

รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
ต่อการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยงกัน

ของ



บริษัท ทิปปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

จัดทำโดย



APPLE WEALTH
SECURITIES PCL.
Broker No.15

บริษัทหลักทรัพย์ แอปเพิล เวลธ์ จำกัด (มหาชน)

27 พฤศจิกายน 2558

สารบัญ

	หน้า
คํานิยามศัพท์	5
บทนำ	7
บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)	12
1. ลักษณะและรายละเอียดของรายการ	18
1.1 วัตถุประสงค์ของการทำรายการ และที่มาของรายการ	18
1.2 วันเดือน ปีที่เกิดรายการ	18
1.3 คู่สัญญา	18
1.4 ความสัมพันธ์และลักษณะขอบเขตของส่วนได้เสียก่อนเข้าทำรายการ	20
1.5 ลักษณะโดยทั่วไปของรายการ และขนาดรายการ	20
1.6 รายละเอียดของสินทรัพย์	24
1.7 มูลค่าสินทรัพย์ที่จะได้มา	25
1.8 เงื่อนไขในการชำระเงิน	26
1.9 แหล่งที่มาของเงินทุน	26
1.10 นโยบายภายหลังการได้มาซึ่งทรัพย์สิน	27
1.11 แผนการดำเนินธุรกิจภายหลังการได้มาซึ่งทรัพย์สิน	27
1.12 เงื่อนไขการทำรายการ	27
2. ข้อมูลการประกอบธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) และ TASCOS International (Hong Kong) Ltd.	เอกสารแนบ 1
3. ความเหมาะสมผลและประโยชน์ของการทำรายการ	29
3.1 วัตถุประสงค์และความจำเป็นในการเข้าทำรายการ	29
3.2 ข้อดีและข้อด้อยของการเข้าทำรายการและไม่ทำรายการ	
3.2.1 ข้อดีและข้อด้อยของการเข้าทำรายการ	30
3.2.2 ข้อดีและข้อด้อยของการไม่ทำรายการ	32
3.3 เปรียบเทียบข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับการทำรายการกับบุคคลภายนอก	
3.3.1 ข้อดีและข้อด้อยของการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน	33
3.3.2 ข้อดีและข้อด้อยของการทำรายการกับบุคคลภายนอก	34
3.4 ความจำเป็นที่ต้องทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและเหตุผลที่บริษัทไม่ทำรายการกับบุคคลภายนอก	35
3.5 แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการทำรายการ	40

สารบัญ

หน้า

4. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะได้มา	
รายการที่ 1 Raycol Asphalt Co.,Ltd (“Raycol”)	41
4.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	41
4.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)	42
4.3 วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Historical Market Price Approach)	43
4.4 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValueRatioApproach: P/BV Ratio)	43
4.5 วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach: P/E Ratio)	44
4.6 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	45
รายการที่ 2 PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม	56
1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	56
2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)	58
3) วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Historical Market Price Approach)	58
4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValueRatioApproach: P/BV Ratio)	58
5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach: P/E Ratio)	59
6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	60
รายการที่ 3 Highway Resource Pte (“HR”) และบริษัทย่อย	72
1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	72
2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)	72
3) วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Historical Market Price Approach)	74
4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValueRatioApproach: P/BV Ratio)	74
5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach: P/E Ratio)	75
6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	76
รายการที่ 4 ADShipping Pte Ltd.(“ADS”)	89
1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	89
2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)	89
3) วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Historical Market Price Approach)	90
4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValueRatioApproach: P/BV Ratio)	91
5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach: P/E Ratio)	92
6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	92

สารบัญ

	หน้า
รายการที่ 5 Reta Link Pte Ltd. (“RTL”)	104
1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	104
2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)	104
3) วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Historical Market Price Approach)	106
4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValueRatioApproach: P/BV Ratio)	106
5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach: P/E Ratio)	107
6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	108
5. ความเหมาะสมและเงื่อนไขของรายการ	120
สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	127
ข้อมูลประกอบธุรกิจของ COLAS S.A.	เอกสารแนบ 2
ข้อมูลประกอบธุรกิจของบริษัทที่ได้มา	เอกสารแนบ 3
ข้อมูลสรุปการประเมินราคาทรัพย์สิน	เอกสารแนบ 4

คำนิยามศัพท์

คำนิยามดังต่อไปนี้ ให้มีความหมายตามที่ระบุไว้ในเอกสารฉบับนี้ เว้นแต่จะกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น

คำเต็ม	คำย่อ									
ก.ล.ด., สำนักงาน ก.ล.ด.	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์									
ตลาดหลักทรัพย์ฯ, SET	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย									
กิจการ, บริษัท, TASCOT	บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)									
TIHK	TASCOT International (Hong Kong) Ltd.									
COLAS, COLAS	COLAS S.A.									
ประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป	ประกาศคณะกรรมการตลาดทุนที่ ทจ. 20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน และประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 ลงวันที่ 29 ตุลาคม 2547 และที่แก้ไขเพิ่มเติม									
ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน	ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 และที่แก้ไขเพิ่มเติม									
ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	บริษัทหลักทรัพย์ แอฟเฟิล เวิร์ล จำกัด (มหาชน)									
รายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ โดยบริษัทผู้ประเมินอิสระ	รายงานประเมินมูลค่าทรัพย์สินบริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด โดยบริษัท อเมริกัน แอ็พเพรชัล (ประเทศไทย) จำกัด									
รายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ โดยบริษัทผู้ประเมินอิสระ	รายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่อยู่ในประเทศเวียดนามและอินโดนีเซีย โดยบริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัด									
รายงานการประเมินมูลค่าเรือขนส่งยางมะตอย โดยบริษัทผู้ประเมินอิสระ	รายงานการประเมินมูลค่าเรือขนส่งยางมะตอยที่จดทะเบียนในประเทศไทย สิงคโปร์ โดย Clarksons Valuations Limited									
อัตราแลกเปลี่ยน	อัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 <table><tr><td>สกุลเงิน</td><td>1.00 บาท</td><td>1.00 ดอลลาร์สหรัฐ</td></tr><tr><td>บาท</td><td>-</td><td>35.8370</td></tr><tr><td>ดอลลาร์สหรัฐ</td><td>0.0279</td><td>-</td></tr></table>	สกุลเงิน	1.00 บาท	1.00 ดอลลาร์สหรัฐ	บาท	-	35.8370	ดอลลาร์สหรัฐ	0.0279	-
สกุลเงิน	1.00 บาท	1.00 ดอลลาร์สหรัฐ								
บาท	-	35.8370								
ดอลลาร์สหรัฐ	0.0279	-								

คำเต็ม	คำย่อ		
	รูเปีย	379.4922	13,600.0000
	ดอลลาร์สิงคโปร์	0.0396	1.42000
Raycol	บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด, Raycol Asphalt Co., Ltd.		
ABS	PT Asphalt Bangun Sarana		
SRC	PT Saranaraya Reka Cipta		
SDAN	PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara		
HR	Highway Resources Pte Ltd.		
ADCo	Asphalt Distribution Co., Ltd.		
ADS	AD Shipping Pte Ltd.		
RTL	Reta Link Pte Ltd.		
บริษัทเป้าหมาย	1. Raycol Asphalt Co., Ltd. (“Raycol”) 2. PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม 3. Highway Resources Pte Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อย 4. AD Shipping Pte Ltd. (“ADS”) 5. Reta Link Pte Ltd. (“RTL”)		
WCP	Weerawong, Chinnavat & Peangpanor LTD.		
PWC	Pricewaterhouse Coopers FAS LTD.		
NTA	มูลค่าของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ		
DCF	การประเมินมูลค่าโดยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด		
CAPM	Capital Asset Pricing Model หรือ วิธีคำนวณอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ควรได้รับจากการลงทุน		
EBIT	กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี		
EBITDA	กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่าย		
Asphalt, Asphalt Cement, Betumin	ยางมะตอย		
Emulsion	ยางมะตอยน้ำ		
PMA, PMB	Polymer Modified Asphalt, Polymer Modified Betumin		

ที่ IB 002/2558

วันที่ 27 พฤศจิกายน 2558

เรื่อง ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยงกัน

เรียน คณะกรรมการตรวจสอบและท่านผู้ถือหุ้น
บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

- อ้างอิง : 1) มติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 5/2558 เมื่อวันที่ 25 กันยายน 2558 และครั้งที่ 6/2558 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558
- 2) สารสนเทศเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยงกันของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ตามบัญชี 1 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 และสารสนเทศเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยงกันของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ตามบัญชี 2
- 3) แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) ของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555-2557
- 4) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555-2557 และงบการเงินระหว่างกาลที่สอบทานโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแล้วสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 5) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ Raycol Asphalt Co.,Ltd. สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555- 2557และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 6) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ PT Asphalt Bangun Sarana สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 7) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ PT Saranaraya Reka Cipta สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557
- 8) งบทดลองของ PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2556 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 9) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ Highway Resource Pte สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 10) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ Asphalt Distribution Co., Ltd. สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 11) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ AD Shipping Pte Ltd. สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558

- 12) งบการเงินที่ตรวจสอบแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของ Reta Link Pte Ltd. สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 - 2557 และสำหรับงวดเก้าเดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558
- 13) รายงานการประเมินราคาทรัพย์สินของ Raycol โดยผู้ประเมินราคาอิสระจัดทำโดยบริษัท อเมริกัน แอสเพรซัล (ประเทศไทย) จำกัด
- 14) รายงานการประเมินราคาทรัพย์สินของ ABS และ ADCo โดยผู้ประเมินราคาอิสระจัดทำโดยบริษัท ไทย ประเมินราคา ลินน์ ฟิลลิปส์ จำกัด
- 15) รายงานการประเมินราคาทรัพย์สิน-เรือขนส่งสินค้า โดยผู้ประเมินราคาอิสระจัดทำโดย Clarksons Valuations Limited.
- 16) รายงานการตรวจสอบทางบัญชี โดย Pricewaterhouse Coopers FAS LTD.
- 17) รายงานการตรวจสอบภาษี โดย Pricewaterhouse Coopers FAS LTD.
- 18) สรุปสาระสำคัญของสัญญาหลักต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับรายการได้มาและรายการเกี่ยวโยงโดย Weerawong, Chinnavat & Peangpanor LTD.

- Disclaimers:
- 1) ผลของการศึกษาและความเห็นของบริษัทหลักทรัพย์ แอพเพิล เวลธ์ จำกัด (มหาชน) (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ในรายงานฉบับนี้ อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลและสมมติฐานที่ได้รับจากผู้บริหารของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) และ COLAS S.A. และบริษัทเป้าหมาย และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) และข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)
 - 2) ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะไม่รับผิดชอบต่อผลกำไรหรือขาดทุนและผลกระทบต่าง ๆ อันเกิดจากการทำการในครั้งนี้
 - 3) ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระทำการศึกษาโดยใช้ความรู้ ความสามารถ และความระมัดระวัง โดยตั้งมั่นอยู่บนพื้นฐานของผู้ประกอบวิชาชีพ
 - 4) ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาและให้ความเห็นภายใต้สถานการณ์และข้อมูลที่สามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน หากสถานการณ์และข้อมูลมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อผลการศึกษาของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้
 - 5) รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่นำเสนอต่อคณะกรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบ และผู้ถือหุ้นของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ฉบับนี้ มิได้รวมความถึงความสำเร็จของการดำเนินการให้รายการสำเร็จสมบูรณ์ทั้งหมด ตลอดจนความสำเร็จของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) รวมทั้งการดำเนินงานของบริษัทที่ได้มาในอนาคต

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 6/2558 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 โดยไม่นับรวมกรรมการผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวคือ 1) นายแอร์ฟเว่ เลอ บุก 2) นายจาคส์ ลีออสท์ 3) นายจาคส์ มาร์เซล ปาสเตอร์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มารี มาร์เซลมิมดิออนูมิติให้บริษัทและบริษัทย่อยดำเนินการซื้อหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ รวม 5 บริษัท (“บริษัทเป้าหมาย”) จาก COLAS S.A. ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ในสัดส่วนที่ COLAS S.A. ถืออยู่ทั้งหมดดังนี้

บริษัทเป้าหมาย	ลักษณะการประกอบธุรกิจ	สัดส่วนการเข้าซื้อ	มูลค่าสิ่งตอบแทน		
			สิ่งตอบแทน	ล้านดอลลาร์สหรัฐ ¹	ล้านบาท (ประมาณ) ¹
ธุรกิจยางมะตอย					
บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”)	ประกอบกิจการโรงงานผลิตและจำหน่ายยางแอสฟัลท์ ยางมะตอยน้ำ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยมี โรงงานผลิตตั้งอยู่ที่จังหวัดระยอง ประเทศไทย	38.00%	หุ้นสามัญ	7.00	250.86
PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม	ดำเนินธุรกิจนำเข้า ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย รวมทั้งถือหุ้นในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจยางมะตอย ในประเทศอินโดนีเซีย ดังต่อไปนี้ 1) PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00 2) PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 49.00	99.98 %	หุ้นสามัญ	9.50	340.45
Highway Resource Pte. Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อย	เป็นผู้จัดหายางมะตอยเพื่อจำหน่ายให้แก่บริษัทในกลุ่ม โดย HR ตั้งอยู่ในประเทศสิงคโปร์ รวมทั้งถือหุ้น Asphalt Distribution Co.,Ltd. (“ADCo”) ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 โดย ADCo เป็นบริษัทผู้นำเข้า ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศเวียดนาม	100.00%	หุ้นสามัญ	20.00	716.74
ธุรกิจเรือ					
AD Shipping Pte. Ltd.(“ADS”) ตั้งอยู่ในประเทศสิงคโปร์	ดำเนินธุรกิจขนส่งยางมะตอยให้แก่บริษัทในเครือ โดยใช้เรือบรรทุกยางมะตอยขนาด 3,646 ตัน จำนวน 1 ลำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ของกิจการ เป็นยานพาหนะที่ใช้ในการขนส่ง	100.00%	- หุ้นสามัญ - เงินให้กู้ยืมแก่ ADS	12.00 8.00	430.04 286.70
Reta Link Pte.Ltd. (“RTL”)ตั้งอยู่ในประเทศสิงคโปร์	ดำเนินธุรกิจขนส่งยางมะตอยให้แก่บริษัทเครือ โดยใช้เรือบรรทุกยางมะตอยขนาด 2,058 ตัน จำนวน 1 ลำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ของกิจการ เป็นยานพาหนะที่ใช้ในการขนส่ง	100.00%	- หุ้นสามัญ - เงินให้กู้ยืมแก่ RTL	0.80 4.50	28.67 161.27
รวม				61.80	2,214.73
แบ่งเป็น	หุ้นสามัญรวม			49.30	1,766.76
เงินให้กู้ยืมแก่ ADS และ RTL รวม				12.50	447.97

¹อัตราแลกเปลี่ยน 1 ดอลลาร์สหรัฐ เท่ากับ 35.8370 บาท ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558

การลงทุนดังกล่าวเป็นการซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นตามมาตรา 107 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) ซึ่งจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น อีกทั้งรายการดังกล่าวยังจัดเป็นการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ ตามประกาศที่ ทจ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ ลงวันที่ 31 สิงหาคม 2551 และฉบับแก้ไขเพิ่มเติม และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ พ.ศ. 2547 ลงวันที่ 29 ตุลาคม 2547 (“ประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป”) โดยมีมูลค่ารวมประมาณทั้งสิ้น 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นประมาณ 2,224.80 ล้านบาท (อัตราแลกเปลี่ยน 1 ดอลลาร์สหรัฐ เท่ากับ 35.8370 บาท ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558) คิดเป็นขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 13.61 เมื่อคำนวณตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท งวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเข้าข่ายเป็นรายการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ประเภทที่ 1 ที่มีขนาดรายการน้อยกว่าร้อยละ 15 ดังนั้น บริษัทจึงไม่มีหน้าที่เปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในช่วง 6 เดือนก่อนหน้า บริษัทไม่มีการทำรายการได้มาซึ่งหลักทรัพย์สินใด ๆ

นอกจากนี้การทำการรายการดังกล่าวถือเป็นการซื้อหุ้นจาก COLAS ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท โดย ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2558 COLAS ถือหุ้นของบริษัท (ในนาม BNP PARIBAS SECURITIES (ASIA) LTD-FOR COLAS) เป็นจำนวน 490,731,040 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.81 ของหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัท นอกจากนี้ COLAS ยังส่งตัวแทนเข้าเป็นกรรมการบริษัทจำนวน 4 ท่าน (จากคณะกรรมการบริษัททั้งหมด 15 ท่าน ได้แก่ 1) นายจาคส์ มาร์เซล ปาสตอร์ 2) นายแอร์ฟเว เลอ บุก 3) นายจาคส์ ลีออสท์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มาร์แชล เข้าข่ายเป็นรายการเกี่ยวโยงกันตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 (“ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน”) โดยมีมูลค่ารวมประมาณทั้งสิ้น 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นประมาณ 2,224.80² ล้านบาท ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาขนาดของรายการดังกล่าวมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 23.86 ของมูลค่าทรัพย์สินที่มีตัวตนสุทธิซึ่งมีขนาดรายการมากกว่า 20 ล้านบาท หรือมากกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัท ดังนั้น บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องเปิดเผยสารสนเทศการทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ และจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่ออนุมัติการทำรายการดังกล่าว โดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ได้แก่ BNP PARIBAS SECURITIES (ASIA) LTD-FOR COLAS ซึ่ง ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2558 COLAS ถือหุ้นของบริษัท เป็นจำนวน 490,731,040 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.81 ของหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท

ในการนี้ บริษัทได้แต่งตั้ง บริษัทหลักทรัพย์ แอฟเฟิล เวลธ์ จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ในการทำหน้าที่ให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทต่อ

- (1) ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของรายการต่อบริษัทจดทะเบียน
- (2) ความเป็นธรรมของราคา และเงื่อนไขของรายการ
- (3) ผู้ถือหุ้นควรลงมติเห็นด้วยหรือไม่ กับการเข้าทำรายการ พร้อมทั้งเหตุผลประกอบการเข้าทำรายการดังกล่าว

²อัตราแลกเปลี่ยน 1 ดอลลาร์สหรัฐ เท่ากับ 35.8370 บาท ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558

ในการพิจารณาเพื่อให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการต่าง ๆ ดังกล่าวในครั้งนี้อยู่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ศึกษาข้อมูล เอกสาร สมมติฐานที่ได้รับจากผู้บริหารของบริษัท รวมทั้งข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป ได้แก่ มติคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 5/2558 เมื่อวันที่ 25 กันยายน 2558 และ ครั้งที่ 6/2558 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 สารสนเทศเกี่ยวกับการทำรายการที่บริษัทแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ งบการเงินรวมของบริษัทที่ผ่านการตรวจสอบและสอบทานโดยผู้สอบบัญชี สำหรับงวดปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555-2557 และงวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558 ประมวลการทางการเงินและสมมติฐานที่เกี่ยวข้องที่ใช้ในการศึกษาและประเมินความเป็นไปได้ของโครงการที่จัดทำโดยบริษัท รวมถึงข้อมูล และเอกสารอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์จากการลงทุนดังกล่าว ข้อมูลแบบประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัท ตลอดจนประเมินภาวะเศรษฐกิจต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์และให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้

ทั้งนี้ การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทมีความเป็นจริง ถูกต้อง และครบถ้วน และไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงหรือแก้ไขภายหลังจากที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับแล้ว ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่ได้รับจากบริษัท นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาข้อมูลดังกล่าวด้วยความรอบคอบและสมเหตุสมผลตามมาตรฐานของผู้ประกอบวิชาชีพพึงกระทำแล้ว และการให้ความเห็นนี้เป็นการพิจารณาจากสถานะแวดล้อมเศรษฐกิจและข้อมูลที่เกิดขึ้นในขณะทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัทและการทำรายการของบริษัทในครั้งนี้ รวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นการให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึง ไม่อาจยืนยันผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัทในภายหน้าได้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขอสรุปความเห็นที่มีต่อการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทและรายการที่เกี่ยวข้องกันในครั้งนี้ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 5/2558 เมื่อวันที่ 25 กันยายน 2558 และครั้งที่ 6/2558 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 โดยไม่นับรวมกรรมการผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวคือ 1) นายจาคส์ มาร์เชล ปาสเตอร์ 2) นายแอร์ฟเว่ เลอ บุก 3) นายจาคส์ ลีออสท์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มารี มาร์แชล ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทและบริษัทย่อยเข้าซื้อหุ้นสามัญบริษัทต่าง ๆ จาก COLAS S.A. ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน โดย ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2558 COLAS ถือหุ้นของบริษัท (ในนาม BNP PARIBAS SECURITIES (ASIA) LTD-FOR COLAS) เป็นจำนวน 490,731,040 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.81 ของหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท โดยบริษัทและบริษัทย่อยเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ ดังนี้

บริษัทเป้าหมาย	สัดส่วนการเข้าซื้อ	มูลค่าสิ่งตอบแทน				
		ประเภท	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ล้านดอลลาร์ สหรัฐ ³	ล้านบาท (ประมาณ) ³	ราคาเฉลี่ยต่อ หุ้น (บาท)
ธุรกิจยางมะตอย						
บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) ประกอบกิจการโรงงานผลิตและจำหน่ายยางแอสฟัลท์ ยางมะตอย น้ำ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยมี โรงงานผลิตตั้งอยู่ที่จังหวัดระยอง ประเทศไทย	38.00%	หุ้นสามัญ	4,218,000	7.00	250.86	59.47
PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ABS ดำเนินธุรกิจนำเข้า ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย รวมทั้งถือหุ้นในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย ดังต่อไปนี้ 1) PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งดำเนินธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย 2) PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ	99.98%	หุ้นสามัญ	8,397	9.50	340.45	40,544.24

³อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558

บริษัทเป้าหมาย	สัดส่วนการ เข้าซื้อ	มูลค่าสิ่งตอบแทน				
		ประเภท	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ล้านดอลลาร์ สหรัฐ ³	ล้านบาท (ประมาณ) ³	ราคาเฉลี่ยต่อ หุ้น (บาท)
49.00 ซึ่งดำเนินการธุรกิจให้เช่าเรือ Floating Barge เพื่อจัดเก็บ ผลิตภัณฑ์ขางมะตอย						
Highway Resource Pte ("HR") และบริษัทย่อย HR เป็นผู้จัดหาขางมะตอยเพื่อ จำหน่ายให้แก่บริษัทในกลุ่ม โดย HR ตั้งอยู่ในประเทศสิงคโปร์ รวมทั้งถือหุ้น Asphalt Distribution Co.,Ltd. ("ADCo") ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 โดย ADCo เป็นบริษัทผู้ นำเข้า ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ ขางมะตอยในประเทศเวียดนาม	100.00%	หุ้นสามัญ	4,780,000	20.00	716.74	149.95
ธุรกิจเรือ						
AD Shipping Pte Ltd. ("ADS") ตั้งอยู่ใน ประเทศสิงคโปร์ ADS ดำเนินธุรกิจขนส่งขางมะตอย ให้แก่บริษัทในเครือ โดยใช้เรือ บรรทุกขางมะตอยขนาด 3,646 ตัน จำนวน 1 ลำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ของ กิจการเป็นยานพาหนะที่ใช้ในการ ขนส่ง	100.00%	- หุ้นสามัญ - เงินให้กู้ยืมแก่ ADS	7,125,000	12.00 8.00	430.04 286.70	60.36
Reta Link Pte Ltd. ("RTL") ตั้งอยู่ในประเทศ สิงคโปร์ RTL ดำเนินธุรกิจขนส่งขางมะตอย ให้แก่บริษัทเครือ โดยใช้เรือบรรทุก ขางมะตอยขนาด 2,058 ตัน จำนวน 1 ลำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ของกิจการ เป็นยานพาหนะที่ใช้ในการขนส่ง	100.00%	- หุ้นสามัญ - เงินให้กู้ยืมแก่ RTL	50,000	0.80 4.50	28.67 161.27	28.67
รวม				61.80	2,214.73	
แบ่งเป็น หุ้นสามัญรวม				49.30	1,766.76	

บริษัทเป้าหมาย	สัดส่วนการ เข้าซื้อ	มูลค่าสิ่งตอบแทน				
		ประเภท	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ล้านดอลลาร์ สหรัฐ ³	ล้านบาท (ประมาณ) ³	ราคาเฉลี่ยต่อ หุ้น (บาท)
เงินให้กู้ยืมแก่ ADS และ RTL รวม				12.50	447.97	

หมายเหตุ เงินให้กู้ยืมแก่ ADS และ RTL จะมีอัตราดอกเบี้ยในอัตราเดิมและมีเงื่อนไขครบกำหนดดังนี้

ADS อัตราดอกเบี้ย US LIBOR 1 month + 2% ชนิดเรียกคืนเมื่อทวงถาม

RTL อัตราดอกเบี้ย US LIBOR 1 month + 2% ชนิดเรียกคืนเมื่อทวงถาม

บริษัทมีวัตถุประสงค์ในการเข้าทำการซื้อหุ้นหรือการเข้าลงทุนในบริษัทต่าง ๆ ดังกล่าวข้างต้น เพื่อขยายธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางมะตอยไปยังประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม อีกทั้งขยายธุรกิจในกลุ่มเดินเรือของกลุ่มบริษัท

การซื้อหุ้นหรือการเข้าลงทุนดังกล่าวจัดเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป มีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 13.61 คำนวณตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท สำหรับงวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเข้าข่ายเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 1 ที่มีขนาดรายการน้อยกว่าร้อยละ 15

การซื้อหุ้นหรือการเข้าลงทุนดังกล่าวเข้าข่ายเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 23.86 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย ซึ่งเป็นขนาดรายการที่มีมูลค่าเกินกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อยโดยคำนวณจากงบการเงินรวมสำหรับงวด 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558

การเข้าทำรายการได้มาซึ่งทรัพย์สินและการทำรายการที่เกี่ยวข้องกันในการซื้อหุ้นและให้เงินกู้ยืมแก่บริษัทเป้าหมายข้างต้นเพื่อทดแทนการให้กู้ของ COLAS ในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทสามารถขยายธุรกิจในลักษณะผู้นำเข้า ผลิต และจำหน่ายยางมะตอย โดยทางตรงในทั้งสามประเทศซึ่งได้แก่ สิงคโปร์ เวียดนามและอินโดนีเซีย ซึ่งจะเป็นการเพิ่มปริมาณการขยายยางมะตอยเพิ่มขึ้น และการซื้อเรือสำหรับการขนส่งสินค้าเพิ่มขึ้น จะทำให้กองเรือสำหรับการขนส่งยางมะตอยมีจำนวนเรือเพิ่มขึ้นและสามารถขนส่งได้มากขึ้น

ส่วนเงินกู้ยืมที่บริษัทจะให้ทดแทนการให้กู้ของ COLAS บริษัทจะกำหนดระยะเวลาการให้กู้ชนิดเรียกคืนเมื่อทวงถาม และกำหนดอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ US LIBOR 1 month + 2% ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยเท่าเดิม สำหรับความเหมาะสมสำหรับการให้กู้ยืมนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาความสามารถในการชำระคืนเงินกู้จากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจากการประมาณการ พบว่า ทั้งสองบริษัท คือ ADS และ RTL จะมีความสามารถในการชำระคืนเงินต้นให้กับบริษัทครบทั้งจำนวน ในช่วงระยะเวลาประมาณปี 2563 และปี 2567 ตามลำดับ

บริษัทและบริษัทย่อยจะได้รับประโยชน์จากเกิด Synergy ในด้านการผลิตเกิด Economies of Scale สามารถลดต้นทุนการผลิต และเป็นการลงทุนในธุรกิจที่บริษัทมีประสบการณ์ในการดำเนินการ รวมถึงเป็นการลดค่าใช้จ่ายในการเปิดตลาดต่างประเทศด้วยบริษัทเอง นอกจากนี้ จะไม่เกิดภาวะความขัดแย้งภายในองค์กรในต่างประเทศเนื่องจากบริษัทจะใช้ทีมผู้บริหารเดิมของบริษัทเป้าหมาย เพื่อการจัดการธุรกิจของบริษัทเป้าหมายต่อไป

อย่างไรก็ตาม การเข้าทำรายการในครั้งนี้มีข้อด้อย ได้แก่ บริษัทมีข้อมูลระดับท้องถิ่นในภูมิภาคที่เข้าลงทุนในระดับน้อย และบริษัทจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากเพื่อดำเนินการรายการลงทุน จึงอาจทำให้บริษัทจำเป็นต้องกู้ยืมเงินเพิ่มเติม ก่อให้เกิดภาระหนี้และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

ราคาซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมายและมูลค่าการลงทุน สามารถสรุปได้ดังนี้

บริษัท	วิธีการประเมิน (ล้านบาท)							มูลค่าการลงทุน (ล้านบาท)		
	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	วิธีมูลค่าตามบัญชีที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted Book Value Approach)	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Value Approach)	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach : P/E Ratio)	วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Discounted Cash Flow Approach - FCF to Equity)	วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อกิจการ (Discounted Cash Flow Approach – FCF to Firm)	เฉพาะหุ้น	เงินให้กู้ยืม	รวม
Raycol	80.50	109.27	NA	216.76 – 233.13	595.20 – 649.87	256.66 – 325.77	675.41 - 857.28	250.86	-	250.86
ABS, บริษัทย่อยและบริษัทร่วม	322.03	337.34	NA	866.26 – 933.88	277.37 – 302.84	388.83 – 474.92	698.44 - 784.53	340.45	-	340.45
HR และบริษัทย่อย	435.58	510.17	NA	1,171.72 – 1,263.16	3,314.83 – 3,620.09	805.87 – 973.81	933.39 - 1,101.33	716.74	-	716.74
ADS	375.31	120.84	NA	221.45 – 296.47	491.34 – 590.02	296.91 – 350.67	582.38 - 636.13	430.04	286.70	716.74
RTL	43.11	26.87	NA	25.43 – 34.05	212.94 – 259.96	54.85 – 74.13	232.06 - 251.34	28.67	161.27	189.97
รวมทั้งสิ้น						1,803.12 – 2,199.31	3,121.68 - 3,630.61	1,766.76	447.97	2,214.73

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่ายุติธรรมของทุกบริษัทเป้าหมายด้วยวิธีการต่าง ๆ 6 วิธีและมีความเห็นว่า วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นของ Raycol, ABS และบริษัทย่อย, HR และบริษัทย่อย, ADS และ RTL คือ วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) ซึ่งวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงานธุรกิจและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TESCO จะถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายและเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดจึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ในเรื่องความเหมาะสมของราคาที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่ายุติธรรมของบริษัทเป้าหมาย โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด โดยบริษัทเป้าหมายจะมีมูลค่าระหว่าง 1,803.12 – 2,199.31 ล้านบาท เมื่อคำนวณจนถึงมูลค่าหุ้น (Free Cashflow to Equity) ซึ่งสูงกว่ามูลค่าการลงทุนในส่วนหุ้นที่เท่ากับ 1,766.76 ล้านบาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า **ราคามีความเหมาะสม** และหากนำเงินให้กู้ยืมของ ADS และ RTL มารวม การคำนวณมูลค่ายุติธรรมจะต้องปรับเป็นมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อกิจการ (Free Cashflow to Firm) บริษัทเป้าหมายจะมีมูลค่าระหว่าง 3,121.68-3,630.61 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าการลงทุนในส่วนหุ้นรวมการให้กู้ยืม ที่เท่ากับ 2,214.73 ล้านบาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงมีความเห็นว่า **ราคามีความเหมาะสม**

หากพิจารณาถึงความเหมาะสมของเงื่อนไขในการทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขโดยรวมของการเข้าทำรายการของบริษัทในครั้งนี้ เป็นเงื่อนไขที่เกิดจากการเจรจาต่อรองระหว่างคู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง โดยได้คำนึงถึงความเหมาะสมและประโยชน์ของบริษัทเป็นสำคัญ อีกทั้งเงื่อนไขต่าง ๆ มีความเหมาะสม เป็นธรรม และไม่ได้ทำให้บริษัทเสียประโยชน์แต่อย่างใด

จากที่กล่าวมาข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ประกอบกับการทำรายการมีความเหมาะสม ผล ราคาและเงื่อนไขของรายการมีความยุติธรรม ดังนั้นผู้ถือหุ้นควรลงมติเห็นชอบในการเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการที่เกี่ยวข้องกันในครั้งนี้

การพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นของบริษัทสามารถพิจารณาได้จากเหตุผล และความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระดังกล่าวข้างต้น ทั้งนี้ การตัดสินใจสุดท้ายขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

1. ลักษณะและรายละเอียดของรายการ

1.1 วัตถุประสงค์ของการทำรายการ และที่มาของรายการ

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท ทิปปโกแอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 5/2558 เมื่อวันที่ 25 กันยายน 2558 และครั้งที่ 6/2558 เมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 โดยไม่นับรวมกรรมการผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวคือ 1) นายจาคส์ มาร์เชล ปาสเตอร์ 2) นายแอร์ฟเว่ เลอ บุค 3) นายจาคส์ ลีออสท์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มารี มาร์แชล ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทและบริษัทย่อยเข้าซื้อหุ้นสามัญบริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด, PT Asphalt Bangun Sarana และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม, Highway Resource Pte. Ltd. และบริษัทย่อย, AD Shipping Pte. Ltd. และ Reta Link Pte. Ltd. จาก COLAS S.A. ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน โดยบริษัทมีวัตถุประสงค์เพื่อขยายธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางมะตอยไปยังประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม อีกทั้งขยายธุรกิจในกลุ่มเดินเรือของกลุ่มบริษัท

1.2 วัน เดือน ปีที่เกิดรายการ

บริษัทและบริษัทย่อยจะเข้าทำรายการหลังจาก

- 1) ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัท ครั้งที่ 1/2559 ในวันที่ 5 มกราคม 2559 ได้มีมติอนุมัติเข้าทำรายการในครั้งนี้
- 2) บริษัทคาดว่า จะสามารถลงนามในสัญญาจะซื้อจะขายได้ภายในเดือนธันวาคม 2558 และหากที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้ทำรายการ บริษัทคาดว่าจะการซื้อขายหุ้นและการชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนและรับโอนสิทธิเรียกร้องจะเกิดขึ้นภายในไตรมาสแรกของปี 2559

1.3 คู่สัญญา

รายการที่ 1 การเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”)

	ชื่อคู่สัญญา	ชื่อย่อ	หมายเหตุ
ผู้ซื้อ	บริษัท ทิปปโกแอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	TASCO	รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 1
ผู้ขาย	COLAS S.A	COLAS	รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 2
รายการที่ได้มา	- หุ้นสามัญของบริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) จำนวน 4,218,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 38.00 ภายหลังการซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวแล้ว TASCO จะมีสัดส่วนรวมร้อยละ 79 ของทุนจดทะเบียนรวม (รายละเอียดเอกสารแนบ 3)		

ที่มา : หนังสือแสดงเจตจำนงระหว่างบริษัท ทิปปโกแอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) กับ COLAS S.A. ลงวันที่ 12 พฤศจิกายน 2558 และ

สารสนเทศรายการ ได้มาและรายการที่เกี่ยวข้องของบริษัท

รายการที่ 2 การเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทในต่างประเทศ

	ชื่อคู่สัญญา	ชื่อย่อ	หมายเหตุ
ผู้ซื้อ	TASCO International (Hong Kong) Ltd.	TIHK	TASCO ถือหุ้นร้อยละ 100.00 รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 1
ผู้ขาย	COLAS S.A.	COLAS	รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 2
รายการที่ได้มา (รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 3)	1. PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) จำนวน 8,397 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 99.98 โดยมีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ดังนี้ ก. PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00 ข. PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 49.00 ภายหลังการซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวแล้ว TIHK จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน ABS และบริษัทย่อยรวมร้อยละ 99.98 ของทุนจดทะเบียนรวม 2. Highway Resource Pte. Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อยจำนวน 4,780,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 โดยมีบริษัทย่อย ชื่อ Asphalt Distribution Co.,Ltd.(“ADCo”) ที่ HR เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00 ภายหลังการซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวแล้ว TIHK จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน HR รวมร้อยละ 100.00 ของทุนจดทะเบียนรวม 3. AD Shipping Pte. Ltd.(“ADS”) จำนวน 7,125,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ภายหลังการซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวแล้ว TIHK จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน ADS รวมร้อยละ 100.00 ของทุนจดทะเบียนรวม และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ ADS เท่ากับ 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 286.70 ล้านบาท 4. Reta Link Pte. Ltd. (“RTL”) จำนวน 50,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ภายหลังการซื้อหุ้นสามัญดังกล่าวแล้ว TIHK จะมีสัดส่วนการถือหุ้นใน RTL รวมร้อยละ 100.00 ของทุนจดทะเบียนรวม และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ RTL เท่ากับ 4.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 167.27 ล้านบาท		

ที่มา : หนังสือแสดงเจตจำนงระหว่างบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) กับ COLAS S.A. ลงวันที่ 12 พฤศจิกายน 2558
และสารสนเทศรายการ ได้มาและรายการเกี่ยวโยงของบริษัท

1.4 ความสัมพันธ์และลักษณะขอบเขตของส่วนได้เสียก่อนเข้าทำรายการ

บุคคลที่เกี่ยวข้อง	ความสัมพันธ์
COLAS S.A.	- เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท โดยเมื่อวันที่ 31 สิงหาคม 2558 ถือหุ้นของบริษัทในนาม BNP PARIBAS SECURITIES (ASIA) LTD-FOR COLAS เป็นจำนวน 490,731,040 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.81 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัท - ส่งตัวแทนเข้าเป็นกรรมการผู้มีอำนาจลงนามในบริษัทจำนวน 4 ท่าน (จากคณะกรรมการบริษัททั้งหมด 15 ท่าน ได้แก่ 1) นายจาคส์ มาร์เชล ปาสตอร์ 2) นายแอร์ฟเว่ เลอ บุก 3) นายจาคส์ ลีออสท์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มารี มาร์แชล - ทำสัญญาในการให้ความช่วยเหลือทางด้านเทคนิคแก่บริษัท ทางด้านเทคนิคของผลิตภัณฑ์ยางมะตอยอย่างไม่มีขีดจำกัด ซึ่งรวมถึงการเข้าถึงข้อมูลของศูนย์วิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ประเทศฝรั่งเศส และสูตรการผลิตของผลิตภัณฑ์พิเศษและเทคนิคการใช้งานต่าง ๆ - เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน - COLAS เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทเป้าหมายหลังการขายหุ้นดังกล่าว COLAS จะไม่เป็นผู้ถือหุ้นของ Raycol, ABS, HR, ADS และ RTL อีกต่อไป

1.5 ลักษณะโดยทั่วไปของรายการและขนาดรายการ

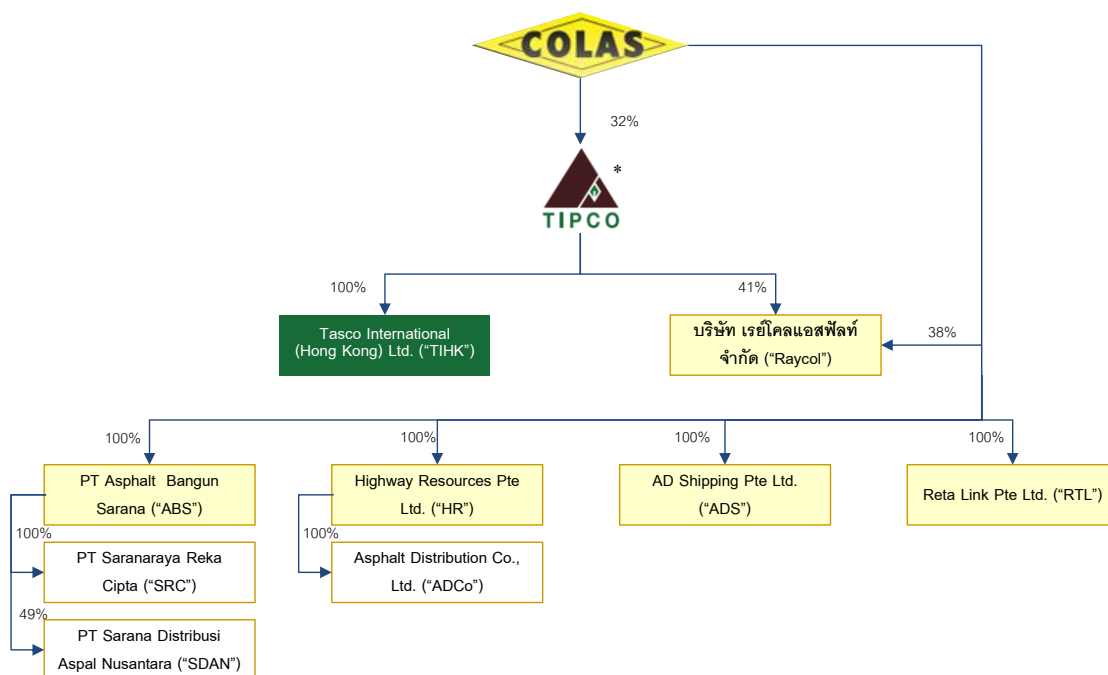
ลักษณะโดยทั่วไปของรายการ

บริษัทและบริษัทย่อยมีความประสงค์จะซื้อกิจการในธุรกิจผลิตภัณฑ์ยางมะตอย และธุรกิจเรือ รวม 5 บริษัท (รวมเรียกว่า “บริษัทเป้าหมาย”) จาก COLAS ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ในสัดส่วนที่ COLAS ถืออยู่ทั้งหมด โดยมีมูลค่าเงินลงทุนจำนวน 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท ดังต่อไปนี้

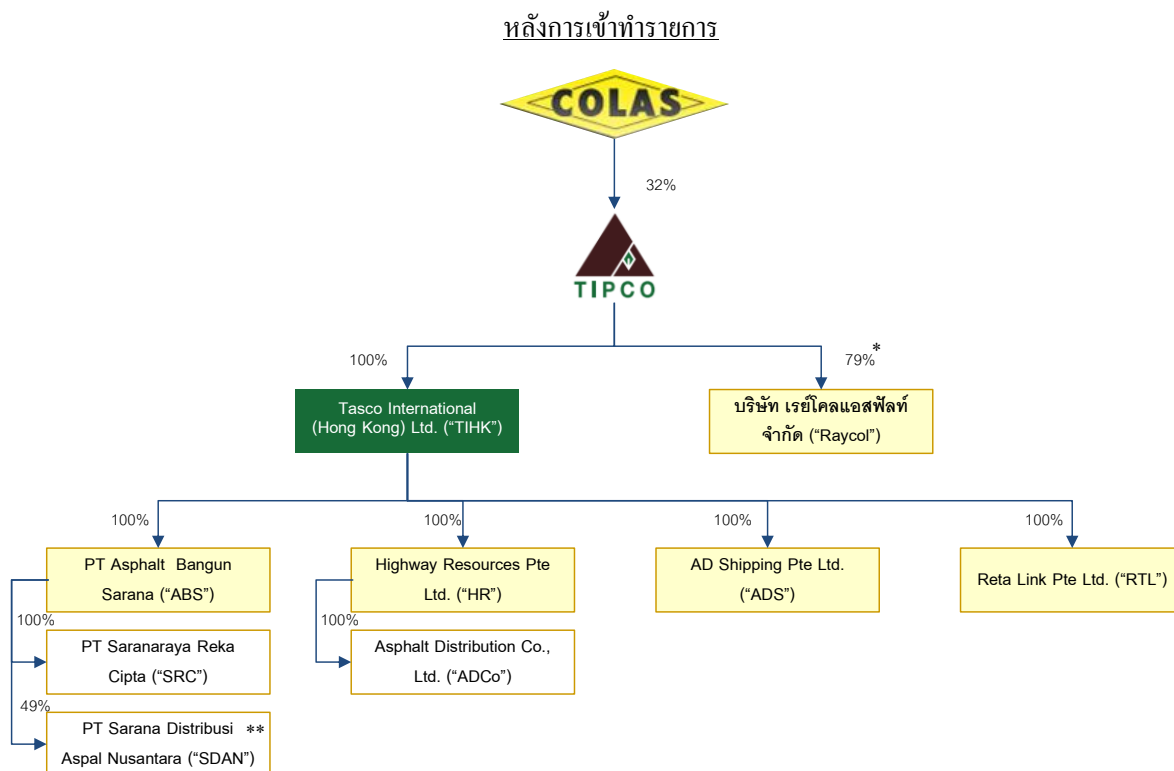
กิจการที่ TASCO และ TIHK ทำการเข้าซื้อ	มูลค่าเงินลงทุน	
	ดอลลาร์สหรัฐ	ล้านบาท (ประมาณ)
1) บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) จำนวน 4,218,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 38.00 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท	7.00	250.86
2) PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) จำนวน 8,397 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 99.98 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 6.96 ล้านบาท โดย ABS มีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ดังนี้	9.50	340.45
ก) PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตรา ร้อยละ 100.00		
ข) PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตรา ร้อยละ 49.00		

กิจการที่TASCO และ TIHKทำการเข้าซื้อ	มูลค่าเงินลงทุน	
	ล้านดอลลาร์สหรัฐ	ล้านบาท (ประมาณ)
3) Highway Resource Pte. Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อย จำนวน 4,780,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ โดยมีบริษัทย่อย ชื่อ Asphalt Distribution Co.,Ltd. ที่ HR เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00	20.00	716.74
4) AD Shipping Pte. Ltd.(“ADS”) จำนวน 7,125,000หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้	หุ้นสามัญ 12.00	430.04
	เงินให้กู้ยืมแก่ ADS 8.00	286.70
5) Reta Link Pte. Ltd. (“RTL”) จำนวน 50,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้	หุ้นสามัญ 0.80	28.67
	เงินให้กู้ยืมแก่ RTL 4.50	167.27

ก่อนการเข้าทำรายการ



หมายเหตุ : * สัญลักษณ์ของ บมจ. ทิปปิแอสฟัลท์



หมายเหตุ : * ผู้ถือหุ้นอื่นของ Raycol ประกอบด้วย

1. บจก.เอเชียโกลด์ สัดส่วนประมาณร้อยละ 20.00

(ผู้ถือหุ้นใหญ่บจก.เอเชียโกลด์ ประกอบด้วย นางเรียม ทรัพย์สาคร สัดส่วนร้อยละ 64.00

และ COLAS S.A. ประมาณร้อยละ 36.00)

2. นางเรียม ทรัพย์สาคร สัดส่วนประมาณร้อยละ 1.00

** ผู้ถือหุ้นอื่นของ SDAN ประกอบด้วย Mitra Nusantara Invetama (MNI) ในสัดส่วนร้อยละ 51.00

(ผู้ถือหุ้นใหญ่ MNI ประกอบด้วย Mr. Victor Sitorus และ Mr. Soetjipto ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งทั้งสองคนไม่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท)

การคำนวณขนาดของรายการ

1.5.1 การคำนวณขนาดของรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

บริษัทและบริษัทย่อยเข้าซื้อหุ้นหรือลงทุนใน Raycol, ABS, HR, ADS และ RTL โดยมีมูลค่ารวมประมาณ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็น 2,214.73 ล้านบาท (โดยคำนวณจากอัตราแลกเปลี่ยน 1 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท อ้างอิงอัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558) เมื่อคำนวณขนาดรายการตามประกาศการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์จากงบการเงินรวมของบริษัททั้ง 9 เดือน สิ้นสุดวันที่ 30 กันยายน 2558 ได้ดังนี้

เกณฑ์การคำนวณขนาดรายการ	การคำนวณ	ร้อยละ
1. เกณฑ์มูลค่าของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ	1,183.52 / 9,282.57 ^{1/}	12.75
2. เกณฑ์กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	395.30 / 4,416.80 ^{2/}	8.97

เกณฑ์การคำนวณขนาดรายการ	การคำนวณ	ร้อยละ
3. เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน	2,214.73 / 16,268.35 ^{3/}	13.61
4. เกณฑ์มูลค่าหุ้นทุนที่ออกเพื่อชำระค่าสินทรัพย์	ไม่มีการออกหุ้นใหม่	-NA- ^{4/}

- หมายเหตุ : 1. NTA ของเงินลงทุนใน 5 บริษัท x สัดส่วนการถือหุ้น (%) / NTA ของ TASCO
2. กำไรสุทธิ 4 ไตรมาสล่าสุดของเงินลงทุนในบริษัทเป้าหมาย x สัดส่วนการถือหุ้น (%)
/ กำไรสุทธิ 4 ไตรมาสล่าสุดของ TASCO
3. ราคาซื้อหุ้นของ 5 บริษัท / สินทรัพย์รวมของ TASCO
4. ไม่คำนวณเนื่องจากไม่มีการออกหลักทรัพย์

การคำนวณขนาดรายการตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไปของรายการได้มาซึ่งทรัพย์สินมีขนาดรายการสูงสุดเท่ากับร้อยละ 13.61 จึงถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 1 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป ซึ่งมีขนาดน้อยกว่าร้อยละ 15 บริษัทจึงไม่มีหน้าที่ต้องแจ้งสารสนเทศต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ ในช่วงระหว่าง 6 เดือนที่ผ่านมา ก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการนี้ บริษัทไม่มีการทำรายการได้มาซึ่งทรัพย์สินแต่อย่างใด

การคำนวณขนาดของรายการที่จะได้มาซึ่งสินทรัพย์ มีรายละเอียดดังนี้

- ข้อมูลทางการเงิน

(หน่วย : ล้านบาท)

	ณ วันที่ 30 ก.ย. 2558						รวม
บริษัท	TASCO	Raycol	ABS ^{1/}	HR ^{2/}	ADS ^{2/}	RTL ^{2/}	
สัดส่วนหุ้นสามัญที่จะซื้อ (ร้อยละ)	-	38.00	99.98	100	100	100	
สินทรัพย์รวม	16,268.35	284.19	971.78	1,342.93	674.32	248.38	3,521.60
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	178.66	-	12.43	59.62	-	-	72.06
หนี้สินรวม	6,751.69	72.34	650.35	907.35	299.02	205.27	2,134.33
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	56.42	-	0.03	-	-	-	0.03
สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (NTA)	9,282.58	211.85	308.96	375.95	375.31	43.11	1,315.18
สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (NTA) (ตามสัดส่วน)	-	80.50	308.96	375.95	375.31	43.11	1,183.83
กำไรสุทธิ 4 ไตรมาสล่าสุด	4,416.80	94.35	49.58	247.12	45.19	18.23	454.48
กำไรสุทธิ 4 ไตรมาสล่าสุด (ตามสัดส่วน)	-	35.85	49.58	247.12	45.19	18.23	395.98

หมายเหตุ

อ้างอิงจากงบการเงินรวมที่ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของแต่ละบริษัท

1/ อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1 รูเปียต่อ 0.00264 บาท

2/ อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

1.5.2 รายการเกี่ยวโยง

ในการเข้าทำรายการซื้อหุ้นหรือลงทุนใน Raycol, ABS, HR, ADS และ RTL จาก COLAS ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท โดยเมื่อวันที่ 31 สิงหาคม 2558 ถือหุ้นของบริษัทในนาม BNP PARIBAS SECURITIES (ASIA) LTD-FOR COLAS เป็นจำนวน 490,731,040 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.81 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัท และมีการส่งตัวแทนเข้าเป็นกรรมการผู้มีอำนาจลงนามในบริษัทจำนวน 4 ท่าน (จากคณะกรรมการบริษัททั้งหมด 15 ท่าน ได้แก่ 1) นายจาคส์ มาร์เซล ปาสตอร์ 2) นายแอร์ฟเว่ เลอ บุก 3) นายจาคส์ ลีออสท์ และ 4) นายจาคส์ หลุยส์ อีฟ มารี มาร์แชล รายการดังกล่าวจึงถือเป็นรายการเกี่ยวโยงตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้อง โดยในการคำนวณขนาดของรายการเกี่ยวกับสินทรัพย์หรือบริการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน ขนาดของรายการคำนวณโดยใช้มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้ หรือมูลค่าตามบัญชี หรือมูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์ แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ข้อมูลทางการเงิน	มูลค่า (ล้านบาท)
1. มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้	
1.1 มูลค่าหุ้นสามัญในบริษัทเป้าหมาย	1,766.76
1.2 มูลค่าเงินให้กู้ยืม	477.96
มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้	2,214.73
2. มูลค่าตามบัญชี	1,255.92
3. มูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์	-ไม่มี*
มูลค่าที่ใช้ในการคำนวณขนาดรายการ	2,214.73

หมายเหตุ: * ไม่สามารถหาราคาตลาดได้เนื่องจากไม่ได้ซื้อขายคลั่งอย่างมธอยหรือทรัพย์สินที่คล้ายคลึงในช่วงปัจจุบัน

1. มูลค่าตามบัญชีจากการเงินที่ผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีของบริษัทเป้าหมายตามสัดส่วน
2. อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1 รูเปียดต่อ 0.00264 บาท และ 1 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

เมื่อนำมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้ ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับ 2,214.73 ล้านบาท มาคำนวณขนาดของรายการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน จะพบว่า ขนาดของรายการเท่ากับร้อยละ 23.86 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (“NTA”) ของบริษัท ตามงบการเงินรวม ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 (NTA = 9,282.58 ล้านบาท) ซึ่งสูงกว่า 20 ล้านบาท หรือมากกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัท บริษัทจึงมีหน้าที่จัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติการตกลงเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุม และมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย

1.6 รายละเอียดของสินทรัพย์ (รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบท้าย 3)

1) บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) จำนวน 4,218,000หุ้น สัดส่วนร้อยละ 38.00 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 7.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 250.86 ล้านบาท โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ 118/1 ถนนพระราม 6 แขวงสามเสนใน เขตพญาไท กรุงเทพมหานคร มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลัก คือ ประกอบกิจการโรงงานผลิตและจำหน่ายยางแอสฟัลท์ ยางมะตอยน้ำ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยมีโรงงานผลิตตั้งอยู่ที่จังหวัดระยอง

2) PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) จำนวน 8,397 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 99.98 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 6.96 ล้านบาท คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 9.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 340.45 ล้านบาท โดยมีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม คือ PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100 และ PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 49.00 โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ Gedung Graha Pratama, 19th Floor, Jl. M.T. Haryone Kav. 15, Jakarta INDONESIA มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลัก คือ ABS ดำเนินธุรกิจนำเข้า ผลิต และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย

3) Highway Resource Pte. Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อยจำนวน 4,780,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 20.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 716.74 ล้านบาท โดยมีบริษัทย่อย ชื่อ Asphalt Distribution Co.,Ltd. ที่ HR เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00 โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ 300 Beach Road #26-07, The Concourse, Singapore มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลัก คือ HR เป็นผู้จัดหายางมะตอยเพื่อจำหน่ายแก่บริษัทในกลุ่ม

4) AD Shipping Pte. Ltd. (“ADS”) จำนวน 7,125,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ เป็นเงินทั้งสิ้น 12.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 430.04 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ ADS เท่ากับ 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 286.70 ล้านบาท โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ 300 Beach Road #26-07, The Concourse, Singapore มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลัก คือ ธุรกิจขนส่งยางมะตอยให้แก่บริษัทในเครือ โดยใช้เรือบรรทุกยางมะตอยขนาด 3,606 ตัน จำนวน 1 ลำ

5) Reta Link Pte. Ltd. (“RTL”) จำนวน 50,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ เป็นเงินทั้งสิ้น 0.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 28.67 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ RTL เท่ากับ 4.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 167.27 ล้านบาท โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ 300 Beach Road #26-07, The Concourse, Singapore มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลัก คือ ธุรกิจขนส่งยางมะตอยให้แก่บริษัทในเครือ โดยใช้เรือบรรทุกยางมะตอยขนาด 2,058 ตัน จำนวน 1 ลำ

1.7 มูลค่าสินทรัพย์ที่จะได้มา

หุ้นสามัญของบริษัทเป้าหมาย สรุปดังนี้

บริษัทเป้าหมาย	มูลค่าเงินลงทุน (บาท)
1) บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) จำนวน 4,218,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 38.00 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท	เป็นเงินทั้งสิ้น 7.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 250.86 ล้านบาท
2) PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) จำนวน 8,397 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 99.98 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 6.96 ล้านบาท คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 9.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 340.45 ล้านบาท โดยมีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ดังนี้ ก) PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00 ข) PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 49.00	เป็นเงินทั้งสิ้น 9.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 340.45 ล้านบาท

บริษัทเป้าหมาย	มูลค่าเงินลงทุน (บาท)
3) Highway Resource Pte. Ltd. (“HR”) และบริษัทย่อย จำนวน 4,780,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ ¹ โดยมีบริษัทย่อย ชื่อ Asphalt Distribution Co.,Ltd. ที่ HR เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100.00	เป็นเงินทั้งสิ้น 20.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 716.74 ล้านบาท
4) AD Shipping Pte. Ltd.(“ADS”) จำนวน 7,125,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ ¹	เป็นเงินทั้งสิ้น 12.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 430.04 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ ADS เท่ากับ 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 286.70 ล้านบาท
5) Reta Link Pte Ltd. (“RTL”) จำนวน 50,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100.00 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ ¹	เป็นเงินทั้งสิ้น 0.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 28.67 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ RTL เท่ากับ 4.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 167.27 ล้านบาท

(รายละเอียดทรัพย์สินของแต่ละบริษัทเป้าหมาย ในเอกสารแนบ 4)

^{1/} อ้างอิงจากข้อมูลของการตรวจสอบสถานะทางกฎหมายของ Allen & Gledhill ณ ตุลาคม 2558

1.8 เงื่อนไขในการชำระเงิน

บริษัทจะชำระค่าซื้อหุ้นสามัญและเงินกู้ยืม ด้วยเงินสด จำนวนประมาณ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท ให้แก่ผู้ขาย ภายหลังจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2559 ซึ่งจะประชุมในวันที่ 5 มกราคม 2559 และมีมติอนุมัติให้เข้าทำรายการ โดยเป็นการชำระให้กับ COLAS ในฐานะผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย จำนวนประมาณ 49.30 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 1,766.76 ล้านบาท และในฐานะเจ้าหนี้เงินกู้ยืมของ ADS และ RTL จำนวนประมาณ 12.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 447.96 ล้านบาท ซึ่งภายหลังการชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนแล้ว บริษัทจะกลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่และสวมสิทธิการเป็นเจ้าหนี้เงินกู้ยืมดังกล่าวแทน COLAS

1.9 แหล่งที่มาของเงินทุน

ในการทำรายการครั้งนี้ ที่มีมูลค่าประมาณ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากเงินทุนหมุนเวียนและ/หรือ อาจมีการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ซึ่ง ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 กลุ่มบริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด เท่ากับ 484.04 ล้านบาท และจากเอกสารของสายงานการเงิน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ พบว่า บริษัทมีวงเงินกู้ยืมประเภทระยะสั้น(Promissary Note) และวงเงิน L/C, T/R จากสถาบันการเงินไทยและสถาบันการเงินต่างประเทศที่มีสาขาในประเทศไทย จำนวน 2,190 ล้านบาทและจำนวน 41,711 ล้านบาท ซึ่ง ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 กลุ่มบริษัทไม่ได้มีการเบิกใช้วงเงินกู้ยืมระยะสั้นดังกล่าวซึ่งวงเงินดังกล่าวมีมากกว่าและเพียงพอต่อการชำระเงินตามการลงทุนในครั้งนี้ ทั้งนี้ หากบริษัทใช้แหล่งเงินกู้ยืมประเภทระยะสั้นดังกล่าว อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจของบริษัทในระยะสั้นได้ และเมื่อบริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินธุรกิจเข้ามา บริษัทจะดำเนินการคืนเงินกู้ยืมดังกล่าว อย่างไรก็ตามบริษัทคาดว่า จะสามารถลงนามในสัญญาจะซื้อจะขายได้ภายในเดือนธันวาคม 2558 และหากที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้ทำรายการ บริษัทคาดว่าจะการซื้อขายหุ้นและการชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนและรับโอนสิทธิเรียกร้องจะเกิดขึ้นของบริษัทเป้าหมายทั้ง 5 บริษัท ภายในไตรมาสแรกของปี 2559 โดยในกรณีที่บริษัทไม่สามารถชำระค่าซื้อขายกิจการได้จะไม่เสียค่าปรับใดๆ

1.10 นโยบายภายหลังการได้มาซึ่งทรัพย์สิน

ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2559 ผู้ขายจะยกเลิกการเรียกเก็บค่า Technical fee และ Management fee ทั้งหมดในต่างประเทศซึ่งได้แก่ ABS HR ADCo ADS และ RTL และทั้งสองฝ่ายจะมีการจัดตั้งคณะกรรมการบริหารร่วมกัน

บริษัทไม่มีแผนที่จะปรับโครงสร้างองค์กร บุคลากร และโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายหลังการได้มาซึ่งทรัพย์สิน

1.11 แผนการดำเนินธุรกิจภายหลังการได้มาซึ่งทรัพย์สิน

บริษัทมีแผนธุรกิจสำหรับปี 2563 บริษัทมีเป้าหมายที่จะเป็นผู้นำในธุรกิจยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมแบบครบวงจรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยบริษัทมุ่งที่จะจัดหาหน่วยผลิตภัณฑ์ยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมให้ได้ 6 ล้านตัน ใน 5 ปีหลัก และให้ความสำคัญต่อการรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืน

1.12 เงื่อนไขการทำรายการ

สรุปสาระสำคัญของสัญญาจะซื้อขายดังนี้

คู่สัญญา	ผู้ซื้อ : 1. บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) 2. TASCO INTERNATIONAL (HONG KONG) LTD. ผู้ขาย : COLAS S.A.
วันที่ลงนาม	ภายในเดือนธันวาคม 2558
สินทรัพย์ที่จะซื้อขาย	1) บริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด (“Raycol”) จำนวน 4,218,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 38.00 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 7.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 250.86 ล้านบาท โดยมีสำนักงานตั้งอยู่ที่ 118/1 ถนนพระราม 6 แขวงสามเสนใน เขตพญาไท กรุงเทพมหานคร มีวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลักคือ ประกอบกิจการโรงงานผลิตและจำหน่ายยางแอสฟัลท์ ยางมะตอยน้ำ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยมีโรงงานผลิตตั้งอยู่ที่จังหวัดระยอง 2) PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) จำนวน 8,397 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 99.98 มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 6.96 ล้านบาท คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 9.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 340.45 ล้านบาท โดยมีบริษัทย่อยและบริษัทร่วม คือ PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 100 และ PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดยมี ABS เป็นผู้ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 49.00 3) Highway Resource Pte (“HR”) และบริษัทย่อย จำนวน 4,780,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 20.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 716.74 ล้านบาท โดยมีบริษัทย่อย ชื่อ Asphalt Distribution Co.,Ltd. ที่ HR เป็นผู้ถือหุ้นในอัตรา

	ร้อยละ 100 4) AD Shipping Pte Ltd. (“ADS”) จำนวน 7,125,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ เป็นเงินทั้งสิ้น 12.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 430.04 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ ADS เท่ากับ 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 286.70 ล้านบาท 5) Reta Link Pte Ltd. (“RTL”) จำนวน 50,000 หุ้น สัดส่วนร้อยละ 100 ไม่มีมูลค่าที่ตราไว้ เป็นเงินทั้งสิ้น 0.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 28.67 ล้านบาท และมูลค่าเงินให้กู้ยืมแก่ RTL เท่ากับ 4.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 167.27 ล้านบาท
ราคาซื้อขาย	รวม 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท
การชำระเงิน	เมื่อผู้ขายได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขบังคับก่อนแล้วเสร็จสำหรับบริษัท เป้าหมายใดแล้ว ผู้ซื้อต้องชำระเงินเพื่อการซื้อหุ้นในบริษัทเป้าหมายนั้น โดยการโอนเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ไปยังบัญชีที่กำหนดไว้
เงื่อนไขบังคับก่อนที่สำคัญ	1. ต้องได้รับมติอนุมัติจากผู้ถือหุ้นของบริษัท 2. ต้องดำเนินการในทางกฎหมายอย่างเหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจในอนาคตของบริษัทที่จะเข้าทำรายการต่างๆ เช่น การแก้ไขวัตถุประสงค์ของบริษัท การรับรองความถูกต้องของเอกสาร การขออนุญาตจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการเปลี่ยนผู้ถือหุ้นให้ถูกต้องตามกฎหมายและอื่นๆ เป็นต้น
เงื่อนไขอื่น ๆ	1. การซื้อหุ้นบริษัทเป้าหมายต้องซื้อกิจการทั้ง 5 บริษัท ไม่สามารถเลือกซื้อเฉพาะรายการ 2. ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2559 ผู้ขายจะยกเลิกการเรียกเก็บค่า Technical fee และ Management fee ทั้งหมดในต่างประเทศ และทั้งสองฝ่ายจะมีการจัดตั้งคณะกรรมการบริหารร่วมกัน 3. การไม่ทำการค้าแข่งขัน ก) ผู้ขายจะไม่เข้าทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันที่เกี่ยวข้องที่บริษัทที่ทำการซื้อขายหุ้นนี้ดำเนินธุรกิจอยู่ ทั้งในเวียดนาม อินโดนีเซียและสิงคโปร์เป็นเวลา 10 ปี นับจากวันปิดการซื้อขาย เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้าจากผู้ซื้อหรือ TASCO ข) ผู้ขายจะไม่เข้าทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันที่เกี่ยวข้อง ทั้งในฟิลิปปินส์ ติมอร์เลสเต (ติมอร์ตะวันออก) พม่า และศรีลังกาเป็นเวลา 5 ปี นับจากวันปิดการซื้อขาย เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้าจากผู้ซื้อหรือ

	TASCO ค) การห้ามกระทำการใน (ก) และ(ข) จะไม่ถูกใช้ในกรณีที่ผู้ขายทำการดังกล่าวเพื่อการทำงานของู้ขายและบริษัทย่อย หรือระยะเวลาห้ามทำธุรกิจอาจสั้นกว่าเดิมหากข้อห้ามขัดกับบทกฎหมายที่อาจใช้ได้ หรือกรณีที่ผู้ขายถือหุ้นใน TASCO น้อยกว่าร้อยละ 10 4. ผู้ขายจะรับผิดชอบความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นและความเสียหายทางภาษีหรือรายการอื่นๆที่เกี่ยวข้องทางด้านภาษีเงินได้บริษัท ภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีคนต่างด้าวหรือภาษีอื่นๆ ซึ่งรวมถึงค่าปรับและดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้อง โดยผู้ขายจะรับผิดชอบส่วนที่เกิน USD 200,000 แต่ไม่เกินร้อยละ 50 ของมูลค่าทำรายการ 5. กฎหมายที่บังคับใช้ให้ใช้กฎหมายของประเทศสวิตเซอร์แลนด์
--	--

2. ข้อมูลการประกอบธุรกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน) และTASCO

International (HongKong) Ltd.

รายละเอียดปรากฏตามเอกสารแนบ 1 ของรายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระฉบับนี้

3. ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของการทำรายการ

3.1 วัตถุประสงค์และความจำเป็นในการเข้าทำรายการ

บริษัทประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายแอสฟัลต์และแอสฟัลต์อิมัลชัน (Asphalt Emulsion) หรือเรียกว่า “ยางมะตอยน้ำ” สำหรับใช้สร้างทางและซ่อมบำรุงผิวทางหลวงและผิวจราจร ในช่วงที่ปลายปี 2557 ผ่านมา บริษัทสามารถที่จะบรรลุแผนธุรกิจในปี 2558 ซึ่งเป็นแผนธุรกิจเดิม คือ บริษัทจะเป็นผู้นำในธุรกิจยางมะตอยในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และจะต้องจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยให้ได้ 2 ล้านตัน ดังนั้นการสามารถบรรลุแผนธุรกิจได้ จึงเป็นแรงผลักดันให้คณะกรรมการและทีมจัดการมีการหารือและประชุมร่วมกันเพื่อกำหนดแผนธุรกิจใหม่ ซึ่งจะเป็นแผนธุรกิจและเป้าหมายของบริษัทในปี 2563 คือ บริษัทมีเป้าหมายจะเป็นผู้นำในธุรกิจยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมแบบครบวงจรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมให้ได้ 6 ล้านตันใน 5 ทวีปหลักและให้ความสำคัญต่อการรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืน

ดังนั้น การเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์จากบุคคลที่เกี่ยวข้องในครั้ง นี้ ซึ่งเป็นการซื้อการดำเนินธุรกิจในประเทศอินโดนีเซีย และประเทศเวียดนาม และประเทศสิงคโปร์ ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถขยายธุรกิจในลักษณะผู้นำเข้า ผลิต และจำหน่ายยางมะตอย โดยทางตรงในทั้งสามประเทศ ซึ่งจะเป็นการเพิ่มปริมาณการขายยางมะตอยเพิ่มขึ้น และการซื้อเรือสำหรับการขนส่งสินค้าเพิ่มขึ้น จะทำให้กองเรือสำหรับการขนส่งยางมะตอยมีจำนวนเรือเพิ่มขึ้นและสามารถขนส่งได้มากขึ้น และจากที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 6 /2558 วันที่ 13 พฤศจิกายน 2558 คณะกรรมการบริษัทจึงมีมติอนุมัติให้บริษัทและบริษัทย่อยเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ รวม 5 บริษัท (รวมทั้ง 5 บริษัท เรียกว่า “บริษัทเป้าหมาย”) จาก COLAS ซึ่งเป็นบุคคลเกี่ยวข้องกันกับบริษัท ในฐานะผู้ถือหุ้นร้อยละ 31.81 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2558 โดย COLAS มีแผนที่จะจำหน่ายธุรกิจดังกล่าว เพื่อนำเงินที่ได้รับไปชำระหนี้และเป็นการเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารธุรกิจผลิตภัณฑ์ยางมะตอยแบบรวมศูนย์ภายใต้ชื่อ TASCO โดยบริหารผ่านการถือหุ้นเท่านั้น

ทั้งนี้ การดำเนินรายการได้มาในครั้งนี้ เป็นไปตามแผนธุรกิจของบริษัท เพื่อขยายธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางมะตอยไปยังประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม อีกทั้งขยายธุรกิจในกลุ่มเดินเรือของกลุ่มบริษัท ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทและผู้ถือหุ้นในอนาคต และเป็นการสร้างความมั่นคงของรายได้ให้กับบริษัทในระยะยาว

3.2 เปรียบเทียบข้อดีและข้อด้อยของการเข้าทำรายการและไม่ทำรายการ

3.2.1 ข้อดีและข้อด้อยของการเข้าทำรายการ

3.2.1.1 ข้อดีของการเข้าทำรายการ

(1) เป็นการลงทุนที่สอดคล้องกับแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัท

เนื่องด้วยบริษัทมีเป้าหมายในปี 2563 ที่จะเป็นผู้นำในธุรกิจยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมแบบครบวงจรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมให้ได้ 6 ล้านตันใน 5 ทวีปหลักและให้ความสำคัญต่อการรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืนซึ่งการเข้าไปลงทุนในประเทศเวียดนามและประเทศอินโดนีเซียในครั้งนี้ เป็นการเข้าไปเป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศนั้น ๆ ดังนั้น การเข้าทำรายการในครั้งนี้ จึงถือเป็นการดำเนินการตามแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัท และทำให้บรรลุเป้าหมายที่วางไว้และก่อให้เกิดประโยชน์ และก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

(2) เกิด synergy ระหว่างบริษัทและ COLAS

การเข้าลงทุนในครั้งนี้ จะทำให้ระหว่างบริษัทและ COLAS เกิด synergy ทั้งด้านการผลิตเกิด Economies of Scale และสามารถลดต้นทุนในการผลิต กล่าวคือจะทำให้โรงงานยางมะตอยของกลุ่มบริษัทสามารถเพิ่มกำลังการผลิตให้เต็มกำลังการผลิตซึ่งจะทำให้เกิด Economies of Scale ได้ และบริษัทสามารถจัดส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยที่ผลิตเพิ่มไปจำหน่ายในประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม สำหรับรองรับการตลาดที่มีปริมาณความต้องการใช้ที่เพิ่มขึ้นได้ รวมถึงการลงทุนซื้อคลังสินค้าทั้งในประเทศอินโดนีเซียและประเทศเวียดนาม จะทำให้บริษัทสามารถประหยัดต้นทุนในการลงทุน เนื่องจากบริษัทสามารถเริ่มทำธุรกิจได้ต่อเนื่องจากการใช้ทรัพย์สินเดิม สำหรับการลงทุนใน HR ประเทศสิงคโปร์ จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มแหล่งจัดหาผลิตภัณฑ์ยางมะตอยเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจาก HR เป็นบริษัทที่ซื้อและขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอย ซึ่ง HR จะรู้แหล่งในการจัดซื้อทั้งวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์ยางมะตอยจากผู้ค้าอื่น นอกจากนี้การซื้อเรือสำหรับการขนส่งสินค้าเพิ่มขึ้น จะทำให้กองเรือของบริษัทมีจำนวนเรือเพิ่มขึ้นและสามารถขนส่งยางมะตอยได้มากขึ้นซึ่งจะเกิดประโยชน์และก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

(3) เพิ่มขนาดธุรกิจของบริษัทโอกาสทางธุรกิจของบริษัทและเป็นการต่อยอดการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันของบริษัท

การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นจาก 16,268.35 ล้านบาท ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 เป็น 16,271,691.87 ล้านบาท(เป็นการนำมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทเป้าหมายมารวมเพื่อแสดงมูลค่าเท่านั้น) นอกจากนี้ การเข้าทำรายการครั้งนี้ เป็นการเสริมสร้างโอกาสในการสร้างรายได้ให้กับบริษัทอย่างต่อเนื่อง โดยบริษัทจะสามารถเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายเพิ่มขึ้น ดังนั้นการเข้าทำรายการครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีการขยายธุรกิจและขนาดของธุรกิจเพิ่มขึ้น ซึ่งจะก่อให้เกิดผลดีกับบริษัทและผู้ถือหุ้นในระยะยาว

(4) เป็นการลงทุนในธุรกิจที่บริษัทมีประสบการณ์ในการดำเนินการและเป็นการลดค่าใช้จ่ายในการเปิดตลาดต่างประเทศด้วยบริษัทเอง

การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ เป็นการลงทุนในธุรกิจเกี่ยวกับการจัดจำหน่าย การเก็บรักษา การขนส่ง ขางมะตอยที่เป็นธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งบริษัทเป็นผู้ชำนาญและมีประสบการณ์ในการดำเนินการธุรกิจขางมะตอยมากกว่า 36 ปี โดยบริษัทจะสามารถดำเนินการธุรกิจได้ต่อเนื่องจากทีมผู้บริหารเดิมของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งจะทำให้ไม่เกิดภาวะความขัดแย้งภายในองค์กรในต่างประเทศ เนื่องจากทีมผู้บริหารเดิมจะเป็นผู้สนับสนุนและให้ความร่วมมือในการจัดการด้านต่าง ๆ และการเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ จะสามารถลดค่าใช้จ่ายในการเข้าทำการตลาดในประเทศนั้น นอกจากมีฐานลูกค้าเดิมอยู่แล้ว และบริษัทไม่ต้องเสียเวลาในการหาที่ตั้งโรงงาน ใช้ระยะเวลาก่อสร้างโรงงาน รวมถึงบริษัทสามารถนำเทคนิค วิธีการแก้ไข ปรับปรุงขั้นตอนการดำเนินการให้มีประสิทธิภาพที่ได้ขึ้นจากประสบการณ์ที่สะสมมา ดังนั้น การเข้าทำรายการครั้งนี้ จะก่อให้เกิดการบริหารที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น ซึ่งจะสามารถสร้างผลดีให้กับบริษัทและผู้ถือหุ้นได้

(5) เป็นการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ เป็นการลงทุนซื้อหุ้นในบริษัทต่าง ๆ ที่ COLAS ถือหุ้น และประกอบธุรกิจที่มีความคล้ายคลึงกับบริษัท ซึ่งเสมือนเป็นการค้าที่แข่งขันกันและอาจเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ดังนั้น การเข้าลงทุนในครั้งนี้ จะเป็นการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต

3.2.1.2 ข้อค้อยของการเข้าทำรายการ

(1) บริษัทมีข้อมูลระดับท้องถิ่นในภูมิภาคที่เข้าลงทุนในระดับน้อย

การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ เป็นการเข้าไปลงทุนในหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจในประเทศต่าง ๆ คือ ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศเวียดนาม ประเทศสิงคโปร์ ที่ผ่านมา ในการดำเนินธุรกิจของบริษัท บริษัทจะจำหน่ายผลิตภัณฑ์ขางมะตอยให้กับลูกค้าที่อยู่ในประเทศนั้น เพื่อไปจำหน่ายต่อให้กับลูกค้าอีกทอดหนึ่ง ทำให้บริษัทมีข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้าที่ซื้อผลิตภัณฑ์ในประเทศนั้น ๆ ก่อนข้างน้อย เช่น ปริมาณการสั่งซื้อ ความถี่ในการสั่งซื้อ ระยะเวลาในการชำระเงิน เป็นต้น ทำให้การเข้าลงทุนในครั้งนี้ มีความเสี่ยงจากการเข้าถึงข้อมูลลูกค้าในระดับท้องถิ่น ซึ่งอาจจะส่งผลให้ประมาณการรายได้ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ได้

(2) ใช้เงินลงทุนจำนวนมาก และบริษัทอาจจำเป็นต้องกู้เงินเพิ่มเติม ส่งผลโดยตรงต่อสภาพคล่องของบริษัท และก่อให้เกิดภาระหนี้และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ เป็นการลงทุนในมูลค่ารวม 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบเท่าประมาณ 2,214.73 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นการลงทุนจำนวน เบื้องต้นบริษัทจะใช้แหล่งเงินจากกระแสเงินสดภายใน ซึ่งเป็นเงินทุนหมุนเวียนที่บริษัทใช้ในการดำเนินการ และหากสมมติฐานว่า บริษัทต้องใช้แหล่งเงินจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน จะทำให้บริษัทมีภาระหนี้สินและต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ภายหลังการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน จำนวน 2,214.73 ล้านบาท บริษัทจะมีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 0.71 เท่า ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 เป็น 0.95 เท่า ดังนั้น หากในอนาคต บริษัทมีความประสงค์จะลงทุนในโครงการอื่น จะส่งผลให้บริษัทมีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้นและทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นอีก อย่างไรก็ดี แม้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในขณะนี้ไม่สูงนัก แต่เนื่องจากตามแผนธุรกิจมีเป้าหมายในปี 2563 ที่จะเป็นผู้ดำเนินธุรกิจขางมะตอยและผลิตภัณฑ์

ปีโตรเลียมแบบครบวงจรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมให้ได้ 6 ล้านตันใน 5 ทวิปหลักและให้ความสำคัญต่อการรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืน ซึ่งอาจจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนอีกจำนวนมาก จึงมีโอกาที่บริษัทจะมีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น หากบริษัทจะต้องมีการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นอีกในอนาคต

3.2.2 ข้อดีและข้อด้อยของการไม่เข้าทำรายการ

3.2.2.1 ข้อดีของการไม่เข้าทำรายการ

(1) ไม่มีภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการลงทุนขนาดใหญ่ และต้องใช้เงินลงทุน มูลค่ารวม 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบเท่าประมาณ 2,214.73 ล้านบาท โดยบริษัทอาจต้องใช้แหล่งเงินจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงินจำนวนหนึ่ง เพื่อใช้ลงทุน แต่หากบริษัทไม่ทำรายการลงทุนในครั้งนี้ บริษัทจะไม่มีภาระหนี้สินที่ต้องกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะทำให้บริษัทไม่มีภาระหนี้สินและดอกเบี้ยทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในครั้งนี้

(2) สามารถนำเงินทุนหมุนเวียนที่มีในบริษัทไปใช้ในการดำเนินธุรกิจปัจจุบัน

การลงทุนในครั้งนี้ เบื้องต้น บริษัทจะใช้แหล่งเงินจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพื่อชำระค่าหุ้นให้กับ COLAS แต่หากบริษัทไม่ทำรายการลงทุนในครั้งนี้ บริษัทจะสามารถนำเงินทุนหมุนเวียนที่จะมาลงทุนไปใช้ดำเนินการเพื่อการขยายงานในธุรกิจที่ดำเนินการอยู่ หรืออาจนำไปชำระหนี้สินให้กับสถาบันการเงินที่บริษัทใช้เงินกู้ยืม ซึ่งจะทำให้บริษัทมีภาระดอกเบี้ยที่ลดลงได้ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานบริษัทดีขึ้นได้

3.2.2.2 ข้อด้อยของการไม่เข้าทำรายการ

(1) ทำให้บรรลุปณธกิจของบริษัทช้าลง

บริษัทมีแผนธุรกิจในปี 2563 ที่จะเป็นผู้ดำเนินธุรกิจในธุรกิจยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมแบบครบวงจรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยบริษัทมุ่งมั่นที่จะจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมให้ได้ 6 ล้านตันใน 5 ทวิปหลักและให้ความสำคัญต่อการรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืน การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการขยายงานตามแผนธุรกิจที่บริษัทได้วางเป้าหมายไว้ ซึ่งเป็นแผนการดำเนินธุรกิจโดยการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท อีกทั้งจะทำให้บริษัทบรรลุแผนที่จะเป็นผู้ดำเนินธุรกิจในธุรกิจยางมะตอย แต่หากบริษัทไม่เข้าทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีโอกาสที่จะบรรลุแผนการดำเนินธุรกิจที่ตั้งไว้ช้าลง

(2) สูญเสียโอกาสในการเพิ่มช่องทางการจัดหาและช่องทางการตลาด

ตามแผนธุรกิจที่บริษัทกำหนดไว้ การลงทุนในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มช่องทางการจัดหาและช่องทางการตลาดในประเทศที่บริษัทไม่สามารถเข้าจำหน่ายได้โดยตรง แต่หากบริษัทไม่เข้าทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทสูญเสียโอกาสดังกล่าว ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทและผู้ถือหุ้นจะเสียโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นได้

(3) บริษัทเสียโอกาสที่จะได้ผลตอบแทนที่ดีและเพิ่มสูงขึ้น

การลงทุนครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในภูมิภาคเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเป็นการเพิ่มอัตราการใช้จ่ายการผลิตของโรงงานผลิตยางมะตอยของกลุ่มบริษัทได้เพิ่มขึ้น และจะส่งผลให้ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทดีขึ้น ดังนั้นหากบริษัทไม่ลงทุนในการลงทุนครั้งนี้ บริษัทจะไม่มีรายได้และผลกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเท่ากับว่าบริษัทและผู้ถือหุ้นจะเสียโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่ดีไปด้วย

3.3 เปรียบเทียบข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการกับบุคคลภายนอก

3.3.1 ข้อดีและข้อด้อยของการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

3.3.1.1 ข้อดีของการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

- (1) บริษัทมีความคุ้นเคยกับธุรกิจที่จะเข้าลงทุนและ COLAS รับทราบถึงความสามารถในการประกอบกิจการของบริษัทเป็นอย่างดี

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการขยายงานในด้านธุรกิจยางมะตอย ทั้งในประเทศสิงคโปร์ ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศเวียดนาม ธุรกิจยางมะตอยเป็นธุรกิจหลักที่บริษัทมีความชำนาญและประสบการณ์มากกว่า 36 ปี ดังนั้น การทำรายการในครั้งนี้ บริษัทสามารถนำเทคนิคในด้านต่าง ๆ ที่บริษัทสะสมมา เข้ามาประยุกต์ ปรับปรุงขั้นตอนการผลิต การจัดจำหน่าย ซึ่งจะสามารถขยายช่องทางการจัดจำหน่ายและประหยัดต้นทุนการผลิตได้ ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทเพิ่มขึ้น และจะสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนเพิ่มได้ ซึ่งบุคคลที่เกี่ยวข้องกันรับทราบถึงความสามารถในการดำเนินธุรกิจดังกล่าว จึงพิจารณาทำรายการขายหุ้นในบริษัทเป้าหมายให้แก่บริษัทเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินกิจการได้เต็มความสามารถภายใต้การดำรงสัดส่วนการถือหุ้นใหญ่เช่นเดิม

- (2) บริษัทสามารถเข้าตรวจสอบธุรกิจและสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่ต้องการเข้าลงทุนได้

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการซื้อสินทรัพย์จากบริษัทที่ COLAS เป็นผู้ถือหุ้น ซึ่ง COLAS เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท ในเบื้องต้นเมื่อมีการเจรจาเพิ่มจะเข้าลงทุน บริษัทได้ส่งทีมงานในด้านต่าง ๆ ทั้งสายงานการตลาด สายงานการผลิต สายงานด้านบัญชี และสายงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจในประเทศ เพื่อเข้าตรวจสอบ และสอบถามรายละเอียดทั้งด้านการขาย ขั้นตอน วิธีการจำหน่าย วิธีการจัดเก็บ และสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่มีมูลค่าสูง รวมถึงการตรวจสอบเอกสารต่าง ๆ ทั้งด้านกฎหมาย ด้านบัญชี ก่อนที่บริษัทจะเข้าทำการลงทุน เพื่อให้บริษัทเกิดความมั่นใจในทุกด้าน และเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดข้อผิดพลาดในการจัดทำงบการเงินรวม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้

- (3) บริษัทสามารถใช้บุคลากรที่ดำเนินการอยู่แล้วของบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการเข้าไปถือหุ้นในบริษัทต่าง ๆ ซึ่งบริษัทจะส่งทีมผู้บริหารของบริษัท เข้าไปเป็นฝ่ายบริหารและจัดการในบริษัทเหล่านั้น ซึ่งจะไม่ส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานในระดับปฏิบัติการ ทำให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทที่บริษัทเข้าลงทุนสามารถดำเนินการได้ตามปกติซึ่งจะส่งผลให้เป็นการนำผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทที่จะลงทุนเข้ามารวมกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสร้างผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นให้กับผู้ถือหุ้นได้

- (4) COLAS เป็นผู้ชำนาญในธุรกิจยางมะตอย

COLAS เป็นผู้ประกอบการที่มีความชำนาญเกี่ยวกับยางมะตอยและบริหารงานบนหลักของความระมัดระวัง ซึ่งบริษัทรู้จักแนวทางและวิธีการบริหารงาน COLAS ดังนั้นการเข้าไปลงทุนในธุรกิจเดิมของ COLAS จะ

ทำให้บริษัทสามารถเข้าใจแนวทางการบริหาร และนำข้อดีที่ได้ศึกษามาพัฒนาและปรับปรุงการดำเนินธุรกิจของบริษัทให้ดีขึ้นได้

3.3.1.2 ข้อดีของการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

(1) ไม่มีข้อมูลเปรียบเทียบราคาจากแหล่งอื่น

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการลงทุนในธุรกิจผลิตภัณฑ์ยางมะตอย ซึ่งเป็นธุรกิจเฉพาะและมีผู้ประกอบการน้อยราย และไม่มีบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกันเสนอขาย ทำให้บริษัทไม่สามารถหาข้อมูลราคาจากแหล่งอื่นเพื่อนำมาเปรียบเทียบ หากในอนาคตมีผู้ขายที่เป็นบุคคลภายนอกรายอื่นเสนอขายสินทรัพย์ที่คล้ายคลึงกันในราคาที่ต่ำกว่าราคาซื้อในครั้งนี้นี้ซึ่งทำให้บริษัทและผู้ถือหุ้นของบริษัทอาจเสียผลประโยชน์

(2) การทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันซึ่งต้องขออนุมัติการทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น จะทำให้บริษัทเกิดภาระและค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น

การลงทุนในครั้งนี้ เป็นการทำรายการกับ COLAS มีมูลค่าการลงทุน เท่ากับ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท ซึ่ง COLAS เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท ซึ่งรายการดังกล่าวมีขนาดรายการมากกว่า 20 ล้านบาท หรือมากกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัท ทำให้บริษัทมีภาระที่จะต้องดำเนินการขออนุมัติการทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นและแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับการรายการเกี่ยวโยงในประเด็นความสมเหตุสมผลและความเป็นธรรมของราคา ซึ่งทำให้บริษัทมีภาระต้องมียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ หากการทำรายการลงทุนครั้งนี้ เป็นการทำรายการกับบุคคลภายนอก บริษัทจะสามารถเริ่มดำเนินการตามแผนของโครงการได้ทันทีหลังจากที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติให้ดำเนินการลงทุนในโครงการดังกล่าว

3.3.2 ข้อดีและข้อดีของการทำรายการกับบุคคลภายนอก

3.3.2.1 ข้อดีของการทำรายการกับบุคคลภายนอก

(1) เป็นการทำรายการที่มีความชัดเจนเช่นเดียวกับการทำรายการธุรกิจทางการค้าปกติ

การทำรายการกับบุคคลภายนอก ทำให้ไม่มีข้อสงสัยว่าจะมีการถ่ายเทผลประโยชน์หรือมีข้อสงสัยว่าไม่โปร่งใสอาจทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีมุมมองที่คิดว่า เนื่องจากคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายจะเจรจาและตกลงกันในเงื่อนไขที่เป็นประโยชน์ที่สุดของตนเองอย่างเต็มที่ผู้ขายไม่มีส่วนได้เสียอื่นกับบริษัท นอกจากวัตถุประสงค์เพื่อธุรกิจ

อย่างไรก็ตาม การทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน สามารถดำเนินการให้ชัดเจนและโปร่งใสได้ด้วยการเปิดเผยข้อมูลที่ครบถ้วนให้ผู้ถือหุ้นพิจารณาตัดสินใจ และทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจในการเข้าทำรายการ

(2) บริษัทอาจจะซื้อสินทรัพย์ประเภทเดียวกันในราคาที่ต่ำกว่าได้

การทำรายการกับบุคคลภายนอก บริษัทจะสามารถเจรจาเลือกซื้อสินทรัพย์ต่าง ๆ ในแต่ละประเทศได้อย่างอิสระ ซึ่งอาจเป็นราคาที่ต่ำกว่าการทำรายการกับบุคคลเกี่ยวข้องในครั้งนี้นี้

3.3.2.2 ข้อดีของการทำรายการกับบุคคลภายนอก

บริษัทอาจไม่ได้รับความร่วมมือในการเข้าตรวจสอบรายละเอียดสินทรัพย์ ซึ่งการทำรายการในลักษณะนี้กับบุคคลภายนอก ซึ่งผู้ขายอาจต้องการขายสินทรัพย์ตามสภาพ และด้วยขนาดของมูลค่าเงินลงทุนจำนวนมาก ผู้ขายอาจไม่ให้ความร่วมมือในการเข้าตรวจสอบรายละเอียดสินทรัพย์หรือฐานะของกิจการเป้าหมาย

3.4 ความจำเป็นที่ต้องทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและเหตุผลที่บริษัทไม่ทำรายการกับบุคคลภายนอก

ธุรกิจที่บริษัทดำเนินการอยู่ เป็นธุรกิจผลิตภัณฑ์ยางมะตอย เป็นธุรกิจเฉพาะ และมีผู้ประกอบการน้อยราย ดังนั้นการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในครั้งนี้ เป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ ที่สามารถเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายในประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม เป็นการกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ在不同ประเทศ และจะสามารถเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัท ซึ่งจะเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทในระยะยาว ถึงแม้บริษัทอาจมีภาระค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นจากการดำเนินการเพื่อขออนุมัติต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ การดำเนินการในครั้งนี้นี้ บริษัทจะสามารถส่งทีมงานของบริษัทเข้าไปช่วยเสริมในการดำเนินธุรกิจของบริษัทเป้าหมายได้ทันที และก่อนการทำรายการครั้งนี้ บริษัทได้ส่งทีมงานต่างๆ ทั้งสายงานการตลาด สายงานการผลิต สายงานด้านบัญชี และสายงานอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจในต่างประเทศ เพื่อเข้าตรวจสอบ และสอบถามรายละเอียดต่าง ๆ ก่อนที่บริษัทจะเข้าทำการลงทุน เพื่อให้บริษัทเกิดความมั่นใจในทุกด้าน และเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดข้อผิดพลาดในการจัดทำงบการเงินรวม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น และนักลงทุนได้

ความเสี่ยงของการเข้าทำรายการ

- ความเสี่ยงจากการบังคับใช้กฎหมายของประเทศอื่น

การเข้าทำรายการครั้งนี้ ทางผู้ซื้อและผู้ขายได้มีการตกลงทำสัญญาจะซื้อจะขาย ซึ่งมีรายละเอียดปรากฏในหัวข้อ 1.12 เงื่อนไขการทำรายการ โดยในสัญญาดังกล่าว มีการระบุการใช้กฎหมายบังคับของประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ซึ่งเป็นกฎหมายของประเทศอื่น สาเหตุที่ผู้ซื้อและผู้ขายตกลงใช้กฎหมายประเทศสวิตเซอร์แลนด์ เนื่องจากทั้งผู้ซื้อและผู้ขายมีความต้องการใช้กฎหมายของประเทศตนเอง โดยผู้ซื้อต้องการใช้กฎหมายประเทศไทย ผู้ขายต้องการใช้กฎหมายประเทศฝรั่งเศส ซึ่งทั้งสองฝ่ายไม่สามารถตกลงกันได้ จึงเสนอทางเลือกเป็นกฎหมายประเทศสิงคโปร์ แต่เนื่องจากบางบริษัทเป้าหมายมีถิ่นฐานในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งทั้งสองฝ่ายเห็นว่า เป็นประเทศที่มีความเกี่ยวข้องในการทำรายการ ดังนั้น ทั้งสองฝ่ายจึงมีความเห็นร่วมกันว่า เลือกใช้กฎหมายของประเทศที่ไม่มีส่วนได้เสียกับทั้งผู้ซื้อและผู้ขาย จึงตกลงกันที่จะใช้กฎหมายของประเทศสวิตเซอร์แลนด์ ซึ่งเป็นที่ยอมรับในหลักสากลว่าเป็นประเทศที่มีความเป็นกลาง ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องผลกระทบเรื่องการบังคับใช้กฎหมายที่อาจจะเกิดขึ้นได้

แต่อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารของบริษัท มีความเห็นว่า การเข้าทำรายการลงทุนในครั้งนี้ เป็นการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย 5 บริษัท ซึ่งจะทยอยชำระค่าหุ้นของแต่ละบริษัทจนครบทั้ง 5 บริษัท และเมื่อมีการโอนชำระค่าหุ้นหรือการให้เงินกู้ยืมในแต่ละประเทศ การดำเนินการบังคับใช้ของกฎหมาย จะใช้กฎหมายของประเทศนั้นเป็นหลัก รวมถึงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายต่างเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน นอกจากนี้ ไม่ว่าการลงทุนในครั้งนี้จะสำเร็จหรือไม่ ผู้ขายก็เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ถือหุ้นในบริษัทร้อยละ 31.81 ซึ่งผู้ขายจะได้รับผลกระทบที่มากกว่าด้วย

- ความเสี่ยงจากการกลับมาแข่งขันของผู้ขายในอนาคต

การเข้าทำรายการครั้งนี้ ตามสัญญาจะซื้อจะขายในเงื่อนไขอื่น ๆ มีการระบุการไม่ทำการค้าแข่งขัน โดยผู้ขายหรือ COLAS จะไม่เข้าทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันที่เกี่ยวข้องที่บริษัททำการซื้อขายหุ้นนี้ดำเนินธุรกิจอยู่ ทั้งในประเทศเวียดนาม ประเทศอินโดนีเซียและประเทศสิงคโปร์เป็นเวลา 10 ปี นับจากวันปิดการซื้อขาย เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้าจากผู้ซื้อหรือ TASCOS และผู้ขายจะไม่เข้าทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันที่เกี่ยวข้อง ทั้งในประเทศฟิลิปปินส์ ติมอร์เลสเต (ติมอร์ตะวันออก) ประเทศพม่า และประเทศศรีลังกาเป็นเวลา 5 ปี

นับจากวันปิดการซื้อขาย เว้นแต่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรล่วงหน้าจากผู้ซื้อหรือ TASCO ซึ่งจากเงื่อนไขดังกล่าว จึงอาจมีความเสี่ยงกับบริษัท เมื่อครบกำหนดระยะเวลาดังกล่าวได้

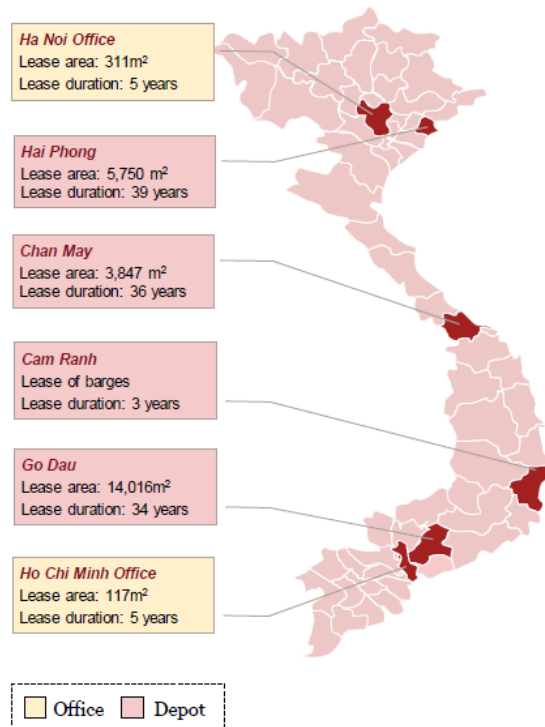
อย่างไรก็ตาม เมื่อครบระยะเวลาที่กำหนด หากผู้ขายต้องการจะลงทุนเพื่อดำเนินธุรกิจในประเทศดังกล่าว จะต้องใช้แหล่งเงินทุนในการลงทุนและใช้ระยะเวลาในการก่อสร้างคลังเพื่อจัดเก็บและกระจายสินค้า ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจึงเชื่อได้ว่า จากความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ขาย และจากนโยบายของผู้ขายที่ต้องการรวมศูนย์ในการจัดการด้านผลิตภัณฑ์ให้มาอยู่ที่บริษัท และเพื่อรับผลตอบแทนที่ดีในฐานะผู้ถือหุ้นใหญ่ ดังนั้นเมื่อครบกำหนดบริษัทจะสามารถเจรจากับผู้ขายได้

- ความเสี่ยงจากการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศ

การเข้าทำรายการครั้งนี้ เป็นการลงทุนตามสภาพของสินทรัพย์ ดังนั้น บริษัทอาจต้องทำการปรับปรุงในขั้นตอนการดำเนินการต่างๆ เพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานของบริษัท ในด้านต่าง ๆ เช่น ความปลอดภัยในการขนส่งยางมะตอยจากเรือขนส่งไปยังถังเก็บ การปรับปรุงขั้นตอนการผลิต การปรับปรุงระบบการจัดส่งยางมะตอยจากท่าเรือไปยังถังเก็บ เป็นต้น และจากการสอบถามฝ่ายเทคนิคที่เข้าไปตรวจสอบสินทรัพย์ มีความเห็นว่า บริษัทสามารถใช้อุปกรณ์ต่าง ๆ ได้ทันที เนื่องจากปัจจุบัน บริษัทเป้าหมายทุกบริษัทยังดำเนินธุรกิจได้ปกติ แต่ควรปรับปรุงระบบขนส่งให้มีประสิทธิภาพที่ดีขึ้น ซึ่งค่าใช้จ่ายในการปรับปรุงจะแสดงในค่าซ่อมแซมและค่าบำรุงรักษา ซึ่งฝ่ายเทคนิคคาดว่า มูลค่าการปรับปรุงจะไม่สูงและไม่มีความสำคัญ

- ความเสี่ยงในการต่ออายุเช่าที่ดินในประเทศเวียดนาม

การดำเนินธุรกิจของ ADCo ในประเทศเวียดนาม ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR ประเทศสิงคโปร์ มีการขออนุญาตสร้างคลังเก็บยางมะตอย โดยเป็นการเช่าโดยตรงจากหน่วยงานราชการ ซึ่งปัจจุบันจะมีบางคลังที่อายุการเช่าใกล้ครบกำหนด เช่น ที่ดินเช่าที่ Cam Ranh ที่จะครบกำหนดในอีก 3 ปี เป็นต้น ดังนั้นจึงอาจมีความเสี่ยงในการขอต่ออายุสัญญาเช่า อย่างไรก็ตามจากการสอบถามผู้บริหารของ ADCo ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับคำชี้แจงว่า ที่ผ่านมานในพื้นที่ใกล้เคียงที่ชาวต่างชาติเช่าเพื่อดำเนินธุรกิจมีการครบกำหนด และสามารถขออนุญาตต่อสัญญาเช่าต่อไปได้ หากไม่มีการกระทำใดที่ผิดต่อกฎหมายและที่ผ่านมา บริษัทไม่เคยทำอะไรที่ผิดต่อกฎระเบียบ ดังนั้น ผู้บริหารจึงเชื่อว่า บริษัทจะสามารถขอต่อสัญญาเช่าที่ดินได้



- ความเสี่ยงในการไม่มีอำนาจถือครองสินทรัพย์เบ็ดเสร็จ

การได้มาของหุ้นของ PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) เป็นการได้มาร้อยละ 49.00 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ SDAN ที่ถือครองเรือ Floating Barge ส่วนที่เหลืออีกร้อยละ 51.00 ถือหุ้นโดย Mitra Nusantara Investama ดังนั้นจึงอาจมีความเสี่ยงเมื่อสัญญาให้บริการเช่าเรือ Floating Barge ครบกำหนด และกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ไม่ต่อสัญญาให้บริการเช่าเรือ Floating Barge กับกลุ่มบริษัท แต่อย่างไรก็ตาม ลักษณะของเรือ Floating Barge ดังกล่าว เหมาะสำหรับการใช้งานจัดเก็บขางมะตอย และบริษัทจะเข้าเป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 49 แทน COLAS ดังนั้น ผู้บริหารจึงเชื่อว่า บริษัทจะสามารถต่อสัญญาเช่าเรือดังกล่าวได้

การทำรายการได้มาซึ่งทรัพย์สินในครั้งนี้ เป็นการได้มาในสายธุรกิจที่บริษัทดำเนินการอยู่ ดังนั้นความเสี่ยงต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นกับบริษัท จะเป็นความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในแต่ละบริษัทเป้าหมายที่บริษัทได้มา ซึ่งที่ผ่านมามีความเสี่ยงด้านการเงินหลายด้าน รวมทั้งความเสี่ยงด้านสินเชื่อ สภาพคล่อง อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงจากราคาน้ำมัน และบริษัทใช้เครื่องมือทางการเงินหลายประเภทในการบริหารจัดการความเสี่ยงเหล่านี้ ดังนั้น เมื่อบริษัทได้เข้าเป็นผู้ถือหุ้นในแต่ละบริษัทเป้าหมายแล้ว บริษัทอาจมีความเสี่ยงทางการเงินดังนี้

- ความเสี่ยงจากสภาพคล่องและจากอัตราดอกเบี้ย

การทำรายการครั้งนี้ บริษัทใช้แหล่งเงินในการชำระค่าซื้อหุ้น จากแหล่งเงินทุนหมุนเวียนและหรือการกู้ยืมจากสถาบันการเงินอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินแก่บริษัทได้ เนื่องจากการดำเนินธุรกิจขางมะตอยและการกู้เงินเพื่อสั่งซื้อน้ำมันดิบนั้น โดยบริษัทใช้ unsecured short term trade และ working capital facilities กับสถาบันการเงินทั้งที่เป็นสถาบันการเงินไทยและสถาบันการเงินต่างชาติที่อยู่ในประเทศไทย ซึ่งมีวงเงินรวมกว่า 1.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ ดังนั้นการใช้แหล่งเงินจากแหล่งดังกล่าว เพื่อมาทำรายการจึงอาจส่งผลกระทบต่อการค้าดำเนินธุรกิจในปัจจุบันได้ นอกจากนี้ หากบริษัทมีการใช้แหล่งเงินจากสถาบันการเงินเพื่อมาดำเนินรายการ บริษัทอาจมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยด้วย

- ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทและบริษัทย่อย รวมถึงบริษัทเป้าหมาย มีความเสี่ยงด้านสกุลเงินต่างประเทศ ซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากการซื้อวัตถุดิบและยอดขายจากการส่งออกเป็นสกุลเงินต่างประเทศ และที่ผ่านมา บริษัทได้ดำเนินการบริหารความเสี่ยงนี้ โดยการมีเงินกู้และเงินรับจากการขายในสกุลเดียวกัน และบริษัทยังมีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสำหรับค่าใช้จ่ายที่อาจมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่จะเกิดขึ้น ซึ่งเป็นการลดความเสี่ยงดังกล่าวให้อยู่ในระดับที่ไม่มีนัยสำคัญ

- ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการผันผวนของราคาน้ำมัน

ราคาของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมมีการผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงสามปีที่ผ่านมา จากราคาน้ำมันดิบตั้งแต่ 116 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลช่วงต้นปี 2556 ปรับขึ้นจนถึงระดับ 150 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในช่วงปี 2556 และปรับลดลงจนถึงระดับของ 58 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในช่วงปลายปี 2557 ซึ่งการผันผวนดังกล่าวเป็นผลจากการคว่ำบาตรจากประเทศมหาอำนาจและการปิดกั้นผลิตภัณฑ์น้ำมันดิบของกลุ่มอาหรับ และมีผลกระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบของบริษัท บริษัทได้ปรับนโยบายการสั่งซื้อวัตถุดิบและกลยุทธ์ในการบริหารจัดการ เพื่อป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น โดยการประเมินผลก่อนการสั่งซื้ออย่างระมัดระวัง ซึ่งทำให้บริษัทสามารถลดความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาน้ำมันได้

- ความเสี่ยงเกี่ยวกับการจัดหายางแอสฟัลต์ซีเมนต์

ธุรกิจที่บริษัทดำเนินการอยู่นั้น เป็นธุรกิจที่มีผู้ผลิตเพียงน้อยราย ดังนั้นถึงแม้กลุ่มบริษัทจะมีโรงงานเป็นของกลุ่มบริษัทเอง บริษัทยังคงต้องการลดความเสี่ยงของการจัดหาทั้งวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์สำเร็จรูป คือ ยางมะตอย เพื่อป้องกันการขาดแคลนสินค้าเพื่อจำหน่าย ที่ผ่านมา บริษัทมีความสัมพันธ์ที่ดีกับทุกโรงงานในทวีปเอเชีย เนื่องจากบริษัทมีการติดต่อและสั่งซื้อยางมะตอยซึ่งไม่เป็นผลิตภัณฑ์หลักของแต่ละโรงงาน เพื่อมาจำหน่าย ประกอบกับบริษัทได้ขยายเครือข่ายพันธมิตร ไปยังพื้นที่อื่นนอกทวีปเอเชีย เพื่อการจัดหาผลิตภัณฑ์ดังกล่าวด้วย

- ความเสี่ยงด้านตลาดทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ในแต่ละประเทศจะมีความต้องการใช้ยางมะตอยที่เพิ่มขึ้น ตามการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีเงื่อนไขทางการตลาดที่แตกต่างกัน และการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นการเข้าไปเป็นผู้ดำเนินธุรกิจใหม่ในแต่ละพื้นที่ อาจทำให้เกิดความเสี่ยงในการทำตลาด อย่างไรก็ตาม บริษัทได้พยายามสร้างทีมการตลาดให้สามารถรองรับการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น โดยมุ่งเน้นในการพัฒนาบุคลากรในเรื่องการสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้า เพื่อสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้าและเป็นการขยายช่องทางการตลาดเพิ่มขึ้น และการดูแล ติดตามในด้านผลิตภัณฑ์และการจัดการด้านการขนส่งให้ตรงเวลา รวมถึงการพยายามทำสัญญาซื้อขายแบบระยะยาวมากขึ้น เพื่อสร้างความพึงพอใจกับลูกค้า ซึ่งจะลดความเสี่ยงในการตลาดได้

- ความเสี่ยงเกี่ยวกับขนส่งทั้งกองเรือขนส่งและกองรถขนส่ง

ผลิตภัณฑ์ของบริษัท เป็นผลิตภัณฑ์ที่จำเป็นต้องใช้การขนส่งโดยเฉพาะ คือ มีการขนส่งในระบบปิด เพื่อเป็นการรักษาคุณภาพของผลิตภัณฑ์ รวมถึงในการขนถ่ายจำเป็นต้องใช้ความร้อนในการขนถ่ายทั้งจากเรือขนส่งมายังคลังเพื่อจัดเก็บในถังบรรจุ หรือจากรถขนส่งไปยังถังจัดเก็บของลูกค้า ดังนั้นการดูแลรักษาสภาพของเรือขนส่งและรถขนส่งจึงมีความสำคัญไม่น้อยกว่าด้านอื่น ๆ ที่ผ่านมา กลุ่มบริษัทมีกองเรือขนส่ง ซึ่งมีการดูแล ตรวจสอบ และซ่อมแซม ตามกำหนดระยะเวลา เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความผิดพลาดหรือไม่สามารถจัดการขนส่ง รวมถึงบริษัทได้ให้ความสำคัญระมัดระวังในการ

เดินเรือเพื่อไม่ให้เกิดอุบัติเหตุ รวมถึงการบาดเจ็บ และการรั่วไหลของสินค้าลงสู่ทะเล สำหรับกองรถขนส่ง บริษัทได้กำชับผู้ขับขี่ ให้เพิ่มความระมัดระวังในการขับรถ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดอุบัติเหตุ รวมถึงปฏิบัติตามขั้นตอนในการขนส่งอย่างเคร่งครัด นอกจากนี้ บริษัทมีการติดตามการเดินรถผ่านระบบติดตาม GPS Tracking เพื่อสร้างความมั่นใจและป้องกันไม่ให้เกิดอุบัติเหตุที่เกินกว่าที่กำหนดได้

- ความเสี่ยงเกี่ยวกับภัยธรรมชาติในประเทศที่จะเข้าลงทุน

การเข้าลงทุนในครั้งนี้ มีส่วนหนึ่งเป็นการเข้าไปลงทุนประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งเป็นประเทศที่อยู่ในแนวของการเคลื่อนที่ของเปลือกโลก ซึ่งจะทำให้เกิดแผ่นดินไหว ที่สามารถสร้างความเสียหายให้กับทรัพย์สิน บุคคลในพื้นที่ที่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าว นอกจากนี้ จากเหตุการณ์ชันามิที่เคยเกิดขึ้น ประเทศอินโดนีเซียเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้รับความเสียหาย และเป็นผลให้ภาวะการลงทุน การดำเนินการต่างๆ ทั้งของภาครัฐและภาคเอกชน มีการหยุดและชะลอ ดังนั้น หากเกิดเหตุการณ์ดังกล่าว บริษัทจึงอาจได้รับผลกระทบจากเหตุภัยธรรมชาติได้ ซึ่งจะทำให้ผลประกอบการที่คาดหวังไว้ไม่เป็นไปตามแผนงานที่วางไว้ได้

นอกจากนี้ ในการเข้าทำรายการครั้งนี้ มูลค่าส่วนใหญ่เป็นการทำรายการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งจะมีความเสี่ยงด้านอื่นที่ควรพิจารณาเพิ่มเติม ดังนี้

- ความเสี่ยงระดับประเทศ (Country Risk) เช่น ความเสี่ยงของลูกค้า ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ (Economic Risk) ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk) ความเสี่ยงของระบบการเงิน (Financial System Risk) ความเสี่ยงด้านภาษีและบัญชี ความเสี่ยงการบริหารบุคลากรภายใต้ความแตกต่างด้านชนบ ธรรมเนียม ประเพณี

- (1) ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ (Economic Risk)

ความเสี่ยงประเภทนี้ เป็นความเสี่ยงที่เศรษฐกิจของประเทศที่จะเข้าลงทุนนั้น จะเกิดความอ่อนแอจากระดับพื้นฐาน ซึ่งเป็นเหตุให้ความมีเสถียรภาพของรายได้ ผลการดำเนินงานที่ลดลงปริมาณธุรกรรมได้รับผลกระทบกระเทือนในทางลบ ซึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานไม่ตรงกับประมาณการที่วางไว้ โดยทั่วไปแล้วประเด็นทางเศรษฐกิจจะประกอบด้วย แนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจสถานะการเงินและการคลังของภาครัฐธุรกรรมการค้าต่อระหว่างประเทศด้านการค้าระหว่างประเทศและดุลการชำระเงินระหว่างประเทศ และแนวโน้มของการเติบโตและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

- (2) ความเสี่ยงทางการเมือง (Political Risk)

มีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลในประเทศนั้น จะมีการบริหารประเทศอย่างไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งพิจารณาได้จากหลายปัจจัย เช่น การเปลี่ยนแปลงตัวผู้บริหารในรัฐบาลย่อย และความรู้เสถียรภาพของรัฐธรรมนูญของรัฐบาลไม่เหมาะสม มีแรงกดดันและความแตกแยกในสังคม และความไม่สงบในสังคมมีปัญหาความไม่สงบในบางพื้นที่ระบบการบังคับใช้กฎหมายไม่เพียงพอมีปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศซึ่งการที่บริษัทเข้าดำเนินรายการในครั้งนี้ เป็นการเข้าไปลงทุนในประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย และเวียดนาม ซึ่งในช่วงที่ผ่านมา สองประเทศหลังเพิ่งผ่านการจัดตั้งคณะรัฐบาลใหม่ จึงอาจเกิดความเสี่ยงในด้านนี้

(3) ความเสี่ยงของระบบการเงิน

เป็นความเสี่ยงที่จะนำไปสู่ความผันผวนทางการเงิน ที่อาจจะมีผลกระทบทางตรงต่อการประกอบการของบริษัทเป้าหมาย และส่วนที่มีผลกระทบทางอ้อมต่อกิจการ เช่นระบบการธนาคารและสถาบันการเงินมีความอ่อนแอตลาดสินทรัพย์ตกต่ำชบเซา โครงสร้างการกำกับดูแลระบบการเงินอ่อนแอมาตรฐานการบัญชีมีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่ครบถ้วนถูกต้องฐานะการเงินการคลังของภาครัฐความไหวตัวของภาคสถาบันการเงินต่อความเปลี่ยนแปลงผันผวนของระบบการเงินหรือปัจจัยภายนอกการบังคับใช้เกณฑ์ตามมาตรฐาน Basel II มาตรฐานความมั่นคงตามเกณฑ์ของธนาคารโลก

3.5 แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการทำรายการ

ในการทำรายการครั้งนี้ ที่มีมูลค่าประมาณ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาท บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากเงินทุนหมุนเวียนและ/หรือ อาจมีการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ซึ่ง ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 กลุ่มบริษัทมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด เท่ากับ 484.04 ล้านบาท และจากเอกสารของสายงานการเงิน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ พบว่า บริษัทมีวงเงินกู้ยืมประเภทระยะสั้น(Promissary Note) และวงเงิน L/C, T/R จากสถาบันการเงินไทยและสถาบันการเงินต่างประเทศที่มีสาขาในประเทศไทย จำนวน 2,190 ล้านบาทและจำนวน 41,711 ล้านบาท ซึ่ง ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 กลุ่มบริษัทไม่ได้มีการเบิกใช้วงเงินกู้ยืมระยะสั้นดังกล่าวซึ่งวงเงินดังกล่าวมีมากกว่าและเพียงพอต่อการชำระเงินตามการลงทุนในครั้งนี้ ทั้งนี้ หากบริษัทใช้แหล่งเงินกู้ยืมประเภทระยะสั้นดังกล่าว อาจจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้ และเมื่อบริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนจากการดำเนินธุรกิจเข้ามา บริษัทจะดำเนินการคืนเงินกู้ยืมดังกล่าว

4. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะได้มา

ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ในครั้งนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาโดยใช้ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและสอบทานประมาณการของบริษัทเป้าหมายกับผู้บริหารของ COLAS และผู้บริหารของบริษัทเป้าหมาย ตลอดจนข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะทั่วไป

อย่างไรก็ตามความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าข้อมูลและเอกสารสำคัญดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ครบถ้วนและถูกต้องรวมทั้งพิจารณาจากสถานการณ์และข้อมูลที่สามารถรับรู้ได้ในปัจจุบันซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆอาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทฯรวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้

ในการพิจารณาราคายุติธรรมของมูลค่ารายการที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์บริษัทเป้าหมายแต่ละบริษัท โดยพิจารณาจากวิธีการต่างๆจำนวน 6 วิธีได้แก่

1. วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)
2. วิธีมูลค่าตามบัญชีที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted Book Value Approach)
3. วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)
4. วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach : P/E Ratio)
5. วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Value Approach)
6. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)

1. Raycol Asphalt Co.,Ltd (“Raycol”)

1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) หรือเท่ากับส่วนของผู้ถือหุ้นของ Raycol และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้น จะได้เป็นมูลค่าหุ้นตามบัญชี จากงบการเงินภายใน ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินภายในสำหรับผู้บริหารซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงตามภาพจำลองสินทรัพย์หนี้สินและส่วนผู้ถือหุ้นซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	111,000,000
บวกส่วนเกินมูลค่าหุ้น	19,000,000
กำไร (ขาดทุน) สะสม	81,844,740
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	211,844,740
จำนวนหุ้นสามัญ (หุ้น)	11,100,000
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อหุ้น	19.09

โดยมีราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเท่ากับ 19.09 บาทต่อหุ้น

2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมของกิจการขณะใดขณะหนึ่งพร้อมทั้งปรับปรุงด้วยภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต (Commitments and Contingent Liabilities) รวมถึงส่วนเพิ่มหรือส่วนลดตามราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวรที่มีการประเมินโดยบริษัทประเมินราคาอิสระและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น รวมถึงผลกระทบด้านอื่นๆจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้องของ Raycol จากนั้นนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของ Raycol

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ดังนี้

รายการทรัพย์สิน ^{/1}	มูลค่าทางบัญชี (บาท)	ราคาประเมิน ^{/2} (บาท)	ส่วนต่าง (บาท)
ที่ดินและส่วนปรับปรุงที่ดิน	18,512,548	43,500,000	24,987,452
อาคารและส่วนปรับปรุง	4,203,158	8,600,000	4,396,842
เครื่องจักรและอุปกรณ์	2,278,583	40,395,200	38,116,617
เครื่องมือและอุปกรณ์	1,677,525	3,529,200	1,851,675
เฟอร์นิเจอร์	568,890	1,037,330	468,440
คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์	189,754	207,570	17,816
รถยนต์	4,801,202	10,682,600	5,881,398
รวม	32,231,658	107,951,900	75,720,242

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

^{/1} ประเมินสินทรัพย์อ้างอิงจาก รายงานประเมินสินทรัพย์โดยบริษัท อเมริกัน แอสเพรสส์ (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระลงวันที่ 5 พฤศจิกายน 2558

^{/2} ประเมินรายการตามวิธี Fair market value

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โดยจากข้อมูลราคาประเมินราคาสินทรัพย์หลักของ Raycol ที่จัดทำโดย บริษัท อเมริกัน แอสเพรสส์ (ประเทศไทย) จำกัด ณ วันที่ 5 พฤศจิกายน 2558 ได้ทำการประเมินราคาสินทรัพย์ของ Raycol ทั้งสิ้น 2 วิธี ประกอบด้วย วิธี Replacement cost ที่ราคาเหมาะสมประมาณ 321.10 ล้านบาท และวิธี Fair market value ที่ราคาเหมาะสมประมาณ 107.95 ล้านบาท โดยผู้ประเมินราคาอิสระได้ประเมินอายุการใช้งานของอาคารและส่วนปรับปรุง เพิ่มขึ้นจากเดิม และได้ประเมินอายุการใช้งานของเครื่องจักรและอุปกรณ์เป็น 15 ปี จากเดิมที่บริษัทใช้อยู่ 5-10 ปี และได้ประเมินมูลค่าส่วนที่ลงทุนเพิ่มจากงวด 9 เดือนปี 2558 เช่น เฟอร์นิเจอร์ คอมพิวเตอร์และและอุปกรณ์ รวมถึงรถยนต์ที่บริษัทได้ซื้อเพิ่มในช่วงเดือนตุลาคม 2558 เป็นผลให้ราคาประเมินมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี อย่างไรก็ตามที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการพิจารณาโดยวิธี Fair market value มีความเหมาะสมมากกว่าเนื่องจากพิจารณา

บนหลักของการเปรียบเทียบกับมูลค่าตลาด ณ ปัจจุบัน ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับเพิ่มส่วนต่างระหว่างราคาประเมินโดยวิธี Fair market value ที่ 107.95 ล้านบาท กับมูลค่าทางบัญชีสุทธิ ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ที่ 32.23 ล้านบาท จำนวน 75.72 ล้านบาท เพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าวโดยนำมาปรับปรุงดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2558	211,844,740
<u>เพิ่ม</u> ส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์	75,720,242
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายหลังรายการปรับปรุง	287,564,982
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (หุ้น)	11,100,000
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	25.91

ดังนั้น จากการคำนวณโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์จะได้มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ Raycol หลังปรับปรุงรายการมูลค่าตามบัญชีเท่ากับประมาณ 25.91 บาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) นี้ได้มีการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้องตามความเป็นจริง

3) วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีราคาตลาด (Historical Market Price Approach)

เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของ RAYCOL ผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับจากวันที่ที่ปรึกษาอิสระทำการประเมินราคา อย่างไรก็ตามเนื่องจาก Raycol ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงไม่สามารถหามูลค่าหุ้นของ Raycol ตามวิธีนี้ได้

4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ Raycol ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ที่คำนวณได้ตามข้อ 1) ซึ่งเท่ากับ 19.09 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ของบริษัทจดทะเบียน (“ตลาดหลักทรัพย์”) ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาล ซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การปรับปรุงซิเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน โดยจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ Raycol จำนวน 8 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี, บมจ.ดิคอนโปรดักส์, บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง, บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย, บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง, บมจ.ทักษิณคอนกรีต, บมจ.ทิปโก้แอสฟัลท์ และ บมจ.ทีพีโอ โพลีน ซึ่งค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไป โดยมีรายละเอียดดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	CCP	2.00	2.01	2.03	2.07	2.10	2.26
2	บมจ.ดิคอนโปรดักส์	DCON	3.60	3.64	3.68	3.53	3.54	3.82
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง	GEL	0.72	0.72	0.74	0.77	0.80	0.88
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	2.87	2.90	2.96	3.12	3.23	3.34
5	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	SCCC	3.67	3.68	3.63	3.68	3.76	3.92
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	1.82	1.81	1.79	1.80	1.84	1.92
7	บมจ.ทิปโก้แอสฟัลท์	TASCO	7.61	6.99	5.94	5.72	5.37	4.56
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน	TPIPL	0.88	0.90	0.88	0.87	0.90	0.94
ค่าเฉลี่ย P/BV			2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง x มูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 ก.ย. 58

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
ค่าเฉลี่ย P/BV	2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	19.09	19.09	19.09	19.09	19.09	19.09
ราคาต่อหุ้น (บาท)	55.27	54.04	51.63	51.46	51.39	51.62

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้มูลค่าหุ้นของ Raycol อยู่ระหว่าง 51.39 - 55.27 บาท

5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Per Share Ratio Approach: P/E Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการนำประมาณการกำไรสุทธิที่มาจากการดำเนินงานต่อหุ้นของ Raycol ในปี 2558 ซึ่งมีจำนวน 10.83 บาทต่อหุ้นคูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) ของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้อ้างอิงตามข้อ 1.4 ซึ่งค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปสรุปได้ดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี ^{1/}	CCP	37.94	38.26	38.65	36.00	34.18	29.54
2	บมจ.ดีคอนโปรดักส์	DCON	10.01	10.13	10.23	10.67	11.27	12.49
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง ^{1/}	GEL	54.55	55.10	56.08	50.58	48.34	41.29
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	13.40	13.53	13.80	14.82	15.46	16.51
5	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	SCCC	18.15	18.11	17.85	18.07	18.43	18.24
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	8.88	8.81	8.69	8.66	8.77	8.73
7	บมจ.ทิปโก้แอสฟัลท์	TASCO	18.71	17.18	14.59	15.56	15.36	15.18
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน ^{1/}	TPIPL	60.07	61.13	59.85	52.12	49.21	47.27
ค่าเฉลี่ย			13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1/}ไม่นำมาพิจารณาเนื่องจากมีค่าความผันผวนเกินระดับปกติ

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง x ประเมินการกำไรสุทธิต่อหุ้นของกิจการในปี 2558

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
ค่าเฉลี่ย P/E	13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23
กำไรต่อหุ้น (บาท)	10.83	10.83	10.83	10.83	10.83	10.83
ราคาต่อหุ้น (บาท)	149.72	146.73	141.11	146.78	150.05	154.07

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดเฉลี่ยต่อกำไรต่อหุ้นจะได้มูลค่าหุ้นของ RAYCOL อยู่ระหว่าง 141.11 – 154.07 บาท

6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงิน (Discounted Cash Flow Approach) (หรือ “วิธี DCF”)

การประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้เป็นการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Present Value of Free Cash Flow) ที่คาดว่าจะได้รับการประมาณการทางการเงิน แล้วจึงนำมาคิดลดด้วยส่วนลดที่ได้จากการคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจที่มีอยู่ยังคงดำเนินอยู่ต่อเนื่องไปยังอนาคตและไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญที่เกิดขึ้น รวมทั้งเป็นไปภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน

อนึ่ง ประเมินการทางการเงินดังกล่าว จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาราคายุติธรรมของหุ้นสามัญของ Raycol เพื่อกำหนดราคาหุ้นที่เหมาะสมในการพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการครั้งนี้ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปกติในปัจจุบัน ซึ่งยังไม่รวมการขยายตัวไปยังธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆที่มีผลกระทบต่อการทำงานของ Raycol รวมทั้งสถานการณ์ของ Raycol มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ราคาหุ้นที่ประเมินโดยวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาดังกล่าวไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กำหนดสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ Raycol โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีต งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี รวมทั้งข้อมูลเอกสารที่ได้เห็น และ/หรือ รับจากผู้บริหาร รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ Raycol โดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคต สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ Raycol มีดังนี้

1 ระยะเวลาทำประมาณการ 6 ปีเริ่มตั้งแต่ปี 2558 – 2563

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่า ระยะเวลาในการประมาณการดังกล่าวได้สะท้อนผลกระทบจากความผันผวนของ อุปสงค์การใช้ยางมะตอยจากปัจจัยทางการเมือง ผลกระทบจากค่าใช้จ่ายลงทุนในระยะสั้นได้เพียงพอแล้ว

2 รายได้และต้นทุน

สมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับรายได้

สำหรับการประมาณการรายได้จากการขายที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการโดยใช้ข้อมูลภายในกิจการในอดีตที่ได้รับจาก Raycol และข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร Raycol รวมถึงประมาณการที่ได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ Raycol โดยมีสมมติฐานหลักในการประมาณการ ดังนี้

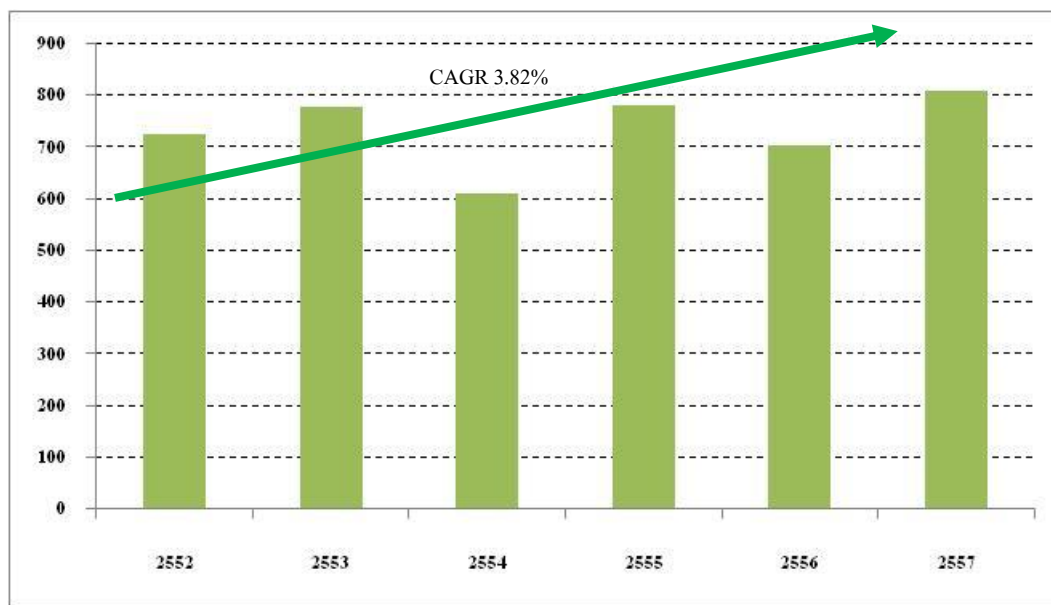
ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ประเมินแนวโน้มปริมาณขายกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางมะตอยปี 2558 ในอัตราขยายตัวร้อยละ 19.21 เมื่อเทียบกับปี 2557 หรือคิดเป็นปริมาณขายรวมจำนวน 57,166 ตัน โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก

- 1) ปริมาณขายในช่วง 9 เดือนแรกปี 2558 ที่มีการขยายตัวในระดับสูง โดยจากข้อมูลภายใน Raycol มีปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยรวม 41,506 ตัน ประกอบด้วย ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement , Asphalt Emulsion , PMA ,และ ผลิตภัณฑ์พิเศษ
- 2) อุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ยางมะตอยจากการใช้จ่ายงบพิเศษสำหรับสร้างและซ่อมบำรุงถนนของกรมทางหลวง 25,000 ล้านบาท เพื่อดำเนินการก่อสร้างและซ่อมบำรุงถนนทั่วประเทศ รวมถึงงบของกรมทางหลวงชนบท จำนวน 15,000 ล้านบาท เพื่อดำเนินการก่อสร้างและซ่อมบำรุงถนนทั่วประเทศซึ่งจะเริ่มเบิกจ่ายในเดือนพฤศจิกายน 2558 ต่อเนื่องไปจนถึงปี 2559 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะผลักดันยอดขายในช่วงปลายปี 2558 ให้ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง

สำหรับแนวโน้มการขายตัวของปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยภายในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ไม่แน่นอนและมีได้มีการเปลี่ยนแปลงเป็นวัฏจักร (Cycle) ที่ชัดเจน แต่ซึ่งอุปสงค์หลักของการใช้งานจะขึ้นอยู่กับ การเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐเพื่อใช้ในการซ่อมสร้างถนน และความแน่นอนทางการเมืองเป็นปัจจัยสำคัญ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดให้ปริมาณขายยางมะตอยของ Raycol มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 3.82 ตามค่าเฉลี่ยการเติบโตของอุปสงค์ภายในประเทศไทย ในช่วงปี 2553 – 2558 เพื่อสะท้อนแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์การใช้อย่างมะตอยในประเทศและความไม่แน่นอนดังกล่าว

ความต้องการใช้อย่างมะตอยภายในประเทศไทย (หน่วย 1,000 ตัน)



ที่มา : TASCO

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ยางมะตอยภายในประเทศปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ซึ่งประกอบด้วย Asphalt Cement , Asphalt Emulsion , PMA และผลิตภัณฑ์พิเศษแวกซ์ตัวอยู่ในกรอบประมาณ 16,000 – 22,000 บาท/ตัน 21,000 – 22,000 บาท/ตัน 34,000 – 35,000 บาท/ตัน และ 58,000 – 93,000 บาท/ตัน ตามลำดับ ซึ่งมีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ใกล้เคียงกับราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้เป็นวัตถุดิบในกระบวนการผลิตยางมะตอย แต่มีความผันผวนต่ำกว่าราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากอุปทานที่จำกัดจากจำนวนผู้ผลิตในอุตสาหกรรมที่น้อยราย และโรงกลั่นส่วนใหญ่เลือกที่จะผลิตน้ำมันเกรดคุณภาพสูงทำให้ปริมาณยางมะตอยที่เข้าสู่ตลาดค่อนข้างจำกัด

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่าแนวโน้มของราคาผลิตภัณฑ์ยางมะตอยภายในประเทศจะยังคงทรงตัวหรือปรับตัวสูงขึ้นได้จาก 1) อุปทานของยางมะตอยในตลาดที่มีจำกัดจากการที่โรงกลั่นส่วนใหญ่ไม่สร้างโรงกลั่นใหม่แต่ใช้วิธีอัฟเกรด Cracking Unit เพื่อเพิ่มผลิตภัณฑ์เบาเพิ่มขึ้น 2) นโยบายหลักของประเทศในกลุ่ม ASEAN ที่สนับสนุนการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปลายปี 2558 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์การใช้อย่างมะตอยเพื่อสร้างถนน

โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย ซึ่งจะเป็นเจ้าภาพการแข่งขันกีฬาเอเชียนเกมส์ในปี 2561 3) การใช้จ่ายภาครัฐภายในประเทศที่มีการลงทุนขนาดใหญ่อยู่หลายโครงการ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement, Asphalt Emulsion, PMA และผลิตภัณฑ์พิเศษในราคาขายเฉลี่ยคงที่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยหรือค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาขายผลิตภัณฑ์ข้างมอดอยู่ในปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ที่ 17,500 บาท/ตัน 21,000 บาท/ตัน 34,000 บาท/ตัน 80,000 บาท/ตัน ในปี 2559 – 2563 ตามลำดับ

ต้นทุนผลิตภัณฑ์

Raycol มีนโยบายในการขายในลักษณะต้นทุนบวกกำไร (Cost plus margin) ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดอัตราส่วนต้นทุนผลิตภัณฑ์ต่อราคาขายโดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยต้นทุนต่อราคาขายในอดีต ซึ่งสำหรับปี 2558 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ กำหนดอัตราส่วนต้นทุนผลิตภัณฑ์ต่อราคาขาย สำหรับผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement , Asphalt Emulsion , PMA และผลิตภัณฑ์พิเศษใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยงวด 9 เดือนปี 2558 ที่ร้อยละ 83.84 หรือคิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักรวมร้อยละ 16.16 ในขณะที่ปี 2559 – 2563 ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานต้นทุนต่อราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement , Asphalt Emulsion , PMA , และผลิตภัณฑ์พิเศษโดยใช้ค่าเฉลี่ยในอดีตปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยปัจจุบันที่ร้อยละ 89.38 หรือคิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักรวมร้อยละ 10.62 ตามลำดับ

ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน

ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงานส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ ประกอบด้วย เงินเดือนพนักงาน ค่าใช้จ่ายฝ่ายบริหาร ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ค่าเช่าและค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น โดยจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารที่ปรึกษาทางการเงินประเมินว่าค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน ในปี 2558-2563 จะขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.00 เป็นไปตามนโยบายการปรับตัวเพิ่มขึ้นของเงินเดือนเฉลี่ยและค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องของ Raycol

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS คือ ค่าใช้จ่ายที่ Raycol จ่ายเป็นค่าตอบแทนให้แก่ COLAS เพื่อตอบแทนการให้ความช่วยเหลือด้านเทคนิคในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ โดยจากค่าเฉลี่ยในปี 2555 – งวด 9 เดือนปี 2558 คิดเป็นอัตราร้อยละ 1.20 ต่อยอดขายได้ โดยภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ TASCOT จาก COLAS เพื่อเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็นร้อยละ 79.00 แล้ว Raycol ยังคงต้องจ่ายค่าตอบแทนดังกล่าวเช่นเดิม ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดอัตราค่าใช้จ่ายดังกล่าวในระดับเดิมโดยกำหนดสมมติฐานในสัดส่วนร้อยละ 1.20 ต่อยอดขายได้ในปี 2558-2563

อัตรากำไร

กำหนดในอัตราร้อยละ 20.00 โดยอ้างอิงจากอัตรากำไรนิติบุคคล ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย Effective tax rate ในช่วงปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ที่อัตราร้อยละ 15.75 เนื่องจากผลกระทบของภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีเพื่อเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis)

3 สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน

สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน ประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินหมุนเวียนอื่น โดยกำหนดเป็นสัดส่วนร้อยละโดยอิงจากค่าสถิติในอดีตในปี 2556 – 2557 และการสัมภาษณ์ผู้บริหารในอัตราคงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

	สมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	60
ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	21
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	18
สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.08%
สัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.02%
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.42%
สัดส่วนหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.39%

4 ค่าใช้จ่ายลงทุน

ข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ Raycol คาดการณ์ว่า Raycol มีแผนในการขยายการลงทุนในปี 2558 – 2563 ดังต่อไปนี้

ปี 2558

1. ปรับปรุงอาคารสำนักงานละอูปรณ์ 10.00 ล้านบาท
2. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน 20.00 ล้านบาท
3. ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ 20.00 ล้านบาท

ปี 2559 - 2560

1. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน 20.00 ล้านบาท
2. ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ 5.00 ล้านบาท

ปี 2561 – 2563

ประมาณค่าใช้จ่ายลงทุน 5.00 ล้านบาทต่อปี ในการปรับปรุงรถขนส่ง อาคารสำนักงาน ระบบเครื่องจักรและอุปกรณ์

อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังช่วงประมาณการ (Terminal growth rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดอัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการที่ร้อยละ 2.00 ต่อปี ต่ำกว่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยของอุตสาหกรรมยางมะตอยภายในประเทศแบบอนุรักษ์นิยม

5 อัตราส่วนลด (Discount Rate)

อัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ คำนวณโดยวิธีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของกิจการ (WACC: Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งใช้เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากประมาณการของ RAYCOL โดยมีสมมติฐานในการคำนวณดังนี้

WACC = (ต้นทุนทางการเงินของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย x ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น) + (ต้นทุนทางการเงินของผู้ถือหุ้น x ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น)

$$= [K_d (1-T) * D/(D+E)] + [K_e * E/(D+E)]$$

ต้นทุนของทุน (Ke) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (Re) คำนวณได้จาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่

Rf = Risk Free Rate: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งในที่นี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุคงเหลือ 30 ปี เท่ากับร้อยละ 3.66 สอดคล้องกับการประเมินมูลค่าหุ้นที่มีสมมติฐานว่าธุรกิจยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) (ข้อมูล ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 จาก www.thaibma.or.th)

β = ค่าเบต้า : อัตราความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากค่าเบต้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาล ซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การใช้ปูนซีเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน ทั้งนี้ ถึงแม้ Raycol จะใช้โครงสร้างทางการเงินจากส่วนผู้ถือหุ้นเป็นหลัก แต่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาใช้ Levered Beta แทน Unlevered Beta เพื่อลดผลกระทบจากความผิดพลาดของสมมติฐาน อาทิ เช่น สมมติฐานอัตรา Effective rate ที่อาจเกิดผลกระทบจากภาษีเงินได้รอดักบัญชีและโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกันในแต่ละหลักทรัพย์ เป็นต้น โดยพิจารณาจำนวนทั้งสิ้น 8 บริษัท ได้แก่ CCP , DCON , GEL , SCC , SCCC , SCP , TASCOT , TPIPL โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง 5 ปี (ตั้งแต่ 12 พฤศจิกายน 2553 – 11 พฤศจิกายน 2558) ดังนี้

ชื่อย่อ	บริษัท	Beta
CCP	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	1.241
DCON	บมจ.ดีคอนโปรดักส์	0.813
GEL	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง	1.194
SCC	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	0.997
SCCC	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	0.827
SCP	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	1.072
TASCO	บมจ.ทิปโก้แอสฟัลท์	1.114
TPIPL	บมจ.ทีพีไอ โพลีน	1.107

เมื่อเฉลี่ยค่าเบต้าของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว แล้ว ได้ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.046

Market Risk (R_m) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 11.845 ต่อปี (ข้อมูลจาก Bloomberg)

K_d = ประเมินการอัตราเงินกู้ ที่ประมาณร้อยละ 7.125 ซึ่งเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยสูงสุดของ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมขั้นดี (MLR) ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในประเทศ 6 แห่ง ตั้งแต่ปี 2555 – 30 ก.ย. 2558

D/E = จากข้อมูลงบการเงินตรวจสอบในอดีตปี 2555 -2557 และงบการเงินภายในงวด 9 เดือนปี 2558 ปรากฏว่า Raycolมิได้จัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินในระยะยาว โดยนโยบายของ Raycolจะเน้นการใช้กระแสเงินสดภายในกิจการเพื่อการลงทุนและจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร จะยังคงเน้นการลงทุนในอนาคตโดยใช้นโยบายเดิม ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึง กำหนดประมาณการอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Target D/E Ratio) ที่ 0.00 เท่า ซึ่งเป็นระดับเดียวกับงบการเงิน ณ สิ้น 30 กันยายน 2558

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ที่ร้อยละ 20.00

ทั้งนี้ อัตราส่วนลดสำหรับ Raycolที่คำนวณได้จะเท่ากับร้อยละ 12.22 ต่อปี โดยอาศัยสมมติฐานข้างต้น สามารถคำนวณ กระแสเงินสดของ Raycolได้ ดังนี้

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ Raycol ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

	สมมติฐานหลัก	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
ปริมาณขาย (ตัน)	เติบโต 3.82%	57,166	59,352	61,621	63,978	66,424	68,964
ราคาขายเฉลี่ยต่อตัน (บาท/ตัน)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 55-58	19,412	19,412	19,412	19,412	19,412	19,412
อัตรากำไรขั้นต้นก่อนค่าเสื่อมราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (%)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 55-58	16.16%	10.62%	10.59%	10.61%	10.63%	10.65%
ค่าใช้จ่ายอื่นๆ							
ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน (%)	เติบโต 4.00%	10.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
อัตราค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS ค่อยลดขาย (%)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 55-58	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
อัตราภาษี (Effective tax rate) (%)	ตามค่าเฉลี่ยอดีต	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ Raycol ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท	Q4/2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
รายได้จากการขาย	323.8	1,109.7	1,152.1	1,196.2	1,241.9	1,289.4
ต้นทุนขาย	(276.1)	(925.1)	(1,023.9)	(1,063.1)	(1,103.7)	(1,145.9)
กำไรขั้นต้น	47.7	128.2	133.1	138.2	143.5	149.0
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3.4)	(39.0)	(40.2)	(41.4)	(42.7)	(44.0)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้	45.4	93.8	97.7	101.8	106.0	110.4
หัก						
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	(9.0)	(18.6)	(19.4)	(20.2)	(21.0)	(21.9)
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย	36.4	75.0	78.2	81.4	84.8	88.3
บวก						
ค่าเสื่อมราคา	1.5	5.9	6.5	6.5	6.5	6.5
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	6.4	(10.2)	(9.1)	(4.6)	(9.6)	(5.2)
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(50.0)	(25.0)	(25.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
กระแสเงินสดอิสระ	(5.7)	45.7	50.6	78.3	76.7	84.6
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	219.9					
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	460.7					
มูลค่ากิจการ	680.6					
เงินสดหักหนี้สินสุทธิ ณ 30 กันยายน 2558	74.7					
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ	755.3					
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ (38.00%)	287.0					

วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าของกิจการจากปัจจัยอื่นๆ (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าจากปัจจัยของอัตราส่วนลดโดยปรับค่าของอัตราส่วนลด (Discount Rate) จากเดิมเพิ่มขึ้นและลดลงประมาณร้อยละ 10.00 ของอัตราส่วนลดข้างต้นเพื่อพิจารณามูลค่ากิจการในกรณีที่อัตราคิดลดมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจัยภายนอก

อัตราเปลี่ยนแปลงจากอัตราส่วนลด (ร้อยละต่อปี)	-10.00%	0.00%	+10.00%
อัตราส่วนลด (Discount Rate)	11.00%	12.22%	13.44%
มูลค่าหุ้น (บาท)	77.23	68.05	60.85
มูลค่า Raycol (ล้านบาท)	857.29	755.34	675.41
มูลค่า Raycol สัดส่วนร้อยละ 38.00 (ล้านบาท)	325.77	287.03	256.66

2. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นสามัญ

ตารางสรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการตามการประเมินราคาด้วยวิธีต่างๆ

	วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ากิจการสัดส่วน ร้อยละ 38.00 (ล้านบาท)	ความเหมาะสมของ วิธีการประเมิน
1.	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	19.09	80.50	ไม่เหมาะสม
2.	วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	25.91	109.27	ไม่เหมาะสม
3.	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	-	-	ไม่เหมาะสม
4.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	51.39 – 55.27	216.76 – 233.13	ไม่เหมาะสม
5.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	141.11 – 154.07	595.20 – 649.87	ไม่เหมาะสม
6.	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	60.85 – 77.23	256.66 – 325.77	เหมาะสม

สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach), วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach), วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ Raycol เนื่องจาก

- การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) จะคำนึงถึงฐานะการเงินขณะใดขณะหนึ่ง และมูลค่าทรัพย์สินตามที่ได้บันทึกบัญชีไว้ โดยที่ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีมูลค่าทางบัญชีไม่เหมาะสมกับการประเมินในครั้งนี้

- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) ถึงแม้จะสามารถสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ อย่างไรก็ตามวิธีการประเมินดังกล่าวยังคงไม่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการในอนาคต ดังนั้นการประเมินมูลค่าRaycol โดยใช้มูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ของRaycolด้วยราคาตลาด จึงเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้
- วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) สะท้อนมูลค่าของกิจการในกรณีที่เป็นการลงทุนโดยเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม ภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะเข้าถือหุ้น Raycol ในสัดส่วนร้อยละ 38.00 ซึ่งรวมกับสัดส่วนการถือหุ้นเดิมที่ถือร้อยละ 41.00 จะรวมเป็นร้อยละ 79.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ Raycol เนื่องจาก

- วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินธุรกิจและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะถือหุ้น Raycol ในสัดส่วนร้อยละ 79.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้ จึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมผลของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการ โดยคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ Raycol ซึ่งคิดตามสัดส่วนที่ TASCOT จะเข้าทำรายการในครั้งนี้ ได้มูลค่าเหมาะสมของรายการเท่ากับ 60.85 – 77.23 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นมูลค่าลงทุน 256.66 – 325.77 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ที่ 250.86 ล้านบาท (คำนวณจากราคาซื้อที่ 7.00 ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) หรือสูงกว่าราคาที่เข้าทำรายการในครั้งนี้ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 2.31 – 29.86 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้เป็นราคาที่เหมาะสม

2. PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม

3.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) หรือเท่ากับส่วนของผู้ถือหุ้นของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้น จะได้เป็นมูลค่าหุ้นตามบัญชี จากงบการเงินภายใน ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินภายในสำหรับผู้บริหารของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงตามภาพจำลองสินทรัพย์หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : รูเปีย)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	58,450,080,000	154,308,211.20
บวกกำไร (ขาดทุน) สะสม	63,518,404,686	167,688,588.37
ส่วนแบ่งกำไรจากส่วนผู้ถือหุ้น	121,980,359,718	322,028,149.66
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	121,980,359,718	322,028,149.66
จำนวนหุ้นสามัญ (หุ้น)	8,398	8,398
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อหุ้น	14,524,929.71	38,345.81

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท

โดยมีราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเท่ากับ 38,345.81 บาทต่อหุ้น

3.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมของกิจการขณะใดขณะหนึ่ง พร้อมทั้งปรับปรุงด้วยภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต (Commitments and Contingent Liabilities) รวมถึงส่วนเพิ่มหรือส่วนลดตามราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวรที่มีการประเมินโดยบริษัทประเมินราคาอิสระและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น รวมถึงผลกระทบด้านอื่นๆจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้องของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม จากนั้นนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีประกอบด้วยรายการปรับปรุงมูลค่าอาคารและอุปกรณ์สุทธิ และยานพาหนะดังนี้

รายการทรัพย์สิน ¹	มูลค่าทางบัญชี (บาท)	ราคาประเมิน (บาท)	ส่วนต่าง (บาท)
อาคาร ส่วนปรับปรุงอาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์	142,506,368.53	147,805,680.00 ²	5,299,311.47
ยานพาหนะ	31,097,340.43	41,112,720.00 ³	10,015,379.57
รวม	173,603,708.96	188,918,400.00	15,314,691.04

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท

¹ ประเมินสินทรัพย์อ้างอิงจาก รายงานประเมินสินทรัพย์โดยบริษัทไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัดซึ่งเป็นผู้ประเมิน
ราคาอิสระ ลงวันที่ 5 พฤศจิกายน 2558

² ประเมินรายการตามวิธี Cost Approach

³ ประเมินรายการตามวิธี Market Approach

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์จากข้อมูลราคาประเมินราคาสินทรัพย์หลักของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมที่จัดทำโดย บริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัด ณ วันที่ 5 พฤศจิกายน 2558 ได้ทำการประเมินราคาสินทรัพย์ของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ที่ราคาเหมาะสมที่ 188.92 ล้านบาท (คำนวณจากราคาประเมินที่ 71,560.00 ล้านบาทที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท บาท) โดยวิธีการประเมินของอาคาร ส่วนปรับปรุงอาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์ ผู้ประเมินราคาอิสระใช้วิธี Cost Approach ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า ผู้ประเมินราคาได้ตัดค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ โดยใช้ระยะเวลาในการใช้งานยาวขึ้น เนื่องจากตามนโยบายของบริษัท จะมีการปรับปรุง ซ่อมแซมสินทรัพย์ให้สามารถใช้งานได้อย่างต่อเนื่อง ส่วนยานพาหนะนั้น ผู้ประเมินราคาได้เทียบเคียงราคาตลาด ซึ่งจากการดูแลรักษา ซ่อมบำรุงตามระยะเวลา จึงทำให้ยานพาหนะมีสภาพที่ดี และจากสภาพยานพาหนะดังกล่าว ซึ่งปัจจุบันเป็นที่ต้องการในพื้นที่นั้น จึงทำให้ราคายานพาหนะที่ประเมินมีการปรับเพิ่มขึ้นตามความต้องการใช้งาน

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับเพิ่มส่วนต่างระหว่างราคาประเมินกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ถาวรที่ทำการประเมินสุทธิ ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ที่ 173.60 ล้านบาท (คำนวณจากราคาประเมินที่ 65,758.98 ล้านบาทที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท) จำนวน 15.31 ล้านบาท เพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าวโดยนำมาปรับปรุงดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : รูเปีย)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ส่วนของผู้อื้อหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2558	121,980,359,718	322,028,150
<u>บวก</u> ส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์	5,801,019,335	15,314,691
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายหลังรายการปรับปรุง	127,781,379,053	337,342,841
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (หุ้น)	8,398	8,398
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	15,215,691.72	40,169.43

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท

ดังนั้น จากการคำนวณโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์จะได้มูลค่าส่วนผู้อื้อหุ้นของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม หลังปรับปรุงรายการมูลค่าตามบัญชีเท่ากับประมาณ 40,169.43 บาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) นี้ได้มีการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้องตามความเป็นจริง

3.3 วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีราคาตลาด (Historical Market Price Approach)

เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับจากวันที่ปรึกษาอิสระทำการประเมินราคา อย่างไรก็ตามเนื่องจาก ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงไม่สามารถหามูลค่าหุ้นของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมตามวิธีนี้ได้

3.4 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ที่คำนวณได้ตามข้อ 1) ซึ่งเท่ากับ 38,345.81 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ของบริษัทจดทะเบียน (“ตลาดหลักทรัพย์”) ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาล ซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การปรับปรุงซีเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน โดยจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม จำนวน 8 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี, บมจ.ดิคอนโปรดักส์, บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง, บมจ.ปูนซีเมนต์ไทย, บมจ.ปูนซีเมนต์นครหลวง, บมจ.ทักษิณคอนกรีต, บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์ และ บมจ.ทีพีโอ โพลีน ซึ่งค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปโดยมีรายละเอียดดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	CCP	2.00	2.01	2.03	2.07	2.10	2.26
2	บมจ.ดีคอนโปรดักส์	DCON	3.60	3.64	3.68	3.53	3.54	3.82
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง	GEL	0.72	0.72	0.74	0.77	0.80	0.88
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	2.87	2.90	2.96	3.12	3.23	3.34
5	บมจ.ปูนซีเมนต์นครหลวง	SCCC	3.67	3.68	3.63	3.68	3.76	3.92
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	1.82	1.81	1.79	1.80	1.84	1.92
7	บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์	TASCO	7.61	6.99	5.94	5.72	5.37	4.56
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน	TPIPL	0.88	0.90	0.88	0.87	0.90	0.94
ค่าเฉลี่ย P/BV			2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง X มูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 ก.ย. 58

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
P/BV Ratio	2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	38,345.81	38,345.81	38,345.81	38,345.81	38,345.81	38,345.81
ราคาต่อหุ้น (บาท)	111,202.86	108,518.65	103,917.16	103,533.70	103,150.24	103,533.70

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้มูลค่าหุ้นของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทรวม อยู่ระหว่าง 103,150.24 บาท – 111,202.86 บาท

3.5 วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Per Share Ratio Approach: P/E Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการนำประมาณการกำไรสุทธิที่มาจาก การดำเนินงานต่อหุ้นของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทรวม ในปี 2558 ซึ่งมีจำนวน 1,576.13 บาทต่อหุ้นคูณกับ ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) ของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้อ้างอิงตามข้อ 4) ซึ่งค่าเฉลี่ย P/E ของ บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปสรุปได้ดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี ^{1/}	CCP	37.94	38.26	38.65	36.00	34.18	29.54
2	บมจ.ดีคอน โปรดักส์	DCON	10.01	10.13	10.23	10.67	11.27	12.49
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง ^{1/}	GEL	54.55	55.10	56.08	50.58	48.34	41.29
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	13.40	13.53	13.80	14.82	15.46	16.51
5	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	SCCC	18.15	18.11	17.85	18.07	18.43	18.24
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	8.88	8.81	8.69	8.66	8.77	8.73
7	บมจ.ทิปปิกโก้เอสพีแอล	TASCO	18.71	17.18	14.59	15.56	15.36	15.18
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน ^{1/}	TPIPL	60.07	61.13	59.85	52.12	49.21	47.27
ค่าเฉลี่ย			13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1/} ไม่นำมาพิจารณาเนื่องจากมีค่าความผันผวนเกินระดับปกติ

การประเมิน โดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง X ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นของกิจการในปี 2558

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
P/E Ratio	13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23
กำไรต่อหุ้น (บาท)	2,534.30	2,534.30	2,534.30	2,534.30	2,534.30	2,534.30
ราคาต่อหุ้น (บาท)	35,041.94	34,342.48	33,028.10	34,353.57	35,120.76	36,060.87

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดเฉลี่ยต่อกำไรต่อหุ้นจะได้มูลค่าหุ้นของABSและบริษัทย่อย
และบริษัทรวม อยู่ระหว่าง 33,028.10 บาท – 36,060.87 บาท

3.6 วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงิน (Discounted Cash Flow Approach) (หรือ “วิธี DCF”)

การประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้เป็นการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Present Value of Free Cash Flow) ที่คาดว่าจะได้รับจากการประมาณการทางการเงิน แล้วจึงนำมาคิดลดด้วยส่วนลดที่ได้จากการคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ธุรกิจที่มีอยู่ยังคงดำเนินอยู่ต่อไปยังอนาคตและไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญที่เกิดขึ้น รวมทั้งเป็นไปภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน

อนึ่ง ประเมินการทางการเงินดังกล่าว จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาราคายุติธรรมของหุ้นสามัญของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม เพื่อคำนวณราคาหุ้นที่เหมาะสมในการพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการครั้งนี้ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปกติในปัจจุบัน ซึ่งยังไม่รวมการขยายตัวไปยังธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆที่มีผลกระทบต่อการทำงานของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม รวมทั้งสถานการณ์ของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ราคาหุ้นที่ประเมินโดยวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาดังกล่าวไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กำหนดสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีต งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรวมทั้งข้อมูลเอกสารที่ได้เห็น และ/หรือ รับจากผู้บริหาร รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมโดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม มีดังนี้

1 ระยะเวลาทำประมาณการ 6 ปีเริ่มต้นตั้งแต่ปี 2558 – 2563

ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่า ระยะเวลาในการประมาณการดังกล่าวได้สะท้อนผลกระทบจากความผันผวนของอุปสงค์การใช้ยางมะตอยจากปัจจัยทางการเมือง ผลกระทบจากค่าใช้จ่ายลงทุนในระยะสั้นได้เพียงพอแล้ว

2 รายได้และต้นทุน

สมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับรายได้

สำหรับการประมาณการรายได้จากการขายที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการโดยใช้ข้อมูลภายในกิจการในอดีตที่ได้รับจาก ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม และข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม รวมถึงประมาณการที่ได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมโดยมีสมมติฐานหลักในการประมาณการ ดังนี้

ปริมาณขายผลิตภัณฑ์

ปริมาณขาย Asphalt cement ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558 ปรับตัวลดลงร้อยละ 9.82 เมื่อเทียบกับปีงวด 9 เดือนปี 2557 โดยจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารมีปัจจัยหลัก 2 ประการเนื่องมาจาก

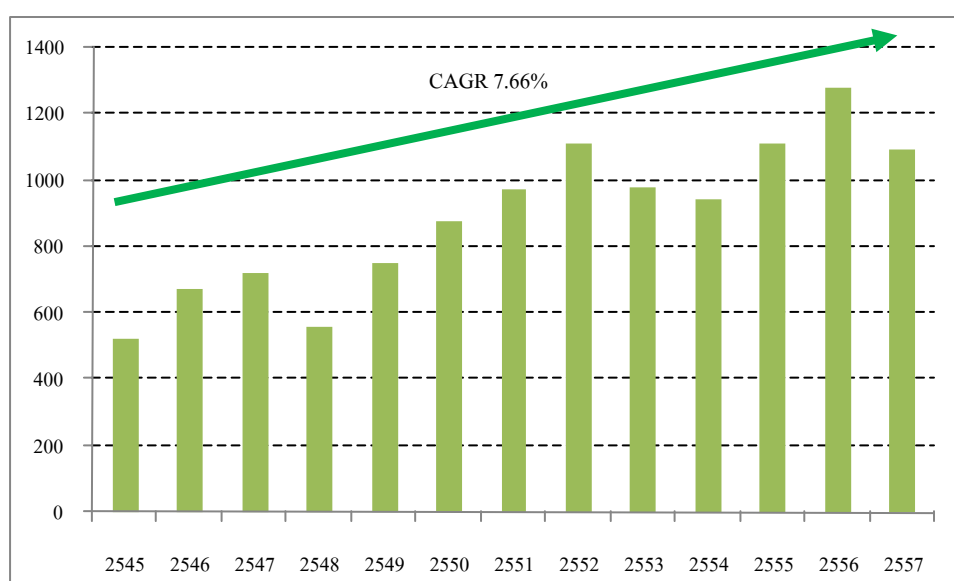
- 1) นโยบายการเลือกลูกค้าที่มีคุณภาพมากขึ้นเพื่อคุมระยะเวลาการเก็บชำระหนี้
- 2) งบประมาณจากรัฐบาลกลางที่น้อยลงจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจและปัญหาทางการเมือง

ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดสมมติฐานปริมาณขาย Asphalt cement ในปี 2558 ในอัตราลดลงร้อยละ 9.82 เพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าว

สำหรับแนวโน้มการขยายตัวของปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในอดีตมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ไม่แน่นอนและมีได้มีการเปลี่ยนแปลงเป็นวัฏจักร (Cycle) ที่ชัดเจน แต่อุปสงค์หลักของการใช้งานจะขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้จ่ายงบประมาณภาครัฐเพื่อใช้ในการซ่อมสร้างถนน และความไม่แน่นอนของปัจจัยทางการเมือง เป็นปัจจัยสำคัญ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดสมมติฐานให้ปริมาณขายยางมะตอยของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 7.66 ตามค่าเฉลี่ยการเติบโตของอุปสงค์ภายในประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2545 – 2558 เพื่อสะท้อนแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงอุปสงค์การใช้ยางมะตอยในประเทศและความไม่แน่นอนดังกล่าว โดยปัจจัยสนับสนุนการเติบโตดังกล่าวมาจากการที่รัฐบาล Jokowi ได้เริ่มผลักดันการก่อสร้างโครงการสาธารณูปโภคตามที่ได้ประกาศนโยบายไว้ โดยได้จัดสรรงบประมาณจำนวนประมาณ 276 ล้านดอลลาร์เปีย ซึ่งเพิ่มมากขึ้นจากปีงบประมาณ 2557 ประมาณร้อยละ 45 เพื่อลงทุนในโครงการต่างๆ

ในช่วงเดือนมิถุนายน 2558 ABS ได้เข้าซื้อเครื่องผลิต Asphalt Emulsion จากบริษัท PT Widya Sapta Colas (WASCO) และได้เริ่มเดินเครื่องผลิต Asphalt Emulsion ตั้งแต่ มิถุนายน 2558 ที่ผ่านมา โดยจากการสัมภาษณ์ข้อมูลของผู้บริหารประเมินว่ากำลังการผลิตเครื่องจักรจะอยู่ประมาณร้อยละ 60.00 ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินจึงประมาณการว่า ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม จะเริ่มรับรู้รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์ Asphalt Emulsion ในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2558 อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินได้ตรวจสอบข้อมูลสมมติฐานและอัตราการเติบโตของตลาด เพื่อเปรียบเทียบความเป็นไปได้ของสมมติฐานของฝ่ายบริหารของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม และได้ปรับลดประมาณการเพื่อเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานการใช้กำลังการผลิตร้อยละ 50.00 ในปี 2558 – 2559 และหลังจากนั้นในปี 2559 – 2563 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 7.66 ตามค่าเฉลี่ยการเติบโตของอุปสงค์ภายในประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2545 – 2558

ความต้องการใช้ Asphalt Cement ภายในประเทศอินโดนีเซีย (หน่วย 1,000 ตัน)



ที่มา : ABSและบริษัทย่อย

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ยางมะตอยของประเทศอินโดนีเซียในปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ที่ผ่านมาแกว่งตัวอยู่ในกรอบ 7.20 – 8.70 ล้านบาท/ตัน ซึ่งมีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ใกล้เคียงกับราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้เป็นวัตถุดิบในกระบวนการผลิตยางมะตอย แต่มีความผันผวนต่ำกว่าราคาน้ำมันดิบเนื่องจากอุปทานที่จำกัดจากจำนวนผู้ผลิตในอุตสาหกรรมที่น้อยราย และ โรงกลั่นส่วนใหญ่เลือกที่จะผลิตน้ำมันเกรดคุณภาพสูงทำให้ปริมาณยางมะตอยที่เข้าสู่ตลาดค่อนข้างจำกัด

ผู้บริหาร ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ประเมินว่าแนวโน้มของราคาผลิตภัณฑ์ยางมะตอยจะยังคงทรงตัวหรือปรับตัวสูงขึ้นได้จาก 1) อุปทานของยางมะตอยในตลาดที่มีจำกัดจากการที่โรงกลั่นส่วนใหญ่ไม่สร้างโรงกลั่นใหม่แต่ใช้วิธีอัปเกรด Cracking Unit เพื่อเพิ่มผลิตภัณฑ์เบาเพิ่มขึ้น 2) นโยบายหลักของประเทศในกลุ่ม ASEAN ที่สนับสนุนการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปลายปี 2558 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์การใช้ยางมะตอยเพื่อสร้างถนน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศเวียดนามและประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งจะเป็นเจ้าภาพการแข่งขันกีฬาเอเชียนเกมส์ในปี 2561 3) การใช้จ่ายภาครัฐภายในประเทศที่มีการลงทุนขนาดใหญ่อยู่หลายโครงการ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement และ Asphalt Emulsion โดยกำหนดราคาขายเฉลี่ยในปี 2559 – 2563 คงที่เท่ากับปี 2558 ที่ 7.80 ล้านบาท/ตัน และ 8.00 ล้านบาท/ตัน ตามลำดับ

ต้นทุนผลิตภัณฑ์

ABS และบริษัทย่อยมีนโยบายในการขายในลักษณะต้นทุนบวกกำไร (Cost plus margin) ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดอัตราส่วนต้นทุนผลิตภัณฑ์ต่อราคาขายโดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยต้นทุนต่อราคาขายในอดีต ซึ่งสำหรับปี 2558 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดอัตราส่วนต้นทุนผลิตภัณฑ์ต่อราคาขาย สำหรับผลิตภัณฑ์ Asphalt Cement และ Asphalt Emulsion ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยปี 2558 ที่ร้อยละ 88.12 หรือคิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 11.88 ในขณะที่ปี 2559 – 2563 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานต้นทุนต่อราคาขายเฉลี่ยโดยใช้ค่าเฉลี่ยในอดีตปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ที่ร้อยละ 89.63 ของต้นทุนต่อราคาขายตามนโยบายการกำหนดราคาของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมหรือคิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 10.37

ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน

ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงานส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ซึ่งประกอบด้วย เงินเดือนพนักงาน ค่าใช้จ่ายฝ่ายบริหาร ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด ค่าเช่าและค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ประเมินค่าใช้จ่ายค่าจ้างพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงานในปี 2558 จะขยายตัวเพิ่มขึ้นจากปี 2557 ร้อยละ 26.80 จากการรับโอนพนักงานของ WASCO ในช่วงเดือนมิถุนายน 2558 ขณะที่ประเมินการปรับตัวเพิ่มขึ้นของค่าจ้างพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงานเพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 6.00 ในปี 2559-2563 เป็นไปตามนโยบายการปรับตัวเพิ่มขึ้นของเงินเดือนเฉลี่ยและค่าจ้างอื่นๆที่เกี่ยวข้องของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS คือ ค่าใช้จ่ายที่ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม จ่ายเป็นค่าตอบแทนให้แก่ COLAS เพื่อตอบแทนการให้ความช่วยเหลือด้านเทคนิคในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ โดยจากค่าเฉลี่ยในปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 คิดเป็นอัตราเฉลี่ยร้อยละ 1.82 ต่อยอดขายได้ ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดอัตราค่าใช้จ่ายดังกล่าวเป็นสัดส่วนร้อยละ 1.82 ในปี 2558 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายบริหารคาดการณ์ว่า ภายหลังจากซื้อกิจการ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมตามข้อตกลงที่กำหนดในสัญญาจะซื้อขายกิจการ COLAS ยินยอมที่จะไม่คิดค่าใช้จ่ายดังกล่าวแก่ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมอีกต่อไป ภายหลังจากซื้อกิจการเสร็จสิ้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดให้ไม่มีค่าใช้จ่ายดังกล่าวตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไปในประมาณการ

อัตรากาญ

กำหนดในอัตราร้อยละ 36.30 โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย Effective tax rate ในช่วงปี 2555 – 2557 ซึ่งอัตราดังกล่าวเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตรากาญตามกฎหมายของประเทศอินโดนีเซียที่กำหนดในอัตราร้อยละ 25.00 เนื่องจากผลกระทบของภาษีเงินได้รูปการตัดบัญชี

3 สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน

สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน ประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น

โดยระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ยและระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ยกำหนดสมมติฐานโดยใช้ค่าเฉลี่ยในปี 2556-2557 ที่ 90 วันและ 50 วันตามลำดับ ในขณะที่ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ยกำหนดให้มีระยะเวลาลดลงเพื่อบริหารกระแสเงินสดในกลุ่มบริษัท (เจ้าหนี้หลักในการซื้อวัตถุดิบคือ HR ซึ่งเป็นบริษัทเป้าหมายในการซื้อกิจการในครั้งนี้ โดยหลังซื้อกิจการ TESCO จะถือหุ้น ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมในสัดส่วนร้อยละ 100.00) โดยกำหนดให้ทยอยลดลงจาก 120 วันในปี 2558 เหลือ 80-90 วันในปี 2559-2560 และลดลงเหลือ 70 วันตั้งแต่ปี 2560 ตามนโยบายบริหารกระแสเงินสดของกลุ่มบริษัท

สำหรับ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น กำหนดเป็นสัดส่วนร้อยละโดยอิงจากค่าสถิติในอดีตในปี 2556 -2557 และการสัมภาษณ์ผู้บริหารในอัตราคงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

	สมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	90
ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	70-120
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	50
สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	3.62%
สัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	1.28%
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	3.73%
สัดส่วนหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.61%

4 ค่าใช้จ่ายลงทุน

ข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ ABSและบริษัทย่อยและบริษัทร่วม คาดการณ์ว่า ABSและบริษัทย่อยและบริษัทร่วม มีแผนในการขยายการลงทุนในปี 2558 – 2563 ดังต่อไปนี้

ปี 2558

1. ลงทุนใน Emulsion Plant ใน Duri และ Balaraja 9,750 ล้านบาท
2. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน 7,125 ล้านบาท

ปี 2559

1. ลงทุนในคลังสินค้าใน Sampit 15,000 ล้านบาท
2. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน 11,700 ล้านบาท

ปี 2560 – 2563

ประมาณค่าใช้จ่ายลงทุน 10,000 ล้านบาทต่อปี โดยมีค่าใช้จ่ายลงทุนหลักในระบบรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน

อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังช่วงประมาณการ (Terminal growth rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการที่ร้อยละ 2.00 ต่อปี ต่ำกว่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยของอุตสาหกรรมยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซียแบบอนุรักษ์นิยม

5 อัตราส่วนลด (Discount Rate)

อัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการคำนวณโดยวิธีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของกิจการ (WACC: Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งใช้เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากประมาณการของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม โดยมีสมมติฐานในการคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= (\text{ต้นทุนทางการเงินของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย} \times \text{ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น}) + (\text{ต้นทุนทางการเงินของผู้ถือหุ้น} \times \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น}) \\ &= [K_d (1-T) * D/(D+E)] + [K_e * E/(D+E)] \end{aligned}$$

ต้นทุนของทุน (K_e) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (R_e) คำนวณได้จาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่

R_f = Risk Free Rate: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งในที่นี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุคงเหลือ 30 ปี เท่ากับร้อยละ 3.66 สอดคล้องกับการประเมินมูลค่าหุ้นที่มีสมมติฐานว่าธุรกิจยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) (ข้อมูล ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 จาก www.thaibma.or.th)

β = ค่าเบต้า : อัตราความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากค่าเบต้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาล ซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การปั๊มซีเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน จำนวนทั้งสิ้น 8 บริษัท ได้แก่ CCP, DCON, GEL, SCC, SCCC, SCP, TASCO, TPIPL โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง 5 ปี (ตั้งแต่ 12 พฤศจิกายน 2553 – 11 พฤศจิกายน 2558) ดังนี้

ชื่อย่อ	บริษัท	Beta
CCP	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	1.241
DCON	บมจ.ดีคอนโปรดักส์	0.813
GEL	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง	1.194
SCC	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	0.997
SCCC	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	0.827
SCP	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	1.072
TASCO	บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์	1.114
TPIPL	บมจ.ทีพีโอ โพลีน	1.107

เมื่อเฉลี่ยค่าเบต้าของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ดังกล่าวแล้ว ได้ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.046

Market Risk (R_m) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ซึ่ง
เท่ากับร้อยละ 11.845 ต่อปี (ข้อมูลจาก Bloomberg)

K_d = ประมาณการอัตราเงินกู้อ้างอิงจาก Bank Mandiri ซึ่งเป็นธนาคารใหญ่ในประเทศ
อินโดนีเซีย ณ เดือน พฤศจิกายน 2558 ในอัตราร้อยละ 11.00

D/E = จากข้อมูลงบการเงินตรวจสอบในอดีตปี 2556 -2557 และงบการเงินภายในงวด 9 เดือน
ปี 2558 ปรากฏว่า ABSและบริษัทย่อยและบริษัทร่วมได้จัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน
ในระยะสั้นเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน (Revolving loan) ในการดำเนินการเป็น
หลัก ซึ่งมีอัตราส่วนที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ประมาณ
1.00 เท่าและจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม คาดว่าจะ
ยังคงดำเนินนโยบายดังกล่าวต่อไปในอนาคต ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึง
กำหนด ประมาณการอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Target D/E
Ratio) ที่ 1.00 เท่า

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ที่ร้อยละ 36.30

ทั้งนี้ อัตราส่วนลดสำหรับ ABSและบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ที่คำนวณได้จะเท่ากับร้อยละ 11.61 ต่อปี โดยอาศัย
สมมติฐานข้างต้น สามารถคำนวณกระแสเงินสดของ ABSและบริษัทย่อยและบริษัทร่วมได้ ดังนี้

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วมด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

	สมมติฐานหลัก	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
ปริมาณขาย (ตัน)	เติบโต 7.66%	72,454.1	79,943.2	86,066.9	92,659.7	99,757.5	107,399.0
ราคาขายเฉลี่ย (ล้านรูเปียห์/ตัน)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 55-58	7.81	7.81	7.81	7.81	7.81	7.81
อัตรากำไรขั้นต้นก่อนค่าเสื่อมราคา (%)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 55-58	11.88%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายอื่นๆ							
ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน (%)	เติบโต 6.00%	26.80%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
อัตราค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก CLOAS ต่อยอดขาย (%)	ไม่มีตั้งแต่ปี 59	1.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
อัตราภาษี (Effective tax rate) (%)	ตามค่าเฉลี่ยอดีต	44.00%	36.29%	36.29%	36.29%	36.29%	36.29%

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ABS และบริษัทย่อยด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท	Q4/2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
รายได้จากการขาย	227,575.0	624,397.3	672,226.5	723,719.5	779,156.9	838,840.9
ต้นทุนขาย	(208,530.4)	(559,675.6)	(602,547.1)	(648,702.6)	(698,393.7)	(751,891.1)
กำไรขั้นต้นก่อนหักค่าเสื่อมราคา	19,044.6	64,721.7	69,679.4	75,016.9	80,763.3	86,949.8
ค่าเสื่อมราคา	(2,746.8)	(10,713.9)	(11,394.8)	(12,075.7)	(12,756.6)	(13,437.5)
กำไรขั้นต้นหลังหักค่าเสื่อมราคา	16,297.8	54,007.8	58,284.6	62,941.2	68,006.7	73,512.3
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(10,708.0)	(16,124.2)	(17,122.8)	(18,183.6)	(19,310.7)	(19,669.3)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้หัก	11,107.5	38,098.1	41,392.8	45,006.2	48,963.6	54,131.1
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	(3,061.9)	(7,481.7)	(8,191.4)	(8,979.6)	(9,852.5)	(11,121.4)
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย	8,045.6	30,616.3	33,201.3	36,026.6	39,111.1	43,009.7
บวก						
ค่าเสื่อมราคา	2,746.8	10,713.9	11,394.8	12,075.7	12,756.6	13,437.5
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	103,238.7	(20,193.1)	(33,938.8)	(19,301.5)	(1,978.0)	(20,931.6)
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(14,450.7)	(26,700.0)	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)
กระแสเงินสดอิสระ	99,580.5	(5,562.9)	657.3	18,800.8	39,889.7	25,515.7
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	145,046.7					
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	152,122.5					
มูลค่ากิจการ	297,169.2					
เงินสดหักหนี้สินสุทธิ ณ 30 กันยายน 2558	(117,273.5)					
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ	179,895.7					

วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าของกิจการจากปัจจัยอื่นๆ (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าจากปัจจัยของอัตราส่วนลดโดยปรับค่าของอัตราส่วนลด (Discount Rate) เพิ่มขึ้นจากการดำเนินธุรกิจในประเทศอียิปต์ร้อยละ 0.50 – 1.50 ต่อปี โดยการวิเคราะห์ความอ่อนไหวดังกล่าว จะแตกต่างจากการพิจารณาอัตราคิดลดสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการในประเทศ (Raycol) โดยจะไม่พิจารณาอัตราส่วนลดจากอัตราคิดลด เนื่องจากพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจในต่างประเทศเป็นหลัก ดังนี้

อัตราส่วนเพิ่มจากอัตราคิดลด (ร้อยละต่อปี)	0.00%	+0.50%	+1.00%	+1.50%
อัตราส่วนลด (Discount Rate)	11.61%	12.11%	12.61%	13.11%
มูลค่า ABS และบริษัทย่อย (ล้านบาท)	179,895.69	167,939.98	157,121.17	147,285.68
มูลค่าหุ้น (ล้านบาท)	21,421.25	19,997.62	18,709.36	17,538.19
มูลค่า ABS และบริษัทย่อย (ล้านบาท)	474.92	443.36	414.80	388.83
มูลค่าหุ้น (บาท)	56,552.11	52,793.71	49,392.70	46,300.81

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 รูเปียต่อ 0.00264 บาท

2. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นสามัญ

ตารางสรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการตามการประเมินราคาด้วยวิธีต่างๆ

	วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)	ความเหมาะสมของ วิธีการประเมิน
1.	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	38,345.81	322.03	ไม่เหมาะสม
2.	วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	41,067.61	337.34	ไม่เหมาะสม
3.	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	-	-	ไม่เหมาะสม
4.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	103,150.24-111,202.86	866.26-933.88	ไม่เหมาะสม
5.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	33,028.10 – 36,060.87	277.37 – 302.84	ไม่เหมาะสม
6.	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	46,300.81 - 56,552.11	388.83 - 474.92	เหมาะสม

สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach), วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach), วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม เนื่องจาก

- การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) จะคำนึงถึงฐานะการเงินขณะใดขณะหนึ่ง และมูลค่าทรัพย์สินตามที่ได้บันทึกบัญชีไว้ โดยที่ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของ

สินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า
วิธีมูลค่าทางบัญชีไม่เหมาะสมกับการประเมินในครั้งนี้

- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) ถึงแม้จะสามารถสะท้อนมูลค่าทรัพย์สิน
สุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการปรับปรุงผลกระทบ
จากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ อย่างไรก็ตามวิธีการประเมินดังกล่าวยังคงไม่สะท้อนความสามารถในการ
ทำกำไรในอนาคตของกิจการในอนาคต ดังนั้นการประเมินมูลค่า ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม โดย
ใช้มูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ของ ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ด้วยราคาตลาด จึง
เป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้
- วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value
Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) สะท้อนมูลค่าของ
กิจการในกรณีที่เป็นการลงทุนโดยเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม ภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้
TASCO จะเข้าถือหุ้น ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม ในสัดส่วนร้อยละ 99.98 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นราย
ใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow
Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ
ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม เนื่องจาก

- วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงาน
และการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด
สุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึง
แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริง
ของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCO จะถือหุ้น ABS และบริษัทย่อย
และบริษัทร่วมในสัดส่วนร้อยละ 99.98 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้ จึง
เหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการ โดยคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ ABS และ
บริษัทย่อยและบริษัทร่วม ซึ่งคิดตามสัดส่วนที่ TASCO จะเข้าทำรายการในครั้งนี้ ได้มูลค่าเหมาะสมของรายการ
เท่ากับ 46,300.81-56,552.11 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นมูลค่าลงทุน 388.83-474.92 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าราคาในการเข้า
ทำรายการในครั้งนี้ที่ 340.45 ล้านบาท (คำนวณจากราคาซื้อที่ 9.50 ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก
Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) หรือสูงกว่าราคาที่ทำรายการใน

ครั้งนี้ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 14.21– 39.50 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้เป็นราคาที่เหมาะสม

3. Highway Resource Pte (“HR”)และบริษัทย่อย

1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) หรือเท่ากับส่วนของผู้อถือหุ้นของ HR และบริษัทย่อย และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้น จะได้เป็นมูลค่าหุ้นตามบัญชี จากงบการเงินภายใน ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินภายในสำหรับผู้บริหารซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงตามภาพจำลองสินทรัพย์หนี้สินและส่วนผู้อถือหุ้นซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	3,594,636	128,820,970
บวกกำไร (ขาดทุน) สะสม	9,941,006	356,255,832
หักผลต่างสำรองจากอัตราแลกเปลี่ยน	(1,381,264)	(49,500,358)
รวมส่วนของผู้อถือหุ้น	12,154,378	435,576,444
จำนวนหุ้นสามัญ (ล้านหุ้น)	4,780,000	4,780,000
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อหุ้น	2.54	91.12

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

โดยมีราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเท่ากับ 91.12 บาทต่อหุ้น

2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมของกิจการขณะใดขณะหนึ่ง พร้อมทั้งปรับปรุงด้วยภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต (Commitments and Contingent Liabilities) รวมถึงส่วนเพิ่มหรือส่วนลดตามราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวรที่มีการประเมิน โดยบริษัทประเมินราคาอิสระและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น รวมถึงผลกระทบด้านอื่นจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้องของ HR และบริษัทย่อยจากนั้นนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของ HR

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์มีตัวตนและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนี้

รายการทรัพย์สิน ¹	มูลค่าทางบัญชี (บาท)	ราคาประเมิน ² (บาท)	ส่วนต่าง (บาท)
สินทรัพย์มีตัวตน			
อาคารและส่วนประกอบของอาคาร	56,152,253	52,650,860	(3,501,393)
ถังเก็บสินค้าและอุปกรณ์	58,028,424	95,547,463	37,519,039
รถยนต์และรถบรรทุกสินค้า	40,839,360	84,750,846	43,911,486
อุปกรณ์สำนักงาน	1,968,258	2,804,990	836,733
รถบรรทุกสินค้าที่อยู่ภายใต้สัญญาเช่าทางการเงิน	23,927,541	24,189,975	262,434
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน			
สิทธิในการใช้ที่ดิน	50,255,174	45,626,880	(4,628,294)
โปรแกรมคอมพิวเตอร์	730,267	926,171	195,905
รวมมูลค่าสินทรัพย์ที่ทำการปรับปรุง	231,901,277	306,497,186	74,595,909

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

¹ ประเมินสินทรัพย์อ้างอิงจาก รายงานประเมินสินทรัพย์โดยบริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัดซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระลงวันที่ 5 พฤศจิกายน 2558

² ประเมินสินทรัพย์ราคาโดยวิธี Sales comparison approach

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อกำหนดมูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โดยจากข้อมูลราคาประเมินราคาสินทรัพย์ของ ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR ที่ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งจัดทำโดย บริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัด ณ วันที่ 5 พฤศจิกายน 2558 ได้ทำการประเมินราคาสินทรัพย์ของ ADCo โดยวิธี Sales comparison approach ที่ราคาเหมาะสมที่ 306,497,186 บาท (คำนวณจากราคาประเมินที่ 8.55 ล้านดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท) โดยวิธีการประเมินของถังเก็บสินค้าและอุปกรณ์ รถยนต์และรถบรรทุกสินค้า ผู้ประเมินราคาอิสระใช้วิธี Sales comparison approach ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า ผู้ประเมินราคาใช้วิธีเทียบเคียงกับสินทรัพย์ที่มีการขายในปัจจุบัน ดังนั้น มูลค่าถังเก็บสินค้าและอุปกรณ์ของบริษัทที่มีการดูแลรักษา ซ่อมแซมให้อยู่ในสภาพที่ดี จึงมีมูลค่าที่เพิ่มขึ้น เสมือนเป็นของใหม่ที่มีการขายในปัจจุบัน สำหรับรถยนต์และรถบรรทุกสินค้า ส่วนที่ปรับเพิ่มขึ้นหลักจะมาจากรถบรรทุกสินค้า เมื่อเทียบกับราคาในปัจจุบันของรถบรรทุกที่มีการปรับเพิ่มขึ้นตลอดในประเทศเวียดนาม สำหรับอุปกรณ์สำนักงานและโปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่ปรับเพิ่มขึ้นนั้น เป็นผลมาจากการซื้อเพิ่มขึ้นในช่วงหลังจากสิ้นงวด 9 เดือนปี 2558

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับเพิ่มส่วนต่างระหว่างราคาประเมินกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ที่ทำการประเมินสุทธิ ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 จำนวน 74,595,909 บาท เพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าวโดยนำมาปรับปรุงดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ส่วนของผู้อื้อหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2558	12,154,378	435,576,444
<u>บวก</u> ส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์	2,081,533	74,595,909
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายหลังรายการปรับปรุง	14,235,911	510,172,353
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (หุ้น)	4,780,000	4,780,000
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	2.98	106.73

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

ดังนั้นจากการคำนวณโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์จะได้มูลค่าส่วนผู้อื้อหุ้นของ HR และบริษัทย่อยหลังปรับปรุงรายการมูลค่าตามบัญชีเท่ากับประมาณ 106.73 บาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) นี้ได้มีการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้องตามความเป็นจริง

3) วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีราคาตลาด (Historical Market Price Approach)

เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของ HR ผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 15 – 180 วันนับจากวันที่ที่ปรึกษาอิสระทำการประเมินราคา อย่างไรก็ตามเนื่องจาก HR ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงไม่สามารถหามูลค่าหุ้นของ HR ตามวิธีนี้ได้

4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ HR และบริษัทย่อย ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ที่คำนวณได้ตามข้อ 1) ซึ่งเท่ากับ 91.12 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ของบริษัทจดทะเบียน (“ตลาดหลักทรัพย์”) ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาลซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การใช้น้ำมันซีเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน โดยจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ HR และบริษัทย่อยจำนวน 8 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี, บมจ.คิคอนโปรดักส์, บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริ่ง, บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย, บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง, บมจ.ทักษิณคอนกรีต, บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์และบมจ.ทีพีโอ โพลีนซึ่งค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปโดยมีรายละเอียดดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	CCP	2.00	2.01	2.03	2.07	2.10	2.26
2	บมจ.ดีคอนโปรดักส์	DCON	3.60	3.64	3.68	3.53	3.54	3.82
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริ่ง	GEL	0.72	0.72	0.74	0.77	0.80	0.88
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	2.87	2.90	2.96	3.12	3.23	3.34
5	บมจ.ปูนซีเมนต์นครหลวง	SCCC	3.67	3.68	3.63	3.68	3.76	3.92
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	1.82	1.81	1.79	1.80	1.84	1.92
7	บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์	TASCO	7.61	6.99	5.94	5.72	5.37	4.56
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน	TPIPL	0.88	0.90	0.88	0.87	0.90	0.94
ค่าเฉลี่ย P/BV			2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง X มูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 ก.ย. 58

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
P/BV Ratio	2.90	2.83	2.71	2.70	2.69	2.70
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น(บาท)	91.12	91.12	91.12	91.12	91.12	91.12
ราคาต่อหุ้น (บาท)	264.26	257.88	246.95	246.04	245.13	246.04

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้มูลค่าหุ้นของ HR และบริษัทย่อย อยู่ระหว่าง 245.13 บาท-264.26 บาท

5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Per Share Ratio Approach: P/E Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการนำประมาณการกำไรสุทธิที่มาจาก การดำเนินงานต่อหุ้นของ HR และบริษัทย่อยในปี 2558 ซึ่งมีจำนวน 53.22 บาทต่อหุ้นคูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน ราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) ของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้อ้างอิงตามข้อ 4) ซึ่งค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทจดทะเบียน ดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปสรุปได้ดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี ^{1/}	CCP	37.94	38.26	38.65	36.00	34.18	29.54
2	บมจ.ดีคอน โปรดักส์	DCON	10.01	10.13	10.23	10.67	11.27	12.49
3	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริ่ง ^{1/}	GEL	54.55	55.10	56.08	50.58	48.34	41.29
4	บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย	SCC	13.40	13.53	13.80	14.82	15.46	16.51
5	บมจ.ปูนซิเมนต์นครหลวง	SCCC	18.15	18.11	17.85	18.07	18.43	18.24
6	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	SCP	8.88	8.81	8.69	8.66	8.77	8.73
7	บมจ.ทีปโก้เอสพีแอล	TASCO	18.71	17.18	14.59	15.56	15.36	15.18
8	บมจ.ทีพีไอ โพลีน ^{1/}	TPIPL	60.07	61.13	59.85	52.12	49.21	47.27
ค่าเฉลี่ย			13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1/}ไม่นำค่ามาพิจารณาเนื่องจากมีความผันผวนเกินระดับปกติ

การประเมิน โดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง X ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นของกิจการในปี 2558

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
P/E Ratio	13.83	13.55	13.03	13.56	13.86	14.23
กำไรต่อหุ้น (บาท)	53.22	53.22	53.22	53.22	53.22	53.22
ราคาต่อหุ้น (บาท)	736.05	721.15	693.48	721.68	737.65	757.34

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดเฉลี่ยต่อกำไรต่อหุ้นจะได้มูลค่าหุ้นของ HR และบริษัทย่อยอยู่ระหว่าง 693.48– 757.34 บาท

6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงิน (Discounted Cash Flow Approach) (หรือ “วิธี DCF”)

การประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้เป็นการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Present Value of Free Cash Flow) ที่คาดว่าจะได้รับจากการประมาณการทางการเงิน แล้วจึงนำมาคิดลดด้วยส่วนลดที่ได้จากการคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยตั้งอยู่บน

สมมติฐานว่าธุรกิจที่มีอยู่ยังคงดำเนินอยู่ต่อเนื่องไปยังอนาคตและไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญที่เกิดขึ้น รวมทั้งเป็นไปภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน

อนึ่ง ประเมินการทางการเงินดังกล่าว จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาราคายุติธรรมของหุ้นสามัญของ HR และบริษัทย่อยเพื่อกำหนดราคาหุ้นที่เหมาะสมในการพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการครั้งนี้ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปกติในปัจจุบัน ซึ่งยังไม่รวมการขยายตัวไปยังธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ทั้งนี้หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของ HR และบริษัทย่อย รวมทั้งสถานการณ์ของ HR และบริษัทย่อยมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ราคาหุ้นที่ประเมินโดยวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาดังกล่าวไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ทั้งนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กำหนดสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ HR และบริษัทย่อย โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีต งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี รวมทั้งข้อมูลเอกสารที่ได้เห็น และ/หรือ รับจากผู้บริหาร รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ HR และบริษัทย่อยโดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ HR และบริษัทย่อยมีดังนี้

1 ระยะเวลาทำประมาณการ 6 ปีเริ่มตั้งแต่ปี 2558 – 2563

ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่า ระยะเวลาในการประมาณการดังกล่าวได้สะท้อนผลกระทบจากความผันผวนของอุปสงค์การใช้ยางมะตอยจากปัจจัยทางการเมือง ผลกระทบจากค่าใช้จ่ายลงทุนในระยะสั้นได้เพียงพอแล้ว

2 รายได้และต้นทุน

สมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับรายได้

สำหรับการประมาณการรายได้จากการขาย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการโดยใช้ข้อมูลภายในกิจการในอดีตที่ได้รับจาก HR และบริษัทย่อยและข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร HR และบริษัทย่อยรวมถึงประมาณการที่ได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ HR และบริษัทย่อยโดยมีสมมติฐานหลักในการประมาณการ ดังนี้

ปริมาณขายผลิตภัณฑ์

ธุรกิจหลักของ HR คือธุรกิจซื้อขายยาง โดย HR มีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่ประเทศสิงคโปร์และทำหน้าที่เป็นบริษัทศูนย์กลางเพื่อจัดหาวัตถุดิบยางมะตอยเพื่อขายต่อไปยังกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องซึ่งได้แก่

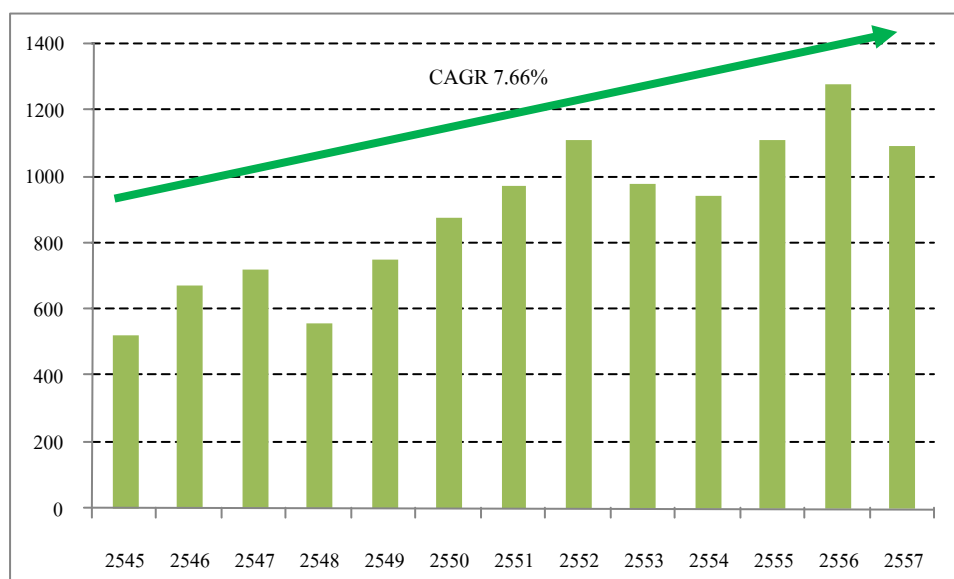
- 1) ABS และบริษัทย่อย: เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซีย และเป็นบริษัทที่ TASCOT จะเข้าทำรายการซื้อกิจการในครั้งนี้โดยสำหรับปี 2557 ที่ผ่านมา HR มีปริมาณขายให้แก่ ABS และบริษัทย่อยในสัดส่วนประมาณร้อยละ 33 ของปริมาณขายรวม
- 2) ADCO: เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศเวียดนาม และเป็นบริษัทย่อยของ HR ที่ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00 โดยในปี 2557 ที่ผ่านมา HR มีปริมาณขายให้แก่ ADCO ในสัดส่วนประมาณร้อยละ 55 ของปริมาณขายรวม

ดังนั้นการเติบโตของ HR จึงขึ้นอยู่กับอุปสงค์การใช้ยางมะตอยในประเทศเวียดนามและประเทศอินโดนีเซียเป็นหลัก โดยการขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยให้แก่กลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องนั้น จะอยู่ภายใต้การวางแผนการจัดหาวัตถุดิบจาก COLAS (จะเปลี่ยนเป็น TASCOT ภายหลังการเข้าทำรายการ) และหากมีอุปทานส่วนเกินเหลือจึงจะทำการขายสินค้าให้แก่บริษัทอื่นๆ

ทั้งนี้ สำหรับปริมาณขายผลิตภัณฑ์ในปี 2558 ของ HR และบริษัทย่อยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคาดว่า HR และบริษัทย่อยจะมีปริมาณขายสะสมรวม 275,287 ตันหรือปรับตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 11.83 เนื่องจาก 1) ปริมาณขายงวด 8 เดือนปี 2558 ที่ขยายตัวในระดับสูงจากอุปสงค์ในประเทศเวียดนามจากการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการ อาทิเช่น Highway project โดยมีปริมาณขายสะสมประมาณ 180,000 ตัน 2) การขยายตัวของอุปสงค์ยางมะตอยในประเทศเวียดนามเพื่อเร่งโครงการก่อสร้างต่างๆ ให้แล้วเสร็จภายในปี 2558 ก่อนการประชุมพรรคคอมมิวนิสต์ในปี 2559 ในขณะที่การเติบโตในประเทศอินโดนีเซียค่อนข้างจำกัดจากงบประมาณจากรัฐบาลกลางที่น้อยลงจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจและปัญหาทางการเมืองแต่คาดว่าจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลายปี 2558 จากการเบิกงบประมาณใช้จ่ายภาครัฐที่มากขึ้น

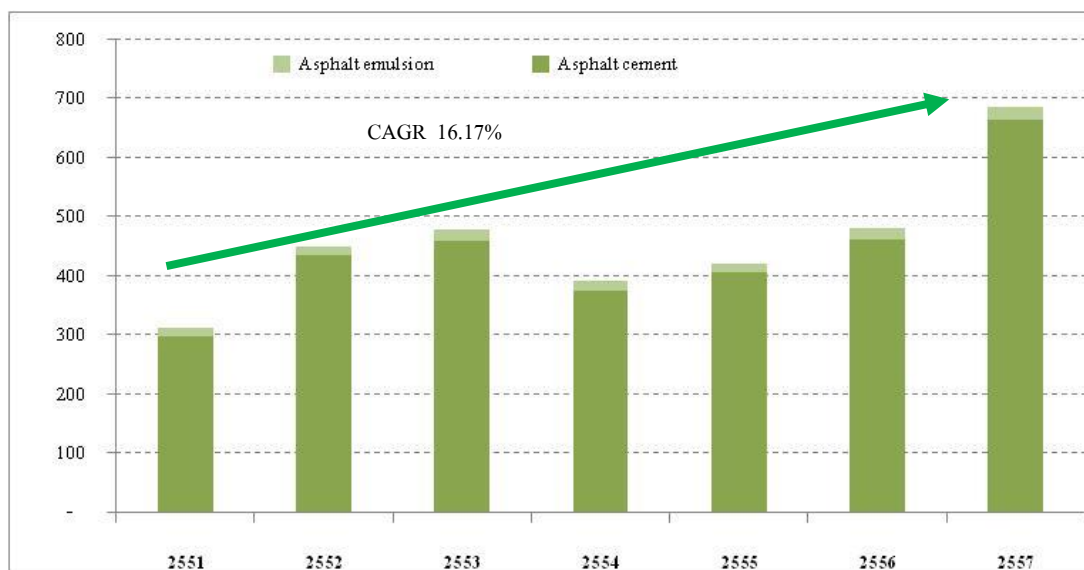
สำหรับแนวโน้มการขายตัวของปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในอดีตมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางที่ไม่แน่นอนและมีได้มีการเปลี่ยนแปลงเป็นวัฏจักร (Cycle) ที่ชัดเจน แต่อุปสงค์หลักของการใช้งานขึ้นอยู่กับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐเพื่อใช้ในการซ่อมสร้างถนน และความไม่แน่นอนของปัจจัยทางการเมืองเป็นปัจจัยสำคัญ ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดสมมติฐานให้ปริมาณขายยางมะตอยของในปี 2559-2563 มีการเติบโตเฉลี่ยใกล้เคียงกับอดีต โดยกำหนดสมมติฐานให้ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศอินโดนีเซียขยายตัวในอัตราร้อยละ 7.66 ตามค่าเฉลี่ยการเติบโตของอุปสงค์ภายในประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2545 – 2557 ในขณะที่กำหนดสมมติฐานให้ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในประเทศเวียดนามขยายตัวในอัตราร้อยละ 16.17 ตามค่าเฉลี่ยการเติบโตของอุปสงค์ภายในประเทศเวียดนามในช่วงปี 2551-2557 ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้รวมการขายผลิตภัณฑ์ยางมะตอยให้แก่บริษัทอื่นๆ เนื่องจากอุปทานของผลิตภัณฑ์ยางมะตอยที่ค่อนข้างจำกัดทำให้ HR มีนโยบายที่จะขายวัตถุดิบเฉพาะกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องเท่านั้น โดยอ้างอิงจากการสัมภาษณ์ของผู้บริหาร HR และบริษัทย่อย

ความต้องการใช้ Asphalt Cement ภายในประเทศอินโดนีเซีย (หน่วย 1,000 ตัน)



ที่มา : ABSและบริษัทย่อย

ความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ยางมะตอยภายในประเทศเวียดนาม (หน่วย 1,000 ตัน)



ที่มา : ADCo

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์

ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 ของ ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR มีราคาเฉลี่ยแกว่งตัวอยู่ในกรอบ 634 – 734 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ในขณะที่ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ยางมะตอยแก่ ABS และบริษัทย่อยจะมีราคาถูกกว่าเนื่องจากการขายให้แก่ ABS และบริษัทย่อยเพื่อนำไปขายให้แก่ลูกค้าทั่วไปจึงมีราคาเฉลี่ยแกว่งตัวอยู่ในกรอบ 410 – 650 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ทั้งนี้ สำหรับแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาขายมะตอยจะมีทิศทางค่อนข้างใกล้เคียงกับราคาน้ำมันดิบซึ่งใช้เป็นวัตถุดิบในกระบวนการผลิตยางมะตอย แต่มีความผัน

ผวนต่ำกว่าราคาน้ำมันดิบเนื่องจากอุปทานที่จำกัดจากจำนวนผู้ผลิตในอุตสาหกรรมที่น้อยราย และ โรงกลั่นส่วนใหญ่เลือกที่จะผลิตน้ำมันเกรดคุณภาพสูงทำให้ปริมาณขางมะตอยที่เข้าสู่ตลาดค่อนข้างจำกัด

ผู้บริหาร HR และบริษัทย่อยประเมินว่าแนวโน้มของราคาผลิตภัณฑ์ขางมะตอยจะยังคงทรงตัวหรือปรับตัวสูงขึ้นได้จาก 1)อุปทานของขางมะตอยในตลาดที่มีจำกัดจากการที่โรงกลั่นส่วนใหญ่ไม่สร้างโรงกลั่นใหม่แต่ใช้วิธีอัปเกรด Cracking Unit เพื่อเพิ่มผลิตภัณฑ์เบาเพิ่มขึ้น 2)นโยบายหลักของประเทศในกลุ่ม ASEAN ที่สนับสนุนการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปลายปี 2558 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์การใช้ขางมะตอยเพื่อสร้างถนน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย ซึ่งจะเป็นเจ้าภาพการแข่งขันกีฬาเอเชียนเกมส์ในปี 2561 3)การใช้จ่ายภาครัฐภายในประเทศที่มีการลงทุนขนาดใหญ่อยู่หลายโครงการ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ในราคาขายเฉลี่ยคงที่ของ ADCo และ ABS และบริษัทย่อยใกล้เคียงปี 2558 ที่ 614 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันและ 410 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันตามลำดับ

ต้นทุนผลิตภัณฑ์

HR และบริษัทย่อยมีนโยบายในการขายในลักษณะต้นทุนบวกกำไร (Cost plus margin) โดยในงบการเงินรวม HR จะรับรู้อัตรากำไรขั้นต้นผ่านการขายผลิตภัณฑ์ให้แก่ ADCo ในอัตราที่สูงกว่า ABS และบริษัทย่อยเนื่องจากถือหุ้นทางตรงใน ADCoซึ่งเป็นบริษัทย่อยในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ในขณะที่รับรู้อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายผลิตภัณฑ์ให้แก่ ABS และบริษัทย่อยในอัตราที่ต่ำกว่าเนื่องจากทำหน้าที่แค่เป็นตัวกลางในการซื้อขายผลิตภัณฑ์ให้แก่ABSและบริษัทย่อยดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น โดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยต้นทุนต่อราคาขายในอดีต ซึ่งสำหรับปี 2558 กำหนดกำไรขั้นต้นสำหรับ ADCo และ ABS และบริษัทย่อยในอัตราใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีตช่วงปี 2557-9 เดือนปี 2558 ที่ร้อยละ 14.97 และร้อยละ 0.50 ตามลำดับ ในขณะที่ปี 2559 – 2563 ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับ ADCo และ ABS และบริษัทย่อยโดยใช้ค่าเฉลี่ยในอดีตปี 2555 – 2557 ที่ร้อยละ 9.50 และร้อยละ 0.50 ตามลำดับ

ค่าใช้จ่ายขนส่ง ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน

สำหรับค่าใช้จ่ายเพื่อใช้ในการขนส่งสินค้าให้แก่ลูกค้า ซึ่งเป็นต้นทุนผันแปรตามรายได้จากการขาย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานในประมาณร้อยละ 3.23 ของรายได้จากการขายโดยอิงค่าเฉลี่ยในอดีต ขณะที่ประเมินการปรับตัวเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงานเพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 6.00 ในปี 2559 -2563 เป็นไปตามนโยบายการปรับตัวเพิ่มขึ้นของเงินเดือนเฉลี่ยและค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องของ ABS และบริษัทย่อย

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS

ต้นทุนค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก COLAS คือค่าใช้จ่ายที่ ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR จ่ายเป็นค่าตอบแทนให้แก่ COLAS เพื่อตอบแทนการให้ความช่วยเหลือด้านเทคนิคในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ โดยจากค่าเฉลี่ยในปี 2555 – 9 เดือนปี 2558 คิดเป็นอัตราเฉลี่ยร้อยละ 0.50 ต่อยอดขายได้ ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดอัตราค่าใช้จ่ายดังกล่าวเป็นสัดส่วนร้อยละ 0.50 ในปี 2558 อย่างไรก็ตามฝ่ายบริหารคาดการณ์ว่า ภายหลังจากซื้อกิจการ HR ตามข้อตกลงที่กำหนดในสัญญาจะซื้อจะขายกิจการ COLAS ยินยอมที่จะไม่คิดค่าใช้จ่ายดังกล่าวแก่ ADCo อีกต่อไป ภายหลังการซื้อกิจการเสร็จสิ้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดให้ไม่มีค่าใช้จ่ายดังกล่าวตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไปในประมาณการ

อัตรากำไร

กำหนดในอัตราร้อยละ 28.20 โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ย Effective tax rate ของ HR และบริษัทย่อยในช่วงปี 2555 – 2557 ซึ่งอัตราดังกล่าวเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตรากำไรตามกฎหมายของประเทศเวียดนามที่ร้อยละ 22.00 (ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR ตั้งอยู่ที่ประเทศเวียดนาม) และสิงคโปร์ที่ร้อยละ 17.00 00 (HR ซึ่งเป็นบริษัทแม่ตั้งอยู่ที่ประเทศสิงคโปร์) เนื่องจากผลกระทบของภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี

3 สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน

สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน ประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียนอื่นสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น โดยกำหนดเป็นสัดส่วนร้อยละโดยอิงจากค่าสถิติในอดีตในปี 2556-2557และการสัมภาษณ์ผู้บริหารในอัตราคงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

	สมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	73
ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ย(วัน)	51
ระยะเวลาขายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	12
สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.00%
สัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.05%
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.51%
สัดส่วนหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.07%

4 ค่าใช้จ่ายลงทุน

ข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ HRคาดการณ์ว่า HR มีแผนในการขยายการลงทุนใน ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยสำหรับปี 2558 – 2563 ดังต่อไปนี้

ปี 2558

- | | |
|--|-----------------------|
| 1. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน | 0.70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| 2. ระบบปฏิบัติงานและค่าใช้จ่ายลงทุนอื่นๆ | 0.11 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |

ปี 2559

- | | |
|--|-----------------------|
| 1. ลงทุนในคลังสินค้า | 0.46 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| 2. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน | 0.40 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| 3. ระบบปฏิบัติงานและค่าใช้จ่ายลงทุนอื่นๆ | 0.10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |

ปี 2560 - 2561

- | | |
|--|-----------------------|
| 1. ลงทุนในคลังสินค้า | 0.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| 2. ลงทุนในรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน | 0.40 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |
| 3. ระบบปฏิบัติงานและค่าใช้จ่ายลงทุนอื่นๆ | 0.10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ |

ปี 2562- 2563

ประมาณค่าใช้จ่ายลงทุน 0.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี โดยมีค่าใช้จ่ายลงทุนหลักในระบบรถขนส่งและระบบปฏิบัติงาน

อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังช่วงประมาณการ (Terminal growth rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการที่ร้อยละ 2.00 ต่อปี ต่ำกว่าอัตราการเติบโตเฉลี่ยของอุตสาหกรรมยางมะตอยในประเทศเวียดนามและอินโดนีเซียแบบอนุรักษ์นิยม

5 อัตราส่วนลด (Discount Rate)

อัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการคำนวณโดยวิธีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของกิจการ (WACC: Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งใช้เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากประมาณการของ HR และบริษัทย่อยโดยมีสมมติฐานในการคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= (\text{ต้นทุนทางการเงินของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย} \times \text{ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น}) + (\text{ต้นทุนทางการเงินของผู้ถือหุ้น} \times \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น}) \\
 &= [K_d (1-T) * D/(D+E)] + [K_e * E/(D+E)]
 \end{aligned}$$

ต้นทุนของทุน (K_e) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (R_e) สามารถได้จาก
Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่

R_f = Risk Free Rate: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งในที่นี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุคงเหลือ 30 ปี เท่ากับร้อยละ 3.66 สอดคล้องกับการประเมินมูลค่าหุ้นที่มีสมมติฐานว่าธุรกิจยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) (ข้อมูล ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 จาก www.thaibma.or.th)

β = ค่าเบต้า: อัตราความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากค่าเบต้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวดวัสดุก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง การลงทุนด้านระบบสาธารณูปโภคพื้นฐาน และการลงทุนภาครัฐบาล ซึ่งเมื่อมีการใช้จ่ายภาครัฐบาลจะก่อให้เกิดการใช้จ่ายในการก่อสร้างถนน การปูซีเมนต์และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างในทิศทางใกล้เคียงกัน จำนวนทั้งสิ้น 8 บริษัทได้แก่ CCP, DCON, GEL, SCC, SCCC, SCP, TASCO, TPIPL โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคาย้อนหลัง 5 ปี (ตั้งแต่ 12 พฤศจิกายน 2553–11 พฤศจิกายน 2558) ดังนี้

ชื่อย่อ	บริษัท	Beta
CCP	บมจ.ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี	1.241
DCON	บมจ.ติคอนโปรดักส์	0.813
GEL	บมจ.เจนเนอรัล เอนจิเนียริง	1.194
SCC	บมจ.ปูนซีเมนต์ไทย	0.997
SCCC	บมจ.ปูนซีเมนต์นครหลวง	0.827
SCP	บมจ.ทักษิณคอนกรีต	1.072
TASCO	บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์	1.114
TPIPL	บมจ.ทีพีไอ โพลีน	1.107

เมื่อเฉลี่ยค่าเบต้าของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวแล้ว ได้ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.046

Market Risk (Rm) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 11.845 ต่อปี (ข้อมูลจาก Bloomberg)

Kd = ประมาณการอัตราเงินกู้อ้างอิงจากธนาคารในประเทศเวียดนามซึ่ง HR และบริษัทย่อยใช้บริการหลัก 5 แห่งที่อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 7.80 ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่แท้จริง (Effective rate) ในช่วงปี 2556-2557 ที่ร้อยละ 0.93 - 7.80 (กรอบอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะยาว)

D/E = จากข้อมูลงบการเงินตรวจสอบในอดีตปี 2556 -2557 และงบการเงินภายในงวด 9 เดือนปี 2558 ปรากฏว่า HR และบริษัทย่อยได้จัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินในระยะสั้นเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน (Revolving loan) ในการดำเนินกิจการเป็นหลัก ซึ่งมีอัตราส่วนที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ประมาณ 0.50 เท่าและจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร HR และบริษัทย่อยคาดว่าจะยังคงดำเนินนโยบายดังกล่าวต่อไปในอนาคต ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนด ประมาณการอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Target D/E Ratio) ที่ 0.50 เท่า

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ที่ร้อยละ 28.20

ทั้งนี้ อัตราส่วนลดสำหรับ HR และบริษัทย่อยที่คำนวณได้จะเท่ากับร้อยละ 10.01 ต่อปี โดยอาศัยสมมติฐานข้างต้นสามารถคำนวณกระแสเงินสดของ HR และบริษัทย่อยได้ ดังนี้

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ HR และบริษัทย่อยด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

	สมมติฐานหลัก	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
ปริมาณขายรวม (ตัน)	ความอัตราเดบิตเฉลี่ยต่อปี	275,287.1	313,644.4	357,733.3	408,444.7	466,810.7	534,027.4
ราคาขายเฉลี่ย (ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน)	คงที่เท่ากับปี 58	560.37	563.31	566.15	568.88	571.49	573.99
สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นก่อนค่าเสื่อมราคา (%)							
ADCO (ประเทศเวียดนาม)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 56-57	14.97%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
ABS (ประเทศอินโดนีเซีย)	คงที่ตามค่าเฉลี่ยปี 56-57	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก		12.18%	7.87%	7.97%	8.06%	8.15%	8.24%
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายอื่นๆ							
ค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าใช้จ่ายสำนักงาน (%)	เดบิต 6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
อัตราค่าช่วยเหลือทางเทคนิคจาก CLOAS ต่อยอดขาย (%)	ไม่มีตั้งแต่ปี 59	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
อัตราภาษี (Effective tax rate) (%)	ตามค่าเฉลี่ยอดีต	28.18%	28.18%	28.18%	28.18%	28.18%	28.18%

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ HR และบริษัทย่อยด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด(ต่อ)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง
บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

สิ่งที่ส่งมาด้วยลำดับที่ 3

หน่วย : 1,000 ล้านบาท	Q4/2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F
รายได้จากการขาย	36,661.5	176,680.3	202,531.1	232,354.4	266,776.6	306,524.4
ต้นทุนขาย	(29,711.9)	(162,777.5)	(186,393.3)	(213,621.0)	(245,029.0)	(281,276.2)
กำไรขั้นต้นก่อนหักค่าเสื่อมราคา	6,949.5	13,902.8	16,137.8	18,733.4	21,747.6	25,248.2
ค่าเสื่อมราคา	(144.1)	(620.4)	(666.1)	(711.9)	(734.8)	(757.6)
กำไรขั้นต้นหลังหักค่าเสื่อมราคา	6,805.4	13,282.4	15,471.7	18,021.5	21,012.9	24,490.6
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(3,901.1)	(8,882.2)	(9,907.8)	(11,073.0)	(12,398.9)	(13,909.7)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้หัก	3,047.7	4,712.0	5,921.5	7,358.7	9,084.9	11,122.0
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	(1,163.5)	(1,052.8)	(1,353.3)	(1,711.9)	(2,144.7)	(2,656.8)
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย	1,884.1	3,659.3	4,568.2	5,646.8	6,940.2	8,465.2
บวก						
ค่าเสื่อมราคา	144.1	620.4	666.1	711.9	734.8	757.6
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	2,055.5	(4,413.7)	(764.6)	(5,094.4)	(1,672.2)	(6,145.7)
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(402.3)	(960.0)	(1,000.0)	(1,000.0)	(500.0)	(500.0)
กระแสเงินสดอิสระ	3,681.4	(1,094.1)	3,469.7	264.4	5,502.8	2,577.2
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	10,847.0					
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	19,884.6					
มูลค่ากิจการ	30,731.6					
เงินสดหักหนี้สินสุทธิ ณ 30 กันยายน 2558	(3,558.3)					
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ	27,173.3					

วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าของกิจการจากปัจจัยอื่นๆ (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าจากปัจจัยของอัตราส่วนลดโดยปรับค่าของอัตราส่วนลด (Discount Rate) เพิ่มขึ้นจากการดำเนินธุรกิจในประเทศอียิปต์ร้อยละ 0.50–1.50 ต่อปี โดยการวิเคราะห์ความอ่อนไหวดังกล่าว จะแตกต่างจากการพิจารณาอัตราคิดลดสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการในประเทศ (Raycol) โดยจะไม่พิจารณาอัตราส่วนลดจากอัตราคิดลด เนื่องจากพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจในประเทศเป็นหลักดังนี้

อัตราส่วนลด (Discount Rate) (ร้อยละต่อปี)	0.00%	+0.50%	+1.00%	+1.50%
อัตราส่วนลด (Discount Rate)	10.01%	10.51%	11.01%	11.51%
มูลค่า HR และบริษัทย่อย (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	27.17	25.43	23.88	22.49
มูลค่าหุ้น (ดอลลาร์สหรัฐ)	5.68	5.32	5.00	4.70
มูลค่า HR และบริษัทย่อย (ล้านบาท)	973.81	911.27	855.66	805.87
มูลค่าหุ้น (บาท)	203.73	190.64	179.01	168.59

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท

2. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นสามัญ

ตารางสรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการตามการประเมินราคาด้วยวิธีต่างๆ

	วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)	ความเหมาะสมของ วิธีการประเมิน
1.	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	91.12	435.58	ไม่เหมาะสม
2.	วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	106.73	510.17	ไม่เหมาะสม
3.	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	-	-	ไม่เหมาะสม
4.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	245.13 – 264.26	1,171.72 – 1,263.16	ไม่เหมาะสม
5.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	693.48 – 757.34	3,314.83 – 3,620.09	ไม่เหมาะสม
6.	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	168.59 – 203.73	805.87 - 973.81	เหมาะสม

สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี(Book Value Approach), วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี(Adjusted Book Value Approach) , วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น(Price to Earnings Ratio Approach) ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ HRและบริษัทย่อยเนื่องจาก

- การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) จะคำนึงถึงฐานะการเงินขณะใดขณะหนึ่ง และมูลค่าทรัพย์สินตามที่ได้บันทึกบัญชีไว้ โดยที่ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีมูลค่าทางบัญชีไม่เหมาะสมกับการประเมินในครั้งนี้
- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) ถึงแม้จะสามารถสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์อย่างไรก็ตามวิธีการประเมินดังกล่าวยังคงไม่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการในอนาคต ดังนั้นการประเมินมูลค่า HR และบริษัทย่อย โดยใช้มูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ของ HR และบริษัทย่อยด้วยราคาตลาด จึงเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้
- วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) สะท้อนมูลค่าของกิจการในกรณีที่เป็นการลงทุนโดยเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม ภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TESCO จะเข้าถือหุ้น HR และบริษัทย่อยในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ HR และบริษัทย่อยเนื่องจาก

- วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงานและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TESCO จะถือหุ้น HR และบริษัทย่อยในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้ จึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมผลของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการ โดยคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ HR และบริษัทย่อย ซึ่งคิดตามสัดส่วนที่ TESCO จะเข้าทำรายการในครั้งนี้ ได้มูลค่าเหมาะสมของรายการเท่ากับ 168.59 – 203.73 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นมูลค่าลงทุน 805.87 - 973.81 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ที่ 716.74 ล้านบาท (คำนวณจากราคาซื้อที่ 20.00 ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่

11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.8370 บาท)หรือสูงกว่าราคาที่เข้าทำรายการในครั้งนี้ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 12.44–35.87 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้เป็นราคาที่เหมาะสม

4 AD Shipping Pte Ltd.(“ADS”)

1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) หรือเท่ากับส่วนของผู้ถือหุ้นของ ADS และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นจะได้เป็นมูลค่าหุ้นตามบัญชี จากงบการเงินภายใน ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินภายในสำหรับผู้บริหารซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงตามภาพจำลองสินทรัพย์หนี้สินและส่วนผู้ถือหุ้นซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	5,000,000	179,185,000
บวกกำไร (ขาดทุน) สะสม	5,472,597	196,121,459
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	10,472,597	375,306,459
จำนวนหุ้นสามัญ (ล้านหุ้น)	7,125,000	7,125,000
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อหุ้น	1.47	52.67

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

โดยมีราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเท่ากับ 52.67 บาทต่อหุ้น

2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมของกิจการขณะใดขณะหนึ่ง พร้อมทั้งปรับปรุงด้วยภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต (Commitments and Contingent Liabilities) รวมถึงส่วนเพิ่มหรือส่วนลดตามราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวรที่มีการประเมินโดยบริษัทประเมินราคาอิสระและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น รวมถึงผลกระทบด้านอื่น ๆ จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้องของ ADS จากนั้นนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของ ADS

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการปรับปรุงราคาเรือ AD MATSU ซึ่งเป็นสินทรัพย์หลักของ ADS ดังนี้

รายการทรัพย์สิน ^{1/}	มูลค่าทางบัญชี (บาท)	ราคาประเมิน ^{2/} (บาท)	ส่วนต่าง (บาท)
ราคาเรือ AD MATSU	541,190,724.93	286,696,000.00	(254,494,724.93)

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

^{1/} ประเมินสินทรัพย์อ้างอิงจาก รายงานประเมินสินทรัพย์โดยบริษัท Clarkson Valuation จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระ
ลงวันที่ 7 ตุลาคม 2558

^{2/} ประเมินราคาโดยวิธี market value

ส่วนลดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โดยรายการปรับปรุงที่มีนัยสำคัญได้แก่ รายการปรับปรุงจากการประเมินราคาเรือ AD MATSU โดยใช้วิธีประเมินโดยราคาตลาดเทียบกับเรือที่มีลักษณะใกล้เคียงกับ AD MATSU ซึ่งได้ประเมินราคาเหมาะสมของเรือ AD MATSU ที่ 286,696,000.00 บาท (คำนวณจาก 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) ซึ่งต่ำกว่าราคาทางบัญชีสุทธิของเรือ AD MATSU ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ที่ 541,190,724.93 บาท (คำนวณจาก 16.01 ล้านดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) จำนวน 254,494,725 บาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับลดส่วนต่างระหว่างราคาประเมินโดยวิธีราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีสุทธิลงเพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าว ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2558	10,472,597	375,306,459
<u>หัก</u> ส่วนลดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์	(7,101,452)	(254,494,725)
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายหลังรายการปรับปรุง	3,371,145	120,811,734
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (หุ้น)	7,125,000	7,125,000
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	0.47	16.96

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

ดังนั้น จากการคำนวณโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์จะได้มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ ADS หลังปรับปรุงรายการมูลค่าตามบัญชีเท่ากับประมาณ 16.96 บาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) นี้ได้มีการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้องตามความเป็นจริง

3) วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีราคาตลาด (Historical Market Price Approach)

เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของ ADS ผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 15 – 180 วันนับจากวันที่ที่ปรึกษาอิสระทำการ

ประเมินราคา อย่างไรก็ตามเนื่องจาก ADS ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงไม่สามารถหามูลค่าหุ้นของ ADS ตามวิธีนี้ได้

4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ ADS ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ที่คำนวณได้ตามข้อ 1) ซึ่งเท่ากับ 52.67 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ของบริษัทจดทะเบียน (“ตลาดหลักทรัพย์”) ที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกับ ADS โดยจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ ADS ซึ่งให้บริการขนส่งสินค้าทางทะเลจำนวน 4 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย บมจ. ไทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์, บมจ.อาร์ซี แอล, บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง และ บมจ.จุฑานาวี ซึ่งค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไป มีรายละเอียดดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ. ไทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์	TTA	0.59	0.59	0.59	0.64	0.67	0.80
2	บมจ.อาร์ซี แอล	RCL	0.56	0.57	0.57	0.64	0.70	0.75
3	บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง	PSL	0.60	0.62	0.65	0.72	0.77	0.85
4	บมจ.จุฑานาวี	JUTHA	0.62	0.63	0.64	0.68	0.72	0.76
ค่าเฉลี่ย P/BV			0.59	0.60	0.61	0.67	0.72	0.79

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง x มูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 ก.ย. 58

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
ค่าเฉลี่ย P/BV	0.59	0.60	0.61	0.67	0.72	0.79
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	52.67	52.67	52.67	52.67	52.67	52.67
ราคาต่อหุ้น (บาท)	31.08	31.60	32.13	35.29	37.93	41.61

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้มูลค่าหุ้นของ ADS อยู่ระหว่าง 31.08 – 41.61 บาท

5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Per Share Ratio Approach: P/E Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการนำประมาณการกำไรสุทธิที่มาจากการดำเนินงานต่อหุ้นของ ADS ในปี 2558 ซึ่งมีจำนวน 5.65 บาทต่อหุ้นคูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) ของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้อ้างอิงตามข้อ 4) ซึ่งค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวข้างต้นย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไปสรุปได้ดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ. โทริเซนไทย เอเยนซีส์ ^{1/}	TTA	N/A	N/A	N/A	131.71	132.99	87.17
2	บมจ.อาร์ ซี แอล	RCL	12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65
3	บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง ^{2/}	PSL	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
4	บมจ.จุฑานาวี ^{2/}	JUTHA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ค่าเฉลี่ย			12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1/}ไม่นำค่ามาพิจารณาเนื่องจากมีความผันผวนเกินระดับปกติ

^{2/}ไม่สามารถหาค่าได้เนื่องจากมีผลขาดทุนสุทธิ

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

มูลค่าหุ้นของกิจการ = P/E ของกลุ่มบริษัทอ้างอิงประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นของกิจการในปี 2558

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
ค่าเฉลี่ย P/E	12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65
กำไรต่อหุ้น (บาท)	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65	5.65
ราคาต่อหุ้น (บาท)	68.96	69.87	70.55	67.83	68.00	82.81

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดเฉลี่ยต่อกำไรต่อหุ้นจะได้มูลค่าหุ้นของ ADS อยู่ระหว่าง 68.96 – 82.81 บาท

6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงิน (Discounted Cash Flow Approach) (หรือ “วิธี DCF”)

การประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้เป็น การคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Present Value of Free Cash Flow) ที่คาดว่าจะได้รับจากการประมาณการทางการเงิน แล้วจึงนำมาคิดลดด้วยส่วนลดที่ได้จาก

การคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจที่มีอยู่ยังคงดำเนินอยู่ต่อเนื่องไปยังอนาคตและไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญที่เกิดขึ้น รวมทั้งเป็นไปภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน

อนึ่ง ประเมินการทางการเงินดังกล่าว จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาราคายุติธรรมของหุ้นสามัญของ ADS เพื่อคำนวณราคาหุ้นที่เหมาะสมในการพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการครั้งนี้ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปกติในปัจจุบัน ซึ่งยังไม่รวมการขยายตัวไปยังธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อการทำงานของ ADS รวมทั้งสถานการณ์ของ ADS มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ราคาหุ้นที่ประเมินโดยวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาดังกล่าวไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กำหนดสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ ADS โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีต งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี รวมทั้งข้อมูลเอกสารที่ได้เห็นและ/หรือ รับจากผู้บริหาร รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ ADS โดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ ADS มีดังนี้

1 ระยะเวลาทำประมาณการประมาณ 19 ปีเริ่มตั้งแต่ปี 2558 – ศ.ศ. 2577

จากการประมาณอายุการใช้งานคงเหลือของเรือ AD MATSU จนถึง สิ้นเดือน สิงหาคม 2577 ซึ่งจะมีระยะเวลาในการให้บริการประมาณ 19 ปี

2 รายได้และต้นทุน

สมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับรายได้

สำหรับการประมาณการรายได้จากการให้บริการที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการโดยใช้ข้อมูลภายในกิจการในอดีตที่ได้รับจาก ADS และข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ADS รวมถึงประมาณการที่ได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ ADS โดยมีสมมติฐานหลักในการประมาณการ ดังนี้

รายได้จากค่าบริการ

รายได้จากการให้บริการหลักของ ADS มาจากการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยให้แก่กลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบด้วย HR และ ABS (เป็นบริษัทเป้าหมายที่ TASCOT จะเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้) โดยในปี 2557 ที่ผ่านมารายได้จากการให้บริการแก่กลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง คิดเป็นสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 90.00 ของรายได้รวม ทั้งนี้ นโยบายการบริหารงานของ ADS ที่ผ่านมานั้นเน้นการให้บริการขนส่งยางมะตอยแก่กลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องเป็นลำดับแรก ในขณะที่หากมีความสามารถในการให้บริการขนส่งเหลือจึงจะให้บริการขนส่งแก่ลูกค้านอกกลุ่ม โดย ADS มีกองเรือให้บริการ 1 ลำ ขนาด 3,646 ตัน โดยใช้ชื่อเรือว่า AD MATSU

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินรายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อวันต่อลำเรือ (Time charter revenue per day) ในปี 2558 ที่อัตรา 9,800 ดอลลาร์สหรัฐ โดยประเมินจากฐานการค่าบริการเฉลี่ยที่ ADS คิดค่าบริการแก่ลูกค้าในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558 ในขณะที่จากอุปทานของกองเรือที่ให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่จำกัด เนื่องจากการขนส่งผลิตภัณฑ์เฉพาะและข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารถึงนโยบายในการคิดค่าบริการของบริษัทในเครือภายหลังการซื้อกิจการของ TASCOT จาก COLAS ที่ต้องการให้อยู่ในระดับคงที่ ทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่าแนวโน้มการคิดอัตราค่าบริการขนส่งจะยังคงทรงตัวในอนาคต จึงกำหนดสมมติฐานอัตราค่าบริการขนส่งต่อวันในอัตราใกล้เคียงปี 2558 ที่ 9,800 ดอลลาร์สหรัฐ ตลอดช่วงระยะเวลาในการประมาณการ

สำหรับจำนวนวันที่ให้บริการขนส่งในช่วงรอบระยะเวลาบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานให้ ADS ให้บริการที่ 340 – 360 วันในรอบปีโดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีตของ ADS ในปี 2556 – 9 เดือนปี 2558 และพิจารณาจากผลกระทบจากกรณีที่ ADS หยุดการขนส่งเพื่อทำการซ่อมบำรุงในอู่แห้ง (Dry-docking) ซึ่งกำหนดสมมติฐานให้ ADS มีการซ่อมบำรุงใหญ่ทุก 5 ปี และซ่อมบำรุงตามปกติทุก 2 ปี และใช้ระยะเวลาในการซ่อมบำรุงดังกล่าวแต่ละครั้งประมาณ 1-2 สัปดาห์ต่อครั้ง

ต้นทุนการให้บริการ

ต้นทุนหลักในการให้บริการประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายเงินเดือนลูกเรือ ค่าใช้จ่ายอาหารและยารักษาโรคของลูกเรือ ค่าเสบียงคลัง ค่าใช้จ่ายท่าเรือ และต้นทุนค่าเสื่อมราคา ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับลูกเรือมีอัตราการเติบโตประมาณร้อยละ 4.00 ต่อปีเป็นไปตามนโยบายการปรับตัวเพิ่มขึ้นของเงินเดือนเฉลี่ยและค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องของ ADS ในขณะที่ค่าใช้จ่ายต้นทุนค่าเสื่อมราคาในกรณีสินทรัพย์ถาวรซึ่งเป็นเรือเพื่อการขนส่งจะพิจารณาจากราคาทุนหักมูลค่าซากและทยอยตัดจ่ายจนสิ้นสภาพการใช้งานตามแผนการใช้งานของ ADS ที่จะสิ้นสุดในเดือนสิงหาคม 2577 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงจะทยอยตัดจ่ายในช่วงระยะเวลา 5 ปี และสินทรัพย์อื่นจะทยอยตัดจ่ายตามนโยบายทางบัญชีของ ADS

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมและอะไหล่ในการซ่อมบำรุง ค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค ค่าธรรมเนียมในการบริหารงาน ค่าใช้จ่ายบริการภายนอก เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบด้วยค่าใช้จ่ายที่เป็นผันแปร โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้เป็นสัดส่วนผันแปรตามรายได้ที่เกิดจากการขายผลิตภัณฑ์ ในขณะที่ต้นทุนคงที่ที่สำคัญ อาทิเช่น ค่าประกันภัย กำหนดให้มีอัตราเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.00 เนื่องจากอัตราการเพิ่มขึ้นของตลาดเบี้ยประกันภัยที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น

ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย

จากงบการเงิน ณ 30 กันยายน 2558 ของ ADS มีเงินกู้ยืมจากบริษัทแม่ในเครือ COLAS คงเหลือจำนวนประมาณ 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตรา US LIBOR 1 เดือน + 2.00% โดยมีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Effective rate) ในอัตราประมาณร้อยละ 2.1650 – 2.1791 ซึ่งภายหลังการซื้อกิจการของ TASCOT จาก

COLAS ผู้บริหารคาดว่า TASCOS จะดำเนินการให้เงินกู้ยืมก้อนใหม่เพื่อนำไปใช้คืนหนี้เก่า (Refinance) แก่ ADS โดยจากแผนการชำระคืนเงินกู้ผู้บริหารคาดว่า ADS จะทยอยชำระคืนเงินต้นเฉลี่ยประมาณ 1.00-2.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับผลกระทบดังกล่าวในประมาณการ โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมใกล้เคียงกับปี 2558 และกำหนดให้มีการทยอยชำระคืนเงินต้นเฉลี่ยประมาณ 1.00-2.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปีตามแผนการชำระเงิน

อัตราภาษี

กำหนดในอัตราร้อยละ 0.00 ตลอดระยะเวลาในการประมาณการ เนื่องจากได้รับการยกเว้นภาษีนิติบุคคลในการให้บริการขนส่งเรือ ภายใต้ภาษี Section 13A of the Singapore Income Tax Act, Cap. 134

3 สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน

สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน ประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น โดยสำหรับระยะเวลาในการเก็บหนี้เฉลี่ยกำหนดที่ 45 วันในช่วงระยะเวลาการทยอยชำระคืนเงินกู้และเพิ่มขึ้นเป็น 60 วันภายหลังการชำระคืนเงินกู้สิ้นสุดลง ตามนโยบายการบริหารงานของ ADS ในขณะที่ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ยกำหนดที่ 30 วันซึ่งส่วนใหญ่เป็นการจ่ายค่าบริหารจัดการให้แก่บริษัทในเครือของ TASCOS ในขณะที่ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น และหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น กำหนดเป็นสัดส่วนร้อยละโดยอิงจากค่าสถิติในอดีตในปี 2555 - 9 เดือนปี 2558 ในอัตราคงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

	สมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	45-60
ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	30
สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.50%
สัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.00%
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	4.10%
สัดส่วนหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.00%

4 ค่าใช้จ่ายลงทุน

ข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ ADS คาดการณ์ว่า ADS มีแผนในการขยายการลงทุนในปี 2558 – 2577 ดังต่อไปนี้

1. ลงทุนใน Ballast water management system (BWMS) 0.70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2559
2. ลงทุนใน Stability instruments on tankers 0.08 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2559
3. ลงทุนในเครื่องใช้และอุปกรณ์สำนักงาน 0.03 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี ในปี 2559 – 2577

4. ค่าใช้จ่ายการตรวจเรือระดับพิเศษ (Special or intermediate survey) 0.25-0.50 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐ/ปีตาม
แผนงาน

อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังช่วงประมาณการ (Terminal growth rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้ไม่มีการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณ
การที่ร้อยละ 0 ต่อปี ตามหลักของความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดให้เริ่มมีมูลค่าจาก 600,000.00
ดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้น สิงหาคม 2577 ตามข้อมูลภายในที่ได้รับจาก ADS

5 อัตราส่วนลด (Discount Rate)

อัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ
คำนวณโดยวิธีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของกิจการ (WACC: Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งใช้เป็นอัตรา
ส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากประมาณการของ ADS โดยมีสมมติฐานในการคำนวณ
ดังนี้

$$\begin{aligned} WACC &= (\text{ต้นทุนทางการเงินของหนี้สินที่มีการระดมเงิน} \times \text{ส่วนของหนี้สินที่มีการระดมเงินต่อ} \\ &\quad \text{ผลรวมของหนี้สินที่มีการระดมเงินและส่วนของผู้ถือหุ้น}) + (\text{ต้นทุนทางการเงินของผู้} \\ &\quad \text{ถือหุ้น} \times \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลรวมของหนี้สินที่มีการระดมเงินและส่วนของผู้ถือหุ้น}) \\ &= [K_d (1-T) * D/(D+E)] + [K_e * E/(D+E)] \end{aligned}$$

ต้นทุนของทุน (Ke) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (Re) คำนวณได้จาก
Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่

R_f = Risk Free Rate: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งใน
ที่นี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร
รัฐบาลอายุคงเหลือ 19 ปี เท่ากับร้อยละ 3.33 ใกล้เคียงกับช่วงระยะเวลาในการประมาณ
การ (ข้อมูล ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 จาก www.thaibma.or.th)

β = ค่าเบต้า : อัตราความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงิน
อิสระได้พิจารณาจากค่าเบต้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวด
ให้บริการขนส่งทางทะเล ซึ่งมีลักษณะการดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ ADS จำนวนทั้งสิ้น
4 บริษัท ได้แก่ TTA ,RCL ,PSL และ JUTHA โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคา
ย้อนหลัง 5 ปี (ตั้งแต่ 12 พฤศจิกายน 2553 – 11 พฤศจิกายน 2558) ดังนี้

ชื่อย่อ	บริษัท	Beta
TTA	บมจ. โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์	1.116
RCL	บมจ.อาร์ ซี แอล	0.909
PSL	บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง	0.931
JUTHA	บมจ.จุฑานาวี	0.828

เมื่อเฉลี่ยค่าเบต้าของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ดังกล่าวแล้ว ได้ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.946

Market Risk (Rm) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ซึ่ง
เท่ากับร้อยละ 11.845ต่อปี (ข้อมูลจาก Bloomberg)

Kd = ประเมินการอัตราเงินกู้ ที่ประมาณร้อยละ 2.20 ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม
อัตราดอกเบี้ยในอัตรา US LIBOR 1 เดือน + 2.00% ที่บริษัทกู้ยืม

D/E = ประเมินการอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย
(Target D/E Ratio) ที่ 0.80 เท่า ใกล้เคียงกับโครงสร้างทางการเงิน ณ สิ้น 30 กันยายน
2558

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ที่ร้อยละ 0.00

ทั้งนี้ อัตราส่วนลดสำหรับ ADS ที่คำนวณได้จะเท่ากับร้อยละ 6.78 ต่อปี โดยอาศัยสมมติฐานข้างต้น สามารถคำนวณ
กระแสเงินสดของ ADS ได้ ดังนี้

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ADS ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

	สมมติฐานหลัก	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
สมมติฐานด้านรายได้											
รายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อลำเรือ (1,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อวัน)	ค่าเฉลี่ยในอดีต	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80
วันดำเนินการ (วัน)	ตามแผนงาน	360.00	360.00	346.00	360.00	339.00	360.00	346.00	360.00	339.00	360.00
สมมติฐานด้านต้นทุนขาย (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)											
ค่าใช้จ่ายลูกเรือ	เดบิต 4.00%	532.12	553.41	575.54	598.56	622.51	647.41	673.30	700.23	728.24	757.37
ต้นทุนค่าเสื่อมราคา	คานบนโยบายบัญชี	911.49	944.12	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63
ค่าใช้จ่ายท่าเรือ	เดบิต 4.00%	15.04	15.12	15.19	15.27	15.35	15.42	15.50	15.58	15.66	15.73
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)											
ค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค	เดบิต 4.00%	340.28	353.89	368.04	382.76	398.07	414.00	430.56	447.78	465.69	484.32
ค่าธรรมเนียม	เดบิต 4.00%	12.54	13.04	13.56	14.11	14.67	15.26	15.87	16.50	17.16	17.85
ค่าประกันภัย	เดบิต 4.00%	27.78	28.89	30.05	31.25	32.50	33.80	35.15	36.56	38.02	39.54
ค่าใช้จ่ายบริการภายนอก	เดบิต 4.00%	367.08	381.77	397.04	412.92	429.43	446.61	464.48	483.05	502.38	522.47

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ADS ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง
บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

สิ่งที่ส่งมาด้วยลำดับที่ 3

	สมมติฐานหลัก	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	ส.ก.2577F
สมมติฐานด้านรายได้											
รายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อลำเรือ (1,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อวัน)	ค่าเฉลี่ยในอดีต	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80
วันดำเนินการ (วัน)	ตามแผนงาน	346.00	360.00	339.00	360.00	346.00	360.00	339.00	360.00	346.00	111.00
สมมติฐานด้านต้นทุนขาย (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)											
ค่าใช้จ่ายลูกเรือ	เดบิต 4.00%	787.67	819.18	851.94	851.94	851.94	851.94	851.94	851.94	851.94	329.25
ต้นทุนค่าเสื่อมราคา	คณน โขบายัญชี	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	992.63	383.62
ค่าใช้จ่ายท่าเรือ	เดบิต 4.00%	15.81	15.89	15.97	15.97	15.97	15.97	15.97	15.97	15.97	6.17
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)											
ค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค	เดบิต 4.00%	503.69	523.84	544.79	544.79	544.79	544.79	544.79	544.79	544.79	138.62
ค่าธรรมเนียม	เดบิต 4.00%	18.56	19.30	20.08	20.08	20.08	20.08	20.08	20.08	20.08	5.11
ค่าประกันภัย	เดบิต 4.00%	41.13	42.77	44.48	44.48	44.48	44.48	44.48	44.48	44.48	11.32
ค่าใช้จ่ายบริการภายนอก	เดบิต 4.00%	543.37	565.11	587.71	587.71	587.71	587.71	587.71	587.71	587.71	149.54

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ADS ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง
บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

สิ่งที่ส่งมาด้วยลำดับที่ 3

หน่วย : 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ	Q4/2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
รายได้จากค่าบริการ	788.2	3,528.0	3,390.8	3,528.0	3,322.2	3,528.0	3,390.8	3,528.0	3,322.2	3,528.0
ต้นทุนบริการ	(441.9)	(1,458.7)	(1,512.6)	(1,583.4)	(1,606.5)	(1,630.5)	(1,655.5)	(1,681.4)	(1,708.4)	(1,736.5)
กำไรขั้นต้น	346.3	2,069.3	1,878.2	1,944.6	1,715.7	1,897.5	1,735.3	1,846.6	1,613.8	1,791.5
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(36.5)	(747.7)	(777.6)	(808.7)	(841.0)	(874.7)	(909.7)	(946.1)	(983.9)	(1,023.3)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้หัก	309.8	1,237.8	998.7	1,080.5	817.0	962.9	763.3	835.7	562.4	698.1
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย	309.8	1,237.8	998.7	1,080.5	817.0	962.9	763.3	835.7	562.4	698.1
บวก										
ค่าเสื่อมราคา	187.5	944.1	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	2,106.2	4.5	23.0	(15.2)	27.7	(170.6)	25.0	(20.6)	36.6	(31.9)
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(258.8)	569.8	(1,080.0)	(30.0)	(530.0)	(30.0)	(380.0)	(30.0)	(530.0)	(30.0)
กระแสเงินสดอิสระ	2,344.8	2,756.2	934.4	2,027.9	1,307.4	1,754.9	1,401.0	1,777.7	1,061.7	1,628.8

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ ADS ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง
บริษัท ทีปโก้เอสพีแอล จำกัด (มหาชน)

สิ่งที่ส่งมาด้วยลำดับที่ 3

หน่วย : 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	ส.ค. 2534F
รายได้จากค่าบริการ	3,390.8	3,528.0	3,322.2	3,528.0	3,390.8	3,528.0	3,322.2	3,528.0	3,390.8	1,087.8
ต้นทุนบริการ	(1,765.7)	(1,796.1)	(1,827.7)	(1,860.5)	(1,860.5)	(1,860.5)	(1,860.5)	(1,860.5)	(1,860.5)	(1,860.5)
กำไรขั้นต้น	1,625.1	1,731.9	1,494.5	1,667.5	1,530.3	1,667.5	1,461.7	1,667.5	1,530.3	(772.7)
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,064.2)	(1,106.7)	(1,151.0)	(1,197.1)	(1,197.1)	(1,197.1)	(1,197.1)	(1,197.1)	(1,197.1)	(1,197.1)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ หัก	487.9	549.3	264.6	470.4	333.2	470.4	264.6	470.4	333.2	64.2
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย บวก	487.9	549.3	264.6	470.4	333.2	470.4	264.6	470.4	333.2	64.2
ค่าเสื่อมราคา	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6	992.6
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	25.4	(20.2)	37.0	(34.3)	22.9	(22.9)	34.3	(34.3)	22.9	288.7
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(380.0)	(30.0)	(530.0)	(30.0)	(380.0)	(30.0)	(530.0)	(30.0)	(380.0)	0.0
กระแสเงินสดอิสระ	1,126.0	1,491.7	764.3	1,398.7	968.7	1,410.2	761.5	1,398.7	968.7	1,345.5
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	17,577.1									
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	173.5									
มูลค่ากิจการ	17,750.6									
เงินสดหักหนี้สินสุทธิ ณ 30 กันยายน 2558	(7,965.6)									
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ	9,785.0									

วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าของกิจการจากปัจจัยอื่นๆ (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าจากปัจจัยของอัตราส่วนลดโดยปรับค่าของอัตราส่วนลด (Discount Rate) เพิ่มขึ้นจากการดำเนินธุรกิจในต่างประเทศอีกร้อยละ 0.50 – 1.50 ต่อปี โดยการวิเคราะห์ความอ่อนไหวดังกล่าว จะแตกต่างจากการพิจารณาอัตราคิดลดสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการในประเทศ (Raycol) โดยจะไม่พิจารณาอัตราส่วนลดจากอัตราคิดลด เนื่องจากพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจในต่างประเทศเป็นหลักดังนี้

ส่วนเพิ่มจากอัตราส่วนลด (ร้อยละต่อปี)	0.00%	+0.50%	+1.00%	+1.50%
อัตราส่วนลด (Discount Rate)	6.78%	7.28%	7.78%	8.28%
มูลค่า ADS (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	9.79	9.26	8.76	8.29
มูลค่าหุ้น (ดอลลาร์สหรัฐ)	1.36	1.28	1.21	1.15
มูลค่า ADS (ล้านบาท)	350.67	331.74	313.85	296.91
มูลค่าหุ้น (บาท)	48.60	45.98	43.50	41.15

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

2. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นสามัญ

ตารางสรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการตามการประเมินราคาด้วยวิธีต่างๆ

	วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)	ความเหมาะสมของ วิธีการประเมิน
1.	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	52.67	375.31	ไม่เหมาะสม
2.	วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	16.96	120.84	ไม่เหมาะสม
3.	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	-	-	ไม่เหมาะสม
4.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	31.08 – 41.61	221.45 – 296.47	ไม่เหมาะสม
5.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	68.96 – 82.81	491.34 – 590.02	ไม่เหมาะสม
6.	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	41.15 – 48.60	296.91 – 350.67	เหมาะสม

สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach), วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) , วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ ADS เนื่องจาก

- การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) จะคำนึงถึงฐานะการเงินขณะใดขณะหนึ่ง และมูลค่าทรัพย์สินตามที่ได้อัปโหลดบัญชีไว้ โดยที่ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีมูลค่าทางบัญชีไม่เหมาะสมกับการประเมินในครั้งนี้
- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) ถึงแม้จะสามารถสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์อย่างไรก็ตามวิธีการประเมินดังกล่าวยังคงไม่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต เนื่องจากการพิจารณาเพียงแค่มูลค่าทางบัญชีของกิจการว่าอยู่ ณ เท่าใดในช่วงเวลาหนึ่ง แต่ไม่ได้พิจารณาถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจในการที่ ADS ไม่สามารถจัดหาเรือเพื่อสนับสนุนการขนส่งให้แก่บริษัทในเครือได้ อาทิเช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการว่าจ้างการขนส่งจากผู้ประกอบการรายอื่นในช่วงระหว่างรอต่อเรือประเภทเดียวกันใหม่ที่ต้องใช้ระยะเวลาอย่างน้อย 2 ปี หรือ สภาวะตลาด ณ ปัจจุบัน ที่ไม่สามารถจัดหาเรือประเภทเดียวกันมาดำเนินการธุรกิจได้ เนื่องจากอุปทานกองเรือขาดแคลน เป็นต้นดังนั้นการประเมินมูลค่า ADS โดยใช้มูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ของ ADS ด้วยราคาตลาด จึงเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้
- วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) สะท้อนมูลค่าของกิจการในการที่เป็นการลงทุนโดยเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม ภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะเข้าถือหุ้น ADS ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ ADS เนื่องจาก

- วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงานและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการรวมถึงการเข้าซื้อหุ้น ADS จะทำให้ TASCOT มีจำนวนเรือที่เพิ่มขึ้นและสามารถเพิ่มศักยภาพในการขนส่งได้เพิ่มขึ้น ทั้งขาไปและขากลับ และเรือบรรทุกขบวนต่อเนื่องเป็นเรือขนส่งแบบเฉพาะเจาะจงซึ่งจะต่างจากเรือชนิดอื่นดังนั้นวิธีส่วนลดกระแสเงินสด จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะถือหุ้น ADS ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้ จึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมผลของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการ โดยคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ ADS ซึ่งคิดตามสัดส่วนที่ TASCOT จะเข้าทำรายการในครั้งนี้ ได้มูลค่าเหมาะสมของรายการเท่ากับ 41.15 – 48.60 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าลงทุน 296.91 – 350.67 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ที่ 430.04 ล้านบาท (คำนวณจากราคาซื้อที่ 12.00 ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) หรือคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่าราคาที่เข้าทำรายการในครั้งนี้ร้อยละ 18.46 – 30.96 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้เป็นราคาที่ไม่เหมาะสม

5. Reta Link Pte Ltd. (“RTL”)

1) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็นการประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) หรือเท่ากับส่วนของผู้อถือหุ้นของ RTL และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้น จะได้เป็นมูลค่าหุ้นตามบัญชี จากงบการเงินภายใน ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินภายในสำหรับผู้บริหารซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงตามภาพจำลองสินทรัพย์หนี้สินและส่วนผู้อถือหุ้นซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	41,370	1,482,577
บวกกำไร (ขาดทุน) สะสม	1,161,473	41,623,708
รวมส่วนของผู้อถือหุ้น	1,202,843	43,106,285
จำนวนหุ้นสามัญ (ล้านหุ้น)	50,000	50,000
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อหุ้น	24.06	862.13

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

โดยมีราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเท่ากับ 862.13 บาทต่อหุ้น

2) วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีนี้เป็นการนำสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมของกิจการขณะใดขณะหนึ่ง พร้อมทั้งปรับปรุงด้วยภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต (Commitments and Contingent Liabilities) รวมถึงส่วนเพิ่มหรือส่วนลดตามราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวรที่มีการประเมินโดยบริษัทประเมินราคาอิสระและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นต้น รวมถึงผลกระทบด้านอื่น ๆ จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและบุคคลที่เกี่ยวข้องของ RTL จากนั้นนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของ RTL

ทั้งนี้ รายการที่นำมาพิจารณาในการปรับปรุงเพื่อคำนวณหามูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ประกอบด้วยรายการปรับปรุงราคาเรือ AD PHOENIX ซึ่งเป็นสินทรัพย์หลักของ RTL ดังนี้

รายการทรัพย์สิน ^{1/}	มูลค่าทางบัญชี (บาท)	ราคาประเมิน ^{2/} (บาท)	ส่วนต่าง (บาท)
ราคาเรือ AD PHOENIX	150,624,790.29	134,388,750	16,236,040.29

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

^{1/} ประเมินสินทรัพย์อ้างอิงจาก รายงานประเมินสินทรัพย์โดยบริษัท Clarkson Valuation จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระ
ลงวันที่ 7 ตุลาคม 2558

^{2/} ประเมินราคาโดยวิธี market value

ส่วนลดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์โดยรายการปรับปรุงที่มีนัยสำคัญได้แก่ รายการปรับปรุงจากการประเมินราคาเรือ AD PHOENIX โดยใช้วิธีประเมินโดยราคาตลาดเทียบกับเรือที่มีลักษณะใกล้เคียงกับ AD PHOENIX ซึ่งได้ประเมินราคาเหมาะสมของเรือ AD PHOENIX ที่ 134,388,750.00 บาท (คำนวณจาก 3.75 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) ซึ่งต่ำกว่าราคาทางบัญชีสุทธิของเรือ AD PHOENIX ณ สิ้น 30 กันยายน 2558 ซึ่งมีมูลค่า 150,624,790.29 บาท (คำนวณจาก 4.20 ล้านดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) จำนวน 16,236,040.29 บาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับเพิ่มลดส่วนต่างระหว่างราคาประเมินโดยวิธีราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีสุทธิขึ้นเพื่อสะท้อนผลกระทบดังกล่าว ดังนี้

รายการ	จำนวนเงิน (หน่วย : ดอลลาร์สหรัฐ)	จำนวนเงิน (หน่วย : บาท)
ส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 30 กันยายน 2558	1,202,843	43,106,285
หัก ส่วนลดจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์	453,052	16,236,041
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิภายหลังรายการปรับปรุง	749,791	26,870,244
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (หุ้น)	50,000	50,000
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี	15.00	537.40

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

ดังนั้น จากการคำนวณโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีหลังปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์จะได้มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ RTL หลังปรับปรุงรายการมูลค่าตามบัญชีเท่ากับประมาณ 537.40 บาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) นี้ได้มีการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงให้ถูกต้องตามความเป็นจริง

3) วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีราคาตลาด (Historical Market Price Approach)

เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้ราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของ RTL ผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยพิจารณาราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับจากวันที่ที่ปรึกษาอิสระทำการประเมินราคา อย่างไรก็ตามเนื่องจาก RTL ไม่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงไม่สามารถหามูลค่าหุ้นของ RTL ตามวิธีนี้ได้

4) วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio Approach : P/BV Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ RTL ณ วันที่ 30 กันยายน 2558 ที่คำนวณได้ตามข้อ 1) ซึ่งเท่ากับ 862.13 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV) ของบริษัทจดทะเบียน (“ตลาดหลักทรัพย์”) ซึ่งให้บริการขนส่งทางทะเลและมีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงกับ RTL โดยจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์พบว่า มีหลักทรัพย์ที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ RTL จำนวน 4 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย บมจ.โทริเซนไทย เอเจนซีส์ , บมจ.อาร์ ซี แอล, บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง และบมจ.จุฑานาวี ซึ่งค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวย้อนหลัง 15 – 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 เป็นต้นไป มีรายละเอียดดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120 วัน	180 วัน
1	บมจ.โทริเซนไทยเอเจนซีส์	TTA	0.59	0.59	0.59	0.64	0.67	0.80
2	บมจ.อาร์ ซี แอล	RCL	0.56	0.57	0.57	0.64	0.70	0.75
3	บมจ.พีริเซียสชิปปิ้ง	PSL	0.60	0.62	0.65	0.72	0.77	0.85
4	บมจ.จุฑานาวี	JUTHA	0.62	0.63	0.64	0.68	0.72	0.76
ค่าเฉลี่ย P/BV			0.59	0.60	0.61	0.67	0.72	0.79

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{มูลค่าหุ้นของกิจการ} = \text{ค่าเฉลี่ย P/BV ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง} \times \text{มูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 ก.ย. 58}$$

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
ค่าเฉลี่ย P/BV	0.59	0.60	0.61	0.67	0.72	0.79
มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	862.13	862.13	862.13	862.13	862.13	862.13
ราคาต่อหุ้น (บาท)	508.66	517.28	525.90	577.63	620.73	681.08

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้มูลค่าหุ้นของ RTL อยู่ระหว่าง 508.66 - 681.08 บาท

5) วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Per Share Ratio Approach: P/E Ratio)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการนำประมาณการกำไรสุทธิที่มาจากการดำเนินงานต่อหุ้นของ RTL ในปี 2558 ซึ่งมีจำนวน 354.90 บาทต่อหุ้น (อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E) ของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้อ้างอิงตามข้อ 4) ซึ่งค่าเฉลี่ย P/E ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวข้างต้น ย้อนหลัง 15 - 180 วัน นับตั้งแต่วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ย้อนหลังเป็นต้นไปสรุปได้ดังนี้

	ชื่อบริษัทที่นำมาเพื่อเปรียบเทียบ	ชื่อย่อ	P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (จำนวนวันทำการ)					
			15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
1	บมจ.โทริเซนไทย เอเยนซีส์ ¹	TTA	N/A	N/A	N/A	131.71	132.99	87.17
2	บมจ.อาร์ ซี แอล	RCL	12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65
3	บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง ²	PSL	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
4	บมจ.จุฑานาวี ²	JUTHA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ค่าเฉลี่ย			12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ ไม่นำค่ามาพิจารณาเนื่องจากมีค่าความผันผวนเกินระดับปกติ

² ไม่สามารถหาค่าได้เนื่องจากมีผลขาดทุนสุทธิ

การประเมินโดยวิธีนี้มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{มูลค่าหุ้นของกิจการ} = \text{ค่าเฉลี่ย P/E ของกลุ่มบริษัทอ้างอิง} \times \text{ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นของกิจการในปี 2558}$$

	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	120วัน	180 วัน
P/E Ratio	12.20	12.36	12.48	12.00	12.03	14.65
กำไรต่อหุ้น(บาท)	354.90	354.90	354.90	354.90	354.90	354.90
ราคาต่อหุ้น(บาท)	4,329.75	4,386.53	4,429.12	4,258.77	4,269.41	5,199.25

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดเฉลี่ยต่อกำไรต่อหุ้นจะได้มูลค่าหุ้นของ RTL อยู่ระหว่าง 4,258.77– 5,199.25บาท

6) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงิน (Discounted Cash Flow Approach) (หรือ “วิธี DCF”)

การประเมินมูลค่าหุ้นวิธีนี้เป็นการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Present Value of Free Cash Flow) ที่คาดว่าจะได้รับจากการประมาณการทางการเงิน แล้วจึงนำมาคิดลดด้วยส่วนลดที่ได้จากการคำนวณต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจที่มีอยู่ยังคงดำเนินอยู่ต่อเนื่องไปยังอนาคตและไม่มีเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญที่เกิดขึ้นรวมทั้งเป็นไปภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน

อนึ่ง ประมาณการทางการเงินดังกล่าว จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาราคายุติธรรมของหุ้นสามัญของ RTL เพื่อคำนวณราคาหุ้นที่เหมาะสมในการพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการทำรายการครั้งนี้ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปกติในปัจจุบัน ซึ่งยังไม่รวมการขยายตัวไปยังธุรกิจเกี่ยวเนื่องที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของ RTL รวมทั้งสถานการณ์ของ RTL มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ราคาหุ้นที่ประเมินโดยวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคาดังกล่าวไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กำหนดสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินของ RTL โดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีต งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี รวมทั้งข้อมูลเอกสารที่ได้เห็นและ/หรือ รับจากผู้บริหาร รวมทั้งการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ RTL โดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ RTL มีดังนี้

1 ระยะเวลาทำประมาณการ 12 ปีเริ่มต้นตั้งแต่ปี 2558 – ก.ค. 2570

ประมาณอายุการใช้งานคงเหลือของเรือ AD PHOENIX ซึ่งมีอายุการใช้งานจนถึงสิ้นเดือน กรกฎาคม 2570 จำนวนรวมประมาณ 12 ปี

2 รายได้และต้นทุน

สมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับรายได้

สำหรับการประมาณการรายได้จากการให้บริการที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการโดยใช้ข้อมูลภายในกิจการในอดีตที่ได้รับจาก RTL และข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร RTL รวมถึงประมาณการที่ได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ RTL โดยมีสมมติฐานหลักในการประมาณการ ดังนี้

รายได้จากค่าบริการ

รายได้จากการให้บริการหลักของ RTL มาจากการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยให้แก่บริษัทในกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องซึ่งประกอบด้วย HR และ ABS (เป็นบริษัทเป้าหมายที่ TASCOT จะเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้) โดยในปี 2557 ที่ผ่านมารายได้จากการให้บริการแก่บริษัทในกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องคิดเป็นสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 90.00 ของรายได้รวม ทั้งนี้ นโยบายการบริหารงานของ RTL ที่ผ่านมามุ่งเน้นการให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยแก่กลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องเป็นลำดับแรก ในขณะที่หากมีความสามารถในการให้บริการขนส่งเหลือจึงจะให้บริการขนส่งแก่ลูกค้านอกกลุ่มโดย RTL มีกองเรือให้บริการ 1 ลำ ขนาด 2,058 ตัน โดยใช้ชื่อเรือว่า AD PHOENIX

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินรายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อวันต่อลำเรือ (Time charter revenue per day) ในปี 2558 ที่อัตรา 6,500 ดอลลาร์สหรัฐโดยประเมินจากฐานค่าบริการเฉลี่ยที่ RTL คิดค่าบริการแก่ลูกค้าในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558 ในขณะที่จากอุปทานของกองเรือที่ให้บริการขนส่งผลิตภัณฑ์ยางมะตอยในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่จำกัด เนื่องจากการขนส่งผลิตภัณฑ์เฉพาะและข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารถึงนโยบายในการคิดค่าบริการของบริษัทในเครือภายหลังการซื้อกิจการของ TASCOT จาก COLAS ที่ต้องการให้อยู่ในระดับคงที่ ทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินว่าแนวโน้มการคิดอัตราค่าบริการขนส่งจะยังคงทรงตัวเท่ากับระดับปัจจุบันในอนาคต จึงกำหนดสมมติฐานอัตราค่าบริการขนส่งต่อวันในอัตราใกล้เคียงปี 2558 ที่ 6,500 ดอลลาร์สหรัฐตลอดช่วงระยะเวลาในการประมาณการ

สำหรับจำนวนวันที่ให้บริการขนส่งในช่วงรอบระยะเวลาบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานให้ RTL ให้บริการที่ 340 – 360 วันในรอบปีโดยพิจารณาจากข้อมูลในอดีตของ RTL ในปี 2556 – 9 เดือนปี 2558 และพิจารณาจากผลกระทบจากกรณีที่ RTL หยุดการขนส่งเพื่อทำการซ่อมบำรุงในอู่แห้ง (Dry-docking) ซึ่งกำหนดสมมติฐานให้ RTL มีการซ่อมบำรุงใหญ่ทุก 5 ปี และซ่อมบำรุงตามปกติทุก 2 ปี และใช้ระยะเวลาในการซ่อมบำรุงดังกล่าวแต่ละครั้งประมาณ 1-2 สัปดาห์ต่อครั้ง

ต้นทุนการให้บริการ

ต้นทุนหลักในการให้บริการประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายเงินเดือนลูกเรือและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับลูกเรือ อาทิ เช่น ค่าอาหาร ค่าเสบียงคลัง ค่าน้ำมันและยารักษาโรค รวมถึงต้นทุนค่าเสื่อมราคา ซึ่งส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับลูกเรือมีอัตราการเติบโตประมาณร้อยละ 4.00 ต่อปี

ใกล้เคียงการปรับตัวเพิ่มขึ้นของเงินเพื่อพื้นฐาน ในขณะที่ค่าใช้จ่ายต้นทุนค่าเสื่อมราคาในกรณีสินทรัพย์ถาวรซึ่งเป็น
เรือเพื่อการขนส่งจะพิจารณาจากราคาทุนหักมูลค่าซากและทยอยตัดจ่ายจนสิ้นสภาพการใช้งานตามแผนการใช้งาน
ของ RTL ที่จะสิ้นสุดในเดือนกรกฎาคม ปี 2570 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงจะทยอยตัดจ่ายในช่วงระยะเวลา
5 ปี และสินทรัพย์อื่นจะทยอยตัดจ่ายตามนโยบายทางบัญชีของ RTL

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ประกอบด้วยค่าใช้จ่ายที่เป็นค่าใช้จ่ายผันแปร อาทิเช่น ค่าใช้จ่ายในการ
ซ่อมแซมและอะไหล่ในการซ่อมบำรุง ค่าน้ำมันเตา และค่าใช้จ่ายที่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ อาทิเช่น ค่าใช้จ่าย
สาธารณูปโภค ค่าประกันภัย ค่าธรรมเนียมในการบริหารงานและค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชีและภาษี เป็นต้น โดย
สำหรับค่าใช้จ่ายที่เป็นค่าใช้จ่ายผันแปร ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้เป็นสัดส่วนผันแปรตามรายได้ที่เกิด
จากการขายผลิตภัณฑ์โดยพิจารณาจากอัตราส่วนในอดีต ในขณะที่ต้นทุนคงที่ที่สำคัญ อาทิเช่น ค่าประกันภัย
กำหนดให้มีอัตราเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.00 เนื่องจากอัตราการเพิ่มขึ้นของตลาดเบี้ยประกันภัยที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น

ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย

จากงบการเงิน ณ 30 กันยายน 2558 ของ RTL มีเงินกู้ยืมจากบริษัทแม่ในเครือ COLAS คงเหลือจำนวน
ประมาณ 5.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตรา US LIBOR 1 เดือน + 2.00% โดยมีอัตราดอกเบี้ยที่
แท้จริง (Effective rate) ในอัตราประมาณร้อยละ 2.150 – 2.164 โดยภายหลังการซื้อกิจการของ TASCOT จาก COLAS
ผู้บริหารคาดว่า TASCOT จะดำเนินการให้เงินกู้ยืมก้อนใหม่เพื่อนำไปใช้คืนหนี้เก่า (Refinance) แก่ RTL โดยจาก
แผนการชำระคืนเงินกู้ผู้บริหารคาดว่า RTL จะทยอยชำระคืนเงินต้นเฉลี่ยประมาณ 0.50 – 1.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี
ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับผลกระทบดังกล่าวในประมาณการ โดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมใกล้เคียง
กับปี 2558 และกำหนดให้มีการทยอยชำระคืนเงินต้นเฉลี่ยประมาณ 0.50-1.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี ตามแผนการ
ชำระเงิน

อัตราภาษี

กำหนดในอัตราร้อยละ 0.00 ตลอดระยะเวลาในการประมาณการ เนื่องจากได้รับการยกเว้นภาษีนิติบุคคล
ในการให้บริการขนส่งเรือ ภายใต้ภาษี Section 13A of the Singapore Income Tax Act, Cap. 134

3 สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน

สินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน ประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้า สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์
ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่นและหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น โดยสำหรับระยะเวลาในการเก็บหนี้เฉลี่ยกำหนด
สมมติฐานที่ 15 วันในช่วงระยะเวลาการทยอยชำระคืนเงินกู้และเพิ่มขึ้นเป็น 30 วันภายหลังการชำระคืนเงินกู้สิ้นสุด
ลง ตามนโยบายการบริหารงานของ RTL ในขณะที่ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ยกำหนดที่ 30 วันซึ่งส่วนใหญ่เป็น

การจ่ายค่าบริการจัดการให้แก่บริษัทในเครือของ TASCO ในขณะที่ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น และหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น กำหนดเป็นสัดส่วนร้อยละ โดยอิงจากค่าสถิติในอดีต ในปี 2555 - 9 เดือนปี 2588 ในอัตราคงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

	สมมติฐาน
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	15-30
ระยะเวลาในการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	30
สัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.77%
สัดส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.00%
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.44%
สัดส่วนหนี้สินไม่หมุนเวียนอื่นต่อรายได้(%)	0.00%

4 ค่าใช้จ่ายลงทุน

ข้อมูลจากฝ่ายบริหารของ RTL คาดการณ์ว่า RTL มีแผนในการขยายการลงทุนในปี 2558 – 2577 ดังต่อไปนี้

1. ลงทุนใน Stability instruments on tankers 0.05 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2559
2. ลงทุนใน Ballast tank pipelines & tank coating 0.20 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2560
3. ลงทุนใน Marine boards 0.10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2560
4. ลงทุนใน Ballast water management system (BWMS) 0.70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2560
5. ลงทุนในเครื่องใช้และอุปกรณ์สำนักงาน 0.03 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี ในปี 2559 – 2570
6. ค่าใช้จ่ายการตรวจเรือระดับพิเศษ (Special or intermediate survey) 0.35-0.45 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปีตามแผนงาน

อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังช่วงประมาณการ (Terminal growth rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดให้ไม่มีการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการที่ร้อยละ 0 ต่อปี ตามหลักของความระมัดระวัง (Conservative Basis) โดยกำหนดให้เรือมีมูลค่าซาก 250,000 ดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้น กรกฎาคม 2570 ตามข้อมูลภายในที่ได้รับจาก RTL

5 อัตราส่วนลด (Discount Rate)

อัตราส่วนลด (Discount Rate) ที่ใช้คำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการคำนวณโดยวิธีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของกิจการ (WACC: Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งใช้เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากประมาณการของ RTL โดยมีสมมติฐานในการคำนวณดังนี้

WACC = (ต้นทุนทางการเงินของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย x ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อ
ผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น) + (ต้นทุนทางการเงินของผู้
ถือหุ้น x ส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น)

$$= [K_d (1-T) * D/(D+E)] + [K_e * E/(D+E)]$$

ต้นทุนของทุน (Ke) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (Re) สามารถได้จาก
Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่

Rf = Risk Free Rate: ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งใน
ที่นี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร
รัฐบาลอายุคงเหลือ 12 ปี เท่ากับร้อยละ 2.82 ใกล้เคียงกับช่วงระยะเวลาในการประมาณ
การตามอายุคงเหลือของเรือ (ข้อมูล ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 จาก
www.thaibma.or.th)

β = ค่าเบต้า : อัตราความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงิน
อิสระได้พิจารณาจากค่าเบต้าของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในหมวด
ให้บริการขนส่งทางทะเล ซึ่งมีลักษณะการดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกับ RTL จำนวนทั้งสิ้น
4 บริษัท ได้แก่ TTA, RCL, PSL และ JUTHA โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคา
ย้อนหลัง 5 ปี (ตั้งแต่ 12 พฤศจิกายน 2553 – 11 พฤศจิกายน 2558) ดังนี้

ชื่อย่อ	บริษัท	Beta
TTA	บมจ. โทริเซนไทย เอเยนซีส์	1.116
RCL	บมจ.อาร์ ซี แอล	0.909
PSL	บมจ.พีริเซียส ชิปปิ้ง	0.931
JUTHA	บมจ.จุฑานาวี	0.828

เมื่อเฉลี่ยค่าเบต้าของบริษัทที่ประกอบธุรกิจเดียวกันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ดังกล่าวแล้ว ได้ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.946

Market Risk (R_m) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 11.845 ต่อปี (ข้อมูลจาก Bloomberg)

K_d = ประเมินการอัตราเงินกู้ ที่ประมาณร้อยละ 2.20 ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมอัตราดอกเบี้ยในอัตรา US LIBOR 1 เดือน + 2.00% ที่บริษัทกู้ยืม

D/E = ประเมินการอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ย (Target D/E Ratio) ที่ 4.00 เท่า ใกล้เคียงกับโครงสร้างทางการเงิน ณ สิ้น 30 กันยายน 2558

T = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ที่ร้อยละ 0.00

ทั้งนี้ อัตราส่วนลดสำหรับ RTL ที่คำนวณได้จะเท่ากับร้อยละ 4.03 ต่อปี โดยอาศัยสมมติฐานข้างต้น สามารถคำนวณกระแสเงินสดของ RTL ได้ ดังนี้

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ RTL ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

สมมติฐานหลัก		2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
สมมติฐานด้านรายได้								
รายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อลำเรือ (1,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อวัน)	ค่าเฉลี่ยในอดีต	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
วันดำเนินการ (วัน)	ตามแผนงาน	350	360	340	360	346	360	340
สมมติฐานด้านต้นทุนขาย (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)								
ค่าใช้จ่ายลูกเรือ	เดบิต 4.00%	459.40	477.78	496.89	516.76	537.43	558.93	581.29
ต้นทุนค่าเสื่อมราคา	ตามนโยบายบัญชี	357.69	457.33	630.20	630.20	630.20	630.20	630.20
ค่าใช้จ่ายท่าเรือ	เดบิต 4.00%	10.62	11.04	11.49	11.95	12.42	12.92	13.44
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)								
ค่าใช้จ่ายอุปโภคและบริโภค	เดบิต 4.00%	296.05	307.89	320.20	333.01	346.33	360.19	374.59
ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษา	เดบิต 4.00%	12.82	13.33	13.87	14.42	15.00	15.60	16.22
ค่าประกันภัย	เดบิต 4.00%	14.47	15.04	15.65	16.27	16.92	17.60	18.30
ค่าใช้จ่ายบริการอื่น	เดบิต 4.00%	248.23	258.16	268.49	279.23	290.40	302.02	314.10

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ RTL ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

สมมติฐานหลัก		2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	ก.ก. 2570F
สมมติฐานด้านรายได้							
รายได้ค่าระวางเฉลี่ยต่อลำเรือ (1,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อวัน)	ค่าเฉลี่ยในอดีต	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
วันดำเนินการ (วัน)	ตามแผนงาน	360	346	360	340	360	206
สมมติฐานด้านต้นทุนขาย (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)							
ค่าใช้จ่ายลูกเรือ	เดบิต 4.00%	604.54	628.72	653.87	680.02	707.22	404.69
ต้นทุนค่าเสื่อมราคา	ตามนโยบายบัญชี	630.20	630.20	630.20	630.20	630.20	360.62
ค่าใช้จ่ายท่าเรือ	เดบิต 4.00%	13.97	14.53	15.12	15.72	16.35	9.35
สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (1,000 ดอลลาร์สหรัฐ)							
ค่าใช้จ่ายอุปโภคและบริโภค	เดบิต 4.00%	389.58	405.16	421.37	438.22	455.75	260.79
ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษา	เดบิต 4.00%	16.87	17.55	18.25	18.98	19.74	11.29
ค่าประกันภัย	เดบิต 4.00%	19.04	19.80	20.59	21.41	22.27	12.74
ค่าใช้จ่ายบริการอื่น	เดบิต 4.00%	326.66	339.73	353.31	367.45	382.15	218.67

ประมาณการทางการเงินและการประเมินราคาหุ้นสามัญของ RTL ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (ต่อ)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง
บริษัท ทีปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

สิ่งที่ส่งมาด้วยลำดับที่ 3

หน่วย : 1,000 ดอลลาร์	Q4/2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	ก.ค.2570F
รายได้จากค่าบริการ	454.5	2,340.0	2,210.0	2,340.0	2,249.0	2,340.0	2,210.0	2,340.0	2,249.0	2,340.0	2,210.0	2,340.0	1,339.0
ต้นทุนบริการ	(128.2)	(946.2)	(1,138.6)	(1,158.9)	(1,180.1)	(1,202.1)	(1,224.9)	(1,248.7)	(1,273.5)	(1,299.2)	(1,325.9)	(1,353.8)	(774.7)
กำไรขั้นต้น	326.3	1,393.8	1,071.4	1,181.1	1,068.9	1,137.9	985.1	1,091.3	975.5	1,040.8	884.1	986.2	564.3
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(230.9)	(594.4)	(618.2)	(642.9)	(668.7)	(695.4)	(723.2)	(752.1)	(782.2)	(813.5)	(846.1)	(879.9)	(503.5)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้หัก	115.9	799.4	453.2	538.2	400.3	442.5	261.9	339.1	193.3	227.3	38.0	106.3	60.8
ภาษีจ่ายจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
กำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีจ่าย	115.9	799.4	453.2	538.2	400.3	442.5	261.9	339.1	193.3	227.3	38.0	106.3	60.8
บวก													
ค่าเสื่อมราคา	89.4	457.3	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2	630.2
การเปลี่ยนแปลงในเงินลงทุนส่วนเพิ่มในเงินทุนหมุนเวียน	513.7	6.7	22.5	(102.2)	10.0	(6.4)	13.7	(9.8)	10.3	(6.1)	14.1	(9.5)	42.8
เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	0.0	(80.0)	(1,380.0)	(30.0)	(480.0)	(30.0)	(380.0)	(30.0)	(480.0)	(30.0)	(380.0)	(30.0)	0.0
กระแสเงินสดอิสระ	719.0	1,183.4	(274.1)	1,036.1	560.5	1,036.3	525.8	929.5	353.9	821.4	302.3	697.0	733.9
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	6,856.7												
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	156.6												
มูลค่ากิจการ	7,013.4												
เงินสดหักหนี้สินสุทธิ ณ 30 กันยายน 2558	(4,944.8)												
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิ	2,068.6												

วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าของกิจการจากปัจจัยอื่นๆ (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าจากปัจจัยของอัตราส่วนลดโดยปรับค่าของอัตราส่วนลด (Discount Rate) เพิ่มขึ้นจากการคำนวณธุรกิจในประเทศอียิปต์ 0.50 – 1.50 ต่อปี โดยการวิเคราะห์ความอ่อนไหวดังกล่าว จะแตกต่างจากการพิจารณาอัตราคิดลดสำหรับการประเมินมูลค่ากิจการในประเทศ (Raycol) โดยจะไม่พิจารณาอัตราส่วนลดจากอัตราคิดลด เนื่องจากพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจในต่างประเทศเป็นหลักดังนี้

ส่วนเพิ่มจากอัตราส่วนลด (ร้อยละต่อปี)	0.00%	+0.50%	+1.00%	+1.50%
อัตราส่วนลด (Discount Rate)	4.03%	4.53%	5.03%	5.53%
มูลค่า RTL (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	2.07	1.88	1.70	1.53
มูลค่าหุ้น (ดอลลาร์สหรัฐ)	41.37	37.63	34.04	30.61
มูลค่า RTL (ล้านบาท)	74.13	67.42	61.00	54.85
มูลค่าหุ้น (บาท)	1,482.65	1,348.48	1,220.03	1,097.01

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท

2. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับราคาหุ้นสามัญ

ตารางสรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการตามการประเมินราคาด้วยวิธีต่างๆ

	วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)	ความเหมาะสมของ วิธีการประเมิน
1.	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	862.13	43.11	ไม่เหมาะสม
2.	วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	537.40	26.87	ไม่เหมาะสม
3.	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	-	-	ไม่เหมาะสม
4.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี	508.66 – 681.08	25.43 – 34.05	ไม่เหมาะสม
5.	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	4,258.77 – 5,199.25	212.94 – 259.96	ไม่เหมาะสม
6.	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	1,097.01 – 1,482.65	54.85 – 74.13	เหมาะสม

สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach), วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) , วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to

Earnings Ratio Approach) ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ RTL เนื่องจาก

- การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) จะคำนึงถึงฐานะการเงินขณะใดขณะหนึ่ง และมูลค่าทรัพย์สินตามที่ได้บันทึกบัญชีไว้ โดยที่ไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าทางบัญชีไม่เหมาะสมกับการประเมินในครั้งนี้
- วิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach) ถึงแม้จะสามารถสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีซึ่งในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการปรับปรุงผลกระทบจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ อย่างไรก็ตามวิธีการประเมินดังกล่าวยังคงไม่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต เนื่องจากการพิจารณาเพียงแค่มูลค่าทางบัญชีของกิจการว่าอยู่ ณ เท่าใดในช่วงเวลาหนึ่ง แต่ไม่ได้พิจารณาถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสในการดำเนินธุรกิจกรณีที่ RTL ไม่สามารถจัดหาเรือเพื่อสนับสนุนการขนส่งให้แก่บริษัทในเครือได้ อาทิเช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการว่าจ้างการขนส่งจากผู้ประกอบการรายอื่นในช่วงระหว่างรอต่อเรือประเภทเดียวกันใหม่ที่ต่อจะใช้ระยะเวลาอย่างน้อย 2 ปี หรือ สภาวะตลาด ณ ปัจจุบัน ที่ไม่สามารถจัดหาซื้อเรือประเภทเดียวกันมาดำเนินธุรกิจได้ เนื่องจากอุปทานกองเรือขาดแคลน เป็นต้น ดังนั้นการประเมินมูลค่า RTL โดยใช้มูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ของ RTL ด้วยราคาตลาด จึงเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าในครั้งนี้
- วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด ได้แก่ วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Approach) และวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio Approach) สะท้อนมูลค่าของกิจการในกรณีที่เป็นการลงทุนโดยเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม ภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะเข้าถือหุ้น RTL ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของการเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญของ RTL เนื่องจาก

- วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงานและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ รวมถึงการเข้าซื้อหุ้น RTL จะทำให้ TASCOT มีจำนวนเรือที่เพิ่มขึ้นและสามารถเพิ่มศักยภาพในการขนส่งได้เพิ่มขึ้น ทั้งขาไปและขากลับ และเรือบรรทุกยางมะตอยเป็นเรือขนส่งแบบเฉพาะเจาะจง ซึ่งจะต่างจากเรือชนิดอื่น ดังนั้นวิธีส่วนลดกระแสเงินสด จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธี

อื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASCOT จะถือหุ้น RTL ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ซึ่งถือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีนี้ จึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการ โดยคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ RTL ซึ่งคิดตามสัดส่วนที่ TASCOT จะเข้าทำรายการในครั้งนี้ ได้มูลค่าเหมาะสมของรายการเท่ากับ 1,097.01 – 1,482.65 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นมูลค่าลงทุน 54.85 – 74.13 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ที่ 28.67 ล้านบาท (คำนวณจากราคาซื้อที่ 0.80 ดอลลาร์สหรัฐที่อัตราแลกเปลี่ยนจาก Bloomberg ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558 ที่ 1.00 ดอลลาร์สหรัฐต่อ 35.837 บาท) หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 91.32 – 158.58 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาในการเข้าทำรายการในครั้งนี้เป็นราคาที่เหมาะสม

5 ความเหมาะสมและเงื่อนไขของรายการ

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในเรื่องความเหมาะสมของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีเหมาะสมในการนำมาใช้ประเมินมูลค่าของ Raycol, ABS และบริษัทย่อยและบริษัทร่วม, HR และบริษัทย่อย, ADS และ RTL สามารถสรุปได้ดังนี้

บริษัท	วิธีการประเมิน (ล้านบาท)							มูลค่าการลงทุน (ล้านบาท)		
	วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)	วิธีมูลค่าตามบัญชีที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted Book Value Approach)	วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Value Approach)	วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (PricetoBookValue RatioApproach : P/BVRatio)	วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PricetoEarnings Ratio Approach : P/E Ratio)	วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Discounted Cash Flow Approach - FCF to Equity)	วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อกิจการ (Discounted Cash Flow Approach – FCF to Firm)	เฉพาะหุ้น	เงินให้กู้ยืม	รวม
Raycol	80.50	109.27	NA	216.76 – 233.13	595.20 – 649.87	256.66 – 325.77	675.41 - 857.28	250.86	-	250.86
ABS, บริษัทย่อยและบริษัทร่วม	322.03	337.34	NA	866.26 – 933.88	277.37 – 302.84	388.83 – 474.92	698.44 - 784.53	340.45	-	340.45
HR และบริษัทย่อย	435.58	510.17	NA	1,171.72 – 1,263.16	3,314.83–3,620.09	805.87 – 973.81	933.39 - 1,101.33	716.74	-	716.74
ADS	375.31	120.84	NA	221.45 – 296.47	491.34 – 590.02	296.91 – 350.67	582.38 - 636.13	430.04	286.70	716.74
RTL	43.11	26.87	NA	25.43 – 34.05	212.94 – 259.96	54.85 – 74.13	232.06 - 251.34	28.67	161.27	189.97
รวมทั้งสิ้น						1,803.12 – 2,199.31	3,121.68-3,630.61	1,766.76	447.97	2,214.73

หมายเหตุ การประเมินมูลค่าหุ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้คำนวณ Free cashflow to equity ซึ่งได้มีการหักมูลค่าหนี้ในปัจจุบันแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้แสดงเงินให้กู้ยืมของ ADS และ RTL แยกต่างหากเพื่อความชัดเจนในการเปรียบเทียบ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า วิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นของ Raycol, ABS และบริษัทย่อย และบริษัทร่วม, HR และบริษัทย่อย, ADS และ RTL คือ วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) ซึ่งวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Present Value of Free Cash flow Approach) เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงานและการทำกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งเป็นการประเมินโดยพิจารณาจากมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิโดยรวมของกิจการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตโดยอ้างอิงจากการดำเนินงานที่ผ่านมา รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ จึงทำให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ดีกว่าวิธีอื่นๆ ซึ่งภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้ TASC0 จะถือหุ้นในบริษัทเป้าหมายและเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุม ดังนั้น วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดจึงเหมาะสมสำหรับการทำรายการในครั้งนี้

ในเรื่องความเหมาะสมของราคาที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่ายุติธรรมของบริษัทเป้าหมาย โดยเลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด โดยมีมูลค่าระหว่าง 1,803.12 – 2,199.31 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าการลงทุนในส่วนหุ้นที่เท่ากับ 1,766.76 ล้านบาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า **ราคามีความเหมาะสม**และหากนำเงินให้กู้ยืมของ ADS และ RTL มารวม การคำนวณมูลค่ายุติธรรม จะต้องปรับเป็นมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดต่อกิจการ (Free Cashflow to Firm) ซึ่งบริษัทเป้าหมายจะมีมูลค่าระหว่าง 3,121.68-3,630.61 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าการลงทุนในส่วนหุ้นรวมการให้กู้ยืม ที่เท่ากับ 2,214.73 ล้านบาท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงมีความเห็นว่า **ราคามีความเหมาะสม**

นอกจากนี้ ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ที่ได้มา ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระนำมูลค่าการประเมินของผู้ประเมินอิสระมาประกอบการพิจารณา ซึ่งผู้ประเมินทรัพย์สินอิสระ มี 3 ราย ดังนี้

1. บริษัท อเมริกัน แอสเพรซัล (ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาสินทรัพย์ของ Raycol
2. บริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นส์ ฟิลลิปส์ จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาสินทรัพย์ของบริษัท ABS และบริษัทย่อย และบริษัทร่วม, ADCo ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ HR
3. Clarksons Valuations Limited ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาสินทรัพย์ของ ADS, RTL

ในการประเมินมูลค่าของทรัพย์สินของ Raycol, ABS, ADCo, ADS และ RTL นั้น ผู้ประเมินอิสระมีวัตถุประสงค์เพื่อขอทราบมูลค่าทรัพย์สินและสามารถใช้เพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ ซึ่งผู้ประเมินอิสระใช้วิธีการประเมินโดยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Approach) ซึ่งมีผลการประเมินสรุปได้ดังนี้

1. บริษัท อเมริกัน แอสเพรซัล (ประเทศไทย) จำกัด

เป็นผู้ประเมินราคาอิสระสำหรับการประเมินราคาทรัพย์สินของบริษัท เรย์โคล แอสฟัลท์ จำกัด ตามเล่มประเมิน เลขที่ 2015/787 ลงวันที่ 5 พฤศจิกายน 2558 มีรายละเอียดดังนี้

หน่วย : บาท

	Replacement Cost New	Fair Market Value (Continued Use)
ที่ดิน	40,700,000	40,700,000
อาคารและส่วนปรับปรุง	21,700,000	8,600,000
ส่วนปรับปรุงที่ดิน	9,200,000	2,800,000
เครื่องจักรและอุปกรณ์	182,591,200	40,395,200
เครื่องมือและอุปกรณ์	8,629,400	3,529,200
เฟอร์นิเจอร์	3,418,860	1,037,330
คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์	776,350	207,570
รถยนต์ – โรงงาน	49,753,000	10,248,700
รถยนต์ – สำนักงาน	4,339,000	433,900
รวม	321,107,810	107,951,900
ปรับ	321,100,000	108,000,000

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาแล้วเห็นว่า Fair Market Value Approach ที่ผู้ประเมินราคาอิสระเลือกใช้ เป็นวิธีการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมโดยผู้ประเมินราคาอิสระได้ประเมินอายุการใช้งานของอาคารและส่วนปรับปรุง เพิ่มขึ้นจากเดิม และได้ประเมินอายุการใช้งานของเครื่องจักรและอุปกรณ์เป็น 15 ปี จากเดิมที่บริษัทใช้อยู่ 5-10 ปี และได้ประเมินมูลค่าส่วนที่ลงทุนเพิ่มจากงวด 9 เดือนปี 2558 เช่น เฟอร์นิเจอร์ คอมพิวเตอร์และและอุปกรณ์ รวมถึงรถยนต์ที่บริษัทได้ซื้อเพิ่มในช่วงเดือนตุลาคม 2558 เป็นผลให้ราคาประเมินมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี

2. บริษัทไทยประเมิณราคา ลินน์ ฟิลลิปส์ จำกัด (“VPC”)

VPC เป็นผู้ประเมินราคาอิสระสำหรับการประเมินราคาทรัพย์สินของ PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัท
ย่อยและบริษัทร่วม มีรายละเอียดดังนี้

	เล่มประเมิน เลขที่	ลงวันที่	ที่ตั้งทรัพย์สิน	มูลค่าตามราคาตลาด (รูเปีย)			รวม
				อาคาร ส่วนปรับปรุง อาคารเครื่องจักรและ อุปกรณ์	ยานพาหนะ	รวม	ดอลลาร์สหรัฐ
1	019/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	ACEH	10,135,000,000	359,000,000	10,494,000,000	769,129
2	024/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	BALARAJA	2,394,000,000	-	2,394,000,000	175,462
3	025/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	BALIKPAPAN	5,455,000,000	4,741,000,000	10,196,000,000	747,288
4	023/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	CIWANDAN	16,805,000,000	2,585,000,000	19,390,000,000	1,421,137
5	021/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	DURI	2,226,000,000	-	2,226,000,000	163,149
6	020/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	MEDAN	18,185,000,000	160,000,000	18,345,000,000	1,344,547
7	022/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	PALEMBANG	787,000,000	7,728,000,000	8,515,000,000	624,084
8	026/SWR/APP- C/MISC/ZI/15	18 November 2015	SAMPIT	364,000,000	2,490,000,000	2,854,000,000	209,176
	รวม			56,351,000,000	18,063,000,000	74,414,000,000	5,453,972

หมายเหตุ : อัตราแลกเปลี่ยน 13,644 รูเปีย เท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาแล้วเห็นว่าวิธีประเมินที่ผู้ประเมินราคาอิสระเลือกใช้ เป็นวิธีการคำนวณ
มูลค่าที่เหมาะสมโดยวิธีการประเมินของอาคาร ส่วนปรับปรุงอาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์ ผู้ประเมินราคาอิสระใช้
วิธี Cost Approach ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า ผู้ประเมินราคาได้ตัดค่าเสื่อมราคาทรัพย์สิน โดยใช้
ระยะเวลาในการใช้งานยาวขึ้น เนื่องจากตามนโยบายของบริษัท จะมีการปรับปรุง ซ่อมแซม สินทรัพย์ให้สามารถใ้
งานได้อย่างต่อเนื่อง ส่วนยานพาหนะนั้น ผู้ประเมินราคาได้เทียบเคียงราคาตลาด ซึ่งจากการดูแลรักษา ซ่อมบำรุงตาม
ระยะเวลา จึงทำให้ยานพาหนะมีสภาพที่ดี และจากสภาพยานพาหนะดังกล่าว ซึ่งปัจจุบันเป็นที่ต้องการ ในพื้นที่นั้น จึง
ทำให้ราคายานพาหนะที่ประเมินมีการปรับเพิ่มขึ้นตามความต้องการใช้งาน

VPC เป็นผู้ประเมินราคาอิสระสำหรับการประเมินราคาทรัพย์สินของ Asphalt Distribution Co.,Ltd. (“ADCo”) บริษัท
ย่อยของ Highway Resource Pte (“HR”) มีรายละเอียดดังนี้

	เล่มประเมิน เลขที่	ลงวันที่	ที่ตั้งทรัพย์สิน	วิธีการประเมิน	มูลค่าประเมินราคา
					ดอลลาร์สหรัฐ
1	TP. 15/21/219	25 November 2015	Ha Noi Office&Ho chi Minh Office	เปรียบเทียบราคาตลาด	158,000
2	TP. 15/21/218	25 November 2015	Hai Phong Port	เปรียบเทียบราคาตลาด	1,622,000
3	TP. 15/21/222	25 November 2015	Chan May Port	เปรียบเทียบราคาตลาด	1,686,000
4	TP. 15/21/221	25 November 2015	Cam Ranh Port	เปรียบเทียบราคาตลาด	1,214,000
5	TP. 15/21/220	25 November 2015	Go Dau IZ	เปรียบเทียบราคาตลาด	4,233,000
			รวม		8,913,000

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาแล้วเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระเลือกใช้ เป็นวิธีการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมโดยวิธีการประเมินของถึงเก็บสินค้าและอุปกรณ์ รถยนต์และรถบรรทุกสินค้า ผู้ประเมินราคาอิสระใช้วิธี Sales comparison approach ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า ผู้ประเมินราคาใช้วิธีเทียบเคียงกับสินทรัพย์ที่มีการขายในปัจจุบัน ดังนั้น มูลค่าถึงเก็บสินค้าและอุปกรณ์ของบริษัทที่มีการดูแล รักษา ซ่อมแซมให้อยู่ในสภาพที่ดี จึงมีมูลค่าที่เพิ่มขึ้น เสมือนเป็นของใหม่ที่มีการขายในปัจจุบัน สำหรับรถยนต์และรถบรรทุกสินค้า ส่วนที่ปรับเพิ่มขึ้นหลักจะมาจากรถบรรทุกสินค้า เมื่อเทียบเคียงกับราคาในปัจจุบันของรถบรรทุกที่มีการปรับเพิ่มขึ้นตลอดในประเทศเวียดนาม สำหรับอุปกรณ์สำนักงานและโปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่ปรับเพิ่มขึ้นนั้น เป็นผลมาจากการซื้อเพิ่มขึ้นในช่วงหลังจากสิ้นงวด 9 เดือนปี 2558

3. Clarksons Valuations

เป็นผู้ประเมินราคาอิสระสำหรับการประเมินราคาทรัพย์สินของ ADShipping Pte Ltd. “ADS” และ Reta Link Pte Ltd. “RTL” ตามเล่มประเมิน เลขที่ CVL/14456-15 ลงวันที่ 7 ตุลาคม 2558 โดย Clarkson Valuations Limited มีรายละเอียดดังนี้

บริษัท – เรือ	มูลค่า (ดอลลาร์สหรัฐ)
ADS – m.t. “AD MATSU” Abt 3,646 dwt – Asphalt Carrier Built 2009 Nakatani S.Y., Japan 96.5 m Loa 16.5m Beam Abt 3,691 cbm cargo capacity Heating Coils – Maintain Heat Temp. 180 C Double Hull Daihatsu diesel	US\$8,000,000
RTL – m.t. “AD PHOENIX” Abt 2,058 dwt – Asphalt Carrier Built 2002 Kurinoura Dockyard, Japan 78.0 m Loa 12.0m Beam Abt 1,679 cbm cargo capacity Heating Coils – Maintain Heat Temp. 160 C Double Hull Daihatsu diesel	US\$3,750,000

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาแล้วเห็นว่าวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระเลือกใช้ เป็นวิธีการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมเนื่องจากพิจารณาบนหลักของการเปรียบเทียบกับมูลค่าตลาด ณ ปัจจุบัน ซึ่งสะท้อนให้เห็นมูลค่าตลาดของสินทรัพย์นั้นๆ

นอกจากนี้ ในการประเมินราคาเรือขนส่งของ ADS และ RTL เป็นการเปรียบเทียบกับราคาเรือที่มีการซื้อขายในตลาด ซึ่งเป็นเรือที่ผลิตจากประเทศจีนที่จะมีอายุการใช้งานที่สั้นกว่าเรือที่ผลิตจากประเทศญี่ปุ่น ซึ่งอาจทำให้ราคาประเมินของ ADS และ RTL ต่ำกว่าราคาตลาดปกติ

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในเรื่องความเหมาะสมของเงื่อนไขการชำระราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ได้พิจารณาเงื่อนไขการชำระราคา พบว่า บริษัทจะชำระค่าซื้อหุ้นสามัญและเงินกู้ยืม ด้วยเงินสด จำนวนประมาณ 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาทให้แก่ผู้ขาย ภายหลังจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2559 ซึ่งจะประชุมในวันที่ 5 มกราคม 2559 มีมติอนุมัติให้เข้าทำรายการ โดยเป็นการชำระให้กับ COLAS ในฐานะผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย จำนวนประมาณ 49.30 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 1,766.76 ล้านบาท และในฐานะเจ้าหนี้เงินกู้ยืมของ ADS และ RTL จำนวนประมาณ 12.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 447.96 ล้านบาท ซึ่งภายหลังการชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนและเงื่อนไขการเกิดก่อนได้เสร็จสิ้นแล้วแล้ว บริษัทจะกลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่และสวมสิทธิการเป็นเจ้าหนี้เงินกู้ยืมดังกล่าวแทน COLAS และในสัญญาจะซื้อจะขาย ได้ระบุเงื่อนไขบังคับก่อนที่สำคัญ และเงื่อนไขอื่นๆ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า การทำรายการครั้งนี้ เป็นการทำการซื้อกิจการทั้ง 5 บริษัทเป้าหมาย ซึ่งจะเป็นการเสริมแหล่งจัดหาวัตถุดิบ เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายในประเทศอินโดนีเซียและประเทศเวียดนามและประเทศสิงคโปร์ และยังเป็นการเพิ่มกองเรือขนส่งของกลุ่มบริษัทให้มีศักยภาพการขนส่งเพิ่มขึ้นด้วย รวมถึง COLAS จะยกเลิกการเรียกเก็บค่า Technical fee และ Management fee จากบริษัทเป้าหมายในต่างประเทศทั้งหมด ซึ่งจะเป็นการลดค่าใช้จ่ายของบริษัทเป้าหมาย ส่งผลให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นได้ นอกจากนี้ COLAS จะไม่ทำการค้าแข่งขันในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันในเวียดนาม อินโดนีเซียและสิงคโปร์ เป็นเวลา 10 ปี และจะไม่ทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยางมะตอยและธุรกิจน้ำมันในฟิลิปปินส์ ติมอร์เลสเต้ พม่า และศรีลังกา เป็นเวลา 5 ปีอีกด้วย ดังนั้นจึงเป็นโอกาสของบริษัทในการสามารถบรรลุเป้าหมายที่กำหนดได้

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระโดยรวม

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง ซึ่งประกอบด้วย

1. การลงทุนใน Raycol Asphalt Co.,Ltd (“Raycol”) ในประเทศไทย ในสัดส่วนร้อยละ 38.00
2. การลงทุนใน PT Asphalt Bangun Sarana (“ABS”) และบริษัทย่อย ในประเทศอินโดนีเซีย ในสัดส่วนร้อยละ 99.98
บริษัทย่อยของ ABS คือ
 - 1) PT Saranaraya Reka Cipta (“SRC”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00
 - 2) PT Sarana Distribusi Aspal Nusantara (“SDAN”) โดย ABS ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 49.00
3. การลงทุน Highway Resource Pte (“HR”) และบริษัทย่อย ในประเทศสิงคโปร์และเวียดนาม ในสัดส่วนร้อยละ 100.00
บริษัทย่อยของ HR คือ Asphalt Distribution Co., Ltd. (“ADCo”)
4. การลงทุนใน AD Shipping Pte Ltd.(“ADS”) ในประเทศสิงคโปร์ ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 และการให้กู้ยืมแก่ ADS
จำนวน 8.00 ล้านดอลลาร์สหรัฐ
5. การลงทุนใน Reta Link Pte Ltd. (“RTL”) ในประเทศสิงคโปร์ ในสัดส่วนร้อยละ 100.00และการให้กู้ยืม RTL จำนวน
4.50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

โดยใช้เงินลงทุนรวมทั้งสิ้น จำนวน 61.80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นประมาณ 2,214.73 ล้านบาทซึ่งการซื้อหุ้นหรือการเข้าลงทุนในบริษัทต่าง ๆ ดังกล่าวข้างต้น เป็นการขยายธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์ยางมะตอยไปยังประเทศอินโดนีเซียและเวียดนาม อีกทั้งขยายธุรกิจในกลุ่มเดินเรือของกลุ่มบริษัท และเป็นการลงทุนที่สอดคล้องกับแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัท และจะทำให้เกิด Synergy และเป็นการจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทและ COLAS

อย่างไรก็ตาม การทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยง เป็นการเข้าลงทุนตามสภาพของสินทรัพย์ และใช้เงินลงทุนจำนวนมาก และยังมีความเสี่ยงในการขออนุญาตดำเนินการด้านต่าง ๆ ในประเทศนั้นๆ

ดังนั้นเมื่อพิจารณาเรื่องประโยชน์ ข้อดี ข้อเสีย และความเสี่ยงจากราคายุติธรรมของรายการที่มีความเหมาะสมแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในครั้งนี้ สมเหตุสมผลและเกิดประโยชน์แก่บริษัท และผู้ถือหุ้นของบริษัทโดยรวม ผู้ถือหุ้นของบริษัทควรมีมติอนุมัติรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการเกี่ยวโยงดังกล่าว

อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการดังกล่าวหรือไม่ ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ ซึ่งผู้ถือหุ้นควรจะศึกษาข้อมูลและพิจารณาเหตุผล ข้อดี ข้อเสีย ผลกระทบ และความเห็นในประเด็นพิจารณาต่าง ๆ เพิ่มเติมจากรายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระฉบับนี้ ตลอดจนเอกสารต่าง ๆ ที่บริษัทได้นำส่งพร้อมกับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นในครั้งนี้ด้วย เพื่อประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจลงมติได้อย่างเหมาะสม

การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทมีความเป็นจริง ถูกต้อง และครบถ้วน และไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงหรือแก้ไขภายหลังจากที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับแล้ว ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่สามารถรับรองหรือรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ของข้อมูลที่ได้รับจากบริษัท นอกจากนี้แล้วที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาข้อมูลดังกล่าวด้วยความรอบคอบและสมเหตุสมผลตามมาตรฐานของผู้ประกอบวิชาชีพพึงกระทำแล้ว และการให้ความเห็นนี้เป็นการพิจารณาจากสถานะแวดล้อมเศรษฐกิจและข้อมูลที่เกิดขึ้นในขณะทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทและการทำรายการของบริษัทในครั้งนี้ รวมถึงการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นการให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่อาจยืนยันผลกระทบต่อที่อาจเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัทในภายหน้าได้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำรายงานความเห็นเกี่ยวกับรายการได้มาและรายการเกี่ยวโยงกันของบริษัท ณ วันที่ 27 พฤศจิกายน 2558 และขอรับรองว่า ได้พิจารณาและทำหน้าที่ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น ด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ โดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทเป็นสำคัญ

ขอแสดงความนับถือ

บริษัทหลักทรัพย์ แอปเปิ้ล เวิลด์ จำกัด (มหาชน)



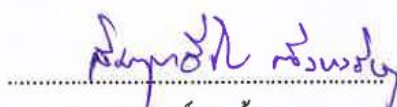
(นางกาญจนา อุทัยชัยศิริ)

กรรมการ



(นายสุวิษ รัตนยานนท์)

กรรมการ



(นายสมฤทธิชัย ตั้งหวะรัฐ)

ผู้ควบคุมการปฏิบัติงาน

ในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน

