



CHRISTIANI & NIELSEN

แบบ 250-2

ความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

ที่ CNT/SET/022/2011

วันที่ 14 ธันวาคม 2554

เรียน ผู้ถือหลักทรัพย์  
บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เนื่องด้วยเมื่อวันที่ 22 พฤศจิกายน 2554 บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน) (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า "กิจการ" หรือ "CNT") ได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (แบบ 247-4) จากบริษัท โกลเบ็กซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด และ Victor Investment Holdings Pte. Ltd. (หรือ "ผู้ทำคำเสนอซื้อ") 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	240,784,626	240,784,626	48.02	48.02	4.00	963,138,504
หุ้นบุริมสิทธิ	-	-	-	-	-	-
ใบสำคัญแสดง สิทธิที่จะซื้อหุ้น	-	-	-	-	-	-
หุ้นกู้แปลงสภาพ	-	-	-	-	-	-
หลักทรัพย์อื่น (ถ้ามี)	-	-	-	-	-	-
			รวม	48.02	รวม	963,138,504

ราคาเสนอซื้อและระยะเวลารับซื้อ

ราคาเสนอซื้อ

ราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญของกิจการสำหรับหุ้นที่เหลือซึ่งไม่ได้ถือโดยผู้ทำคำเสนอซื้อเท่ากับหุ้นละ 4.00 บาท (สี่บาทถ้วน) ("ราคาเสนอซื้อ") โดยผู้ทำคำเสนอซื้อจะชำระค่าตอบแทนในรูปเงินสด ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นที่ประสงค์จะแสดงเจตนาขายจะต้องรับภาระค่าธรรมเนียมหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ในการขายหุ้นในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มอีกร้อยละ 7 ของค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นดังกล่าว ดังนั้นราคาเสนอซื้อสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับเท่ากับ 3.9893 บาท (สามจุดเก้าแปดเก้าสามบาท) ต่อหุ้น



CHRISTIANI & NIELSEN

### ระยะเวลารับซื้อ

ระยะเวลารับซื้อรวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ ตั้งแต่วันที่ 23 พฤศจิกายน 2554 จนถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2554 ทุกวันทำการของตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. ซึ่งราคาเสนอซื้อดังกล่าวเป็นราคาเสนอซื้อสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (Final Offer) และระยะเวลารับซื้อดังกล่าวเป็นระยะเวลารับซื้อสุดท้ายที่จะไม่ขยายระยะเวลารับซื้ออีก (Final Period) เว้นแต่เข้าเงื่อนไขดังนี้

- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาเสนอซื้อ หากมีเหตุการณ์ร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ
- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจแก้ไขข้อเสนอมือหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อเพื่อแข่งขันกับบุคคลอื่นนั้นหากมีบุคคลอื่นยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ

### เงื่อนไขในการยกเลิกคำเสนอซื้อ

ผู้ทำคำเสนอซื้อ อาจยกเลิกคำเสนอซื้อได้ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

1. มีเหตุการณ์หรือการกระทำใด ๆ เกิดขึ้นภายหลังจากที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ("สำนักงาน ก.ล.ต.") แล้ว และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายร้ายแรงต่อฐานะทางการเงินหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยที่เหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าวมิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ หรือ
2. กิจการกระทำการใด ๆ ภายหลังจากผู้ทำคำเสนอซื้อยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นผลให้มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือ
3. กิจการกระทำการใด ๆ ที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.14/2554 เรื่องการกระทำการหรืองดเว้นการกระทำในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ

กิจการได้พิจารณาข้อเสนอในคำเสนอซื้อโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์แล้วขอเสนอความเห็นเพื่อประกอบการพิจารณาดังนี้

1. สถานภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต พร้อมข้อสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์

#### สถานภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมา

กิจการได้จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดเมื่อปี 2473 โดยการร่วมทุนของบริษัท คริสเตียนี แอนด์ นีลสัน เอ/เอส ประเทศเดนมาร์ก บริษัท อีสต์เอเชียติก จำกัด และสำนักงานพระคลังข้างที่ (สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์) ต่อมาได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชน เมื่อวันที่ 26 พฤศจิกายน 2535 ในระหว่างปี 2545 กิจการในฐานะบริษัทใหญ่ซึ่งเป็นผู้ค้าประกันบริษัทย่อยได้ถูกเจ้าหน้าที่บางส่วนของบริษัทย่อยบางบริษัทเรียกให้ชำระหนี้เงินกู้และภาระค้ำประกันแทนบริษัทย่อย ซึ่งภายใต้สถานการณ์และฐานะทางการเงินของกิจการในขณะนั้นที่ยังมีผลขาดทุนสะสม และมียอดขาดทุนเกินทุนเป็นจำนวนมาก ฝ่ายบริหารของกิจการเห็นว่า กิจการไม่อยู่ในฐานะที่จะชำระหนี้ดังกล่าวได้ ดังนั้นเมื่อวันที่ 31 พฤษภาคม 2545 กิจการจึงได้ยื่นฟื้นฟูกิจการต่อศาลล้มละลายกลาง ต่อมาภายหลังจากที่กิจการสามารถปฏิบัติตามแผนฟื้นฟูกิจการในส่วนที่สำคัญแล้วเสร็จ ตลาดหลักทรัพย์จึงได้พิจารณาเห็นควรให้ กิจการพ้นเกณฑ์เพิกถอนและย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์ของ



CHRISTIANI & NIELSEN

กิจการ ไปอยู่หมวดอุตสาหกรรมปกติเมื่อวันที่ 22 กันยายน 2547 และศาลล้มละลายกลางได้มีคำสั่งยกเลิกการฟื้นฟูกิจการเมื่อวันที่ 1 กันยายน 2548

กิจการดำเนินธุรกิจหลักในการรับเหมาก่อสร้างงานทั่วไป รวมถึงงานออกแบบ จัดหา และรับเหมาติดตั้งงานระบบวิศวกรรมอย่างครบวงจร ทั้งงานภาครัฐและเอกชน โดยมีรายละเอียดของประเภทงานและการดำเนินงานดังนี้

#### ประเภทงาน

##### งานก่อสร้างภาครัฐ

- งานก่อสร้างทางและระบบสาธารณูปโภค ได้แก่ งานก่อสร้างทางหลวงแผ่นดิน สะพานลอยข้ามทางแยก และทางหลวงอื่น ๆ
- งานโครงสร้างและระบบสาธารณูปโภคพื้นฐานที่จำเป็นของประเทศ รวมถึงอุโมงค์ส่งน้ำ ระบบรวบรวมและบำบัดน้ำเสีย
- งานก่อสร้างอาคารภาครัฐ ได้แก่ งานก่อสร้างอาคารมหาวิทยาลัย โรงพยาบาล และสถาบันภาครัฐต่าง ๆ

##### งานก่อสร้างภาคเอกชน

- งานก่อสร้างอาคารในภาคธุรกิจทั่วไป ได้แก่ งานอาคารทั่วไปที่มีพื้นที่อาคารในระดับกลาง และระดับใหญ่ อาคารสำนักงาน สถาบันการศึกษา โรงพยาบาล และโรงแรม เป็นต้น
- งานก่อสร้างอาคารในภาคธุรกิจอุตสาหกรรมและโรงงาน ได้แก่ งานก่อสร้างโรงงานผลิตสินค้า และคลังเก็บสินค้า
- งานก่อสร้างในกลุ่มปิโตรเคมี ได้แก่ งานก่อสร้างระบบท่อสำหรับการนำส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และงานก่อสร้างโรงงานสำหรับผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี
- งานก่อสร้างในกลุ่มศูนย์สรรพสินค้า (Hypermarket) ซึ่งเป็นกลุ่มตลาดใหญ่ในธุรกิจที่กำลังมีการขยายตัวต่อเนื่อง

#### การดำเนินงานของกิจการ

กิจการดำเนินธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจหลัก โดยจะรับงานก่อสร้างทั้งจากหน่วยงานราชการ หน่วยงานรัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน สามารถแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

##### ผู้รับเหมาโดยตรง (Main Contractor)

กิจการรับงานก่อสร้างโดยการรับจ้างจากเจ้าของโครงการโดยตรง ซึ่งกิจการจะดำเนินการเสนองานในนามของกิจการโดยตรง และในกรณีเป็นงานโครงการขนาดใหญ่ที่ต้องมีบริษัทผู้เชี่ยวชาญ กิจการจะเสนองานร่วมกับบริษัทที่มีความชำนาญดังกล่าวตามข้อกำหนดของเจ้าของโครงการ ซึ่งการรับงานในลักษณะนี้ กิจการจะมีการจ้างผู้รับเหมาช่วงเข้ามาร่วมดำเนินการ

##### กิจการร่วมค้า (Joint Venture) / กิจการร่วมทุน (Consortium) / ผู้รับเหมาช่วง (Sub-Contractor)

ในส่วนงานก่อสร้างที่เป็นงานขนาดใหญ่ และมีความซับซ้อนในการดำเนินงานที่จำเป็นต้องหาผู้ดำเนินการก่อสร้างที่มีความสามารถและประสบการณ์ในหลายด้าน ซึ่งวิธีการรับงานประเภทนี้จะใช้วิธีประมูล การประกวดราคา การเจรจาต่อรอง กิจการจะพิจารณาการเข้ารับงานในลักษณะต่าง ๆ กัน เช่น กิจการร่วมค้า (Joint Venture) ซึ่งเป็นการร่วมทุนในโครงการก่อสร้างที่ไม่สามารถแบ่งชิ้นงาน หรือปริมาณงานของผู้ร่วมทุนแต่ละรายได้ โดยผู้ร่วมทุนแต่ละรายมีความรับผิดชอบในกำไรหรือขาดทุนตามสัดส่วนที่ได้ตกลงไว้ร่วมกัน หรือกิจการร่วมทุนแบบ



CHRISTIANI & NIELSEN

คอนซอร์เทียม (Consortium) ซึ่งเป็นการร่วมทุนในโครงการก่อสร้างที่สามารถแบ่งชิ้นงานและปริมาณงานของแต่ละรายจากกันได้ โดยผู้ร่วมทุนแต่ละรายมีความรับผิดชอบในกำไรหรือขาดทุนโดยอิสระจากกัน หรือการพิจารณารับเหมาช่วง (Sub-Contractor) ในงานก่อสร้างที่กิจการมีประสบการณ์ความเชี่ยวชาญโดยตรงจาก Main Contractor

**ตารางสรุปผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญของกิจการ สำหรับปี 2551 - 2553 และสำหรับงวดเก้าเดือนสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554**

**ผลการดำเนินงานของกิจการและบริษัทย่อย สำหรับปี 2551 - 2553 และสำหรับงวดเก้าเดือนสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554**

(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)

	ม.ค.-ก.ย. 2554		2553 (ปรับปรุงใหม่)		2552		2551 (ตามที่จัดประเภทใหม่)	
	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%
<b>รายได้</b>								
รายได้จากงานก่อสร้าง	3,453,692	98.9	4,067,689	99.1	4,345,736	99.3	5,011,931	98.81
รายได้อื่น	37,484	1.1	38,931	0.9	29,776	0.7	60,148	1.19
<b>รวมรายได้</b>	<b>3,491,176</b>	<b>100.0</b>	<b>4,106,620</b>	<b>100.0</b>	<b>4,375,512</b>	<b>100.0</b>	<b>5,072,079</b>	<b>100.0</b>
<b>ค่าใช้จ่าย</b>								
ต้นทุนงานก่อสร้าง	3,211,512	92.0	3,541,896	86.2	4,027,238	92.0	4,770,873	94.06
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	151,851	4.3	206,044	5.0	189,467	4.3	252,240	4.97
<b>รวมค่าใช้จ่าย</b>	<b>3,363,363</b>	<b>96.3</b>	<b>3,747,940</b>	<b>91.3</b>	<b>4,216,705</b>	<b>96.4</b>	<b>5,023,113</b>	<b>99.03</b>
<b>กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงิน</b>								
ผลการดำเนินงานของหน่วยงานที่เลิก ดำเนินธุรกิจและภาษีเงินได้นิติบุคคล	127,813	3.7	358,680	8.7	158,807	3.6	48,966	0.97
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	(1,857)	(0.1)	(5,871)	(0.1)	(5,676)	(0.1)	(8,745)	(0.17)
<b>กำไรก่อนผลการดำเนินงานของหน่วยงานที่ เลิกดำเนินธุรกิจและภาษีเงินได้นิติบุคคล</b>	<b>125,956</b>	<b>3.6</b>	<b>352,809</b>	<b>8.6</b>	<b>153,131</b>	<b>3.5</b>	<b>40,221</b>	<b>0.79</b>
<b>ผลการดำเนินงานของหน่วยงานที่เลิก</b>								
ดำเนินธุรกิจ	60	0.0	(185)	(0.0)	45	0.0	(35,709)	(0.70)
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้นิติบุคคล</b>	<b>126,016</b>	<b>3.6</b>	<b>352,624</b>	<b>8.6</b>	<b>153,176</b>	<b>3.5</b>	<b>4,512</b>	<b>0.09</b>
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	-	-	(367)	(0.0)	(181)	(0.0)	(619)	(0.01)
<b>กำไรสุทธิสำหรับปี</b>	<b>126,016</b>	<b>3.6</b>	<b>352,257</b>	<b>8.6</b>	<b>152,995</b>	<b>3.5</b>	<b>3,893</b>	<b>0.08</b>
<b>การแบ่งปันกำไรสุทธิ</b>								
ส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่	126,016		352,257		152,995		3,893	
<b>กำไรต่อหุ้นขั้นพื้นฐาน</b>								
กำไรสุทธิส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ (บาท)	0.28		0.89		0.39		0.01	
จำนวนหุ้นสามัญถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (พันหุ้น)	448,551		393,903		387,609		387,609	



CHRISTIANI & NIELSEN

ฐานะทางการเงินของกิจการและบริษัทย่อย สำหรับปี 2551 - 2553 และสำหรับงวดเก้าเดือนสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554

(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)

	ม.ค.-ก.ย. 2554		2553 (ปรับปรุงใหม่ **)		2552		2551 (ตามที่จัดประเภทใหม่)	
	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%
<b>สินทรัพย์หมุนเวียน</b>								
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	310,926	7.6	262,573	7.7	537,416	17.2	357,601	10.71
เงินลงทุนชั่วคราว	920,565	22.5	610,689	17.8	-	-	-	-
ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง-สุทธิ	942,647	23.0	690,013	20.1	748,104	24.0	872,671	26.14
งานระหว่างก่อสร้างตามสัญญา	847,637	20.7	741,524	21.6	514,961	16.5	906,087	27.14
ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย	375,603	9.2	431,339	12.6	559,403	17.9	432,456	12.95
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	203,793	5.0	138,653	4.0	113,930	3.6	154,676	4.63
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>3,601,171</b>	<b>87.9</b>	<b>2,874,791</b>	<b>83.9</b>	<b>2,473,814</b>	<b>79.2</b>	<b>2,723,491</b>	<b>81.59</b>
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>								
เงินฝากธนาคารที่มีข้อจำกัดในการใช้	141,108	3.4	185,967	5.4	246,778	7.9	282,950	8.48
เงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทอื่น - สุทธิ	1,069	0.0	1,069	0.0	1,169	0.0	3,068	0.09
เงินลงทุนระยะยาวในพันธบัตรรัฐบาล	2,679	0.1	1,799	0.1	-	-	-	-
ลูกหนี้และเงินให้กู้ยืมแก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกัน- สุทธิ	-	-	-	-	6,012	0.2	1,337	0.04
อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ	225,436	5.5	220,592	6.4	250,409	8.0	181,779	5.45
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	124,447	3.0	141,027	4.1	145,154	4.6	145,537	4.36
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>494,739</b>	<b>12.1</b>	<b>550,454</b>	<b>16.1</b>	<b>649,522</b>	<b>20.8</b>	<b>614,671</b>	<b>18.41</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>4,095,910</b>	<b>100.0</b>	<b>3,425,245</b>	<b>100.0</b>	<b>3,123,336</b>	<b>100.0</b>	<b>3,338,162</b>	<b>100.0</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>								
<b>หนี้สินหมุนเวียน</b>								
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้น จากธนาคาร	-	-	-	-	-	-	44,141	1.32
เจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่าย	1,277,620	31.2	833,525	24.3	766,374	24.5	1,055,181	31.61
เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้า	601,116	14.7	357,404	10.4	286,037	9.2	315,926	9.46
หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงิน ส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	16,318	0.4	23,577	0.7	33,169	1.1	7,688	0.23
ประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง	342,177	8.4	334,090	9.8	431,050	13.8	452,528	13.56
ประมาณการหนี้สินระยะสั้นอื่น	84,177	2.1	84,177	2.5	135,255	4.3	135,255	4.05
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	77,496	1.9	62,707	1.8	72,045	2.3	89,985	2.70
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>2,398,904</b>	<b>58.6</b>	<b>1,695,480</b>	<b>49.5</b>	<b>1,723,930</b>	<b>55.2</b>	<b>2,100,704</b>	<b>62.93</b>
<b>หนี้สินไม่หมุนเวียน</b>								
หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงิน - สุทธิ จากส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	9,223	0.2	27,122	0.8	45,614	1.5	7,131	0.21
ประมาณการหนี้สินระยะยาว - สำรอง ผลประโยชน์พนักงาน	56,051	1.4	56,494	1.6	223,114	7.1	219,295	6.57
ประมาณการหนี้สินระยะยาวอื่น	9,000	0.2	9,000	0.3	-	-	-	-
<b>รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน</b>	<b>74,274</b>	<b>1.8</b>	<b>92,616</b>	<b>2.7</b>	<b>268,728</b>	<b>8.6</b>	<b>226,426</b>	<b>6.78</b>
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>2,473,178</b>	<b>60.4</b>	<b>1,788,096</b>	<b>52.2</b>	<b>1,992,658</b>	<b>63.8</b>	<b>2,327,130</b>	<b>69.71</b>



CHRISTIANI & NIELSEN

(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)

	ม.ค.-ก.ย. 2554		2553 (ปรับปรุงใหม่ **)		2552		2551 (ตามที่จัดประเภทใหม่)	
	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%	จำนวนเงิน	%
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>								
ทุนเรือนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว	501,452	12.2	401,162	11.7	401,162	12.8	401,162	12.02
กำไรสะสม								
จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย	40,120	1.0	40,120	1.2	40,120	1.3	32,053	0.96
ยังไม่ได้จัดสรร	1,032,008	25.2	1,146,689	33.5	716,815	23.0	602,895	18.06
องค์ประกอบอื่นของส่วนของผู้ถือหุ้น	(19,772)	(0.5)	(19,746)	(0.6)	(13,867)	(0.4)	(11,526)	(0.35)
ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทใหญ่	1,553,808	37.9	1,568,225	45.8	1,144,230	36.6	1,024,584	30.69
หุ้นของบริษัทที่ถือโดยบริษัทย่อย	-	-	-	-	(13,552)	(0.4)	(13,552)	(0.41)
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นจากการจำหน่ายหุ้นสามัญ บริษัทใหญ่ที่ถือโดยบริษัทย่อย	68,924	1.7	68,924	2.0	-	-	-	-
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,622,732</b>	<b>39.6</b>	<b>1,637,149</b>	<b>47.8</b>	<b>1,130,678</b>	<b>36.2</b>	<b>1,011,032</b>	<b>30.29</b>
<b>รวมทั้งสิ้นและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>4,095,910</b>	<b>100.0</b>	<b>3,425,245</b>	<b>100.0</b>	<b>3,123,336</b>	<b>100.0</b>	<b>3,338,162</b>	<b>100.0</b>

หมายเหตุ \*\* ในระหว่างปี 2554 กิจการได้เปลี่ยนนโยบายการบัญชีเกี่ยวกับเรื่อง ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ดังนั้น งบแสดงฐานะการเงินรวม ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ที่แสดงเปรียบเทียบได้มีการปรับย้อนหลังจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีดังกล่าว โดยผลกระทบต้องบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 มีดังต่อไปนี้

หน่วย: พันบาท

ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ เพิ่มขึ้น	4,004
ประมาณการหนี้สินระยะยาวอื่นเพิ่มขึ้น	9,000
กำไรสะสม - ลดลง	4,996

กระแสเงินสดของกิจการและบริษัทย่อย สำหรับปี 2551 - 2553 และสำหรับงวดเก้าเดือนสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554

(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)

	ม.ค.-ก.ย. 2554	2553	2552	2551
กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมดำเนินงาน	505,484	383,561	285,019	31,554
กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมลงทุน	(289,978)	(558,027)	(19,758)	143,367
กระแสเงินสดได้มา (ใช้ไป) จากกิจกรรมจัดหาเงิน	(167,666)	(95,850)	(83,889)	(41,767)
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น(ลดลง)สุทธิ	47,840	(270,316)	181,372	133,154
ผลต่างจากการแปลงค่างบการเงิน	513	(4,527)	(1,557)	28,486
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต้นงวด	262,573	537,416	357,601	195,961
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดปลายงวด	310,926	262,573	537,416	357,601



CHRISTIANI & NIELSEN

อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญของกิจการและบริษัทย่อยสำหรับปี 2551-2553 และสำหรับงวดเก้าเดือนสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554

(งบการเงินรวม / หน่วย: พันบาท)

	ม.ค.-ก.ย. 2554	2553	2552	2551
<b>อัตราส่วนสภาพคล่อง</b>				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.50	1.70	1.43	1.30
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.91	0.92	0.75	0.59
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	3.58	4.63	4.45	4.94
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	1,134.01	1,499.85	1,850.75	788.83
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้ (เท่า)	3.04	4.43	4.43	4.50
<b>อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร</b>				
อัตรากำไรขั้นต้น	7.01	12.93	7.33	4.81
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	3.70	8.82	3.65	0.98
อัตรากำไรสุทธิ	3.61	8.58	3.50	0.08
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	7.73	25.45	14.29	0.38

#### วิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะการเงินสำหรับปี 2551-2553 และงวด 9 เดือน ปี 2554

##### ผลการดำเนินงานปี 2551-2553

##### รายได้จากงานก่อสร้างและกำไรขั้นต้น

กิจการและบริษัทย่อย มีรายได้จากงานก่อสร้างในปี 2551-2553 เป็นจำนวน 5,012 ล้านบาท 4,346 ล้านบาท และ 4,068 ล้านบาท ตามลำดับ ลดลงจากปี 2551 และปี 2552 เป็นจำนวน 666 ล้านบาท และ 278 ล้านบาท เทียบเท่า 13.29 % และ 6.40 % ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่ารายได้งานก่อสร้างของกิจการจะลดลงตามที่กล่าวแล้วข้างต้นก็ตาม แต่กำไรขั้นต้นของกิจการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2551-3 ยอดกำไรขั้นต้นของกิจการเท่ากับ 241 ล้านบาท 319 ล้านบาท และ 526 ล้านบาท ตามลำดับ หรือเพิ่มขึ้นจากปี 2551 จำนวน 78 ล้านบาทและเพิ่มขึ้น จากปี 2552 จำนวน 207 ล้านบาท ทั้งนี้ เนื่องจาก ในปี 2552 และ ปี 2553 กิจการ ได้เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารโครงการก่อสร้างเพื่อลดต้นทุนการก่อสร้าง รวมถึงการเพิ่มมาตรการการบริหารความเสี่ยง นอกจากนี้ กิจการมีรายการโอนกลับประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดขึ้น

##### ต้นทุนงานก่อสร้าง

ต้นทุนที่สำคัญในงานก่อสร้างคือ วัสดุก่อสร้าง, ผู้รับเหมาช่วงและค่าแรง ซึ่งต้นทุนดังกล่าวขึ้นอยู่กับสภาวะการตลาด สำหรับต้นทุนของกิจการและบริษัทย่อย ในปี 2551 2552 และ ปี 2553 เท่ากับ 4,771 ล้านบาท 4,027 ล้านบาท และ 3,542 ล้านบาท ตามลำดับ ลดลงจากปี 2551 และปี 2552 จำนวน 744 ล้านบาท และ 485 ล้านบาท เทียบเท่า 15.59% และ 12.04% ตามลำดับ ซึ่งลดลงตามสัดส่วนของรายได้จากกิจการก่อสร้างที่ลดลงประกอบกับ กิจการได้เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารโครงการก่อสร้างและมาตรการการบริหารความเสี่ยงรวมถึงการโอนกลับประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดขึ้น ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น



CHRISTIANI & NIELSEN

### ค่าใช้จ่ายในการบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการบริหารของกิจการและบริษัทย่อยในปี 2551 2552 และ ปี 2553 เท่ากับ 252 ล้านบาท 189 ล้านบาท และ 206 ล้านบาท ตามลำดับ ลดลงจากปี 2551 จำนวน 63 ล้านบาท เทียบเท่า 24.89% เนื่องจากในปี 2552 กิจการมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการประมูลโครงการก่อสร้าง ค่าที่ปรึกษาทางการเงินและค่าที่ปรึกษาทางกฎหมาย ลดลง

ในปี 2553 ค่าใช้จ่ายในการบริหารของกิจการและบริษัทย่อย มีจำนวนเท่ากับ 206 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2552 จำนวน 17 ล้านบาท เทียบเท่า 8.99% เนื่องจากในปี 2553 กิจการได้ตั้งสำรองเกี่ยวกับผลประโยชน์พนักงาน ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 19 ทำให้ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานเพิ่มขึ้นจำนวน 7 ล้านบาท ค่าเช่าสำนักงาน เพิ่มขึ้นเนื่องจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับสัญญาเช่าระยะยาวตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 17 จำนวน 6 ล้านบาท และมีขาดทุนจากการจำหน่ายเครื่องจักรและอุปกรณ์จำนวน 7 ล้านบาท

### กำไรสุทธิ

กำไรสุทธิของกิจการและบริษัทย่อยในปี 2551 2552 และ 2553 มีจำนวน 4 ล้านบาท 153 ล้านบาทและ 352 ล้านบาท ตามลำดับ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 3ปี โดยเพิ่มขึ้นจำนวน 149 ล้านบาท จากปี 2551 และจำนวน 199 ล้านบาท จากปี 2552 ทั้งนี้ เนื่องจากกิจการสามารถบริหารค่าใช้จ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างจะพบว่าต้นทุนงานก่อสร้างลดลงเป็นจำนวนมากทำให้กำไรขั้นต้น เพิ่มขึ้นจำนวน 78 ล้านบาท ในปี 2552 และ 207 ล้านบาท ในปี 2553 ประกอบกับในปี 2552 กิจการมีค่าใช้จ่ายในการบริหารและค่าใช้จ่ายทางการเงินลดลงจำนวน 66 ล้านบาท สำหรับปี 2553 กิจการมีเงินสดคงเหลือเป็นจำนวนมากจึงได้พิจารณาลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและตัวเงินค้ำประกันส่งผลให้ในปี 2553 กิจการมีรายได้ดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้นจำนวน 4 ล้านบาท นอกจากนี้ในปี 2553 กิจการได้มีรายการโอนกลับประมาณการหนี้สินจากภาระค่าประกันและรายการที่เกี่ยวข้องอื่นทำให้รายได้อื่น ๆ เพิ่มขึ้นจำนวน 5 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ในปี 2553 ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นจากปี 2552 จำนวน 17 ล้านบาท

### ผลการดำเนินงานงวด 9 เดือน ปี 2554

งบการเงินรวมของกิจการและบริษัทย่อย ได้แสดงผลกำไรสุทธิสำหรับงวดเก้าเดือนในไตรมาส 3 ปี 2554 เท่ากับ 126 ล้านบาท ลดลงเมื่อเทียบกับไตรมาสเดียวกันในปี 2553 จำนวน 131 ล้านบาท โดยมีปัจจัยหลักเนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราส่วนต้นทุนงานก่อสร้างต่อรายได้จากงานก่อสร้างเพิ่มขึ้น ประกอบกับ ในปี 2554 กิจการมีรายการโอนกลับประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดขึ้นต่ำกว่าปี 2553 ส่งผลให้กำไรขั้นต้นลดลงจากปี 2553 จำนวน 153 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ในปี 2554 กิจการมีรายได้จากดอกเบี้ยรับและรายได้อื่น ๆ เพิ่มขึ้นจำนวน 21 ล้านบาท

### สินทรัพย์รวม

สินทรัพย์รวมของกิจการและบริษัทย่อย ในปี 2551 – 2553 มีจำนวนเท่ากับ 3,338 ล้านบาท 3,123 ล้านบาท และ 3,425 ล้านบาท ตามลำดับ ลดลงจากปี 2551 เป็นจำนวน 215 ล้านบาท เทียบเท่า 6.44% และเพิ่มขึ้นจากปี 2552 เป็นจำนวน 302 ล้านบาท เทียบเท่า 9.67% โดยในปี 2552 สินทรัพย์รวมลดลงเนื่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนลดลงจำนวน 249 ล้านบาท และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพิ่มขึ้นจำนวน 35 ล้านบาท



CHRISTIANI & NIELSEN

สินทรัพย์หมุนเวียนลดลง สาเหตุหลักเนื่องจาก รายได้งานก่อสร้างที่ลดลง ส่งผลให้ลูกหนี้ตามสัญญา ก่อสร้างรวมถึงงานระหว่างก่อสร้างตามสัญญา ลดลง จำนวน 516 ล้านบาท ประกอบกับกิจการสามารถเรียกเก็บเงิน จากลูกหนี้การค้าได้มากขึ้นส่งผลให้เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 179 ล้านบาท นอกจากนี้ ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนเท่ากับ 127 ล้านบาท และมีสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นลดลง จำนวน 41 ล้านบาท

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพิ่มขึ้น จำนวน 35 ล้านบาท เนื่องจาก ในปี 2552 กิจการได้เข้าทำสัญญาเช่าซื้อและ เช่าการเงินเพื่อเช่ารถยนต์และเครื่องจักรสำหรับใช้ในการดำเนินกิจการเพิ่มขึ้นส่งผลให้ยอดอาคารและอุปกรณ์ – สุธธิ เพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 68 ล้านบาท กิจการมียอดลูกหนี้และเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันเพิ่มขึ้น 5 ล้านบาท เงินฝากธนาคารที่มีข้อจำกัดในการใช้ลดลงเท่ากับ 36 ล้านบาท นอกจากนี้ในปี 2552 บริษัทอื่นที่กิจการได้เข้าร่วม ลงทุนได้จดทะเบียนเลิกกิจการและชำระบัญชีเรียบร้อยแล้วส่งผลให้ยอดเงินลงทุนในบริษัทร่วมและบริษัทอื่นลดลงใน งบการเงินรวมเท่ากับ 2 ล้านบาท

ปี 2553 สินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นจากปี 2552 เป็นจำนวน 302 ล้านบาท เทียบเท่า 9.67%โดยเพิ่มขึ้นเนื่องจาก สินทรัพย์หมุนเวียน 401 ล้านบาท และลดลงในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเท่ากับ 100 ล้านบาท

สินทรัพย์หมุนเวียนเพิ่มขึ้น เนื่องจาก ในปี 2553 กิจการมีผลประกอบการที่ดีขึ้นทำให้สภาพคล่องทาง การเงินสูงขึ้น และเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงและความเสี่ยงต่ำกิจการจึงได้พิจารณาลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและ ตัวเงินคลังเพิ่มขึ้น ส่งผลให้เงินลงทุนชั่วคราวเพิ่มขึ้น 611 ล้านบาท เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดลดลงจำนวน 274 ล้านบาท ประกอบกับกิจการ สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าได้มากขึ้นรวมถึงการได้รับเงินคืนภาษีเงิน ได้หัก ณ ที่จ่ายจากกรมสรรพากรในปี 2553 ทำให้ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้าง ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายและสินทรัพย์ หมุนเวียนอื่นลดลง 58 ล้านบาท และ 103 ล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ในปี 2553 กิจการมีงานระหว่างก่อสร้าง ตามสัญญาเพิ่มขึ้นจากปี 2552 จำนวน 227 ล้านบาท

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนลดลง ในปี 2553 กิจการมีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนลดลงจำนวน 100 ล้านบาท เนื่องจาก ในปี 2553 กิจการได้นำพันธบัตรรัฐบาลไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการประมุขงาน ทำให้เงินฝาก ธนาคารที่มีข้อจำกัดในการใช้ลดลง 61 ล้านบาท ยอดลูกหนี้และเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันลดลงจำนวน 6 ล้านบาท ในปี 2553 กิจการได้ขายคืนเครื่องจักรตามสัญญาซื้อคืนส่งผลให้ยอดอาคารและอุปกรณ์ – สุธธิ ลดลง เท่ากับ 29 ล้านบาท นอกจากนี้ สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นลดลงเท่ากับ 4 ล้านบาท

#### หนี้สินรวม

หนี้สินรวมของกิจการและบริษัทย่อย ในปี 2551 - 2553 มีจำนวนเท่ากับ 2,327 ล้านบาท 1,993 ล้านบาท และ 1,788 ล้านบาท ลดลงจากปี 2551 และ 2552 เป็นจำนวน 334 ล้านบาท และ 205 ล้านบาท เทียบเท่า 14.35% และ 10.29% โดยมีสาเหตุหลักเนื่องจากกิจการสามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าได้มากขึ้นส่งผลให้ เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารลดลงเท่ากับ 44 ล้านบาท เจ้าหนี้และต้นทุนการก่อสร้างรวมถึงเงิน รับล่วงหน้าจากลูกค้าลดลงจำนวน 319 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลมาจากการลดลงของรายได้จากงานก่อสร้างในปี 2552 ยอดประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างลดลงเท่ากับ 22 ล้านบาท โดยมีผลมาจากการเพิ่มประสิทธิภาพ ในการบริหารโครงการก่อสร้างและการเพิ่มแผนบริหารความเสี่ยงเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้ คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ ในปี 2552 หนี้สินหมุนเวียนอื่น ๆ ลดลงจำนวน 18 ล้านบาท เนื่องจากกิจการได้ชำระ หนี้สินที่เกิดจากการฟ้องร้องคดีเกี่ยวกับการเข้าร่วมประมูลโครงการก่อสร้างกับหน่วยงานราชการแห่งหนึ่งซึ่งได้ บันทึกลงเป็นหนี้สินค้างจ่ายไว้ในปี 2551 และเนื่องจาก ในช่วงปีที่ผ่านมา กิจการได้เข้าทำสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงิน



CHRISTIANI & NIELSEN

เพื่อเช่ารถยนต์และเครื่องจักรสำหรับใช้ในการดำเนินกิจการเพิ่มขึ้นส่งผลให้เจ้าหน้าที่ตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงินเพิ่มขึ้นจำนวน 64 ล้านบาท

หนี้สินรวมของกิจการและบริษัทย่อย ณ สิ้นปี 2553 จำนวน 1,788 ล้านบาท ลดลงจากปี 2552 เป็นจำนวน 205 ล้านบาท เทียบเท่าร้อยละ 10.29 โดยมีสาเหตุหลักเนื่องจากกิจการมีรายการโอนกลับประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดขึ้นรวมถึงการชำระหนี้สินจากภาวะค้ำประกันและหนี้สินอื่น ส่งผลให้ประมาณการหนี้สินระยะสั้นลดลงเท่ากับ 148 ล้านบาท ประกอบกับในปี 2553 กิจการมีสภาพคล่องสูงจึงได้พิจารณาชำระหนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อและเช่าการเงินก่อนวันครบกำหนด ทำให้หนี้สินดังกล่าวลดลงจำนวน 28 ล้านบาท และมีหนี้สินอื่นลดลง 9 ล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ในปี 2553 กิจการมีเจ้าหน้าที่การดำเนินงานก่อสร้างค้างจ่ายเพิ่มขึ้นเท่ากับ 68 ล้านบาท และมีเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้าเพิ่มขึ้นเท่ากับ 71 ล้านบาท ในปี 2553 กิจการได้ใช้มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 19 เรื่อง ผลประโยชน์พนักงาน ก่อนวันที่มาตรฐานการบัญชีนี้ให้ถือปฏิบัติ ส่งผลให้ยอดประมาณการหนี้สินระยะยาว-สำรองผลประโยชน์พนักงานลดลงจำนวน 167 ล้านบาท นอกจากนี้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2554 กิจการได้ปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีใหม่ฉบับที่ 16 เรื่อง ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ซึ่งถือปฏิบัติโดยวิธีปรับย้อนหลัง ส่งผลให้กิจการจะต้องพิจารณาตั้งประมาณการต้นทุนการรื้อถอน การขนย้ายและบูรณะเพิ่มขึ้น ทำให้ประมาณการหนี้สินระยะยาวอื่นเพิ่มขึ้นจำนวน 9 ล้านบาท

#### ส่วนของผู้ถือหุ้น

ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการและบริษัทย่อย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2552 เท่ากับ 1,131 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2551 เป็นจำนวน 120 ล้านบาท เทียบเท่าร้อยละ 11.87 เนื่องจากกิจการและบริษัทย่อยมีกำไรสุทธิประจำปี 2552 เป็นจำนวน 153 ล้านบาท รายการตัดจำหน่ายส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์จำนวน 1 ล้านบาท เงินปันผลจ่าย 31 ล้านบาท และผลต่างจากการแปลงค่าบการเงินเพิ่มขึ้นจำนวน 1 ล้านบาท

ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการและบริษัทย่อย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 เท่ากับ 1,637 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2552 เป็นจำนวน 506 ล้านบาท เทียบเท่าร้อยละ 44.74 เนื่องจากกิจการและบริษัทย่อยมีกำไรสุทธิประจำปี 2553 เป็นจำนวน 352 ล้านบาท รายการตัดจำหน่ายส่วนเกินจากการตีราคาสินทรัพย์จำนวน 1 ล้านบาท เงินปันผลจ่าย 78 ล้านบาท ผลต่างจากการแปลงค่าบการเงินเพิ่มขึ้นจำนวน 5 ล้านบาท และมีกำไรสะสมต้นปีเพิ่มขึ้นเนื่องจากการใช้มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 19 ตามที่กล่าวไว้แล้วข้างต้นจำนวน 163 ล้านบาท นอกจากนี้ ในปี 2553 กิจการได้จำหน่ายหุ้นสามัญของกิจการที่ถือโดยบริษัทย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้มีเงินสดเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 80 ล้านบาท รายการดังกล่าวได้แสดงเป็นส่วนเกินมูลค่าหุ้นจากการจำหน่ายหุ้นสามัญจำนวน 69 ล้านบาท และรับรู้มูลค่าหุ้นสามัญที่ถือโดยบริษัทย่อยสุทธิจากหุ้นปันผลจำนวน 11 ล้านบาท

#### สภาพคล่อง

กิจการมีสภาพคล่องในระดับที่น่าพอใจมาก โดยอัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินในงบการเงินรวมของกิจการและบริษัทย่อยในปี 2551 2552 และ 2553 เท่ากับ 1.30 เท่า 1.43 เท่า และ 1.70 เท่าตามลำดับ เพิ่มขึ้นเนื่องจากผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและการปรับแผนการดำเนินธุรกิจในหน่วยงานที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ส่งผลให้กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นจากปี 2551 จำนวน 253 ล้านบาท และ เพิ่มขึ้นจากปี 2552 เป็นจำนวน 99 ล้านบาท ส่งผลให้ฐานะการเงินของกิจการแข็งแกร่งขึ้นมาก โดยอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็วของกิจการในปี 2551 2552 และ 2553 เท่ากับ 0.59 เท่า 0.75 เท่า และ 0.92 เท่าตามลำดับ



CHRISTIANI & NIELSEN

### ฐานะการเงิน ณ วันที่ 30 กันยายน ปี 2554

ในส่วนของฐานะการเงิน ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 กิจการและบริษัทย่อยมีสินทรัพย์ รวมเท่ากับ 4,096 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจำนวน 671 ล้านบาท สาเหตุหลักเนื่องจากในช่วง 9 เดือน ปี 2554 กิจการมีรายได้งานก่อสร้างเพิ่มสูงขึ้นจากช่วงเดียวกันของปี 2553 ส่งผลให้ลูกหนี้ตามสัญญาก่อสร้างและงานระหว่างก่อสร้างตามสัญญาเพิ่มขึ้นจำนวน 359 ล้านบาท เงินลงทุนชั่วคราวเพิ่มขึ้นจำนวน 310 ล้านบาท นอกจากนี้ กิจการได้รับเงินคืนค่าภาษีเงินได้นิติบุคคลหัก ณ ที่จ่ายเพิ่มขึ้นจำนวน 44 ล้านบาท ส่งผลให้เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้นจำนวน 48 ล้านบาท และภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายลดลงจำนวน 55 ล้านบาท

หนี้สินรวมของกิจการและบริษัทย่อย มีจำนวน 2,473 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจำนวน 685 ล้านบาท โดยมีปัจจัยหลักเนื่องจากรายได้งานก่อสร้างที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้เจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่ายเพิ่มขึ้นจำนวน 444 ล้านบาท และเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้าเพิ่มขึ้นจำนวน 244 ล้านบาท

อย่างไรก็ดี ในไตรมาสสาม ของปี 2554 อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็วของกิจการและบริษัทย่อย ยังคงอยู่ในระดับที่น่าพอใจเป็นอย่างมาก โดย ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 อัตราส่วนสภาพคล่องเท่ากับ 1.50 เท่า และอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็วเท่ากับ 0.91 เท่า

### การคาดการณ์รายได้ปี 2555

จากภัยพิบัติน้ำท่วมในปี 2554 ซึ่งเป็นที่คาดการณ์ว่าจะส่งผลให้การลงทุนของนักลงทุนทั้งไทยและต่างชาติชะลอตัว เนื่องจากนักลงทุนต้องทบทวนแผนการลงทุนใหม่จากแผนเดิมที่ได้วางไว้ก่อนหน้านี้ อีกทั้งต้องมีการปรับรูปแบบและสถานที่ใหม่ เพื่อให้มั่นใจว่าจะต้องปลอดภัยจากภัยพิบัติ อย่างไรก็ตาม เพื่อให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปอย่างต่อเนื่อง รูปแบบของการลงทุนในหลายโครงการจะเปลี่ยนเป็นการซ่อมแซมฟื้นฟูและรวมถึงการเพิ่มระบบการป้องกันโรงงานหรืออาคารเดิม แทนการเพิ่มกำลังการผลิต

ในส่วนของนักลงทุนต่างชาติส่วนหนึ่งยังชะลอการลงทุนใหม่ ๆ จนกว่าจะมั่นใจในแผนการป้องกันภัยจากภาครัฐ

นอกเหนือจากการลงทุนในการสร้างระบบป้องกันภัยพิบัติทั่วประเทศ ภาครัฐจะมีการลงทุนเพื่อซ่อมแซมฟื้นฟูระบบสาธารณูปโภค รวมถึงทางหลวงแผ่นดิน และถนนอีกหลายสาย เพื่อเป็นการกระตุ้นการลงทุนเวียนของธุรกิจและผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

ในส่วนของต้นทุนการก่อสร้าง กิจการอาจได้รับผลกระทบจากนโยบายของรัฐบาลในเรื่องการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 300 บาท และเงินเพื่อที่สูงขึ้นทำให้ราคาสินค้าที่เป็นต้นทุนของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของกิจการสำหรับโครงการที่กำลังดำเนินอยู่อย่างมีนัยสำคัญ แต่ทั้งนี้กิจการพยายามบริหารความเสี่ยงดังกล่าวด้วยการจัดซื้อ/จัดจ้างสินค้าบริการล่วงหน้าเพื่อควบคุมความเสี่ยงดังกล่าว การประมูลงานใหม่ต้องใส่ความเสี่ยงดังกล่าวเป็นต้นทุนกิจการด้วย

ในปี 2555 กิจการคาดการณ์ว่าจะเป็นปีที่ท้าทายความสามารถของกิจการอีก 1 ปี โดยคาดว่ารายได้ของกิจการคงไม่แตกต่างจากปี 2554 มากนัก แต่ผลกำไรอาจมีการเปลี่ยนแปลงจากปีที่ผ่านมา อันเนื่องจากต้นทุนการก่อสร้างที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น ดังที่ได้กล่าวข้างต้น ทั้งนี้กิจการยังคงนโยบายการดำเนินธุรกิจด้วยความระมัดระวังต่อไป โดยในการรับงานจะต้องเป็นงานก่อสร้างที่กิจการมีความพร้อมทั้งทางด้านประสบการณ์และบุคลากร ลูกค้ำมีแหล่งเงินทุนที่ชัดเจน และทุก ๆ โครงการที่กิจการดำเนินการจะต้องมั่นใจว่าได้มีการประเมินราคาอย่างถูกต้อง มีการดูแลป้องกันความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นอย่างรัดกุม โดยมีกำไรในอัตราขั้นต้นที่เหมาะสมกับความเสี่ยงและสถานะเศรษฐกิจขณะนั้น



CHRISTIANI & NIELSEN

### การดำเนินงานของกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้อ

ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีความประสงค์ที่จะเพิกถอนหุ้นของกิจการออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ เว้นแต่กรณี que ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องและมีผลบังคับใช้ในขณะนั้น

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ การจำหน่ายสินทรัพย์หลักในการดำเนินธุรกิจของกิจการหรือบริษัทย่อย วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญภายในระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อ

อย่างไรก็ตามเพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาปรับโครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงินของกิจการเพื่อให้เหมาะสมตามการประกอบธุรกิจปกติและฐานะการเงินของกิจการในอนาคต

ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้น ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจทำการเปลี่ยนแปลงกรรมการตามความเหมาะสม เช่น กรณีมีกรรมการลาออกหรือครบกำหนดตามวาระการดำรงตำแหน่ง หรือการแต่งตั้งกรรมการเพิ่มเติมตามสัดส่วนการถือหุ้น การลดจำนวนกรรมการเป็นต้น ทั้งนี้หากมีการเปลี่ยนแปลงใด ๆ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้เป็นไปตามข้อบังคับของกิจการ กฎระเบียบตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่มีการแก้ไข) กฎเกณฑ์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องที่กำหนดโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

### 2. ความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของข้อมูลของกิจการที่ปรากฏในคำเสนอซื้อ

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่าข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวกับกิจการตามที่ปรากฏในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (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 51.98 ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกิจการ

3.2 การถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยกิจการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือกรรมการของกิจการในผู้ทำคำเสนอซื้อ (กรณีผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นนิติบุคคล)

- - ไม่มี -

3.3 ความสัมพันธ์อื่น ๆ

3.3.1 ผู้ทำคำเสนอซื้อ และ กิจการ มีกรรมการร่วมกันดังนี้



CHRISTIANI & NIELSEN

ชื่อ	ตำแหน่งในผู้ทำคำเสนอซื้อ	ตำแหน่งในกิจการ
นายกิริต ซาห์	กรรมการ	รองประธานกรรมการ

### 3.3.2 รายการระหว่างกัน

ปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ทั้งนี้หากในอนาคตผู้ทำคำเสนอซื้อมีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้กิจการปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับตลาดทุน และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งกฎหมาย ประกาศ ข้อบังคับ หรือระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

## 4. ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการต่อผู้ถือหลักทรัพย์

กิจการได้จัดให้มีการประชุมคณะกรรมการเมื่อวันที่ 9 ธันวาคม 2554 เพื่อให้ความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของผู้ทำคำเสนอซื้อ (แบบ 247-4) และพิจารณารายงานความเห็นของบริษัท ตรีเน็ต แอ็ดไวซอรี 2001 จำกัด (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาการเงินอิสระของผู้ถือหุ้นของกิจการในการให้ความเห็นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว เพื่อให้เป็นไปตามข้อ 3 ของประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 59/2545 เรื่อง แบบรายการและระยะเวลาจัดทำความเห็นเกี่ยวกับคำเสนอซื้อ ลงวันที่ 22 พฤศจิกายน 2554 โดยมีกรรมการเข้าร่วมประชุมจำนวน 8 ท่าน จากกรรมการทั้งหมด 8 ท่าน โดยกรรมการที่มีส่วนได้เสียจำนวน 1 ท่าน ได้แก่ นายกิริต ซาห์ ไม่ได้ออกเสียงในที่ประชุม คงเหลือกรรมการซึ่งเป็นผู้ไม่มีส่วนได้เสียออกเสียงดังนี้

1. นายสนนติ กระจ่างเนตร์ ประธานกรรมการ
2. นายประทีป วงศ์นิรันดร์ กรรมการอิสระและประธานกรรมการตรวจสอบ
3. นายภมรศักดิ์ สุรคุปต์ กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ
4. นายอนุโมล รามากริชนา กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ
5. นายชูชรู คาสี วาเดียม กรรมการ
6. นายสมชาย จองศิริเลิศ กรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร
7. นายสุรศักดิ์ โอสธานุเคราะห์ กรรมการและเลขานุการบริษัท

โดยคณะกรรมการซึ่งไม่รวมถึงกรรมการที่มีส่วนได้เสียได้มีมติเป็นเอกฉันท์ให้เสนอแนะผู้ถือหุ้น ดังนี้

### 4.1 เหตุผลที่สมควรจะตอบรับและ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

คณะกรรมการซึ่งไม่รวมถึงกรรมการที่มีส่วนได้เสียได้พิจารณาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) และความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของผู้ถือหุ้นของกิจการแล้ว และมีความเห็นสอดคล้องกับที่ปรึกษาทางการเงินอิสระว่าเห็นสมควรให้ผู้ถือหุ้นตอบรับคำเสนอซื้อเนื่องจากเห็นว่าราคาเสนอซื้อที่ผู้ถือหุ้นเสนอขายจะได้รับภายหลังจากหักภาระค่าธรรมเนียมในการเสนอขายหุ้น อันเป็นราคาเสนอซื้อสุทธิเท่ากับ 3.9893 (สามจุดเก้าแปดเก้าสาม) บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่เหมาะสมที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นในช่วง 3.48 - 3.98 บาท ต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาถึงผลกระทบในกรณีที่ผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก



CHRISTIANI & NIELSEN

ซึ่งอาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ได้รับผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของกิจการที่อาจลดลงและไม่สามารถขายหุ้นตามราคาและเวลาที่ต้องการได้ นอกจากนี้ยังอาจส่งผลให้คุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ

ทั้งนี้ ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการข้างต้นเป็นเพียงส่วนประกอบในการพิจารณาของผู้ถือหุ้นเท่านั้น การที่ผู้ถือหุ้นจะตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อนั้น ผู้ถือหุ้นควรวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งควรพิจารณารายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประกอบการตัดสินใจด้วย โดยการตัดสินใจสุดท้ายขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นแต่ละรายเป็นสำคัญ

- 4.2 ความเห็นและเหตุผลของกรรมการของกิจการแต่ละรายและจำนวนหุ้นที่กรรมการแต่ละรายนั้นถืออยู่ (เฉพาะในกรณีที่ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการตาม 4.1 ไม่เป็นเอกฉันท์)

-ไม่มี-

- 4.3 ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของแผนงานและนโยบายดังกล่าว

#### สถานภาพของกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีวัตถุประสงค์เพิกถอนหุ้นของกิจการออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงระยะเวลา 12 เดือน ถัดจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ เว้นแต่กรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องและมีผลบังคับใช้ในขณะนั้น

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่า กิจการยังคงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไป ทำให้กิจการและผู้ถือหุ้นของกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสถานะการเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือจากการเพิกถอนหุ้นของกิจการแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของกิจการที่ถือตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก กิจการอาจมีความเสี่ยงด้านคุณสมบัติการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากอาจมีการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ไม่เป็นไปตามเกณฑ์การดำรงสถานะการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่จะต้องมียอดผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วของกิจการ

#### นโยบายและแผนการบริหารกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ การจำหน่ายสินทรัพย์หลักในการดำเนินธุรกิจของกิจการและบริษัทย่อย และวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญภายในระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการรับซื้อ อย่างไรก็ตาม เพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาปรับโครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงินของกิจการเพื่อให้เหมาะสมตามการประกอบธุรกิจปกติและฐานะการเงินของกิจการในอนาคต

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่า ภายในระยะเวลา 12 เดือน ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายและการแผนการบริหารกิจการตามที่ผู้ทำคำเสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ เนื่องจากภายในระยะเวลา 12 เดือนภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนงานหรือนโยบายที่จะเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์การประกอบธุรกิจ นโยบายหรือแผนการประกอบธุรกิจ การบริหารจัดการในด้านต่างๆ ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงไม่มีแผนการจำหน่ายสินทรัพย์หลักของกิจการ นอกจากนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการ



CHRISTIANI & NIELSEN

เปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ใดๆ ที่แตกต่างจากที่ได้รับไว้ในคำเสนอซื้อ ภายในระยะเวลา 12 เดือน หลังการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องขอความเห็นชอบจากคณะกรรมการและ/หรือ ที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ อย่างไรก็ตาม หลังการทำคำเสนอซื้อ หากผู้ถือหุ้นของกิจการตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้เป็นจำนวนมาก ซึ่งส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อกลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการเกินกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ อาจส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสิทธิออกเสียง 3 ใน 4 ของผู้มีสิทธิออกเสียงและสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้ทั้งหมด

#### รายการระหว่างกัน

ปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ทั้งนี้ หากในอนาคตผู้ทำคำเสนอซื้อมีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้กิจการปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับตลาดทุน และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งกฎหมาย ประกาศ ข้อบังคับ หรือระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่า กิจการมีการกำหนดนโยบายการทำรายการระหว่างกันอย่างชัดเจนซึ่งจะช่วยป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นและก่อให้เกิดความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกรายในกรณีที่เกิดการมีการทำรายการระหว่างกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ และ/หรือบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อเพิ่มเติมในอนาคต

- 4.4 ความเห็นเพิ่มเติมของคณะกรรมการของกิจการ (เฉพาะกรณีที่คำเสนอซื้อนั้นเป็นคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์ จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)  
-ไม่มี-

#### 5. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

โปรดพิจารณารายละเอียดตามเอกสารแนบ 1 (ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน))

ทั้งนี้ กิจการ ขอรับรองว่าข้อความข้างต้นถูกต้องครบถ้วน ตรงต่อความเป็นจริง ไม่มีข้อมูลที่อาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดในสาระสำคัญ และมีได้มีการปกปิดข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญซึ่งควรบอกให้แจ้ง

(ลงชื่อ) .....  
(นายสมชาย จงศิริเลิศ) (นายสุรศักดิ์ โอสธานุเคราะห์)  
บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)



---

รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

---



CHRISTIANI & NIELSEN

บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เกี่ยวกับ

คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ บริษัท คริสเตียนีและนีลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)  
โดย บริษัท โกลเบ็ทซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด และ Victor Investment Holdings Pte. Ltd.

จัดทำโดย



บริษัท ตรีตี้ แอ็ดไวซอรี่ 2001 จำกัด

9 ธันวาคม 2554

---

## สารบัญ

1. ความเป็นมา.....	3
1.1 ลักษณะของรายการ.....	3
1.2 สัญญาสำคัญต่าง ๆ.....	5
1.3 ข้อมูลโดยสรุปของผู้ทำคำเสนอซื้อ.....	5
2. ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ.....	8
2.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach).....	8
2.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach).....	9
2.3 วิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach).....	11
2.3.1 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach).....	13
2.3.2 วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Approach).....	14
2.3.3 วิธีอัตราส่วนมูลค่าของกิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (EV/EBITDA Approach).....	16
2.4 วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach).....	18
2.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach: DCF).....	19
3. ความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ.....	32
4. เหตุผลที่สมควรจะตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ.....	34
5. ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของนโยบายและแผนงานดังกล่าว.....	36
6. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น.....	38

---

วันที่ 9 ธันวาคม 2554

เรื่อง ความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ  
บริษัท คริสเตียนีและนีสเลน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

เรียน ท่านผู้ถือหุ้น  
บริษัท คริสเตียนีและนีสเลน (ไทย) จำกัด (มหาชน)

ตามที่ บริษัท โกลเบ็กซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (“โกลเบ็กซ์”) และ Victor Investment Holdings Pte. Ltd. (“Victor”) (รวมเรียกว่า “ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) ได้ทำการซื้อหุ้นสามัญของบริษัท คริสเตียนีและนีสเลน (ไทย) จำกัด (มหาชน) (“CNT” “กิจการ” หรือ “บริษัท”) จากบริษัท ทูลดวาล์ จำกัด (“ทูลดวาล์”) จำนวน 260,667,476 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 51.98 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ในราคาหุ้นละ 4.00 บาท เมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน 2554 ซึ่งมีผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 13 พฤษภาคม 2554

โดยเมื่อวันที่ 22 พฤศจิกายน 2554 กิจการได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (“คำเสนอซื้อ” หรือ “แบบ 247-4”) จากผู้ทำคำเสนอซื้อในการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ในส่วนที่ไม่ได้ถือโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ จำนวน 240,784,626 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 48.02 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ในราคาหุ้นละ 4.00 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ จากทูลดวาล์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2554

บริษัทนี้ดี แอ็ดไวซอรี 2001 จำกัด (“ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น”) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ได้รับการแต่งตั้งจากกิจการให้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นของกิจการต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ศึกษาข้อมูลจากแบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ข้อมูลอุตสาหกรรม ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ฝ่ายจัดการของกิจการ และผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ เอกสารที่ได้รับจากกิจการ เช่น งบการเงิน แผนการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะทั่วไป เช่น แบบแสดงข้อมูลรายงานประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลทางสถิติที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของกิจการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์ฯ”) และสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อพิจารณาให้ความเห็นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่กิจการและ/หรือผู้บริหารและ/หรือฝ่ายจัดการของกิจการมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจัดทำความเห็นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารทั้งหมด รวมถึงการสัมภาษณ์จากผู้บริหารและฝ่ายจัดการของกิจการ และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะเป็นการทั่วไปที่ใช้ในการวิเคราะห์ให้ความเห็นในรายงานฉบับนี้ มีความถูกต้องตามความเป็นจริงและสามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน ณ วันที่จัดทำรายงานฉบับนี้ และในการให้ความเห็นนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีการจัดทำประมาณการทางการเงินบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้รับตลอดจนการวิเคราะห์ในภาวะปัจจุบัน ซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ หรือเกิดเหตุการณ์ใด อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินธุรกิจและประมาณการทางการเงิน รวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้

ในการให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยในครั้ง นี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาถึงความเหมาะสมของราคา ข้อมูลที่สำคัญอื่นๆ ที่อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นตัดสินใจขายหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหุ้นสามัญ ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควร**ตอบรับ**ข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้ง นี้ เนื่องจากที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นทำการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) โดยใช้ราคาที่ประเมินได้ตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีเป็นราคาที่กำหนดราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสม ทั้งนี้ ได้ช่วงราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 3.48 ถึง 3.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคาเสนอซื้อที่ 4.00 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่สูงกว่าช่วงราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 0.02 ถึง 0.52 บาทต่อหุ้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตข้อมูลที่สำคัญจากการศึกษาแบบ 247-4 และจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำข้อเสนอซื้อที่สรุปได้ดังนี้

- ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการภายหลังการทำข้อเสนอซื้ออย่างมีนัยสำคัญ กิจการยังคงมีการดำเนินธุรกิจเช่นเดียวกับในปัจจุบัน โดยปัจจัยพื้นฐานและผลกระทบจากความเสี่ยงของกิจการควรอยู่ภายใต้เงื่อนไขเดิม
- ในปัจจุบันผู้ทำข้อเสนอซื้อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้เกือบทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเรื่องการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ หากผู้ทำข้อเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นเพิ่มและถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว จะส่งผลให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะมีสิทธิออกเสียง 3 ใน 4 ของผู้มีสิทธิออกเสียงและสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้ทั้งหมด เช่น การเพิ่มทุน และการลดทุน เป็นต้น
- กิจการอาจได้รับผลกระทบในเรื่องของจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) ลดลงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการดำรงคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หากมีผู้ถือหุ้นรายย่อยนำหุ้นมาเสนอขายในการทำข้อเสนอซื้อครั้งนี้เป็นจำนวนมาก ทั้งนี้ ผู้ทำข้อเสนอซื้อได้ระบุในแบบ 247-4 ว่าหากผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ทำข้อเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ ซึ่งจากแนวทางการดำเนินการของผู้ทำข้อเสนอซื้อดังกล่าวที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่ากิจการน่าจะสามารถดำรงคุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามเกณฑ์เพื่อดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนต่อไป อย่างไรก็ตาม หากมีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามข้อเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ตอบรับข้อเสนอซื้อในครั้ง นี้ได้รับผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของกิจการที่อาจลดลงและไม่สามารถขายหุ้นตามราคาและเวลาที่ต้องการได้

ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้ง นี้ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาข้อมูล เหตุผลประกอบ และความเห็นในประเด็นต่างๆ ตามที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำเสนอไว้ อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้ง นี้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

## 1. ความเป็นมา

### 1.1 ลักษณะของรายการ

เมื่อวันที่ 11 พฤศจิกายน 2554 ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ทำการซื้อหุ้นสามัญของกิจการจากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการ จำนวน 260,667,476 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 51.98 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ทั้งหมดของกิจการ ในราคาหุ้นละ 4.00 บาท ซึ่งมีผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 13 พฤษภาคม 2554

ทั้งนี้ เมื่อวันที่ 22 พฤศจิกายน 2554 กิจการได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ จากผู้ทำคำเสนอซื้อในการเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ในส่วนที่ไม่ได้ถือโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ จำนวน 240,784,626 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 48.02 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ในราคาหุ้นละ 4.00 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ จากตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2554 โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

ประเภทหลักทรัพย์	หุ้นสามัญ
จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ	240,784,626 หุ้น
สัดส่วนของจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ	ร้อยละ 48.02 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมด
สิทธิออกเสียง	240,784,626 เสียง
ราคาเสนอซื้อ *	4.00 บาทต่อหุ้น

\* ผู้แสดงเจตนาขายมีภาระค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นสามัญในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มอีกร้อยละ 7.00 ของค่าธรรมเนียมในการขายหุ้นสามัญดังกล่าว คิดเป็นราคาเสนอซื้อสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับจะเท่ากับ 3.9893 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นราคาเสนอซื้อสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (Final offer) โดยมีระยะเวลาซื้อขายรวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ เริ่มตั้งแต่ 23 พฤศจิกายน 2554 จนถึงวันที่ 29 ธันวาคม 2554 เฉพาะในวันทำการ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. ซึ่งระยะเวลาดังกล่าวเป็นระยะเวลาซื้อขายสุดท้ายที่จะไม่ขายระยะเวลาซื้อขายอีก (Final Period)

ทั้งนี้ เงื่อนไขในการทำคำเสนอซื้ออาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ ดังนี้

- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อ หากมีเหตุการณ์ร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการในระหว่างระยะเวลาซื้อขาย
- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจแก้ไขข้อเสนอหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อเพื่อแข่งขันกับบุคคลอื่นนั้น หากมีบุคคลอื่นยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในระหว่างระยะเวลาซื้อขาย

ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจยกเลิกคำเสนอซื้อเมื่อเกิดเหตุการณ์ในกรณีใดกรณีหนึ่ง ดังต่อไปนี้

- มีเหตุการณ์ หรือการกระทำใดๆ เกิดขึ้นหลังจากผู้ทำคำเสนอซื้อยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยังไม่พ้นระยะเวลาซื้อขาย อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยที่เหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าวมิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ หรือ
- กิจการกระทำการใดๆ ภายหลังจากผู้ทำคำเสนอซื้อยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยังไม่พ้นระยะเวลาซื้อขาย อันเป็นผลให้มูลค่าหุ้นสามัญของกิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือ

- กิจกรรมกระทำใดๆ ที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 14/2554 เรื่อง การกระทำการหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ

ทั้งนี้ ผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ได้ ณ ที่ทำการของตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์ได้ตั้งแต่วันที่ 23 พฤศจิกายน 2554 ถึง วันที่ 22 ธันวาคม 2554 รวมทั้งสิ้น 20 วันทำการ ระหว่างเวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. ของทุกวันทำการ เว้นแต่ผู้แสดงเจตนาขายได้ยืนยันไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ ในแบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ หรือยื่น “แบบแจ้งยืนยันไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ของกิจการ” และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์ (โดยผู้แสดงเจตนาขายจะต้องปฏิบัติตามขั้นตอนการยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ตามเอกสารแนบ 4 (1) ในแบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ)

ผู้ทำคำเสนอซื้อจะชำระราคาค่าหุ้นให้กับผู้แสดงเจตนาขายดังต่อไปนี้

กรณีที่ 1 ผู้แสดงเจตนาขายยื่นแบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ให้แก่ตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์ ภายในระยะเวลาที่ผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขาย (ภายในวันที่ 22 ธันวาคม 2554)

- ก. กรณีผู้แสดงเจตนาขายแจ้งยืนยันการไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์ ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับชำระราคาในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันที่ยื่นแบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์และวันที่แบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์มีความถูกต้องและครบถ้วน และการโอนหลักทรัพย์มีผลสมบูรณ์
- ข. กรณีผู้แสดงเจตนาขายไม่ได้แจ้งยืนยันการไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์ แต่ภายหลังได้ยื่นแบบแจ้งยืนยันไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์ ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับชำระราคาในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันที่ยื่นแบบแจ้งยืนยันไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์มีความถูกต้องและครบถ้วน และการโอนหลักทรัพย์มีผลสมบูรณ์
- ค. กรณีผู้แสดงเจตนาขายไม่ได้แจ้งยืนยันการไม่ยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์และขอรับเงินค่าหลักทรัพย์ ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับชำระราคาในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันสิ้นสุดระยะเวลาที่ผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขาย ซึ่งตรงกับวันที่ 22 ธันวาคม 2554 ในกรณีที่แบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์มีความถูกต้องและครบถ้วน และการโอนหลักทรัพย์มีผลสมบูรณ์

กรณีที่ 2 ผู้แสดงเจตนาขายยื่นแบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ให้แก่ตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์ ภายหลังระยะเวลาที่ผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขาย (ภายหลังวันที่ 22 ธันวาคม 2554) ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับชำระราคาในวันทำการที่ 3 ถัดจากวันที่ยื่นแบบตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์มีความถูกต้องและครบถ้วน และการโอนหลักทรัพย์มีผลสมบูรณ์

## 1.2 สัญญาสำคัญต่างๆ

ณ วันที่ 18 สิงหาคม 2554 ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้นกับทุนดิวาลย์ ในฐานะผู้ขาย เพื่อซื้อหุ้นสามัญของกิจการจำนวน 260,667,476 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 51.98 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้ว ทั้งหมดของกิจการ โดยมีรายละเอียดของสัญญาดังนี้

คู่สัญญา	บริษัท โกลเบ็กซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด และ Victor Investment Holdings Pte. Ltd. (“ผู้ซื้อ”) และบริษัท ทุนดิวาลย์ จำกัด (“ผู้ขาย”)				
วันที่ทำสัญญา	วันที่ 18 สิงหาคม 2554				
หลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง:	ทุนดิวาลย์ จะขายหุ้นของกิจการให้บริษัท โกลเบ็กซ์ คอร์ปอเรชั่น และ Victor Investment Holdings Pte. Ltd. ดังนี้				
	ชื่อ	ประเภทหลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์	ร้อยละเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด	ร้อยละเมื่อเทียบกับจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ
	โกลเบ็กซ์	หุ้นสามัญ	185,449,661	36.98	36.98
	Victor <sup>1</sup>	หุ้นสามัญ	75,217,815	15.00	15.00
		รวม	260,667,476	51.98	51.98
ที่ปรึกษาในการทำสัญญา:	บริษัท ที่ปรึกษากฎหมายธนาริ๊ป แอนด์ พาร์ทเนอร์ส จำกัด				
เงื่อนไขที่สำคัญอื่น:	ผู้ซื้อมีความประสงค์ให้กรรมการบางรายของ CNT ลาออก และแต่งตั้งบุคคลที่เสนอซื้อ โดยผู้ซื้อเข้าเป็นกรรมการแทนตำแหน่งที่ว่างลง				
ระยะเวลาที่มีผลบังคับของสัญญา:	วันที่ 18 สิงหาคม 2554 ถึง 11 พฤศจิกายน 2554				

หมายเหตุ: <sup>1</sup> Victor ใช้เงินกู้ยืมจากโกลเบ็กซ์ในการซื้อหุ้นของกิจการจากทุนดิวาลย์

## 1.3 ข้อมูลโดยสรุปของผู้ทำคำเสนอซื้อ

### รายละเอียดผู้ทำคำเสนอซื้อ

#### 1. บริษัท โกลเบ็กซ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (“โกลเบ็กซ์”)

เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นในประเทศไทย ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 15 มกราคม 2525 โดยมีวัตถุประสงค์เป็นบริษัทดำเนินธุรกิจการลงทุน ณ วันที่ 7 ตุลาคม 2554 โกลเบ็กซ์ มีทุนจดทะเบียน 300,000,000 (สามร้อยล้านบาท) ประกอบด้วย หุ้นสามัญจำนวน 300,000 (สามแสน) หุ้น โดยชำระค่าหุ้นเต็มจำนวน มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1,000 (หนึ่งพัน) บาท

#### 2. Victor Investment Holdings Pte. Ltd. (“Victor”)

เป็นนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นในสาธารณรัฐสิงคโปร์ ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2554 โดยมีวัตถุประสงค์เป็นบริษัทดำเนินธุรกิจการลงทุน ณ วันที่ 7 กรกฎาคม 2554 Victor มีทุนชำระแล้ว 1 (หนึ่ง) เหรียญสหรัฐ ประกอบด้วย หุ้นสามัญจำนวน 1 (หนึ่ง) หุ้นโดยชำระค่าหุ้นเต็มจำนวน

รายชื่อผู้ถือหุ้นของผู้ทำคำเสนอซื้อ**โกลเบิร์กซ์**

รายชื่อผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นข้อมูลล่าสุด ณ วันที่ 17 ตุลาคม 2554 เป็นดังนี้

รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	ร้อยละเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้น ที่ชำระแล้วทั้งหมด	ร้อยละเมื่อเทียบกับ สิทธิออกเสียงทั้งหมด
1. นางสาวนิชิตา ซาห์	299,994	99.9980	99.9980
2. นายอิษฎาชัย ซาห์	1	0.0003	0.0003
3. นางสาวสมิหรา ซาห์	1	0.0003	0.0003
4. นายชัยไฉย สุนทรเนตร	1	0.0003	0.0003
5. นายนิรันดร์ สินธุภากร	1	0.0003	0.0003
6. นายชรีท ชาร์มา	1	0.0003	0.0003
7. นางมณี ทนุรัตน์บุตร	1	0.0003	0.0003
<b>รวม</b>	<b>300,000</b>	<b>100.0000</b>	<b>100.0000</b>

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

**Victor**

รายชื่อผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นข้อมูลล่าสุด ณ วันที่ 7 กรกฎาคม 2554 เป็นดังนี้

รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	ร้อยละเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้น ที่ชำระแล้วทั้งหมด	ร้อยละเมื่อเทียบกับ สิทธิออกเสียงทั้งหมด
1. นายอิษฎาชัย ซาห์	1	100.00	100.00
<b>รวม</b>	<b>1</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

รายชื่อคณะกรรมการของผู้ทำคำเสนอซื้อ**โกลเบิร์กซ์**

รายชื่อคณะกรรมการ ณ วันที่ 7 ตุลาคม 2554 มีดังนี้

ชื่อ	ตำแหน่ง
1. นางสาวนิชิตา ซาห์	กรรมการ
2. นายกิริต ซาห์	กรรมการ
3. นางสาวสมิหรา ซาห์	กรรมการ
4. นายอิษฎาชัย ซาห์	กรรมการ
5. นายนิรันดร์ สินธุภากร	กรรมการ
6. นายชรีท ชาร์มา	กรรมการ

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

กรรมการผู้มีอำนาจลงนาม ได้แก่ กรรมการสองคนลงลายมือชื่อร่วมกันและประทับตราสำคัญของบริษัท

**Victor**

รายชื่อคณะกรรมการ ณ วันที่ 11 สิงหาคม 2554 มีดังนี้

ชื่อ	ตำแหน่ง
1. นายอิษฎ์ชาญ ซาห์	กรรมการ
2. นายชัชราช ปุณวาลา	กรรมการ
3. Mr. Ajaib Hari Dass	กรรมการ
4. นายชัชริท ชาร์มา	กรรมการ

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

กรรมการผู้มีอำนาจลงนาม ได้แก่ กรรมการที่ได้รับมอบอำนาจจากคณะกรรมการ

**สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้ทำคำเสนอซื้อและบุคคลกลุ่มเดียวกับผู้ทำคำเสนอซื้อ****โกลเบิร์กซ์**

ข้อมูลสรุปงบการเงิน สำหรับรอบปีบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2551 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2553

หน่วย : ล้านบาท (เว้นแต่ระบุเป็นอย่างอื่น)	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
สินทรัพย์รวม	3,829	6,206	6,223
หนี้สินรวม	264	262	260
ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,565	5,945	5,963
ทุนจดทะเบียนที่ออกและชำระแล้ว	300	300	300
รายได้รวม	964	566	391
ค่าใช้จ่ายรวม	350	247	276
กำไรสุทธิ	614	320	115
กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)	2,045	1,066	382
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาท)	11,884	19,815	19,875

ที่มา: แบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

**Victor**

เนื่องจาก Victor ถูกจัดตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2554 จึงเป็นบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจยังไม่ครบรอบปีบัญชี จึงทำให้ไม่มีงบการเงินที่ได้รับการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชี

**ภาวะผูกพันที่มีนัยสำคัญตามหมายเหตุประกอบงบการเงินของผู้สอบบัญชี****โกลเบิร์กซ์**

- ไม่มี -

**Victor**

- ไม่มี -

ข้อมูลเกี่ยวกับประวัติการกระทำผิดทางอาญาของผู้ทำคำเสนอซื้อและ/หรือผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ

## โกลเบิร์กซ์

- ไม่มี -

## Victor

- ไม่มี -

ข้อพิพาททางกฎหมายที่ยังไม่สิ้นสุดของผู้ทำคำเสนอซื้อและ/หรือผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ

## โกลเบิร์กซ์

- ไม่มี -

## Victor

- ไม่มี -

**2. ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ**

ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญที่เหลือทั้งหมดของกิจการ จำนวนรวมทั้งสิ้น 240,784,626 หุ้น ในราคาเท่ากับราคาที่คุณทำคำเสนอซื้อเสนอซื้อจากทุนตลาดวัลย์ ที่ราคา 4.00 บาทต่อหุ้น ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีการต่างๆ เพื่อใช้ในการพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

**2.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)**

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงถึงมูลค่าตามบัญชีของกิจการตามงบการเงินรวมล่าสุดที่ตรวจสอบหรือสอบทานจากผู้สอบบัญชี โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ในอนาคตของกิจการ รวมทั้งปัจจัยภายนอกอื่นๆ เช่น แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมโดยรวม

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากข้อมูลงบการเงินรวมล่าสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการแล้ว โดยสามารถแสดงรายละเอียดได้ ดังนี้

มูลค่าหุ้นตามบัญชี ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 หน่วย : ล้านบาท

สินทรัพย์รวม	4,095.91
หัก : หนี้สินรวม	2,473.18
ส่วนของผู้ถือหุ้น*	1,622.73
จำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (ล้านหุ้น)	501.45
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	3.24

\* กิจการไม่มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมบันทึกในงบการเงินรวม

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ จะได้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของกิจการ เท่ากับ 3.24 บาทต่อหุ้น เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญที่ 4.00 บาทต่อหุ้นนั้น จะเห็นได้ว่าราคาเสนอซื้อหุ้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นตามวิธีมูลค่าตามบัญชีของกิจการเป็นจำนวน 0.76 บาทต่อหุ้น

## 2.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การคำนวณมูลค่าด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี เป็นวิธีปรับปรุงส่วนของผู้ถือหุ้น ด้วยมูลค่าสินทรัพย์ และหนี้สิน เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดหรือมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินดังกล่าว รวมถึงเหตุการณ์ภายหลังงบการเงิน และภาระที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต (Contingent Liabilities) (ถ้ามี) ของกิจการที่เพิ่มขึ้น หรือลดลง ในการประเมินหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ปรับปรุงงบการเงินรวมล่าสุดสิ้นสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 โดยรายการสำคัญที่พิจารณาปรับปรุงมีรายละเอียดดังนี้

### ก) การปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรด้วยราคาประเมินของสินทรัพย์

กิจการได้ทำการปรับปรุงราคาสินทรัพย์ส่วนใหญ่ ได้แก่อาคารและอุปกรณ์ และที่ดินที่ได้รับแทนการชำระหนี้จากลูกหนี้ โดยอ้างอิงข้อมูลจากรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ซึ่งจัดทำโดยผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. (“ผู้ประเมินอิสระ”) ได้แก่ บริษัท โนเบิล พร็อพเพอร์ตี้ แวลูเอชั่น จำกัด บริษัท ซี.ไอ.ที. แอปเพรชัล จำกัด (เดิมชื่อบริษัท พสพัฒนา แอปเพรชัล จำกัด) และบริษัท ทีเอฟพี แวลูเอชั่น จำกัด ในงบการเงินประจำปี 2553 แล้ว โดยยังคงเหลือสินทรัพย์ที่กิจการมิได้มีการปรับปรุงสองรายการ ได้แก่ ที่ดินที่มีนบุรี และที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์ เนื่องจากกิจการพิจารณาแล้วว่า ที่ดินทั้งสองแปลงดังกล่าวไม่มีแนวโน้มการด้อยค่าและเพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานบัญชี จึงไม่มีการตั้งค่าเผื่อสำหรับการด้อยค่าของสินทรัพย์ทั้งสองรายการดังกล่าวและไม่ได้มีการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ทั้งสองรายการในงบการเงิน

อย่างไรก็ตามเพื่อให้มูลค่าสินทรัพย์ของกิจการสะท้อนมูลค่าตลาด ณ ปัจจุบัน ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาปรับปรุงมูลค่าที่ดินทั้งสองแห่ง โดยอ้างอิงรายงานประเมินราคาสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ล่าสุด ลงวันที่ 5 ตุลาคม 2552 และ 11 ธันวาคม 2550 ของที่ดินที่มีนบุรีซึ่งประเมินราคาโดยบริษัท โนเบิล พร็อพเพอร์ตี้ แวลูเอชั่น จำกัดและที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์ ตามลำดับ ซึ่งประเมินราคาโดยบริษัท ซี.ไอ.ที. แอปเพรชัล จำกัด ตามลำดับ ซึ่งผู้ประเมินราคาได้ใช้หลักเกณฑ์ในการประเมิน คือ ข้อมูลราคาตลาด (Market Data Approach) โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่า วิธีประเมินราคาที่ดินโดยใช้ข้อมูลราคาตลาด มีความเหมาะสมสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการปรับปรุงมูลค่าทางบัญชีสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นในครั้งนี้

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตถึงข้อจำกัดของความเป็นปัจจุบันของข้อมูล เนื่องจากการประเมินราคาสินทรัพย์ทั้งสองรายการได้จัดทำขึ้นในปี 2552 และ 2550 ในขณะที่ราคาที่ดินที่ประเมินโดยกรมธนารักษ์ ของที่ดินที่มีนบุรีล่าสุดในรอบบัญชีปี 2551 – 2554 มีราคาประเมินตารางวาละ 3,000 บาท (โฉนดเลขที่ 3289) เมื่อเทียบกับราคาประเมินโดยผู้ประเมินอิสระเท่ากับ 5,500 บาท และที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟินิกซ์จำนวน 4 แปลงมีราคาประเมินของกรมธนารักษ์ ที่ตารางวาละ 5,200 บาท สำหรับโฉนดเลขที่ 73090, 73091 และ 73093 และราคาตารางวาละ 2,600 บาท สำหรับโฉนดเลขที่ 73094 เมื่อเทียบกับราคาประเมินโดยผู้ประเมินอิสระซึ่งเท่ากับ 10,000 บาททั้ง 4 แปลง ซึ่งราคาประเมินโดยผู้ประเมินอิสระมีราคาสูงกว่าราคาที่ดินที่ประเมินโดยราชการทั้งสองรายการ

หน่วย : ล้านบาท

สินทรัพย์	มูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 (1)	ราคาประเมิน (2)	ส่วนต่าง (2) - (1)
ที่ดินที่มีนบุรี	29.30	64.83	35.53
ที่ดินภายในโครงการสนามกอล์ฟ ฟีนิกซ์	39.84	66.40	26.56
<b>รวม</b>	<b>69.14</b>	<b>131.23</b>	<b>62.09</b>

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำส่วนต่างระหว่างราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ข้างต้นจำนวน 62.09 ล้านบาท มาใช้ในการพิจารณาปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีจากงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 30 กันยายน 2554

ข) การปรับปรุงรายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง

กิจการยึดถือหลัก Conservative ในการรับรู้รายได้และบันทึกค่าใช้จ่าย ดังนั้น ในการดำเนินงานแต่ละโครงการ หากมีข้อบ่งชี้ใดๆ ที่จะแสดงว่าโครงการดังกล่าวอาจมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น นอกเหนือจากที่วางแผนไว้ในประมาณการของโครงการ กิจการจะตั้งสำรองประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างนั้นเพิ่มเติม ณ วันที่รับรู้ข้อบ่งชี้ดังกล่าว เพื่อให้งบการเงิน ณ ขณะนั้นๆ สะท้อนถึงฐานะการเงินที่ยึดหลัก Conservative โดยสำรองประมาณการค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะถูกบันทึกในส่วนหนี้สินหมุนเวียนในงบแสดงฐานะการเงิน ซึ่งหากดำเนินงานโครงการดังกล่าวแล้วเสร็จ ฝ่ายวิศวกรรมของกิจการจะทำการประเมินค่าใช้จ่ายคงเหลือที่อาจเกิดขึ้นสำหรับโครงการดังกล่าว ในช่วงที่มีระยะเวลาการรับประกันผลงาน ดังนั้น ประมาณการค่าใช้จ่ายที่เคยได้บันทึกไว้ในส่วนที่เกินกว่าค่าใช้จ่ายที่ประเมินว่าจะเกิดขึ้นจริงจะถูกกลับรายการ ส่งผลให้ส่วนหนี้สินหมุนเวียนในงบการเงินนั้นลดลง

จากข้อมูลดังกล่าว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาการปรับปรุงกลับรายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการที่แล้วเสร็จและส่งมอบลูกค้าแล้ว เพื่อให้สะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอ้างอิงจากประมาณการการกลับรายการของประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการก่อสร้างที่ประเมินโดยฝ่ายวิศวกรรมของกิจการ ณ วันที่ 1 ธันวาคม 2554

หน่วย: ล้านบาท

ประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการก่อสร้างของกิจการ ณ วันที่ 30 กันยายน 2554	342.18
ประมาณการโอนกลับที่ประเมินโดยฝ่ายวิศวกรรม*	62.58

\* เฉพาะโครงการที่ได้ส่งมอบให้แก่ลูกค้าแล้ว

ค) การปรับปรุงรายการภาระผูกพันของผลประโยชน์พนักงาน

กิจการได้ถือปฏิบัติใช้มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 19 ตั้งแต่วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ในการคำนวณภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงานหลังจากออกจากรายงาน ส่งผลให้สำรองผลประโยชน์พนักงานตามงบการเงิน ณ วันสิ้นปี 2553 มีจำนวน 56.5 ล้านบาท โดยลดลงจาก ณ วันสิ้นปี 2552 ซึ่งมีจำนวน 223.1 ล้านบาท หรือลดลงจำนวน 166.6 ล้านบาท ทั้งนี้จำนวน 165.24 ล้านบาท เป็นการลดลงเนื่องมาจากการที่ก่อนวันที่กิจการถือปฏิบัติใช้มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 19 กิจการได้มีการบันทึกประมาณการหนี้สินสำรองดังกล่าวไว้ในงบการเงินในจำนวนสูงกว่าที่กำหนดตามมาตรฐานการบัญชีดังกล่าว ดังนั้นกิจการจึงได้ทำการปรับปรุงส่วนต่างจำนวน 165.24 ล้านบาทกับกำไรสะสม ณ วันต้นงวดของปี 2553 ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดมาตรฐานบัญชี และส่งผลให้งบแสดง

ฐานะการเงินล่าสุดสะท้อนนโยบายการบัญชีดังกล่าวแล้ว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาไม่ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของภาระผูกพันของผลประโยชน์พนักงาน

#### รายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี

หน่วย: ล้านบาท

ส่วนของผู้ถือหุ้น (บาท)	1,622.73
รายการปรับปรุง	
บวก : ราคาประเมินสินทรัพย์ถาวรที่เพิ่มขึ้น	62.09
บวก : การปรับปรุงรายการประมาณการค่าใช้จ่ายโครงการก่อสร้าง	62.58
มูลค่าตามบัญชีสุทธิหลังการปรับปรุง	1,747.40
จำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมด (ล้านหุ้น)	501.45
มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)	3.48

ดังนั้น การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะได้มูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงต่อหุ้นของกิจการเท่ากับ 3.48 บาทต่อหุ้น เมื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญกิจการที่ 4.00 บาทต่อหุ้นนั้น จะเห็นได้ว่าราคาเสนอซื้อหุ้นนั้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของกิจการเป็นจำนวน 0.52 บาทต่อหุ้น

### 2.3 วิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวมล่าสุดของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน คือ งบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 และเพื่อให้ข้อมูลบริษัทดังกล่าวที่นำมาใช้เปรียบเทียบตามรายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไปมีความเป็นปัจจุบันมากที่สุดและเป็นข้อมูลในช่วงระยะเวลาเดียวกันทุกบริษัทที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาใช้ราคาตลาดของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันย้อนหลังนับจากวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายที่มีการประกาศงบการเงินล่าสุดของกิจการและบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงเป็นวันทำการสุดท้าย แทนวันที่ 10 พฤศจิกายน 2554 ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายก่อนที่ทุนตลาดวัลย์ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการแจ้งการจำหน่ายหุ้นของกิจการทั้งหมดที่ถืออยู่จำนวน 260,667,476 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 51.98 ของหุ้นที่จำหน่ายและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการให้กับผู้ทำคำเสนอซื้อ ซึ่งส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ โดยกิจการได้แจ้งข่าวสารดังกล่าวผ่านระบบ ELCID (Electronic Company Information Disclosure) ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในวันที่ 11 พฤศจิกายน 2554 เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นนำมาใช้อ้างอิงนั้น เป็นงบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ซึ่งได้มีการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ในวันสุดท้ายในวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 ดังนั้น การพิจารณาใช้ราคาตลาดย้อนหลังจากวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 จะทำให้ราคาตลาดดังกล่าวเป็นปัจจุบันและสะท้อนถึงผลประกอบการและฐานะการเงินของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงงวดล่าสุด โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธี ดังต่อไปนี้

- วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach) และ
- วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Approach) และ
- วิธีอัตราส่วนมูลค่าของบริษัทต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (EV/EBITDA Approach)

ตามที่ CNT อยู่ในกลุ่มธุรกิจก่อสร้างซึ่งอยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาเลือกบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จำนวน 9 บริษัท เพื่อนำมาพิจารณาคุณสมบัติการเป็นบริษัทเทียบเคียง ดังนี้

บริษัทเทียบเคียง (Comparables)	ชื่อย่อ
1. บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK
2. บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	EMC
3. บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	ITD
4. บริษัท เนวาร์ตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	NWR
5. บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	PLE
6. บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	STEC
7. บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	SYNTEC
8. บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	TPOLY
9. บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	UNIQ

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาไม่นำข้อมูลราคาตลาดต่ออัตราส่วนทางการเงินของบริษัท แอสคอน คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“ASCON”) เข้ามาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการในครั้งนี้ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ขึ้นเครื่องหมาย SP หรือห้ามซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการชั่วคราวนับตั้งแต่วันที่ 16 พฤศจิกายน 2553 จนถึงปัจจุบัน

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีเทียบเคียงกับบริษัทเทียบเคียงที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการประเมินออกเป็น 2 กรณีดังนี้

กรณีที่ 1: เปรียบเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างข้างต้นทั้ง 9 บริษัท

กรณีที่ 2: เปรียบเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างและมีการดำเนินธุรกิจโดยรวม รวมไปถึงลักษณะโครงการที่รับงาน ตลอดจนขนาดของโครงการและโครงสร้างรายได้คล้ายคลึงกับกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเห็นสมควรว่าการเปรียบเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจก่อสร้างซึ่งการดำเนินธุรกิจโดยรวม รวมไปถึงลักษณะโครงการที่รับงาน ตลอดจนขนาดของโครงการและโครงสร้างรายได้คล้ายคลึงกับกิจการ จะสะท้อนมูลค่าหุ้นของ CNT ได้เหมาะสมมากกว่า โดยบริษัทเทียบเคียงดังกล่าวมีจำนวน 6 บริษัทดังต่อไปนี้ บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) (“EMC”) บริษัท เนวาร์ตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) (“NWR”) บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน) (“PLE”) บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“SYNTEC”) บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) (“TPOLY”) บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) (“UNIQ”)

บริษัทเทียบเคียง (Comparables)	มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ 15 พ.ย. 54 (ล้านบาท)
1. บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	15,600.48
2. บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจีเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	14,590.37
3. บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	12,394.39
4. บริษัท คริสเตียนีและนีสเลน (ไทย) จำกัด (มหาชน)	1,975.72
5. บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	1,312.00
6. บริษัท ยูนิค เอ็นจีเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	1,301.55
7. บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจีเนียริง จำกัด (มหาชน)	1,097.05
8. บริษัท เนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	993.86
9. บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	932.60
10. บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)	730.80

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่ากรณี 2 สามารถนำมาประเมินมูลค่าเพื่อสะท้อนมูลค่าของกิจการได้ดีกว่า เนื่องจากมีขนาดของบริษัทและ/หรือธุรกิจที่ใกล้เคียงกับกิจการมากกว่ากรณี 1 อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้แสดงกรณีที่ 1 ไว้สำหรับพิจารณาประกอบด้วยเช่นกัน

### 2.3.1 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นของกิจการโดยการนำมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per share) ของกิจการคูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value หรือ "P/BV") ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ (Comparables)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากข้อมูลงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการแล้ว คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน P/BV ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการตามที่กล่าวข้างต้น เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยอัตราส่วน P/BV ของบริษัทดังกล่าว ย้อนหลัง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน โดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ดังนี้

## กรณีที่ 1 (พิจารณาทั้ง 9 บริษัท)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/BV ของ 8 บริษัทเทียบเคียง* (เท่า)	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของ กิจการ (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	0.98	3.24	3.17
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	1.04	3.24	3.37
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	1.13	3.24	3.65
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	1.16	3.24	3.76
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	1.19	3.24	3.86

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

\* ประกอบด้วย 8 บริษัท ได้แก่ CK, EMC, ITD, NWR, PLE, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ ในกรณีนี้ไม่ได้นำ STEC เข้ามาคำนวณเนื่องจากมีค่า P/BV ที่ 2.46 ถึง 3.09 เท่า เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย (Outlier) อย่างมีนัยสำคัญ

## กรณีที่ 2 (พิจารณาเฉพาะ 6 บริษัทเทียบเคียงที่มีขนาดธุรกิจใกล้เคียงกับกิจการ)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/BV ของ 6 บริษัทเทียบเคียง* (เท่า)	มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของ กิจการ (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	0.73	3.24	2.36
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	0.80	3.24	2.58
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	0.88	3.24	2.86
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	0.92	3.24	2.98
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	0.94	3.24	3.06

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

\* ประกอบด้วย 6 บริษัท ได้แก่ EMC, NWR, PLE, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ

จากงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 กิจการมีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่ากับ 3.24 บาท ดังนั้น การประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (กรณีที่ 2) จะได้มูลค่าหุ้นของกิจการอยู่ระหว่าง 2.36 ถึง 3.06 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอซื้อเป็นจำนวน 1.64 ถึง 0.94 บาทต่อหุ้น

## 2.3.2 วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Approach)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นโดยการนำกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per share) ของกิจการคูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earnings หรือ "P/E") ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ (Comparables) เมื่อพิจารณาค่า P/E ของบริษัทดังกล่าวย้อนหลัง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน โดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ ดังนี้

## กรณีที่ 1 (พิจารณาทั้ง 9 บริษัท)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/E ของ 6 บริษัทเทียบเคียง* (เท่า)	กำไรต่อหุ้นของกิจการ** (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	12.20	0.43	5.24
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	12.68	0.43	5.45
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน <sup>1</sup>	12.74	0.43	5.47
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน <sup>1</sup>	13.57	0.43	5.83
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน <sup>1,2</sup>	15.19	0.43	6.53

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

- \* ประกอบด้วย 6 บริษัท ได้แก่ CK, PLE, STEC, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ ในกรณีนี้ไม่ได้นำข้อมูลของ EMC, ITD และ NWR มาคำนวณรวมด้วย เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลที่ทำให้ไม่สามารถนำมาคำนวณค่าเฉลี่ย P/E ย้อนหลังได้ดังนี้
- EMC มีอัตราส่วน P/E ที่เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย (Outlier) อย่างมีนัยสำคัญ
  - ITD และ NWR มีผลประกอบการหนึ่งปีย้อนหลังขาดทุน
- \*\* คำนวณจาก 4 ไตรมาสย้อนหลัง (งบการเงินงวดไตรมาส 4 ปี 2553 จนถึงงวดไตรมาส 3 ปี 2554)
- <sup>1</sup> ไม่ได้นำข้อมูล CK มาคำนวณเนื่องจากมีขาดทุนในไตรมาส 3 และ 4 ปี 2553 และไตรมาส 1 ปี 2554 ทำให้ไม่สามารถนำมาคำนวณอัตราส่วน P/E ได้
- <sup>2</sup> ไม่ได้นำข้อมูล PLE มาคำนวณเนื่องจากมีขาดทุนในไตรมาส 3 ปี 2553 ทำให้ไม่สามารถนำมาคำนวณอัตราส่วน P/E ได้

## กรณีที่ 2 (พิจารณาเฉพาะ 6 บริษัทเทียบเคียงที่มีขนาดธุรกิจใกล้เคียงกับกิจการ)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/E ของ 4 บริษัทเทียบเคียง* (เท่า)	กำไรต่อหุ้นของกิจการ** (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	8.32	0.43	3.57
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	9.17	0.43	3.94
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	10.14	0.43	4.36
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	10.18	0.43	4.37
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน <sup>1</sup>	10.44	0.43	4.48

ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

- \* ประกอบด้วย 4 บริษัท ได้แก่ PLE, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ ในกรณีนี้ไม่ได้นำ EMC และ NWR มารวมด้วย เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลที่ทำให้ไม่สามารถนำมาคำนวณค่าเฉลี่ย P/E ย้อนหลังได้ดังนี้
- EMC มีอัตราส่วน P/E ที่เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย (Outlier) อย่างมีนัยสำคัญ
  - NWR มีผลประกอบการหนึ่งปีย้อนหลังขาดทุน
- \*\* คำนวณจาก 4 ไตรมาสย้อนหลัง (งบการเงินงวดไตรมาส 3 ปี 2553 จนถึงงวดไตรมาส 2 ปี 2554) แบบ fully diluted
- <sup>1</sup> ไม่ได้นำข้อมูล PLE มาคำนวณเนื่องจากมีผลขาดทุนในไตรมาส 3 ปี 2553

จากตารางข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ยอัตราส่วน P/E ของบริษัทเทียบเคียงข้างต้น (กรณีที่ 2) ได้มูลค่าหุ้นของกิจการอยู่ระหว่าง 3.57 ถึง 4.48 บาท ซึ่งเป็นมูลค่าที่ครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่หุ้นละ 4.00 บาทต่อหุ้น

### 2.3.3 วิธีอัตราส่วนมูลค่าของกิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (EV/EBITDA Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้ พิจารณามูลค่าของกิจการ (Enterprise Value หรือ “EV”) ของกิจการ คำนวณโดยการคูณกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (“EBITDA”) ของกิจการด้วยอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ เพื่อนำมาคำนวณเป็นมูลค่าหุ้นของกิจการ

การคำนวณมูลค่าหุ้นของกิจการ เป็นดังนี้ :

มูลค่าหุ้นของกิจการ = (ค่าเฉลี่ยอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทเทียบเคียงที่ใช้อ้างอิง x EBITDA ต่อหุ้น ของกิจการ) – (หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อหุ้นของกิจการ – เงินสดต่อหุ้นของกิจการ + ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมต่อหุ้นของกิจการ)

โดย

มูลค่าของกิจการ = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด + หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยตามราคาตลาด – เงินสด + ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม (ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย)

มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด = ราคาต่อหุ้น x จำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ

จากงบการเงินของกิจการย้อนหลัง 1 ปี กิจการมี EBITDA ประมาณ 268 ล้านบาท (ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2553 สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554) และ ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 กิจการมีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยประมาณ 26 ล้านบาท และมีเงินสดที่ไม่มีภาระผูกพันประมาณ 630 ล้านบาท โดยพิจารณาจากรายการเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดประมาณ 311 ล้านบาท และเงินลงทุนชั่วคราวซึ่งมียอดสุทธิประมาณ 319 ล้านบาทโดยที่ไม่รวมเงินสดที่กิจการรับล่วงหน้าจากลูกค้าจำนวนประมาณ 601 ล้านบาท

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินมูลค่าหุ้นจากอัตราส่วน EV/EBITDA เฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ (Comparables) การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นโดยการนำกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของกิจการ คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการประกอบธุรกิจก่อสร้างใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ (Comparables) หักด้วย หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม) และบวกด้วยเงินสดของกิจการ เมื่อพิจารณาค่า EV/EBITDA ของบริษัทดังกล่าวย้อนหลัง 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือน 9 เดือนและ 12 เดือน โดยนับย้อนหลังจากวันที่ 15 พฤศจิกายน 2554 (วันทำการล่าสุด) สามารถสรุปได้ดังนี้

## กรณีศึกษาที่ 1 (พิจารณาทั้ง 9 บริษัท)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ 7 บริษัท เทียบเคียง* (เท่า)	กำไรก่อนดอกเบี้ย จ่าย ภาษี ค่าเสื่อม ราคา และค่าตัด จำหน่าย ต่อหุ้นของ กิจการ** (บาท)	หนี้สินที่มีภาระ ดอกเบี้ย - เงินสด + ส่วนของผู้ถือ หุ้นส่วนน้อย ต่อหุ้น ของกิจการ (บาท)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	9.28	0.52	-1.21	6.04
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	9.49	0.52	-1.21	6.15
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	10.66	0.52	-1.21	6.76
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	11.17	0.52	-1.21	7.02
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	11.64	0.52	-1.21	7.26

ที่มา: Setsmart

\* ประกอบด้วย 7 บริษัท ได้แก่ CK, ITD, NWR, STEC, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ ในกรณีนี้ EMC และ PLE ไม่ได้นำมาคำนวณด้วยเนื่องจาก EMC มี EBITDA ติดลบในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี 2553 ถึงไตรมาสที่ 1 ปี 2554 และ PLE มีอัตราส่วน EV/EBITDA ที่เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย (Outlier) อย่างมีนัยสำคัญ

\*\* คำนวณจาก 4 ไตรมาสย้อนหลัง (งบการเงินงวดไตรมาส 4 ปี 2553 จนถึงงวดไตรมาส 3 ปี 2554)

## กรณีศึกษาที่ 2 (พิจารณาเฉพาะ 6 บริษัทเทียบเคียงที่มีขนาดธุรกิจใกล้เคียงกับกิจการ)

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของ 4 บริษัท เทียบเคียง* (เท่า)	กำไรก่อนดอกเบี้ย จ่าย ภาษี ค่าเสื่อม ราคา และค่าตัด จำหน่าย ต่อหุ้นของ กิจการ** (บาท)	หนี้สินที่มีภาระ ดอกเบี้ย - เงินสด + ส่วนของผู้ถือ หุ้นส่วนน้อย ต่อหุ้น ของกิจการ (บาท)	ราคาประเมินหุ้น (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	6.66	0.52	-1.21	4.67
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	6.99	0.52	-1.21	4.84
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	6.91	0.52	-1.21	4.80
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	6.87	0.52	-1.21	4.78
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	6.94	0.52	-1.21	4.82

ที่มา: Setsmart

\* ประกอบด้วย 4 บริษัท ได้แก่ NWR, SYNTEC, TPOLY และ UNIQ ในกรณีนี้ EMC และ PLE ไม่ได้นำมาคำนวณด้วยเนื่องจาก EMC มี EBITDA ติดลบในช่วงไตรมาสที่ 3 ปี 2553 ถึงไตรมาสที่ 1 ปี 2554 และ PLE มีอัตราส่วน EV/EBITDA ที่เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย (Outlier) อย่างมีนัยสำคัญ

\*\* คำนวณจาก 4 ไตรมาสย้อนหลัง (งบการเงินงวดไตรมาส 4 ปี 2553 จนถึงงวดไตรมาส 3 ปี 2554)

เมื่อพิจารณาข้อมูลจากตารางข้างต้นจะพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับธุรกิจของกิจการ (กรณีศึกษาที่ 2) มีค่าอยู่ระหว่าง 6.66 ถึง 6.99 เท่า และ EBITDA ของกิจการเท่ากับ 268 ล้านบาท คิดเป็น 0.52 บาทต่อหุ้น ดังนั้น จากวิธีอัตราส่วน EV/EBITDA การประเมินราคาหุ้นโดยใช้ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของบริษัทเทียบเคียงจะได้มูลค่าหุ้นอยู่ระหว่าง 4.67 ถึง 4.84 บาท ซึ่งเป็นมูลค่าที่สูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 4.00 บาทต่อหุ้นเป็นจำนวน 0.67 บาทและ 0.84 บาทตามลำดับ

## 2.4 วิธีถ่วงเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้เป็นการคำนวณจากราคาตลาดปิดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ของกิจการ (Volume Weighted Average Price) ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้พิจารณาราคาตลาดปิดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่มีการซื้อขายย้อนหลังในแต่ละช่วงของระยะเวลา 1 ปี จนถึงวันที่ 10 พฤศจิกายน 2554 (ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายก่อนที่กิจการประกาศข้อมูลการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่ต่อสาธารณะ) สามารถสรุปได้ ดังนี้

ช่วงเวลา	ราคาปิดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (บาทต่อหุ้น)	ปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ย (พันหุ้น)	ปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ยต่อจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมด (ร้อยละ)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	3.85	2,479	0.49
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	3.66	2,271	0.45
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	3.98	2,839	0.58
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	4.89	4,258	0.92
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	4.94	5,509	1.23

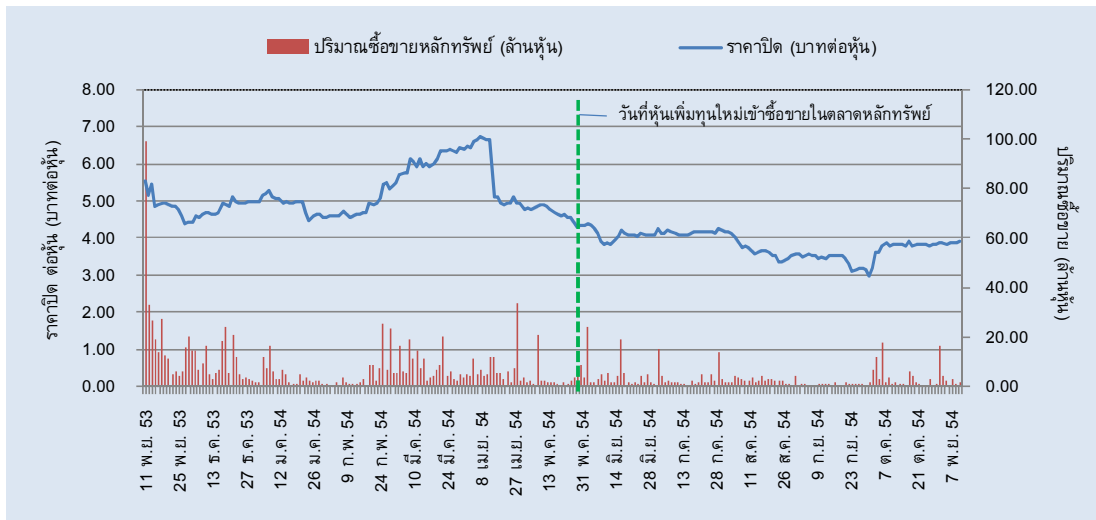
ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

เมื่อพิจารณาถึงสภาพคล่องของหลักทรัพย์ของกิจการ พบว่าปริมาณซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน (ย้อนหลัง 1 เดือน ถึง 12 เดือน) ตามตารางตั้งแต่ 2.27 ถึง 5.5 ล้านหุ้น หรือคิดเป็นปริมาณซื้อขายต่อวันเฉลี่ยต่อจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดคิดเป็นร้อยละ 0.45 ถึง 1.23 ซึ่งเมื่อนำมาเทียบกับบริษัทซึ่งมีมูลค่าตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 5 อันดับคือ PTT PTTEP ADVANC SCC และ SCB ซึ่งมีอัตราส่วนดังกล่าวคิดเป็นร้อยละ 0.20 ถึง 0.25 ร้อยละ 0.13 ถึง 0.16 ร้อยละ 0.15 ถึง 0.25 ร้อยละ 0.21 ถึง 0.33 และร้อยละ 0.27 ถึง 0.31 ตามลำดับ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่าหลักทรัพย์ของกิจการมีการซื้อขายที่มีสภาพคล่องดีพอควร

อย่างไรก็ตามการคำนวณราคาปิดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักดังกล่าวข้างต้นเป็นการคำนวณจากราคาปิดของหุ้นแต่ละวันตามที่เกิดขึ้นจริงโดยมิได้คำนึงถึงผลกระทบของ Price Dilution จากการที่กิจการมีการเพิ่มทุน ซึ่งเมื่อวันที่ 8 เมษายน 2554 ที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการมีมติอนุมัติเพิ่มทุนจดทะเบียนโดยการออกหุ้นสามัญจำนวน 100,290,420 หุ้น มูลค่าหุ้นที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท เพื่อรองรับการขยายธุรกิจ เพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน และเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัท เป็นผลให้บริษัทมีทุนจดทะเบียนเพิ่มขึ้นจาก 401,161,682 บาท เป็นทุนจดทะเบียน 501,452,102 บาท โดยจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนจำนวนดังกล่าวเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกิจการ ตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละรายถืออยู่ (Right Offering) ในอัตราส่วนการจัดสรร 4 หุ้นสามัญเดิมต่อ 1 หุ้นสามัญใหม่ โดยหุ้นเพิ่มทุนใหม่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันที่ 26 พฤษภาคม 2554

จากเหตุการณ์เพิ่มทุนดังกล่าวข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ควรจะพิจารณาข้อมูลราคาในช่วงเวลาภายหลังจากการเพิ่มทุน คือช่วงระยะเวลาย้อนหลัง 1-6 เดือน เท่านั้น

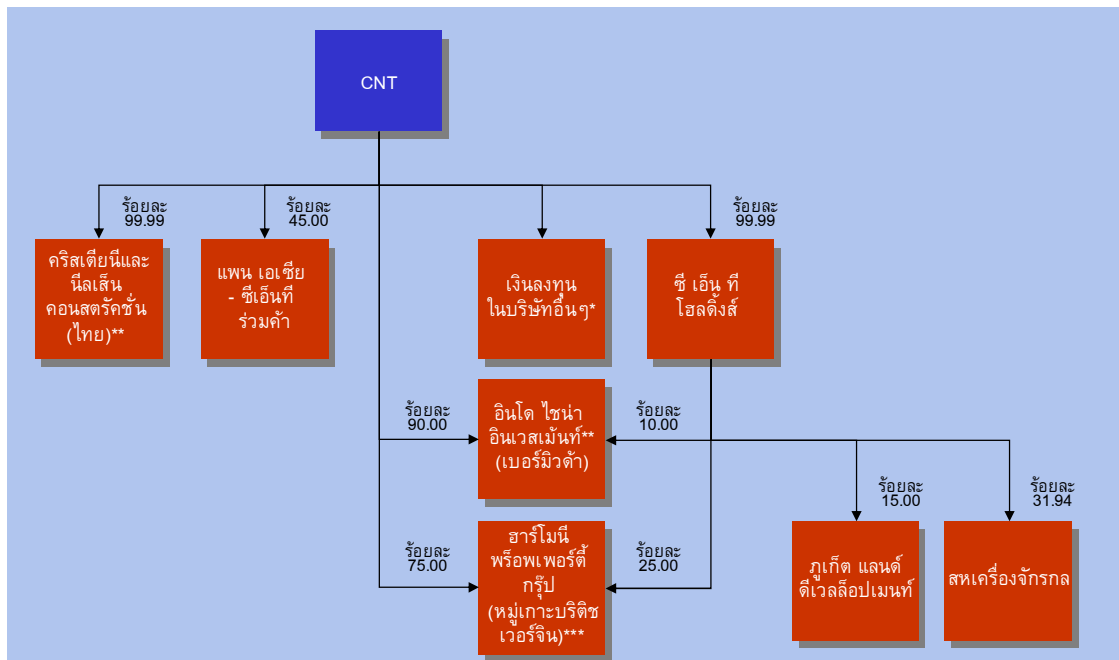
การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ จะได้มูลค่าหุ้นของกิจการอยู่ระหว่าง 3.66 ถึง 3.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอซื้อคิดเป็น 0.34 บาท และ 0.02 บาทตามลำดับ



รูปที่ 1 : ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2553 ถึงวันที่ 10 พฤศจิกายน 2554  
ที่มา: ข้อมูลจาก Setsmart

### 2.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach หรือ DCF)

ในการจัดทำการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะพิจารณาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการในกลุ่มของบริษัท ดังแสดงตามรูปภาพข้างล่างนี้



รูปที่ 2 : โครงสร้างของกลุ่มบริษัท ณ ปัจจุบัน

- \* เงินลงทุนในบริษัทอื่นของบริษัทได้แก่ บริษัท สินทรัพย์ช่างמהาไทย จำกัดและบริษัท จี.อี.ซี. วิศวกรรม จำกัดซึ่งกิจการถือหุ้นอยู่ร้อยละ 0.20 และ 0.03 ตามลำดับ
- \*\* ปัจจุบัน บริษัท อินโดไซนา อินเวสमेंท์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของกิจการอยู่ระหว่างการเลิกกิจการและชำระบัญชี
- \*\*\* เมื่อวันที่ 24 พฤษภาคม 2554 บริษัท ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป จำกัดได้จดทะเบียนเลิกกิจการ และชำระบัญชีเสร็จสิ้น

ทั้งนี้ ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการในกลุ่มของบริษัท ตามโครงสร้างที่แสดงข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะใช้วิธีการประเมินราคาโดยการคิดรวมมูลค่าในแต่ละส่วน (Sum of Parts Valuation) ของบริษัทในกลุ่ม โดยจะพิจารณาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (DCF) ประเมินมูลค่าของบริษัทในกลุ่มบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี และประเมินมูลค่าบริษัทอื่นๆ ที่เลิกดำเนินธุรกิจ หรือ มีมูลค่าของสินทรัพย์ที่ไม่มีนัยสำคัญ เช่น เงินลงทุนในบริษัทอื่นๆ และกิจการร่วมค้าของบริษัท เป็นต้น ด้วยการใช้มูลค่าตามบัญชี หรือ มูลค่าต้นทุน ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ทั้งนี้ เพื่อให้ได้มูลค่ารวมของกลุ่มบริษัททั้งหมดในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้น โดยมีวิธีการประเมินมูลค่าของแต่ละบริษัทในกลุ่มซึ่งสามารถสรุปได้ ดังต่อไปนี้

ชื่อบริษัท	สัดส่วนการถือหุ้น (ร้อยละ)	วิธีการประเมินมูลค่า
1. กิจการ หรือ CNT	100.00	มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (DCF)
2. บริษัท คริสเตียนีและเนลสัน คอนสตรัคชั่น (ไทย) จำกัด	99.99	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
3. บริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด*	99.99	ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value)
4. บริษัท อินโดไชน่า อินเวสเม้นท์ จำกัด	90.00	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
5. บริษัท ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป จำกัด	75.00	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
6. กิจการร่วมค้า แพนเอเชีย	45.00	มูลค่าตามบัญชี (Book Value)
7. เงินลงทุนในบริษัทอื่นของบริษัท	**	ราคาหุ้น (Cost Method)

\* ปัจจุบันบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดถือหุ้นในบริษัท อินโด ไชน่า อินเวสเม้นท์ จำกัดและ ในสัดส่วนร้อยละ 10.00 ถือหุ้นในบริษัทบริษัท ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป จำกัดได้จดทะเบียนเลิกกิจการ และชำระบัญชีเสร็จสิ้นแล้วในสัดส่วนร้อยละ 25.00 ถือหุ้นในบริษัท สหเครื่องจักรกล จำกัดและบริษัท ภูเก็ต แลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด ในสัดส่วนร้อยละ 31.94 และร้อยละ 15.00 ตามลำดับ ในการประเมินมูลค่าของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะทำการปรับปรุงรายการเงินลงทุนที่บันทึกด้วยราคาทุนบนงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยมูลค่าปรับปรุงตามบัญชีของบริษัทย่อยและบริษัทร่วมลงทุนตามงบการเงิน ณ วันที่ 30 กันยายน 54 ซึ่งเป็นงบการเงินที่จัดเตรียมโดยกิจการ และไม่ได้ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการ

\*\* เงินลงทุนของกิจการในบริษัทอื่น ได้แก่ บริษัท สินทรัพย์ช่างเหมาไทย จำกัดและบริษัท จี.อี.ซี. วิศวกรรม จำกัดที่สัดส่วนการถือหุ้นร้อยละ 0.20 และ 0.03 ตามลำดับ

ในการคำนวณหามูลค่าหุ้นของกิจการจากงบการเงินของบริษัท (เฉพาะกิจการ) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดซึ่งแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของหุ้นโดยคำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ โดยนำประมาณการกระแสเงินสดสุทธิตามคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน (คำนวณถึงวันปิดบัญชีของบริษัทล่าสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554) ด้วยอัตราส่วนคิดลดกระแสเงินสดที่เหมาะสม (Discount Rate)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้จัดทำประมาณการทางการเงินในระยะเวลา 5.25 ปีข้างหน้า หรือตั้งแต่เดือนตุลาคม ปี 2554 ถึงเดือนธันวาคมปี 2559 ของกิจการ (เฉพาะบริษัท) โดยใช้ข้อมูลที่ไต่จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและฝ่ายจัดการของกิจการ งบการเงิน ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากกิจการ รวมทั้งนโยบายการทำธุรกิจในอนาคตที่ตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจของกิจการยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่องตามนโยบายการทำธุรกิจที่ได้รับทราบจากผู้บริหารและผู้ทำคำเสนอซื้อ และไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้งเป็นไปตามสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบัน ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกัน

ความถูกต้อง หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่บริษัทและ/หรือผู้บริหารของบริษัทมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น ซึ่งความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ถูกต้องตามความเป็นจริงและสมบูรณ์ โดยการประเมินมูลค่าของกิจการด้วยวิธีปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดนี้มีวัตถุประสงค์ในการพิจารณาหาราคาหุ้นที่เหมาะสมในครั้งนี้อย่างเต็มที่ ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจ และปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อ การดำเนินงานของกิจการ รวมถึงสถานการณ์ของกิจการมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่กล่าว ข้างต้น ราคาหุ้นที่ประเมินได้ตามวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาหุ้นดังกล่าวจะไม่สามารถใช้เป็นราคา อ้างอิงนอกเหนือจากการให้ความเห็นเรื่องความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อตามที่ได้กล่าวข้างต้น

## 2.5.1 สมมติฐานในการจัดทำประมาณการทางการเงิน

### ก) สมมติฐานด้านรายได้

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานที่มาของรายได้ของบริษัท ซึ่งจะมาจาก 3 ส่วนหลัก ได้แก่

- 1.1) โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมด ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2554
- 1.2) โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในไตรมาสที่ 4 ปี 2554
- 1.3) โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป

#### 1.1 โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมด ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2554

โครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการก่อสร้างทั้งหมดในปี 2554 เป็นโครงการที่กิจการได้รับสัญญาว่าจ้างตั้งแต่วันที่ 2554 จนถึงสิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2554 มีจำนวนทั้งหมด 27 โครงการซึ่งมีมูลค่าโครงการรวมทั้งหมดประมาณ 13,365 ล้านบาท และมีมูลค่างานที่เหลือประมาณ 8,229 ล้านบาท ซึ่งสามารถรับรู้เป็นรายได้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2554 ถึงปี 2556 โดยมีรายละเอียดของแต่ละโครงการ ดังต่อไปนี้

ลักษณะโครงการ	จำนวนโครงการ	มูลค่าโครงการรวม (ล้านบาท)	มูลค่างานที่เหลือ (ล้านบาท)	ระยะเวลาโครงการ
1. อาคาร	8	6,616	4,004	2552 – 2556
2. โรงงาน	9	4,334	3,713	2553 – 2556
3. ไฮเปอร์มาร์เก็ต	4	562	208	2554 – 2555
4. ปีโตรเคมี	5	1,572	24	2552 – 2555
5. งานถนน	1	280	280	2554 – 2555
<b>รวม</b>	<b>27</b>	<b>13,365</b>	<b>8,229</b>	

ทั้งนี้ ในการประมาณการรายได้ที่คาดว่าจะได้รับของแต่ละโครงการข้างต้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะอ้างอิงประมาณการรายได้จากการดำเนินงานจนเสร็จสิ้นโครงการก่อสร้าง (Forecast to Completion) ของแต่ละโครงการที่จัดเตรียมโดยฝ่ายจัดการของกิจการ ซึ่งได้วิเคราะห์ถึงสถานภาพปัจจุบันของแต่ละโครงการ รวมถึงกำหนดการดำเนินการตามแผนงานเพื่อให้ดำเนินโครงการจนเสร็จสมบูรณ์

## 1.2 โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในไตรมาสที่ 4 ปี 2554

โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในไตรมาสที่ 4 ปี 2554 มีจำนวนทั้งหมด 3 โครงการ ได้แก่โครงการประเภทโรงงาน ไฮเปอร์มาร์เก็ต และงานถนนซึ่งมีมูลค่าโครงการรวมทั้งหมดประมาณ 265 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ ในช่วงปี 2554 ถึงปี 2555

## 1.3 โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป

โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป จะอ้างอิงจากนโยบายในการประมาณงานของกิจการ ซึ่งสะท้อนความสามารถในการดำเนินงานก่อสร้างด้วยกำลังคนของกิจการประมาณ 5,000 คน ที่มีมูลค่าสัญญาก่อสร้างที่ได้รับในแต่ละปีที่มีมูลค่าปีละประมาณ 5,000 ล้านบาท โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้มูลค่าสัญญาว่าจ้างงานก่อสร้างที่คาดว่าจะได้รับมีมูลค่าเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งใช้ในการจัดทำประมาณการนี้ที่อัตราร้อยละ 3.65 โดยอ้างอิงจากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ เดือนธันวาคม 2554

ทั้งนี้ ในการรับรู้รายได้จากโครงการดังกล่าว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้กิจการรับรู้รายได้ตามสถิติการรับรู้รายได้จากงานก่อสร้างของกิจการในอดีต ดังต่อไปนี้

- งานแต่ละโครงการรับรู้รายได้ตามระยะเวลาโดยประมาณ 2 – 3 ปี
- ในปีที่ 1 การรับรู้รายได้ของมูลค่างานก่อสร้างอยู่ที่อัตราประมาณร้อยละ 33 ของมูลค่างานก่อสร้างที่ชนะประมูลในแต่ละปี
- ในปีที่ 2 การรับรู้รายได้ของมูลค่างานอยู่ที่อัตราประมาณร้อยละ 78 ของมูลค่าของงานก่อสร้างคงเหลือในปีก่อนหน้า (Backlog at previous year-end)
- ในปีที่ 3 จะเป็นการรับรู้รายได้ส่วนที่เหลือประมาณร้อยละ 15

### ประมาณการรายได้งานก่อสร้าง

หน่วย: ล้านบาท

	←----- เกิดขึ้นจริง ----->				←----- ประมาณการ ----->					
	2551	2552	2553	9 เดือนปี 54	2554	2555	2556	2557	2558	2559
รายได้จากงานก่อสร้าง	5,000	4,344	4,065	3,454	5,088	6,289	6,544	5,218	5,408	5,606
อัตราเติบโตของรายได้ค่าก่อสร้าง (ร้อยละ)		-13.12	-6.42	-15.04	25.15	23.61	4.07	-20.27	3.65	3.65

### ข) สมมติฐานด้านต้นทุนงานก่อสร้าง

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานด้านต้นทุนรวมงานก่อสร้าง ซึ่งมาจาก 2 ส่วน ได้แก่

- 1) ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์ (Equipment) และค่างานโลหะต่างๆ สำหรับการก่อสร้าง (Steelwork) ซึ่งเป็นต้นทุนแปรผัน (Variable Cost) กับรายได้จากงานก่อสร้างของกิจการ ดังนี้
  - ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์ (Equipment) เท่ากับร้อยละ 1.39 ของรายได้จากงานก่อสร้าง ซึ่งเป็นอัตราเฉลี่ยของต้นทุนดังกล่าวต่อรายได้จากงานก่อสร้างของกิจการ ในช่วงปี 2551 ถึงช่วง 9 เดือนแรกของปี 2554

- ค่างานโลหะต่างๆ สำหรับการก่อสร้าง (Steelwork) เท่ากับร้อยละ 0.16 ของรายได้จากงานก่อสร้าง ซึ่งเป็นอัตราเฉลี่ยของต้นทุนดังกล่าวต่อรายได้จากงานก่อสร้างของกิจการ ในช่วงปี 2551 ถึงช่วง 9 เดือนแรกของปี 2554
- 2) ต้นทุนงานก่อสร้างของแต่ละโครงการมาจาก 3 ส่วน ได้แก่
- ต้นทุนงานก่อสร้างของโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้าง ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2554

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงต้นทุนงานก่อสร้างของแต่ละโครงการก่อสร้างที่อยู่ระหว่างการดำเนินการตามประมาณการต้นทุนของงานก่อสร้างจากการดำเนินงานจนเสร็จสิ้นโครงการก่อสร้าง (Forecast to Completion) ของแต่ละโครงการที่จัดเตรียมโดยฝ่ายจัดการของกิจการ ซึ่งแต่ละโครงการจะมีโครงสร้างต้นทุนก่อสร้างที่แตกต่างกันออกไปตามประเภทของงานก่อสร้าง โดยต้นทุนค่าก่อสร้างที่สำคัญประกอบด้วย ค่าแรงงานทางตรง (Direct Labor) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับอุปกรณ์และเครื่องจักร (Plant Cost) ค่าวัสดุก่อสร้าง (Material) ค่าว่าจ้างผู้รับเหมาย่อย (Subcontractor) ค่าใช้จ่ายทั่วไป (General) และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เป็นต้น โดยโครงการทั้ง 27 โครงการมีอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการ (Gross Site Margin) อยู่ระหว่างร้อยละ -8.92 ถึง 17.75 ซึ่งฝ่ายจัดการได้พิจารณาถึงผลกระทบจากอุทกภัยอย่างร้ายแรงในประเทศไทยที่มีต่อโครงการก่อสร้างบางโครงการของลูกค้ายกเลิกกิจการในสถานการณ์ปัจจุบันแล้ว

- โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในไตรมาสที่ 4 ปี 2554

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงต้นทุนงานก่อสร้างของโครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในไตรมาสที่ 4 ปี 2554 โดยอ้างอิงจากอัตรากำไรขั้นต้นของงาน (Gross Site Margin) ที่กิจการคาดว่าจะสามารถทำได้ในแต่ละโครงการที่อัตรากำไรขั้นต้นตั้งแต่ร้อยละ 2.00 ถึง 8.00 สำหรับโครงการทั้ง 3 โครงการดังกล่าว

- โครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะอ้างอิงต้นทุนงานก่อสร้างสำหรับโครงการที่คาดว่าจะได้รับว่าจ้างให้ดำเนินการภายหลังปี 2554 จากอัตรากำไรขั้นต้นของงานก่อสร้าง (Gross Site Margin) ซึ่งพิจารณาจากอัตรากำไรขั้นต้นงานก่อสร้างโดยเฉลี่ยของกิจการที่ประมาณอัตราร้อยละ 9.24 ในระหว่างช่วงปี 2551 ถึงงวด 9 เดือนแรกปี 2554

## ประมาณการต้นทุนงานก่อสร้าง\*

หน่วย: ล้านบาท

	<----- เกิดขึ้นจริง ----->				<----- ประมาณการ ----->					
	2551	2552	2553	9 เดือนปี 54	2554	2555	2556	2557	2558	2559
ต้นทุนงานก่อสร้าง	4,722	3,972	3,490	3,177	4,773	6,018	6,232	4,814	4,990	5,172
สัดส่วนต่อรายได้ค่าก่อสร้าง (ร้อยละ)	94.44	91.44	85.85	91.99	93.83	95.70	95.23	92.26	92.26	92.26
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	5.56	8.56	14.15	8.01	6.17	4.30	4.77	7.74	7.74	7.74

\* รวมต้นทุนก่อสร้างทั้งหมด ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับอุปกรณ์ ค่าใช้งานโลหะ และต้นทุนงานก่อสร้างของแต่ละโครงการ

## ค) สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายบริหาร

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานทางด้านค่าใช้จ่ายบริหาร ซึ่งประกอบด้วย เงินเดือนพนักงานและค่าสวัสดิการที่เกี่ยวข้อง ค่าเช่าที่ดิน ค่าวิชาชีพ (เช่น ค่าผู้ตรวจสอบบัญชี ค่าที่ปรึกษา กฎหมาย ค่าที่ปรึกษาการเงิน เป็นต้น) ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการประมูลงานก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าเบี้ยประกันภัย ค่าธรรมเนียมธนาคาร ค่าใช้จ่ายอื่นๆ และ ค่าตอบแทนกรรมการ ทั้งนี้ ส่วนประกอบหลักของค่าใช้จ่ายบริหารเป็นรายการที่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ โดยในปี 2554 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงค่าใช้จ่ายในแต่ละส่วนจากตัวเลขที่เกิดขึ้นจริงในงวด 9 เดือนแรกของปี 2554 และ ประมาณการค่าใช้จ่ายดังกล่าวเป็นรายปี บวกด้วยค่าใช้จ่ายบางส่วนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจริงในไตรมาสที่ 4 ของปี 2554 สำหรับปีประมาณการตั้งแต่ปี 2555 ถึงปี 2559 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานของแต่ละ ส่วนประกอบของค่าใช้จ่ายบริหาร ดังนี้

- เงินเดือนพนักงานให้เพิ่มขึ้นที่อัตราร้อยละ 6.00 ต่อปี โดยอ้างอิงตามนโยบายของ กิจการจากการสัมภาษณ์ฝ่ายจัดการ
- ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าสวัสดิการที่เกี่ยวข้อง ค่าวิชาชีพ ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการ ประมูลงานก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าเบี้ยประกันภัย ค่าธรรมเนียม ธนาคาร ค่าใช้จ่ายอื่นๆ และค่าตอบแทนกรรมการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนด สมมติฐานให้เพิ่มขึ้นที่อัตราร้อยละ 3.65 ต่อปี โดยอ้างอิงจากรายงานแนวโน้มเงินเพื่อ ของธนาคารแห่งประเทศไทย ณ เดือนธันวาคม 2554
- ค่าเช่าที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งของสำนักงานและคลังสินค้าของบริษัท ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น อ้างอิงจากอัตราค่าเช่าที่ดินตามสัญญาเช่าที่ดินระยะยาวของกิจการตลอดระยะเวลา ประมาณการ

## ประมาณการค่าใช้จ่ายบริหาร

หน่วย: ล้านบาท

	<----- เกิดขึ้นจริง ----->				<----- ประมาณการ ----->					
	2551	2552	2553	9 เดือนปี 54	2554	2555	2556	2557	2558	2559
ค่าใช้จ่ายบริหาร	189	182	202	151	199	207	219	229	241	256
สัดส่วนต่อรายได้ค่าก่อสร้าง (ร้อยละ)	3.77	4.19	4.98	4.38	3.91	3.29	3.34	4.40	4.45	4.56

ง) สมมติฐานค่าใช้จ่ายลงทุน (Capital Expenditure)

สำหรับปีประมาณการปี 2555 ถึงปี 2559 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนสุทธิประมาณปีละ 46 ล้านบาท โดยอ้างอิงข้อมูลการลงทุนสุทธิของกิจการในอดีตในช่วงปี 2551 ถึงงวด 9 เดือนปี 2554

จ) สมมติฐานด้านภาษีเงินได้นิติบุคคล (Corporate Income Tax)

ปัจจุบันกิจการมีขาดทุนสะสมทางภาษี (Tax Loss Carry Forward) ประมาณ 157 ล้านบาทซึ่งสามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ถึงปี 2555 ถึง 2556 โดย กิจการเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลทั่วไปตามอัตราปกติที่ร้อยละ 30 ของกำไรก่อนหักภาษีเงินได้

ฉ) สมมติฐานด้านเงินทุนหมุนเวียนหลัก

อ้างอิงจากอัตราส่วนเฉลี่ยในอดีตในช่วงปี 2551 ถึงงวด 9 เดือนปี 2554 ดังต่อไปนี้

- ระยะเวลาเก็บหนี้โดยเฉลี่ยประมาณ 65 วัน
- ระยะเวลางานระหว่างก่อสร้างโดยเฉลี่ยประมาณ 61 วัน
- ระยะเวลาเก็บสินค้าคงเหลือโดยเฉลี่ยประมาณ 0.2 วัน
- ระยะเวลาหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้าและต้นทุนงานก่อสร้างค้างจ่ายโดยเฉลี่ยประมาณ 85 วัน
- เงินรับล่วงหน้าจากลูกค้าโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 7.68 ของมูลค่างานก่อสร้างคงเหลือโดยเฉลี่ย (Average Backlog) ในแต่ละปี
- สมมติฐานด้านสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ และหนี้สินหมุนเวียนอื่นๆ จะอ้างอิงจากข้อมูลในอดีตในช่วงเวลาเดียวกับข้างต้น

ช) สมมติฐานด้านภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย (Withholding Tax)

ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 กิจการมียอดภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในงบแสดงฐานะการเงิน (งบการเงินเฉพาะกิจการ) จำนวน 375.59 ล้านบาท ซึ่งเป็นภาษีเงินได้นิติบุคคลที่บริษัทจ่ายล่วงหน้า โดยเป็นรายการที่ถูกหักออกจากเงินได้ตามใบแจ้งหนี้ (Invoice) ที่กิจการออกให้แก่ลูกค้าในอัตราร้อยละ 3 ของมูลค่าตามใบแจ้งหนี้ ซึ่งสามารถนำมาหักภาษีเงินได้นิติบุคคลในแต่ละปีได้ เนื่องจากภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายในอัตราร้อยละ 3 นั้น ถือเป็นอัตราที่มีสาระสำคัญมากเมื่อเทียบกับอัตรากำไรสุทธิของกิจการในอดีต (ปี 2549 ถึงปี 2554) ที่อัตราเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3.31 ซึ่งที่ผ่านมา กิจการมีการชำระภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายเกินกว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลของกิจการในแต่ละปีเป็นจำนวนมาก ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงเห็นว่าการประมาณการด้านภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายมีสาระสำคัญต่อทั้งกระแสเงินสดและมูลค่าหุ้นของกิจการ

ในการประมาณการรายการภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดสมมติฐานให้รายการภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย อยู่ที่อัตราร้อยละ 3 ของยอดเงินที่กิจการออกใบแจ้งหนี้ในแต่ละปี โดยกิจการสามารถขอคืนส่วนต่างหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ต้องนำส่งในแต่ละปีได้ภายในระยะเวลา 3 ปี หลังจากถูกหัก ณ ที่จ่าย โดยอ้างอิงจากข้อมูลในอดีตของกิจการและประมาณการการขอคืนภาษีของฝ่ายจัดการ

ข) สมมติฐานด้านการจ่ายเงินปันผลและการเพิ่มทุน

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นกำหนดให้ช่วงระยะเวลาประมาณการ กิจการจะไม่มีเพิ่มทุนแต่อย่างใด และจะมีการจ่ายเงินปันผลโดยอ้างอิงจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัท คือ กิจการจะจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิของบริษัทในแต่ละปี โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราเฉลี่ยร้อยละ 51.57 ของกำไรสุทธิ

2.5.2 สมมติฐานด้านอัตราคิดลดกระแสเงินสด (Discount Rate)

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นอ้างอิงต้นทุนทางการเงินถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital ("WACC")) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ โดยการคำนวณหา WACC มีรายละเอียดดังนี้

WACC	=	$K_d * (1-t) * (D/V) + K_e * (E/V)$	โดย
$K_d$	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ยของกิจการในแต่ละปี	
T	=	อัตราภาษีเงินได้ (Corporate Income Tax Rate)	
D	=	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt)	
E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น	
V	=	เงินทุนทั้งหมด = D + E	
$K_e$	=	อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น คำนวณโดยอ้างอิงจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดย $K_e$ สามารถคำนวณ ดังต่อไปนี้ :	
$K_e$	=	$R_f + \beta_L * (R_m - R_f)$	
$R_f$	=	อัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยงเท่ากับร้อยละ 3.46 ซึ่งเท่ากับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2554	
$R_m$	=	ร้อยละ 17.11 อ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนรายสัปดาห์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามข้อมูลที่ได้จาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2554	
$\beta_L$	=	Levered Beta คำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้:	
$\beta_L$	=	$\beta_U * (1 + (1 - T) * (D/E))$	โดย
$\beta_U$	=	Unlevered Beta ซึ่งเท่ากับ 0.94	
		ทั้งนี้ Unlevered Beta คำนวณโดยใช้ข้อมูลจาก Bloomberg และการคำนวณของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นโดยอ้างอิงจาก Levered Beta เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีของหลักทรัพย์เทียบเคียงของบริษัท 6 บริษัท ซึ่งได้แก่ EMC NWR PLE SYNTEC UNIQ และ TPOLY <sup>1</sup>	
D/E	=	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt) ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	

<sup>1</sup> Levered Beta เฉลี่ยย้อนหลัง 2 ปีเนื่องจาก TPOLY เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปี 2552

เนื่องจาก  $\beta_L$  เปลี่ยนแปลงตลอดเวลาจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุน  $K_e$  ของกิจการจึงเปลี่ยนแปลงตาม ค่า  $K_e$  จะอยู่ระหว่างร้อยละ 16.89 ถึง 16.93 ตลอดช่วงประมาณการและต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital (“WACC”)) จะเปลี่ยนแปลงตามการเปลี่ยนแปลงของ  $K_e$  และโครงสร้างเงินทุน โดย WACC จะอยู่ระหว่างร้อยละ 16.79 ถึง 16.89 ตลอดช่วงประมาณการ โดยการคำนวณ WACC สามารถแสดงได้ ดังนี้

หน่วย: ร้อยละ

	2554	2555	2556	2557	2558	2559
อัตราส่วนของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน	1.40	0.84	0.25	0.00	0.00	0.00
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ย ( $K_d$ )	6.45	6.45	6.45	6.45	6.45	6.45
อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ( $K_e$ )	16.93	16.92	16.90	16.89	16.89	16.89
อัตรารายได้	0.00	0.00	0.00	20.58	30.00	30.00
WACC	16.79	16.83	16.87	16.89	16.89	16.89

### 2.5.3 มูลค่าสุดท้าย (Terminal Value)

มูลค่าสุดท้ายคำนวณจากกระแสเงินสดอิสระเฉลี่ย 3 ปีสุดท้ายระหว่างปี 2557 ถึงปี 2559 และโดยใช้สูตรอัตราการเติบโตคงที่ (Perpetuity Growth) ซึ่งกำหนดสมมติฐานของอัตราการเติบโตคงที่ของกระแสเงินสดอิสระของกิจการเท่ากับร้อยละ 1

### 2.5.4 ประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท)

การประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัทเท่านั้น) ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดดังกล่าว สามารถแสดงได้ ดังต่อไปนี้

บริษัท คริสเตียนีและนีสเส็น (ไทย) จำกัด (มหาชน) (เฉพาะบริษัท)	หน่วย: ล้านบาท					
การประเมินมูลค่าของกิจการด้วยวิธีปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow)	4Q54E	2555E	2556E	2557E	2558E	2559E
<b>กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to Firm)</b>						
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคล (Earnings before Interest & Corporate Income Tax)	-24	9	42	135	144	139
บวกกลับ: ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation & Amortization)	14	56	53	42	36	41
หัก: ภาษีเงินได้นิติบุคคลจ่าย (Corporate Income Tax)	0	0	0	-28	-43	-42
การเปลี่ยนแปลงสุทธิของเงินทุนหมุนเวียน (Changes in Working Capital)	-33	-127	-333	-98	293	47
บวกกลับ: รายการค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด (Non-Cash Items)	0	0	0	0	0	0
หัก: ค่าใช้จ่ายลงทุน (Capital Expenditure)	-12	-46	-46	-46	-46	-46
<b>กระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Free Cash Flow to Firm)</b>	<b>-54</b>	<b>-108</b>	<b>-284</b>	<b>4</b>	<b>383</b>	<b>138</b>
อัตราส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Rate) (ร้อยละ)	16.79	16.83	16.87	16.89	16.89	16.89
มูลค่าปัจจุบัน ณ วันที่ 30 ก.ย 54						
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดอิสระต่อกิจการ (Present Value of Free Cash Flow to Firm)	-79					
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าสุดท้ายของกิจการ (Present Value of Terminal Value)	433					
หัก: หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt)	26					
บวกกลับ: เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	1,126					
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าหุ้นของกิจการ (Present Value of Equity Value)	1,454					
จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด (# of Total Outstanding Shares)	501					
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของมูลค่าหุ้นของกิจการ ต่อ หุ้น (Present Value of Equity Value per share)	2.90					

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นขอให้ข้อสังเกตในประมาณการที่จัดทำเรื่องกระแสเงินสดสุทธิของกิจการที่เป็นลบ (Free Cash Flow to Firm) ในช่วงปีประมาณการ 2555 ถึง 2556 โดยมีสาเหตุหลักจากการประมาณการที่กิจการมีรายได้ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งในอีกด้านหนึ่งกิจการก็จะมีเพิ่มขึ้นของลูกหนี้การค้าและงานระหว่างก่อสร้างเช่นกันด้วยหากแต่ยังไม่สามารถเรียกเก็บจากลูกหนี้ทั้งหมดให้เป็นเงินสดได้ในช่วงระยะเวลาเดียวกันได้ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขระยะเวลาการรับชำระหนี้ตามปกติ จึงส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงสุทธิของเงินทุนหมุนเวียนในช่วง

ระยะเวลาที่ติดลบ ซึ่งเป็นวัฏจักรปกติของกิจการรับเหมาก่อสร้างในช่วงที่มีการเติบโต นอกจากนี้กิจการยังได้รับผลกระทบจากกำไรขั้นต้นของโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินงานของกิจการที่ค่อนข้างต่ำซึ่งส่วนหนึ่งเป็นลูกค้าโครงการที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนตุลาคม ถึงพฤศจิกายน 2554 ที่ผ่านมาและผลกระทบจากนโยบายการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ เป็น 300 บาท ส่งผลต่อประมาณการกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลในไตรมาสที่ 4 ปี 2554 และในปี 2555 ถึง 2556 โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นคาดว่าอัตราการทำกำไรจะเข้าสู่ภาวะปกติสำหรับงานที่กิจการรับใหม่ซึ่งจะสะท้อนในกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้นิติบุคคลในประมาณการปีถัดๆไป

จากการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) จะเท่ากับ 1,454 ล้านบาท หรือคิดเป็นมูลค่าหุ้นต่อหุ้น (เฉพาะบริษัท) ที่ 2.90 บาทต่อหุ้น (กรณีฐาน)

### 2.5.5 การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) โดยการเลือกปัจจัยที่เป็นตัวแปรหลักในการประเมินมูลค่าหุ้น ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับโครงการที่คาดว่าจะได้รับสัญญาว่าจ้างให้ดำเนินการก่อสร้างในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป ซึ่งเป็นโครงการใหม่ที่จะดำเนินการต่อจากโครงการทั้งหมดที่อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้างของบริษัทในปัจจุบันและอีก 3 โครงการที่คาดว่าจะทำสัญญาภายหลังวันที่ 30 กันยายน 2554 โดยตัวแปรหลักที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเลือกใช้ในการวิเคราะห์ความอ่อนไหวมีทั้งหมด 2 ตัวแปร ซึ่งได้แก่ 1) มูลค่ารวมของโครงการต่อปีที่คาดว่าจะกิจการจะได้รับสัญญาว่าจ้างตั้งแต่ปี 2555 เป็นต้นไป (ซึ่งกำหนดให้มีอัตราเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ที่อัตราร้อยละ 3.65 ต่อปี) และ 2) อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ย (Gross Site Margin) ของโครงการในข้อ 1)

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้เลือกกำหนดตัวแปรมูลค่ารวมเฉลี่ยของโครงการต่อปีที่กิจการได้รับสัญญาว่าจ้างตามนโยบายการประมูลงานของกิจการที่มูลค่าประมาณ 5,000 ล้านบาทและอัตรากำไรขั้นต้นของกิจการที่อัตราร้อยละ 9.24 เป็นกรณีฐาน และได้การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของราคาหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) โดยการเปลี่ยนแปลงตัวแปรหลัก ดังต่อไปนี้

- 1) มูลค่ารวมเฉลี่ยของโครงการต่อปีที่ 5,000 ล้านบาท +/- มูลค่าแปรปรวนที่อัตราร้อยละ 10 ของมูลค่ารวมเฉลี่ยที่กรณีฐาน หรือที่ประมาณมูลค่ารวมของโครงการต่อปีระหว่าง 4,500 ถึง 5,500 ล้านบาท
- 2) อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของโครงการ (Gross Site Margin) ที่อัตราร้อยละ 9.24 และอ้างอิงอัตรากำไรขั้นต้นถัวเฉลี่ยของโครงการของกิจการในอดีต เพื่อวิเคราะห์ความอ่อนไหวของอัตรากำไรขั้นต้นในเชิงลบและบวก ที่อัตราร้อยละ 8.72<sup>2</sup> และ 10.91<sup>3</sup> ตามลำดับ

<sup>2</sup> อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของโครงการในช่วงปี 2547 ถึงงวดบัญชี 9 เดือนแรกปี 2554

<sup>3</sup> อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยของโครงการในช่วงปี 2552 ถึงงวดบัญชี 9 เดือนแรกปี 2554 ซึ่งสะท้อนการเปลี่ยนแปลงลักษณะการดำเนินงานภายหลังการเปลี่ยนแปลงแนวทางการจัดการ โดยมุ่งเน้นเรื่องการควบคุมและบริหารต้นทุนงานก่อสร้างให้เป็นไปตามงบประมาณที่วางไว้อย่างมีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) สามารถสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

หน่วย: ล้านบาท

มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น ของกิจการ (เฉพาะบริษัท)	มูลค่ารวมของโครงการ ต่อ ปี* (ล้านบาท)			
	4,500	5,000	5,500	
อัตรากำไร ขั้นต้น (ร้อยละ)	8.72	1,243	1,321	1,395
	9.24	1,365	1,454	1,541
	10.91	1,749	1,858	1,962

\*มูลค่าโครงการในปี 2555 ซึ่งจะเพิ่มขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อร้อยละ 3.65 ต่อปี

หน่วย: บาทต่อหุ้น

มูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท)	มูลค่ารวมของโครงการ ต่อ ปี* (ล้านบาท)			
	4,500	5,000	5,500	
อัตรากำไร ขั้นต้น (ร้อยละ)	8.72	2.48	2.63	2.78
	9.24	2.72	2.90	3.07
	10.91	3.49	3.70	3.91

\*มูลค่าโครงการในปี 2552 ซึ่งจะเพิ่มขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อร้อยละ 3.65 ต่อปี

จากตารางข้างต้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวโดยการพิจารณาทั้งมูลค่ารวมของโครงการและอัตรากำไรขั้นต้นตามที่เลือกวิเคราะห์จะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) มีช่วงราคาอยู่ที่ 2.48 ถึง 3.91 บาทต่อหุ้น ซึ่งมีช่วงราคาที่ค่อนข้างกว้าง ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเห็นว่า ในการเลือกใช้ตัวแปรหลักในการประเมินมูลค่าของกิจการ (เฉพาะบริษัท) ควรเลือกพิจารณาตัวแปรหลักในส่วนของอัตราขั้นต้นของโครงการ เนื่องจากที่ผ่านมา อัตรากำไรขั้นต้นจะเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานมากกว่ามูลค่ารวมของโครงการ และเพื่อสะท้อนสภาพการดำเนินงานตามนโยบายของกิจการในปัจจุบัน ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาเลือกใช้มูลค่ารวมของโครงการที่ 5,000 ล้านบาท โดยเลือกวิเคราะห์ความอ่อนไหวของอัตรากำไรขั้นต้น ซึ่งทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ (เฉพาะบริษัท) มีมูลค่าระหว่าง 1,321 ถึง 1,858 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าต่อหุ้น ระหว่าง 2.63 ถึง 3.70 บาทต่อหุ้น

#### 2.5.6 การประเมินมูลค่าของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยวิธีการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี

ในการประเมินมูลค่าบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจะทำการการปรับปรุงรายการเงินลงทุนที่บันทึกด้วยราคาทุนบนงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัดด้วยมูลค่าที่ปรับปรุงตามบัญชีของบริษัทย่อย ได้แก่ บริษัท ฮาร์โมนี หรือเพอร์ตี กรุ๊ป จำกัดและบริษัท อินโดไชน่า อินเวสเมนต์ จำกัด และมูลค่าตามบัญชีของบริษัทที่ร่วมลงทุนตามงบการเงิน ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ซึ่งเป็นงบการเงินที่จัดเตรียมโดยกิจการ และไม่ได้ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของกิจการ

สำหรับบริษัทย่อยจำนวนสองบริษัทคือบริษัท ฮาร์โมนีหรือเพอร์ตี กรุ๊ป จำกัด ได้มีการจดทะเบียนเลิกกิจการและชำระบัญชีเสร็จสิ้น และกิจการได้รับเงินคืนจำนวน 168,800 ดอลลาร์สหรัฐ (ประมาณ 5.10 ล้านบาท) เป็นที่เรียบร้อยแล้ว จึงไม่ได้มีการปรับปรุงบัญชีใดๆ ส่วนบริษัท อินโดไชน่า อินเวสเมนต์ จำกัดนั้นได้มีการมอดิฟายเลิกกิจการและชำระบัญชีโดยคณะกรรมการของบริษัทดังกล่าวเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และบริษัทได้รับเงินคืนทุน

ค่าหุ้นล่วงหน้าจำนวน 108,000 ดอลลาร์สหรัฐ (ประมาณ 3.22 ล้านบาท) หากแต่บริษัทดังกล่าวยังอยู่ในระหว่างการชำระบัญชี จึงได้นำส่วนของเจ้าของตามงบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 30 กันยายน 2554 ซึ่งบันทึกตามราคาทุนมาปรับปรุง

ส่วนบริษัทร่วมลงทุนจำนวนสองบริษัทคือบริษัท สหเครื่องจักรกล จำกัด และบริษัท ภูเก็ท แลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด นั้น ในระหว่างปี 2554 เจ้าพนักงานพิทักษ์ทรัพย์ได้ประกาศในราชกิจจานุเบกษาให้พิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาดของทั้งสองบริษัทดังกล่าว ซึ่งถูกเจ้าหนี้ฟ้องล้มละลายต่อศาลล้มละลายกลางในปี 2553 อย่างไรก็ตาม กิจการได้บันทึกค่าเผื่อต่อของทั้งสองบริษัทนี้ทั้งจำนวนแล้ว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาไม่ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของบริษัททั้งสองแห่งนี้

นอกจากนี้ จากงบการเงินสิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2554 บริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด มีเงินลงทุนชั่วคราวจำนวน 103.86 ล้านบาท ซึ่งเป็นตัวเงินค้ำที่จะถือจนครบกำหนดทั้งจำนวน และกิจการมีนโยบายบันทึกเงินลงทุนชั่วคราวดังกล่าวตามราคาทุนตัดจำหน่ายตามมาตรฐานการบัญชีแล้ว ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงพิจารณาไม่ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนชั่วคราวดังกล่าว

การปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด สามารถแสดงได้ ดังต่อไปนี้

หน่วย: ล้านบาท

รายละเอียด	มูลค่าตามบัญชี ซึ่งบันทึกด้วย ราคาทุน	มูลค่าตามบัญชี ภายหลัง ปรับปรุง
สินทรัพย์หมุนเวียน ได้แก่ เงินสด เงินลงทุนชั่วคราว* และสินทรัพย์อื่น	105.48	105.48
เงินลงทุนในบริษัทย่อย		
- ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป ลิมิเต็ด	0	0
เงินลงทุนในบริษัทร่วมและเงินลงทุนอื่น		
- อินโตไชน่า อินเวสเม้นท์ ลิมิเต็ด	1.48	0.0085
- บริษัท สหเครื่องจักรกล จำกัด	0.00**	0.00
- บริษัท ภูเก็ท แลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	0.00**	0.00
รวมสินทรัพย์	106.95	105.48
หัก: หนี้สินรวม	1.55	1.55
ส่วนของผู้ถือหุ้น	105.40	103.93
มูลค่าหุ้นที่นำมารวมเข้ากับมูลค่าหุ้นของกิจการ ต่อ หุ้น***	0.21	0.21

\* ตัวเงินค้ำ

\*\* มูลค่าหลังหักค่าตั้งสำรองต่อค่าสินทรัพย์

\*\*\* คิดเป็นมูลค่าเฉลี่ยต่อหุ้น เมื่อคิดจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ออกและชำระแล้วของบริษัทที่จำนวน 501,452,102 หุ้น

โดยสรุป ในการประเมินมูลค่าบริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีข้างต้น จะได้มูลค่าเท่ากับ 103.93 ล้านบาท หรือ คิดเป็นมูลค่าตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัท ต่อ หุ้น ประมาณ 0.21 บาทต่อหุ้น

### 2.5.7 สรุปมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีการประเมินราคาแบบมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discount Cash Flow)

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

ชื่อบริษัท	สัดส่วนการถือหุ้น (ร้อยละ)	ส่วนของ ผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	มูลค่าส่วนของ ผู้ถือหุ้น ตามสัดส่วน การถือหุ้น (ล้านบาท)	มูลค่าหุ้น ตามสัดส่วน การถือหุ้น ต่อ หุ้น (บาทต่อหุ้น)	วิธีการประเมิน มูลค่า
บริษัท หรือ CNT	100.00	1,321 – 1,858	1,321 – 1,858	2.63 – 3.70	DCF
บริษัท คริสเตียนี แอนด์ เน็ลสัน คอนสตรัคชั่น (ไทย) จำกัด	99.99	0.000	0.000	0.0000	Book Value
บริษัท ซีเอ็นที โฮลดิ้งส์ จำกัด	99.99	104.000	104.000	0.2100	Adjusted Book Value
บริษัท อินโดไชน่า อินเวสเม้นท์ จำกัด	90.00	0.085	0.076	0.0002	Book Value
บริษัท ฮาร์โมนี พร็อพเพอร์ตี้ กรุ๊ป จำกัด	75.00	0.000	0.000	0.0000	Book Value
แพน เอเชีย – ซีเอ็นที รวมค่า	45.00	0.875	0.394	0.0008	Book Value
เงินลงทุนในบริษัทอื่นของ บริษัท*	-	-	1.069	0.0021	Cost Method
		<b>รวม</b>	<b>1,426 – 1,963</b>	<b>2.84 – 3.91</b>	

\* เงินลงทุนในบริษัทอื่นของบริษัทได้แก่ บริษัท สินทรัพย์ช่างเหมาไทย จำกัดและบริษัท จี.อี.ซี. วิศวกรรม จำกัดซึ่งกิจการถือหุ้นอยู่ร้อยละ 0.20 และ 0.03 ตามลำดับ

โดยสรุป ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีการประเมินราคาแบบมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow หรือ DCF) และการคิดรวมในแต่ละส่วน (Sum of Parts Valuation) ของแต่ละบริษัทในกลุ่มของกิจการ จะทำให้ได้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการในกรณีฐานอยู่ที่ 1,560 ล้านบาท หรือคิดเป็นมูลค่า 3.11 บาทต่อหุ้น และหากพิจารณาช่วงราคาจากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวจะมีช่วงมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการระหว่าง 1,426 ถึง 1,963 ล้านบาท หรือ คิดเป็นมูลค่าหุ้นของกิจการต่อหุ้น ที่ช่วงราคาระหว่าง 2.84 ถึง 3.91 บาทต่อหุ้น

### 3. ความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ

สรุปมูลค่าหุ้นที่คำนวณตามวิธีการประเมินมูลค่าต่างๆ ข้างต้น สามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

วิธีการประเมินมูลค่าหุ้น	ราคาหุ้น (บาทต่อหุ้น)	ความเหมาะสม
1. วิธีมูลค่าตามบัญชี	3.24	✗
2. วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	3.48	✓
3. วิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน		
> วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	2.36 – 3.06	✗
> วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น	3.57 – 4.48	✗
> วิธีอัตราส่วนมูลค่าของบริษัทต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	4.67 – 4.84	✗
4. วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก	3.66 – 3.98	✓
5. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด	2.84 – 3.91	✓

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นแสดงความเห็นต่อความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้นโดยพิจารณาช่วงราคาที่เหมาะสมซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นสำหรับแต่ละวิธีที่นำมาประเมินมูลค่าหุ้นที่แตกต่างกันดังนี้

**3.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)** เป็นวิธีที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินในปัจจุบันที่แสดงฐานะทางการเงินของกิจการ ที่สะท้อนความเที่ยงตรงของข้อมูลในการประเมินมูลค่าหุ้นตามนโยบายทางการบัญชีที่ได้กำหนดไว้ ในขณะที่ไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการแข่งขันและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าวิธีนี้ไม่เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น

**3.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)** เป็นวิธีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินตามวิธีมูลค่าตามบัญชีซึ่งมีข้อดีที่สำคัญในเรื่องความเที่ยงตรงของข้อมูลให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงมากกว่าวิธีมูลค่าตามบัญชี โดยได้พิจารณาปรับปรุงราคาสินทรัพย์ถาวรและรายการประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้างเพื่อสะท้อนมูลค่ายุติธรรมและความเป็นปัจจุบันของมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เนื่องจากวิธีนี้ยังไม่ได้คำนึงถึงการประกอบการและความสามารถในการประกอบธุรกิจในอนาคตของกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าวิธีนี้เหมาะสมในการพิจารณาใช้เป็นราคาขั้นต่ำของหุ้นที่ผู้ถือหุ้นควรได้รับ (Minimum Value)

**3.3 วิธีเทียบเคียงกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกัน (Market Comparable Approach)** เป็นวิธีที่สะท้อนมูลค่าหุ้นจากมุมมองของนักลงทุนถึงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกิจการโดยเทียบเคียงกับอัตราส่วน Price to Book Value ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกิจการ หรือความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยเทียบเคียงกับอัตราส่วน Price to Earnings และค่า EV/EBITDA ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกิจการ

- > วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach) เป็นวิธีที่สะท้อนฐานะทางการเงินในปัจจุบันของกิจการโดยเทียบเคียงกับบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกิจการ แต่ไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการแข่งขันและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ รวมทั้งมูลค่าตามบัญชีที่นำไปใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นยังไม่ได้ปรับมูลค่าสินทรัพย์หรือหนี้สิน หรือภาระผูกพันต่างๆ ให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้อย่างครบถ้วน ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าวิธีนี้ไม่เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น

- วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earnings Approach) และวิธีอัตราส่วนมูลค่าของกิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และการตัดจ่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (EV/EBITDA Approach) เป็นวิธีที่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรของกิจการโดยเทียบเคียงกับบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกิจการ อย่างไรก็ตาม มูลค่าหุ้นของกิจการที่ประเมินด้วยวิธีอัตราส่วน P/E อาจมีผลกระทบจากความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุน นโยบายทางการเงิน บัญชี และอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาเทียบเคียง ในขณะที่มูลค่าหุ้นที่ได้จากการประเมินด้วยวิธีอัตราส่วน EV/EBITDA สามารถลดข้อจำกัดของวิธีอัตราส่วน P/E ได้ หากแต่อาจยังคงมีผลกระทบจากการที่บริษัทเทียบเคียงมีขนาดของธุรกิจที่ความแตกต่างและ/หรือ มีวิธีการประกอบธุรกิจที่ต่างกัันกับกิจการ โดยเฉพาะในเรื่องนโยบายการตั้งสำรองประมาณการค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการก่อสร้าง ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าวิธีนี้ไม่เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น

**3.4 วิธีมูลค่าตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach)** เป็นวิธีที่อาศัยข้อมูลราคาซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในทางทฤษฎีราคาดังกล่าวเป็นราคาที่สะท้อนราคาหุ้นที่แท้จริงตามมุมมองของนักลงทุน ภายใต้เงื่อนไข สภาวะการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ ที่มีสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทที่เหมาะสม ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าวิธีนี้เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น

**3.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)** เป็นวิธีที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งได้พิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของกิจการ เช่น นโยบายและแผนการดำเนินงาน ความสามารถในการแข่งขัน โครงสร้างเงินทุน และเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลในการดำเนินงานของกิจการในอดีต ซึ่งที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้กำหนดสมมติฐานในการจัดทำประมาณการทางการเงินของกิจการโดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ยข้อมูลการดำเนินงานในอดีต การดำเนินงานของกิจการตามที่มีอยู่ในแผนงานปัจจุบัน ประกอบกับข้อมูลของธุรกิจก่อสร้างที่ใกล้เคียงกับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อประเมินมูลค่าหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าวิธีนี้เหมาะสมในการใช้กำหนดช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้น

กล่าวโดยสรุป วิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการ ได้แก่ วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) โดยในกรณีที่วิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) การประเมินโดยมูลค่าปัจจุบันสุทธิกระแสเงินสดจะได้ช่วงราคาที่เหมาะสมที่ 2.84 ถึง 3.91 บาทต่อหุ้น ดังนั้น หากพิจารณาใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีที่ราคา 3.48 บาทต่อหุ้นเป็นฐานราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสม จะทำให้ได้ช่วงราคาหุ้นที่เหมาะสมเท่ากับ 3.48 ถึง 3.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคาเสนอซื้อที่ 4.00 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่สูงกว่าราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 0.02 ถึง 0.52 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าราคาเสนอซื้อหุ้นที่ 4.00 บาทเป็นราคาที่เหมาะสม

#### 4. เหตุผลที่สมควรจะตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

##### 4.1 ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ โดยมีเหตุผลดังต่อไปนี้

ราคาเสนอซื้อสูงกว่าช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ประเมินโดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นทำการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) โดยใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีเป็นราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสมตามที่กล่าวในหัวข้อ 3 เรื่อง “ความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อหุ้น” ตามข้างต้นนั้น จะทำให้ได้ช่วงราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 3.48 ถึง 3.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคาเสนอซื้อที่ 4.00 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่สูงกว่าราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 0.02 ถึง 0.52 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจึงมีความเห็นว่าราคาเสนอซื้อหุ้นที่ 4.00 บาทเป็นราคาที่เหมาะสม

ช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ทางที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นประเมินในครั้งนี้ อ้างอิงจากแบบ 247-4 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ข้อมูลอุตสาหกรรม ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ฝ่ายจัดการของกิจการ และผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ เอกสารที่ได้รับจากกิจการ เช่น งบการเงิน แผนการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะทั่วไป เช่น แบบแสดงข้อมูลรายงานประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลทางสถิติที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของกิจการ ตลาดหลักทรัพย์ฯ และสำนักงาน ก.ล.ต. ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่กิจการและ/หรือผู้บริหารและ/หรือฝ่ายจัดการของกิจการมอบให้แก่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นจัดทำความเห็นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวมีความถูกต้องตามความเป็นจริงและสามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน ณ วันที่จัดทำรายงานฉบับนี้ ซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ หรือเกิดเหตุการณ์ใด อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจและประมาณการทางการเงิน รวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตจากการศึกษาแบบ 247-4 และจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ ที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

- ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้ออย่างมีนัยสำคัญ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ การจำหน่ายสินทรัพย์หลักในการดำเนินธุรกิจของกิจการหรือบริษัทย่อย วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญ แต่อาจมีพิจารณาปรับโครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงินของกิจการเพื่อให้เหมาะสมตามการประกอบธุรกิจปกติและฐานะการเงินของกิจการในอนาคต เพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของกิจการ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่า กิจการยังคงมีการดำเนินธุรกิจเช่นเดียวกับในปัจจุบัน โดยปัจจัยพื้นฐานและผลกระทบจากความเสี่ยงของกิจการควรอยู่ภายใต้เงื่อนไขเดิม ซึ่งจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะร่วมกำหนดทิศทางของกิจการ โดยมุ่งเน้นการเติบโตระยะยาวและเพิ่มคุณค่าให้กับกิจการ รวมทั้งสนับสนุนการดำเนินธุรกิจโดยอาศัยประสบการณ์ของผู้ทำคำเสนอซื้อและความร่วมมือในการแนะนำลูกค้ารายใหม่ให้กับกิจการ

- ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกตในเรื่องการถ่วงดุลอำนาจ ดังนี้

ในปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยถือหุ้นในกิจการเป็นสัดส่วนร้อยละ 51.98 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้เกือบทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเรื่องการจัดตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ยกเว้นที่ในเรื่องที่กฎหมายหรือข้อบังคับบริษัทกำหนดให้ต้องได้รับเสียง 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง เช่น การเพิ่มทุน และการลดทุน เป็นต้น อย่างไรก็ตาม หากภายหลังจากทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ มีผู้ถือหุ้นตอบรับคำเสนอซื้อจำนวนไม่น้อยกว่า 115,421,601 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 23.02 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของกิจการ จะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว ส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีสิทธิออกเสียง 3 ใน 4 ของผู้มีสิทธิออกเสียงและสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้ทั้งหมด

- จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยและสัดส่วนการถือหุ้นของรายย่อยไม่น่ามีผลกระทบต่อการดำรงคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

เมื่อพิจารณาข้อมูลจากการปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 17 พฤศจิกายน 2554 กิจการมีผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นในกิจการ 4,518 ราย หรือร้อยละ 35.43 ซึ่งยังคงมากกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในเรื่องเกณฑ์ดำรงคุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วของกิจการ อย่างไรก็ตามหากมีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก กิจการอาจได้รับผลกระทบในการดำรงคุณสมบัติดังกล่าวได้ ทั้งนี้ หากผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังกล่าว ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ระบุในแบบ 247-4 ว่าอาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ ซึ่งจากแนวทางการดำเนินการของผู้ทำคำเสนอซื้อดังกล่าวที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่ากิจการน่าจะสามารถดำรงคุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามเกณฑ์และดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนต่อไป อย่างไรก็ตาม หากมีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ได้รับผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของกิจการที่อาจลดลงและไม่สามารถขายหุ้นตามราคาและเวลาที่ต้องการได้

## 5. ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของนโยบายและแผนงานดังกล่าว

จากการศึกษาแบบ 247-4 และสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่า ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ กิจการยังคงดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง โดยภายหลังการดำเนินการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้น การดำเนินธุรกิจของกิจการมีแนวโน้มที่จะดำรงอย่างเดิม ตามแผนงานและนโยบายตามที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อดังนี้

### สถานภาพของกิจการ :

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีวัตถุประสงค์ที่จะเพิกถอนหุ้นของกิจการออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนถัดจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ เว้นแต่กรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจำเป็นต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องและมีผลใช้บังคับในขณะนั้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่า ผู้ทำคำเสนอซื้อจะไม่เพิกถอนหุ้นของกิจการออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ระบุไว้ในแบบ 247-4 ในกรณีที่ผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการคงไว้ซึ่งสถานภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งกำหนดว่าบริษัทจดทะเบียนต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วของกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย

อย่างไรก็ตาม หากมีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก และเมื่อรวมกับจำนวนหุ้นที่ผู้ทำคำเสนอซื้อถือหุ้นในกิจการร้อยละ 51.98 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ได้รับผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของกิจการที่อาจลดลงและไม่สามารถขายหุ้นตามราคาและเวลาที่ต้องการได้

### นโยบายและแผนการบริหารกิจการ :

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ การจำหน่ายสินทรัพย์หลักในการดำเนินธุรกิจของกิจการหรือบริษัทย่อย วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญภายในระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการรับซื้อ

อย่างไรก็ตาม เพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาปรับโครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงินของกิจการเพื่อให้เหมาะสมตามการประกอบธุรกิจปกติและฐานะการเงินของกิจการในอนาคต

ผู้ทำคำเสนอซื้อจะไม่ดำเนินการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญใดๆ ที่แตกต่างไปจากที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อนี้ภายในระยะเวลา 12 เดือนนับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ เว้นแต่จะได้รับการเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง และได้ทำการแจ้งต่อสำนักงาน ก.ล.ต.

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อเกี่ยวกับนโยบายและแผนการบริหารกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้อ มีนโยบายดำรงการดำเนินธุรกิจของกิจการในปัจจุบัน ไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ การจำหน่ายสินทรัพย์หลักในการดำเนินธุรกิจของกิจการหรือบริษัทย่อย วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ และนโยบายการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะร่วมกำหนดทิศทางของกิจการ โดยมุ่งเน้นการเติบโตระยะยาวและเพิ่มคุณค่าให้กับกิจการ รวมทั้งสนับสนุนการดำเนินธุรกิจผ่านประสบการณ์ของผู้ทำคำเสนอซื้อและความร่วมมือในการแนะนำลูกค้ารายใหม่ให้กับกิจการ

ทั้งนี้ ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้น ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจทำการเปลี่ยนแปลงกรรมการตามความเหมาะสม เช่น กรณีมีกรรมการลาออกหรือครบกำหนดตามวาระการดำรงตำแหน่ง หรือการแต่งตั้งกรรมการเพิ่มเติมตามสัดส่วนการถือหุ้น การลดจำนวนกรรมการ เป็นต้น ทั้งนี้ หากมีการเปลี่ยนแปลงใด ๆ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้เป็นไปตามข้อบังคับของกิจการ กฎระเบียบตามพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (ตามที่มีการแก้ไข) กฎเกณฑ์และกฎหมายที่เกี่ยวข้องที่กำหนดโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง โดยที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่า ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจมีการแต่งตั้งกรรมการเพิ่มเติมตามสัดส่วนการถือหุ้นที่อาจได้รับเพิ่มขึ้นจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ โดยสืบเนื่องจากการซื้อขายหุ้นระหว่างผู้ทำคำเสนอซื้อและตลาดหลักทรัพย์ กิจการได้มีการแต่งตั้งกรรมการใหม่แทนกรรมการที่ลาออกจำนวน 3 ท่านจากจำนวนกรรมการทั้งสิ้น 8 ท่าน

#### รายการระหว่างกัน :

ปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ทั้งนี้หากในอนาคตผู้ทำคำเสนอซื้อมีการทำรายการระหว่างกันกับกิจการ ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้กิจการปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คณะกรรมการกำกับตลาดทุน และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งกฎหมาย ประกาศ ข้อบังคับ หรือระเบียบของหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

#### แผนการขายหุ้นของกิจการ :

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีความประสงค์ที่จะขายหุ้นหรือโอนหุ้นของกิจการที่จะรับซื้อจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ให้แก่บุคคลอื่นในจำนวนที่มีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลา 12 เดือน นับจากวันสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อ เว้นแต่

- 1) ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมีการปรับโครงสร้างทางธุรกิจหรือโครงสร้างองค์กร หรือโครงสร้างการถือหุ้นภายใน หรือ
- 2) ในกรณีที่ผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการคงไว้ซึ่งสถานภาพการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ
- 3) ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและกฎระเบียบที่มีผลใช้บังคับอื่น ๆ ในขณะนั้น

## 6. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นทำการประเมินช่วงราคาที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) วิธีถัวเฉลี่ยราคาตลาดแบบถ่วงน้ำหนัก (Market Value Approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) โดยใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีเป็นราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสม จะทำให้ได้ช่วงราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 3.48 ถึง 3.98 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคาเสนอซื้อที่ 4.00 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่สูงกว่าราคาที่เหมาะสมเท่ากับ 0.02 ถึง 0.52 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควร**ตอบรับ**คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นมีข้อสังเกต ข้อมูลที่สำคัญจากการศึกษาแบบ 247-4 และการสัมภาษณ์ผู้บริหารของผู้ทำคำเสนอซื้อที่สรุปได้ดังนี้

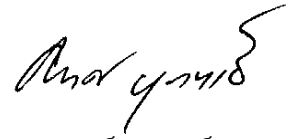
- ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้ออย่างมีนัยสำคัญ กิจการยังคงมีการดำเนินธุรกิจเช่นเดียวกับในปัจจุบัน โดยปัจจัยพื้นฐานและผลกระทบจากความเสี่ยงของกิจการควรอยู่ภายใต้เงื่อนไขเดิม

- ในปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้เกือบทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นเรื่องการแต่งตั้งกรรมการ หรือการขอมติในเรื่องอื่นที่ต้องใช้เสียงส่วนใหญ่ของที่ประชุมผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นเพิ่มและถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้วส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อมีสิทธิออกเสียง 3 ใน 4 ของผู้มีสิทธิออกเสียงและสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่สำคัญได้ทั้งหมด เช่น การเพิ่มทุน และการลดทุน เป็นต้น

- กิจการอาจได้รับผลกระทบในเรื่องของจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) ลดลงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการค้ารองคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หากมีผู้ถือหุ้นรายย่อยนำหุ้นมาเสนอขายในการทำคำเสนอซื้อครั้งนี้เป็นจำนวนมาก ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ระบุในแบบ 247-4 ว่าหากผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์ ซึ่งจากแนวทางการดำเนินการของผู้ทำคำเสนอซื้อดังกล่าวที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นพิจารณาว่ากิจการน่าจะสามารถตรงคุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามเกณฑ์เพื่อดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนต่อไป อย่างไรก็ตาม หากมีผู้ถือหุ้นมาเสนอขายหุ้นตามคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่ไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ได้รับผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของกิจการที่อาจลดลงและไม่สามารถขายหุ้นตามราคาและเวลาที่ต้องการได้

สุดท้ายนี้ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาข้อมูล เหตุผลประกอบ และความเห็นในประเด็นต่างๆ ตามที่ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นได้นำเสนอไว้ อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ข้าพเจ้าขอรับรองว่าได้พิจารณาให้ความเห็นข้างต้นด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ



อนงค์ ยุวะหงษ์  
ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น  
บริษัท ทรีนิตี้ แอ็ดไวซอรี่ 2001 จำกัด