



CHRISTIANI & NIELSEN

แบบ 250-2

ความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

ที่ MGT/SET/08/009

วันที่ 27 สิงหาคม 2551

เรียน ผู้ถือหลักทรัพย์ บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เนื่องด้วยเมื่อวันที่ 5 สิงหาคม 2551 บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน) (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า "บริษัท" หรือ "CNT") ได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทฯ (แบบ 247-4) จาก บริษัท ทุนตลาดวัลย์ จำกัด (ผู้ทำคำเสนอซื้อ หรือ "CPBE") ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

ประเภท หลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ		หลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ คิดเป็นร้อยละ		ราคาที่จะ เสนอ ซื้อต่อ หน่วย	มูลค่า ที่เสนอซื้อ
	หุ้น/หน่วย	สิทธิ ออกเสียง	ของจำนวน หลักทรัพย์ ที่จำหน่ายได้แล้ว ทั้งหมดของ กิจการ	ของจำนวน สิทธิออก เสียง ทั้งหมดของ กิจการ		
หุ้นสามัญ	114,944,932	114,944,932	28.65	28.65	2.50	287,362,330
หุ้นบุริมสิทธิ	-	-	-	-	-	-
ใบสำคัญแสดง สิทธิที่จะซื้อหุ้น	-	-	-	-	-	-
หุ้นกู้แปลงสภาพ	-	-	-	-	-	-
หลักทรัพย์อื่น (ถ้ามี)	-	-	-	-	-	-
รวม				28.65	รวม	287,362,330

ราคาเสนอซื้อและระยะเวลารับซื้อ

ราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญของกิจการ สำหรับหุ้นที่เหลือซึ่งไม่ได้ถือโดยผู้ทำคำเสนอซื้อเท่ากับหุ้นละ 2.50 บาท (สอง บาทห้าสิบสตางค์) ("ราคาเสนอซื้อ") ซึ่งเป็นราคาที่รวมสิทธิในการรับเงินปันผล โดยผู้ทำคำเสนอซื้อจะชำระค่าตอบแทนในรูปเงินสด ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะแสดงเจตนาขาย จะต้องรับภาระค่าธรรมเนียมหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในการขายหุ้นในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มอีกร้อยละ 7 ของค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นดังกล่าว ดังนั้นราคาเสนอซื้อสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับเท่ากับ 2.4933 (สองจุดสี่เก้าสามสาม) บาทต่อหุ้น

ระยะเวลารับซื้อรวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ ตั้งแต่วันที่ 6 สิงหาคม 2551 จนถึงวันที่ 10 กันยายน 2551 เฉพาะในวันทำการ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น.



CHRISTIANI & NIELSEN

ซึ่งราคาเสนอซื้อดังกล่าวเป็นข้อเสนอสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (final offer) ระยะเวลารับซื้อดังกล่าวเป็นระยะเวลารับซื้อสุดท้าย (final period) และจะไม่ขยายระยะเวลารับซื้ออีก เว้นแต่จะเข้าเงื่อนไขดังนี้

- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อหากมีเหตุการณ์ร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ

เงื่อนไขในการยกเลิกคำเสนอซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้อ อาจยกเลิกคำเสนอซื้อเมื่อเกิดเหตุการณ์ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

1. มีเหตุการณ์หรือการกระทำใด ๆ เกิดขึ้นภายหลังจากที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ("สำนักงาน ก.ล.ต.") แล้ว และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายร้ายแรงต่อฐานะทางการเงินหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยเหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าวมิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ
2. กิจการกระทำการใด ๆ ภายหลังจากที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับคำเสนอซื้อและยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นเหตุให้มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

บริษัทฯ ได้พิจารณาข้อเสนอในคำเสนอซื้อโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์แล้วขอเสนอความเห็นเพื่อประกอบการพิจารณาดังนี้

1. สภาพภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต พร้อมข้อสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์

สภาพภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมา

CNT ได้จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดเมื่อปี 2473 โดยการร่วมทุนของบริษัท คริสเตียนี แอนด์ นีลเสน เอ/เอส ประเทศเดนมาร์ก บริษัท อีสต์เอเชียติก จำกัด และสำนักงานพระคลังข้างที่ (สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์) ต่อมาได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชน เมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน 2535 ในระหว่างปี 2545 CNT ในฐานะบริษัทใหญ่ซึ่งเป็นผู้ค้าประกันบริษัทย่อยได้ถูกเจ้าหน้าที่บางส่วนของบริษัทย่อยบางบริษัทเรียกให้ชำระหนี้เงินกู้และภาระค่าประกันแทนบริษัทย่อย ซึ่งภายใต้สถานการณ์และฐานะทางการเงินของ CNT ในขณะนั้นที่ยังมีผลขาดทุนสะสม และมียอดขาดทุนเกินทุนเป็นจำนวนมาก ฝ่ายบริหารของ CNT เห็นว่า CNT ไม่อยู่ในฐานะที่จะชำระหนี้ดังกล่าวได้ ดังนั้นเมื่อวันที่ 31 พฤษภาคม 2545 CNT จึงได้ยื่นฟื้นฟูกิจการต่อศาลล้มละลายกลาง ต่อมาภายหลังจากที่ CNT สามารถปฏิบัติตามแผนฟื้นฟูกิจการในส่วนที่สำคัญแล้วเสร็จ ตลาดหลักทรัพย์จึงได้พิจารณาเห็นควรให้ CNT พ้นเกณฑ์เพิกถอนและย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์ของ CNT ไปอยู่หมวดอุตสาหกรรมปกติเมื่อวันที่ 22 กันยายน 2547 และศาลล้มละลายกลางได้มีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการเมื่อวันที่ 1 กันยายน 2548

CNT ดำเนินธุรกิจหลักในการรับเหมาก่อสร้างงานวิศวกรรมโยธาทุกประเภท เช่น งานก่อสร้างถนน สะพาน งานสาธารณูปโภคพื้นฐาน งานอาคาร โรงงานอุตสาหกรรม งานก่อสร้าง Silo ในระบบ Slip-form และงานรวบรวมท่อบำบัดน้ำเสีย เป็นต้น นอกจากนี้ CNT ยังสามารถออกแบบก่อสร้างและดำเนินการก่อสร้างแบบเบ็ดเสร็จในลักษณะ EPC (Engineering Procurement and Construction) ตามความต้องการของลูกค้า



CHRISTIANI & NIELSEN

กลุ่มลูกค้าของ CNT ประกอบด้วย หน่วยงานรัฐบาล สถาบันการศึกษา และบริษัทเอกชน โดยมีกลุ่มลูกค้าในภาคเอกชนเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลัก ทั้งนี้สามารถแบ่งประเภทงานก่อสร้างของ CNT ได้เป็น 4 ประเภทหลัก ดังนี้

1. งานสาธารณูปโภคพื้นฐานของรัฐบาล CNT ได้ขึ้นทะเบียนเป็นผู้รับเหมาชั้นพิเศษของกรมทางหลวง และเป็นผู้รับเหมาชั้นหนึ่งของหน่วยงานราชการอื่น เช่น กรมชลประทาน กรมทางหลวงชนบท กรุงเทพมหานคร โดย CNT สามารถรับงานก่อสร้างของหน่วยงานเหล่านี้ได้ทุกขนาดและไม่จำกัดวงเงิน
2. อุตสาหกรรมเกษตร CNT เป็นผู้เชี่ยวชาญในการก่อสร้างไซโลคอนกรีตโดยใช้ระบบ Slip-form ซึ่งเป็นงานที่ต้องใช้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์สูง
3. อุตสาหกรรมพลังงานและน้ำมัน ที่ผ่านมา CNT ได้เริ่มเข้าประมูลงานและรับงานจากทั้งภาครัฐวิสาหกิจและภาคเอกชนต่างๆ เนื่องจากเล็งเห็นว่าการแข่งขันในอุตสาหกรรมไม่รุนแรงเพราะมีผู้รับเหมาน้อยรายที่สามารถเข้าร่วมประมูลงานนี้ได้
4. ภาคธุรกิจเอกชน CNT มีทีมงานที่เชี่ยวชาญในการก่อสร้างอาคารต่างๆ ที่ต้องการคุณภาพและความรวดเร็วในการก่อสร้างเพื่อให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปได้อย่างรวดเร็วและทันเวลาต่อความต้องการของลูกค้า เช่น โรงแรมระดับ 5 ดาว และห้างสรรพสินค้า Hypermart เป็นต้น

ตารางสรุปผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญของบริษัทฯ สำหรับปี 2548 - 2550 และงวดหกเดือนแรกของ ปี 2551

		(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)			
		ม.ค. - มิ.ย. 2551	2550	2549 (ปรับปรุงใหม่)	2548
	ผลการดำเนินงาน				
	รายได้จากงานก่อสร้าง	2,287,310	6,301,809	4,837,237	3,623,304
	ต้นทุนงานก่อสร้าง	2,183,973	6,047,008	4,623,740	3,365,168
	ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	86,107	153,698	161,042	151,349
	กำไร(ขาดทุน) สุทธิ	24,178	117,179	65,896	136,172
	ฐานะทางการเงิน				
	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	191,510	195,961	153,774	391,026
	ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง-สุทธิ	878,052	881,839	771,052	507,155
*	งานระหว่างก่อสร้างตามสัญญา	952,753	861,497	1,045,304	670,795
	ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย	529,376	467,129	290,935	268,244
	อื่น ๆ	78,351	88,345	58,731	154,110
	รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	2,630,042	2,494,771	2,319,796	1,991,330
*	เงินฝากที่มีข้อจำกัดในการใช้	185,372	162,540	139,587	83,840
	เงินลงทุนในบริษัทร่วม และบริษัทอื่น - สุทธิ	2,818	2,818	2,318	2,218



CHRISTIANI & NIELSEN

		(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)			
		ม.ค. - มิ.ย. 2551	2550	2549 (ปรับปรุงใหม่)	2548
	อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ	184,711	196,395	168,902	144,639
*	สินทรัพย์สุทธิของหน่วยงานที่เลิกดำเนินการธุรกิจ	353,888	327,361	306,740	336,533
	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	121,551	117,612	101,679	99,823
	รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	848,340	806,726	719,226	667,053
	รวมสินทรัพย์	3,478,382	3,301,497	3,039,022	2,658,383
	เงินเบิกเกินบัญชีธนาคารและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคาร	120,440	36,727	7,135	729
	เจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่าย	1,238,879	1,063,643	1,021,815	709,512
*	ประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง	486,825	536,625	389,880	380,915
	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	393,485	412,952	479,491	432,562
	รวมหนี้สินหมุนเวียน	2,239,629	2,049,947	1,898,321	1,523,718
	หนี้สินไม่หมุนเวียน	236,219	233,353	207,607	171,790
	รวมหนี้สิน	2,475,848	2,283,300	2,105,928	1,695,508
	ทุนจดทะเบียน	401,163	401,163	401,163	401,163
	ทุนออกจำหน่ายและชำระเต็มมูลค่าแล้ว	401,162	401,162	401,162	401,162
*	ส่วนเกินทุนจากการตีราคาทรัพย์สิน	8,606	8,998	-	342
*	ผลต่างจากการแปลงค่างบการเงิน	(48,915)	(48,225)	(26,531)	30,044
	กำไรสะสม	655,233	669,814	572,015	544,879
*	ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท	1,016,086	1,031,749	946,646	976,427
*	หุ้นของบริษัทที่ถือโดยบริษัทย่อย	(13,552)	(13,552)	(13,552)	(13,552)
	รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	1,002,534	1,018,197	933,094	962,875
	กระแสเงินสด				
	กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมดำเนินงาน	22,819	171,368	(68,265)	23,683
	กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมลงทุน	(65,287)	(106,359)	(68,148)	85,006
	กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมจัดหาเงิน	38,705	(1,127)	(44,263)	(20,932)



CHRISTIANI & NIELSEN

	ม.ค. - มิ.ย. 2551	2550	2549	2548
<u>อัตราส่วนสภาพคล่อง</u>	-			
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.17	1.22	1.22	1.31
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	4.63	6.74	6.30	6.11
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้ (เท่า)	3.77	5.80	5.34	5.17
<u>อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร</u>	-			
อัตรากำไรขั้นต้น	4.52%	4.04%	4.41%	7.12%
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	(0.13%)	1.51%	1.04%	3.70%
อัตรากำไรสุทธิ	1.06%	1.85%	1.35%	3.69%
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	4.80%	12.01%	6.95%	15.36%

วิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินสำหรับปี 2548-2550 และงวด 6 เดือน ปี 2551

ผลการดำเนินงานปี 2548-2550

รายได้จากงานก่อสร้างและกำไรขั้นต้น

บริษัทและบริษัทย่อย มีรายได้จากงานก่อสร้างในปี 2548-2550 เป็นจำนวน 3,623 ล้านบาท 4,837 ล้านบาท และ 6,302 ล้านบาท ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจากปี 2548 และปี 2549 เป็นจำนวน 1,214 ล้านบาท และ 1,465 ล้านบาท เทียบเท่า 33.5 % และ 30.3 % ตามลำดับ โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 7.12%, 4.41% และ 4.04% ตามลำดับ ทั้งนี้ เนื่องจาก ในปี 2549 และ ปี 2550 บริษัทฯ ได้มีการรับงานก่อสร้างเพิ่มมากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2548 และ ปี 2549 ประมาณ 30-33 % เพื่อเป็นการช่วยพยุงยอดกำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้น ให้คงอยู่ในอัตราเดิมกับปี 2549 ถึงแม้ว่า จะมีการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันและวัสดุก่อสร้างในท้องตลาดซึ่งส่งผลให้ต้นทุนหลักในการดำเนินงานก่อสร้างปรับตัวสูงขึ้นอย่างเป็นสาระสำคัญ รวมถึง บริษัทฯ ได้สำรองผลขาดทุนของโครงการที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากปัจจัยภายนอกที่ไม่อาจควบคุมได้

ต้นทุนงานก่อสร้าง

ต้นทุนที่สำคัญในงานก่อสร้างคือ วัสดุก่อสร้าง, ผู้รับเหมาช่วงและค่าแรง ซึ่งต้นทุนดังกล่าวขึ้นอยู่กับสภาวะการตลาด สำหรับต้นทุนของบริษัทและบริษัทย่อย ในปี 2549 และ ปี 2550 เท่ากับ 4,624 ล้านบาท และ 6,047 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2548 และปี 2549 จำนวน 1,259 ล้านบาท และ 1,423 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งเพิ่มขึ้นตามสัดส่วนของรายได้จากกิจการก่อสร้างที่เพิ่มสูงขึ้นประกอบกับบริษัทฯ ได้สำรองผลขาดทุนของโครงการที่คาดว่าจะเกิดขึ้นเนื่องจากปัจจัยภายนอกที่ไม่อาจควบคุมได้ ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น



CHRISTIANI & NIELSEN

กำไรสุทธิ

กำไรสุทธิของบริษัทฯและบริษัทย่อยในปี 2548 และ 2549 มีจำนวน 136 ล้านบาทและ 66 ล้านบาท ลดลงจำนวน 70 ล้านบาท เนื่องจากในปี 2549 บริษัทฯ มีต้นทุนในการดำเนินงานก่อสร้างที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสืบเนื่องมาจากการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันและวัสดุก่อสร้างในท้องตลาด ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงจาก 7.12% เป็น 4.41% หรือเป็นจำนวน 45 ล้านบาท ประกอบกับในปี 2549 บริษัทย่อยได้รับเงินปันผลจากบริษัทอื่นลดลงจำนวน 27 ล้านบาท

ในปี 2550 บริษัทฯและบริษัทย่อยมีกำไรสุทธิเท่ากับ 117 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2549 เป็นจำนวน 51 ล้านบาท เนื่องจากกำไรขั้นต้นของบริษัทฯและบริษัทย่อยเพิ่มขึ้นจำนวน 42 ล้านบาท หรือเทียบเท่า 19.72% จากการรับงานก่อสร้างเพิ่มมากขึ้นตามสาเหตุที่กล่าวไว้แล้วข้างต้น ประกอบกับในปี 2550 บริษัทฯ มีรายการโอนกลับค่าเผื่อการด้อยค่าของสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจำนวน 10 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ในปี 2550 บริษัทฯ มีรายได้จากเงินปันผลรับจากกิจการร่วมค้าลดลงจำนวน 10 ล้านบาท รายได้อื่นลดลงจำนวน 6 ล้านบาท ค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น 11 ล้านบาท และบริษัทย่อยได้รับเงินปันผลจากบริษัทอื่นเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2549 เป็นจำนวน 4 ล้านบาท นอกจากนี้ในปี 2550 บริษัทย่อยมีรายได้จากหน่วยงานที่เลิกดำเนินธุรกิจเพิ่มขึ้นจำนวน 7 ล้านบาท

ค่าใช้จ่ายในการบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการบริหารของบริษัทฯและบริษัทย่อยในปี 2550 มีจำนวนเท่ากับ 154 ล้านบาท ลดลงจำนวน 7 ล้านบาท เทียบเท่า 4.35% เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการบริหารของกิจการที่ควบคุมร่วมกันลดลง

ผลการดำเนินงานงวดหกเดือน ปี 2551

งบกำไรขาดทุนรวมของบริษัทฯและบริษัทย่อย สำหรับงวดหกเดือนปี 2551 แสดงกำไรสุทธิเท่ากับ 24 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับงวดระยะเวลาเดียวกันของปี 2550 จำนวน 6 ล้านบาท เนื่องจากในปี 2551 บริษัทฯและกิจการที่ควบคุมร่วมกันมีกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจำนวน 6 ล้านบาท และมีผลการดำเนินงานของหน่วยงานที่เลิกดำเนินธุรกิจเพิ่มขึ้นจำนวน 15 ล้านบาท แต่มีรายได้อื่นลดลงเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมาจำนวน 2 ล้านบาท และมีค่าใช้จ่ายในการบริหารและดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นจำนวน 12 ล้านบาท และ 1 ล้านบาท ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทฯและบริษัทย่อยในปี 2551 คงเป็นอัตราส่วนที่ใกล้เคียงกับปี 2549 และ ปี 2550 คือประมาณ 4.0% - 4.5%

สินทรัพย์รวม

สินทรัพย์รวมของบริษัทฯและบริษัทย่อย ในปี 2548 – 2550 มีจำนวนเท่ากับ 2,658 ล้านบาท 3,039 ล้านบาท และ 3,301 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2548 เป็นจำนวน 643 ล้านบาท เทียบเท่า 24.19% เนื่องจากบริษัทฯ มีรายได้จากงานก่อสร้างที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้างเพิ่มขึ้นจาก 507 ล้านบาท ในปี 2548 เป็น 882 ล้านบาท ในปี 2550 ซึ่งลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เป็นลูกหนี้ที่อยู่ในช่วงไม่เกิน 3 เดือน และงานระหว่างก่อสร้างตามสัญญาเพิ่มขึ้นจาก 671 ล้านบาทในปี 2548 เป็น 861 ล้านบาท ในปี 2550 นอกจากนี้มูลค่าอาคารและอุปกรณ์สุทธิเพิ่มขึ้นจากปี 2548 จำนวน 51 ล้านบาท ทั้งนี้ เนื่องจากการซื้อเครื่องจักรและอุปกรณ์เพื่อรองรับงานใหม่ที่เกิดขึ้นและทดแทนเครื่องจักรเดิมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานให้ดียิ่งขึ้น



CHRISTIANI & NIELSEN

หนี้สินรวม

หนี้สินรวมของบริษัทฯ และบริษัทย่อย ในปี 2548 - 2550 มีจำนวนเท่ากับ 1,696 ล้านบาท 2,106 ล้านบาท และ 2,283 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2548 เป็นจำนวน 587 ล้านบาท เทียบเท่า 34.61% เนื่องจากเจ้าหนี้การค้า และต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่ายเพิ่มขึ้น 354 ล้านบาท นอกจากนี้ บริษัทฯได้สำรองผลขาดทุนของโครงการที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากปัจจัยภายนอกที่ไม่อาจควบคุมได้ในปี 2549 และปี 2550 ทำให้ยอดประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างเพิ่มขึ้นจากปี 2548 เป็นจำนวนเท่ากับ 156 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม การจ่ายชำระหนี้ของบริษัทฯ ยังคงสอดคล้องกับนโยบายการจ่ายชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้การค้า โดยในปี 2550 ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ยของบริษัทฯ ลดลง จากเดิมประมาณ 67 ถึง 70 วัน เป็น 63 วัน

ส่วนของผู้ถือหุ้น

ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทและบริษัทย่อย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 เท่ากับ 1,018 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2548 เป็นจำนวน 55 ล้านบาท เทียบเท่า 5.71 % เนื่องจากบริษัทและบริษัทย่อยมีกำไรสุทธิประจำปี 2549 และปี 2550 เป็นจำนวน 66 ล้านบาท และ 117 ล้านบาท ตามลำดับ มีส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจำนวน 9 ล้านบาท มีเงินปันผลจ่าย 59 ล้านบาท และเนื่องจากเกิดการแข็งค่าของค่าเงินบาทอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทฯ มีผลต่างจากการแปลงค่าบการเงินลดลงจำนวน 78 ล้านบาท

สภาพคล่อง

บริษัทฯ มีสภาพคล่องในระดับที่น่าพอใจ โดยอัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินในงบการเงินรวมของบริษัทฯ และบริษัทย่อยในปี 2548 – 2550 เท่ากับ 1.31 เท่า 1.22 เท่า และ 1.22 เท่า ตามลำดับ ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าวยังคงส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทสอดคล้องกับนโยบายการจ่ายชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้

ฐานะการเงิน ณ 30 มิถุนายน ปี 2551

ในส่วนของฐานะการเงิน ณ 30 มิถุนายน 2551 บริษัทฯ และบริษัทย่อยมีสินทรัพย์ รวมเท่ากับ 3,478 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจำนวน 177 ล้านบาท เนื่องจากมีงานระหว่างก่อสร้างตามสัญญาเพิ่มขึ้นจำนวน 91 ล้านบาท ภาษีเงินได้นิติบุคคลหักหนี้ ที่จ่ายเพิ่มขึ้นจำนวน 62 ล้านบาท ประกอบกับบริษัทฯมีผลการดำเนินงานของหน่วยงานที่เล็กดำเนินธุรกิจดีขึ้น ทำให้สินทรัพย์สุทธิของหน่วยงานที่เล็กดำเนินธุรกิจในต่างประเทศเพิ่มขึ้นจำนวน 27 ล้านบาท

หนี้สินรวมของบริษัทฯ และบริษัทย่อย มีจำนวน 2,476 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจำนวน 193 ล้านบาท เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของหนี้สินหมุนเวียนจำนวน 190 ล้านบาท และหนี้สินไม่หมุนเวียนจำนวน 3 ล้านบาท ซึ่งการเพิ่มขึ้นของหนี้สินหมุนเวียนดังกล่าวเกิดจากการเพิ่มขึ้นของเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคาร จำนวน 83 ล้านบาท และการเพิ่มขึ้นของเจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่ายจำนวน 175 ล้านบาท

อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัทในไตรมาสสอง ของปี 2551 ยังคงอยู่ในอัตราส่วนที่ใกล้เคียงกับปี 2549 และปี 2550 คือมีอัตราส่วนสภาพคล่องเท่ากับ 1.17 เท่า



CHRISTIANI & NIELSEN

การคาดคะเนผลการดำเนินงานในอนาคต

สถานะเศรษฐกิจในปี 2551 ยังคงไม่มีการขยายตัว เนื่องจากปัญหาความขัดแย้งทางการเมือง และมีปัญหาเรื่องราคาน้ำมัน การลงทุนใหม่ๆ ชะลอตัว ในส่วนของบริษัท คาดว่ายอดขายในปี 2551 จะลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบริษัท อยู่ในธุรกิจก่อสร้างมานาน ทำให้มีฐานลูกค้าและพันธมิตรอยู่จำนวนหนึ่ง จึงมีโอกาสดำเนินการร่วมกับพันธมิตรอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ในช่วง 2-3 ปี ที่ผ่านมามีบริษัท ได้ขยายฐานลูกค้าไปสู่อุตสาหกรรมปิโตรเคมีและน้ำมัน ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่ยังคงมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้บริษัท ได้รับงานในธุรกิจดังกล่าวมากขึ้นเป็นลำดับ

บริษัท ยังคงนโยบายการดำเนินธุรกิจด้วยความระมัดระวังต่อไป โดยในการรับงานจะต้องเป็นงานก่อสร้างที่บริษัท มีประสบการณ์ ลูกค้าจะต้องมีแหล่งเงินทุนที่ชัดเจน และทุกๆ โครงการที่บริษัท ดำเนินการจะต้องมั่นใจว่าได้มีการประเมินราคาอย่างถูกต้อง มีการดูแลป้องกันความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นอย่างรัดกุม โดยมีกำไรในอัตราขั้นต้นที่เหมาะสม

การดำเนินงานของกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้อ

ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อมีความประสงค์ที่จะให้กิจการยังคงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป เว้นแต่กรณีมีเหตุให้กิจการไม่สามารถดำรงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ได้ และตลาดหลักทรัพย์สั่งเพิกถอนหุ้นสามัญของกิจการจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

ปัจจุบัน ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนหรือนโยบายในการเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์ ลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร รวมทั้งโครงสร้างทางการเงินของกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้อ โดยกิจการจะยังคงดำเนินธุรกิจไปตามปกติ และยังไม่มีความตั้งใจจะขายทรัพย์สินหลักของกิจการ หรือเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการ

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 และ 30 มิถุนายน 2551 CNT มีการทำรายการระหว่างกันที่มีสาระสำคัญกับ CPBE และบริษัทที่เกี่ยวข้องของ CPBE สามารถสรุปได้ดังนี้

หน่วย : ล้านบาท

ชื่อบุคคล / นิติบุคคล	ความสัมพันธ์กับ CPBE	รายการที่เกี่ยวข้อง	ปี 2550	ม.ค. - มิ.ย. ปี 2551
1. CPBE	-	รายได้ค่าก่อสร้าง	8.40	0.73
2. สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์	ผู้ถือหุ้นใหญ่ใน สัดส่วนร้อยละ 99.99	รายได้ค่าก่อสร้าง ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง งานระหว่างก่อสร้างตาม สัญญา	252.80 - 57.97	57.17 21.25 20.00

ทั้งนี้ รายการระหว่างกันข้างต้น เป็นไปตามนโยบายการกำหนดราคาและเงื่อนไขตามปกติธุรกิจ โดยในอนาคตหากผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการมีการทำรายการระหว่างกัน ผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการจะปฏิบัติตามระเบียบและข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์



CHRISTIANI & NIELSEN

2. ความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของข้อมูลของกิจการที่ปรากฏในคำเสนอซื้อ
คณะกรรมการของบริษัทฯ มีความเห็นว่าข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทฯ ตามที่ปรากฏในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (247-4) มีความถูกต้อง
3. ความสัมพันธ์หรือข้อตกลงใด ๆ ของกรรมการของกิจการกับผู้ทำคำเสนอซื้อ ทั้งในฐานะส่วนตัว ในฐานะกรรมการของกิจการ หรือในฐานะตัวแทนของผู้ทำคำเสนอซื้อ ซึ่งรวมถึงการถือหุ้นของกรรมการของกิจการในนิติบุคคลผู้ทำคำเสนอซื้อ และการมีสัญญาหรือข้อตกลงที่มีหรือจะมีระหว่างกันในด้านต่าง ๆ (เช่น การบริหาร ฯลฯ)

- 3.1 การถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยผู้ทำคำเสนอซื้อหรือผู้มีอำนาจกระทำการผูกพันผู้ทำคำเสนอซื้อ (กรณีผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นนิติบุคคล) ในกิจการ หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ (กรณีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการเป็นนิติบุคคล)

ผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นผู้ถือหุ้นโดยตรงในกิจการเท่ากับร้อยละ 71.35 ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกิจการ

- 3.2 การถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยกิจการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือกรรมการของกิจการในผู้ทำคำเสนอซื้อ (กรณีผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นนิติบุคคล)

- ไม่มี -

- 3.3 ความสัมพันธ์อื่น ๆ

- 3.3.1 CPBE และ CNT มีกรรมการร่วมกันดังนี้

ชื่อ	ตำแหน่งใน CPBE	ตำแหน่งใน CNT
นายไมเคิล เดวิด เซลบี	กรรมการ/ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร	ประธานคณะกรรมการ
นายสานติ กระจำนเตรี	กรรมการ	กรรมการ

- 3.3.2 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 และ 30 มิถุนายน 2551 CPBE และบริษัทที่เกี่ยวข้องของ CPBE มีการทำรายการระหว่างกันที่มีสาระสำคัญกับ CNT สามารถสรุปได้ดังนี้

หน่วย : ล้านบาท

ชื่อบุคคล / นิติบุคคล	ความสัมพันธ์กับ CPBE	รายการที่เกี่ยวข้อง	ปี 2550	ม.ค. - มิ.ย. ปี 2551
1. CPBE	-	รายจ่ายค่าก่อสร้าง	8.40	0.73
2. สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์	ผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.99	รายจ่ายค่าก่อสร้าง เจ้าหน้าที่ตามสัญญาก่อสร้าง งานระหว่างก่อสร้างที่ยังไม่ได้เรียกเก็บ	252.80 - 57.97	57.17 21.25 20.00



CHRISTIANI & NIELSEN

4. ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการต่อผู้ถือหลักทรัพย์

บริษัท ได้จัดให้มีการประชุมคณะกรรมการเมื่อวันที่ 21 สิงหาคม 2551 เพื่อจัดทำความเห็นเกี่ยวกับคำเสนอซื้อของผู้ทำคำ เสนอซื้อ ให้แก่ผู้ถือหุ้นเพื่อให้เป็นไปตามข้อ 3 ของประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 59/2545 เรื่อง แบบรายการและระยะเวลาจัดทำความเห็นเกี่ยวกับคำเสนอซื้อ ลงวันที่ 5 สิงหาคม 2551 โดยมีกรรมการเข้าร่วมประชุมจำนวน 7 ท่าน จากกรรมการทั้งหมด 11 ท่าน ดังนี้

- | | | |
|-----------------|---------------------|--|
| 1. นายประทีป | วงศ์นิรันดร์ | กรรมการอิสระและประธานคณะกรรมการตรวจสอบ |
| 2. นายภมรศักดิ์ | สุรคุปต์ | กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ |
| 3. นายวินัย | วามวานิชย์ | กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ |
| 4. นายสมชาย | จองศิริเลิศ | กรรมการอิสระ |
| 5. นายอำนาจ | อินทสุขศรี | กรรมการ |
| 6. นายดนุช | ยন্ত্রรักษ์ | กรรมการ |
| 7. นางจุไรรัตน์ | สุขสวัสดิ์ ณ อยุธยา | กรรมการและเลขานุการบริษัท |

โดยคณะกรรมการซึ่งไม่รวมถึงกรรมการที่มีส่วนได้เสียได้มีมติเป็นเอกฉันท์ให้เสนอแนะผู้ถือหุ้น ดังนี้

4.1 เหตุผลที่สมควรจะตอบรับและ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

คณะกรรมการซึ่งไม่รวมถึงกรรมการที่มีส่วนได้เสียได้พิจารณาแล้วเห็นสมควรให้ผู้ถือหุ้นปฏิเสธคำเสนอซื้อเนื่องจากเห็นว่าราคาเสนอซื้อที่ผู้ถือหุ้นเสนอขายจะได้รับภายหลังจากหักภาระค่าธรรมเนียมในการเสนอขายหุ้น อันเป็นราคาเสนอซื้อสุทธิเท่ากับ 2.4933 (สองจุดสี่เก้าสามสาม) บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ต่ำกว่าช่วงที่เหมาะสมที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นในช่วง 3.33 - 3.89 บาท ต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม ในการพิจารณาความเหมาะสมของช่วงราคาของหุ้นที่เสนอซื้อเทียบกับช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาภาระหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการจำนวน 168 ล้านบาทจากการถูกยึดหลักประกันจากหน่วยงานแห่งหนึ่ง โดยคิดเป็นความเสียหายต่อหุ้นเท่ากับ 0.42 บาท ซึ่งจะทำให้ช่วงราคาหุ้นของกิจการลดลงจากช่วงราคาที่เหมาะสม ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการภายหลังหักค่าความเสียหายต่อหุ้นที่อาจจะเกิดขึ้นจะเท่ากับ 2.91 ถึง 3.47 บาท ซึ่งยังคงสูงกว่าราคาต่อหุ้นที่มีการเสนอซื้อ อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหลักทรัพย์ควรพิจารณารายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อใช้ในการตัดสินใจ ทั้งนี้การตัดสินใจสุดท้ายขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหลักทรัพย์เป็นสำคัญ

4.2 ความเห็นและเหตุผลของกรรมการของกิจการแต่ละรายและจำนวนหุ้นที่กรรมการแต่ละรายนั้นถืออยู่

(เฉพาะในกรณีที่ความเห็นของกรรมการของกิจการตาม 4.1 ไม่เป็นเอกฉันท์)

-ไม่มี-

4.3 ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของแผนงานและนโยบายดังกล่าว

-ไม่มี-

4.4 ความเห็นเพิ่มเติมของกรรมการของกิจการ (เฉพาะกรณีที่คำเสนอซื้อนั้นเป็นคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

-ไม่มี-



CHRISTIANI & NIELSEN

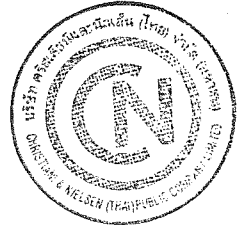
5. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

โปรดพิจารณารายละเอียดตามเอกสารแนบ 1 (ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ต่อคำเสนอซื้อ
หลักทรัพย์ของ บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน))

ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอรับรองว่าข้อความข้างต้นถูกต้องครบถ้วน ตรงต่อความเป็นจริง ไม่มีข้อมูลที่อาจทำให้บุคคลอื่น
สำคัญผิดในสาระสำคัญ และมิได้มีการปกปิดข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญซึ่งควรบอกให้แจ้ง

(ลงชื่อ)

(นายตณูช ยนตรักษ์) (นางจุไรรัตน์ สุขสวัสดิ์ ณ อยุธยา)
บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)



เอกสารแนบ 1

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ

บริษัท คริสเตียนีและนिलเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ



บมจ.คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เกี่ยวข้องกับ

คำแนะนำซื้อหลักทรัพย์ของ บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)
โดยบริษัท ทุนดาววัลย์ จำกัด

โดย



บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด

21 สิงหาคม 2551

วันที่ 21 สิงหาคม 2551

เรื่อง ความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ
บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เรียน ท่านผู้ถือหุ้น
บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

ตามที่ บริษัท ทูลดวาลย์ จำกัด (“ทูลดวาลย์” หรือ “ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน) (“CNT” “กิจการ” หรือ “บริษัท”) ได้ลงนามในหนังสือสัญญาจะซื้อขายหุ้นสามัญของกิจการ กับ ธนาคาร ไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ไทยพาณิชย์”) เพื่อซื้อหุ้นสามัญของกิจการจำนวน 166,313,259 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท คิดเป็นร้อยละ 41.46 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดในราคาหุ้นละ 2.50 บาท รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 415,783,147.50 บาท เมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม 2551 โดย ทูลดวาลย์ได้ชำระราคาหุ้นให้แก่ไทยพาณิชย์ และ ไทยพาณิชย์ได้ส่งมอบพร้อมโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นสามัญที่ซื้อขายให้แก่ทูลดวาลย์เมื่อวันที่ 28 กรกฎาคม 2551 ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของทูลดวาลย์ใน CNT เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 29.89 เป็นร้อยละ 71.35 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด ส่งผลให้ทูลดวาลย์ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ.53/2545 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 18 พฤศจิกายน 2545 และเมื่อวันที่ 5 สิงหาคม 2551 กิจการได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (“ คำเสนอซื้อ” หรือ “แบบ 247-4”) จากทูลดวาลย์ ในการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการในส่วนที่ไม่ได้ถือโดยทูลดวาลย์ จำนวน 114,944,932 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 28.65 ของหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ในราคาหุ้นละ 2.50 บาท

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด (“ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น”) ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจาก สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับการแต่งตั้งจากกิจการให้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของผู้ถือหุ้น เพื่อให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยของกิจการต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ โดยในการพิจารณาเพื่อให้ความเห็นดังกล่าว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ศึกษาข้อมูลใน แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร เอกสารที่ได้รับจากกิจการ เช่น งบการเงิน รายงานประจำปี ประมาณการทางการเงิน รวมทั้งข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะทั่วไป ในการจัดทำความเห็นนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่บริษัทและ/หรือผู้บริหารของบริษัทมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ซึ่งความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริงและสมบูรณ์ และการให้ความเห็นนี้เป็นการพิจารณาจากสภาวะและข้อมูลที่สามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน ณ วันที่จัดทำรายงานฉบับนี้ ซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ หรือเกิดเหตุการณ์ใด อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจและประมาณการทางการเงินของกิจการ รวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้

ในการให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยในครั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาถึงความเหมาะสมของราคา ข้อเสนอแนะที่ทำให้ผู้ถือหุ้นตัดสินใจขายหรือปฏิเสธการหุ้นสามัญ ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

ในด้านความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ เมื่อเปรียบเทียบกับราคาประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจัดทำ จะเห็นว่าราคาหุ้นที่เหมาะสมตามที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ประเมินราคาจะอยู่ในช่วง 3.33 ถึง 3.89 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นราคาที่ได้จากการประเมินโดยวิธี Price to Earnings วิธี EV /EBITDA และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) โดยใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value) เป็นฐานของช่วงราคาต่ำสุด ซึ่งแสดงให้เห็นว่าราคาเสนอซื้อหุ้นที่ 2.50 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของมูลค่าหุ้นของกิจการ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการ หากพิจารณาภาระหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการจำนวน 168 ล้านบาทจากการถูกยึดหลักประกันจากหน่วยงานแห่งหนึ่ง ซึ่งได้กล่าวรายละเอียดในหัวข้อ 3 เรื่อง “ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น” โดยคิดเป็นความเสียหายต่อหุ้นประมาณ 0.42 บาท จะทำให้ช่วงราคาหุ้นของกิจการลดลงจากช่วงราคาที่เหมาะสม ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการภายหลังหักค่าความเสียหายต่อหุ้นจะเท่ากับ 2.91 ถึง 3.47 บาทต่อหุ้น ซึ่งยังคงสูงกว่าราคาเสนอซื้อหุ้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรปฏิเสธการขายหุ้นสามัญในครั้งนี้ โดยพิจารณาจากปัจจัยหลัก ซึ่งได้แก่ ราคาเสนอซื้อที่ต่ำกว่าช่วงราคาที่เหมาะสมของมูลค่าหุ้นของกิจการภายใต้ปัจจัยพื้นฐาน ปัจจัยความเสี่ยง ตลอดจนผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้นของกิจการที่ไม่แตกต่างทั้งก่อนและหลังการที่ทุนตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อหุ้นของกิจการจากไทยพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตเรื่องการถ่วงดุลอำนาจในการบริหารเนื่องจากทุนตลาดหลักทรัพย์จะกลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่เพียงรายเดียวที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการร้อยละ 71.35 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระซึ่งสามารถควบคุมมติที่ต้องใช้เสียงข้างมากได้ อย่างไรก็ตาม หากมีผู้มาเสนอขายหุ้นในช่วงระยะเวลาที่รับซื้อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญจนทำให้ทุนตลาดหลักทรัพย์ถือหุ้นในกิจการเกินร้อยละ 90 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว ทุนตลาดหลักทรัพย์จะเป็นผู้ถือหุ้นที่สามารถควบคุมมติผู้ถือหุ้นได้ทุกกรณี รวมถึงเป็นผลทำให้สภาพคล่องการซื้อขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์”) ลดน้อยลงได้เช่นกัน

ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาข้อมูล เหตุผลประกอบ และความเห็นในประเด็นต่างๆ ตามที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำเสนอไว้ อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

1. ความเป็นมา

1.1 ลักษณะของรายการ

ในวันที่ 16 พฤษภาคม 2551 ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ลงนามในสัญญาจะซื้อจะขายหุ้นกับธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) เพื่อซื้อหุ้นสามัญของกิจการจำนวน 166,313,259 หุ้น หรือ คิดเป็นร้อยละ 41.46 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของกิจการ ในราคาหุ้นละ 2.50 บาท รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 415,783,147.50 บาท โดยผู้ทำคำเสนอซื้อได้ตกลงชำระราคาหุ้นให้แก่ไทยพาณิชย์ และ ไทยพาณิชย์ได้ส่งมอบพร้อมโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นสามัญที่ซื้อขายให้แก่ผู้ทำคำเสนอซื้อในวันที่ 28 กรกฎาคม 2551 ซึ่งทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 29.89 เป็นร้อยละ 71.35 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญที่เหลือทั้งหมดของกิจการจำนวน 114,944,932 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 28.65 ของหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ทั้งนี้ ทุนตลาดหลักทรัพย์จะเสนอซื้อหุ้นในราคาที่เท่ากับราคาซื้อขายต่อหุ้นที่ได้ชำระให้แก่ไทยพาณิชย์ ที่ราคาหุ้นละ 2.50 บาท และเมื่อวันที่ 5 สิงหาคม 2551 ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ยื่นคำเสนอซื้อหุ้นสามัญทั้งหมดของกิจการ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ.53/2545 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 18 พฤศจิกายน 2545 โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ประเภทหลักทรัพย์	หุ้นสามัญ
จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ	114,944,932 หุ้น
สัดส่วนของจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ	ร้อยละ 28.65 ของ หุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วทั้งหมด
สิทธิออกเสียง	114,944,932 เสียง
ราคาเสนอซื้อ *	2.50 บาทต่อหุ้น

* ผู้แสดงเจตนาขายมีภาระค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นสามัญในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มอีกร้อยละ 7.00 ของค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นสามัญดังกล่าว คิดเป็นราคาเสนอซื้อสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับจะเท่ากับ 2.4933 บาทต่อหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นราคาเสนอซื้อสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (Final offer) โดยมีระยะเวลาับซื้อรวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ เริ่มตั้งแต่ 6 สิงหาคม 2551 จนถึงวันที่ 10 กันยายน 2551 เฉพาะในวันทำการ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. ซึ่งระยะเวลาดังกล่าวเป็นระยะเวลาับซื้อสุดท้ายที่จะไม่ขยายระยะเวลาับซื้ออีก (Final Period)

ทั้งนี้ ราคาเสนอซื้อและระยะเวลาับซื้อสุดท้ายดังกล่าวมีเงื่อนไขในการแก้ไขได้ในกรณีนี้

- หากมีเหตุการณ์ร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการในระหว่างระยะเวลาับซื้อ โดยผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้อ อาจยกเลิกคำเสนอซื้อเมื่อเกิดเหตุการณ์ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

- มีเหตุการณ์หรือการกระทำใดๆเกิดขึ้นภายหลังจากที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) แล้ว และยังไม่พ้นระยะเวลาับซื้อ อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายร้ายแรงต่อฐานะทางการเงินหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยเหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าว มิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ
- กิจการกระทำการใดๆ ภายหลังจากที่สำนักงาน ก.ล.ต. ได้รับคำเสนอซื้อและยังไม่พ้นระยะเวลาับซื้อ อันเป็นเหตุให้มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

1.2 สัญญาสำคัญต่าง ๆ

ณ วันที่ 16 พฤษภาคม 2551 ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ลงนามในสัญญาจะซื้อจะขายหุ้นกับ ไทยพาณิชย์ ในฐานะผู้ขาย เพื่อซื้อหุ้นสามัญของกิจการจำนวน 166,313,259 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 41.46 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ โดยมีรายละเอียดของสัญญาดังนี้

คู่สัญญา	บริษัท ทุนดาร์วัลย์ จำกัด (“ผู้ซื้อ”) ธนาคาร ไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ผู้ขาย”)
วันที่ทำสัญญา	วันที่ 16 พฤษภาคม 2551
วันที่มีการซื้อขาย	วันที่ 28 กรกฎาคม 2551
วันที่ชำระราคา	วันที่ 28 กรกฎาคม 2551
ชื่อที่ปรึกษาในการทำสัญญาของผู้ซื้อ	- ไม่มี -
ชื่อที่ปรึกษาในการทำสัญญาของผู้ขาย	บริษัท สำนักงานกฎหมายสยามนิติ จำกัด

เงื่อนไขที่สำคัญ :

- 1) ผู้ขายจะขายหุ้นสามัญของกิจการ จำนวน 166,313,259 หุ้น ให้แก่ผู้ซื้อ ในราคาหุ้นละ 2.50 บาท ในวันที่ 28 กรกฎาคม 2551
- 2) ผู้ซื้อตกลงที่จะซื้อและชำระราคาหุ้นสามัญที่ซื้อขายให้แก่ผู้ขายในวันที่ 28 กรกฎาคม 2551
- 3) เมื่อผู้ขายได้รับชำระราคาหุ้นสามัญที่ซื้อขายครบถ้วนแล้ว ผู้ขายจะดำเนินการส่งมอบและโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นสามัญที่ซื้อขายให้แก่ผู้ซื้อในวันเดียวกับวันที่ผู้ขายได้รับชำระราคาหุ้นที่ซื้อขาย

1.3 ข้อมูลโดยสรุปของผู้ทำคำเสนอซื้อ

บริษัท ทูลดาร์วัลย์ จำกัด (“ทูลดาร์วัลย์” หรือ “ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) จัดทะเบียนเมื่อวันที่ 25 ตุลาคม 2537 ภายใต้ชื่อบริษัท 173 รุ่งเรือง จำกัด ซึ่งต่อมาได้เปลี่ยนชื่อนิติบุคคลเป็น บริษัท ทูลดาร์วัลย์ จำกัด เมื่อวันที่ 4 สิงหาคม 2543 โดยมีวัตถุประสงค์ของการดำเนินงานเพื่อประกอบธุรกิจการลงทุน ธุรกิจให้คำปรึกษาด้านการจัดการอสังหาริมทรัพย์ และการบริหารเงินให้กับสำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ ทูลดาร์วัลย์ โดยมีสัดส่วนการถือหุ้นร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ ทูลดาร์วัลย์ ทั้งนี้ ธุรกิจของ ทูลดาร์วัลย์ สามารถสรุปได้เป็น 2 ส่วนหลัก ดังนี้

■ ธุรกิจการลงทุน

ธุรกิจการลงทุนถือได้ว่าเป็นธุรกิจหลักของ ทูลดาร์วัลย์ โดยมีการกำหนดนโยบายบริหารการลงทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดภายใต้ระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม ทั้งนี้ ณ ปัจจุบัน การลงทุนส่วนใหญ่จะเน้นการลงทุนในตราสารทุนเป็นหลัก เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด โดยจะมีการกระจายความเสี่ยงการลงทุนไปในอุตสาหกรรมแตกต่างกันหลายอุตสาหกรรมด้วยกัน ทั้งนี้ การลงทุนของ ทูลดาร์วัลย์ นั้น มีทั้งการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์ฯ”) และลงทุนในบริษัทจำกัดอื่นๆ

■ ธุรกิจให้คำปรึกษาบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์และการบริหารเงิน

นอกเหนือจากธุรกิจการลงทุนแล้ว ทูลดาร์วัลย์ ยังมีธุรกิจให้คำปรึกษาด้านการจัดการอสังหาริมทรัพย์และการบริหารเงิน โดย ณ ปัจจุบัน เป็นการให้บริการแก่บริษัทในกลุ่มของ สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ทั้งสิ้น

ทุนจดทะเบียน และทุนชำระแล้ว

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550 CPBE มีทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วเท่ากับ 11,621.57 ล้านบาท ซึ่งประกอบด้วย หุ้นสามัญจำนวน 1,162.16 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท

รายชื่อกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นสูงสุด

ตามรายชื่อในทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด ณ วันที่ 29 เมษายน 2551 (วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด) สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงรายเดียวใน CPBE ซึ่งถือเป็นจำนวนทั้งสิ้น 1,162.16 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาทโดยหุ้นสามัญ 1 หุ้น มีสิทธิออกเสียง 1 เสียง คิดเป็นสัดส่วนการถือหุ้นและมีสิทธิออกเสียงเท่ากับร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ CPBE โดยมีรายละเอียดการถือหุ้น ดังนี้

รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	ร้อยละเมื่อเทียบกับ จำนวนหุ้นที่จำหน่าย ได้แล้วทั้งหมดของ ผู้ทำคำเสนอซื้อ	ร้อยละเมื่อ เทียบกับ สิทธิออกเสียง ทั้งหมดของ ผู้ทำคำเสนอซื้อ
1. สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์	1,162,156,998	99.99	99.99
2. นางอมรรัตน์ โล่ห์สุวรรณ	1	00.00	00.00
3. นายสมบูรณ์ ชัยเดชสุริยะ	1	00.00	00.00
4. นางสาวสุภาภรณ์ ตรีแสน	1	00.00	00.00
5. นายพิพัฒพงศ์ อิศรเสนา ณ อยุธยา	1	00.00	00.00
6. นายประยุทธ์ อนุพันธ์สกุล	1	00.00	00.00
7. นายสงชาติ คุณวัฒน์	1	00.00	00.00

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

หมายเหตุ 1. สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นโดยกฎหมายเฉพาะ ไม่มี
ผู้ถือหุ้น

รายชื่อคณะกรรมการตามทะเบียนกรรมการล่าสุด

คณะกรรมการของ CPBE ตามทะเบียนกรรมการล่าสุด ณ วันที่ 29 เมษายน 2551 ประกอบด้วย

ชื่อ	ตำแหน่ง
1. นายจิรายุ อิศรางกูร ณ อยุธยา	ประธานกรรมการ
2. นายยศ เอื้อชูเกียรติ	กรรมการ / ประธานกรรมการบริหาร
3. นายไมเคิล เดวิด เซลบี	กรรมการ / ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร
4. นายสานติ กระจำนตรี	กรรมการ
5. นายอวิรุทธ์ วงศ์พุทธพิทักษ์	กรรมการ
6. นายวรรณ ชันชื้อ	กรรมการ
7. หม่อมราชวงศ์ยงสวาสดี กฤดากร	กรรมการ
8. นายเสนาะ อนุสกุล	กรรมการ
9. นายศิววงศ์ จังคศิริ	กรรมการ
10. นายพนัส สิมะเสถียร	กรรมการ
11. นายวิชิต สุรพงษ์ชัย	กรรมการ
12. นายสมบูรณ์ ชัยเดชสุริยะ	กรรมการ

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้ทำคำเสนอซื้อ

หน่วย: ล้านบาท

	ปี 2548	ปี 2549	ปี 2550
สินทรัพย์รวม	24,037	26,222	28,452
หนี้สินรวม	10,002	9,939	9,005
ส่วนของผู้ถือหุ้น	14,035	16,283	19,447
ทุนจดทะเบียน	11,622	11,622	11,622
ทุนเรียกชำระแล้ว	11,241	11,622	11,622
รายได้รวม	1,556	2,192	4,352
ค่าใช้จ่ายรวม	1,656	250	470
กำไรสุทธิ	(100)	1,464	3,395
กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)	(0.09)	1.29	2.92
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาท)	12.49	14.01	16.73

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

ภาระผูกพันที่มีนัยสำคัญ

รายละเอียดภาระหนี้สินที่จะเกิดขึ้นในอนาคตและภาระผูกพันที่มีสาระสำคัญ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2550

- CPBE มีหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นจากการให้ธนาคารออกหนังสือค้ำประกันจำนวน 0.1 ล้านบาท โดยเป็นการค้ำประกันเพื่อการใช้บริการข้อมูลสารสนเทศจากผู้ให้บริการแห่งหนึ่ง
- CPBE ได้ทำสัญญาเช่าพื้นที่อาคารและบริการรวม 2 สัญญา ซึ่งสัญญาเช่าดังกล่าวมีอายุการเช่า 2 ปี โดยจะสิ้นสุดสัญญาในปี 2551 ตามเงื่อนไขสัญญาเช่า CPBE ได้จ่ายเงินประกันให้แก่ผู้ให้เช่าเป็นจำนวนเงินรวม 0.99 ล้านบาท และค่าเช่าสำหรับปีประมาณปีละ 3.95 ล้านบาท CPBE สามารถต่ออายุสัญญาเช่าได้โดยแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรไปยังผู้ให้เช่าล่วงหน้าอย่างน้อย 6 เดือน ก่อนวันสิ้นสุดระยะเวลาให้เช่า

ข้อมูลเกี่ยวกับประวัติการกระทำความผิดทางอาญา

ผู้ทำคำเสนอซื้อ กรรมการและผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีประวัติการกระทำความผิดทางอาญา

ข้อพิพาททางกฎหมายที่ยังไม่สิ้นสุด

ผู้ทำคำเสนอซื้อ กรรมการและผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีข้อพิพาททางกฎหมายที่อาจมีผลกระทบด้านลบอย่างมีนัยสำคัญต่อฐานะการเงินหรือผลการดำเนินงานหรือต่อการดำเนินธุรกิจของผู้ทำคำเสนอซื้อ

2. ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญที่เหลือทั้งหมดของกิจการ จำนวนรวมทั้งสิ้น 114,944,932 หุ้น ในราคาเท่ากับราคาที่ทุนตลาดวัลย์ เสนอซื้อจากไทยพาณิชย์ ที่ราคา 2.50 บาทต่อหุ้น ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีการต่าง ๆ เพื่อใช้ในการพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

2.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงถึงมูลค่าตามบัญชีของกิจการตามงบการเงินรวมล่าสุดที่ตรวจสอบหรือสอบทานจากผู้สอบบัญชี โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ในอนาคตของกิจการ รวมทั้งแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมโดยรวม

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากข้อมูลงบการเงินรวม ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 ซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการแล้ว โดยสามารถแสดงรายละเอียดได้ ดังนี้

มูลค่าหุ้นตามบัญชี ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 หน่วย : ล้านบาท

สินทรัพย์รวม	3,478.38
หัก : หนี้สินรวม	2,475.85
บวกกลับ : เงินลงทุนของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อย	13.55*
ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,016.09
จำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (ล้านหุ้น)	401.16
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	2.53

* เนื่องจาก อินโด ไซน่า อินเวสเมนต์ ลิมิเตด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัทย่อยถือหุ้นของกิจการ จากการปฏิบัติตามแผนการปรับโครงสร้างทุน โดยมูลค่าบวกกลับดังกล่าว แสดงตามราคาทุนของหุ้นสามัญจำนวน 13.55 ล้านหุ้น เสมือนหนึ่งบริษัทย่อยดังกล่าวเป็นผู้ถือหุ้นที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับกิจการ

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ จะได้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของกิจการ เท่ากับ 2.53 บาทต่อหุ้น เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญที่ 2.50 บาทต่อหุ้นนั้น จะเห็นได้ว่าราคาเสนอซื้อหุ้นนั้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นตามวิธีมูลค่าตามบัญชีของกิจการเป็นจำนวน 0.03 บาทต่อหุ้น

2.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การคำนวณมูลค่าด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี เป็นวิธีปรับปรุงส่วนของผู้ถือหุ้น ด้วยมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สิน เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดของสินทรัพย์และหนี้สินดังกล่าว รวมถึงเหตุการณ์ภายหลังงบการเงิน และภาระที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต (Contingent Liabilities) (ถ้ามี) ของกิจการที่เพิ่มขึ้น หรือลดลง ในการประเมินหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ปรับปรุงงบการเงินรวมสิ้นสุด ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 โดยรายการที่ปรับปรุงมีรายละเอียดดังนี้

ก) การปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรด้วยราคาประเมินของสินทรัพย์ถาวร

กิจการได้ทำการปรับปรุงราคาสินทรัพย์ส่วนใหญ่ โดยอ้างอิงจากรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ จัดทำโดย บริษัท ซี.ไอ.ที.แอฟเพรชัล จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. (“ผู้ประเมินอิสระ”) ในงบการเงินประจำปี 2550 ไปเรียบร้อยแล้ว คงเหลือสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ใน

การดำเนินงานจำนวนสองรายการเท่านั้น ได้แก่ ที่ดินที่มินบุรี และที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์ ที่ยังมิได้มีการปรับปรุง เนื่องจากที่ผ่านมา กิจการพิจารณาแล้วว่า ที่ดินทั้งสองแปลงดังกล่าวไม่มีแนวโน้มการต่อยค่า กิจการจึงยังไม่ได้มีการตั้งค่าเผื่อสำหรับการต่อยค่าของสินทรัพย์ทั้งสองรายการดังกล่าว เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานบัญชี จึงไม่ได้มีการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ทั้งสองรายการในงบการเงิน และเพื่อให้มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการสะท้อนมูลค่าตลาด ณ ปัจจุบัน ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาปรับปรุงมูลค่าที่ดินทั้งสองแห่ง โดยอ้างอิงรายงานประเมินราคาสินทรัพย์ลงวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2548 และ 11 ธันวาคม 2550 ของที่ดินที่มินบุรี และที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์ ตามลำดับ ซึ่งผู้ประเมินราคาได้ใช้หลักเกณฑ์ในการประเมิน คือ ข้อมูลราคาตลาด (Market Data Approach) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่า วิธีประเมินราคาที่ดินโดยใช้ข้อมูลราคาตลาดที่ผู้ประเมินอิสระใช้ในการประเมินที่ดินเหล่านั้น มีความเหมาะสม

อย่างไรก็ตาม การปรับปรุงมูลค่าที่ดินมินบุรีโดยอ้างอิงราคาของผู้ประเมินอิสระล่าสุด ในวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2548 นั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตถึงความเป็นปัจจุบันของข้อมูล จึงได้พิจารณาความเหมาะสมของมูลค่าที่ดินดังกล่าวเพิ่มเติม โดยเทียบเคียงข้อมูลราคาตลาดที่ผู้ประเมินอิสระใช้กับราคาที่ดินที่ประเมินโดยราชการ ทั้งนี้ พบว่า ในรายงานการประเมินราคาสินทรัพย์ ผู้ประเมินอิสระได้แสดงถึงราคาที่ดินที่ประเมินโดยราชการ ในปี 2548 เป็นเอกสารประกอบ ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการสอบทานราคาที่ดินดังกล่าวที่ประเมินโดยราชการ สำหรับรอบปี พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2555 พบว่า ราคาที่ดินดังกล่าวไม่มีการเปลี่ยนแปลงจากราคาที่ดินที่ประเมินโดยราชการในปี 2548 ดังนั้นราคาประเมินที่ดินโดยผู้ประเมินอิสระ ตามรายงาน ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2548 ยังอยู่ในวิสัยที่จะใช้สามารถใช้อ้างอิงในการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีครั้งนี้ได้

หน่วย : ล้านบาท

สินทรัพย์	มูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 (1)	ราคาประเมิน (2)	ส่วนต่าง (2) - (1)
ที่ดินที่มินบุรี	29.30	47.25	17.95
ที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์	39.84	66.40	26.56
รวม	69.14	113.65	44.51

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำส่วนต่างระหว่างราคาประเมินและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ข้างต้นจำนวน 44.51 ล้านบาท มาใช้ในการพิจารณาปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีจากงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551

ข) การปรับปรุงรายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง

กิจการยึดถือหลัก Conservative ในการรับรู้รายได้และบันทึกค่าใช้จ่าย ดังนั้น ในการดำเนินงานแต่ละโครงการ หากมีข้อบ่งชี้ใดๆ ที่จะแสดงว่าโครงการดังกล่าวอาจมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น นอกเหนือจากที่วางแผนไว้ในประมาณการของโครงการ กิจการจะตั้งสำรองประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างนั้นเพิ่มเติมในสัดส่วนประมาณร้อยละ 4 ของมูลค่าโครงการทั้งหมด ณ วันที่รับรู้ข้อบ่งชี้ดังกล่าว เพื่อให้งบการเงิน ณ ขณะนั้นๆ สะท้อนถึงฐานะการเงินที่ยึดหลัก Conservative โดยสำรองประมาณการค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะถูกบันทึกในส่วนหนี้สินหมุนเวียนในงบดุล ซึ่งหากดำเนินงานโครงการดังกล่าวแล้วเสร็จ ฝ่ายวิศวกรรมของกิจการจะทำการประเมินค่าใช้จ่ายคงเหลือที่อาจเกิดขึ้นสำหรับโครงการดังกล่าว ในช่วงที่มีระยะเวลาการรับประกันผลงาน ดังนั้น ประมาณการค่าใช้จ่ายที่เคยได้บันทึกไว้ในส่วนที่เกินกว่าค่าใช้จ่ายที่ประเมินว่าจะเกิดขึ้นจริงจะถูกกลับรายการ ส่งผลให้ส่วนหนี้สินหมุนเวียนในงบการเงินนั้นลดลง

จากข้อมูลดังกล่าว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาการปรับปรุงกลับรายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการที่แล้วเสร็จและส่งมอบลูกค้าแล้ว เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอ้างอิงจากประมาณการการกลับรายการของประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการก่อสร้างที่ประเมินโดยฝ่ายวิศวกรรมของกิจการ

หน่วย: ล้านบาท

ประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการก่อสร้างที่ส่งมอบโครงการให้ลูกค้าแล้ว ณ 30 มิถุนายน 2551	269.53
ประมาณการโอนกลับที่ประเมินโดยฝ่ายวิศวกรรม	256.13

(ค) การปรับปรุงมูลค่าหุ้นของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อย

เนื่องจาก อินโด ไซนา อินเวสमेंท์ ลิมิเตด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัทย่อย ถือหุ้นสามัญของกิจการจากการปฏิบัติตามแผนการปรับโครงสร้างทุน โดยบันทึกเป็นรายการเงินลงทุนตามราคาหุ้นละ 1 บาท จำนวน 13.55 ล้านหุ้น คิดเป็นมูลค่าทั้งหมด 13.55 ล้านบาท ตามงบดุล ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาปรับปรุงมูลค่าดังกล่าว ให้สะท้อนราคาตลาด ณ ปัจจุบัน โดยอ้างอิงจากราคาตลาดปิดตัวเฉลี่ย ถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 30 วันนับจากวันที่ 15 สิงหาคม 2551 (วันทำการล่าสุด) ที่ราคา 2.42 บาทต่อหุ้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

หน่วย: ล้านบาท

มูลค่าหุ้นของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อยแสดงตามราคาหุ้น (1)	13.55
มูลค่าหุ้นของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อยแสดงตามราคาตลาด (2)	32.79
ส่วนต่าง (2) – (1)	19.24

รายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี

หน่วย: ล้านบาท

ส่วนของผู้ถือหุ้น (บาท)	1,016.09
รายการปรับปรุง	
บวก : ราคาประเมินสินทรัพย์ถาวรที่เพิ่มขึ้น	44.51
บวก : การปรับปรุงรายการประมาณการค่าใช้จ่าย	256.13
บวก: การปรับปรุงหุ้นของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อย	19.24
มูลค่าตามบัญชีสุทธิหลังการปรับปรุง	1,335.97
จำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (ล้านหุ้น)	401.16
มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	3.33

ดังนั้น การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะได้มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงต่อหุ้นของกิจการเท่ากับ 3.33 บาทต่อหุ้น เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญกิจการที่ 2.50 บาทต่อหุ้นนั้น จะเห็นได้ว่าราคาเสนอซื้อหุ้นนั้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของกิจการเป็นจำนวน 0.83 บาทต่อหุ้น

2.3 วิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการโดยวิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นใช้ข้อมูลงบการเงินรวมของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน สิ้นสุด ณ 30 มิถุนายน 2551 และเพื่อให้ข้อมูลบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับกิจการที่นำมาใช้เทียบเคียงตาม รายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไปมีความเป็นปัจจุบันมากที่สุด ที่ปรึกษาพิจารณาใช้ราคาตลาดของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันย้อนหลังจากวันที่ 15 สิงหาคม 2551 ซึ่งเป็นวันทำการล่าสุด ภายหลังจากการประกาศงบการเงินล่าสุดของกิจการและบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียง โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาใช้วันทำการดังกล่าว แทนวันทำการก่อนวันที่กิจการแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้ทราบถึงการเข้าทำสัญญาระหว่างทุนตลาดหลักทรัพย์และไทยพาณิชย์ วันที่ 16 พฤษภาคม 2551 หรือวันทำการก่อนวันที่ทุนตลาดหลักทรัพย์จะยื่นคำเสนอซื้อ วันที่ 5 สิงหาคม 2551 เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นนำมาใช้อ้างอิงนั้น เป็นงบการเงินสิ้นสุด 30 มิถุนายน 2551 ซึ่งได้มีการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ และนักลงทุนในวันที่ 15 สิงหาคม 2551 ดังนั้น การพิจารณาใช้ราคาตลาดย้อนหลังจากวันที่ 15 สิงหาคม 2551 จะทำให้ราคาตลาดดังกล่าวเป็นปัจจุบันและสะท้อนถึงผลประกอบการและฐานะการเงินของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงงวดล่าสุด

2.3.1 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของหุ้นโดยการนำมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share) คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value หรือ "P/BV") ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากข้อมูลงบการเงินรวมของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 ซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการแล้ว คูณกับค่าเฉลี่ยของ P/BV ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ จำนวน 6 บริษัท ได้แก่ บริษัท แอสคอน คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) ("ASCON") บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) ("EMC") บริษัท เนวาร์ตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) ("NWR") บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) ("PLE") บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) ("SYNTEC") บริษัท ยูนิค เอนจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) ("UNIQ") โดยทั้ง 6 บริษัทดังกล่าวมีการดำเนินธุรกิจโดยรวม รวมไปถึงลักษณะโครงการที่รับงานตลอดจนขนาดของโครงการและโครงสร้างรายได้คล้ายคลึงกับกิจการ เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และค่าเฉลี่ย P/BV ของ 6 บริษัทดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน โดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 สิงหาคม 2551 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ดังนี้

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มธุรกิจ ก่อสร้างหมวดพัฒนา อสังหาริมทรัพย์* (เท่า)	ราคา ประเมิน หุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย P/BV ของ 6 บริษัท (เท่า)	ราคาประเมิน หุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	1.18	2.98	1.14	2.89
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	1.55	3.93	1.60	4.05
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	1.77	4.49	1.81	4.59
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	1.73	4.37	1.71	4.32
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	1.76	4.44	1.72	4.35

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

* ประกอบด้วย 9 บริษัท ได้แก่ ASCON, CK, EMC, ITD, NWR, PLE, STEC, SYNTEC และ UNIQ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ย P/BV ของ 6 บริษัทที่มีดำเนินธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับกิจการ พบว่า ในกลุ่มบริษัทเทียบเคียงดังกล่าว มีสองบริษัทซึ่งมีค่าเฉลี่ย P/BV ที่ต่างจากบริษัทเทียบเคียงอื่นๆ อย่างมาก ได้แก่ ASCON และ EMC ทำให้ค่าเฉลี่ย P/BV โดยรวมนั้นมีช่วงที่กว้างมาก และมีผลกระทบต่อความเหมาะสมของราคาหุ้นของกิจการที่ประเมินได้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงได้พิจารณาใช้บริษัทเทียบเคียงเพียง 4 บริษัท ได้แก่ NWR PLE SYNTEC และ UNIQ

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มธุรกิจ ก่อสร้างหมวดพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ (เท่า)	ราคา ประเมิน หุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย P/BV ของ 4 บริษัท (เท่า)	ราคาประเมิน หุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	1.18	2.98	0.68	1.72
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	1.55	3.93	0.79	2.00
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	1.77	4.49	0.94	2.37
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	1.73	4.37	0.96	2.44
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	1.76	4.44	1.02	2.57

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

จากงบการเงินรวมของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 กิจการมีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่ากับ 2.53 บาท ดังนั้น การประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 2.98 ถึง 4.49 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อเป็นจำนวน 0.42 ถึง 1.99 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้น จะประกอบไปด้วยบริษัทที่มีโครงสร้างรายได้ และลักษณะของโครงการที่รับงานต่างไปจากกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาใช้ค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทเทียบเคียง 4 บริษัทจะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 1.72 ถึง 2.57 บาทต่อหุ้น ซึ่งมีมูลค่าครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่หุ้นละ 2.50 บาทต่อหุ้น

2.3.2 วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นโดยการนำกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per Share) คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earnings หรือ “P/E”) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากข้อมูลงบการเงินรวมงวด 12 เดือนตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2550 สิ้นสุดวันที่ 30 มิถุนายน 2551 คูณกับค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับบริษัท จำนวน 6 บริษัท ได้แก่ บริษัท แอสคอนคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“ASCON”) บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) (“EMC”) บริษัท เนวาร์ตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) (“NWR”) บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (“PLE”) บริษัท ซินเทคคอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“SYNTEC”) บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“UNIQ”) โดยทั้ง 6 บริษัทดังกล่าวมีการดำเนินธุรกิจโดยรวม รวมไปถึงลักษณะโครงการที่รับงาน ตลอดจนขนาดของโครงการและโครงสร้างรายได้คล้ายคลึงกับกิจการ เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และค่าเฉลี่ย P/E ของ 6 บริษัทดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน โดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 สิงหาคม 2551 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ ดังนี้

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มธุรกิจ ก่อสร้างหมวดพัฒนา อสังหาริมทรัพย์* (เท่า)	ราคา ประเมิน หุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย P/E ของ 6 บริษัท (เท่า)	ราคาประเมิน หุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	35.59	10.91	7.21	2.21
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	51.30	15.72	11.17	3.42
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	94.58	28.98	14.40	4.41
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	77.64	23.80	15.66	4.80
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	64.83	19.87	17.02	5.22

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

* ประกอบด้วย 9 บริษัท ได้แก่ ASCON, CK, EMC, ITD, NWR, PLE, STEC, SYNTEC, UNIQ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ย P/E ของ 6 บริษัทที่มีดำเนินธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับกิจการ พบว่า ในกลุ่มบริษัทเทียบเคียงดังกล่าว มีสองบริษัทซึ่งมีค่าเฉลี่ย P/E ที่ต่างจากบริษัทเทียบเคียงอื่นๆ อย่างมาก ได้แก่ ASCON และ EMC ทำให้ค่าเฉลี่ย P/E โดยรวมนั้นมีช่วงที่กว้างมาก และมีผลกระทบต่อความเหมาะสมของราคาหุ้นของกิจการที่ประเมินได้ และมีหนึ่งบริษัท คือ NWR ที่มีผลขาดทุน ทำให้ค่า P/E ของบริษัทดังกล่าวติดลบ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงได้พิจารณาใช้บริษัทเทียบเคียงเพียง 3 บริษัท ได้แก่ PLE SYNTEC และ UNIQ

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มธุรกิจ ก่อสร้างหมวดพัฒนา อสังหาริมทรัพย์ (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย P/E ของ 3 บริษัท (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	35.59	10.91	6.56	2.01
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	51.30	15.72	7.94	2.43
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	94.58	28.98	9.80	3.00
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	77.64	23.80	10.12	3.10
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	64.83	19.87	11.56	3.54

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

จากงบการเงินรวมของกิจการ กิจการมีกำไรสุทธิในงวด 12 เดือนตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2550 สิ้นสุดวันที่ 30 มิถุนายน 2551 เท่ากับ 0.31 บาทต่อหุ้น ดังนั้น การประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 10.91 ถึง 28.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อเป็นจำนวน 8.41 ถึง 26.48 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ดี เนื่องจากในกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้น จะประกอบไปด้วยบริษัทที่มีโครงสร้างรายได้ และลักษณะของโครงการที่รับงานต่างไปจากกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาใช้ค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทเทียบเคียง 3 บริษัทข้างต้นจะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 2.01 ถึง 3.54 บาท ซึ่งมีมูลค่าครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่หุ้นละ 2.50 บาทต่อหุ้น

2.3.3 อัตราส่วนมูลค่าของกิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (อัตราส่วน EV/EBITDA)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้ พิจารณามูลค่าของกิจการ (Enterprise Value หรือ “EV”) ของกิจการ คำนวณโดยการคูณกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (“EBITDA”) ด้วยอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ

การคำนวณมูลค่าของกิจการ เป็นดังนี้ :

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าของกิจการ} &= \text{มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด} + \text{หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย} - \text{เงินสด} \\ &\quad + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย} \\ \text{มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด} &= \text{ราคาต่อหุ้น} * \text{จำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ} \end{aligned}$$

จากงบการเงินรวมของกิจการ กิจการมี EBITDA¹ ประมาณ 174.77 ล้านบาท (ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2550 สิ้นสุดวันที่ 30 มิถุนายน 2551) และ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 กิจการมีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยประมาณ 140.89 ล้านบาท และเงินสดประมาณ 191.51 ล้านบาท

อัตราส่วน EV/EBITDA เฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของ

¹ รวมผลการดำเนินงานบริษัทย่อยที่เลิกกิจการ เนื่องจาก บริษัทย่อยดังกล่าวมีรายได้ดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอ (Recurring Income)

กิจการ โดยอ้างอิงจากข้อมูลการซื้อขายย้อนหลังในช่วงระยะเวลาโดยนับย้อนหลังจาก 15 สิงหาคม 2551 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ ดังนี้

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ กลุ่มธุรกิจก่อสร้างหมวด พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ 6 บริษัท (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	40.58	17.81	58.44	25.59
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	44.32	19.43	64.31	28.14
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	32.53	14.30	44.81	19.65
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	22.77	11.35	33.37	14.66
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	23.11	10.19	27.90	12.28

ที่มา: Setsmart

* ประกอบด้วย 9 บริษัท ได้แก่ ASCON, CK, EMC, ITD, NWR, PLE, STEC, SYNTEC, UNIQ

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ 6 บริษัทที่มีดำเนินธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับกิจการ พบว่า ในกลุ่มบริษัทเทียบเคียงดังกล่าว มีสองบริษัทซึ่งมีค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ที่ต่างจากบริษัทเทียบเคียงอื่นๆ อย่างมาก ได้แก่ ASCON และ EMC ทำให้ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA โดยรวมนั้นมีช่วงที่กว้างมาก และมีผลกระทบต่อความเหมาะสมของราคาหุ้นของกิจการที่ประเมินได้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงได้พิจารณาใช้บริษัทเทียบเคียงเพียง 4 บริษัท ซึ่งได้แก่ PLE SYNTEC UNIQ และ NWR

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ กลุ่มธุรกิจก่อสร้างหมวด พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ 4 บริษัท (เท่า)	ราคา ประเมินหุ้น (บาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	40.58	17.81	5.85	2.68
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	44.32	19.43	5.84	2.67
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	32.53	14.30	6.41	2.92
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	22.77	11.35	6.76	3.07
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	23.11	10.19	7.46	3.38

ที่มา: Setsmart

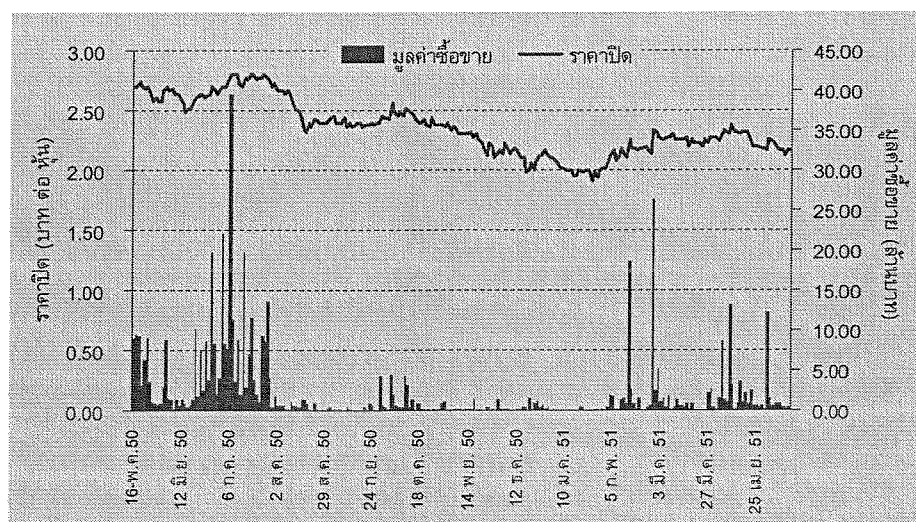
จากวิธีอัตราส่วน EV/EBITDA การประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของกลุ่มธุรกิจก่อสร้างหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 10.19 ถึง 19.43 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อเป็นจำนวน 7.69 ถึง 16.93 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นั้น จะประกอบไปด้วยบริษัทที่มีโครงสร้างรายได้ และลักษณะของโครงการที่รับงานต่างไปจากกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาใช้ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของบริษัทเทียบเคียง 4 บริษัทข้างต้นจะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 2.67 ถึง 3.38 บาท ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อเป็นจำนวน 0.17 ถึง 0.88 บาทต่อหุ้น

2.4 วิธีมูลค่าหุ้นราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของหุ้นโดยใช้ราคาตลาดปิดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของกิจการผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ในการประเมินหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาราคาตลาดปิดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันย้อนหลังในแต่ละช่วงของระยะเวลา ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากข่าวการเข้าซื้อหุ้นของทุนตลาดวัลย์ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงเลือกใช้ข้อมูลโดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 พฤษภาคม 2551 ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายก่อนวันที่ 16 พฤษภาคม 2551 ซึ่งเป็นวันที่กิจการแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ถึงเรื่องการลงนามของทุนตลาดวัลย์ในสัญญาจะซื้อขายหุ้นสามัญของกิจการกับไทยพาณิชย์ อันเป็นผลให้ทุนตลาดวัลย์ถือหุ้นในกิจการเพิ่มจากร้อยละ 29.98 เป็น 71.35 ของทุนที่ออกจำหน่ายและเรียกชำระแล้ว ซึ่งภายหลังจากการแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังกล่าว แม้ทางทุนตลาดวัลย์จะยังมีได้รับโอนหุ้นจากไทยพาณิชย์หรือประกาศเจตนาทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ แต่สามารถคาดการณ์ได้ว่า ภายหลังจากการเข้าทำรายการซื้อขายหุ้นในวันที่ 28 กรกฎาคม 2551 นั้น ทุนตลาดวัลย์จะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ในราคาที่ไม่น้อยกว่าราคาที่ทุนตลาดวัลย์ได้เสนอซื้อหุ้นของกิจการมาในช่วง 90 วัน เพื่อให้เป็นไปตามหน้าที่ภายหลังการได้มาหรือเป็นผู้ถือหุ้นถึงหรือข้ามร้อยละ 50 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ) ซึ่งสามารถสรุปได้ ดังนี้

ช่วงเวลา	ราคาปิดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 วัน	2.17
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 15 วัน	2.26
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน	2.28
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	2.33
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	2.29
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	2.32
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	2.57

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart



รูปที่ 1 : ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทตั้งแต่วันที่ 16 พ.ค. 50 ถึงวันที่ 15 พ.ค. 51

ที่มา : Setsmart

หากพิจารณาปริมาณการซื้อขายหุ้นตามช่วงระยะเวลา นับจากวันที่ 15 พฤษภาคม 2551 จะเป็นดังนี้

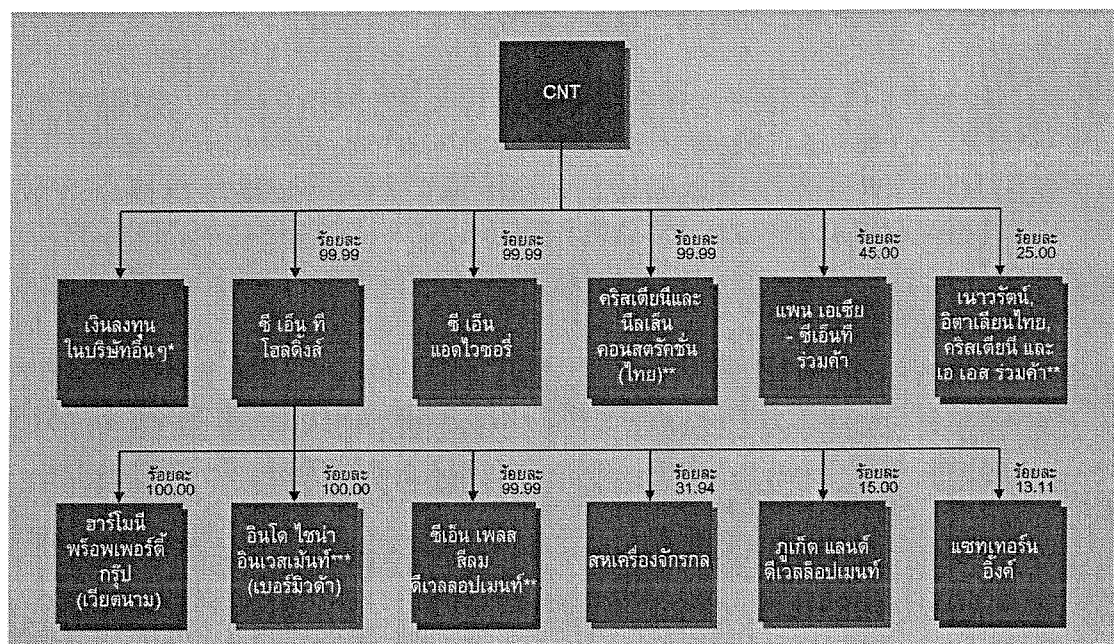
ช่วงเวลา	ปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ย (หุ้น)	ปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ย ต่อจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ แล้วทั้งหมด (ร้อยละ)
5 วัน ย้อนหลัง	277,140	0.07
15 วัน ย้อนหลัง	687,893	0.17
30 วัน ย้อนหลัง	708,740	0.18
3 เดือน ย้อนหลัง	858,402	0.21
6 เดือน ย้อนหลัง	603,340	0.15
9 เดือน ย้อนหลัง	476,132	0.12
12 เดือน ย้อนหลัง	862,851	0.22

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ จะได้มูลค่าหุ้นของกิจการอยู่ระหว่าง 2.17 ถึง 2.57 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นมูลค่าที่ครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่หุ้นละ 2.50 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณาข้อมูลตามตารางปริมาณซื้อขายข้างต้น พบว่าปริมาณหุ้นที่มีการซื้อขายเฉลี่ยระหว่างช่วงเวลาดังกล่าวที่ใช้คำนวณมีสภาพคล่องไม่มากนัก

2.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach หรือ DCF)

ในการจัดทำการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะพิจารณาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการในกลุ่มของบริษัท ดังตารางต่อไปนี้



รูปที่ 2 : โครงสร้างของกลุ่มบริษัท ณ ปัจจุบัน

- * เงินลงทุนในบริษัทอื่นของบริษัทได้แก่ บริษัท ไทยเวอร์ลด์ไวด์ คอนแทรคเตอร์ จำกัด บริษัท สันทิตย์ ช่างเหมาไทย จำกัด ซึ่งกิจการถือหุ้นอยู่ร้อยละ 2.94 และ 0.20 ตามลำดับ
- ** หยุดดำเนินการแล้ว
- *** ปัจจุบัน อินโดไซนา อินเวสเมนต์ ถือหุ้นใน CNT จำนวน 13,552,457 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 3.38 ของทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วของ CNT

ทั้งนี้ ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการในกลุ่มของบริษัท ตามโครงสร้างที่แสดงข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะใช้วิธีการประเมินราคาโดยการคิดรวมมูลค่าในแต่ละส่วน (Sum of Parts Valuation) ของบริษัทในกลุ่ม โดยจะพิจารณาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (DCF) ประเมินมูลค่าบริษัทในกลุ่มบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี และประเมินมูลค่าบริษัทอื่นๆ ที่เลิกดำเนินธุรกิจ หรือ มีมูลค่าของสินทรัพย์ที่ไม่มีนัยสำคัญ เช่น เงินลงทุนในบริษัทอื่นๆ และกิจการร่วมค้าของบริษัท เป็นต้น ด้วยการใช้มูลค่าตามบัญชี หรือ มูลค่าต้นทุน ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 ทั้งนี้ เพื่อให้ได้มูลค่ารวมของกลุ่มบริษัททั้งหมดในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้น โดยมีวิธีการประเมินมูลค่าของแต่ละบริษัทในกลุ่มซึ่งสามารถสรุปได้ ดังต่อไปนี้

ชื่อบริษัท	สัดส่วน การถือหุ้น (ร้อยละ)	วิธีการประเมินมูลค่า
1. กิจการ หรือ CNT	99.99	มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (DCF)
2. บริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด*	99.99	ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value)
3. บริษัท ซีเอ็น แอ็ดไวเซอร์ จำกัด	99.99	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
4. บริษัท คริสเตียนีและเนลสัน คอนสตรัคชั่น (ไทย) จำกัด	99.99	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
5. เงินลงทุนในบริษัทอื่นของบริษัท	-**	ราคาทุน (Cost Method)
6. กิจการร่วมค้า แพนเอเชีย	45.00	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
7. กิจการร่วมค้าเนาวรัตน์, อิตาเลียนไทย, คริสเตียนี และเอ เอส ร่วมค้า	25.00	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)

* ปัจจุบันบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดถือหุ้นใน ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป ลิมิเต็ด, อินโด ไซนา อินเวสเมนต์ ลิมิเต็ดในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ทั้งสองบริษัท ถือหุ้นในบริษัท ซีเอ็น เฟลส สิลม ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด ในสัดส่วนร้อยละ 99.99 และถือหุ้นใน แซทเทอร์น อิงค์ บริษัท สหเครื่องจักรกล จำกัด และบริษัท ภูเก็ต แลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด ในสัดส่วนร้อยละ 13.11 ร้อยละ 31.94 และร้อยละ 15.00 ตามลำดับ ในการประเมินมูลค่าของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะทำการปรับปรุงรายการเงินลงทุนที่บันทึกด้วยราคาทุนบนงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้ง จำกัดด้วยมูลค่าที่ปรับปรุงตามบัญชีของบริษัทย่อยและบริษัทที่ร่วมลงทุนตามงบการเงิน ณ วันปิดบัญชี สิ้นงวด 6 เดือนแรก ณ วันที่ 30 มิ.ย. 51 ซึ่งเป็นงบการเงินที่จัดเตรียมโดยกิจการ และได้ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการ

** เงินลงทุนในบริษัทอื่นของกิจการ ได้แก่ บริษัท ไทยเวิร์ลด์ไวด์ คอนแทรกเตอร์ จำกัด บริษัท สินทรัพย์ ช่างเหมาไทย จำกัด ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ร้อยละ 2.94 และ 0.20 ตามลำดับ

ในการคำนวณหามูลค่าหุ้นของกิจการจากงบการเงินของบริษัท (เฉพาะกิจการ) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดซึ่งแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของหุ้นโดยคำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ โดยนำประมาณการกระแสเงินสดสุทธิมาคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน (คำนวณถึงวันที่ปิดงวดบัญชีบริษัทล่าสุด ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551) ด้วยอัตราส่วนลดที่เหมาะสม (Discount Rate) ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้จัดทำประมาณการทางการเงินในระยะเวลา 4.5 ปีข้างหน้า (ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ปี 2551 ถึงเดือนธันวาคมปี 2555) ของกิจการ (เฉพาะบริษัท) โดยศึกษาข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและฝ่ายจัดการของกิจการ งบการเงิน ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากกิจการ รวมทั้งนโยบายการทำธุรกิจในอนาคต และตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจของกิจการยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่องตามนโยบายการทำธุรกิจที่ได้รับทราบจากผู้บริหารและผู้บริหารเสนอซื้อ และไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้งเป็นไปตามสภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่บริษัทและ/หรือผู้บริหารของบริษัทมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ซึ่งความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริงและสมบูรณ์ โดยการประเมินมูลค่าของกิจการด้วยวิธีปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดนี้มีวัตถุประสงค์ในการพิจารณาหาราคาหุ้นที่เหมาะสมในครั้งนั้นเท่านั้น ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจ และปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ รวมถึงสถานการณ์ของกิจการมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่กล่าวข้างต้น ราคาหุ้นที่

ประเมินได้ตามวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาหุ้นดังกล่าวจะไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากการให้ความเห็นเรื่องความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อตามที่ได้กล่าวข้างต้น

2.5.1 สมมติฐานในการจัดทำประมาณการทางการเงิน

ก) สมมติฐานด้านรายได้

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานที่มาของรายได้ของบริษัท ซึ่งจะมาจาก 3 ส่วนหลัก ได้แก่

- 1.1) โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมดในปี 2551
- 1.2) โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในครึ่งหลังของปี 2551
- 1.3) โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป

1.1 โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมดในปี 2551

โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมดในปี 2551 เป็นโครงการที่กิจการได้รับสัญญาว่าจ้างตั้งแต่วันที่ 30 มิถุนายน 2551 มีจำนวนทั้งหมด 30 โครงการซึ่งมีมูลค่าโครงการรวมทั้งหมดประมาณ 9,199 ล้านบาท และมีมูลค่างานที่เหลือประมาณ 5,383 ล้านบาท ตั้งแต่ครึ่งปีหลังของปี 2551 ถึงปี 2552 โดยมีรายละเอียดของแต่ละโครงการ ดังต่อไปนี้

ลักษณะโครงการ	จำนวนโครงการ	มูลค่าโครงการรวม (ล้านบาท)	มูลค่างานที่เหลือ (ล้านบาท)	ระยะเวลาโครงการ
1. อาคาร	8	1,675	1,028	2550 – 2552
2. คอนโดมิเนียม	1	355	9	2550 – 2552
3. โรงแรมและรีสอร์ท	9	4,195	2,271	2550 – 2552
4. โรงงาน	6	1,263	978	2550 – 2552
5. งานวิศวกรรม	3	881	845	2550 – 2552
6. งานถนน	1	464	205	2550 – 2552
7. ไฮเปอร์มาร์เก็ต	2	365	48	2550 – 2552
รวม	30	9,199	5,383	

ทั้งนี้ ในการประมาณการรายได้ที่คาดว่าจะได้รับของแต่ละโครงการข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะอ้างอิงประมาณการรายได้จากการดำเนินงานจนเสร็จสิ้นโครงการก่อสร้าง (Forecast to Completion) ของแต่ละโครงการที่จัดเตรียมโดยฝ่ายจัดการของกิจการ ซึ่งได้วิเคราะห์ถึงสถานภาพปัจจุบันของแต่ละโครงการรวมถึงกำหนดการดำเนินการตามแผนงานเพื่อให้ดำเนินโครงการจนเสร็จสมบูรณ์

1.2 โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในครึ่งปีหลังของปี 2551

โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในปี 2551 หลังจากวันที่ 30 มิถุนายน 2551 มีจำนวนทั้งหมด 5 โครงการซึ่งมีมูลค่าโครงการรวมทั้งหมด ประมาณ 2,297 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะสามารถจะรับรู้รายได้ ในช่วงปี 2551 ถึงปี 2554 โดยมีรายละเอียดของแต่ละโครงการ ดังต่อไปนี้

ลักษณะโครงการ	จำนวนโครงการ	มูลค่า โครงการ (ล้านบาท)	ระยะเวลา โครงการ
1. อาคาร	3	1,499	2551 – 2554
2. โรงงาน	1	124	2551 – 2552
3. งานวิศวกรรม	1	674	2551 – 2553
รวม	5	2,297	

1.3 โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป

โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป จะอ้างอิงจากข้อมูลสถิติการได้รับสัญญาว่าจ้างงานของกิจการ ในแต่ละปี ในช่วงปี 2548 ถึงปี 2550 ซึ่งเป็นช่วงปีที่สะท้อนความสามารถทางกำลังคนของกิจการ กว่า 6,000 คน ซึ่งมีมูลค่าสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปีเฉลี่ยปีละ 5,300 ล้านบาทในช่วงเวลาดังกล่าว โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้มูลค่าสัญญาว่าจ้างงานที่คาดว่าจะได้รับมีมูลค่าเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดในการจัดทำประมาณการนี้ที่อัตราร้อยละ 5.00 โดยอ้างอิงจากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ เดือนกรกฎาคม 2551

ทั้งนี้ ในการรับรู้รายได้จากโครงการดังกล่าว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้กิจการ รับรู้รายได้ตามสถิติของมูลค่างานที่ได้รับการว่าจ้างให้ดำเนินงานก่อสร้างในช่วงปี 2548 ถึงปี 2550 ดังต่อไปนี้

- งานแต่ละโครงการรับรู้รายได้ตามระยะเวลาประมาณ 2 ปี
- ในปีที่ 1 การรับรู้รายได้ของมูลค่างานที่อัตราประมาณร้อยละ 33 ของมูลค่าของงานที่ได้รับ
- ในปีที่ 2 การรับรู้รายได้ของมูลค่างานที่อัตราประมาณร้อยละ 67 ของมูลค่าของงานที่ได้รับ ข)

ข) สมมติฐานด้านต้นทุนในการดำเนินงาน

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานด้านต้นทุนรวมงานก่อสร้าง ซึ่งมาจาก 3 ส่วน ได้แก่

- 1) ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์ (Equipment) และค่างานโลหะต่างๆ สำหรับการก่อสร้าง (Steelwork) ซึ่งเป็นต้นทุนแปรผัน (Variable Cost) กับรายได้ค่าก่อสร้างของกิจการ ดังนี้
 - ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์ (Equipment) เท่ากับร้อยละ 0.95 ของรายได้ค่าก่อสร้าง ซึ่งเป็นอัตราเฉลี่ยของต้นทุนดังกล่าวต่อรายได้ของกิจการ ในช่วงปี 2547 ถึงช่วง 6 เดือนแรกของปี 2551

- ค่างานโลหะต่างๆ สำหรับการก่อสร้าง (Steelwork) เท่ากับร้อยละ 0.12 ของรายได้ค่าก่อสร้าง ซึ่งเป็นอัตราเฉลี่ยของต้นทุนดังกล่าวต่อรายได้ของกิจการในช่วง ปี 2547 ถึงช่วง 6 เดือนแรกของปี 2551

2) ต้นทุนของงานก่อสร้างของแต่ละโครงการ มาจาก 3 ส่วน ได้แก่

- ต้นทุนของงานก่อสร้างของโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้างทั้งหมดในปี 2551

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงต้นทุนของงานก่อสร้างของแต่ละโครงการก่อสร้างที่อยู่ระหว่างการดำเนินการตามประมาณการต้นทุนของงานก่อสร้างจากการดำเนินงานจนเสร็จสิ้นโครงการก่อสร้าง (Forecast to Completion) ของแต่ละโครงการที่จัดเตรียมโดยฝ่ายจัดการของกิจการ ซึ่งแต่ละโครงการจะมีโครงสร้างต้นทุนก่อสร้างที่แตกต่างกันออกไปตามประเภทของงานก่อสร้าง โดยต้นทุนค่าก่อสร้างที่สำคัญประกอบด้วย ค่าแรงงานทางตรง (Direct Labor) ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์และเครื่องจักร (Plant Cost) ค่าวัสดุก่อสร้าง (Material) ค่าว่าจ้างผู้รับเหมาย่อย (Subcontractor) ค่าใช้จ่ายทั่วไป (General) และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เป็นต้น โดยโครงการทั้ง 30 โครงการมีอัตรากำไรขั้นต้นของงาน (Gross Site Margin) โดยเฉลี่ยอยู่ระหว่างร้อยละ -8.44 ถึง 12.38

- โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในปี 2551

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงต้นทุนของงานก่อสร้างของโครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในปี 2551 โดยอ้างอิงจากอัตรากำไรขั้นต้นของงาน (Gross Site Margin) ที่บริษัทคาดว่าจะสามารถทำได้ในแต่ละโครงการซึ่งประมาณการว่าจะมีอัตรากำไรขั้นต้นตั้งแต่ร้อยละ 5.00 ถึง 11.00 สำหรับโครงการทั้ง 5 โครงการดังกล่าว

- โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะอ้างอิงต้นทุนของงานก่อสร้างของโครงการที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนด สมมติฐานว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างภายหลังปี 2552 โดยอ้างอิงจากอัตรากำไรขั้นต้นของงาน (Gross Site Margin) ที่อัตราร้อยละ 7 ตามนโยบายการเสนอราคาของกิจการ แก่ผู้ว่าจ้างงานตามที่ระบุในรายงานประจำปี

3) ประมาณการสำรองค่าใช้จ่ายโครงการ (Provisioning Reserve) ของกิจการ

อ้างอิงข้อมูลที่ได้รับจากฝ่ายจัดการของบริษัท ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดประมาณการค่าใช้จ่ายซึ่งเป็นรายการค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด (Non-cash Expenditure) สำหรับโครงการก่อสร้างในอัตราส่วนร้อยละ 4 ของมูลค่าโครงการเพื่อกำหนดเป็นสำรองค่าใช้จ่ายและจะทำการกลับรายการค่าใช้จ่าย (Reverse) ที่ตั้งไว้ดังกล่าวหลังจากที่โครงการเสร็จสิ้นภายในระยะเวลา 3 ปี โดยทำการกลับรายการในสัดส่วนร้อยละ 60.00 ในปีแรก และสัดส่วนร้อยละ 37.00 และ 3.00 ในปีที่สองและปีที่สาม ตามลำดับ

ค) สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบริหาร

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานทางด้านค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบริหาร ซึ่งประกอบด้วยเงินเดือนพนักงานและค่าสวัสดิการที่เกี่ยวข้อง ค่าเช่าที่ดิน ค่าวิชาชีพ (เช่น ค่าผู้ตรวจสอบบัญชี ค่าที่ปรึกษากฎหมาย ค่าที่ปรึกษาการเงิน เป็นต้น) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการประมูลงานก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าเบี้ยประกันภัย ค่าธรรมเนียมธนาคาร ค่าใช้จ่ายอื่นๆ และค่าตอบแทนกรรมการ ทั้งนี้ ส่วนประกอบหลักของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบริหารทุกรายการเป็นรายการที่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ โดยในปี 2551 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงค่าใช้จ่ายในแต่ละส่วนจากตัวเลขที่เกิดขึ้นจริงในงวดครึ่งปีแรกของปี 2551 และประมาณการค่าใช้จ่ายดังกล่าวเป็นรายปี บวกด้วยค่าใช้จ่ายบางส่วนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจริงในครึ่งปีหลังของปี 2551 สำหรับปีประมาณการตั้งแต่ปี 2552 ถึงปี 2555 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานของแต่ละส่วนประกอบของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบริหาร ดังนี้

- เงินเดือนพนักงานให้เพิ่มขึ้นที่อัตราร้อยละ 6.00 ต่อปี โดยอ้างอิงตามนโยบายของกิจการจากการสัมภาษณ์ฝ่ายจัดการ
- ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าสวัสดิการที่เกี่ยวข้อง ค่าวิชาชีพ ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการประมูลงานก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าเบี้ยประกันภัย ค่าธรรมเนียมธนาคาร ค่าใช้จ่ายอื่นๆ และค่าตอบแทนกรรมการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้เพิ่มขึ้นที่อัตราร้อยละ 5.00 ต่อปี โดยอ้างอิงจากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ เดือนกรกฎาคม 2551
- ค่าเช่าที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งของสำนักงานและคลังสินค้าของบริษัท ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงจากอัตราค่าเช่าที่ดินตามสัญญาเช่าที่ดินระยะยาวของกิจการตลอดระยะเวลาประมาณการ

ง) สมมติฐานค่าใช้จ่ายลงทุน (Capital Expenditure)

สำหรับปีประมาณการปี 2551 ถึงปี 2552 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนสุทธิประมาณปีละ 30 ล้านบาท โดยอ้างอิงข้อมูลการลงทุนสุทธิของกิจการในอดีต

จ) สมมติฐานด้านภาษีเงินได้นิติบุคคล (Corporate Income Tax)

ปัจจุบันกิจการมีขาดทุนสะสมทางภาษี (Tax Loss Carry Forward) ประมาณ 1,691 ล้านบาทซึ่งสามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ถึงปี 2551 ดังนั้น ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป กิจการจะไม่มีขาดทุนสะสมที่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้ และจะเข้าสู่ระบบภาษีเงินได้นิติบุคคลทั่วไปตามอัตราปกติที่ร้อยละ 30 ของกำไรก่อนหักภาษีเงินได้ อย่างไรก็ตาม อ้างอิงตามมาตรการภาษีเพื่อกระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจของกระทรวงการคลังในการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในช่วงปี 2551 ถึงปี 2553 สำหรับบริษัทที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กิจการจะเสียภาษีในอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในช่วงปีประมาณการ ดังต่อไปนี้

ปีประมาณการ	อัตราภาษีเงินได้ นิติบุคคล (ร้อยละ)	หมายเหตุ
2551	0.00	กิจการมีขาดทุนสะสมทางภาษี
2552	25.00	อัตราภาษีตามมาตรการภาษีกระทรวงการคลัง
2553	25.00	อัตราภาษีตามมาตรการภาษีกระทรวงการคลัง
2554	30.00	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปกติ
2555	30.00	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปกติ

ฉ) สมมติฐานด้านเงินทุนหมุนเวียนหลัก

อ้างอิงจากอัตราส่วนเฉลี่ยในอดีตในช่วงปี 2546 ถึงปี 2550 ดังต่อไปนี้

- ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย 51 วัน
- ระยะเวลางานระหว่างก่อสร้างเฉลี่ย 59 วัน
- ระยะเวลาเก็บสินค้าคงเหลือเฉลี่ย 0.4 วัน
- ระยะเวลาเจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่ายเฉลี่ย 73 วัน
- เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้าที่ร้อยละ 5.31 ของรายได้ค่าก่อสร้างในแต่ละปี
- สมมติฐานด้านสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ และหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ จะอ้างอิงจากข้อมูลในอดีต

ช) สมมติฐานด้านภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย (Withholding Tax)

ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2551 กิจการมียอดภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในงบดุล (งบการเงินเฉพาะกิจการ) จำนวน 528.34 ล้านบาท ซึ่งเป็นภาษีเงินได้นิติบุคคลที่บริษัทจ่ายล่วงหน้า โดยเป็นรายการที่ถูกหักออกจากเงินได้ตามใบแจ้งหนี้ (Invoice) ที่กิจการออกให้แก่ลูกค้าในอัตราร้อยละ 3 ของมูลค่าตามใบแจ้งหนี้ ซึ่งสามารถนำมาหักภาษีเงินได้นิติบุคคลในแต่ละปีได้ เนื่องจากภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 3 นั้น ถือว่าเป็นอัตราที่มีสาระสำคัญมากเมื่อเทียบกับอัตราภาษีของกิจการในอดีต (ปี 2546 ถึงปี 2550) ที่อัตราเฉลี่ยประมาณร้อยละ 2 ซึ่งที่ผ่านมา กิจการมีการชำระภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายเกินกว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลของกิจการในแต่ละปีเป็นจำนวนมาก ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงเห็นว่าการประมาณการด้านภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายมีสาระสำคัญต่อทั้งกระแสเงินสดและมูลค่าหุ้นของกิจการ

ทั้งนี้ ในการประมาณการรายการภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้รายการภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย อยู่ที่อัตราร้อยละ 3 ของยอดเงินที่กิจการออกใบแจ้งหนี้ในแต่ละปี โดยสามารถขอคืนส่วนต่างหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ต้องนำส่งในแต่ละปีได้ภายหลังระยะเวลา 2 ปีหลังจากถูกหัก ณ ที่จ่าย อ้างอิงจากข้อมูลประมาณการการขอคืนภาษีของฝ่ายจัดการ คาดว่ากิจการจะสามารถขอคืนภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายสำหรับปี 2548 ปี 2549 และปี 2550 ซึ่งยังคงค้างอยู่ในรายการงบดุล (งบการเงินเฉพาะกิจการ) เป็นจำนวน 97.93 ล้านบาทในปี 2551 และ 271.52 ล้านบาทปี 2552 ตามลำดับ

ซ) สมมติฐานด้านประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง (Provisioning Reserve)

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้รายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างในงบดุลอ้างอิงกับสมมติฐานด้านประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการ (Provisioning Reserve) ของกิจการตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นในหัวข้อ 2.5.1 ข) 3)

ข) สมมติฐานด้านประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง (Provisioning Reserve)

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้รายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างในงบดุลอ้างอิงกับสมมติฐานด้านประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการ (Provisioning Reserve) ของกิจการตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นในหัวข้อ 2.5.1 ข) 3)

ฅ) สมมติฐานด้านการจ่ายเงินปันผลและการเพิ่มทุน

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้ช่วงระยะเวลาประมาณการ กิจการจะไม่มีเพิ่มทุนแต่อย่างใด และจะมีการจ่ายเงินปันผลโดยอ้างอิงจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท คือ กิจการจะจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของบริษัทในแต่ละปี โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 45.64 ของกำไรสุทธิ

ญ) ประมาณการทางการเงิน1) ประมาณการงบกำไรขาดทุน (เฉพาะบริษัท)

บริษัท คริสเตียนีและนีสัน (ไทย) จำกัด (มหาชน)							หน่วย: ล้านบาท				
งบกำไร - ขาดทุน (เฉพาะบริษัท)	2546A	2547A	2548A	2549A	2550A	1H51A	2551E	2552E	2553E	2554E	2555E
รายได้											
รายได้จากงานก่อสร้าง	3,295	3,957	3,535	4,826	6,297	2,278	5,718	5,065	6,141	5,750	5,936
หนี้สูญได้รับคืนและโอนกลับค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	17	38	2	2	1	0	0	0	0	0	0
รายได้อื่น											
เงินปันผลรับ	0	0	0	12	2	0	0	0	0	0	0
ดอกเบี้ยรับ	3	5	8	7	5	2	4	4	5	6	6
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
อื่น ๆ	121	8	25	9	15	1	0	0	0	0	0
รวมรายได้อื่น	138	13	33	26	23	4	4	4	5	6	6
รวมรายได้	3,450	4,008	3,571	4,856	6,320	2,282	5,722	5,069	6,147	5,756	5,942
ค่าใช้จ่าย											
ต้นทุนงานก่อสร้าง	3,131	3,728	3,292	4,615	6,043	2,180	5,427	4,771	5,752	5,423	5,600
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	144	128	140	155	154	84	171	184	189	201	213
ค่าเสื่อมราคา	10	19	28	32	43	22	48	45	39	43	46
อื่น	126	4	19	0	0	1	0	0	0	0	0
รวมค่าใช้จ่าย	3,411	3,879	3,479	4,802	6,240	2,287	5,646	5,000	5,980	5,666	5,860
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้นิติบุคคล	39	129	91	54	81	-6	76	69	167	90	82
ดอกเบี้ยจ่าย	20	2	1	2	3	3	6	7	7	7	6
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	0	0	0	0	0	0	0	0	34	29	28
รายการพิเศษกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้	833	0	0	0	0	-0	0	0	0	0	0
กำไรสุทธิสำหรับปี	853	128	90	52	78	-8	70	62	126	54	48

2) ประมาณการงบดุล (เฉพาะบริษัท)

บริษัท คริสเตียนีและนีสัน (ไทย) จำกัด (มหาชน)	หน่วย: ล้านบาท										
งบดุล (เฉพาะบริษัท)	2546A	2547A	2548A	2549A	2550A	1H51A	2551E	2552E	2553E	2554E	2555E
สินทรัพย์											
สินทรัพย์หมุนเวียน											
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	354	259	313	88	132	126	191	381	403	496	551
ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง - สุทธิ	542	353	502	771	872	874	794	703	852	798	824
งานระหว่างก่อสร้างตามสัญญา	444	527	667	1,045	867	955	927	821	996	932	962
สินค้าคงเหลือ - สุทธิ	3	2	9	1	2	2	6	5	6	6	6
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น											
ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย	162	278	268	290	467	528	547	402	379	367	368
เงินจ่ายล่วงหน้าค่าก่อสร้าง	31	17	124	30	42	33	37	33	40	37	39
อื่นๆ	29	12	15	26	35	37	31	28	33	31	32
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	1,566	1,449	1,899	2,252	2,415	2,556	2,533	2,373	2,710	2,669	2,782
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน											
เงินฝากที่มีข้อจำกัดในการใช้	48	197	84	140	163	185	163	145	175	164	169
เงินลงทุนในบริษัทย่อย - สุทธิ	174	350	414	336	336	336	336	336	336	336	336
เงินลงทุนในกิจการที่ควบคุมร่วมกัน	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2
เงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทอื่น - สุทธิ	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
ลูกหนี้และเงินให้กู้ยืมแก่บริษัทย่อยและกิจการที่ควบคุมร่วมกัน - สุทธิ	40	37	32	4	7	6	6	6	6	6	6
อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ	112	163	144	169	196	185	177	163	155	144	129
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น											
เงินลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ - สุทธิ	97	97	94	94	103	103	103	103	103	103	103
เงินสำรองเพื่อการชำระหนี้	0	0	4	4	4	4	4	4	4	4	4
เงินจ่ายล่วงหน้าค่าเช่าที่ดิน	5	3	1	3	9	14	20	19	17	15	13
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	476	847	775	750	820	836	812	778	799	775	763
รวมสินทรัพย์	2,042	2,296	2,674	3,002	3,236	3,391	3,345	3,151	3,509	3,444	3,546
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น											
หนี้สินหมุนเวียน											
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคาร	75	1	1	7	37	120	120	120	120	120	120
เจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่าย	751	570	699	1,022	1,058	1,243	1,087	956	1,152	1,086	1,122
เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า	196	203	238	282	192	201	303	269	326	305	315
เจ้าหนี้และเงินกู้ยืมจากบริษัทอื่น	29	18	3	1	1	1	1	1	1	1	1
ส่วนของหนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงินที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี											
	2	5	6	10	10	7	11	7	8	10	10
หนี้สินหมุนเวียนอื่น											
ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย	11	7	8	8	8	8	12	11	13	12	12
ประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง	128	325	381	390	537	487	418	353	329	341	358
ประมาณการหนี้สินจากการรับประกันและหนี้สินอื่น	112	109	72	69	69	69	69	69	69	69	69
สำรองค่าใช้จ่ายอื่น	0	38	66	66	66	66	39	39	39	39	39
อื่นๆ	47	30	33	39	58	34	45	40	48	45	47
รวมหนี้สินหมุนเวียน	1,351	1,306	1,508	1,894	2,036	2,237	2,105	1,864	2,104	2,029	2,093
หนี้สินไม่หมุนเวียน											
หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงิน - สุทธิจากส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี											
	2	12	11	16	13	11	8	12	9	4	0
ขาดทุนเกินทุนของบริษัทย่อย	30	30	31	0	0	0	0	0	0	0	0
สำรองผลประโยชน์พนักงาน	143	138	161	191	220	225	236	250	273	291	310
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	176	180	203	208	233	236	244	261	281	296	310
รวมหนี้สิน	1,526	1,486	1,711	2,102	2,269	2,474	2,349	2,125	2,386	2,324	2,403
ส่วนของผู้ถือหุ้น											
ทุนเรือนหุ้น	312	401	401	401	401	401	401	401	401	401	401
ส่วนเกินทุนจากการตีราคาสินทรัพย์	1	1	0	0	9	9	8	8	7	6	6
ผลต่างจากการแปลงค่าทางการเงิน	17	13	30	0	0	0	0	0	0	0	0
กำไรสะสม											
จัดสรรแล้ว - สำรองตามกฎหมาย	0	0	22	25	29	29	33	36	40	40	40
ยังไม่ได้จัดสรร	196	408	523	474	528	479	554	581	675	672	696
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	526	823	976	900	967	918	996	1,026	1,123	1,119	1,143
หุ้นของบริษัทที่ถือโดยบริษัทย่อย	-11	-14	-14	0	0	0	0	0	0	0	0
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	2,042	2,296	2,674	3,002	3,236	3,391	3,345	3,151	3,509	3,444	3,546

3) ประมาณการงบกระแสเงินสด

บริษัท คริสเตียนีและนีสัน (ไทย) จำกัด (มหาชน)						หน่วย: ล้านบาท					
งบกระแสเงินสด (เฉพาะบริษัท)	2546A	2547A	2548A	2549A	2550A	1H51A	2H51E	2552E	2553E	2554E	2555E
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน											
กำไรสุทธิสำหรับปี							78	63	127	55	49
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย							26	45	39	43	46
โอนกลับประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง							-69	-65	-25	13	16
กำไร(ขาดทุน)จากการดำเนินงานก่อนการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน							35	43	141	110	111
สินทรัพย์ดำเนินงานลดลง(เพิ่มขึ้น)											
ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง							81	91	-149	54	-26
งานระหว่างก่อสร้างตามสัญญา							27	106	-175	63	-30
สินค้าคงเหลือ							-3	1	-1	0	-0
ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย							-18	144	23	12	-1
เงินจ่ายล่วงหน้าค่าก่อสร้าง							-5	5	-7	2	-1
อื่นๆ							6	4	-6	2	-1
หนี้สินดำเนินงานลดลง(เพิ่มขึ้น)											
เจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่าย							-156	-131	196	-66	36
เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า							102	-35	57	-21	10
เจ้าหนี้และเงินกู้ยืมจากบริษัทอื่น							0	0	0	0	0
หนี้สินหมุนเวียนอื่น							-13	-7	10	-3	2
สำรองผลประโยชน์พนักงาน							10	14	23	18	19
กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน							67	234	113	173	119
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน											
เงินฝากที่ซื้อจำกัดในการใช้ลดลง (เพิ่มขึ้น)							22	19	-31	11	-5
ซื้ออาคารและอุปกรณ์							-19	-30	-30	-30	-30
เงินจ่ายล่วงหน้าค่าเช่าที่ดิน (เพิ่มขึ้น)							-6	0	0	0	0
กระแสเงินสดสุทธิจากการลงทุน							-3	-11	-61	-19	-35
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน											
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารเพิ่มขึ้น(ลดลง)							0	0	0	0	0
เงินสดจ่ายคืนหนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงิน							1	-0	-2	-3	-4
เงินปันผลจ่าย							0	-32	-29	-58	-25
กระแสเงินสดสุทธิจากการจัดหาเงิน							1	-32	-30	-61	-29
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิ											
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต้นงวด							126	191	381	403	496
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดปลายงวด							191	381	403	496	551

2.5.2 สมมติฐานด้านอัตราส่วนลด (Discount Rate)

ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital ("WACC")) ซึ่งคำนวณ โดยมีรายละเอียดดังนี้

$$\begin{aligned}
 WACC &= K_d \cdot (1-t) \cdot (D/V) + K_e \cdot (E/V) && \text{โดย} \\
 K_d &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ยของกิจการในแต่ละปี} \\
 t &= \text{อัตราภาษีเงินได้ (Corporate Income Tax Rate)} \\
 D &= \text{หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt)} \\
 E &= \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} \\
 V &= \text{เงินทุนทั้งหมด} = D + E \\
 K_e &= \text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น คำนวณโดยอ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดย } K_e \text{ สามารถคำนวณ ดังต่อไปนี้ : } K_e = R_f + \beta_L \cdot (R_m - R_f) \\
 R_f &= \text{อัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง = ร้อยละ 5.66 ซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 21 กรกฎาคม 2551} \\
 R_m &= \text{อัตราผลตอบแทนของตลาดร้อยละ 15.34 ซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนรายสัปดาห์เฉลี่ย 10 ปี ของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET Index (2541 - 2551)} \\
 \beta_L &= \text{Levered beta คำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้:} \\
 \beta_L &= \beta_U \cdot (1 + (1-t) \cdot (D/E)) && \text{โดย} \\
 \beta_U &= \text{Unlevered beta ซึ่งเท่ากับ 0.86} \\
 &\quad (\text{ทั้งนี้ Unlevered beta คำนวณโดยใช้ข้อมูลจาก Bloomberg และการคำนวณของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นโดยอ้างอิงจาก Levered beta เฉลี่ยของหลักทรัพย์เทียบเคียงของบริษัท 5 บริษัท ซึ่งได้แก่ NWR SYNTEC PLE ASCON และ UNIQ}) \\
 D/E &= \text{อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt) ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น}
 \end{aligned}$$

เนื่องจาก β_L เปลี่ยนแปลงตลอดเวลาจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุน K_e ของกิจการจึงเปลี่ยนแปลงตาม ค่า K_e จะอยู่ระหว่างร้อยละ 14.72 ถึง 15.28 ตลอดช่วงประมาณการ และต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital ("WACC")) จะเปลี่ยนแปลงตามการเปลี่ยนแปลงของ K_e และโครงสร้างเงินทุน โดย WACC จะอยู่ระหว่างร้อยละ 13.50 ถึง 13.94 ตลอดช่วงประมาณการ โดยการคำนวณ WACC สามารถแสดงได้ ดังนี้

	2551	2552	2553	2554	2555
สัดส่วนของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย (ร้อยละ)	13.15	12.29	11.95	10.91	10.73
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ย (Kd) (ร้อยละ)	5.06	4.94	4.91	4.86	4.78
อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke) (ร้อยละ)	15.28	14.90	14.87	14.73	14.72
อัตราภาษีเงินได้ (ร้อยละ)	0.00	25.00	25.00	30.00	30.00
WACC (ร้อยละ)	13.94	13.52	13.53	13.50	13.50

2.5.3 มูลค่าสุดท้าย (Terminal Value)

มูลค่าสุดท้ายคำนวณจากสูตรอัตราการเติบโตคงที่ (Perpetuity growth) โดยกำหนดสมมติฐานของอัตราการเติบโตคงที่ของกระแสเงินสดของกิจการเท่ากับร้อยละ 1

2.5.4 ประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท)

การประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัทเท่านั้น) ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดดังกล่าว สามารถแสดงได้ ดังต่อไปนี้

บริษัท คริสเตียนีและนِيلเซ็น (ไทย) จำกัด (มหาชน) (เฉพาะบริษัท)		หน่วย: ล้านบาท				
การประเมินมูลค่าของกิจการด้วยวิธีปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow)		2H51E	2552E	2553E	2554E	2555E
กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to Firm)						
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคล (Earnings before Interest & Corporate Income Tax)		80	65	162	84	76
บวกกลับ: ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation & Amortization)		26	45	39	43	46
หัก: ภาษีเงินได้นิติบุคคลจ่าย (Corporate Income Tax)		0	-0	-34	-29	-28
การเปลี่ยนแปลงสุทธิของเงินทุนหมุนเวียน (Changes in Working Capital)		32	191	-27	63	7
บวกกลับ: รายการค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด (Non-Cash Items)		-69	-65	-25	13	16
หัก: ค่าใช้จ่ายลงทุน (Capital Expenditure)		-19	-30	-30	-30	-30
หัก: เงินลงทุนสุทธิเงินฝากที่มีข้อจำกัดในการใช้ และสินทรัพย์อื่น (Restricted Deposit & Other Assets)		16	19	-31	11	-5
กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free Cash Flow to Firm)		66	225	54	154	83
อัตราส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Rate) (%)		13.94%	13.52%	13.53%	13.50%	13.50%
มูลค่าปัจจุบัน ณ 30 มิ.ย. 51						
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Present Value of Free Cash Flow to Firm)		432	432	395	223	200
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าสุดท้ายของกิจการ (Present Value of Terminal Value)		374				
หัก: หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt)		140				
บวกกลับ: เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด		126				
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าหุ้นของกิจการ (Present Value of Equity Value)		792				
จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด (# of Total Outstanding Shares)		401				
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าหุ้นของกิจการ ต่อ หุ้น (Present Value of Equity Value per share)		1.98				

มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) จะเท่ากับ 792 ล้านบาท และมูลค่าหุ้นของกิจการต่อหุ้น (เฉพาะบริษัท) จะเท่ากับ 1.98 บาทต่อหุ้น (กรณีฐาน)

2.5.5 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) โดยการเลือกปัจจัยที่เป็นตัวแปรหลักในการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับโดยตรงกับโครงการที่คาดว่าจะกิจการจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป ซึ่งเป็นโครงการใหม่ที่จะดำเนินการต่อจากโครงการทั้งหมดที่อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้างของบริษัทในปัจจุบันและอีก 5 โครงการที่คาดว่าจะทำสัญญาภายหลังวันที่ 30 มิถุนายน 2551 โดยตัวแปรหลักที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเลือกใช้ในการวิเคราะห์ความอ่อนไหวมีทั้งหมด 2 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ 1) มูลค่ารวมของโครงการต่อปีที่คาดว่าจะกิจการจะได้รับสัญญาว่าจ้างตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นไป (ซึ่งกำหนดให้มีอัตราเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ที่อัตราร้อยละ 5 ต่อปี) และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของโครงการในข้อ 1)

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้เลือกกำหนดตัวแปรมูลค่ารวมเฉลี่ยของโครงการต่อปีที่กิจการได้รับสัญญาว่าจ้างในช่วงปี 2548 ถึงปี 2550 ที่มูลค่าประมาณ 5,300 ล้านบาทและอัตรากำไรขั้นต้นของกิจการที่อัตราร้อยละ 7.00 เป็นกรณีฐาน และได้การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของราคาหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) โดยการเปลี่ยนแปลงตัวแปรหลัก ดังต่อไปนี้

- 1) มูลค่ารวมเฉลี่ยของโครงการต่อปีที่ 5,300 ล้านบาท +/- มูลค่าแปรปรวนที่อัตราร้อยละ 15 ของมูลค่ารวมเฉลี่ยที่กรณีฐาน หรือที่ประมาณมูลค่ารวมของโครงการต่อปีระหว่าง 4,300 ถึง 6,100 ล้านบาท
- 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่อัตราร้อยละ 7.00 +/- อัตรากำไรขั้นต้นแปรปรวนที่ร้อยละ 1

การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) สามารถสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

หน่วย: ล้านบาท

มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น		มูลค่ารวมของโครงการ ต่อ ปี* (ล้านบาท)		
ของกิจการ (เฉพาะบริษัท)		4,500	5,300	6,100
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	6.00	326	488	667
	7.00	568	792	1,017
	8.00	827	1,097	1,366

*มูลค่าโครงการในปี 2552 ซึ่งจะเพิ่มขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อร้อยละ 5 ต่อปี

หน่วย: บาทต่อหุ้น

มูลค่าหุ้นของกิจการ		มูลค่ารวมของโครงการ ต่อ ปี* (ล้านบาท)		
(เฉพาะบริษัท)		4,500	5,300	6,100
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	6.00	0.81	1.22	1.66
	7.00	1.42	1.98	2.53
	8.00	2.06	2.73	3.41

*มูลค่าโครงการในปี 2552 ซึ่งจะเพิ่มขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อร้อยละ 5 ต่อปี

จากตารางข้างต้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวโดยการพิจารณาทั้งมูลค่ารวมของโครงการและอัตราค่าไถ่เริ่มต้นตามที่เลือกวิเคราะห์จะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) มีช่วงราคา 0.81 ถึง 3.41 บาทต่อหุ้น ซึ่งมีช่วงราคาที่ค่อนข้างกว้าง ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเห็นว่า ในการเลือกใช้ตัวแปรหลักในการประเมินมูลค่าของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ควรเลือกพิจารณาตัวแปรหลักในส่วนของอัตราค่าไถ่เริ่มต้นของโครงการ เนื่องจาก ที่ผ่านมา อัตราค่าไถ่เริ่มต้นจะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานมากกว่ามูลค่ารวมของโครงการ และเพื่อให้มูลค่าหุ้นมีช่วงราคาที่แคบลง ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาเลือกใช้มูลค่ารวมของโครงการ ที่ 5,300 ล้านบาท โดยเลือกวิเคราะห์ความอ่อนไหวของอัตราค่าไถ่เริ่มต้น ซึ่งจะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) มีมูลค่าระหว่าง 488 ถึง 1,097 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าต่อหุ้น ระหว่าง 1.22 ถึง 2.73 บาทต่อหุ้น

2.5.6 การประเมินมูลค่าของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยวิธีการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี

ในการประเมินมูลค่าบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะทำการการปรับปรุงรายการเงินลงทุนที่บันทึกด้วยราคาทุนบนงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยมูลค่าที่ปรับปรุงตามบัญชีของบริษัทย่อย (ได้แก่ ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป ลิมิเต็ดและอินโดไชน่า อินเวสเมนต์ ลิมิเต็ด) และมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่ร่วมลงทุนตามงบการเงิน ณ วันปิดบัญชี สิ้นงวด 6 เดือนแรกของปี ณ วันที่ 30 มิ.ย. 51 ซึ่งเป็นงบการเงินที่จัดเตรียมโดยกิจการ และไม่ได้ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการ ดังต่อไปนี้

- 1) การปรับปรุงมูลค่าทางบัญชีของ ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป ลิมิเต็ด สามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

รายละเอียด	หน่วย: ล้านบาท
ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ ณ วันที่ 30 มิ.ย. 50	365.21
รายการปรับปรุง	
หัก: การด้อยค่าเงินให้กู้ยืมและยอดเงินค้างจ่ายของบริษัทในเครือ*	(2.90)
มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุง	362.32

* บริษัทที่เลิกดำเนินกิจการแล้วได้แก่บริษัท บริษัท คริสเตียนีและเนลสัน คอนสตรัคชั่น (ไทย) จำกัด

- 2) การปรับปรุงมูลค่าทางบัญชีของ อินโดไชน่า อินเวสเมนต์ ลิมิเต็ด ("อินโดไชน่า") สามารถแสดงได้ดังต่อไปนี้

รายละเอียด	หน่วย: ล้านบาท
ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ ณ วันที่ 30 มิ.ย. 50	71.42
รายการปรับปรุง	
เพิ่ม: การปรับปรุงมูลค่าหุ้นของบริษัทที่อินโดไชน่าถืออยู่**	22.26
มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุง	93.68

** ปรับปรุงมูลค่าหุ้นของบริษัทที่อินโดไชน่า (บันทึกด้วยราคาทุน) ถืออยู่ทั้งหมดจำนวน 13,552,457 หุ้นด้วยราคาตลาดเฉลี่ยตั้งแต่วันที่ 16 ก.ค. 51 ถึงวันที่ 15 ส.ค. 51 ที่ราคาประมาณ 2.42 บาทต่อหุ้น

3) การปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด สามารถแสดงได้ ดังต่อไปนี้

หน่วย: ล้านบาท

รายละเอียด	มูลค่าตามบัญชีซึ่ง บันทึกด้วย ราคาทุน	มูลค่าตามบัญชี ภายหลังปรับปรุง
สินทรัพย์อื่นๆ (เงินสด ตัวรับเงิน และสินทรัพย์อื่น)	6.04	6.04
เงินค้ำจ่ายบจ. ซีเอ็นที เฟลส สิลม ดีเวลลอปเม้นท์	0.32	0.00
เงินลงทุนในบริษัทย่อย		
- บริษัท ซีเอ็นที เฟลส สิลม ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	0.00***	0.00
- อินโดไชน่า อินเวสเม้นท์ ลิมิเตด	75.05	93.68
- ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป ลิมิเตด	53.09	362.32
เงินลงทุนในบริษัทร่วมและเงินลงทุนอื่น		
- แซทเทอร์น อิงค์	2.22	5.25
- บริษัท สหเครื่องจักรกล จำกัด	0.00***	0.00
- บริษัท ภูเก็ต แลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	0.00***	0.00
รวมสินทรัพย์	136.72	467.29
หัก: หนี้สินรวม	10.60	10.60
ส่วนของผู้ถือหุ้น	126.12	456.69
มูลค่าหุ้นที่นำมารวมเข้ากับมูลค่าหุ้นของกิจการ ต่อ หุ้น ⁺	0.31	1.14

*** มูลค่าหลังหักค่าตั้งสำรองด้วยค่าสินทรัพย์

+ คิดเป็นมูลค่าเฉลี่ยต่อหุ้น เมื่อคิดจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกและชำระแล้วของบริษัทที่จำนวน
401,161,682 หุ้น

โดยสรุป ในการประเมินมูลค่าบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี
ข้างต้น จะได้มูลค่าเท่ากับ 456.69 ล้านบาท หรือ คิดเป็นมูลค่าตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัท ต่อ หุ้น ประมาณ
1.14 บาทต่อหุ้น

2.5.7 สรุปมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีการประเมินราคาแบบมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discount Cash Flow)

จากการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีการประเมินราคาแบบมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow หรือ DCF) และการคิดรวมในแต่ละส่วน (Sum of Parts Valuation) ของแต่ละบริษัทในกลุ่มของกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นสามารถสรุปมูลค่าของกิจการได้ตามตาราง ต่อไปนี้

ชื่อบริษัท	สัดส่วน การถือหุ้น (ร้อยละ)	ส่วนของ ผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	มูลค่าส่วนของ ผู้ถือหุ้น ตามสัดส่วน การถือหุ้น (ล้านบาท)	มูลค่าหุ้น ตามสัดส่วน การถือหุ้น ต่อ หุ้น (บาทต่อหุ้น)	วิธีการ ประเมินมูลค่า
บริษัท หรือ CNT	100.00	488 – 1,097	488 – 1,097	1.22 – 2.73	DCF
บริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด*	99.99	456.69	456.69	1.14	Adjusted Book Value
บริษัท ซีเอ็น แอ็ดไวซอรี่ จำกัด	99.99	1.66	1.66	0.004	Book Value
บริษัท คริสเตียนี แอนด์ นีสเลน คอนสตรัคชั่น (ไทย) จำกัด	99.99	0	0	0.000	Book Value
เงินลงทุนในบริษัทอื่นของ บริษัท**	-	0.6	0.6	0.001	Cost Method
กิจการร่วมค้า แพนเอเชีย	45.00	5.72	2.58	0.006	Book Value
กิจการร่วมค้าเนาวรัตน์, อี ดาเลียนไทย, คริสเตียนี และเอ เอส ร่วมค้า	25.00	3.17	0.79	0.002	Book Value
รวม			950 – 1,559	2.37 – 3.89	

โดยสรุป ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีการประเมินราคาแบบมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow หรือ DCF) และการคิดรวมในแต่ละส่วน (Sum of Parts Valuation) ของแต่ละบริษัทในกลุ่มของกิจการ จะทำให้ได้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการในกรณีฐานอยู่ที่ 1,255 ล้านบาท หรือ คิดเป็นมูลค่า 3.13 บาทต่อหุ้น และหากพิจารณาช่วงราคาจากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวจะมีช่วงมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการระหว่าง 950 ถึง 1,559 ล้านบาท หรือ คิดเป็นมูลค่าหุ้นของกิจการต่อหุ้น ที่ช่วงราคาระหว่าง 2.37 ถึง 3.89 บาทต่อหุ้น

2.6 สรุปราคาหุ้นที่คำนวณโดยวิธีการต่าง ๆ ข้างต้น สามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

วิธีการประเมินมูลค่าหุ้น	ราคาหุ้น (บาทต่อหุ้น)
1. วิธีมูลค่าตามบัญชี	2.53
2. วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	3.33
3. วิธีเทียบเคียงกับบริษัทใกล้เคียง	
■ Price to Book Value	1.72 – 2.57
■ Price to Earnings	2.01 – 3.54
■ EV/EBITDA	2.67 – 3.38
4. วิธีมูลค่าหุ้นราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	2.17 – 2.57
5. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด	2.37 – 3.89

3. ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นแสดงความเห็นต่อความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้นโดยพิจารณาในรูปช่วงราคาที่เหมาะสม ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นสำหรับแต่ละวิธีที่นำมาประเมินมูลค่าหุ้นที่แตกต่างกันดังนี้

- วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value) แม้ว่าจะสามารถสะท้อนฐานะทางการเงินในปัจจุบันของกิจการได้อย่างชัดเจน แต่ไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการแข่งขันและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงเห็นว่าวิธีนี้ไม่เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น
- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value) แม้จะสะท้อนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิตามราคาตลาดปัจจุบันมากกว่าวิธีมูลค่าตามบัญชี แต่เนื่องจากวิธีนี้ไม่ได้คำนึงถึงการประกอบกิจการและความสามารถในการประกอบธุรกิจในอนาคตของกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีควรใช้ในการพิจารณากำหนดช่วงราคาขั้นต่ำของหุ้น (Minimum Value)
- วิธีมูลค่าตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Market Value) แม้วิธีนี้จะสะท้อนมุมมองจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ แต่เนื่องจากหุ้นของกิจการขาดสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ราคาตลาดของหุ้นไม่สะท้อนปัจจัยพื้นฐานและมุมมองที่แท้จริงจากนักลงทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของกิจการในอนาคต และสถานะความเสี่ยงของกิจการ
- วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earnings) และวิธีอัตราส่วนมูลค่าของกิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (EV/EBITDA) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการ เนื่องจากเป็นมูลค่าที่สะท้อนจากมุมมองนักลงทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการโดยเทียบเคียงกับค่า Price to Earnings และ ค่า EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างที่ใกล้เคียงกิจการ
- วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) เป็นวิธีที่เหมาะสมที่ใช้ในการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นกิจการได้ เนื่องจากวิธีดังกล่าวเป็นวิธีที่ได้สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งได้พิจารณาถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่มีกระทบต่อการดำเนินงานของกิจการเช่น โครงสร้างเงินทุน เงินทุนหมุนเวียน และความสามารถในการแข่งขันของกิจการเป็นต้น ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลในการดำเนินงานของกิจการในอดีต ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ

กิจการโดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ยข้อมูลการดำเนินงานในอดีต ประกอบกับข้อมูลของธุรกิจก่อสร้างที่ใกล้เคียงกับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

กล่าวโดยสรุป วิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการ ได้แก่ วิธี Price to Earnings วิธี EV/EBITDA และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) โดยใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีเป็นฐานของช่วงราคาต่ำสุด ดังนั้น ช่วงราคาที่เหมาะสมจะเท่ากับ 3.33 ถึง 3.89 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 2.50 บาทต่อหุ้น เท่ากับ 0.83 ถึง 1.39 บาท ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่า ราคาเสนอซื้อหุ้นที่ 2.50 บาทนั้น ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

อย่างไรก็ดี ในการพิจารณาความเหมาะสมของช่วงราคาของหุ้นที่เสนอซื้อเทียบกับช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาภาระหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการ จากหมายเหตุประกอบงบการเงินของกิจการ สอบทานโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ณ 30 มิถุนายน 2551 ในหัวข้อหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น กิจการมีหนังสือจำประกันที่ออกโดยธนาคาร ในนามของกิจการ เป็นจำนวนเงิน 168 ล้านบาท เพื่อใช้ในการขอร่วมประมูลโครงการก่อสร้างของหน่วยงานแห่งหนึ่ง อย่างไรก็ดี เนื่องจากกิจการไม่สามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขบางประการเกี่ยวกับการประมูลโครงการก่อสร้าง ทำให้หน่วยงานดังกล่าวจะยึดหลักประกันของจำนวน 168 ล้านบาท ซึ่งกิจการได้ยื่นคำฟ้องต่อศาลปกครองกลางเพื่อขอให้ศาลปกครองกลางพิจารณาเพิกถอนคำสั่งยึดหรือริบหลักประกันของ และได้ยื่นคำขอทุเลาการบังคับตามคำสั่งของหน่วยงานปกครองเพื่อระงับการเรียกชำระเงินตามหนังสือยึดหลักประกันของดังกล่าว ซึ่ง ณ ขณะนี้ คดียังอยู่ในการพิจารณาของศาลปกครอง ทั้งนี้ หากศาลปกครองตัดสินให้หน่วยงานสามารถยึดหลักประกันของได้ กิจการจะต้องชำระจำนวนเงินหลักประกันดังกล่าวให้แก่ธนาคาร โดยคิดเป็นความเสียหายต่อหุ้นเท่ากับ 0.42 บาท ซึ่งจะทำให้ช่วงราคาหุ้นของกิจการลดลงจากช่วงราคาที่เหมาะสม อย่างไรก็ดีตาม ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการภายหลังหักค่าความเสียหายต่อหุ้นจะเท่ากับ 2.91 ถึง 3.47 บาท ซึ่งยังคงสูงกว่าราคาหุ้นที่มีการเสนอซื้อที่ 2.50 บาทเท่ากับ 0.41 ถึง 0.97 บาทต่อหุ้น

ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ทางที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินในครั้งนี้อ้างอิงจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้อง งบการเงินของกิจการ และข้อมูลอื่นๆ ที่ได้รับจากกิจการ รวมถึงข้อมูลบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั่วไป ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่กิจการและ/หรือผู้บริหารของกิจการมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ซึ่งความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริงและสมบูรณ์ และการให้ความเห็นนี้เป็นการพิจารณาจากสถานะและข้อมูลที่สามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน ทั้งนี้ หากมีการเปลี่ยนแปลงของสถานะเศรษฐกิจหรือปัจจัยภายนอกอื่นที่ส่งผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ หรือหากมีการเปลี่ยนแปลงภายในกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการอาจต่างไปจากราคาหุ้นที่ได้รับจากการประเมิน

4. เหตุผลที่สมควรจะตอบรับและ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

4.1 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ โดยมีเหตุผลดังต่อไปนี้

ราคาเสนอซื้อต่ำกว่าช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นทำการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการโดย วิธี Price to Earnings วิธี EV /EBITDA และวิธีวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) โดยใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีเป็นฐานของช่วงราคาต่ำสุดตามที่กล่าวในหัวข้อ 3 เรื่อง “ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น” ตามข้างต้นนั้น ช่วงราคาที่เหมาะสมจะเท่ากับ 3.33 ถึง 3.89 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 2.50 บาทต่อหุ้น เท่ากับ 0.83 ถึง 1.39 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าราคาเสนอซื้อหุ้นที่ 2.50 บาทต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

อย่างไรก็ดี ในการพิจารณาความเหมาะสมของช่วงราคาของหุ้นที่เสนอซื้อเทียบกับช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาภาระหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการจำนวน 168 ล้านบาทจากการถูกยึดหลักประกันจากหน่วยงานแห่งหนึ่ง ซึ่งได้กล่าวรายละเอียดในหัวข้อ 3 เรื่อง “ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น” โดยคิดเป็นความเสียหายต่อหุ้นเท่ากับ 0.42 บาท ซึ่งจะทำให้ช่วงราคาหุ้นของกิจการลดลงจากช่วงราคาที่เหมาะสม ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการภายหลังหักค่าความเสียหายต่อหุ้นจะเท่ากับ 2.91 ถึง 3.47 บาท ซึ่งยังคงสูงกว่าราคาหุ้นที่มีการเสนอซื้อ

ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ทางที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินในครั้งนี้ อ้างอิงจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้อง งบการเงินของกิจการ และข้อมูลอื่นๆ ที่ได้รับจากกิจการ รวมถึงข้อมูลบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั่วไป ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรอง หรือรับประกันความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลของบริษัทและ/หรือผู้บริหารของบริษัทมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ซึ่งความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริงและสมบูรณ์ หากมีการเปลี่ยนแปลงของสถานะเศรษฐกิจหรือปัจจัยภายนอกอื่นที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินกิจการของกิจการ หรือหากมีการเปลี่ยนแปลงภายในกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการอาจต่างไปจากราคาหุ้นที่ได้รับจากการประเมิน

การพิจารณาความเหมาะสมของราคาตามข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาเปรียบเทียบผลที่มีต่อกิจการขณะที่ทุนตลาดหลักทรัพย์ในกิจการร้อยละ 29.89 (119,903,491หุ้น) และภายหลังที่ทุนตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อหุ้นจากไทยพาณิชย์และได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็นร้อยละ 71.35 (286,216,750 หุ้น) โดยพิจารณาทั้งในกรณีที่หากไม่มีผู้มาเสนอขายหุ้นและหากมีผู้มาเสนอขายหุ้นทั้งหมด โดยมีข้อสังเกตสรุปได้ดังนี้

- จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของทุนตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นกับกิจการภายหลัง ทุนตลาดหลักทรัพย์ซื้อหุ้นกิจการจากไทยพาณิชย์ ส่งผลให้ทุนตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 71.35 แต่เพียงรายเดียวนั้น ทุนตลาดหลักทรัพย์ไม่มีนโยบายที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการดำเนินธุรกิจ ลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้างการจัดการ โครงสร้างทางการเงิน ไม่มีแผนในการขายสินทรัพย์หลัก ตลอดจนไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งสถานภาพของกิจการในการเป็นบริษัทจดทะเบียนวันแต่มีเหตุจำเป็น ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาแล้วเห็นว่า ทั้งก่อนหน้าและภายหลังการซื้อหุ้นจากไทยพาณิชย์ ทุนตลาดหลักทรัพย์ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นลักษณะ Financial Partner มิใช่ Strategic Partner ดังนั้น จึงเป็นเหตุผลสนับสนุนต่อการคงไว้ซึ่งนโยบาย

ตามที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของทุนดาร์วัลย์ ดังนั้น ปัจจัยพื้นฐานและผลกระทบจากความเสี่ยงของกิจการควรอยู่ภายใต้เงื่อนไขเดิม

- สภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ของกิจการยังคงมีสภาพคล่องต่ำเช่นเดิมเหมือนก่อนที่มีการประกาศการทำรายการของทุนดาร์วัลย์ในการเข้าซื้อหุ้นของกิจการจากไทยพาณิชย์

ตารางการซื้อขายหุ้นของกิจการก่อนการประกาศการทำรายการในวันที่ 16 พ.ค. 51

ช่วงเวลา	ปริมาณซื้อขายเฉลี่ย ต่อ วัน (หุ้น)	ปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ย ต่อจำนวนหุ้นที่จำหน่าย ได้แล้วทั้งหมด (ร้อยละ)
5 วัน ย้อนหลัง	277,140	0.07
15 วัน ย้อนหลัง	687,893	0.17
30 วัน ย้อนหลัง	708,740	0.18
3 เดือน ย้อนหลัง	858,402	0.21
6 เดือน ย้อนหลัง	603,340	0.15
9 เดือน ย้อนหลัง	476,132	0.12
12 เดือน ย้อนหลัง	862,851	0.22

หมายเหตุ * ระยะเวลาหมายถึงระยะเวลาย้อนหลังนับจากวันที่ 15 พ.ค.2551 (วันสุดท้ายก่อนที่จะมีการประกาศเรื่องการทำสัญญาจะซื้อขายหุ้นของกิจการระหว่างทุนดาร์วัลย์และไทยพาณิชย์)

ตารางการซื้อขายหุ้นของกิจการหลังการประกาศการทำรายการในวันที่ 16 พ.ค. 51 จนถึงวันทำการล่าสุด

ระยะเวลา*	มูลค่าซื้อขาย เฉลี่ย ต่อ วัน (บาท)	ปริมาณซื้อขาย เฉลี่ย ต่อ วัน (หุ้น)	สัดส่วนของปริมาณซื้อขาย ต่อ หุ้นชำระแล้ว (ร้อยละ)
16 พ.ค – 15 ส.ค.51	2,728,345	1,129,398	0.29

จากตารางการซื้อขายหุ้นดังกล่าวข้างต้นจะเห็นได้ว่าหุ้นของกิจการมีสภาพคล่องต่ำทั้งก่อนหน้าและภายหลังจากการประกาศการทำรายการซื้อขายหุ้นของกิจการระหว่างทุนดาร์วัลย์และไทยพาณิชย์

อย่างไรก็ตาม หากการเสนอซื้อครั้งนี้ มีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมากอาจส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ลดลงกว่าเดิมส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้อาจได้รับผลกระทบจากการขาดสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นสามัญ และอาจไม่สามารถขายหุ้นในเวลาและราคาที่ต้องการได้ในอนาคต

- จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น่ามีผลกระทบต่อการดำรงคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ภายหลังการเข้าซื้อหุ้นของกิจการของทุนดาววัลย์จากไทยพาณิชย์ จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่จำเป็นจะมีการเปลี่ยนแปลงจากเดิมเนื่องจากเป็นเพียงการเปลี่ยนการครอบครองจากผู้ถือหุ้น 2 รายใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่เพียงรายเดียว คือ ทุนดาววัลย์ ดังนั้น กิจการน่าจะสามารถดำรงคุณสมบัติเรื่องการกระจายการถือหุ้นได้ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ เว้นแต่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยมาเสนอขายหุ้นในระยะเวลาการเสนอซื้อหลักทรัพย์ หากกิจการมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ถึง 150 รายและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยดังกล่าวไม่ถึงร้อยละ 15 ของทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้วตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ กิจการสามารถแก้ไขคุณสมบัติดังกล่าวได้โดยขอผ่อนผันต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ และค่อยทำการกระจายหุ้นต่อรายย่อยภายหลังระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันที่ครบกำหนดระยะเวลาในการนำส่งรายงานการกระจายการถือหุ้นตามแนวทางที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด ทั้งนี้ ทุนดาววัลย์ได้เปิดเผยในคำเสนอซื้อว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายในระยะเวลา 12 เดือนภายหลังการสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อ

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตในเรื่องการถ่วงดุลอำนาจ ดังนี้

โดยก่อนการทำรายการซื้อขายหุ้นของกิจการกับไทยพาณิชย์ ทุนดาววัลย์ถือหุ้นในกิจการจำนวน 119,903,491 หุ้น หรือ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 29.89 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของกิจการ ซึ่งภายหลังจากวันที่ 28 กรกฎาคม 2551 ซึ่งเป็นวันที่ทุนดาววัลย์ได้เข้าทำการซื้อขายหุ้นของกิจการจากไทยพาณิชย์จำนวน 166,313,259 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 41.46 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของกิจการ ทำให้ทุนดาววัลย์ถือหุ้นของกิจการรวมทั้งหมด 286,216,750 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 71.35 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว และกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของกิจการที่มีเสียงข้างมาก ทำให้ทุนดาววัลย์สามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้เกือบทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเรื่องการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม หากภายหลังการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ มีผู้ถือหุ้นตอบรับคำเสนอซื้อจำนวนมากว่า 14,642,401 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 3.65 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของกิจการ จะทำให้ทุนดาววัลย์ถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนเกินกว่าสามในสี่ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้วส่งผลให้ทุนดาววัลย์มีสิทธิออกเสียงเกิน 3 ใน 4 ของผู้มีสิทธิออกเสียงและสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ทั้งหมด ทั้งนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถถือครองหุ้นของกิจการได้มากกว่าร้อยละ 90 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว ผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจมีความเสี่ยงจากการไม่สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อแสดงสิทธิใน การตรวจสอบ ถ่วงดุลอำนาจและแสดงสิทธิคัดค้านต่างๆ ตามที่กฎหมาย หรือ ตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนด เช่น การรวบรวมคะแนนเสียงเกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนเพื่อคัดค้านการเพิกถอนหุ้น เป็นต้น เว้นแต่หากภายหลังมีเหตุการณ์หรือสถานการณ์ที่ทำให้ทุนดาววัลย์ตัดสินใจขายหุ้นสามัญบางส่วนที่ถืออยู่ในกิจการให้แก่บุคคลอื่นในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญ ซึ่งอาจทำให้ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยในเรื่องการถ่วงดุลอำนาจลดลง

4.2. ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของแผนงานและนโยบายดังกล่าว

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของทุนดาววัลย์ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่า ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ กิจกรรมยังคงดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากทั้งก่อนและภายหลังการเข้าซื้อหุ้นจากไทยพาณิชย์ ทุนดาววัลย์เป็นผู้ถือหุ้นลักษณะ Financial Partner และมีได้มีบทบาทในการกำหนดนโยบายในการดำเนินธุรกิจของกิจการแต่อย่างใด โดยภายหลังการดำเนินการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้น การดำเนินธุรกิจของกิจการมีแนวโน้มที่จะดำรงอย่างเดิม ตามแผนงานและนโยบายตามที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อดังนี้

สถานภาพของกิจการ :

กิจการยังคงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไป เว้นแต่กรณีมีเหตุให้กิจการไม่สามารถดำรงสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ และตลาดหลักทรัพย์ฯ สั่งเพิกถอนหุ้นสามัญของกิจการจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

นโยบายและแผนการบริหารกิจการ :

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนหรือนโยบายในการเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์ ลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร รวมทั้งโครงสร้างทางการเงินของกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้อ โดยกิจการจะยังคงดำเนินธุรกิจไปตามปกติ และยังไม่มีความตั้งใจขายทรัพย์สินหลักของกิจการ หรือเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการ

รายการระหว่างกัน :

ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ระบุในคำเสนอซื้อว่า ในอนาคต หากผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการมีการทำรายการระหว่างกัน ผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการจะปฏิบัติตามกฎระเบียบและข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ

ทั้งนี้ นโยบายต่างๆ ตามข้างต้นอาจเปลี่ยนแปลงได้ หากมีเหตุการณ์จำเป็น หรือ สถานการณ์ที่เหมาะสม ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงเรื่องต่างๆ ที่ได้ระบุดังกล่าวข้างต้น รวมทั้งอาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงทางด้านบุคลากรให้มีความเหมาะสม และสอดคล้องกับสถานการณ์และภาวะการแข่งขันของตลาดในอนาคตได้ ทั้งนี้ เพื่อเพิ่มศักยภาพในการดำเนินงานและความสามารถในการแข่งขันของกิจการ

5. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เนื่องจากราคาเสนอซื้อที่ 2.50 บาทต่อหุ้น ต่ำกว่าช่วงราคาที่เหมาะสมที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นที่ราคา 3.33 ถึง 3.89 บาท ทั้งนี้การให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นในการปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่

- ความเหมาะสมของราคา ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานของกิจการภายหลังจากการที่ทุนตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อหุ้นของกิจการจากไทยพาณิชย์ส่งผลให้ทุนตลาดหลักทรัพย์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ร้อยละ 71.35 แต่เพียงรายเดียวนั้น ทั้งนี้ ปัจจัยพื้นฐานของกิจการและปัจจัยความเสี่ยงไม่เปลี่ยนแปลงจากเดิมที่ทุนตลาดหลักทรัพย์ถือหุ้นอยู่ร้อยละ 29.89 โดยทุนตลาดหลักทรัพย์ไม่มีนโยบายที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการดำเนินธุรกิจ หรือในเรื่องลักษณะการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร และโครงสร้างทางการเงิน รวมถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ตลอดจนสถานภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ หากในช่วงระยะเวลาเสนอซื้อและมีผู้มาเสนอขายหุ้น ทุนตลาดหลักทรัพย์จะไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการทำธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ตามที่ได้เปิดเผยในคำเสนอซื้อ (รายละเอียดตามหัวข้อ 4.1 “ความเห็นที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์”)
- ผลกระทบต่อสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของกิจการที่ซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งเป็นที่สังเกตว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงที่เป็นนัยสำคัญเช่นเดียวกัน (รายละเอียดตาม 4.1 “ความเห็นที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์”)
- จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น่ามีผลกระทบต่อการดำรงคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ (รายละเอียดตามหัวข้อ 4.1 “ความเห็นที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์”)

อย่างไรก็ดี การพิจารณาช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการหากพิจารณาภาระหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการจำนวน 168 ล้านบาทจากการถูกยึดหลักประกันจากหน่วยงานแห่งหนึ่ง ซึ่งได้กล่าวรายละเอียดในหัวข้อ 3 เรื่อง “ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น” โดยคิดเป็นความเสียหายต่อหุ้นประมาณ 0.42 บาท จะทำให้ช่วงราคาหุ้นของกิจการลดลงจากช่วงราคาที่เหมาะสม ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการภายหลังหักค่าความเสียหายต่อหุ้นจะเท่ากับ 2.91 ถึง 3.47 บาทต่อหุ้น ซึ่งยังคงสูงกว่าราคาหุ้นที่มีการเสนอซื้อ

ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาข้อมูล เหตุผลประกอบ และความเห็นในประเด็นต่าง ๆ ตามที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำเสนอไว้ อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ข้าพเจ้าขอรับรองว่าได้พิจารณาให้ความเห็นกรณีข้างต้นด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ


(ลงชื่อ) นายพิเศษ เสตสทิธร

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

บริษัท หลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด