot (1+0.0354))}{(0.0559-0.0354)}}{(1+0.0559)^5}$$

ตารางที่ 15 แสดงผลการประเมินมูลค่า ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ

	มูลค่า
DCF (FCFF) ณ สิ้นปี 2566	63,495.91 ล้านบาท
หักยอดมูลค่าหนี้ในปีปัจจุบัน 2566	(1,174.63) ล้านบาท
มูลค่าคาดการณ์ในส่วนลงทุน	62,321.28 ล้านบาท
จำนวนหุ้นทุนทั้งสิ้น	450,000,000 หุ้น
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ค่าคาดการณ์	138.49 บาท/หุ้น

5.3 การคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น (Free Cash Flow to Equity – FCFE)

ผู้วิจัยได้นำข้อมูลงบกระแสเงินสดของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน) มาคำนวณหากระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น ตามภาพที่ 4 และพยากรณ์กระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้นล่วงหน้า 5 ปี ได้ดังตารางที่ 16

FCFE - Free Cash Flow to Equity

Free Cash Flow to Equity	2562	2563	2564	2565	2566
Net Profit	1,701.82	1,677.27	1,686.15	1,703.41	1,707.77
+ Depreciation	526.05	490.81	424.75	377.83	370.76
- CAPEX	(228.42)	(111.72)	(226.93)	(216.02)	(529.47)
- Change in working capital	(35.11)	91.58	(103.72)	(77.86)	(101.03)
- Net Borrowing	(110.94)	0.00	0.00	0.00	0.00
= Free cash flow to Equity	1,853.40	2,147.94	1,780.25	1,787.36	1,448.03

ภาพที่ 4 แสดงกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้นปี 2562-2566

ตารางที่ 16 แสดงกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการคาดการณ์ปี 2567-2571

ปีที่คาดการณ์	FCFF ค่าคาดการณ์
F 2567	1,499.29
F 2568	1,552.37

F 2569	1,607.32
F 2570	1,664.22
F 2571	1,723.13

และผู้วิจัยได้ทำการอ้างอิงอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น K_E ที่ผลตอบแทน 6.15% ตามข้อมูลข้างต้นซึ่งสามารถคำนวณหามูลค่าคิดลดของกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น ได้ดังสมการด้านล่าง และผลตามตาราง 17

$$DCF = 1,448.03 + \frac{1,499.29}{(1+0.0615)^1} + \frac{1,552.37}{(1+0.0615)^2} + \frac{1,607.32}{(1+0.0615)^3} + \frac{1,664.22}{(1+0.0615)^4} + \frac{1,723.13 + \frac{(1,723.13 \times (1+0.0354))}{(0.0615-0.0354)}}{(1+0.0615)^5}$$

ตารางที่ 17 แสดงผลการประเมินมูลค่า ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ

	มูลค่า
DCF (FCFF) ณ สิ้นปี 2566	58,894.02 ล้านบาท
หักยอดมูลค่าหนี้ในปีปัจจุบัน 2566	(1,174.63) ล้านบาท
มูลค่าคาดการณ์ในส่วนลงทุน	57,719.39 ล้านบาท
จำนวนหุ้นทุนทั้งสิ้น	450,000,000 หุ้น
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ค่าคาดการณ์	128.27 บาท/หุ้น

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยสามารถวิเคราะห์ผลแยกตามวิธีการวิจัยได้ดังนี้
สำหรับผลของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)
โดยข้อมูลที่รวบรวมของตัวแปรอิสระทั้ง 3 และตัวแปรตามมีความนิ่งของข้อมูลมากเพียงพอต่อการวิเคราะห์ และผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ของตัวแปรอิสระทั้ง 3 ที่มีผลต่อตัวแปรตาม ตามตารางที่ 1 และได้สมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ดังนี้

$$Y = 1942.76 + 3.58791 \cdot CCI + 2.32850 \cdot RSI - 9.24336 \cdot PPI$$

แต่เนื่องจากตัวแปรอิสระทั้ง 3 ได้แก่ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้ค้าปลีก (RSI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ไม่มีการพยากรณ์เศรษฐกิจประเทศไทยไว้ จึงไม่สามารถใช้สมการถดถอยพหุคูณในการพยากรณ์ยอดขายในอนาคตของกิจการได้
สำหรับการพยากรณ์ผลดำเนินงาน และฐานะการเงิน สามารถสรุปข้อมูลสำคัญได้ดังตารางที่ 18 ดังนี้

ตารางที่ 18 แสดงผลการพยากรณ์อัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลที่สำคัญ 5 ปีล่วงหน้า ปี 2567-2571 สำหรับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสด ซึ่งสามารถนำมาสรุปผล จากการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ทั้ง 3 วิธีได้ดังตารางที่ 19 ดังนี้

ลำดับ	ข้อมูลที่สำคัญ		F2567	F2568	F2569	F2570	F2571
1	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(%)	9.57	9.29	9.01	8.77	8.55
2	อัตรากำไรสุทธิ	(%)	22.23	22.23	22.23	22.23	22.23
3	ราคาซื้อขายตามราคาตลาด	(บาท)	70	70	70	70	70
4	กำไรสุทธิ	(ล้านบาท)	1,735.43	1,796.87	1,860.48	1,926.35	1,994.55
5	กำไรสุทธิต่อหุ้น	(บาท/หุ้น)	3.86	3.99	4.13	4.28	4.43
6	P/E Ratio	(เท่า)	18.15	17.53	16.93	16.35	15.79
7	มูลค่าบัญชี	(ล้านบาท)	12,519.60	13,355.03	14,251.89	15,167.38	16,103.73
8	มูลค่าบัญชีต่อหุ้น	(บาท/หุ้น)	27.82	29.68	31.67	33.71	35.79
9	P/BV Ratio	(เท่า)	2.52	2.36	2.21	2.08	1.96
10	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)	(%)	13.86	13.45	13.05	12.70	12.39
11	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	(%)	12.65	12.31	11.98	11.68	11.41
12	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ	เท่า	18.15	17.53	16.93	16.35	15.79
13	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	เท่า	2.52	2.36	2.21	2.08	1.96
14	เงินปันผลจ่าย	บาท	2.00	2.00	2.10	2.20	2.30
15	อัตรการจ่ายปันผล	(%)	51.86	50.09	50.79	51.39	51.89

ตารางที่ 19 แสดงผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดทั้ง 3 วิธี

การพยากรณ์	มูลค่ารวมของกิจการ (ล้านบาท)	มูลค่าต่อหุ้น (บาท/หุ้น)
การคิดลดเงินปันผล (DDM)	34,451.00	76.56
วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (FCFF)	62,321.28	138.49
วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระต่อผู้ถือหุ้น (FCFE)	57,719.39	128.27

ซึ่งผู้วิจัยให้ผลลัพธ์จากวิธีการคิดลดเงินปันผล (DDM) มีประสิทธิภาพในการพยากรณ์น้อยที่สุดจากใน 3 วิธีดังกล่าว เนื่องจากนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน) ที่ผ่านมามีการ

จ่ายปันผลโดยประมาณเพียง 50%-52% เท่านั้น และเก็บกำไรสุทธิบางส่วนไว้ในส่วนของทุนกำไรสะสมของบริษัทฯ

ข้อเสนอแนะ

1. เนื่องจากขอบเขตช่วงเวลาที่ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลมาวิจัย มีช่วงเวลาของภาวะการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา (COVID-19) ซึ่งเป็นปัจจัยมหภาค (Macro Factor) ที่มีผลกระทบถึงความผันผวนด้านผลการดำเนินงาน และต้นทุนของกิจการ หรือด้านอื่น ๆ ในวงกว้าง ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งที่ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนของผลลัพธ์ของการวิจัยนี้ ดังนั้นในอนาคตหากมีการวิจัยโดยใช้ข้อมูลในขณะที่อยู่ในภาวะเศรษฐกิจปกติ ก็ควรจะได้ผลลัพธ์ที่แม่นยำมากยิ่งขึ้น
2. การเพิ่มจำนวนข้อมูลให้มากขึ้น จะสามารถเพิ่มประสิทธิภาพความแม่นยำทางสถิติได้มากขึ้น การเพิ่มจำนวนตัวแปรอิสระที่มีความน่าจะเป็นที่จะเกี่ยวข้องกับกิจการด้านเบเกอรี่ เพื่อทดสอบสมมติฐาน จะสามารถเพิ่มความแม่นยำของผลการพหุคูณยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- เบญจมาภรณ์ คำหาญผล. (2555). ปัจจัยที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพการทำงานเป็นทีมของพนักงาน: กรณีศึกษา บริษัทเพอร์ซิเดนซ์เบเกอรี่ จำกัด (ฟาร์มเฮ้าส์). วารสารมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี คณะบริหารธุรกิจ. จาก <http://www.repository.rmutt.ac.th/dspace/handle/123456789/2193>
- จิตาภา สารากรบริรักษ์. (2563). แผนธุรกิจของร้านเบเกอรี่. Journal Articles – MBA of BU, การค้นคว้าอิสระ (บธ.ม.) - สาขาวิชาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม, บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ. จาก <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/4537>
- วิวิศน์ ใจตาบ. (2557). ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อเบเกอรี่ของผู้บริโภคในจังหวัดกรุงเทพมหานคร. Journal Articles – MBA of BU, การค้นคว้าอิสระ (บธ.ม.), บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ. จาก <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/1449>