

รายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ต่อการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และรายการที่เกี่ยวข้องกัน

ของ



บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)

จัดทำโดย



บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด มหาชน

12 เมษายน 2554

สารบัญ

	หน้า
ข้อมูลสรุป (Executive summary)	3
ส่วนที่ 1 ลักษณะและรายละเอียดของรายการ	7
1.1 วันที่เข้าทำรายการ	7
1.2 ประเภทและขนาดรายการ	7
1.2.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์	7
1.2.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์	8
1.3 มูลค่าสินทรัพย์ที่ซื้อขายและมูลค่าสิ่งตอบแทน	9
1.3.1 ประเภทสิ่งตอบแทน	9
1.3.2 ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นและบริษัท	10
1.4 บุคคลที่เกี่ยวข้องกันและลักษณะความสัมพันธ์	13
1.4.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์	13
1.4.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์	15
1.5 รายละเอียดของสินทรัพย์	16
1.5.1 สินทรัพย์ที่ได้มา	16
1.5.2 สินทรัพย์ที่จำหน่ายไป	20
1.6 สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาจะซื้อขายทรัพย์สินและร่างสัญญาซื้อขายหุ้น	28
1.6.1 ร่างสัญญาจะซื้อขายทรัพย์สิน	28
1.6.2 ร่างสัญญาซื้อขายหุ้น	32
ส่วนที่ 2 ข้อมูลบริษัท แกรนด์ คาแนล จำกัด (มหาชน)	34
2.1 ประวัติความเป็นมาของบริษัท	34
2.2 ลักษณะการประกอบธุรกิจ	35
2.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้น	36
2.4 คณะกรรมการบริษัท	37
2.5 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงาน	38
2.6 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง	44
2.7 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ	49
ส่วนที่ 3 ความสมเหตุสมผลของรายการ	52
3.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์	52
3.1.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ	52
3.1.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการและไม่ทำรายการ	52
3.1.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำรายการกับบุคคลภายนอก	55
3.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์	56
3.2.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ	56

3.2.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการและไม่ทำรายการ	56
3.2.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำรายการกับบุคคลภายนอก	58

ส่วนที่ 4 ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ	60
4.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์	60
4.1.1 ความเหมาะสมของราคาซื้อสินทรัพย์	60
4.1.2 การประเมินมูลค่าสิ่งตอบแทน	77
4.1.3 ความเหมาะสมของเงื่อนไขการชำระราคา	123
4.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์	124
4.2.1 ความเหมาะสมของราคา	124
4.2.2 ความเหมาะสมของเงื่อนไขการชำระราคา	136
ส่วนที่ 5 สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	138

คำนิยาม

บริษัท หรือ GLAND	หมายถึง	บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
สำนักงาน ก.ล.ต.	หมายถึง	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
ตลาดหลักทรัพย์	หมายถึง	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	หมายถึง	บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
ที่ปรึกษาทางการเงิน	หมายถึง	ที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการในครั้งนี้
ประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป	หมายถึง	ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์ พ.ศ. 2547 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม
ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน	หมายถึง	ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม
KKCC	หมายถึง	บริษัท เขาเขียวคันทรีคลับ จำกัด
BBTVEQ	หมายถึง	บริษัท บีบีทีวี เอ็ดดูเคชั่น จำกัด
ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2	หมายถึง	ที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จำนวนทั้งสิ้น 21 แปลง เนื้อที่รวมทั้งสิ้น 14-1-32.2 ไร่ หรือ 5,732.2 ตารางวา ตั้งอยู่ที่ ถนนพระราม 9 แขวงห้วยขวาง เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7	หมายถึง	ที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จำนวน 3 แปลง เนื้อที่รวมทั้งสิ้น 31-2-99.5 ไร่ หรือ 12,699.5 ตารางวา ตั้งอยู่ที่ ถนนกำแพงเพชร 6 แขวงสีกัน เขตดอนเมือง กรุงเทพมหานคร
เจริญกฤษ	หมายถึง	บริษัท เจริญกฤษ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด
แกรนด์ ฟอร์จูน	หมายถึง	บริษัท แกรนด์ ฟอร์จูน จำกัด
ผู้ขาย	หมายถึง	เจริญกฤษ และ แกรนด์ ฟอร์จูน
สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดิน	หมายถึง	สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ฉบับลงวันที่ 30 กันยายน 2552 ระหว่างเจริญกฤษและพระราม 9
กลุ่มเจริญกฤษ	หมายถึง	ประกอบด้วยบริษัท เจริญกฤษ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ และนางสาวรมณี บุญดีเจริญ
เบิ้ล	หมายถึง	บริษัท เบิ้ล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด
พระราม 9	หมายถึง	บริษัท พระราม 9 สแควร์ จำกัด
พระราม 9 ไฮเต็ล	หมายถึง	บริษัท พระราม 9 สแควร์ ไฮเต็ล จำกัด
เบิ้ล พาร์ค	หมายถึง	บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด
แกรนด์ คาแนล	หมายถึง	บริษัท แกรนด์ คาแนล จำกัด
BBTV	หมายถึง	บริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด

กลุ่ม BBTV	หมายถึง	ประกอบด้วยบริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด บริษัท ทูมมฮาลาภ จำกัด บริษัท จี แอล แอสเซทส์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แซทเทลไลท์ จำกัด และบริษัท บีบีทีวี เอ็ดควิดี จำกัด
กลุ่มรัตนรักษ์	หมายถึง	กลุ่ม BBTV และ บริษัท เค อาร์ แอนด์ แอสโซซิเอทส์ จำกัด และ/หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง
มีเดีย สตูดิโอ	หมายถึง	บริษัท มีเดีย สตูดิโอ จำกัด
TVA	หมายถึง	สมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย
VAT	หมายถึง	สมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย
AA	หมายถึง	บริษัท อเมริกัน แอ็พเพรชัล (ประเทศไทย) จำกัด
ทีเอฟพี	หมายถึง	บริษัท ทีเอฟพี แวลูเอชัน จำกัด
แอคควิเรท	หมายถึง	บริษัท แอคควิเรท แอดไวเซอร์ จำกัด
ไทยประเมิน	หมายถึง	บริษัท ไทยประเมินราคา ลิมน์ ฟิลลิปส์ จำกัด
ศศิรัชดา	หมายถึง	บริษัท ศศิรัชดา จำกัด
WACC	หมายถึง	Weighted average cost of capital
CAPM	หมายถึง	Capital asset pricing model
IRR	หมายถึง	Internal rate of return
NPV	หมายถึง	Net present value
FCFF	หมายถึง	Free cash flow to firm
FCFE	หมายถึง	Free cash flow to equity

วันที่ 12 เมษายน 2554

เรื่อง ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และรายการที่เกี่ยวข้องกันของ
บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
เรียน กรรมการตรวจสอบและผู้ถือหุ้น
บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “GLAND”) ครั้งที่ 2/2554 เมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2554 ได้มีมติอนุมัติที่รายการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัท โดยสรุปสาระสำคัญ ได้ดังนี้

1. อนุมัติให้บริษัทเข้าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จากบริษัท เจริญกฤษ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (“เจริญกฤษ”) ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท จำนวนทั้งสิ้น 21 แปลง เนื้อที่รวมทั้งสิ้น 14-1-32.2 ไร่ หรือ 5,732.2 ตารางวา ตั้งอยู่ที่ ถนนพระราม 9 แขวงห้วยขวาง เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร (“ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2”) ในราคาซื้อขายรวมเป็นเงินทั้งสิ้น 1,930,036,064.00 บาท โดยบริษัทจะชำระราคาค่าที่ดินดังกล่าวเป็น i) หุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัทจำนวน 547,942,960 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 1,002,735,616.80 บาท และ ii) ส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด 927,300,447.20 บาท บริษัทจะหักภาระเงินมัดจำค่าจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จำนวน 113,980,446.16 บาท ที่บริษัท พระราม 9 สแควร์ จำกัด (“พระราม 9”) ได้ชำระให้กับเจริญกฤษภายใต้สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดิน ฉบับลงวันที่ 30 กันยายน 2552 ระหว่างเจริญกฤษและพระราม 9 (“สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดิน”) และบริษัทจะรับโอนภาระหน้าที่ภายใต้สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินดังกล่าวมาจากเจริญกฤษ ดังนั้น บริษัทจะชำระเงินสดส่วนที่เหลือเท่ากับ 813,320,001.04 บาท
2. อนุมัติให้บริษัทเข้าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จากบริษัท แกรนด์ ฟอรั่ม จำกัด (“แกรนด์ฟอรั่ม”) ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท จำนวน 3 แปลง เนื้อที่รวมทั้งสิ้น 31-2-99.5 ไร่ หรือ 12,699.5 ตารางวา ตั้งอยู่ที่ ถนนกำแพงเพชร 6 แขวงสีกัน เขตดอนเมือง กรุงเทพมหานคร (“ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7”) ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงิน 296,582,500.00 บาท โดยบริษัทจะชำระราคาค่าที่ดินดังกล่าวเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัทจำนวน 162,066,939 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 296,582,498.37 บาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด 1.63 บาท
3. อนุมัติให้บริษัทจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เขาเขียวคันทรี่คลับ จำกัด (“KKCC”) ที่บริษัทมีอยู่ทั้งจำนวนรวมทั้งสิ้น 30,000,000 หุ้น (หรือคิดเป็นร้อยละ 70.28 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ KKCC) ให้แก่บริษัท บีบีทีวี เอ็ดดูเต้ จำกัด (“BBTVEQ”) ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ในราคาซื้อหุ้นละ 17.33 บาท หรือคิดเป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 520,000,000.00 บาท โดยบริษัทจะรับชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด

การเข้าทำรายการตามข้อ 1) และ 2) ถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน โดยเป็นรายการประเภทที่ 1 ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม (“ประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป”) ซึ่งขนาดรายการรวมทั้งสองรายการ เมื่อคำนวณรวมกับประมาณการค่าก่อสร้างและพัฒนาโครงการในอนาคตจำนวน 4,214 ล้านบาท สำหรับโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เพื่อเป็นโครงการอาคารสำนักงานให้เช่า ศูนย์ประชุมและแสดง

สินค้า และการค้าก่อสร้างและพัฒนาโครงการในอนาคต จำนวน 112 ล้านบาท สำหรับโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เพื่อเป็นพื้นที่เช่าศูนย์การค้า (Community Mall) จะมีขนาดรายการรวมเท่ากับร้อยละ 84.40 โดยคำนวณตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน อ้างอิงงบการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 และเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียนตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม (“ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน”) โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 50.56 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

การเข้าทำรายการตามข้อ 3) ถือเป็นรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป ซึ่งขนาดรายการต่ำกว่าร้อยละ 15 โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 และเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียนตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 11.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

ดังนั้น การทำรายการข้างต้น บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์”) ขออนุมัติการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันจากคณะกรรมการบริษัท โดยกรรมการที่มีส่วนได้เสียไม่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุม และจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อขออนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว โดยต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย พร้อมทั้ง จะต้องจัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับ ก) ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของรายการต่อบริษัทจดทะเบียน ข) ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ และ ค) ผู้ถือหุ้นควรลงมติเห็นด้วยหรือไม่เห็นด้วยกับรายการ พร้อมเหตุผลประกอบ ดังนั้น ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 2/2554 เมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2554 จึงได้มีมติอนุมัติแต่งตั้งให้บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) และเป็นอิสระจากบริษัท เพื่อให้ความเห็นดังกล่าวต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท ประกอบการพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการทำรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทและบริษัทย่อยของบริษัทในครั้งนี้

ทั้งนี้ ในการเข้าทำรายการ 3 รายการข้างต้น บริษัทจะเข้าทำรายการดังกล่าว ก็ต่อเมื่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ได้อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย และคู่สัญญาที่เกี่ยวข้องได้ลงนามในสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และรวมทั้งเงื่อนไขบังคับก่อนต่างๆ ที่จะระบุไว้ในสัญญาดังกล่าวสำเร็จลง

ในการพิจารณาเพื่อให้ความเห็นดังกล่าว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ศึกษาข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท KKCC และผู้ขาย (เจริญฤกษ์และแกรนด์ ฟอรั่ม รวมเรียกว่า “ผู้ขาย”) รวมทั้งข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป เช่น มติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท สารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการ ร่างสัญญาซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทกับ BBTVEQ เพื่อการจำหน่ายหุ้นของ KKCC ร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินระหว่างบริษัทกับเจริญฤกษ์เพื่อการซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินระหว่างบริษัทกับแกรนด์ ฟอรั่ม เพื่อการซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 แบบแสดง

รายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานของผู้สอบบัญชี งบการเงิน ประมาณการทางการเงินและสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง รายงานการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน สัญญาและใบอนุญาตต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจของสินทรัพย์ที่ได้มา เอกสารอื่นๆ ที่ได้รับจากบริษัท KKCC และผู้ขาย และข้อมูลสถิติตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับ บริษัทและสินทรัพย์ที่ได้มา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดย่อยพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้ง ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัท KKCC และผู้ขาย ตลอดจนการประเมินภาวะอุตสาหกรรมและปัจจัยทางเศรษฐกิจ ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์และให้ความเห็น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัท และขอรับรองว่าได้ทำหน้าที่ ศึกษา และวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น ด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ และได้ให้เหตุผลบนพื้นฐานของข้อมูลและการวิเคราะห์อย่างเที่ยงธรรม โดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท KKCC และผู้ขาย ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัท KKCC และผู้ขาย ตลอดจนข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้องและเป็นความจริง ดังนั้น หากข้อมูลดังกล่าวไม่ถูกต้อง และ/หรือไม่เป็นจริง และ/หรือมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในอนาคต อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการให้ความเห็นในครั้งนี้ ด้วยเหตุนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่อาจยืนยันถึงผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวที่อาจเกิดขึ้นต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นในอนาคตได้ อีกทั้ง ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความเห็นต่อคณะกรรมการตรวจสอบและผู้ถือหุ้นของบริษัทในการเข้าทำรายการข้างต้นเท่านั้น อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจลงคะแนนเสียงอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ อยู่ในดุลพินิจของผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นสำคัญ ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาเหตุผล ข้อดี/ข้อด้อย ปัจจัยความเสี่ยงและความเห็นในประเด็นพิจารณาต่างๆ เพิ่มเติมในเอกสารต่างๆ ที่แนบมาพร้อมกับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นในครั้งนี้อย่างรอบคอบ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาถึงความสมเหตุสมผลของการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัท โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ข้อมูลสรุป (Executive Summary)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 2/2554 เมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์จำนวน 3 รายการ คือ 1) การได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จากเจริญฤกษ์ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในราคาซื้อขายรวม 1,930,036,064.00 บาท โดยจะชำระราคาเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัท 547,942,960 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 1,002,735,616.80 บาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด 927,300,447.20 บาท บริษัทจะหักภาระเงินมัดจำค่าจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จำนวน 113,980,446.16 บาท ที่พระราม 9 ได้ชำระให้กับเจริญฤกษ์ภายใต้สัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดิน และบริษัทจะรับโอนภาระหน้าที่ภายใต้สัญญาดังกล่าวมาจากเจริญฤกษ์ ดังนั้น บริษัทจะชำระเงินสดส่วนที่เหลือเท่ากับ 813,320,001.04 บาท 2) การได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จากแกรนด์ ฟอรั่มซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในราคาซื้อขายรวม 296,582,500.00 บาท โดยจะชำระราคาเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัท 162,066,939 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 296,582,498.37 บาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด 1.63 บาท และ

3) การจำหน่ายไปซึ่งหุ้นสามัญของ KKCC ให้แก่ BBTVEQ ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในราคาซื้อขายรวม 520,000,000.00 บาท โดยจะได้รับชำระราคาเป็นเงินสด

การเข้าทำรายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และรายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันซึ่งมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 50.56 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย และเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 1 โดยขนาดรายการที่คำนวณได้มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 84.40 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

การเข้าทำรายการจำหน่ายไปซึ่งหุ้นสามัญของ KKCC ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันที่มีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 11.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย และเป็นรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ โดยขนาดรายการที่คำนวณได้มีมูลค่าต่ำกว่าร้อยละ 15 โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

การได้มาซึ่งที่ดิน 2 โครงการ มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากการลงทุนในโครงการที่มีศักยภาพและมีทำเลที่ตั้งที่เหมาะสม โดยอยู่ติดกับโครงการปัจจุบันของบริษัทซึ่งอยู่ในช่วงการพัฒนา จึงถือว่าการดำเนินโครงการต่อเนื่อง นอกจากนี้ จะช่วยลดต้นทุนต่อขนาดในด้านค่าโฆษณาและค่าก่อสร้างที่จะเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้ง จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มสัดส่วนกระแสเงินสดรับจากรายได้ค่าเช่า ซึ่งถือว่าเป็นรายได้คงที่ต่อเนื่อง (Recurring income) และช่วยกระจายความเสี่ยงด้านรายได้ ซึ่งในปัจจุบันบริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากการขายอสังหาริมทรัพย์เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้ การซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 บริษัทมีแผนที่จะนำมาพัฒนาเป็นอาคารสำนักงานให้เช่าและศูนย์ประชุมและแสดงสินค้า และการซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 บริษัทมีแผนที่จะนำมาพัฒนาเป็นพื้นที่เช่าศูนย์การค้า (Community mall) นอกจากนี้ จากการที่ปัจจุบันโครงการก่อสร้างเชลล์ทริลพลาซ่า พระราม 9 (มิได้เป็นโครงการของบริษัท) และโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 มีความคืบหน้าไปค่อนข้างมาก ซึ่งหาก 2 โครงการดังกล่าวได้เปิดดำเนินการ ก็อาจจะส่งผลให้ราคาประเมินของที่ดินในบริเวณนั้นสูงขึ้นได้ ดังนั้น การซื้อที่ดินในครั้งนี้ จึงเป็นการลงทุนที่จะช่วยลดความเสี่ยงด้านราคาจากการซื้อที่ดินในอนาคต และการเข้าทำรายการในครั้งนี้ เป็นไปตามบันทึกข้อตกลงกับบุคคลและ/หรือบริษัทที่เกี่ยวข้องของกลุ่มเจริญโภคภัณฑ์และกลุ่มรัตนรักษ์ ที่บริษัทได้รับสิทธิ (Call option) หรือสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) ในการซื้อทรัพย์สินเพื่อการพัฒนาโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ในราคายุติธรรมตามที่ผู้ประเมินราคาอิสระที่บริษัทและผู้ให้สิทธิ จะร่วมกันแต่งตั้งจากบัญชีรายชื่อของผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย

ในขณะที่การจำหน่ายไปซึ่งหุ้นของ KKCC มีความสมเหตุสมผลเนื่องจากธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของบริษัทซึ่งมุ่งเน้นในด้านการเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทโครงการที่พักอาศัย (บ้านเดี่ยวและอาคารชุด) และโครงการเชิงพาณิชย์ (อาคารสำนักงานและพื้นที่ร้านค้าให้เช่า) อีกทั้ง บริษัทจะมีสภาพคล่องมากขึ้นและสามารถนำเงินสดดังกล่าวมาใช้เป็นทุนหมุนเวียนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ และ/หรือชำระค่าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 บางส่วนได้

อย่างไรก็ดี การได้มาซึ่งที่ดิน 2 โครงการ จะทำให้บริษัทมีหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ส่วนแบ่งกำไรและสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง อาจมีผลขาดทุนในช่วงแรกของการลงทุน และมีความเสี่ยงจากการดำเนินโครงการดังกล่าว ในขณะที่การจำหน่ายไปซึ่งหุ้นของ KKCC จะทำให้บริษัทเสียโอกาสที่จะได้รับรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต และเสียโอกาสที่อาจจะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลจากผลขาดทุนสะสมในอดีตของ KKCC

ราคาซื้อขายที่ดิน 2 โครงการในครั้งนี้ มีความเหมาะสมเนื่องจากเป็นราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย และการพิจารณาความเป็นไปได้ของโครงการลงทุนยังคาดว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนการลงทุนอยู่ระหว่างร้อยละ 11.22 – 11.51 ต่อปี ซึ่งสูงกว่าต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทที่อัตราร้อยละ 10.07 สำหรับการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่ราคา 1.83 บาทต่อหุ้น มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นราคาที่ใกล้เคียงกับราคาซื้อขายหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในปัจจุบัน และมูลค่ายุติธรรมของหุ้นบริษัทซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินได้ที่เท่ากับ 1.66 – 1.67 บาทต่อหุ้น ต่ำกว่าราคาหุ้นเพิ่มทุนที่ออกให้เป็นจำนวนเท่ากับ 0.16 – 0.17 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 8.80 – 9.30 ด้วยวิธี Sum-of-the-part ในขณะที่ราคาซื้อขายหุ้น KKCC ในครั้งนี้ มีความเหมาะสมเนื่องจากมูลค่ายุติธรรมของหุ้น KKCC ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินได้ที่เท่ากับ 9.82 – 13.55 บาทต่อหุ้น ต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่เท่ากับ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 3.78 – 7.51 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 21.81 – 43.34 ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีและวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

ทั้งนี้ การประเมินมูลค่าสินทรัพย์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการทั้งหมดโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระและ/หรือผู้ประเมินราคาอิสระสามารถสรุปได้ดังนี้

สินทรัพย์	ราคาประเมิน		ราคาซื้อขาย		ราคาประเมินสูงกว่า / (ต่ำกว่า) ราคาซื้อขาย	
	(บาทต่อหุ้น)	(ล้านบาท)	(บาทต่อหุ้น)	(ล้านบาท)	(ล้านบาท)	(ร้อยละ)
สินทรัพย์ที่ได้มา						
1. ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2		1,826 - 2,034 ^{/1}		1,930 ^{/2}	(104) - 104	(5.39) - 5.39
2. ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7		295 - 298 ^{/1}		297 ^{/2}	(2) - 1	(0.67) - 0.34
มูลค่าสิ่งตอบแทนสำหรับสินทรัพย์ที่ได้มา						
1. หุ้น GLAND	1.66 – 1.67	1,179 – 1,186	1.83 ^{/3}	1,299	(113 – 120)	(8.80 – 9.30)
สินทรัพย์ที่จำหน่ายไป						
1. หุ้น KKCC	9.82 - 13.55	295 - 407 ^{/4}	17.33	520	(114) - (225)	(21.81) - (43.34)

หมายเหตุ: /1 ราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระ 2 ราย ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินดังกล่าว

/2 ค่าเฉลี่ยราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระ 2 ราย

/3 ราคาเสนอขายหุ้นออกใหม่ของบริษัทไม่ถือเป็นการเสนอขายหุ้นราคาต่ำตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ สจ. 39/2551 เรื่องการคำนวณราคาเสนอขายหลักทรัพย์และการกำหนดราคาตลาดเพื่อการพิจารณาการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ในราคาต่ำ ทั้งนี้ ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 7 วันทำการก่อนวันประชุมคณะกรรมการบริษัทเมื่อวันที่ 11 มีนาคม 2554 ซึ่งมีมติอนุมัติการเพิ่มทุนของบริษัทเท่ากับ 1.82 บาทต่อหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท (หรือ 7.29 บาทต่อหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 4 บาท)

/4 มูลค่าตามสัดส่วนการลงทุนของบริษัทใน KKCC ซึ่งเท่ากับร้อยละ 70.28 ของทุนที่ออกและชำระแล้วของ KKCC

การเข้าทำรายการทั้งหมดในครั้งนี้ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในวาระต่างๆ ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า การทำรายการทั้ง 3 รายการ จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงควรลงมติอนุมัติการทำรายการทั้ง 3 รายการในครั้งนี้ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาจากข้อมูล เหตุผลและความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตามรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไปในรายงานฉบับนี้ ทั้งนี้ ที่

ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท KKCC และผู้ขาย ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้องของบริษัท KKCC และผู้ขาย ตลอดจนข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาและให้ความเห็นด้วยความรอบคอบตามหลักวิชาชีพ อย่างไรก็ตาม การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกิดจากการพิจารณาข้อมูลตามสถานะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ณ ขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญก็อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ได้ ซึ่งการตัดสินใจสุดท้ายที่จะอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวควรขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ส่วนที่ 1 ลักษณะและรายละเอียดของรายการ

1.1 วันที่เข้าทำรายการ

บริษัทจะดำเนินการเข้าซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ภายหลังจากบริษัทได้รับอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 และคู่สัญญาที่เกี่ยวข้องได้ลงนามในสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นที่เรียบร้อยแล้ว รวมทั้งเมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนที่จะระงับไว้ในสัญญาซื้อขายดังกล่าวได้สำเร็จลง

บริษัทจะดำเนินการจำหน่ายหุ้นสามัญของ KKCC ที่บริษัทมีอยู่ทั้งหมดจำนวนให้แก่ BBTVEQ ภายหลังจากบริษัทได้รับอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 โดยบริษัทคาดว่าจะดำเนินการจำหน่ายหุ้น KKCC ให้แก่ BBTVEQ จะแล้วเสร็จภายในเดือนมิถุนายน ปี 2554

1.2 ประเภทและขนาดของรายการ

1.2.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

ก) รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จากเจริญฤกษ์ซึ่งเข้าขายเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน เนื่องจากเจริญฤกษ์และบุคคลที่เกี่ยวข้องเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท โดยถือหุ้นในบริษัทรวมกันร้อยละ 54.48 นอกจากนี้ บริษัทและเจริญฤกษ์ยังมีการรวมกัน ซึ่งได้แก่ นายโยธิน บุญดีเจริญ นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ นางสาวรมณี บุญดีเจริญ นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ และนายมงคล เปาอินทร์

การได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ถือเป็นรายการประเภทที่ 2 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 24.86 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน และในกรณีที่คำนวณรวมกับประมาณการค่าก่อสร้างและพัฒนาโครงการในอนาคตจำนวน 4,214 ล้านบาท จะถือเป็นรายการประเภทที่ 1 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไปโดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 79.14 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 นอกจากนี้ รายการดังกล่าวยังจัดเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 43.8 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

ข) รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จากแกรนด์ ฟอรั่ม ซึ่งเข้าขายเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน เนื่องจากเจริญฤกษ์ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทถือหุ้นในแกรนด์ ฟอรั่มร้อยละ 40 และกลุ่มบริษัทซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทถือหุ้นในแกรนด์ ฟอรั่ม (ผ่านบริษัท ทูมมาไฮด์ จำกัด และบริษัท ทูมมาหลา จำกัด) ร้อยละ 60 นอกจากนี้ นายเจริญ จิริวิศัลย์ นายโยธิน บุญดีเจริญ และนายเจตรศิริ บุญดีเจริญ กรรมการของบริษัท ยังดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการในแกรนด์ ฟอรั่ม

การได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ถือเป็นรายการประเภทที่ 3 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 3.8 ตามเกณฑ์สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ และในกรณีที่คำนวณรวมกับประมาณการค่าก่อสร้างและพัฒนาโครงการในอนาคตจำนวน 112 ล้านบาท จะมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 5.3 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 นอกจากนี้ รายการดังกล่าวยังจัดเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันตาม

ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 6.7 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

อนึ่ง เมื่อนำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ทั้ง 2 รายการมาคำนวณรวมกัน จะถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 1 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 84.4 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน และเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 50.6 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ดังนั้น เพื่อให้เป็นไปตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไปและประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ และขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ในการนี้ บริษัทจึงได้จัดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 เพื่อพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว

1.2.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC)

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทจำหน่ายหุ้นสามัญ KKCC จำนวน 30,000,000 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 70.28 ของทุนจดทะเบียนที่ออกและเรียกชำระแล้วของ KKCC ในราคาขายรวม 520,000,000.00 บาท หรือคิดเป็นหุ้นละ 17.33 บาท ให้แก่ BBTVEQ ซึ่งเข้าข่ายเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามนิยามบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน ตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่/ผู้มีอำนาจควบคุมของ BBTVEQ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท (บริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด (“BBTV”) และกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง (รวมเรียกว่า “กลุ่ม BBTV”) ถือหุ้นในบริษัท ร้อยละ 29.89 และถือหุ้นใน BBTVEQ ร้อยละ 99.87) นอกจากนี้ นายเจริญ จิววิสัย กรรมการของบริษัท ยังดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการใน BBTVEQ ด้วย ทั้งนี้ เมื่อคำนวณขนาดของรายการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน จะมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 11.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 นอกจากนี้ การจำหน่ายหุ้น KKCC ดังกล่าวยังถือเป็นรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยขนาดรายการที่คำนวณได้มีมูลค่าต่ำกว่าร้อยละ 15 ตามงบการเงินรวมของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553

เนื่องจากขนาดรายการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกันข้างต้นมีมูลค่าสูงกว่าร้อยละ 3.00 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย ดังนั้น เพื่อให้เป็นไปตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ และขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ในการนี้ บริษัทจึงได้จัดให้มีการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 เพื่อพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว

1.3 มูลค่าสินทรัพย์ที่ซื้อขายและมูลค่าสิ่งตอบแทน

รายการสินทรัพย์	มูลค่าการทำ รายการ (ล้านบาท)	เกณฑ์ที่ใช้ในการกำหนด มูลค่าสิ่งตอบแทน	มูลค่าสิ่งตอบแทน		
			เงินสด (ล้านบาท)	หุ้นสามัญของบริษัท	
				จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	มูลค่า (ล้านบาท)
สินทรัพย์ที่ได้มา					
1. ที่ดินโครงการ แกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2	1,930.04	ราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ^{1/}	927.30 ^{2/}	547.94	1,002.74
2. ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7	296.58	ราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ^{1/}	-	162.07	296.58
รวมสินทรัพย์ที่ได้มา	2,226.62		927.30 ^{2/}	710.01	1,299.32
สินทรัพย์ที่จำหน่ายไป					
1. หุ้นสามัญ KKCC	520.00	ราคาซึ่งสูงกว่ามูลค่าตาม บัญชีของเงินลงทุนใน KKCC และสูงกว่าราคา ยุติธรรมที่ประเมินโดยที่ ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท ^{3/}	520.00	-	-

หมายเหตุ: /1 ผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย สำหรับที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ได้แก่ บริษัท ทีเอพี แวลูเอชัน จำกัด และบริษัท แอคคิวเรท แอดไวเซอร์ จำกัด
/2 หลังหักภาระเงินมัดจำ จำนวน 113.98 ล้านบาท เหลือจำนวนเงินสดที่บริษัทจะจ่ายจริง 813.32 ล้านบาท
/3 ที่ปรึกษาทางการเงินซึ่งบริษัทได้ทำการว่าจ้างเพื่อประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้น KKCC

1.3.1 ประเภทของสิ่งตอบแทน

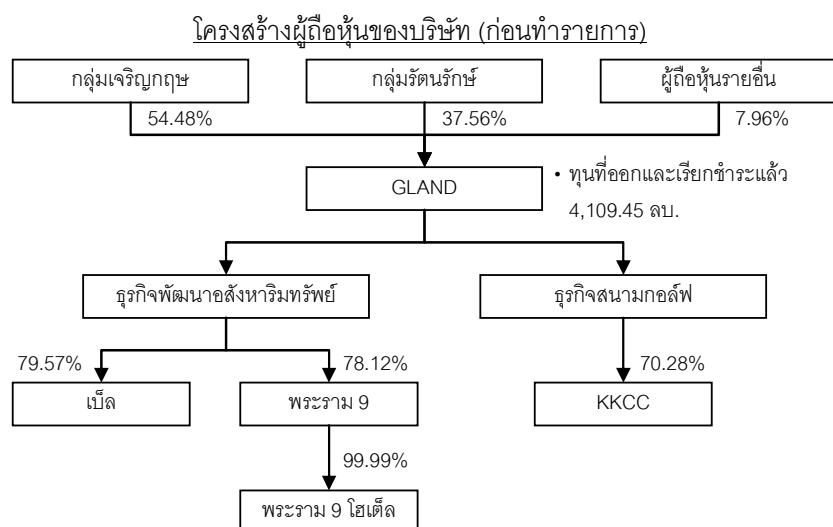
การเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีมูลค่ารวมสิ่งตอบแทน 2,226,618,564.00 บาท และการเข้าทำรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์มีมูลค่ารวมสิ่งตอบแทน 520,000,000.00 บาท โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 710,009,899 หุ้น ราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท หรือคิดเป็นมูลค่ารวม 1,299,318,115.17 บาท ชำระให้แก่ผู้ขายดังนี้

ผู้ขาย	จำนวนหุ้น (หุ้น)	มูลค่ารวมของหุ้น (บาท)
เจริญฤกษ์	547,942,960	1,002,735,616.80
แกรนด์ ฟอรั่ม	162,066,939	296,582,498.37
รวม	710,009,899	1,299,318,115.17

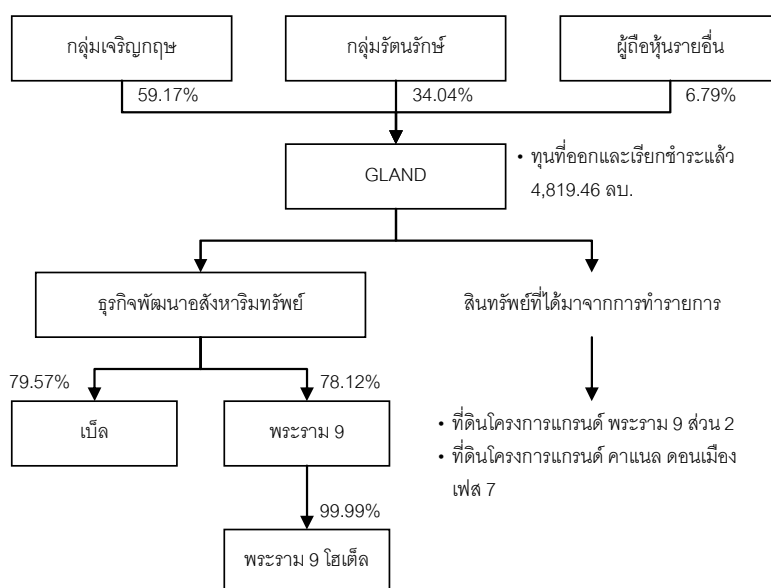
2. เงินสดจำนวน 927,300,448.83 บาท ซึ่งบริษัทจะชำระให้แก่เจริญฤกษ์และแกรนด์ ฟอรั่มเป็นจำนวน 813,320,001.04 บาท (ซึ่งได้หักเงินมัดจำ 113,980,446.16 บาทแล้ว) และ 1.63 บาท ตามลำดับ และเงินสดจำนวน 520,000,000.00 บาท ซึ่งบริษัทจะได้รับชำระจาก BBTVEQ

1.3.2 ผลกระทบต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นและบริษัท



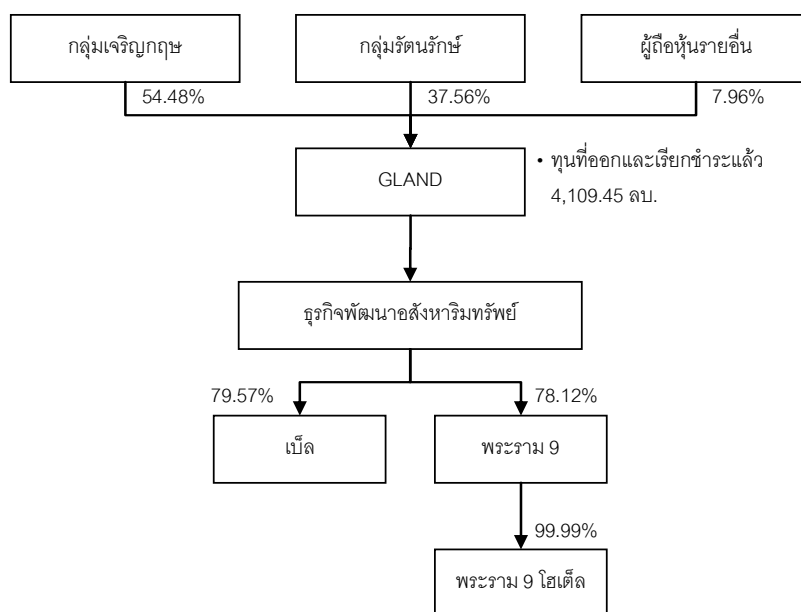
โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท (หลังทำรายการ)

1. กรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติการเข้าทำรายการทั้ง 3 รายการ ได้แก่ รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 และรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC)

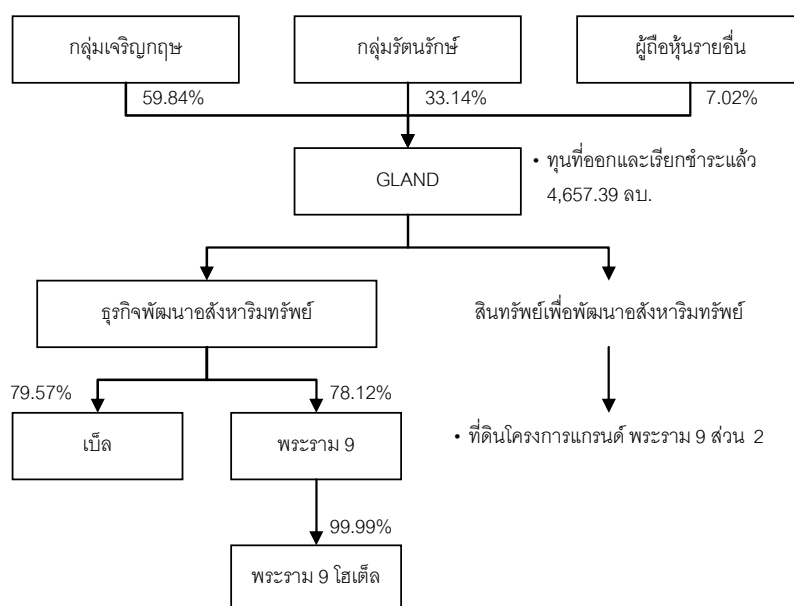


หมายเหตุ: หุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่แกรนด์ ฟอรั่มได้มาจากการทำรายการนับรวมเป็นส่วนของกลุ่มผู้ถือหุ้นร้อยละ 60 และกลุ่มเจ้าหนี้ร้อยละ 40

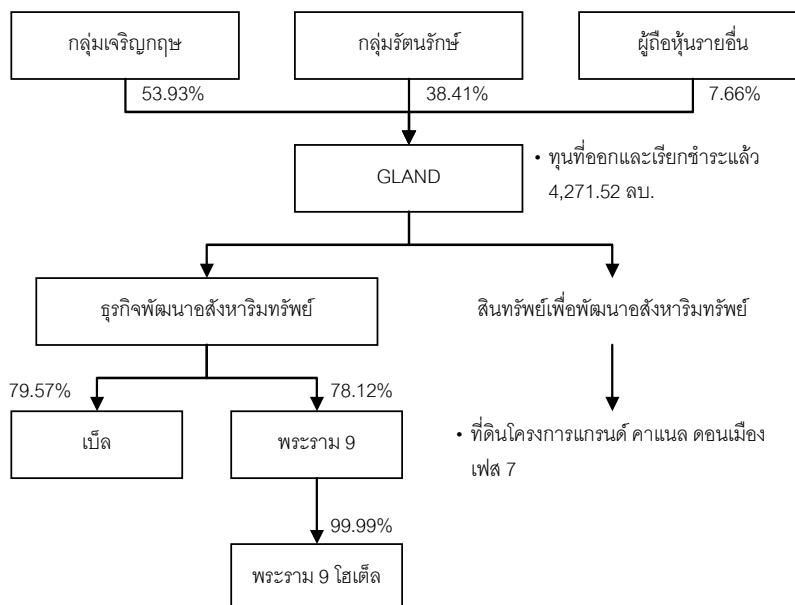
2. กรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติเฉพาะการเข้าทำรายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC)



3. กรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติการเข้าทำรายการ 2 รายการ ได้แก่ รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC) และรายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

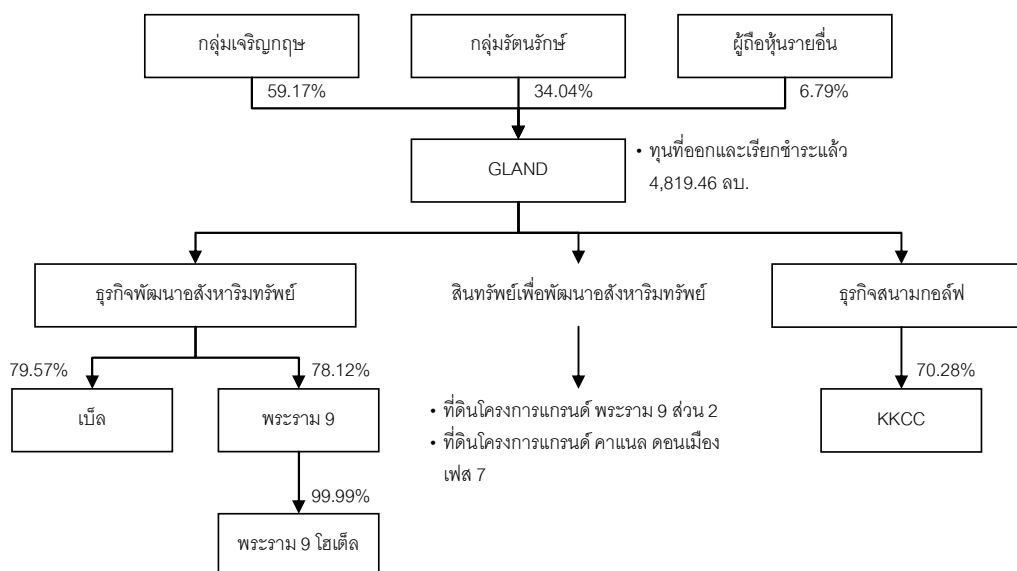


4. กรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติการเข้าทำรายการ 2 รายการ ได้แก่ รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC) และรายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7



หมายเหตุ: หุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่แกรนด์ ฟอรัจน์ได้มาจากการทำรายการนับรวมเป็นส่วนของกลุ่มรัตนรักษ์ร้อยละ 60 และกลุ่มเจริญฤกษ์ร้อยละ 40

5. กรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติการเข้าทำรายการ 2 รายการ ได้แก่ รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระรวม 9 ส่วน 2 และรายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7



หมายเหตุ: หุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่แกรนด์ ฟอรัจน์ได้มาจากการทำรายการนับรวมเป็นส่วนของกลุ่มรัตนรักษ์ร้อยละ 60 และกลุ่มเจริญฤกษ์ร้อยละ 40

1.4 บุคคลที่เกี่ยวข้องกันและลักษณะความสัมพันธ์

1.4.1 รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

ก) รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

ผู้ซื้อ : บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 ผู้ขาย : บริษัท เจริญกฤษ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (“เจริญกฤษ”)
 ความสัมพันธ์ : เจริญกฤษเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกรรมการร่วมกันกับบริษัท กล่าวคือ เจริญกฤษและบุคคลที่เกี่ยวข้องเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทโดยถือหุ้นบริษัทรวมร้อยละ 54.48 นอกจากนี้ บริษัทและเจริญกฤษยังมีกรรมการร่วมกัน ซึ่งได้แก่ นายโยธิน บุญดีเจริญ นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ นางสาวรมณี บุญดีเจริญ นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ และนายมงคล เปาอินทร์ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ชื่อ	บริษัท ¹		เจริญกฤษ ²	
	กรรมการ	ถือหุ้น	กรรมการ	ถือหุ้น
1. เจริญกฤษและบุคคลที่เกี่ยวข้อง	✗	54.48%	✗	-
1.1 เจริญกฤษ	✗	43.10%	✗	-
1.2 นายโยธิน บุญดีเจริญ	✓	-	✓	23.47%
1.3 นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ	✓	2.43%	✓	9.75%
1.4 นางสาวรมณี บุญดีเจริญ	✓	2.43%	✓	0.81%
1.5 บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด	✗	6.53%	✓	-
2. นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ	✓	-	✓	-
3. นายมงคล เปาอินทร์	✓	-	✓	-

หมายเหตุ: /1 ข้อมูล ณ วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด ณ วันที่ 30 มีนาคม 2554

/2 ข้อมูล ณ 30 เม.ย. 2553

ด้วยเหตุนี้ ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 ในวาระที่มีการพิจารณาและลงมติอนุมัติการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 กรรมการบริษัทจำนวน 5 ท่าน ได้แก่ นายโยธิน บุญดีเจริญ นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ นางสาวรมณี บุญดีเจริญ นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ และนายมงคล เปาอินทร์ ในฐานะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของเจริญกฤษซึ่งมีส่วนได้เสีย จึงมีได้ออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุม นอกจากนี้ เจริญกฤษ เบิ้ล พาร์ค นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ และนางสาวรมณี บุญดีเจริญ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นบริษัทที่มีส่วนได้เสีย จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2553 ซึ่งจะจัดในวันที่ 28 เมษายน 2554 เพื่อพิจารณานุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว

ข) รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

ผู้ซื้อ : บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 ผู้ขาย : บริษัท แกรนด์ ฟอรั่ม จำกัด (“แกรนด์ ฟอรั่ม”)
 ความสัมพันธ์ : แกรนด์ ฟอรั่มเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกรรมการร่วมกันกับบริษัท กล่าวคือ เจริญกฤษเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทซึ่งถือหุ้นในแกรนด์ ฟอรั่มร้อยละ 40 และกลุ่มรัตนรักษ์ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทถือหุ้นในแกรนด์ ฟอรั่ม (ผ่านบริษัท ทูมมหาโชค จำกัด และบริษัท ทูมมหาลาก จำกัด) ร้อยละ 60 นอกจากนี้ นาย

เจริญ จิววิสัย นายโยธิน บุญดีเจริญ และนายเจตศิริ บุญดีเจริญ กรรมการของบริษัท ยังดำรงตำแหน่งเป็น กรรมการในแกรนด์ ฟอรั่ม โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ชื่อ	บริษัท ¹		แกรนด์ ฟอรั่ม ²	
	กรรมการ	ถือหุ้น	กรรมการ	ถือหุ้น
1. เจริญกฤษและบุคคลที่เกี่ยวข้อง	✗	54.48%	✗	39.75%
1.1 เจริญกฤษ	✗	43.10%	✗	39.45%
1.2 นายโยธิน บุญดีเจริญ	✓	-	✓	0.00%
1.3 นายเจตศิริ บุญดีเจริญ	✓	2.43%	✓	0.15%
1.4 นางสาวรมณี บุญดีเจริญ	✓	2.43%	✗	0.15%
1.5 บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด	✗	6.53%	✗	-
2. BBTV และกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง	✗	29.89%	✗	60.00%
1.1 BBTV	✗	18.56%	✗	-
1.2 บริษัท ทูนมหาลาก จำกัด	✗	5.72%	✗	30.00%
1.3 บริษัท จีแอล แอสเซทส์ จำกัด	✗	2.35%	✗	-
1.4 บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด	✗	2.87%	✗	-
1.5 บริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด	✗	0.39%	✗	-
1.6 บริษัท ทูนมหาโชค จำกัด	✗	-	✗	30.00%
3. บริษัท เคอาร์แอนด์เอสโซซิเอตส์ จำกัด	✗	7.67%	✗	-
4. นายเจริญ จิววิสัย	✓	-	✓	-

หมายเหตุ: /1 ข้อมูล ณ วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด ณ วันที่ 30 มีนาคม 2554

/2 ข้อมูล ณ 30 เม.ย. 53

ด้วยเหตุนี้ ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 ในวาระที่มีการพิจารณาและลงมติ อนุมัติการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 กรรมการบริษัทจำนวน 5 ท่าน ได้แก่ นายโยธิน บุญดีเจริญ นายเจตศิริ บุญดีเจริญ ซึ่งเป็นกรรมการในแกรนด์ ฟอรั่ม รวมทั้งนางสาวรมณี บุญดีเจริญ นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ และนายมงคล เปาอินทร์ ในฐานะกรรมการซึ่งเป็นตัวแทนของเจริญกฤษซึ่งถือหุ้นอยู่ในแกรนด์ ฟอรั่ม จึงมิได้ออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุม นอกจากนี้ เจริญกฤษ เบิ้ล พาร์ค นายเจตศิริ บุญดีเจริญ นางสาวรมณี บุญดีเจริญ BBTV บริษัท เคอาร์แอนด์เอสโซซิเอตส์ จำกัด บริษัท ทูนมหาลาก จำกัด บริษัท จีแอล แอสเซทส์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด และบริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นบริษัทที่มีส่วนได้เสีย จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2554 ซึ่งจะจัดในวันที่ 28 เมษายน 2554 เพื่อพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว

1.4.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC)

ผู้ขาย : บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
 ผู้ซื้อ : บริษัท บีบีทีวี เอ็คควิตี้ จำกัด (“BBTVEQ”)
 ความสัมพันธ์ : BBTVEQ มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่และกรรมการร่วมกันกับบริษัท กล่าวคือ BBTV และกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทโดยถือหุ้นบริษัทรวมร้อยละ 29.89 และเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่/ผู้มีอำนาจควบคุมใน BBTVEQ โดยถือหุ้น BBTVEQ รวมร้อยละ 99.87 นอกจากนี้ นายเจริญ จิริวิศัลย์ กรรมการของบริษัท ยังดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการใน BBTVEQ ด้วย โดยมีรายละเอียดดังนี้

ชื่อ	บริษัท ¹		BBTVEQ ²	
	กรรมการ	ถือหุ้น	กรรมการ	ถือหุ้น
1. BBTV และกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้อง	✗	29.89%	✗	99.87%
1.1 BBTV	✗	18.56%	✗	58.67%
1.2 บริษัท ทูนมหาลาภ จำกัด	✗	5.72%	✗	13.73%
1.3 บริษัท จีแอล แอสเซทส์ จำกัด	✗	2.35%	✗	-
1.4 บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด	✗	2.87%	✗	0.40%
1.5 บริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด	✗	0.39%	✗	13.33%
1.6 บริษัท ทูนมหาโชค จำกัด	✗	-	✗	13.73%
2. นายเจริญ จิริวิศัลย์	✓	-	✓	-
3. บริษัท เคอาร์แอนด์เอสโซซิเอตส์ จำกัด	✗	7.67%	✗	-

หมายเหตุ: /1 ข้อมูล ณ วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด ณ วันที่ 30 มีนาคม 2554

/2 ข้อมูล ณ 9 มี.ค. 54

ทั้งนี้ ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 นายเจริญ จิริวิศัลย์ ซึ่งเป็นกรรมการที่มีส่วนได้เสีย มิได้เข้าร่วมประชุมและออกเสียงลงคะแนนในวาระที่มีการพิจารณาและลงมติอนุมัติการจำหน่ายหุ้น KKCC นอกจากนี้ BBTV บริษัท ทูนมหาลาภ จำกัด บริษัท จี แอล แอสเซทส์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด และบริษัท เค อาร์ แอนด์ เอสโซซิเอตส์ จำกัด ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นบริษัทที่มีส่วนได้เสีย จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ซึ่งจะจัดในวันที่ 28 เมษายน 2554 เพื่อพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว

1.5 รายละเอียดของสินทรัพย์

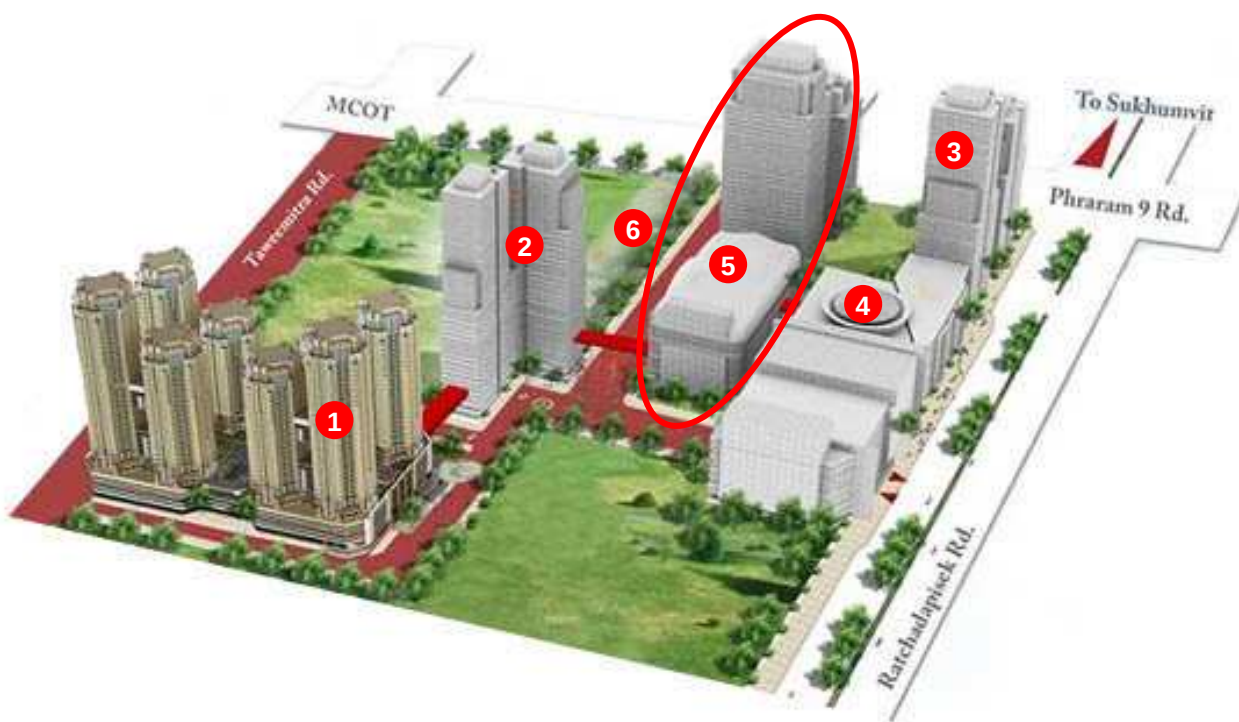
1.5.1 รายละเอียดของสินทรัพย์ที่ได้มา

ก) ที่ดิน โครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

ที่ตั้งทรัพย์สิน	ตั้งอยู่ติดกับถนนพระราม 9 ห่างจากสี่แยกรัชดาตัดพระราม 9 ประมาณ 100 เมตร แขวงห้วยขวาง เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร สามารถเข้า-ออกได้ 2 ด้าน คือ ถนนพระราม 9 และถนนรัชดาภิเษก
ลักษณะของสินทรัพย์	ที่ดินเปล่าจำนวน 21 แปลง เนื้อที่รวม 14-1-32.2 ไร่ หรือ 5,732.2 ตารางวา

ลักษณะโครงการ	อาคารสำนักงานเกรด B โดยมีพื้นที่เช่า 98,000 ตารางเมตร ประกอบด้วยสวนโพเดียมเป็นส่วนพื้นที่เช่าสำหรับร้านค้า ร้านอาหาร และมีศูนย์ประชุมและแสดงสินค้าพื้นที่ประมาณ 3,500 ตารางเมตร และอาคาร 2 อาคาร สูง 25 ชั้น และ 35 ชั้นตามลำดับ
เอกสารสิทธิ	โฉนดที่ดินเลขที่ 1981, 2939, 40753-40757, 40759, 57871, 64717, 124342, 125702-125706, 140253-140257
ผู้ถือกรรมสิทธิ์	บริษัท เจริญกฤษฎา เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด
ภาระผูกพันที่จดทะเบียน	จำนองเป็นประกันกับธนาคาร กรุงเทพ จำกัด (มหาชน) สำหรับวงเงินกู้ยืม 630 ล้านบาท โดยผู้ขายตกลงจะดำเนินการปลดภาระจำนองก่อนการโอนขายให้แก่บริษัท
มูลค่าตามบัญชี	1,858 ล้านบาท
ราคาประเมินที่ดินราชการ	45,000 – 220,000 บาทต่อตารางวา
ราคาประเมินที่ดินและอาคารโดยผู้ประเมินราคาอิสระ	- บริษัท ทีโอพี แวลูเอชัน จำกัด ฉบับลงวันที่ 2 มีนาคม 2554 มูลค่า 2,033.82 ล้านบาท โดยแบ่งที่ดินออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้ - ส่วนที่ไม่ติดเรื่องทางภาระจำยอม : ราคา 380,000 บาทต่อตารางวา เนื้อที่ประเมิน 3,326.7 ตารางวา - ส่วนที่ติดเรื่องทางภาระจำยอม : ราคา 320,000 บาทต่อตารางวา เนื้อที่ประเมิน 2,409.5 ตารางวา - บริษัท แอควิวเรท แอดไวเซอร์ จำกัด ฉบับลงวันที่ 2 มีนาคม 2554 มูลค่า 1,826.25 ล้านบาท โดยแบ่งที่ดินออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้ - ที่ดินพัฒนาเป็นโครงการ : ราคา 350,000 บาทต่อตารางวา เนื้อที่ประเมิน 3,320.2 ตารางวา - ที่ดินที่เป็นภาระจำยอมแต่เตรียมการยกเลิก : ราคา 340,000 บาทต่อตารางวา เนื้อที่ประเมิน 681.0 ตารางวา - ที่ดินที่เป็นภาระจำยอมและมีสภาพทาง: ราคา 250,000 บาทต่อตารางวา เนื้อที่ประเมิน 1,735.0 ตารางวา
ราคาที่ตกลงทำรายการ	1,930 ล้านบาท
กฎหมายที่มีผลกระทบต่อทรัพย์สิน	สินทรัพย์ตั้งอยู่ในเขตพื้นที่สีน้ำตาล เป็นที่ดินประเภทที่อยู่อาศัยหนาแน่นมาก ตั้งอยู่ในเขตการปกครองท้องถิ่นของกรุงเทพมหานคร
ประมาณการมูลค่าเงินลงทุน	ประมาณ 4,214 ล้านบาท
ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ประมาณร้อยละ 11.22 ต่อปี

แผนภาพที่ตั้งโครงการแกรนด์ พระราม 9 (ทั้งโครงการ)



โครงการแกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการพัฒนารูขี้อยู่อาศัยขนาดใหญ่พื้นที่ประมาณ 1.1 ล้านตารางเมตร บนที่ดิน 70 ไร่ บริเวณสี่แยกถนนอโศก-ดินแดง จุดตัดของถนนรัชดาภิเษก-พระราม 9 ซึ่งบริษัทมุ่งมั่นจะทำให้เป็นแลนด์มาร์กแห่งใหม่ของกรุงเทพฯ เพราะทำเลนี้จัดเป็นทำเลที่ดี เนื่องจากอยู่ห่างจากแยกสุขุมวิท-อโศกเพียง 2 กิโลเมตร ทั้งยังใกล้สถานีรถไฟฟ้าใต้ดินพระราม 9 ซึ่งใช้เวลาเพียงไม่กี่นาทีจากถนนสาทร สีลม และสุขุมวิท ก็สามารถเดินทางถึงแลนด์มาร์กแห่งนี้ โครงการนี้ประกอบไปด้วย 6 โครงการ ซึ่งในปัจจุบันบริษัทได้เริ่มดำเนินการพัฒนาแล้ว 3 โครงการ (ทั้ง 3 โครงการเป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท) ดังนี้

หมายเลข 1 โครงการ เบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ดำเนินการภายใต้บริษัท เบิ้ล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ร้อยละ 79.57 โดยเป็นโครงการที่พักอาศัย จำนวน 2,024 ยูนิต เป็นอาคารสูง 27 ชั้น 34 ชั้น 36 ชั้น 43 ชั้น อย่างละ 2 อาคาร พร้อมชั้นใต้ดิน มีพื้นที่ซึ่งขออนุญาตก่อสร้างรวมทั้งสิ้น 343,313 ตารางเมตร โดยอาคารทั้งหมดตั้งอยู่บนโฉดเดิมสูง 6 ชั้น ซึ่งพัฒนาเป็นพื้นที่พาณิชย์กรรมเพื่อเช่า จำนวน 2 ชั้น และพื้นที่สำหรับจอดรถยนต์จำนวน 4 ชั้น ปัจจุบันการก่อสร้างมีความคืบหน้ากว่าร้อยละ 30 สำหรับส่วนโฉดเดิม และร้อยละ 70 สำหรับอาคารโนเฟสแรก

หมายเลข 2 โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 ดำเนินการภายใต้ GLAND เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด B+ ถึง A- โดยมีพื้นที่เช่าประมาณ 66,000 ตารางเมตร ประกอบด้วย ส่วนโฉดเดิม ซึ่งเป็นอาคาร 8 ชั้น พร้อมชั้นใต้ดิน 1 ชั้น และส่วนสำนักงานเป็นอาคาร 2 อาคาร สูง 31 ชั้น และ 38 ชั้น ตามลำดับ ปัจจุบัน อาคารก่อสร้างเสร็จแล้วบางส่วน และได้เปิดใช้พื้นที่บางส่วน ได้แก่ ส่วนของอาคาร 8 ชั้น และชั้นใต้ดิน 1 ชั้น โดยชั้นใต้ดินชั้น 1 และชั้น 2 เป็นพื้นที่ส่วนสำนักงานให้เช่า ส่วนที่เหลือเป็นพื้นที่สำหรับจอดรถยนต์

หมายเลข 3 โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) ดำเนินการภายใต้บริษัท พระราม 9 สแควร์ จำกัด ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ร้อยละ 78.12 เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด A+ โดยมีพื้นที่เช่าประมาณ 65,000 ตารางเมตร เป็นอาคารสูง 2 อาคาร สูง 26 ชั้น และ 36 ชั้นตามลำดับ ปัจจุบันบริษัทได้เริ่มก่อสร้างส่วนงานชั้นใต้ดิน เพื่อเชื่อมต่อกับศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 9

ทั้งนี้ยังมีศูนย์การค้าในโครงการที่พัฒนาและมีกรรมสิทธิในสิทธิการเช่าโดยกลุ่มเซ็นทรัลพัฒนา คือ

หมายเลข 4 โครงการศูนย์การค้า เซ็นทรัลพลาซา แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.1) เป็นโครงการที่พัฒนาโดยบริษัท เซ็นทรัล พัฒนา ไนน์สแควร์ จำกัด ซึ่งบริษัทจะได้รับประโยชน์จากการที่มีความหลากหลายในโครงการและเป็นแม่เหล็กดึงดูดให้พื้นที่โครงการแกรนด์ พระราม 9 ในส่วนอาคารสำนักงาน และส่วนอื่นๆ ที่จะพัฒนาเป็นจุดศูนย์กลางการค้าและธุรกิจที่น่าสนใจมากยิ่งขึ้น

โครงการในอนาคตของบริษัทจะมี 2 โครงการ คือ

หมายเลข 5 โครงการอาคารสำนักงาน แกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ซึ่งเป็นโครงการที่บริษัทจะเข้าทำรายการในครั้งนี้ โดยบริษัทได้มีการทำบันทึกข้อตกลงไว้กับกลุ่มเจริญฤกษ์ (บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน) ตั้งแต่ปี 2552 ในการนี้ บริษัทจะได้รับสิทธิ (Call option) หรือสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) ในราคายุติธรรมตามที่ผู้ประเมินราคาอิสระที่บริษัทและผู้ให้สิทธิ จะร่วมกันแต่งตั้งจากบัญชีรายชื่อของผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย โครงการนี้เป็นอาคารสำนักงานเกรด B โดยมีพื้นที่เช่า 98,000 ตารางเมตร ประกอบด้วยส่วนโพเดียมเป็นส่วนพื้นที่เช่าสำหรับร้านค้า ร้านอาหาร และมีศูนย์ประชุมและแสดงสินค้าพื้นที่ประมาณ 3,500 ตารางเมตร และอาคาร 2 อาคาร สูง 25 ชั้น และ 35 ชั้นตามลำดับ โดยโครงการดังกล่าว จะเป็นโครงการต่อเนื่องในพื้นที่ของโครงการแกรนด์ พระราม 9

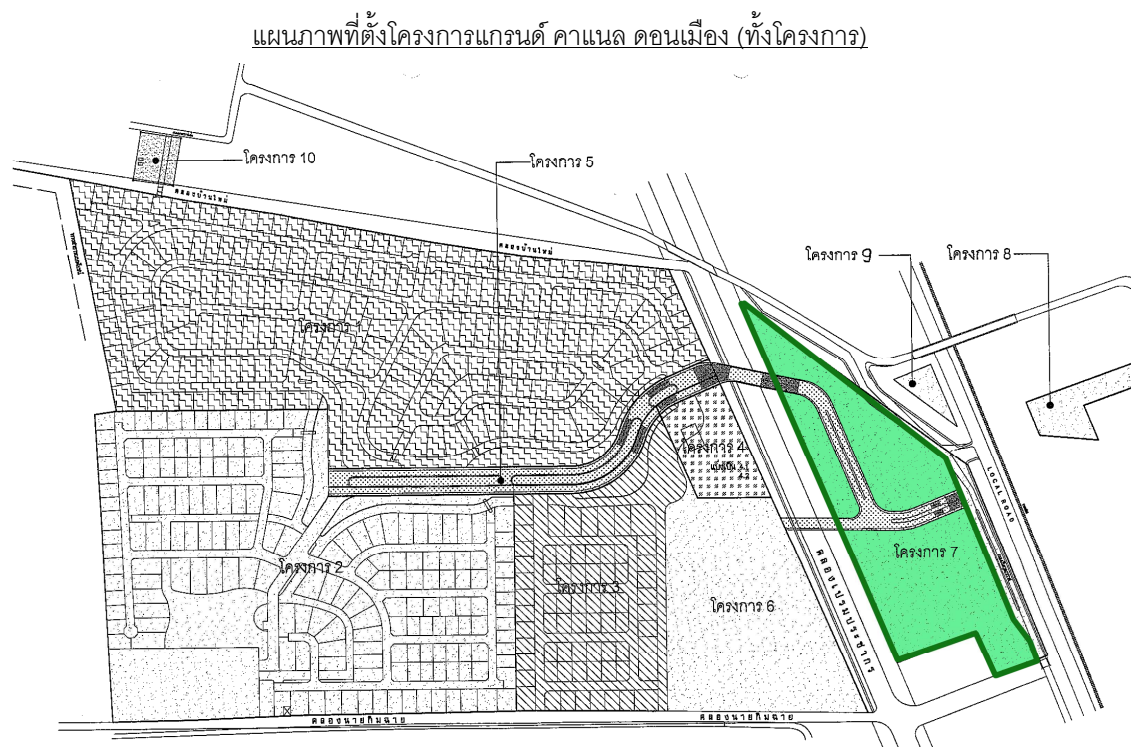
หมายเลข 6 เป็นที่ดิน ซึ่งบริษัทได้รับสิทธิ (Call option) หรือสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) ในการซื้อทรัพย์สินเพื่อพัฒนาโครงการโดยมีเงื่อนไขเดียวกันกับโครงการหมายเลข 5 ปัจจุบันกรรมสิทธิ์ในที่ดินเป็นของบริษัท สเตอริลิง อีควิตี้ จำกัด² ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท

ข) ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

ที่ตั้งทรัพย์สิน	เป็นพื้นที่หน้าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง ถนนกำแพงเพชร 6 แขวงสีกัน เขตดอนเมือง กรุงเทพมหานคร
ลักษณะของสินทรัพย์	ที่ดินเปล่าจำนวน 3 แปลง เนื้อที่รวม 31-2-99.5 ไร่ หรือ 12,699.5 ตารางวา
ลักษณะโครงการ	พื้นที่เช่าศูนย์การค้า (Community Mall)
เอกสารสิทธิ	โฉนดที่ดินเลขที่ 11929-11931
ผู้ถือกรรมสิทธิ์	บริษัท แกรนด์ ฟอรั่ม จำกัด
ภาระผูกพันที่จดทะเบียน	จำนองเป็นประกันกับธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) จำนวน 1 โฉนด (เลขที่ 11931) สำหรับวงเงิน 100 ล้านบาท โดยผู้ขายตกลงจะดำเนินการปลดภาระจำนองก่อนการโอนขายให้แก่บริษัท
มูลค่าตามบัญชี	146 ล้านบาท
ราคาประเมินที่ดินราชการ	22,500 บาทต่อตารางวา

² บริษัท สเตอริลิง อีควิตี้ จำกัด ถือหุ้นโดยกลุ่มบริษัทในครอบครัวรัตนรักษ์ ซึ่งได้แก่ บริษัท ซีเคเอส โฮลดิ้ง จำกัด บริษัท ซูเปอร์ แอสเซทส์ จำกัด บริษัท รัตนรักษ์ จำกัด และบริษัท เค กรุ๊ป จำกัด

ราคาประเมินที่ดินและอาคารโดยผู้ประเมินราคาอิสระ	- บริษัท ทีโอพี แวลูเอชัน จำกัด ฉบับลงวันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2554 มูลค่า 297.80 ล้านบาท (เนื้อที่หลังหักที่ดินส่วนที่ตกเป็นทางสาธารณะ คงเหลือ 9,926.5 ตารางวา ราคาตารางวาละ 30,000 บาท) - บริษัท แอควิวเรท แอดไวเซอร์ จำกัด ฉบับลงวันที่ 10 มีนาคม 2554 มูลค่า 295.37 ล้านบาท (ราคา 9,846.7 ตารางวา ราคาตารางวาละ 30,000 บาท)
ราคาที่ตั้งงบทำรายการ	297 ล้านบาท
กฎหมายที่มีผลกระทบต่อทรัพย์สิน	สินทรัพย์ตั้งอยู่ในเขตพื้นที่สีเหลือง เป็นที่ดินประเภทที่อยู่อาศัยหนาแน่นน้อย ตั้งอยู่ในเขตการปกครองท้องถิ่นของกรุงเทพมหานคร
ประมาณการมูลค่าเงินลงทุน	ประมาณ 112 ล้านบาท
ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ประมาณร้อยละ 11.51 ต่อปี



โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เป็นโครงการบ้านเดี่ยวบริเวณดอนเมืองใกล้สถานีรถไฟฟ้าหลักสี่ และทางด่วนชั้นที่ 2 และทางยกระดับไฮโวลต์ สำหรับเฟส 1 ประกอบด้วยที่ดินจัดสรรจำนวน 194 แปลง เฟส 2 ประกอบด้วยที่ดินจัดสรรจำนวน 199 แปลง โดยเป็นโครงการบ้านเดี่ยวคุณภาพสูงที่มีสิ่งแวดล้อมและสาธารณูปโภคส่วนกลางที่ดีเยี่ยม เน้นการออกแบบให้ได้บรรยากาศโรแมนติกของนครเวนิส ประเทศอิตาลี และราคาที่แข่งขันได้กับโครงการบ้านคุณภาพในระดับเดียวกันในกรุงเทพฯ ปัจจุบัน บริษัทเป็นผู้ถือสิทธิในการบริหารจัดการ บริหารการตลาด บริหารการขายโครงการ และบริหารการก่อสร้าง นอกจากนี้ สำหรับเฟสอื่น ๆ ที่อยู่ในโครงการ บริษัทได้รับสิทธิ (Call option) หรือสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) โดยปัจจุบัน

โครงการในเฟสอื่นๆดังกล่าว ซึ่งได้แก่ เฟส 4 ใช้เป็นอาคารสำนักงานขาย และเฟส 5 เป็นถนนในโครงการ สำหรับเฟส 3 และเฟส 6 – เฟส 10 ยังไม่ได้ดำเนินการพัฒนาใดๆ

ทั้งนี้ บริษัทมีแผนพัฒนาโครงการแกรนด์ คาแนล (เฟส 7) เป็นพื้นที่เช่าศูนย์การค้า (Community Mall) โดยแบ่งเป็น 2 เฟสย่อย เฟสแรกจะดำเนินการการก่อสร้างพื้นที่เช่าขนาดประมาณ 4,500 ตารางเมตร บนที่ดินประมาณ 9 ไร่ ซึ่งจะประกอบไปด้วยพื้นที่เช่าร้านค้า ร้านอาหาร และซูเปอร์มาร์เก็ต สำหรับที่ดินที่เหลืออยู่เพื่อดำเนินโครงการเฟสที่ 2 บริษัทจะพิจารณาเริ่มพัฒนาโครงการต่อเมื่อเฟส 1 มีผลการดำเนินโครงการที่ประสบผลสำเร็จ หรือบริษัทอาจจะพิจารณาพัฒนาเป็นโครงการในรูปแบบอื่นที่สามารถให้ผลตอบแทนได้ดีกว่า ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมและความคุ้มค่าในการดำเนินโครงการ อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการใช้ที่ดินรอการพัฒนาให้เกิดประโยชน์ ในเบื้องต้นบริษัทวางแผนที่จะพัฒนาที่ดินดังกล่าวเป็นสนามฟุตบอลหญ้าเทียมให้เช่าขนาด 1,050 ตารางเมตร 7 สนาม

1.5.2 รายละเอียดของสินทรัพย์ที่จำหน่ายไป (หุ้นสามัญ KKCC)

1.5.2.1 ประวัติความเป็นมาและลักษณะการประกอบธุรกิจของ KKCC

บริษัท เขาเขียวคันทรีคลับ จำกัด (“KKCC”) จัดทะเบียนจัดตั้งเมื่อวันที่ 10 กันยายน 2533 เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการสนามกอล์ฟขนาด 27 หลุม ที่อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี สนามกอล์ฟ KKCC ตั้งอยู่บนเนินเขาท่ามกลางทิวทัศน์ที่สวยงามและทะเลสาบขนาดใหญ่ โดยการออกแบบของ Pete Dye ภายใต้บริษัท Dye Designs, Inc. ประเทศสหรัฐอเมริกา Pete Dye ถือเป็นนักออกแบบสนามกอล์ฟชั้นนำที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล อาทิเช่น รางวัลเกียรติยศ (Lifetime Achievement Award) จาก The World Golf Hall of Fame ซึ่ง Pete Dye ได้รับในปี 2551 ด้วยเหตุนี้ สนามกอล์ฟ KKCC จึงมีจุดเด่นในด้าน Layout ของสนามที่มีความท้าทายและมีลักษณะเป็นแบบ Championship course เพื่อรองรับการแข่งขันระดับนานาชาติ อีกทั้ง ยังตั้งอยู่ในทำเลที่ห่างจากสนามบินสุวรรณภูมิเพียงประมาณ 45 นาที ทำให้สะดวกต่อนักกอล์ฟชาวต่างชาติในการเดินทางมายังสนามกอล์ฟ นอกจากนี้ KKCC ยังมีสิ่งอำนวยความสะดวกไว้บริการนักกอล์ฟอย่างครบครัน เช่น คลับเฮ้าส์ สนามซ้อมไดรฟ์ ร้านอาหาร ร้านโปรซีอ็อป และบริการรถกอล์ฟให้เช่า เป็นต้น

ลูกค้าของ KKCC ประกอบด้วยนักกอล์ฟไทยประมาณร้อยละ 25 – 30 และนักกอล์ฟชาวต่างชาติประมาณร้อยละ 70 – 75 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นชาวญี่ปุ่นและเกาหลี โดยนักกอล์ฟชาวต่างชาติมีทั้งที่เป็นนักท่องเที่ยวจากต่างประเทศและชาวต่างชาติที่มาทำงานและอาศัยอยู่ในประเทศไทย (Expatriates) ปัจจุบัน KKCC ได้ดำเนินนโยบายการตลาดเชิงรุกมากขึ้นเพื่อขยายฐานลูกค้าที่มาใช้บริการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มลูกค้า Expatriates ซึ่งทำงานอยู่ในบริเวณนิคมภาคตะวันออกของประเทศไทย ลูกค้ากลุ่มนี้จะช่วยให้รายได้ของ KKCC มีความผันผวนน้อยลงแม้ในช่วงที่ภาวะตลาดการท่องเที่ยวไม่เอื้ออำนวย

1.5.2.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ณ วันที่ 30 เมษายน 2553 KKCC มีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 426,860,000.00 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 42,686,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท โดยมีรายชื่อผู้ถือหุ้นดังนี้

รายชื่อ	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ
1. บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)	30,000,000	70.28
2. บริษัท จี แอล แอสเซทส์ จำกัด ^{1/}	12,196,200	28.57

รายชื่อ	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ
3. บริษัท สยามภูมิวิมจล จำกัด	87,000	0.20
4. บริษัท สยามสหบริการ จำกัด (มหาชน)	10,000	0.02
5. ผู้ถือหุ้นอื่น	392,800	0.92
รวม	42,686,000	100.00

หมายเหตุ : /1 บริษัท จี แอล แอสเซทส์ จำกัด เป็นบริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์ ซึ่งถือหุ้นโดยบริษัท ทุนมหาโชค จำกัด บริษัท ทุนมหา
ลาม จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด และบุคคลที่เกี่ยวข้อง

1.5.2.3 คณะกรรมการบริษัท

ณ วันที่ 24 กันยายน 2553 คณะกรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 7 ท่าน ดังนี้

รายชื่อ	ตำแหน่ง
1. นางสุรางค์ เปรมปรีดิ์	กรรมการ
2. นายเจริญ จิววิสัย	กรรมการ
3. นายทวีผล คงเสรี	กรรมการ
4. นายพันธุ์ชัย สัตยาภรณ์	กรรมการ
5. นายเชิดศักดิ์ ต้นสกุล	กรรมการ
6. นายจิตติวุฒิ สุขพรชัยกุล	กรรมการ
7. นายไพฑูรย์ วงศ์จใจหาญ	กรรมการ

ทั้งนี้ กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท ได้แก่ กรรมการสองคนลงลายมือร่วมกันและประทับตราสำคัญของบริษัท

1.5.2.4 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงาน

ตารางสรุปงบดุล

งบดุล	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์						
สินทรัพย์หมุนเวียน						
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	13.22	2.56	14.90	2.94	12.05	2.36
เงินลงทุนชั่วคราว	34.99	6.77	27.99	5.53	28.24	5.53
ลูกหนี้การค้า - สุทธิ	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
สินค้าคงเหลือ - สุทธิ	1.24	0.24	1.32	0.26	1.22	0.24
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	3.35	0.65	3.55	0.70	3.36	0.66
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	52.82	10.22	47.76	9.43	44.87	8.79
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน						
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ	462.03	89.41	453.62	89.57	463.15	90.76
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน - สุทธิ	0.39	0.08	0.34	0.07	0.30	0.06

งบดุล	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	1.52	0.29	4.72	0.93	1.97	0.39
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	463.94	89.78	458.69	90.57	465.42	91.21
รวมสินทรัพย์	516.76	100.00	506.45	100.00	510.28	100.00
<u>หนี้สิน</u>						
หนี้สินหมุนเวียน						
เจ้าหนี้การค้า	1.08	0.21	1.33	0.26	1.39	0.27
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	6.34	1.23	6.03	1.19	7.74	1.52
รวมหนี้สินหมุนเวียน	7.42	1.44	7.36	1.45	9.13	1.79
หนี้สินไม่หมุนเวียน						
ค่าลงทะเบียนสมาชิกก่อตั้งบัญชี – สุทธิ	0.14	0.03	0.08	0.02	0.04	0.01
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	0.14	0.03	0.08	0.02	0.04	0.01
รวมหนี้สิน	7.56	1.46	7.44	1.47	9.17	1.80
<u>ส่วนของผู้ถือหุ้น</u>						
ทุนจดทะเบียน	426.86	82.60	426.86	84.29	426.86	83.65
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	426.86	82.60	426.86	84.29	426.86	83.65
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	172.03	33.29	172.03	33.97	172.03	33.71
ขาดทุนสะสม	(89.69)	(17.36)	(99.87)	(19.72)	(97.77)	(19.16)
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	509.20	98.54	499.01	98.53	501.11	98.20
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	516.76	100.00	506.45	100.00	510.28	100.00

ตารางสรุปงบกำไรขาดทุน

งบกำไรขาดทุน	2551		2552		2553	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
<u>รายได้</u>						
รายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟ	79.51	96.36	73.82	96.32	87.59	96.17
รายได้อื่น	3.01	3.64	2.82	3.68	3.49	3.83
รวมรายได้	82.52	100.00	76.64	100.00	91.08	100.00
<u>ค่าใช้จ่าย</u>						
ต้นทุนดำเนินงาน	60.82	73.71	61.62	80.40	65.42	71.83
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	25.51	30.91	25.21	32.90	23.56	25.86
รวมค่าใช้จ่าย	86.33	104.63	86.83	113.30	88.98	97.69
กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้	(3.82)	(4.63)	(10.19)	(13.30)	2.10	2.31
<u>ดอกเบี้ยจ่าย</u>						
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

งบกำไรขาดทุน	2551		2552		2553	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
กำไร (ขาดทุน) สุทธิ	(3.82)	(4.63)	(10.19)	(13.30)	2.10	2.31

ตารางสรุปอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน	หน่วย	2551	2552	2553
อัตราส่วนสภาพคล่อง				
อัตราส่วนสภาพคล่อง	(เท่า)	7.12	6.49	4.91
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร				
อัตรากำไรขั้นต้น	(ร้อยละ)	23.50	16.53	25.31
อัตรากำไรสุทธิ	(ร้อยละ)	(4.63)	(13.30)	2.31
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	(ร้อยละ)	(0.75)	(2.02)	0.42
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน				
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	(ร้อยละ)	(0.74)	(1.99)	0.41
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	(เท่า)	15.89	14.98	17.92
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน				
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(เท่า)	0.01	0.01	0.02

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ปี 2551 - 2553

ในปี 2551 – 2553 KKCC มีรายได้รวมทั้งสิ้น 82.52 ล้านบาท 76.64 ล้านบาท และ 91.08 ล้านบาท ตามลำดับ รายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟถือเป็นรายได้หลักของ KKCC ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 96.36 ร้อยละ 96.32 และร้อยละ 96.17 ตามลำดับ ทั้งนี้ รายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟของ KKCC ประกอบด้วยรายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee) รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ รายได้จากร้านอาหาร รายได้จากซุ้มอาหารและเครื่องดื่ม และรายได้จากร้านโปรซื้อป เป็นต้น ในปี 2552 รายได้รวมของ KKCC ลดลงจากปี 2551 ร้อยละ 7.12 เนื่องจากรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟลดลงจำนวน 5.69 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราราลดลงร้อยละ 7.16 โดยมีสาเหตุหลักมาจากจำนวนนักกอล์ฟที่ลดลงร้อยละ 14.62 ด้วยภาวะการชะลอตัวของเศรษฐกิจทั่วโลก ตลอดจนความวุ่นวายทางการเมืองของประเทศไทย จึงทำให้จำนวนนักกอล์ฟจากต่างประเทศ เช่น เกาหลี และญี่ปุ่น ที่เดินทางมาพักผ่อนและใช้บริการสนามกอล์ฟลดลงอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง KKCC ได้ริเริ่มนโยบายการบังคับใช้รถกอล์ฟกับนักกอล์ฟที่มาใช้บริการทุกรายในปี 2552 จึงทำให้นักกอล์ฟบางส่วนมาใช้บริการลดลง (แต่ในปี 2553 KKCC ได้ยกเลิกนโยบายบังคับใช้รถกอล์ฟแล้ว) ในปี 2553 รายได้รวมของ KKCC เพิ่มขึ้นร้อยละ 18.84 เนื่องจากรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟเพิ่มขึ้นจาก 73.82 ล้านบาทในปี 2552 เป็น 87.59 ล้านบาทในปี 2553 หรือคิดเป็นอัตรารการเติบโตร้อยละ 18.65 การเพิ่มขึ้นของรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟนี้เกิดจากจำนวนผู้ให้บริการที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 20.42 จากการเติบโตของเศรษฐกิจและการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

นอกจากนี้ KKCC ยังมีรายได้อื่น เช่น รายได้ดอกเบียร์รับ กำไรจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค่าที่ยังไม่เกิดขึ้น และรายได้จากการให้บริการแก่บริษัทที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น โดยรายได้อื่นในปี 2551 – 2553 มีจำนวนรวมเท่ากับ 3.01 ล้านบาท 2.82 ล้านบาท

และ 3.49 ล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้ คิดเป็นสัดส่วนรายได้อื่นต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 3.64 ร้อยละ 3.68 และร้อยละ 3.83 ตามลำดับ

ต้นทุนดำเนินงานในปี 2551 – 2553 มีจำนวน 60.82 ล้านบาท 61.62 ล้านบาท และ 65.42 ล้านบาท ตามลำดับ ต้นทุนดำเนินงานในปี 2552 ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2551 โดยคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 1.30 แม้ผู้ให้บริการในปี 2552 มีจำนวนลดลงจนส่งผลให้ต้นทุนทางตรงที่เกี่ยวข้องเนื่องบางส่วนลดลง แต่ KKCC ยังคงมีต้นทุนคงที่จำนวนมากที่สามารถปรับลดตามจำนวนผู้ให้บริการได้ และค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาสนามกอล์ฟยังคงมีจำนวนเพิ่มขึ้นเพื่อปรับปรุงคุณภาพสนามอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ในปี 2552 KKCC ได้ย้ายค่าใช้จ่ายด้านการรักษาความปลอดภัยจากเดิมเคยอยู่ในหมวดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมาอยู่ในหมวดต้นทุนดำเนินงานแทน ด้วยเหตุผลตามที่ได้กล่าวมา จึงเป็นสาเหตุที่ส่งผลให้ภาพรวมต้นทุนดำเนินงานในปี 2552 ปรับเพิ่มขึ้นจากปี 2551 เล็กน้อย ในปี 2553 จำนวนผู้ให้บริการที่เพิ่มขึ้นได้ส่งผลให้ต้นทุนทางตรงที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการให้บริการสนามกอล์ฟเพิ่มขึ้น เช่น ค่าใช้จ่ายพนักงาน ค่าภาษีสรรพสามิต ต้นทุนสินค้าขาย (อาหาร เครื่องดื่ม และสินค้าในร้านโปรซีโอป) และค่าสาธารณูปโภค โดยต้นทุนดำเนินงานในปี 2553 ปรับเพิ่มขึ้นจากปี 2552 คิดเป็นร้อยละ 6.17 อัตราการเพิ่มขึ้นของต้นทุนดำเนินงานที่น้อยกว่าอัตราการเติบโตของรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟที่ร้อยละ 18.65 แสดงให้เห็นถึงความสามารถของ KKCC ในการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ดีขึ้น

KKCC มีกำไรขั้นต้นจำนวน 18.68 ล้านบาท 12.20 ล้านบาท และ 22.17 ล้านบาทในปี 2551 – 2553 ตามลำดับ โดยอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2552 ลดลงเหลือร้อยละ 16.53 จากร้อยละ 23.50 ในปีก่อนหน้าเนื่องจากค่าบำรุงรักษาสนามกอล์ฟและต้นทุนสินค้าขายเพิ่มขึ้น อีกทั้ง KKCC ได้มีการปรับหมวดค่าใช้จ่ายด้านการรักษาความปลอดภัยซึ่งเดิมเคยอยู่ในหมวดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมาอยู่ในหมวดต้นทุนดำเนินงานในปี 2552 แทน ในปี 2553 อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 23.50 เนื่องจาก KKCC ได้มีการปรับอัตราค่าบริการและโปรโมชั่นให้เหมาะสมกับช่วงเวลาและจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการมากยิ่งขึ้น ในขณะเดียวกัน KKCC ยังสามารถควบคุมต้นทุนบริการได้เป็นอย่างดี และจำนวนนักกอล์ฟที่เพิ่มขึ้นได้ส่งผลให้เกิดการประหยัดต้นทุนในการดำเนินงาน (Economy of scale)

ในปี 2552 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลงเพียงเล็กน้อยจาก 25.51 ล้านบาทในปี 2551 เหลือ 25.21 ล้านบาท ทั้งนี้ ในปี 2552 KKCC ได้ยกเลิกสัญญาจ้างพนักงานรักษาความปลอดภัยเดิม จึงทำให้ KKCC มีค่าใช้จ่ายพิเศษในการจ่ายเงินชดเชยให้แก่พนักงานเป็นจำนวน 1.58 ล้านบาท นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการว่าจ้าง (Outsource) บริษัทรักษาความปลอดภัยแห่งใหม่ได้ถูกปรับย้ายจากเดิมที่อยู่ในหมวดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไปอยู่ในหมวดต้นทุนดำเนินงานตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2 ปี 2552 แทน ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในปี 2553 ลดลงจากปีก่อนหน้าร้อยละ 6.57 เหลือ 23.56 ล้านบาท เนื่องจาก KKCC ไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษและค่าใช้จ่ายด้านการรักษาความปลอดภัยย้ายไปอยู่ในหมวดอื่นแล้ว

ผลกำไร (ขาดทุน) สุทธิของ KKCC ในปี 2551 - 2553 เป็นจำนวนเท่ากับ (3.82) ล้านบาท (10.19) ล้านบาท และ 2.10 ล้านบาท ตามลำดับ จะเห็นได้ว่า ผลประกอบการของ KKCC ค่อนข้างมีความผันผวนโดยขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการเป็นปัจจัยสำคัญ เนื่องจากการดำเนินงานของสนามกอล์ฟโดยปกติจะมีค่าใช้จ่ายคงที่ค่อนข้างมาก หากมีผู้ให้บริการน้อยกว่าจุดคุ้มทุน (Break even point) KKCC ก็มีแนวโน้มที่จะขาดทุนได้

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ปี 2551 - 2553

สินทรัพย์รวมของ KKCC ณ สิ้นปี 2551 – 2553 เท่ากับ 516.76 ล้านบาท 506.45 ล้านบาท และ 510.28 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 89.41 ร้อย

ละ 89.57 และร้อยละ 90.76 ตามลำดับ ที่ดินสนามกอล์ฟซึ่งมีเนื้อที่รวม 953-0-41 ไร่ ถือเป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าสูงสุด โดยคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมในปี 2551 – 2553 เท่ากับร้อยละ 60.17 ร้อยละ 61.39 และร้อยละ 60.93 ตามลำดับ ทั้งนี้ การลดลงของสินทรัพย์รวมในปี 2552 เป็นผลมาจากการลดลงของเงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว และการเพิ่มขึ้นของค่าเสื่อมราคาสะสม ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์รวมในปี 2553 มีสาเหตุหลักจากการลงทุนในที่ดิน อาคารและอุปกรณ์เพิ่มเติม โดยรถกอล์ฟเป็นสินทรัพย์ที่ KKCC มีการลงทุนมากที่สุดในปีดังกล่าว

ณ สิ้นปี 2551 – 2553 KKCC มีหนี้สินรวม 7.56 ล้านบาท 7.44 ล้านบาท และ 9.17 ล้านบาท ตามลำดับ โดยคิดเป็นสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 1.46 ร้อยละ 1.47 และร้อยละ 1.80 ตามลำดับ สัดส่วนดังกล่าวที่มีอัตราค่อนข้างต่ำสอดคล้องกับลักษณะการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟของ KKCC ที่ไม่มีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมากในการขยายธุรกิจ เช่นอุตสาหกรรมอื่น การลงทุนส่วนใหญ่เป็นไปเพื่อการพัฒนาและบำรุงรักษาสถานกอล์ฟให้อยู่ในสภาพที่ดี ซึ่ง KKCC ได้ดำเนินการมาอย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุนี้ เงินลงทุนและ/หรือค่าใช้จ่ายดังกล่าวจึงมีจำนวนต่อปีไม่ได้สูงมากนัก KKCC จึงไม่มีความจำเป็นต้องสร้างภาระหนี้สินระยะยาวแต่อย่างใด หนี้สินส่วนใหญ่จึงเป็นหนี้สินหมุนเวียนที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจตามปกติ โดยมีรายการที่สำคัญ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย และเจ้าหนี้การค้า

ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมมีจำนวนลดลงจาก 509.20 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 เหลือ 499.01 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2552 จากผลขาดทุนสุทธิจากการดำเนินงานในปีนั้น ในขณะที่ ณ สิ้นปี 2553 ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมเพิ่มขึ้นเป็น 501.11 ล้านบาท เนื่องจากจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการเกินจุดคุ้มทุน (Break even point) จนทำให้ KKCC มีผลกำไรสุทธิ ทั้งนี้ ณ 31 ธันวาคม 2553 KKCC มีทุนที่ออกและชำระแล้วจำนวน 426.86 ล้านบาท ประกอบด้วยหุ้นสามัญ 42,686,000 หุ้น ด้วยมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10.00 บาท และมีส่วนเกินมูลค่าหุ้นเท่ากับ 172.03 ล้านบาท

1.5.2.5 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับ KKCC

อุตสาหกรรมกอล์ฟเป็นอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจและการท่องเที่ยว เมื่อภาวะเศรษฐกิจมีการเติบโตดี นักกอล์ฟทั้งในประเทศและจากต่างประเทศก็จะเดินทางมาท่องเที่ยวและเล่นกอล์ฟเป็นจำนวนมาก จากข้อมูลที่รวบรวมโดยศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์ สนามกอล์ฟที่เปิดให้บริการทั่วประเทศไทยในปี 2553 มีจำนวนทั้งหมด 249 สนาม คิดเป็นพื้นที่สนามกอล์ฟที่เปิดให้บริการ 88,504 ไร่ โดยเพิ่มขึ้นจากปี 2549 จำนวน 10 สนาม คิดเป็นพื้นที่สนามกอล์ฟที่เพิ่มขึ้น 4,394 ไร่

ปี	จำนวนสนามกอล์ฟ	พื้นที่สนามกอล์ฟ (ไร่)
2549	239	84,110
2550	242	85,755
2551	246	87,364
2552	247	88,064
2553	249	88,504
อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) จากปี 2549 – 2553	ร้อยละ 1.03	ร้อยละ 1.28

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์ ณ วันที่ 27 มกราคม 2554

ข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของจำนวนสนามกอล์ฟใหม่ใน 5 ปีที่ผ่านมา ไม่ได้มีจำนวนมากนัก อย่างไรก็ตาม การชะลอตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกตั้งแต่ปี 2552 ตลอดจนปัญหาความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศจนทำให้หลายประเทศได้ออกประกาศเตือนประชาชนห้ามการเดินทางมายังประเทศไทย ได้ส่งผลให้จำนวนนักกอล์ฟปรับตัวลดลงเป็นอย่างมาก ดังจะเห็นได้จากผลการดำเนินงานของสนามกอล์ฟซึ่งอ้างอิงจากรายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตธุรกิจสนามกอล์ฟทั่วประเทศซึ่งลดลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเร็วๆ นี้ โดยในปี 2552 รายได้ดังกล่าวลดลงจากปี 2551 เท่ากับร้อยละ 10.12 และรายได้ปี 2553 ลดลงจากปี 2552 เท่ากับร้อยละ 3.89 ดังนั้น แม้อุปทานของสนามกอล์ฟจะมีจำนวนเพิ่มขึ้นไม่มากนัก แต่ด้วยการปรับตัวลดลงของอุปสงค์ ภาพรวมสภาวะการแข่งขันในธุรกิจสนามกอล์ฟจึงมีความรุนแรงมากขึ้น

รายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตสนามกอล์ฟ (ลบ.)	2549	2550	2551	2552	2553
กรุงเทพฯ และปริมณฑล	207.94	215.60	229.40	204.58	194.83
ภาคเหนือ	21.45	22.76	26.88	23.30	22.21
ภาคกลาง	63.38	77.50	95.05	83.71	72.00
ภาคตะวันออก	75.16	77.23	83.08	79.42	82.80
ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	8.73	9.45	9.55	9.89	11.36
ภาคใต้	48.95	45.75	45.92	39.40	39.98
รวม	425.61	448.29	489.88	440.31	423.18

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลสังหาริมทรัพย์ ณ วันที่ 27 มกราคม 2554

จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า แม้การดำเนินงานของสนามกอล์ฟทั่วประเทศจะมีแนวโน้มลดลงในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม รายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตสนามกอล์ฟในภาคตะวันออกในช่วงระยะเวลาดังกล่าวค่อนข้างคงที่ กล่าวคือ รายได้ปี 2551 – 2553 เท่ากับ 83.08 ล้านบาท 79.42 ล้านบาท และ 82.80 ล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้ เนื่องจากสนามกอล์ฟในจังหวัดชลบุรีนับได้ว่าเป็นตลาดที่ได้รับความนิยมจากนักกอล์ฟเป็นอย่างมาก เพราะตั้งอยู่ไม่ไกลจากกรุงเทพฯ และพัทยายังเป็นสถานที่ท่องเที่ยวสำคัญ นอกจากนี้ ภาคตะวันออกยังเป็นเขตอุตสาหกรรมของประเทศ โดยมีนิคมอุตสาหกรรมที่สำคัญ เช่น แหลมฉบัง และมาบตาพุด ดังนั้น สนามกอล์ฟในชลบุรีจึงมีนักกอล์ฟที่เป็นทั้งกลุ่มนักท่องเที่ยวและกลุ่มผู้ที่พักอาศัย (ทั้งคนไทยและชาวต่างชาติที่มาทำงานในไทย (Expatriates))

ปัจจุบัน จำนวนนักกอล์ฟเริ่มกลับสู่สภาวะปกติตามการคลี่คลายของปัญหาสภาพเศรษฐกิจทั่วโลกและการเมืองในประเทศ ด้วยเล็งเห็นถึงศักยภาพของสนามกอล์ฟภายในประเทศ การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยจึงจัดโครงการประชาสัมพันธ์ในเดือนตุลาคม ปี 2553 ที่ผ่านมา เพื่อหวังผลักดันประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางกีฬากอล์ฟแห่งเอเชีย (Asia's golf hub) สร้างภาพลักษณ์ที่ดีด้านการท่องเที่ยว รวมทั้งดึงดูดนักกอล์ฟจากทั่วโลก โดยจะมีการจัดกิจกรรมกอล์ฟระดับโลกถึง 9 กิจกรรมในช่วงปี 2553 – 2554 เช่น The 2010 Asia Pacific Golf Summit ซึ่งคาดว่าจะมีผู้เข้าร่วมงานประมาณ 800 – 900 คน เป็นต้น ด้วยเหตุนี้จึงคาดว่าอุตสาหกรรมกอล์ฟจะมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นในอนาคต ทั้งจากการสนับสนุนของภาครัฐ ภาวะเศรษฐกิจโลกและในประเทศที่เริ่มมีการฟื้นตัว และการคลี่คลายของสถานการณ์ทางการเมืองภายในประเทศ

1.5.2.6 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจของ KKCC

ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ

ธุรกิจกอล์ฟเป็นธุรกิจที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากสภาพเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของผู้ประกอบการ สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศในช่วงที่ผ่านมาทำให้จำนวนนักกอล์ฟชาวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีจำนวนลดลง ในขณะที่ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจโลกซึ่งส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคได้ส่งผลให้ผู้บริโภคทั่วไปมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นและทำให้นักกอล์ฟในประเทศเดินทางไปเล่นกอล์ฟน้อยลง ด้วยเหตุนี้ KKCC จึงดำเนินธุรกิจด้วยความระมัดระวัง มีการศึกษาและติดตามดูแนวโน้มตลาดอย่างใกล้ชิด รวมทั้ง รักษาวินัยในการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและปรับปรุงแนวทางการดำเนินงานเพื่อลดค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันของอุตสาหกรรมกอล์ฟที่สูงขึ้น

ปัจจุบัน ธุรกิจกอล์ฟมีการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น โดยในภาคตะวันออกมีสนามกอล์ฟมากถึง 28 แห่ง (ที่มา: www.thaigolfer.com) และยังมีสนามกอล์ฟเปิดขึ้นใหม่อีกในอนาคต นอกจากนี้ นักกอล์ฟต่างประเทศมีจำนวนลดลงเป็นอย่างมากในปี 2552 สนามกอล์ฟส่วนใหญ่จึงหันมามุ่งเน้นขยายฐานนักกอล์ฟในประเทศแทน ในทำนองเดียวกัน KKCC ได้เพิ่มสัดส่วนลูกค้าในประเทศให้มากขึ้น ด้วยการใช้จุดเด่นด้านทำเลที่ตั้งซึ่งอยู่ใกล้กรุงเทพฯ KKCC ยังได้ริเริ่มนโยบายการตลาดเชิงรุกมากยิ่งขึ้นเพื่อขยายฐานลูกค้าชาวต่างชาติที่ทำงานในเขตนิคมอุตสาหกรรมใกล้เคียงกับจังหวัดชลบุรี นอกจากนี้ KKCC ได้เพิ่มช่องทางการจำหน่ายของสนามกอล์ฟโดยขยายจำนวนบริษัททัวร์ที่เป็นตัวแทน (Agency) ในขณะที่ยังคงรักษาความสัมพันธ์อันดีกับบริษัททัวร์ชั้นนำต่าง ๆ ในพื้นที่

ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงนักกอล์ฟต่างชาติ

ลูกค้าส่วนใหญ่ที่มาใช้บริการสนามกอล์ฟของ KKCC เป็นชาวต่างชาติ โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวซึ่งเป็นชาวเกาหลีและญี่ปุ่น หรือชาวต่างชาติที่มาทำงานและอาศัยอยู่ในไทย (Expatriates) นักกอล์ฟต่างชาติถือเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 75 ของลูกค้าทั้งหมดของ KKCC ในกรณีที่มีเหตุปัจจัยที่ส่งผลให้นักท่องเที่ยวจากต่างประเทศไม่สามารถเดินทางมายังไทยได้ ก็จะทำให้ผลประกอบการของ KKCC ได้รับผลกระทบไปด้วย เช่น กรณีการเกิดแผ่นดินไหวและสึนามิในญี่ปุ่นในเดือนมีนาคม 2554 ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่ภาวะภัยพิบัติทางธรรมชาติดังกล่าวจะส่งผลกระทบอ้อมให้นักท่องเที่ยวจากญี่ปุ่นเดินทางมาเที่ยวและ/หรือเล่นกอล์ฟในประเทศไทยลดลงในระยะเวลาอันใกล้นี้ อย่างไรก็ตาม การเพิ่มสัดส่วนลูกค้าในประเทศให้มากขึ้นของ KKCC ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้น จะช่วยให้สัดส่วนลูกค้าต่างชาติต่อลูกค้าในประเทศ KKCC มีความสมดุลมากยิ่งขึ้น และช่วยให้ KKCC สามารถลดการพึ่งพิงนักกอล์ฟต่างชาติได้ไม่มากนักในอนาคต

ความเสี่ยงตามฤดูกาล

การให้บริการสนามกอล์ฟโดยปกติจะได้รับผลกระทบจากสภาพดินฟ้าอากาศ แต่ผลกระทบดังกล่าวจะเล็กน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้งของสนามเป็นสำคัญ ในช่วงฤดูฝน นักกอล์ฟไม่สามารถออกรอบได้หรืออาจออกรอบได้น้อยลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของสนามอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพื่อลดความผันผวนของผลประกอบการและช่วยดึงดูดนักกอล์ฟมากขึ้น KKCC ได้จัดรายการส่งเสริมการขายต่างๆ ให้มีความสอดคล้องกับแต่ละฤดูกาล อีกทั้งยังศึกษาถึงความเป็นไปได้ที่จะกิจกรรมเพิ่มเติมในสนามกอล์ฟในช่วง Low season เช่น การจัดการแข่งขันกอล์ฟ เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการที่ KKCC ไม่สามารถรักษาคุณภาพสนามกอล์ฟให้อยู่ในระดับที่ดีได้

การรักษาคุณภาพสนามให้มีมาตรฐานอย่างสม่ำเสมอถือเป็นหัวใจสำคัญที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการประกอบธุรกิจกอล์ฟ ทั้งนี้ สนามกอล์ฟในพื้นที่ต่างจังหวัดโดยเฉพาะสนามซึ่งมีพื้นที่มาก จะดูแลรักษาสภาพหญ้าให้มีสภาพดีได้ค่อนข้างยากกว่าสนามกอล์ฟในกรุงเทพฯ เนื่องจากภูมิประเทศเป็นป่าเขา ด้วยตระหนักถึงความสำคัญดังกล่าว KKCC ได้มีการปรับปรุงและพัฒนาคุณภาพสนามมาอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ยังคงรักษาไว้ซึ่งความโดดเด่นของสนามท่ามกลางทัศนียภาพที่สวยงามซึ่งได้รับการออกแบบโดยนักออกแบบสนามกอล์ฟชั้นนำระดับโลกอย่าง Pete Dye ผู้บริหารของ KKCC ยังให้ความสำคัญต่อการดูแลสภาพสนามให้สมบูรณ์ สะอาดและสวยงามอยู่ตลอดเวลา โดยมีการกำหนดเป็นนโยบายไว้อย่างชัดเจน และดำเนินการให้มีผู้เชี่ยวชาญมาให้ความรู้ด้านการบริหารจัดการสนามกอล์ฟ

1.6 สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินและร่างสัญญาซื้อขายหุ้น

การเข้าทำรายการในครั้งนี้มีร่างสัญญาที่เกี่ยวข้อง คือ i) ร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินระหว่าง บริษัท เจริญฤทธ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด ในฐานะ “ผู้จะขาย” และบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้จะซื้อ” ii) ร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินระหว่าง บริษัท แกรนด์ ฟอรัจน์ จำกัด ในฐานะ “ผู้จะขาย” และบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้จะซื้อ” และ iii) ร่างสัญญาซื้อขายหุ้นในบริษัท เขาเขียวคันทรีคลับ จำกัด ระหว่าง บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้ขาย” และ บริษัท บีบีทีวี เอ็ดควิตี้ จำกัด ในฐานะ “ผู้ซื้อ” โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาที่เกี่ยวข้องตามรายละเอียดด้านล่าง ทั้งนี้ เนื่องจากข้อมูลที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับเป็นเพียงร่างสัญญาซึ่งอยู่ในระหว่างการเจรจา ดังนั้น สัญญาฉบับสมบูรณ์จึงอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ อย่างไรก็ดี จากการสอบถามผู้บริหารของบริษัทเบื้องต้น คาดว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงในส่วนที่มีนัยสำคัญของสัญญาฉบับสมบูรณ์

1.6.1 สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สิน

ก) ร่างสัญญาจะซื้อจะขายทรัพย์สินระหว่าง บริษัท เจริญฤทธ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด ในฐานะ “ผู้จะขาย” และบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้จะซื้อ”

วัตถุประสงค์ของสัญญา : ผู้จะขายตกลงจะขายและโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินตามรายละเอียดข้างล่างนี้ให้แก่ผู้จะซื้อ ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงินจำนวน 1,930,036,064 บาท โดยผู้จะซื้อจะชำระราคาซื้อขายเป็นหุ้นสามัญและเป็นเงินสดตามรายละเอียดข้างล่างนี้

รายละเอียดทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย : ที่ดินโฉนดเลขที่ 1981, 2939, 40753-40757, 40759, 57871, 64717, 124342, 125702-125706, 140253-140257 ตั้งอยู่ที่ถนนพระราม 9 แขวงห้วยขวาง เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร จำนวน 21 แปลง เนื้อที่รวม 14-1-32.2 ไร่ หรือ 5,732.2 ตารางวา (“ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย”)

เงื่อนไขบังคับก่อน : ฝ่ายผู้จะขาย

(ก) ที่ประชุมคณะกรรมการของผู้จะขายมีมติอนุมัติให้ผู้จะขายขายทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายทั้งหมดให้แก่ผู้จะซื้อตามเงื่อนไขของสัญญานี้

(ข) คำรับรองของผู้จะซื้อถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันโอนกรรมสิทธิ์

ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย

- (ค) ผู้จะขายจะไม่มีข้อผูกพันที่จะขายและโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายให้แก่ผู้ซื้อ หากผู้ซื้อปฏิบัติผิดคำรับรอง คำรับประกัน และค้ำประกันหนึ่งข้อใดของผู้ซื้อที่ได้ให้ไว้ตามสัญญาฉบับนี้

ฝ่ายผู้ซื้อ

- (ก) ที่ประชุมคณะกรรมการของผู้ซื้อจะมีมติอนุมัติให้ผู้ซื้อเข้าซื้อทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายจากผู้ขายตามเงื่อนไขของสัญญานี้
- (ข) ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ของผู้ซื้อจะมีมติอนุมัติให้ผู้ซื้อ ซื้อทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายทั้งหมด และอนุมัติการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อใช้ชำระค่าทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายและเรื่องอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดังกล่าว
- (ค) คำรับรองของผู้ขายถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันโอนกรรมสิทธิ์ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย
- (ง) ผู้ซื้อจะไม่มีข้อผูกพันที่จะซื้อและรับโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายจากผู้ขายหากผู้ขายปฏิบัติผิดคำรับรอง คำรับประกัน และค้ำประกันหนึ่งข้อใดของผู้ขายที่ได้ให้ไว้ตามสัญญาฉบับนี้
- (จ) ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายจะต้องปลอดจากภาระติดพันใด ๆ เว้นแต่ภาระจำยอมในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย ซึ่งยังคงมีต่อไปได้
- (ฉ) ผู้ขายต้องออกหนังสือยืนยันที่จะโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย ให้แก่ผู้ซื้อเพื่อให้ผู้ซื้อสามารถนำไปจดทะเบียนเพิ่มทุนชำระแล้วอันเป็นผลจากการออกหุ้นสามัญข้างต้นให้กับผู้ขายกับกระทรวงพาณิชย์ได้

การชำระราคา

- : ผู้ซื้อตกลงชำระราคาซื้อขายทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายให้แก่ผู้ขายในวันโอนกรรมสิทธิ์ เป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของผู้ซื้อและเป็นเงินสด ตามรายละเอียดดังนี้
- (ก) ชำระเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของผู้ซื้อ จำนวน 547,942,960 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 1,002,735,616.80 บาท และ
- (ข) ชำระเป็นเงินสดสำหรับราคาซื้อขายส่วนที่เหลืออีกจำนวน 927,300,447.20 บาท¹

วันโอนกรรมสิทธิ์

- : จะกำหนดภายหลังโดยคู่สัญญาเมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนสำเร็จลง

การบอกเลิกสัญญา : คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีสิทธิระงับการปฏิบัติตามสัญญานี้ ตลอดจนบอกเลิกสัญญานี้ได้ หากเกิดเหตุการณ์อย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

1. มีการแก้ไขกฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศหรือคำสั่งของทางราชการหรือหน่วยงานที่มีอำนาจอื่นใด ซึ่งมีผลทำให้คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่สามารถซื้อขายทรัพย์สินที่จะซื้อขายได้
2. มีการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจภายใน และ/หรือภายนอกประเทศ ซึ่งมีผลกระทบในทางลบอย่างร้ายแรงต่อสภาพตลาดเงิน และ/หรือตลาดทุน ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยส่งผลให้ผู้ซื้อพิจารณาการระงับการขยายธุรกิจตามสัญญานี้ และ/หรือผู้ขายไม่ประสงค์จะขายทรัพย์สินที่จะซื้อขาย
3. คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่ปฏิบัติตามคำรับรอง หน้าที่ และ/หรือข้อสัญญาอื่นใดตามที่กำหนดไว้ในสัญญานี้ และมีได้แก้ไขเหตุแห่งการผิดคำรับรอง และ/หรือการไม่ปฏิบัติตามสัญญาภายใน 14 วัน นับจากวันที่ได้รับแจ้งจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งเป็นลายลักษณ์อักษรถึงเหตุนั้น
4. ข้อรับรองของแต่ละฝ่ายที่ให้ไว้ในสัญญานี้ไม่ถูกต้องหรือไม่เป็นความจริงในสาระสำคัญ

หมายเหตุ: /1 หลังหักภาระเงินมัดจำ จำนวน 113.98 ล้านบาท เหลือจำนวนเงินสดที่บริษัทจะจ่ายจริง 813.32 ล้านบาท

ข) ร่างสัญญาจะซื้อขายทรัพย์สินระหว่าง บริษัท แกรนด์ ฟอรั่ม จำกัด ในฐานะ “ผู้จะขาย” และบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้จะซื้อ”

วัตถุประสงค์ของสัญญา : ผู้จะขายตกลงจะขายและโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินตามรายละเอียดข้างล่างนี้ให้แก่ผู้จะซื้อ ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงินจำนวน 296,582,500 บาท โดยผู้จะซื้อจะชำระราคาซื้อขายเป็นหุ้นสามัญและเป็นเงินสดตามรายละเอียดข้างล่างนี้

รายละเอียดทรัพย์สินที่จะซื้อขาย : ที่ดินโฉนดเลขที่ 11929-11931 ตั้งอยู่ที่ถนนกำแพงเพชร 6 แขวงสีกัน เขตดอนเมือง กรุงเทพมหานคร จำนวน 3 แปลง เนื้อที่รวม 31-2-99.5 ไร่ หรือ 12,699.5 ตารางวา (“ทรัพย์สินที่จะซื้อขาย”)

เงื่อนไขบังคับก่อน : ฝ่ายผู้จะขาย

- (ก) ที่ประชุมคณะกรรมการของผู้จะขายมีมติอนุมัติให้ผู้จะขายขายทรัพย์สินที่จะซื้อขายทั้งหมดให้แก่ผู้จะซื้อตามเงื่อนไขของสัญญานี้

- (ข) คำรับรองของผู้จะซื้อถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันโอนกรรมสิทธิ์ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย
- (ค) ผู้จะขายจะไม่มีข้อผูกพันที่จะขายและโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายให้แก่ผู้จะซื้อ หากผู้จะซื้อปฏิบัติผิดคำรับรอง คำรับประกัน และคำมั่นข้อหนึ่งข้อใดของผู้จะซื้อที่ได้ให้ไว้ตามสัญญาฉบับนี้

ฝ่ายผู้จะซื้อ

- (ก) ที่ประชุมคณะกรรมการของผู้จะซื้อจะมีมติอนุมัติให้ผู้จะซื้อเข้าซื้อทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายจากผู้จะขายตามเงื่อนไขของสัญญานี้
- (ข) ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ของผู้จะซื้อจะมีมติอนุมัติให้ผู้จะซื้อ ซื้อทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายทั้งหมด และอนุมัติการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อใช้ชำระค่าทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายและเรื่องอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดังกล่าว
- (ค) คำรับรองของผู้จะขายถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันโอนกรรมสิทธิ์ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย
- (ง) ผู้จะซื้อจะไม่มีข้อผูกพันที่จะซื้อและรับโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่ขายจากผู้จะขายหากผู้จะขายปฏิบัติผิดคำรับรอง คำรับประกัน และคำมั่นข้อหนึ่งข้อใดของผู้จะขายที่ได้ให้ไว้ตามสัญญาฉบับนี้
- (จ) ทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายจะต้องปลอดจากภาระติดพันใด ๆ เว้นแต่ภาระจำยอมในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย ซึ่งยังคงมีต่อไปได้
- (ฉ) ผู้จะขายต้องออกหนังสือยืนยันที่จะโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินที่จะซื้อจะขาย ให้แก่ผู้จะซื้อเพื่อให้ผู้จะซื้อสามารถนำไปจดทะเบียนเพิ่มทุนชำระแล้วอันเป็นผลจากการออกหุ้นสามัญข้างต้นให้กับผู้จะขายกับกระทรวงพาณิชย์ได้

การชำระราคา : ผู้จะซื้อตกลงชำระราคาซื้อขายทรัพย์สินที่จะซื้อจะขายให้แก่ผู้จะขายในวันโอนกรรมสิทธิ์ เป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของผู้จะซื้อ จำนวน 162,066,939 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 296,582,498.37 บาท และส่วนที่เหลือจะชำระเป็นเงินสด

วันโอนกรรมสิทธิ์ : จะกำหนดภายหลังโดยคู่สัญญาเมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนสำเร็จลง

การบอกเลิกสัญญา : คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีสิทธิระงับการปฏิบัติตามสัญญานี้ ตลอดจนบอกเลิกสัญญานี้ได้ หากเกิดเหตุการณ์อย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

1. มีการแก้ไขกฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศหรือคำสั่งของทางราชการหรือหน่วยงานที่มีอำนาจอื่นใด ซึ่งมีผลทำให้คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่สามารถซื้อขายทรัพย์สินที่จะซื้อขายได้
2. มีการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจภายใน และ/หรือภายนอกประเทศ ซึ่งมีผลกระทบในทางลบอย่างร้ายแรงต่อสภาพตลาดเงิน และ/หรือตลาดทุน ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยส่งผลให้ผู้ซื้อพิจารณาจะรับการขยายธุรกิจตามสัญญาฉบับนี้ และ/หรือผู้จะขายไม่ประสงค์จะขายทรัพย์สินที่จะซื้อขาย
3. คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่ปฏิบัติตามคำรับรอง หน้าที่ และ/หรือข้อสัญญาอื่นใดตามที่กำหนดไว้ในสัญญานี้ และมีได้แก้ไขเหตุแห่งการผิดคำรับรอง และ/หรือการไม่ปฏิบัติตามสัญญาภายใน 14 วัน นับจากวันที่ได้รับแจ้งจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งเป็นลายลักษณ์อักษรถึงเหตุนั้น
4. ข้อรับรองของแต่ละฝ่ายที่ให้ไว้ในสัญญานี้ไม่ถูกต้องหรือไม่เป็นความจริงในสาระสำคัญ

1.6.2 สรุปสาระสำคัญของร่างสัญญาซื้อขายหุ้นในบริษัท เขาเขียวคันทรีคลับ จำกัด ระหว่าง บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ในฐานะ “ผู้ขาย” และ บริษัท บีบีที เอ็ดคิวตี้ จำกัด ในฐานะ “ผู้ซื้อ”

วัตถุประสงค์ของสัญญา : ผู้ขายตกลงโอนขายหุ้นสามัญในบริษัท เขาเขียวคันทรีคลับ จำกัด (“KKCC”) รวมทั้งหมดจำนวน 30,000,000 หุ้น ให้กับผู้ซื้อ (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 70.28 ของหุ้นทั้งหมดของ KKCC) ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงิน 520,000,000 บาท

รายละเอียดหุ้นที่ซื้อขาย : หุ้นสามัญของ KKCC จำนวน 30,000,000 หุ้น (เลขหมายของหุ้น 100001-30100000) มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 70.28 ของหุ้นทั้งหมดของ KKCC

เงื่อนไขบังคับก่อน : ฝ่ายผู้ซื้อ

- 1) ที่ประชุมคณะกรรมการของผู้ซื้อมีมติอนุมัติให้ผู้ซื้อเข้าซื้อหุ้นจากผู้ขาย
- 2) คำรับรองของผู้ขายถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันซื้อขายหุ้น

ฝ่ายผู้ขาย

- 1) ที่ประชุมคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้นของผู้ขายมีมติอนุมัติให้ผู้ขายขายหุ้นให้แก่ผู้ซื้อ
- 2) คำรับรองของผู้ซื้อถูกต้องในวันทำสัญญานี้และในวันซื้อขายหุ้น

- 3) ไม่มีเหตุการณ์ใดๆ เกิดขึ้นซึ่งมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของ KKCC อันจะมีผลต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นของผู้ซื้อ

วันซื้อขายหุ้น

: เมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนสำเร็จลง

การบอกเลิกสัญญา

: คู่สัญญาแต่ละฝ่ายมีสิทธิระงับการปฏิบัติตามสัญญานี้ ตลอดจนบอกเลิกสัญญานี้ได้ หากเกิดเหตุการณ์อย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

1. มีการแก้ไขกฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับ ประกาศ หรือคำสั่งของทางราชการหรือหน่วยงานที่มีอำนาจอื่นใด ซึ่งมีผลให้คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่สามารถซื้อขายหุ้นได้
2. มีการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจภายใน และ/หรือภายนอกประเทศ ซึ่งมีผลกระทบในทางลบอย่างร้ายแรงต่อสภาพตลาดเงิน และ/หรือตลาดทุน ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม โดยส่งผลให้ผู้ซื้อพิจารณาว่าการขยายธุรกิจตามสัญญานี้ และ/หรือผู้ขายไม่ประสงค์จะขายหุ้นที่ซื้อขาย
3. คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งฝ่ายใดไม่ปฏิบัติตามคำรับรอง หน้าที่ และ/หรือข้อสัญญาอื่นใดตามที่กำหนดไว้ในสัญญานี้ และได้แก้ไขเหตุแห่งการผิดคำรับรอง และ/หรือการไม่ปฏิบัติตามสัญญาภายใน 14 วัน นับจากวันที่ได้รับแจ้งจากคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งเป็นลายลักษณ์อักษรถึงเหตุนั้น
4. ข้อรับรองของแต่ละฝ่ายที่ให้ไว้ในสัญญานี้ไม่ถูกต้องหรือไม่เป็นความจริงในสาระสำคัญ

ส่วนที่ 2 ข้อมูลบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)

2.1 ประวัติความเป็นมาของบริษัท

บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “GLAND”) เดิมชื่อบริษัท มีเดีย ออฟ มีเดียส์ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 22 เมษายน 2528 และเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2539 บริษัทเริ่มจากการเป็นตัวแทนบริหารการจำหน่ายเวลาโฆษณาให้กับรายการโทรทัศน์ต่างๆ จนกระทั่งปี 2532 บริษัทได้ขยายธุรกิจไปสู่การซื้อเวลาจากสถานีโทรทัศน์เพื่อดำเนินการผลิตรายการและจำหน่ายเวลาโฆษณารายการควบคู่กัน บริษัทได้มีการขยายธุรกิจโทรทัศน์อย่างต่อเนื่องรวมถึงการผลิตรายการเคเบิลทีวีภายใต้ชื่อช่อง “มีเดีย แชนแนล” ให้กับผู้ประกอบการธุรกิจเคเบิลทีวีทั่วประเทศในปี 2551

บริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงการดำเนินธุรกิจครั้งสำคัญในวันที่ 17 ธันวาคม 2552 เมื่อที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2552 ได้มีมติอนุมัติการเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ด้วยกระบวนการโอนกิจการทั้งหมด (Entire Business Transfer: EBT) จากบริษัท แกรนด์ คาแนล จำกัด (“แกรนด์ คาแนล”) ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์³ และการเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์จากบริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์⁴ ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่เดิมของบริษัท ณ ขณะนั้น การทำรายการครั้งสำคัญดังกล่าวได้ส่งผลให้บริษัทขยายจากธุรกิจโทรทัศน์เดิมไปสู่ธุรกิจใหม่ด้านการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อีกทั้งกลุ่มเจริญฤกษ์ได้เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารหลักของบริษัท บริษัทได้ขอให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ พิจารณาปรับย้ายหมวดธุรกิจของบริษัท ให้มีความสอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจใหม่มากขึ้น ด้วยเหตุนี้ ตั้งแต่วันที่ 21 มกราคม 2553 บริษัทจึงได้ย้ายจากหมวดธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ภายใต้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เป็นหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ภายใต้กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างแทน

เพื่อให้สอดคล้องกับประสบการณ์ของผู้บริหารชุดใหม่ ตลอดจนทิศทางการดำเนินธุรกิจซึ่งจะมุ่งเน้นด้านการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักในอนาคต ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2553 วันที่ 26 มีนาคม 2553 จึงมีมติอนุมัติให้บริษัทจำหน่ายหุ้นทั้งหมดในบริษัท มีเดีย สตูดิโอ จำกัด (“มีเดีย สตูดิโอ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโทรทัศน์ออกไป โดยบริษัทถือหุ้นในบริษัทย่อยดังกล่าวร้อยละ 99.99 ต่อมาในวันที่ 6 พฤษภาคม 2553 บริษัทได้ดำเนินการจดทะเบียนเปลี่ยนชื่อบริษัทเป็นบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) และเปลี่ยนแปลงชื่อย่อหลักทรัพย์ของบริษัทในระบบการซื้อขายจากเดิม MEDIAS เป็น GLAND ซึ่งมีผลตั้งแต่วันที่ 11 พฤษภาคม 2553 เป็นต้นมา

³ ภายหลังเสร็จสิ้นกระบวนการโอนกิจการทั้งหมดแล้ว บริษัท แกรนด์ คาแนล จำกัด (“แกรนด์ คาแนล”) ได้ดำเนินการจดทะเบียนเลิกและชำระบัญชีเพื่อเลิกบริษัทภายในรอบระยะเวลาบัญชีเดียวกันกับที่โอนกิจการ ดังนั้น แกรนด์ คาแนล จึงคืนทรัพย์สินที่เหลืออยู่อันได้แก่หุ้นสามัญของบริษัท (ซึ่งแกรนด์ คาแนลได้รับเป็นสิ่งที่ตอบแทนจากการขายและโอนกิจการทั้งหมดของแกรนด์ คาแนลให้แก่บริษัท) ให้แก่ผู้ถือหุ้นของแกรนด์ คาแนล ได้แก่ บริษัท เจริญฤกษ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด นายเจตศิริ บุญดีเจริญ และนางสาวรมณี บุญดีเจริญ (รวมเรียก “กลุ่มเจริญฤกษ์”)

⁴ กลุ่มรัตนรักษ์ หมายถึง นายกฤตย์ รัตนรักษ์ กลุ่ม BBTV (ซึ่งประกอบด้วยบริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด บริษัท ทูมहाला จำกัด บริษัท จีแอล แอสเซทส์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี เซฟเทเลวิชั่น จำกัด และบริษัท บีบีทีวี เอ็ดคิวตี้ จำกัด) บริษัท เค อาร์ แอนด์ แอสโซซิเอตส์ จำกัด และ/หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ บริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์ที่ได้ขายสินทรัพย์ให้แก่ GLAND ประกอบด้วยบริษัท เค อาร์ แอนด์ แอสโซซิเอตส์ จำกัด บริษัท ทูมहाला จำกัด และบริษัท จี แอล แอสเซทส์ จำกัด

2.2 ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัทมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่หลากหลายเพื่อให้สามารถตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้าในแต่ละกลุ่มเป้าหมายได้อย่างทั่วถึง โครงการที่อยู่ในระหว่างดำเนินการของบริษัทประกอบด้วยโครงการที่อยู่อาศัยประเภทแนวราบและแนวสูง รวมทั้งโครงการเชิงพาณิชย์ในรูปแบบอาคารสำนักงานและพื้นที่ค้าปลีกให้เช่า

โครงสร้างธุรกิจของบริษัท⁵ ณ ปัจจุบัน มีรายละเอียดดังนี้

1. ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

บริษัท	รายละเอียด
- บริษัท แกรนด์ คาแนล แอนด์ จำกัด (มหาชน) โดยมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 4,109.45 ล้านบาท	- พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย โดยโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ คือ โครงการเบิ้ล สกาย ⁶ - พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ในรูปแบบอาคารสำนักงานให้เช่า โดยโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ คือ โครงการอาคารเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 - ให้บริการรับจ้างบริหารจัดการ บริหารการตลาดและบริหารการขายโครงการ โดยปัจจุบันเป็นผู้ดำเนินการบริหารโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง - เฟส 1 และเฟส 2
- บริษัท เบิ้ล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (“เบิ้ล”) โดยมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 2,064.26 ล้านบาท และบริษัทถือหุ้นในเบิ้ลร้อยละ 79.57	- พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย โดยโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ คือ โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9
- บริษัท พระราม 9 สแควร์ จำกัด ⁷ (“พระราม 9”) โดยมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 1,000.00 ล้านบาท และบริษัทถือหุ้นในพระราม 9 ร้อยละ 78.12	- พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ในรูปแบบอาคารสำนักงานให้เช่า โดยโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ คือ โครงการอาคารสำนักงานจี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9
- บริษัท พระราม 9 สแควร์ โฮเต็ล จำกัด (“พระราม 9 โฮเต็ล”) โดยมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 100.00 ล้านบาท และพระราม 9 ถือหุ้นในพระราม 9 โฮเต็ล ร้อยละ 99.99	- ปัจจุบัน ยังไม่มีการประกอบธุรกิจใดๆ แต่คาดว่าจะเริ่มดำเนินการศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนาโครงการในบริเวณแยกรัชดา-พระราม 9 ในช่วง 1-2 ปี ข้างหน้า

⁵ โครงสร้างธุรกิจข้างต้นไม่ได้รวมบริษัทซึ่งปัจจุบันมิได้ประกอบกิจการ ได้แก่ บริษัท เอ็ม แอนด์ ดี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (บริษัทถือหุ้นร้อยละ 80) ซึ่งอยู่ระหว่างการดำเนินคดีฟ้องร้องภายใต้การพิจารณาของของศาลอุทธรณ์ และบริษัท อีดูรา (ประเทศไทย) จำกัด (บริษัทถือหุ้นร้อยละ 35) ซึ่งศาลมีคำสั่งพิทักษ์ทรัพย์เด็ดขาด

⁶ โครงการ เบิ้ลสกายเป็นโครงการอาคารพักอาศัยสูง 8 ชั้น จำนวน 15 อาคาร ตั้งอยู่ที่ถนนกำแพงเพชร 6 (ทางรถไฟสายเหนือ) บางเขน หลักสี่ โดยมีเนื้อที่รวม 35-0-12.9 ไร่ (14,012.9 ตารางวา) ทั้งนี้ ในปัจจุบันโครงการเบิ้ล สกาย ยังไม่เริ่มก่อสร้างในส่วนของอาคาร แต่มีการพัฒนาถมดินไปแล้วบางส่วน

⁷ นอกเหนือจากการถือใบอนุญาตก่อสร้างโครงการอาคารสำนักงานจี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 พระราม 9 ยังถือใบอนุญาตก่อสร้างโครงการศูนย์การค้า เซ็นทรัลพลาซ่า แกรนด์ พระราม 9 – ส่วน 1.1 และโครงการแกรนด์ พระราม 9 – ส่วน 2

2. ธุรกิจสนามกอล์ฟ

บริษัท	รายละเอียด
- บริษัท เขาเขียวคันทรี่คลับ จำกัด ("KKCC") โดยมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 426.86 ล้านบาท และบริษัทถือหุ้นใน KKCC ร้อยละ 70.28	- ให้บริการสนามกอล์ฟ 27 หลุม ซึ่งตั้งอยู่ที่อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี รวมทั้งให้บริการอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น คลับเฮาส์ สนามซ้อมไดร์ฟ ร้านอาหาร ร้านโปรชิอป และบริการรถกอล์ฟให้เช่า เป็นต้น - เหตุผล: บริษัทมีแผนที่จะจำหน่ายหุ้นสามัญทั้งหมดใน KKCC ที่บริษัทมีอยู่ให้แก่ BBTVEQ หากได้รับอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554

เมื่อบริษัทได้ก้าวเข้าสู่ธุรกิจใหม่ในช่วงปลายปี 2552 โครงสร้างรายได้ของบริษัทจึงเกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญ รายได้ของบริษัทและบริษัทย่อยในอนาคตจะเกิดจากการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก โดยโครงสร้างรายได้ของบริษัทและบริษัทย่อยสำหรับปี 2551 – 2553 ตามงบการเงินรวมโดยวิธีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ มีรายละเอียดดังนี้

รายได้	2551 ¹		2552 ²		2553	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้ค่าโฆษณา ³	0.00	0.00	40.26	79.39	129.13	30.26
รายได้จากการขายและการผลิต ³	0.00	0.00	0.38	0.74	3.71	0.87
รายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟ	0.00	0.00	4.15	8.18	87.59	20.52
รายได้จากธุรกิจให้เช่าและบริการอื่นๆ	0.00	0.00	2.58	5.09	70.21	16.45
	482.54 ⁴	100.00	3.35	6.60	136.16 ⁵	31.90
รายได้รวม	482.54	100.00	50.71	100.00	426.80	100.00

หมายเหตุ: /1 งบการเงินรวมปี 2551 รวมรายได้เต็มปี 2551 ของเบิ้ลและพระราม 9 รวมทั้งบริษัทย่อย

/2 งบการเงินรวมปี 2552 รวม i) รายได้เต็มปี 2552 ของเบิ้ลและพระราม 9 รวมทั้งบริษัทย่อย และ ii) รายได้ตั้งแต่วันที่ 18 ธ.ค. 52 (ซึ่งเป็นการรวมกิจการแล้วเสร็จ) ถึงวันที่ 31 ธ.ค. 52 ของบริษัทในกลุ่มบริษัท มีเดีย ออฟ มีเดียส์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งดำเนินธุรกิจโทรทัศน์และธุรกิจสนามกอล์ฟ

/3 ในวันที่ 26 มี. ค. 53 ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2553 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทจำหน่ายหุ้นทั้งหมดใน มีเดีย สตูดิโอ ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโทรทัศน์ออกไป ซึ่งได้ดำเนินการต่างๆ แล้วเสร็จในวันที่ 30 มี.ค. 53

/4 เบิ้ล มีรายการพิเศษจากกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ 457.07 ล้านบาท และรายได้จากส่วนลดรับผู้บริหารแผนฟื้นฟู 25.47 ล้านบาท

/5 ในไตรมาส 1 ปี 2553 บริษัทบันทึกกำไรจากการขายเงินลงทุนจำนวน 121.47 ล้านบาท ซึ่งเกิดจากการจำหน่ายหุ้นทั้งหมดในบริษัท มีเดีย สตูดิโอ จำกัด

2.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ณ วันที่ 30 มีนาคม 2554 (วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด) บริษัทมีทุนจดทะเบียนและทุนที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 4,109,449,080.00 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,027,362,270 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 4.00 บาท โดยมีรายชื่อผู้ถือหุ้นดังนี้

ชื่อ	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ
1. เจริญกฤษ ¹		
- บริษัท เจริญกฤษ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด	442,785,772	43.10

ชื่อ	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ
- บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด	67,052,222	6.53
- นายเจตศิริ บุญดีเจริญ	24,945,724	2.43
- นางสาวรมณี บุญดีเจริญ	24,945,724	2.43
รวม	559,729,442	54.48
2. กลุ่มBBTV ²		
- บริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด	190,685,482	18.56
- บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด	29,526,600	2.87
- บริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด	3,971,448	0.39
- บริษัท พูนผลลามา จำกัด	58,789,198	5.72
- บริษัท จี แอล แอสเซตส์ จำกัด	24,116,000	2.35
รวม	307,088,728	29.89
3. บริษัท เคอาร์แอนด์แอสโซซิเอตส์ จำกัด ³	78,759,811	7.67
4. Kim Eng Securities (Hong Kong) Limited	40,000,000	3.89
5. กลุ่มนางยุวดี บุญครอง ⁴	8,557,055	0.83
6. กลุ่มนายประกิจ เล้าหวีศิษฐ์	3,294,700	0.32
7. นายเจษฎา เลิศนันทปัญญา	1,959,700	0.19
8. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	1,316,700	0.13
9. นายเกียรติ ศรีจอมขวัญ	1,200,500	0.12
10. กลุ่มนายเมษิต สุวินิจจิต ⁵	1,081,170	0.12
11. อื่นๆ	24,374,464	2.37
รวม	1,027,362,270	100.00

หมายเหตุ: /1 ประกอบด้วย บริษัท เจริญเกษม เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด บริษัท เบิ้ล พาร์ค เรสซิเดนซ์ จำกัด (บริษัททั้งสองถือหุ้นโดยครอบครัวบุญดีเจริญ) นายเจตศิริ บุญดีเจริญ และนางสาวรมณี บุญดีเจริญ
/2 ประกอบด้วย บริษัท กรุงเทพโทรทัศน์และวิทยุ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แอสเซตแมนเนจเม้นท์ จำกัด บริษัท บีบีทีวี แชนแนลวิชั่น จำกัด บริษัท บีบีทีวี เอ็ดดูเทรชั่น จำกัด บริษัท พูนผลลามา จำกัด และบริษัท จี แอล แอสเซตส์ จำกัด (แต่ละบริษัทมีครอบครัวรัตนรักษ์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่)
/3 ถือหุ้นทั้งหมดโดยนายภคฤกษ์ รัตนรักษ์
/4 ประกอบด้วย นางยุวดี บุญครอง นางอำพัน บุญครอง นายธนัฐ บุญครอง และนายณัฐ บุญครอง
/5 ประกอบด้วย นายเมษิต สุวินิจจิต นางสาวลินจง สุวินิจจิต และนายเดชา สุวินิจจิต

2.4 คณะกรรมการบริษัท

ณ วันที่ 23 มีนาคม 2554 คณะกรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 9 ท่าน ดังนี้

รายชื่อ	ตำแหน่ง
1. นายโยธิน บุญดีเจริญ	ประธานกรรมการ
2. นายประพันธ์พงศ์ เวชชาชีวะ	กรรมการ
3. นายเจริญ จิริวิศัลย์	กรรมการ

รายชื่อ	ตำแหน่ง
4. นายมงคล เปาอินทร์	กรรมการ
5. นายเจตรศิริ บุญดีเจริญ	กรรมการ
6. นางสาวรมณี บุญดีเจริญ	กรรมการ
7. นายยงยุทธ วิทยาวงศ์จุฑิ	กรรมการอิสระ และประธานกรรมการตรวจสอบ
8. นายนิพนธ์ วิสิษฐยุทธศาสตร์	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ
9. นายบรรพต หงษ์ทอง	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ

ทั้งนี้ กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท ได้แก่ กรรมการลำดับที่ 1 – 6 ลงลายมือร่วมกันสองคนในหกคน และประทับตราสำคัญของบริษัท

2.5 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงาน

เมื่อวันที่ 17 ธันวาคม 2552 ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ด้วยกระบวนการโอนกิจการทั้งหมด (Entire Business Transfer: EBT) จากบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์ และซื้อสินทรัพย์จากบริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์ ภายหลังการรวมกิจการเสร็จสิ้นในวันที่ 18 ธันวาคม 2552 กลุ่มเจริญฤกษ์ได้เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เกินกว่าร้อยละ 50 และมีอำนาจควบคุมบริษัท ดังนั้น ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 43 (ปรับปรุง 2550) เรื่องการรวมธุรกิจ การทำรายการดังกล่าวถือเป็นการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ กล่าวคือ บริษัทซึ่งเป็นผู้รับโอนกิจการทั้งหมดจากบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์และถือเป็นบริษัทใหญ่ตามกฎหมายซึ่งได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อชำระค่าตอบแทนการโอนกิจการให้แก่บริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์ จะถือเป็นบริษัทที่ถูกซื้อกิจการในทางบัญชี และในทางกลับกัน บริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์ซึ่งเป็นผู้ถูกควบรวมกิจการในทางกฎหมาย กลับถูกพิจารณาเป็นผู้ซื้อกิจการหรือบริษัทแม่ในทางบัญชี เนื่องจากกลุ่มเจริญฤกษ์สามารถควบคุมนโยบายการเงินและการดำเนินงานของบริษัทได้ภายหลังการรวมกิจการในครั้งนั้น

ด้วยเหตุนี้ ภายหลังจากการรวมกิจการเสร็จสิ้น บริษัทได้จัดทำงบการเงินรวมตามหลักการบัญชีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับโดยเริ่มตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีงวด 12 เดือน ปี 2552 เป็นต้นมา ซึ่ง เบ็ด และ พระราม 9 ถูกพิจารณาเสมือนเป็นบริษัทแม่ในการจัดทำงบการเงินรวมโดยมีเกณฑ์ในการจัดทำงบการเงินรวมที่สำคัญดังนี้

- บริษัทจัดทางการเงินรวมสำหรับการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับภายใต้ชื่อบริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทแม่ตามกฎหมาย
- สินทรัพย์และหนี้สินของ แกรนด์ คาแนล เบ็ด พระราม 9 และบริษัทย่อย (พระราม 9 โฮเต็ล) ถูกรับรู้และวัดมูลค่าในงบการเงินรวมตามมูลค่าบัญชีก่อนการรวมกิจการกับบริษัท
- ขาดทุนสะสมและยอดคงเหลือของส่วนทุนอื่นที่รับรู้ในงบการเงินรวม เท่ากับยอดสุดท้ายของขาดทุนสะสมและยอดคงเหลือของส่วนทุนอื่นก่อนการรวมกิจการของเบ็ด พระราม 9 และบริษัทย่อย
- มูลค่าตราสารทุนที่ออกในงบการเงินรวมเท่ากับผลรวมของตราสารทุนของผู้ถือหุ้นเดิมของเบ็ดและพระราม 9 ที่นำมาแลกเปลี่ยนหุ้นกับบริษัท รวมกับมูลค่าต้นทุนการรวมธุรกิจ
- โครงสร้างของส่วนทุนในงบการเงินรวมแสดงตามจำนวนหุ้นสามัญของบริษัท ซึ่งรวมถึงหุ้นสามัญที่ออกโดยบริษัทในการรวมกิจการ
- ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในงบการเงินรวมแสดงตามสัดส่วนของส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในมูลค่าตามบัญชีก่อนการรวมกิจการของสินทรัพย์สุทธิ ณ วันรวมกิจการและผลการดำเนินงานของ เบ็ด พระราม 9 และบริษัทย่อย

- สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2552 งบการเงินรวมมีแนวทางการคำนวณรายได้และค่าใช้จ่าย ดังนี้
 - รายได้และค่าใช้จ่ายของ เบ็ล พระราม 9 และบริษัทย่อยสำหรับงวด 12 เดือน ปี 2552
 - รายได้และค่าใช้จ่ายของกลุ่มบริษัทเดิมก่อนการรวมกิจการ (ธุรกิจสื่อและสนามกอล์ฟ) จำนวน 14 วัน (ตั้งแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552)
- งบการเงินรวมสำหรับการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับแสดงข้อมูลเปรียบเทียบกับงบการเงินรวมของ เบ็ล พระราม 9 และบริษัทย่อย

เนื่องด้วยบริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงทิศทางการดำเนินธุรกิจครั้งสำคัญในปลายปี 2552 ด้วยการมุ่งสู่ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้น ประกอบกับงบการเงินรวมของบริษัทตั้งแต่งวด 12 เดือน ปี 2552 เป็นต้นมา ถูกจัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ โดยข้อมูลที่นำเสนอในงบการเงินรวมดังกล่าวจะมีความแตกต่างจากข้อมูลที่นำเสนอในงบการเงินรวมของบริษัทก่อนการรวมกิจการในปี 2552 ดังนั้น เพื่อให้มีความสอดคล้องกับการดำเนินธุรกิจในอนาคตและมาตรฐานการบัญชีที่เกี่ยวข้อง ตารางสรุปงบการเงินรวม ตลอดจนการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินที่จะกล่าวต่อไปตามรายละเอียดด้านล่างนี้ จะอ้างอิงงบการเงินรวมตามหลักการบัญชีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับของบริษัท ซึ่งผู้สอบบัญชีได้จัดทำข้อมูลย้อนหลังของงบการเงินรวมจนถึงปี 2551 เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบ

ตารางสรุปงบดุล

งบดุล (งบการเงินรวม)	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์						
สินทรัพย์หมุนเวียน						
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	5.86	0.18	196.40	2.65	234.56	3.02
เงินลงทุนชั่วคราว	0.00	0.00	508.58	6.86	28.24	0.36
ลูกหนี้การค้า - สุทธิ	0.00	0.00	115.37	1.56	12.97	0.17
ลูกหนี้เงินทดรองจ่ายและเงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน - สุทธิ	0.20	0.01	16.03	0.22	0.00	0.00
สินค้าคงเหลือ - สุทธิ	2,560.57	79.70	3,676.29	49.57	4,850.57	62.47
เงินจ่ายล่วงหน้าตามสัญญาก่อสร้าง - สุทธิ	53.50	1.67	354.70	4.78	253.43	3.26
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1.69	0.05	30.68	0.41	16.63	0.21
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	2,621.82	81.60	4,898.06	66.04	5,396.41	69.50
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน						
เงินลงทุนในกิจการที่เกี่ยวข้องกัน	104.52	3.25	104.52	1.41	104.52	1.35
เงินลงทุนระยะยาวอื่น - สุทธิ	0.00	0.00	1.23	0.02	1.59	0.02
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ	5.30	0.17	1,723.83	23.24	1,574.66	20.28
อาคารระหว่างก่อสร้างเพื่อให้เช่า - สุทธิ	189.46	5.90	218.29	2.94	294.13	3.79
ค่าเช่าที่ดินจ่ายล่วงหน้ากิจการที่เกี่ยวข้องกัน สุทธิ	- 113.83	3.54	208.14	2.81	202.16	2.60

งบดุล (งบการเงินรวม)	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
เงินมัดจำตามสัญญาจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินกิจการที่เกี่ยวข้องกัน	177.73	5.53	113.98	1.54	113.98	1.47
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน – สุทธิ	0.00	0.00	115.94	1.56	0.91	0.01
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	0.29	0.01	32.63	0.44	76.05	0.98
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	591.13	18.40	2,518.56	33.96	2,367.99	30.50
รวมสินทรัพย์	3,212.95	100.00	7,416.61	100.00	7,764.40	100.00
หนี้สิน						
หนี้สินหมุนเวียน						
เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร	0.00	0.00	2.16	0.03	0.00	0.00
เจ้าหนี้การค้า	94.83	2.95	162.88	2.20	258.74	3.33
เงินกู้ยืมระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	0.00	0.00	84.00	1.13	71.56	0.92
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากกิจการที่เกี่ยวข้องกัน	50.80	1.58	540.90	7.29	0.00	0.00
ภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่าย	0.00	0.00	5.29	0.07	0.03	0.00
ค่างวดที่ยังไม่รับรู้เป็นรายได้	32.56	1.01	83.64	1.13	304.90	3.93
เงินทดรองรับกิจการที่เกี่ยวข้องกัน	43.48	1.35	0.00	0.00	0.00	0.00
เจ้าหนี้เงินประกันผลงาน	4.23	0.13	7.63	0.10	19.11	0.25
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	4.78	0.15	120.15	1.62	27.75	0.36
รวมหนี้สินหมุนเวียน	230.67	7.18	1,006.65	13.57	682.09	8.78
หนี้สินไม่หมุนเวียน						
เงินมัดจำรับตามสัญญาจะซื้อจะขายอาคาร	107.00	3.33	645.85	8.71	1,079.15	13.90
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน - สุทธิ	0.00	0.00	430.51	5.80	879.40	11.33
เงินประกันการเช่า	0.00	0.00	4.53	0.06	5.33	0.07
ค่าตอบแทนผู้บริหารแผนค้างจ่าย	0.00	0.00	1.00	0.01	1.00	0.01
ค่าลงทะเบียนสมาชิกก่อตั้งบัญชี - สุทธิ	0.00	0.00	0.08	0.00	0.04	0.00
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	107.00	3.33	1,081.96	14.59	1,964.92	25.31
รวมหนี้สิน	337.67	10.51	2,088.61	28.16	2,647.02	34.09
ส่วนของผู้ถือหุ้น						
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	3,064.26	95.37	3,532.40	47.63	3,532.40	45.49
ต้นทุนการรวมธุรกิจ	0.00	0.00	1,611.42	21.73	1,510.56	19.45
ทุนของกิจการที่รับรู้ในการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ	3,064.26	95.37	5,143.82	69.36	5,042.96	64.95
ส่วนปรับปรุงให้เป็นราคาตามบัญชีจากการซื้อ	0.00	0.00	(423.19)	(5.71)	(423.19)	(5.45)
สินทรัพย์ภายใต้การควบคุมเดียวกัน						

งบดุล (งบการเงินรวม)	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ผลกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเงินลงทุน	0.00	0.00	0.15	0.00	0.50	0.01
กำไร (ขาดทุน) สะสม						
ทุนสำรองตามกฎหมาย	0.00	0.00	4.10	0.06	8.00	0.10
ยังไม่ได้จัดสรร	(188.98)	(5.88)	(145.56)	(1.96)	(223.77)	(2.88)
รวมส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่	2,875.28	89.49	4,579.32	61.74	4,404.50	56.73
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0.00	0.00	748.68	10.09	712.88	9.18
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	2,875.28	89.49	5,328.00	71.84	5,117.38	65.91
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,212.95	100.00	7,416.61	100.00	7,764.40	100.00

ตารางสรุปงบกำไรขาดทุน

งบกำไรขาดทุน (งบการเงินรวม)	2551		2552		2553	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
<u>รายได้</u>						
รายได้ค่าโฆษณา	0.00	0.00	40.26	79.39	129.13	30.26
รายได้จากการขายและการผลิต	0.00	0.00	0.38	0.74	3.71	0.87
รายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟ	0.00	0.00	4.15	8.18	87.59	20.52
รายได้จากธุรกิจให้เช่าและบริการ	0.00	0.00	2.58	5.09	70.21	16.45
รายได้อื่น	482.54	100.00	3.35	6.60	136.16	31.90
รวมรายได้	482.54	100.00	50.71	100.00	426.80	100.00
<u>ค่าใช้จ่าย</u>						
ต้นทุนโฆษณา	0.00	0.00	(21.35)	(42.11)	(91.21)	(21.37)
ต้นทุนขายและการผลิต	0.00	0.00	(0.46)	(0.91)	(3.71)	(0.87)
ต้นทุนเกี่ยวกับสนามกอล์ฟ	0.00	0.00	(5.94)	(11.70)	(67.66)	(15.85)
ต้นทุนจากธุรกิจให้เช่าและบริการ	0.00	0.00	(2.66)	(5.24)	(49.81)	(11.67)
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(25.45)	(5.27)	(44.33)	(87.41)	(163.79)	(38.38)
ค่าความนิยมติดจ่าย	0.00	0.00	0.00	0.00	(103.34)	(24.21)
รวมค่าใช้จ่าย	(25.45)	(5.27)	(74.74)	(147.37)	(479.53)	(112.35)
กำไร (ขาดทุน) ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	457.09	94.73	(24.02)	(47.37)	(52.72)	(12.35)
ต้นทุนทางการเงิน	(5.12)	(1.06)	(2.66)	(5.24)	(33.05)	(7.74)
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	0.00	0.00	3.54	6.98	(0.48)	(0.11)
กำไร (ขาดทุน) สุทธิ	451.96	93.66	(23.14)	(45.63)	(86.25)	(20.21)

งบกำไรขาดทุน (งบการเงินรวม)	2551		2552		2553	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
การแบ่งปันกำไร (ขาดทุน)						
ส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่	451.96	93.66	(17.28)	(34.08)	(73.92)	(17.32)
ส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0.00	0.00	(5.86)	(11.55)	(12.33)	(2.89)

ตารางสรุปกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด (งบการเงินรวม)	2551 (ล้านบาท)	2552 (ล้านบาท)	2553 (ล้านบาท)
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน	(38.04)	(217.76)	(452.85)
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมลงทุน	(171.41)	(98.16)	(719.99)
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมจัดหาเงิน	213.64	310.00	(228.97)
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิ	4.20	(5.91)	38.16
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต้นปี	1.66	5.86	196.40
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้นจากการรับโอนกิจการ	0.00	54.57	0.00
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้นจากการรวมธุรกิจแบบย้อนกลับ	0.00	141.88	0.00
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดสิ้นปี	5.86	196.40	234.56

ตารางสรุปอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงิน (งบการเงินรวม)	หน่วย	2551	2552	2553
อัตราส่วนสภาพคล่อง				
อัตราส่วนสภาพคล่อง	(เท่า)	11.37	4.87	7.91
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	(เท่า)	0.03	0.81	0.40
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	(เท่า)	n.a. ^{/1}	0.23	2.11
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	(วัน)	n.a. ^{/1}	1,544	171
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้	(เท่า)	0.00 ^{/2}	0.24	1.01
ระยะเวลารับหนี้	(วัน)	n.a. ^{/2}	1,525	357
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร				
อัตรากำไรขั้นต้น	(ร้อยละ)	n.a. ^{/1}	35.80	26.92
อัตรากำไรสุทธิ	(ร้อยละ)	93.66	(45.63)	(20.21)
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	(ร้อยละ)	15.72	(0.56)	(1.65)
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน				
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	(ร้อยละ)	14.07	(0.44)	(1.14)
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์	(เท่า)	15.02	0.95	5.62
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน				

อัตราส่วนทางการเงิน (งบการเงินรวม)	หน่วย	2551	2552	2553
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(เท่า)	0.12	0.39	0.52

หมายเหตุ: /1 ในปี 2551 บริษัทไม่มีรายได้จากการขายและลูกหนี้การค้า

/2 ในปี 2551 บริษัทไม่มีต้นทุนขาย

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ปี 2551 – 2553

ในปี 2551 บริษัทมีรายได้รวมเท่ากับ 482.54 ล้านบาท เนื่องจาก เบ็ด ซึ่งเป็นบริษัทแม่ในทางบัญชีมีกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ 457.07 ล้านบาท และรายได้จากส่วนลดรับผู้บริหารแผนฟื้นฟู 25.47 ล้านบาท ในปี 2552 รายได้รวมของบริษัทลดลงเหลือจำนวน 50.71 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทไม่มีรายได้พิเศษอย่างเช่นปีก่อน โดยรายได้รวมของบริษัทในปีนี้เกิดจากผลรวมของ 1. รายได้ของ เบ็ด พระราม 9 และบริษัทย่อยสำหรับงวด 12 เดือน ปี 2552 และ 2. รายได้ของธุรกิจสื่อและสนามกอล์ฟจำนวน 14 วัน ตั้งแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552 (ซึ่งในปี 2551 ยังไม่มีรายได้ดังกล่าว) ในปี 2553 รายได้รวมของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 426.80 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทนับรวมรายได้จากธุรกิจสื่อและสนามกอล์ฟเป็นจำนวนวันมากขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า โดยในปี 2553 บริษัทรับรู้รายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟเต็มปีและรับรู้รายได้จากธุรกิจสื่อเป็นระยะเวลา 3 เดือน (เนื่องจากบริษัทได้จำหน่ายเงินลงทุนในหุ้นสามัญ มีเดีย สตูดิโอ ไปเมื่อวันที่ 30 มีนาคม 2553) นอกเหนือจากเหตุผลที่ได้กล่าวมา บริษัทยังมีรายการพิเศษในปี 2553 เป็นกำไรจากการขายเงินลงทุนในหุ้น มีเดีย สตูดิโอ เป็นจำนวน 121.47 ล้านบาท ทั้งนี้ สำหรับปี 2551 – 2553 บริษัทยังไม่มีกรรับรู้รายได้จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงการต่างๆ ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาโครงการและยังไม่เข้าหลักเกณฑ์การรับรู้รายได้ทางบัญชี

ค่าใช้จ่ายรวมในปี 2552 ของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 25.45 ล้านบาทในปี 2551 เป็น 74.74 ล้านบาท โดยมีสาเหตุหลักจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายของธุรกิจสื่อและสนามกอล์ฟจำนวน 14 วัน ตามที่ได้กล่าวข้างต้น ซึ่งในปี 2551 บริษัทไม่มีค่าใช้จ่ายดังกล่าว นอกจากนี้ ในปี 2552 บริษัทยังมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมที่เกิดจากค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาต่างๆ ในการควบรวมธุรกิจ ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทในปี 2553 เพิ่มขึ้นเป็น 479.53 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 541.60 เนื่องจากบริษัทรับรู้ค่าใช้จ่ายจากธุรกิจสนามกอล์ฟเต็มปีและรับรู้รายได้จากธุรกิจสื่อเป็นระยะเวลา 3 เดือน ตามที่ได้กล่าวข้างต้น นอกจากนี้ ในปี 2553 บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายพนักงานและค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์โครงการอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น อีกทั้ง ในไตรมาส 1 ปี 2553 บริษัทได้จำหน่ายเงินลงทุนในหุ้น มีเดีย สตูดิโอ ซึ่งดำเนินธุรกิจสื่อออกไป บริษัทจึงมีรายการพิเศษจากการตัดจำหน่ายค่าความนิยมที่เกิดจากการรวมธุรกิจทั้งจำนวน (103.34 ล้านบาท)

กำไรสุทธิของส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ในปี 2551 เป็นจำนวนเท่ากับ 451.96 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลมาจากกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ของ เบ็ด เป็นหลัก ในขณะที่ปี 2552 – 2553 บริษัทมีขาดทุนสุทธิซึ่งเป็นส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่เท่ากับ (17.28) ล้านบาท และ (73.92) ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัทยังอยู่ในช่วงเริ่มโครงการและยังไม่มีกรรับรู้รายได้ ในขณะที่บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเกิดขึ้น

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ปี 2551 - 2553

สินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปี 2551 – 2553 เท่ากับ 3,212.95 ล้านบาท 7,416.61 ล้านบาท และ 7,764.40 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินค้างเหลือ – สุทธิ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 79.70 ร้อยละ 49.57 และร้อยละ 62.47 ตามลำดับ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ – สุทธิ ถือเป็นสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่เป็นลำดับสองรองจากสินค้างเหลือ – สุทธิ โดยคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 0.17 ร้อยละ 23.24 และร้อยละ 20.28 ตามลำดับ สำหรับการเพิ่มขึ้นของ

สินทรัพย์รวมในปี 2552 ร้อยละ 130.83 เป็นผลมาจากการรวมธุรกิจเป็นหลัก โดยบริษัทได้เปลี่ยนทิศทางการดำเนินธุรกิจหันมา มุ่งเน้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แทน สินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปี 2553 ปรับเพิ่มขึ้น 347.79 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการ เพิ่มขึ้นร้อยละ 4.69 โดยมีสาเหตุหลักจากการเพิ่มขึ้นของสินค้าคงเหลือ – สุทธิ 1,174.28 ล้านบาท จากความคืบหน้าของงาน ระหว่างก่อสร้างของอาคารชุดและอาคารพลาซ่า ในขณะที่บริษัทมีเงินลงทุนชั่วคราวลดลง 480.33 ล้านบาท ที่ดิน อาคารและ อุปกรณ์ – สุทธิ ลดลง 149.17 ล้านบาท (จากการจำหน่ายธุรกิจสื่อออกไป) และลูกหนี้การค้า – สุทธิ ลดลง 102.40 ล้านบาท

ณ สิ้นปี 2551 – 2553 บริษัทมีหนี้สินรวม 337.67 ล้านบาท 2,088.61 ล้านบาท และ 2,647.02 ล้านบาท ตามลำดับ โดย คิดเป็นสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 10.51 ร้อยละ 28.16 และร้อยละ 34.09 ตามลำดับ การเพิ่มขึ้นของหนี้สิน รวม ณ สิ้นปี 2552 จำนวน 1,750.94 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 518.54 เกิดจาก 1. เงินมัดจำรับตามสัญญาจะ ซื้อจะขายอาคารที่เพิ่มขึ้นจำนวน 538.85 ล้านบาท จากโครงการอาคารชุดที่เริ่มเปิดจอง และ 2. เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันทาง การเงินและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากกิจการที่เกี่ยวข้องซึ่งเพิ่มขึ้นรวม 1,004.61 ล้านบาท เพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ของบริษัท หนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2553 เพิ่มขึ้นจำนวน 558.40 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 26.74 โดยมีสาเหตุหลัก จากการกู้ยืมเงินระยะยาวจากสถาบันการเงินเพิ่ม 436.46 ล้านบาท การรับเงินมัดจำรับตามสัญญาจะซื้อจะขายอาคารที่เพิ่มขึ้น จำนวน 433.30 ล้านบาท ตามความคืบหน้าของการขายโครงการอาคารชุด และการเพิ่มขึ้นของค่ามัดจำที่ยังไม่รับรู้เป็นรายได้จำนวน 221.25 ล้านบาท ในขณะที่บริษัทได้ชำระเงินกู้ให้แก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันในช่วงปีทั้งจำนวน 540.90 ล้านบาท

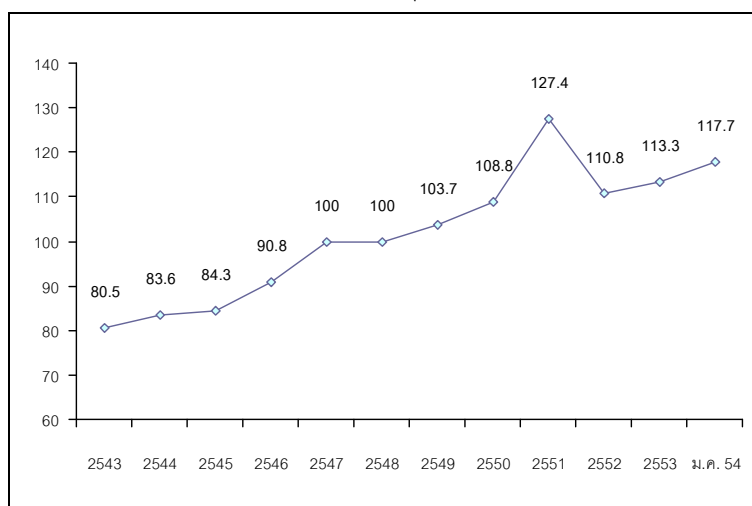
ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมมีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 2,875.28 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 เป็น 5,328.00 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2552 โดยมีสาเหตุหลักจากการซื้อธุรกิจสื่อและสนามกอล์ฟโดยการบันทึกบัญชีตามการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ณ สิ้นปี 2553 ลดลงร้อยละ 3.95 จากปีก่อนหน้าเหลือเท่ากับ 5,117.38 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีผลประกอบการขาดทุนสุทธิและต้นทุน การรวมธุรกิจลดลงจากการจ่ายเงินปันผลจากการกำไรสะสมก่อนการรวมธุรกิจ

2.6 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง

สำหรับภาวะเศรษฐกิจปี 2553 แม้ประเทศไทยต้องเผชิญปัจจัยลบหลายด้านตลอดทั้งปี ไม่ว่าจะเป็นปัญหาความไม่สงบ ทางการเมืองภายในประเทศ เศรษฐกิจโลกที่ถดถอย ความผันผวนของค่าเงินบาท รวมถึงภัยธรรมชาติ แต่เศรษฐกิจยังสามารถ ขยายตัวได้ประมาณร้อยละ 8 จากภาคการส่งออกสินค้าและบริการ รวมถึงอุปสงค์ภายในประเทศที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ซึ่งเป็นปัจจัย บวกต่ออุปสงค์ในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างในปี 2553 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 113.3 เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.26 จากปีก่อน ขณะที่ตั้งแต่เดือนมิถุนายนปี 2553 ทิศทางของดัชนีราคาวัสดุก่อสร้างมีการปรับเพิ่มขึ้นมาโดยตลอด การเพิ่มขึ้นของราคาวัสดุก่อสร้างจะกระทบต่อต้นทุน ก่อสร้างของโครงการอสังหาริมทรัพย์โดยตรง และคาดการณ์ว่าราคาวัสดุก่อสร้างยังคงปรับตัวสูงขึ้นต่อไปในช่วงครึ่งแรกของปี 2554

ดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง



ที่มา : สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เห็นได้จากการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ที่เริ่มสูงขึ้นตั้งแต่ปี 2553 ตามการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อชะลออัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่ออุปสงค์ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้ต้องรับภาระค่าใช้จ่ายในการซื้อที่อยู่อาศัยสูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาประกอบกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็ง โดยมีปัจจัยสนับสนุนด้านการจ้างงาน การลงทุนในภาคการผลิตและการส่งออกที่ยังคงเติบโตในระดับสูง ปัจจัยเหล่านี้จะเป็นแรงผลักดันให้เศรษฐกิจไทยยังคงเติบโตต่อเนื่อง ในปี 2554 ผู้ประกอบการที่มีความเป็นมืออาชีพ มีมุมมองการตลาดที่ถูกต้อง สามารถบริหารจัดการต้นทุนที่ดี และสามารถปรับตัวให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงความต้องการของผู้บริโภคได้ จะมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ด้วยภาวะการแข่งขันในปัจจุบัน

2.6.1 ภาวะอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ส่วนที่อยู่อาศัย (Residential)

ภาพรวมของที่อยู่อาศัยในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑลในปี 2553 มีแนวโน้มที่ดีขึ้น โดยมีจำนวนโครงการที่เปิดตัทั้งหมด 444 โครงการ มีจำนวนหน่วยขายรวม 116,791 หน่วย เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่มีจำนวนหน่วยขาย 57,604 หน่วย หรือเติบโตขึ้นร้อยละ 102.75 ขณะที่ยอดขายตลอดทั้งปี 2553 มีจำนวนทั้งสิ้น 95,840 หน่วย เพิ่มขึ้นอัตราร้อยละ 60.25 เมื่อเทียบกับปี 2552 ซึ่งมียอดขายรวม 59,805 หน่วย อัตราการเติบโตที่สูงขึ้นนี้ส่วนใหญ่เป็นการซื้อขายที่อยู่อาศัยประเภทอาคารชุดซึ่งคิดเป็นร้อยละ 52 ของจำนวนหน่วยขายทั้งหมด

อีกด้านหนึ่งราคาขายเฉลี่ยต่อหน่วยของตลาดที่อยู่อาศัยในปี 2553 มีค่าเฉลี่ย 2.59 ล้านบาทต่อหน่วย ปรับตัวลดลงจาก 3.18 ล้านบาทต่อหน่วยในปีก่อน หรือมูลค่าลดลงร้อยละ 18.57 เนื่องจากการแข่งขันสูงในกลุ่มที่อยู่อาศัยระดับล่างและระดับกลาง อย่างไรก็ตาม อุปทานคงเหลือสะสมมีจำนวนเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยในปี 2553 มีจำนวนอุปทานคงเหลือสะสมรวม 130,282 หน่วย เทียบกับปีก่อนที่มียอดสะสม 109,331 หน่วยหรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 19.16

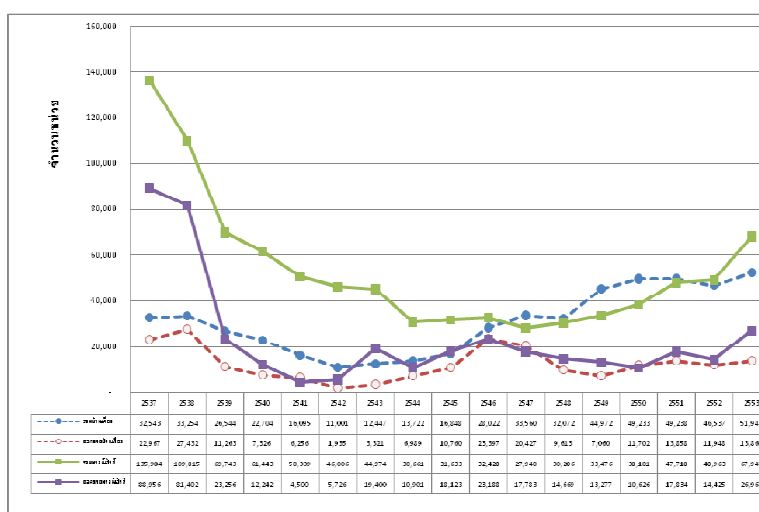
การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยสามารถแบ่งได้เป็น 2 รูปแบบ คือ โครงการแนบราบ (บ้านเดี่ยว บ้านแฝด และทาวน์เฮ้าส์) และโครงการแนวสูง (อาคารชุด)

โครงการแนวราบ (บ้านเดี่ยว และทาวน์เฮ้าส์)

การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โครงการบ้านเดี่ยวในปี 2553 มีอัตราการเติบโตร้อยละ 11.61 จากจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวม 46,537 หน่วยในปี 2552 เพิ่มขึ้นเป็น 51,942 หน่วยในปี 2553 โดยบ้านเดี่ยวมียอดขาย 13,869 หน่วย หรือคิดเป็นร้อยละ 26.70 ของจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวม และมีอุปทานสะสมคงเหลือในปี 2553 เท่ากับ 38,073 หน่วย เมื่อเทียบกับปีก่อนที่ 34,589 หน่วย หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 10.07

ในขณะที่โครงการที่อยู่อาศัยประเภททาวน์เฮ้าส์มีการพัฒนาโครงการกันมากขึ้น ดังจะเห็นได้จากการเติบโตของจำนวนหน่วยที่เปิดขายจาก 48,963 หน่วยในปี 2552 เป็น 67,945 หน่วยในปี 2553 หรือสูงขึ้นถึงร้อยละ 38.77 โดยทาวน์เฮ้าส์มียอดขาย 26,962 หน่วย หรือคิดเป็นร้อยละ 39.68 ของจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวม และมีอุปทานสะสมคงเหลือของทาวน์เฮ้าส์ในปี 2553 เท่ากับ 40,983 หน่วย เมื่อเทียบกับปีก่อนที่ 34,538 หน่วย หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 18.66

จำนวนหน่วยที่เปิดขายของโครงการบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์



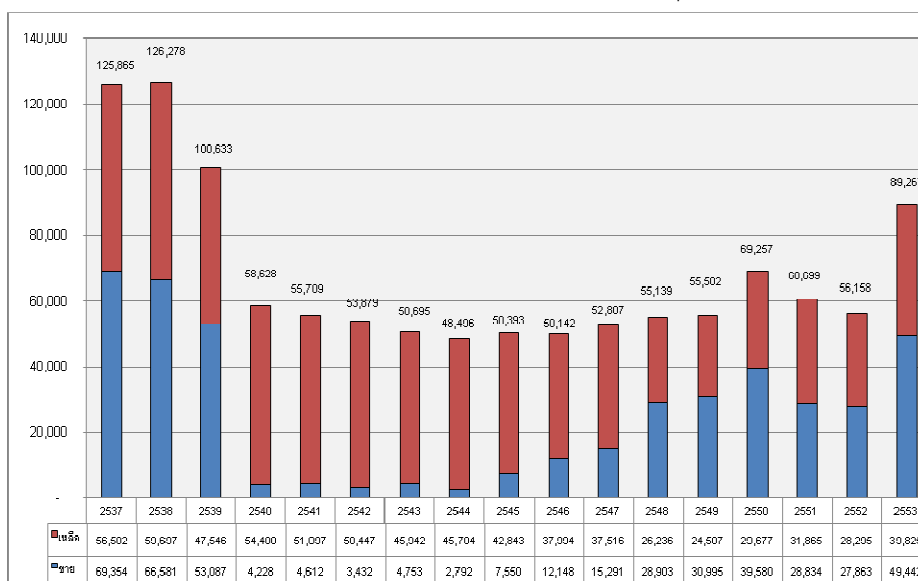
ที่มา : บริษัท เอเจนซี ฟอรั่เรียลเอสเตท แอฟแฟร์ส จำกัด

จากพฤติกรรมของผู้บริโภคซึ่งมีการตัดสินใจที่ซับซ้อนมากขึ้น ประกอบกับการหาข้อมูลและพิจารณารายละเอียดก่อนการตัดสินใจมากขึ้น ดังนั้น โครงการที่มีทำเลที่ตั้ง รายการส่งเสริมการขาย คุณภาพผลิตภัณฑ์ และการบริการหลังการขายที่ดี จะเป็นโครงการที่ได้เปรียบทางการแข่งขัน

โครงการแนวสูง (อาคารชุด)

อสังหาริมทรัพย์โครงการแนวสูงประเภทอาคารชุดหรือคอนโดมิเนียมในปี 2553 เป็นอสังหาริมทรัพย์ที่มีความต้องการสูง ดังจะเห็นได้จากยอดขายอาคารชุดในปี 2553 ที่ 49,442 หน่วย ซึ่งเป็นจำนวนสูงที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 โดยยอดขายดังกล่าวคิดเป็นอัตราการร้อยละ 55.39 ของจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวม ซึ่งจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวมในปี 2553 เท่ากับ 89,267 หน่วย เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าร้อยละ 58.96 ทั้งนี้ ในปี 2553 อาคารชุดมีอุปทานสะสมคงเหลือเท่ากับ 39,825 หน่วย เมื่อเทียบกับปีก่อนที่ 28,295 หน่วย หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 40.75

จำนวนหน่วยที่เปิดขายของโครงการอาคารชุด



ที่มา : บริษัท เอเจนซี ฟอร์ เรียลเอสเตท แอฟแฟร์ส จำกัด

การออกมาตรการกำหนดอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to Value) ไม่เกินร้อยละ 90 ของราคาซื้อขาย ของคณะกรรมการนโยบายสถาบันการเงิน (กนส.) ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2554 ที่ผ่านมา ได้ส่งผลให้จำนวนหน่วยที่เปิดขายใหม่โครงการอาคารชุดชะลอตัวอย่างไรก็ตาม การพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารชุดยังคงเป็นอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับการตอบรับที่ดี เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคที่มีความต้องการที่อยู่อาศัยใกล้ที่ทำงาน เดินทางสะดวก ใกล้ย่านธุรกิจและใจกลางเมือง หากรัฐบาลส่งเสริมการก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้า 3 สาย ได้แก่ สายสีแดง (บางซื่อ-ตลิ่งชัน และ บางซื่อ-รังสิต) สายสีม่วง (บางซื่อ-บางใหญ่) และสายสีเขียว (หมอชิต-สะพานใหม่) เร่งดำเนินการให้แล้วเสร็จโดยเร็วแล้ว คาดว่าจะส่งผลดีให้ผู้บริโภคสนใจซื้อที่อยู่อาศัยตามแนวบริเวณเส้นทางรถไฟฟ้าสายใหม่กันมากขึ้นและผู้ประกอบการมาพัฒนาโครงการกันมากขึ้น

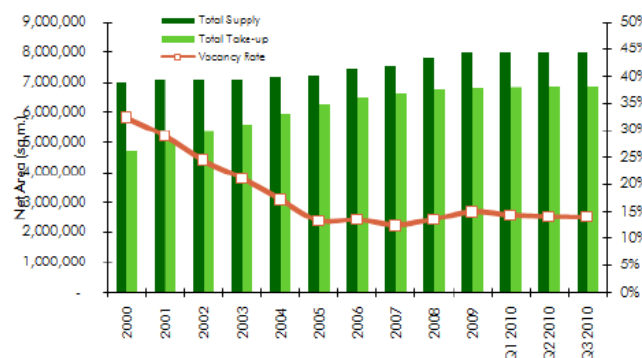
2.6.2 ภาวะอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ส่วนพาณิชย์กรรม (Commercial)

อสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์กรรมสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ อาคารสำนักงานและพื้นที่ค้าปลีก

อาคารสำนักงาน

ภาพรวมการเช่าอาคารสำนักงานในปี 2553 อยู่ในภาวะทรงตัว กล่าวคือ อุปทานของอาคารสำนักงานในกรุงเทพฯ ณ ไตรมาส 3 ปี 2553 มีพื้นที่ 7,978,543 ตร.ม. คิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.5 จากปีก่อน ในขณะที่มีพื้นที่เช่ารวม 6,866,172 ตร.ม. หรือคิดเป็นร้อยละ 86.06 ของพื้นที่ให้เช่ารวม สำหรับพื้นที่อาคารสำนักงานใหม่ที่อยู่ในระหว่างการก่อสร้างมีจำนวน 158,370 ตร.ม. ณ ไตรมาส 3 ปี 2553 โดยอาคารที่คาดว่าจะเปิดให้บริการในช่วงปี 2554 นี้ ได้แก่ อาคารสาทร สแควร์ (พื้นที่ 73,584 ตร.ม.) อาคารปาร์ค เวเนเซอร์ (พื้นที่ 27,000 ตร.ม.) อาคารรุ่งโรจน์ธนกุล (พื้นที่ 13,896 ตร.ม.) เป็นต้น โดยคาดการณ์ว่าสิ้นปี 2554 จะมีจำนวนอุปทานเพิ่มขึ้นเป็น 8,136,913 ตร.ม.

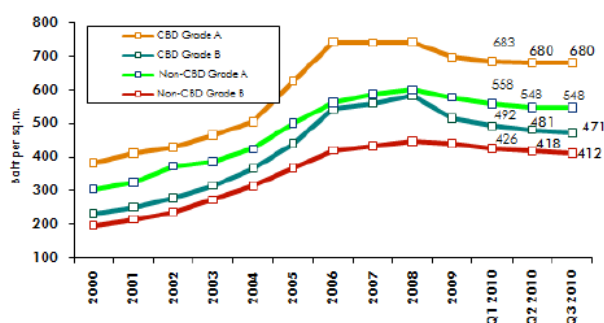
อุปทาน อุปสงค์และอัตราว่างของพื้นที่เช่าสำนักงานในเขตกรุงเทพฯ



ที่มา : บริษัท ซีบี ธีรารัตน์ เอลลิส (ประเทศไทย) จำกัด

อัตราค่าเช่าพื้นที่อาคารสำนักงานในสามไตรมาสที่ผ่านมาของปี 2553 ได้ปรับตัวลดลงเล็กน้อยจากปีก่อน โดยอัตราค่าเช่าพื้นที่อาคารสำนักงานเฉลี่ยในโซน CBD เกรด A และเกรด B ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 680 บาทต่อตร.ม. และ 548 บาทต่อตร.ม. ตามลำดับ ขณะที่อัตราค่าเช่าพื้นที่อาคารสำนักงานเฉลี่ยในโซน Non-CBD เกรด A และเกรด B ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 471 บาทต่อตร.ม. และ 412 บาทต่อตร.ม. โดยปัจจัยที่สำคัญซึ่งส่งผลต่ออัตราค่าเช่า คือ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ หากสามารถเรียกความเชื่อมั่นจากต่างชาติให้กลับมาลงทุนในประเทศได้ จะส่งผลให้อัตราการเช่าและค่าเช่าปรับตัวสูงขึ้น

อัตราค่าเช่าพื้นที่สำนักงานในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล

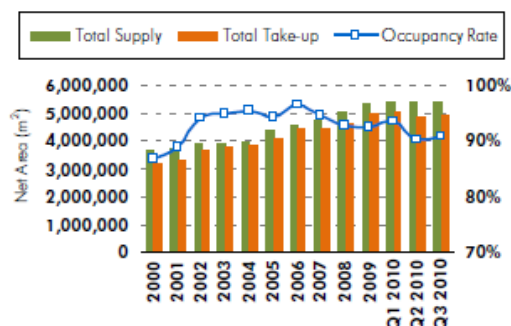


ที่มา : บริษัท เอเจนซี ฟอร์ เรียลเอสเตท แอฟแฟร์ส จำกัด

พื้นที่ค้าปลีก (Retail)

ณ ไตรมาส 3 ปี 2553 ปริมาณพื้นที่ค้าปลีกให้เช่าทั้งหมดในเขตกรุงเทพฯ เท่ากับ 5.42 ล้านตารางเมตร หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.04 Y-o-Y ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการขยายตัวของพื้นที่ค้าปลีกในบริเวณชานเมืองของกรุงเทพฯ

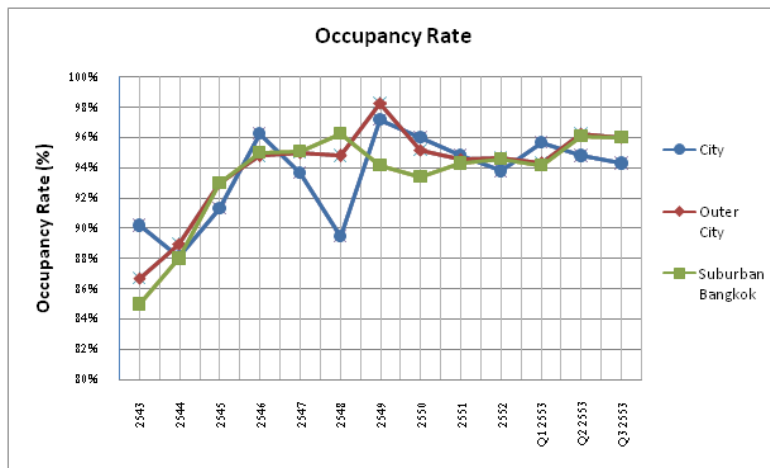
พื้นที่ค้าปลีกให้เช่าในเขตกรุงเทพฯ



ที่มา : บริษัท ซีบี ธีรารัตน์ เอลลิส (ประเทศไทย) จำกัด

ทั้งนี้ อัตราการใช้พื้นที่ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาค่อนข้างคงที่ โดยอัตราการใช้พื้นที่อยู่ระหว่างร้อยละ 93 – 97 อย่างไรก็ตามในไตรมาส 1 – 3 ปี 2553 อัตราการใช้พื้นที่ในบริเวณใจกลางเมืองปรับตัวลดลงเล็กน้อย สวนทางกับพื้นที่ในชานเมืองและพื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ ซึ่งอัตราการใช้พื้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 2

อัตราการใช้พื้นที่ของพื้นที่ค้าปลีกในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล



ที่มา: ฝ่ายวิจัยข้อมูลของ Colliers International Thailand

2.7 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ย

ตั้งแต่ปี 2553 – เดือนมีนาคม 2554 ที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย (“กนง.”) ได้ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1 วัน) ทั้งสิ้น 5 ครั้งจากร้อยละ 1.25 เมื่อต้นปี 2553 เป็นร้อยละ 2.50 ณ เดือนมีนาคม 2554 จึงส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นกัน ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์รวมถึงบริษัทจึงได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้จากต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น อีกทั้ง ลูกค้าของบริษัทซึ่งบางส่วนขอสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจากสถาบันการเงินก็จะมีภาระทางการเงินเพิ่มขึ้น รวมทั้ง ลูกค้าใหม่อาจไม่สามารถหาแหล่งเงินกู้ที่เหมาะสมได้ ซึ่งจะเป็นการจำกัดอำนาจซื้อของลูกค้าและส่งผลกระทบต่อรายได้ของบริษัทในท้ายที่สุด

อย่างไรก็ดี เนื่องจากโครงการของบริษัทเป็นโครงการที่มีศักยภาพ ผลงานในอดีตเป็นที่ยอมรับ และทีมผู้บริหารมีประสบการณ์เป็นอย่างดี อัตราดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินเสนอให้กับบริษัทจึงอยู่ในอัตราและเงื่อนไขที่ดี นอกจากนี้ ลูกค้าของบริษัทน่าจะได้รับผลกระทบบ้างและไม่มากนักจนกระทั่งเป็นสาเหตุให้กำลังซื้อลดลงมากนัก เนื่องจากกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของบริษัทจัดอยู่ในระดับกลางถึงบน

ความเสี่ยงด้านความเพียงพอของแหล่งเงินทุนเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการ

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีความจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะในการซื้อที่ดินเพื่อพัฒนาและก่อสร้างโครงการ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินเป็นแหล่งเงินทุนหลักในการดำเนินธุรกิจ หากบริษัทไม่สามารถจัดหาแหล่งเงินทุนที่เพียงพอตามแผนพัฒนาโครงการที่กำหนดไว้ ก็อาจส่งผลกระทบต่อแผนการดำเนินงานและผลประกอบการของบริษัทได้ อย่างไรก็ดี ในการดำเนินโครงการที่ผ่านมา บริษัทมีนโยบายจัดหาสินเชื่อจากสถาบันการเงินให้พอเพียงก่อนเริ่มขึ้นโครงการ นอกจากนี้ บริษัทได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินหลายแห่งในการปล่อยสินเชื่อให้แก่แต่ละโครงการ

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนผู้รับเหมาและแรงงานที่มีคุณภาพ

บริษัทจำเป็นต้องว่าจ้างผู้รับเหมาภายนอกให้ดำเนินการก่อสร้างโครงการให้มีคุณภาพที่ดี เสร็จภายในเวลาที่กำหนด และในราคาที่แข่งขันได้ บริษัทจึงอาจมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถสรรหาผู้รับเหมาดังกล่าวได้ในบางช่วงเวลาหรือผู้รับเหมาที่จัดหาได้ อาจไม่มีคุณภาพเพียงพอจนส่งผลให้งานก่อสร้างของบริษัทเกิดความล่าช้าหรือไม่เป็นไปตามคุณภาพ ระยะเวลาและต้นทุนที่กำหนดไว้ บริษัทมีแนวทางในการบริหารจัดการความเสี่ยงดังกล่าวโดยสร้างความสัมพันธ์อันดีกับผู้รับเหมาของบริษัทที่มีคุณภาพ และมีประสบการณ์ทำงานร่วมกันมาอย่างยาวนาน นอกจากนี้ บริษัทยังมีผู้จัดการโครงการ วิศวกรโครงการ และหัวหน้าผู้ควบคุมงานก่อสร้างซึ่งเป็นทีมงานของบริษัททำหน้าที่ควบคุมดูแลงานก่อสร้าง เพื่อให้แน่ใจถึงคุณภาพงานของผู้รับเหมาแต่ละรายอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้าง

ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างถือเป็นปัจจัยความเสี่ยงที่ผู้ประกอบการทุกรายในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์รวมถึงบริษัทอาจได้รับผลกระทบ ในกรณีที่ราคาวัสดุก่อสร้างเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ปรับตัวสูงขึ้น อาจส่งผลให้ต้นทุนค่าก่อสร้างของบริษัทเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ดังนั้น บริษัทจึงได้กระจายความเสี่ยงดังกล่าวบางส่วนไปยังผู้รับเหมาโดยการกำหนดราคาวัสดุก่อสร้างรวมไว้ในสัญญาว่าจ้าง สำหรับวัสดุก่อสร้างที่บริษัทเป็นผู้จัดหาเอง บริษัทมีนโยบายการสั่งซื้อให้ได้ปริมาณเพื่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาดของต้นทุน ตลอดจนเพิ่มอำนาจในการต่อรองกับผู้ค้าวัสดุก่อสร้าง

ความเสี่ยงจากผลประกอบการที่ต่ำในช่วงเริ่มโครงการ

โครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทส่วนใหญ่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาโครงการ อีกทั้งเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่จำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการก่อสร้าง ด้วยเหตุนี้ จึงอาจส่งผลกระทบต่อการรับรู้รายได้และอาจทำให้ผลกำไรค่อนข้างต่ำในช่วงระหว่างการพัฒนาโครงการใน 1 - 3 ปีข้างหน้า เพื่อลดความผันผวนของผลประกอบการดังกล่าวในอนาคต บริษัทจึงมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในรูปแบบที่หลากหลาย อาทิเช่น โครงการบ้านเดี่ยวซึ่งบริษัทรับจ้างเป็นผู้บริหารโครงการ และโครงการเชิงพาณิชย์ในรูปแบบอาคารสำนักงานและพื้นที่ค้าปลีกให้เช่า

ความเสี่ยงด้านสิทธิการเช่า

ที่ดินสำหรับพัฒนาโครงการอาคารสำนักงานจี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 ซึ่งดำเนินการโดย พระราม 9 เป็นที่ดินเช่าระยะยาว 30 ปี พร้อมสิทธิในการต่อสัญญาต่อไปอีก 10 ปี บริษัทมีแผนที่จะพัฒนาที่ดินดังกล่าวเป็นอาคารสำนักงานเกรดเอ บวก โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็นผู้เช่าพื้นที่สำนักงานระดับพรีเมียมและคาดว่าจะเริ่มให้บริการประมาณปี 2556 แม้สัญญาเช่าดังกล่าวจะเป็นสัญญาระยะยาว แต่มีข้อกำหนดในการบอกเลิกสัญญาเช่าก่อนครบกำหนดระยะเวลาเช่าได้หากบริษัทปฏิบัติผิดสัญญาเช่า หรือหาก พระราม 9 ไม่สามารถต่ออายุสัญญาเช่าที่ดินออกไปได้ บริษัทอาจสูญเสียรายได้หรือผลประโยชน์อื่นๆ ที่อาจจะได้รับจากโครงการดังกล่าวในอนาคต ดังนั้น บริษัทจึงมีความระมัดระวังที่จะไม่ปฏิบัติผิดสัญญาเช่าจนอาจเป็นเหตุบอกเลิกสัญญาหรือถูกเรียกเบี้ยปรับได้

ความเสี่ยงจากนโยบายการจัดซื้อที่ดินมาพัฒนาโครงการในอนาคต

เพื่อให้มีความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจ บริษัทจึงมีนโยบายที่จะไม่ถือครองทรัพย์สินหรือที่ดินเปล่าซึ่งยังไม่พร้อมจะพัฒนา ในอนาคตหากบริษัทต้องการพัฒนาโครงการใหม่ บริษัทอาจต้องซื้อที่ดินในราคาที่สูงหรืออาจไม่สามารถซื้อที่ดินได้ครบตามจำนวนที่ต้องการ หรืออาจไม่สามารถซื้อที่ดินได้เลย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทได้ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้รับ

สิทธิในการซื้อ (Call option) และสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) ในการซื้อที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการในอนาคตจากบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์และกลุ่มรัตนรักษ์⁸ ซึ่งที่ดินดังกล่าวตั้งอยู่ในทำเลที่มีศักยภาพ

ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกฎหมาย ระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสังหาริมทรัพย์

กฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสังหาริมทรัพย์ได้มีการปรับปรุงแก้ไขและเพิ่มเติมอยู่ตลอดเวลา เช่น การวางผังเมือง การจัดสรรที่ดิน การเวนคืนที่ดิน การประเมินและจัดทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม เป็นต้น การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อเนื้อหาขาย รายได้ และค่าใช้จ่ายของโครงการบริษัท ด้วยเหตุนี้ บริษัทจึงทำการศึกษาและติดตามการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่างๆ อย่างต่อเนื่อง เพื่อให้มีความพร้อมสำหรับการปรับเปลี่ยนการดำเนินการพัฒนาโครงการของบริษัทให้สอดคล้องกับนโยบายภาครัฐที่เปลี่ยนแปลงไปอยู่เสมอ

⁸ บริษัทได้รับสิทธิในการซื้อ (Call option) ภายในระยะเวลา 3 ปีนับแต่วันที่ 18 ธ.ค. 52 และภายหลังจากระยะเวลา 3 ปีดังกล่าว บริษัทได้รับสิทธิในการปฏิเสธก่อน (Right of first refusal) ในการซื้อทรัพย์สินจากบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์และกลุ่มรัตนรักษ์ ซึ่งประกอบด้วยที่ดินเปล่าเพื่อพัฒนาโครงการพระราม 9 สแควร์ ส่วน 2 และ 3 ที่ดินเปล่าเพื่อพัฒนาโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง โครงการ 3 - 10 รวมทั้งพื้นที่ส่วนกลางของโครงการแกรนด์ คาแนลทั้งหมด และที่ดินเปล่าภายในโครงการเบิ้ล พาร์ค ในราคาไม่เกินราคายุติธรรมตามที่ผู้ประเมินราคาอิสระที่บริษัทและผู้ให้สิทธิ จะร่วมกันแต่งตั้งจากบัญชีรายชื่อของผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย

ส่วนที่ 3 ความสมเหตุสมผลของรายการ

3.1 รายการจำหน่ายได้มาซึ่งสินทรัพย์ - ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

3.1.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ

การเข้าทำรายการได้มาซึ่งที่ดิน 2 โครงการในครั้งนี้ สืบเนื่องมาจากบริษัทเล็งเห็นถึงความสำคัญของการกระจายรายได้ เพื่อลดการพึ่งพิงรายได้การขายอสังหาริมทรัพย์เพียงอย่างเดียวและลดความผันผวนของผลประกอบการของบริษัทในอนาคต นอกจากนี้ การซื้อที่ดิน 2 โครงการ ยังมีความจำเป็นในเชิงกลยุทธ์ต่อบริษัท เนื่องจากที่ดินดังกล่าวตั้งอยู่ในบริเวณเดียวกันกับโครงการปัจจุบันของบริษัทซึ่งอยู่ระหว่างการพัฒนาภายในโครงการแกรนด์ พระราม 9 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง

3.1.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับการไม่ทำรายการ

1. ข้อดีของการทำรายการ

โอกาสเพิ่มรายได้ และผลตอบแทนที่ต่อเนื่องในระยะยาว

การทำรายการในครั้งนี้ เพิ่มโอกาสในการเพิ่มสัดส่วนรายได้ค่าเช่าและบริการให้กับบริษัทมากขึ้นจากปัจจุบัน โดยในงบการเงินรวมของบริษัทประจำปี 2553 บริษัทมีรายได้ค่าเช่าและบริการเท่ากับ 70.21 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม นอกจากบริษัทจะเริ่มดำเนินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 บริษัทยังมีโครงการที่จะสามารถสร้างรายได้ค่าเช่าและบริการอีกหลายโครงการ อาทิเช่น ซอปปิ้งมอลล์ภายใต้โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 คาดว่าจะแล้วเสร็จประมาณต้นปี 2555 โครงการเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 เป็นอาคารสำนักงานให้เช่า โดยคาดว่าจะเริ่มก่อสร้างภายในปีนี้ และแล้วเสร็จช่วงปลายปี 2556 และโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) เป็นอาคารสำนักงานให้เช่าเกรดเอ ซึ่งจะสร้างแล้วเสร็จประมาณปลายปี 2557 การเพิ่มรายได้ค่าเช่าจะเป็นการกระจายฐานรายได้ เพื่อมิให้พึ่งพิงแต่รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ และค่าเช่าดังกล่าวจัดว่าเป็นรายได้ประเภทคงที่และแน่นอน (Recurring Income)

เพิ่มขนาดธุรกิจของบริษัท

การทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีขนาดของธุรกิจที่ใหญ่ขึ้น โดยจะทำให้บริษัทมีสินทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้นจากปัจจุบัน ณ สิ้นปี 2553 บริษัทมีสินทรัพย์รวมเท่ากับ 7,764.40 ล้านบาท หากโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล เฟส 7 ก่อสร้างแล้วเสร็จ คาดว่าบริษัทจะมีสินทรัพย์เพิ่มขึ้นประมาณ 6,550 ล้านบาท ทั้งนี้ยังไม่นับรวมกับโครงการอื่นๆ ที่อยู่ในระหว่างการพัฒนาปัจจุบัน โดยสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น เมื่อมีการก่อสร้างแล้วเสร็จจะทำให้บริษัทมีรายได้จากค่าเช่าอาคารสำนักงาน ค่าเช่าจากร้านอาหาร ร้านค้าเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ สินทรัพย์ที่ได้มาถือเป็นสินทรัพย์ที่มีศักยภาพสูง โดยตั้งอยู่ในทำเลที่ดี เป็นย่านที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง เป็นโครงการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีการผสมผสานระหว่างที่อยู่อาศัย ศูนย์การค้า โรงแรม อาคารสำนักงาน อยู่ในโครงการเดียวกัน นอกจากนี้ การคมนาคมของโครงการมีความสะดวกสบาย โดยมีสถานีรถไฟฟ้าใต้ดินอยู่หน้าโครงการ รถไฟฟ้าสาย Airport Link รถไฟฟ้ารางเดี่ยว (Monorail) ภายในโครงการ และอยู่ใกล้ทางด่วน จึงทำให้โครงการแกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่พื้นที่ประมาณ 1.1 ล้านตารางเมตร บนที่ดิน 70 ไร่ ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้ผลตอบแทนที่น่าพอใจในระยะยาว

ที่ดินโครงการพระราม 9 สเตจ 2 มีสัดส่วนการใช้ประโยชน์ที่ดินที่สูงกว่าคู่แข่ง

โครงการก่อสร้างอาคารสำนักงานให้เช่าของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ได้รับใบอนุญาตก่อสร้างก่อนการออกข้อกำหนดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ผลกระทบสิ่งแวดล้อมด้านโครงการที่อยู่อาศัย บริการชุมชน และที่พักตากอากาศ ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 1 ธันวาคม 2548 ข้อกำหนดดังกล่าวได้กำหนดให้โครงการที่มีจำนวนอาคารตั้งแต่ 2 อาคารขึ้นไปบนพื้นที่เดียวกันและมีพื้นที่รวมกันตั้งแต่ 10,000 ตารางเมตรขึ้นไปจะต้องเว้นระยะถอยร่น โดยรอบอาคาร 6 เมตร ซึ่งทำให้โครงการก่อสร้างของแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 สามารถใช้ประโยชน์จากที่ดินได้มากกว่าโครงการอื่น เมื่อเทียบกับการขออนุญาตก่อสร้างใหม่ที่ต้องเพิ่มระยะถอยร่นเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดดังกล่าวข้างต้น นอกจากนี้โครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 มีสัดส่วนการใช้ประโยชน์ที่ดิน (Floor Area Ratio: FAR) ที่ 10:1 ซึ่งสามารถใช้ประโยชน์ในพื้นที่ได้มากกว่าและทำให้ต้นทุนต่อหน่วยต่ำกว่าพื้นที่บริเวณใกล้เคียงที่เป็นโครงการที่ขออนุญาตสร้างใหม่

โครงการพื้นที่เช่าศูนย์การค้าของแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จะทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางอ้อม คาดว่าจะทำให้บริษัทได้รับค่าจ้างขาย บริหารโครงการ และบริหารงานก่อสร้างของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เพิ่มขึ้น

หากบริษัทเข้าทำรายการซื้อที่ดินของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ซึ่งเป็นที่ดินที่อยู่หน้าโครงการ และดำเนินธุรกิจพื้นที่เช่าศูนย์การค้า โดยกลุ่มลูกค้าหลักจะเป็นลูกบ้านในโครงการ และประชาชนบริเวณใกล้เคียง จะทำให้โครงการมีความคึกคักดูน่าสนใจมากขึ้น ซึ่งจะเป็นการช่วยบริษัททางอ้อมในการขายบ้านได้ง่ายขึ้น และมีรายได้จากค่าบริหารงานก่อสร้างเพิ่มขึ้น เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจจะเกิดขึ้น

กลุ่มรัตนรักษ์ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท ซึ่งถือรวมกันทั้งหมดคิดเป็นร้อยละ 37.56 ณ วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นวันที่ 30 มีนาคม 2554 ได้ตกลงจะใช้ความพยายามอย่างถึงที่สุดในการทยอยลดสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทลงให้เหลือไม่เกินร้อยละ 25 ภายใน 2 ปีนับจากวันที่บริษัททำรายการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing) เพื่อขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจจะเกิดขึ้น เนื่องจากกลุ่มรัตนรักษ์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่และมีอำนาจควบคุมในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อีกแห่งหนึ่ง ซึ่งภายหลังจากบริษัทได้เข้าทำรายการในครั้งนี้โดยการเพิ่มทุนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 547,942,960 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้ 1 บาท) ให้กับเจริญฤกษ์และชำระด้วยเงินสดบางส่วน เพื่อชำระราคาที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 162,066,939 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้ 1 บาท) ให้กับแกรนด์ ฟอจูนเพื่อชำระราคาที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จะทำให้กลุ่มรัตนรักษ์ลดสัดส่วนการถือหุ้นลงเหลือร้อยละ 34.04

2. ข้อดีของการทำรายการ

มีหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น

การเข้าทำรายการในครั้งนี้ บริษัทมีการชำระค่าตอบแทนเป็นเงินสดจำนวน 813,320,002.67 บาท โดยจะเป็นเงินที่มาจากการขายหุ้น KKCC จำนวน 520,000,000 บาท ส่วนที่เหลือมาจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน และหากพิจารณาความต้องการเงินทุนในการพัฒนาโครงการทั้ง 2 โครงการ บริษัทยังต้องการเงินทุนในก่อสร้างรวมทั้งสิ้นประมาณ 4,326 ล้านบาท โดยคาดว่าโครงการต่าง ๆ จะได้รับวงเงินสินเชื่อประมาณร้อยละ 70 ของเงินลงทุนทั้งหมด ซึ่งเท่ากับ 3,028 ล้านบาท ทำให้บริษัทจะมีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้นเท่ากับจำนวนดังกล่าว รวมทั้งมีภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นด้วย

ส่วนแบ่งกำไรและสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง

การเข้าทำรายการในครั้งนี้ บริษัทจะเพิ่มทุนออกหุ้นสามัญใหม่ของบริษัทจำนวน 710,009,899 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาทต่อหุ้น เพื่อชำระราคาที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ทำให้ภายหลังจากการเพิ่มทุนจะทำให้บริษัทมีหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นจาก 4,109,449,080 หุ้นเป็น 4,819,458,979 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้ 1 บาท) ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากส่วนแบ่งกำไรลดลง (EPS Dilution) และสิทธิในการออกเสียงลดลง (Control Dilution) คิดเป็นร้อยละ 14.73 อย่างไรก็ตาม การออกหุ้นสามัญใหม่สำหรับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ไม่ทำให้เกิดผลกระทบในการลดลงต่อราคาหุ้นของบริษัท เนื่องจากราคาเสนอขายหุ้นหุ้นสามัญใหม่ของบริษัทเท่ากับ 1.83 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาตลาดของหุ้นบริษัทย้อนหลังก่อนวันที่ 11 มีนาคม 2554 ซึ่งเป็นวันที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติการเข้าทำรายการ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณโดยวิธีมูลค่าตามราคาตลาด (Market value approach) ได้เท่ากับ 1.71 - 1.83 บาทต่อหุ้น (รายละเอียดการคำนวณอยู่ในส่วนที่ 4 ข้อ 4.1.2)

อาจมีผลขาดทุนในช่วงแรกของการลงทุน

โดยทั่วไปของการทำธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงานให้เช่า หรือสร้างพื้นที่ให้เช่าเพื่อทำการค้า ในช่วงการก่อสร้าง และเปิดขายพื้นที่ให้เช่าในช่วงปีแรกๆ บริษัทอาจจะรับรู้รายได้ค่าเช่าได้ต่ำกว่าที่ควรจะได้ เมื่อเทียบกับช่วงที่อาคารได้เปิดให้บริการมาสักระยะหนึ่งอาจจะใช้เวลา 1 - 2 ปี เมื่อรวมกับระยะเวลาในช่วงการก่อสร้าง จะทำให้บริษัทอาจจะมีผลขาดทุนสุทธิจากการดำเนินโครงการได้ ซึ่งอาจจะทำให้กระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในภาพรวมได้ อย่างไรก็ตาม คาดว่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จะก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2556 และคาดว่าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จะก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2555

ความเสี่ยงจากการดำเนินโครงการ

หลังจากการทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีการลงทุนในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่พร้อมๆ กันหลายรายการ อาทิเช่น โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โครงการเบิ้ล สกาย โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 และโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เป็นต้น และส่วนใหญ่จะมีการเปิดขายหรือให้เช่าในเวลาใกล้เคียงกัน ซึ่งเป็นการเพิ่มอุปทานเข้ามาในตลาดจำนวนมาก อาจทำให้ผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่บริษัทคาดการณ์ไว้ ทั้งนี้ การดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ให้ประสบผลสำเร็จ ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอก อาทิเช่น สภาพเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ การบริโภคอุปโภคของภาคเอกชน ภาวะตลาดของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และปัญหาเงินเฟ้อ เป็นต้น ซึ่งหากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นไม่เอื้ออำนวยต่อธุรกิจ อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินธุรกิจของบริษัท อย่างไรก็ตาม โครงการอาคารสำนักงานให้เช่าของบริษัทในแต่ละอาคารจะมีฐานลูกค้าที่แตกต่างกัน เช่น โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 จะเจาะกลุ่มลูกค้าระดับ B ในขณะที่โครงการอาคารสำนักงานจี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) จะเจาะกลุ่มลูกค้าระดับ A เป็นต้น

3. ข้อดีของการไม่ทำรายการ

- บริษัทจะไม่มีภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น โดยบริษัทไม่ต้องจัดหาแหล่งเงินทุน เพื่อนำมาชำระราคาที่ดิน และเงินทุนเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์
- จะไม่เกิดผลกระทบจากส่วนแบ่งกำไรลดลง (EPS Dilution) และสิทธิในการออกเสียงลดลง (Control Dilution) ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท จากการเพิ่มทุนหุ้นสามัญออกใหม่เพื่อชำระราคาที่ดิน อย่างไรก็ตาม หากที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้บริษัทจ่ายเงินปันผลประจำปี 2553 เป็นเงินสดและหุ้นสามัญ และอนุมัติให้ออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทครั้งที่ 1 ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (ตั้งสมมติฐานว่ามีการใช้สิทธิทั้งจำนวน (Fully Dilute)) ผู้ถือหุ้นของบริษัทจะได้รับผลกระทบจากส่วนแบ่งกำไรลดลง (EPS Dilution) ในอัตราร้อยละ 19.34 แต่สิทธิในการออกเสียงไม่เปลี่ยนแปลง (Control Dilution)
- บริษัทจะลดความเสี่ยงจากการลงทุนในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่พร้อมๆ กันหลายโครงการ ซึ่งจะทำให้อัตราความเสี่ยงจากการดำเนินงานอาจจะมีผลขาดทุนในช่วงก่อสร้าง และการเปิดดำเนินการในช่วงแรกๆ

4. ข้อด้อยของการไม่ทำรายการ

- บริษัทจะเสียโอกาสในการเพิ่มสัดส่วนรายได้ค่าเช่า และไม่ได้รับผลตอบแทนที่ต่อเนื่องในระยะยาว เสียโอกาสในการเพิ่มขนาดของธุรกิจ เนื่องจากการเข้าทำรายการของทั้ง 2 โครงการ จะเป็นโครงการที่จะทำให้บริษัทมีรายได้จากค่าเช่าที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นรายได้ที่สม่ำเสมอ และสามารถสร้างผลกำไรได้ในระยะยาว
- เสียโอกาสที่จะได้รับทรัพย์สินที่มีศักยภาพในการพัฒนา เนื่องจากการเข้าทำรายการโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เป็นโครงการต่อเนื่องต่อจากโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) และโครงการเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 ทั้งนี้ หากโครงการแกรนด์ พระราม 9 เสร็จสมบูรณ์จะเป็นคอมเพล็กซ์ขนาดใหญ่แห่งหนึ่งในกรุงเทพมหานคร ที่มีการบริการที่ครบวงจร มีความหลากหลายของประเภทโครงการ อาทิเช่น คอนโดมิเนียม ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน โรงแรม เป็นต้น
- เสียโอกาสที่จะได้รับทรัพย์สินที่มีศักยภาพในการพัฒนา เนื่องจากเป็นที่ดินที่อยู่หน้าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง ซึ่งเป็นโครงการที่จะเอื้อประโยชน์ทางอ้อมให้บริษัท

3.1.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำรายการกับบุคคลภายนอก

ทรัพย์สินประเภทที่ดินที่จะได้มาดังกล่าวข้างต้น 2 รายการ เป็นทำเลที่มีศักยภาพ และเป็นโครงการต่อเนื่องกับโครงการอื่นๆ ของบริษัทซึ่งอยู่ระหว่างการพัฒนาอยู่แล้ว หากเปรียบเทียบกับในการทำรายการกับบุคคลภายนอกแล้วเป็นไปได้ยาก หรืออีกนัยหนึ่งก็คือเป็นไปได้ยาก เนื่องจากสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจในครั้งนี้มีศักยภาพ และมีความได้เปรียบในหลายๆ ด้าน เช่น ประโยชน์จากการใช้พื้นที่ ที่จะทำให้บริษัทเกิดประโยชน์สูงสุดจากการรวมกัน (Synergy) มากที่สุด ด้านทำเลที่ตั้ง โดยบริษัทจะเพิ่มโอกาสในการสร้างรายได้เพิ่ม ได้รับประโยชน์ในการขยายธุรกิจและการเพิ่มขนาดของทรัพย์สิน และอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมอย่างต่อเนื่องในอนาคต

3.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (หุ้นสามัญ KKCC)

3.2.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ

จากการเปลี่ยนแปลงการดำเนินธุรกิจครั้งสำคัญในช่วงปลายปี 2552 ด้วยกระบวนการโอนกิจการทั้งหมด (Entire Business Transfer: EBT) จากบริษัทในกลุ่มเจริญฤกษ์และการเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์จากบริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์ บริษัทได้เปลี่ยนแปลงนโยบายและทิศทางการดำเนินธุรกิจโดยหันมามุ่งเน้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลักซึ่งมีความสอดคล้องกับประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารชุดใหม่ ทั้งนี้ ตามคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) ของบริษัท มีเดีย ออฟ มีเดียส์ จำกัด (มหาชน) วันที่ 29 ธันวาคม 2552 กลุ่มเจริญฤกษ์ในฐานะผู้ทำคำเสนอซื้อคาดว่าจะพิจารณาที่จะจำหน่ายสินทรัพย์ของธุรกิจเดิมซึ่งประกอบด้วยธุรกิจโทรทัศน์และธุรกิจสนามกอล์ฟออกไปเพื่อให้สอดคล้องกับธุรกิจหลักในอนาคตของบริษัท โดยจะพิจารณาจำหน่ายสินทรัพย์ดังกล่าวออกไปในช่วงเวลาที่เหมาะสม ซึ่งขึ้นอยู่กับสถานะตลาดที่เอื้ออำนวย ความสนใจของผู้ซื้อ และการเจรจาในราคาและเงื่อนไขอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ต่อมาในเดือนมีนาคม 2553 บริษัทจึงได้จำหน่ายเงินลงทุนในธุรกิจโทรทัศน์ออกไป และการทำรายการขายหุ้นสามัญ KKCC ในครั้งนี้ จะช่วยให้บริษัทสามารถหันมาทุ่มเททรัพยากรเพื่อสนับสนุนการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทได้อย่างเต็มที่ และธุรกิจและการบริหารจัดการองค์กรจะมีความชัดเจนมากขึ้น อีกทั้ง BBTVEQ ได้แสดงความสนใจที่จะซื้อธุรกิจสนามกอล์ฟของบริษัท ประกอบกับสถานะตลาดที่เอื้ออำนวยจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและการคลี่คลายของปัญหาทางการเมือง จึงส่งผลให้บริษัทสามารถเจรจาการขายในครั้งนี้จนได้ราคาและเงื่อนไขที่บริษัทเชื่อว่ามีเหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น

3.2.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการและการไม่ทำรายการ

1. ข้อดีของการทำรายการ

บริษัทสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่เพื่อมุ่งเน้นการประกอบธุรกิจหลักได้อย่างเต็มที่

ภายหลังกระบวนการโอนกิจการทั้งหมด ผู้บริหารชุดใหม่มีความประสงค์ที่จะมุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก แม้กลุ่มผู้บริหารดังกล่าวจะมีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟอยู่บ้าง อย่างไรก็ตาม ยังมิได้มีความชำนาญในธุรกิจนี้อย่างมากนัก ด้วยเหตุนี้ การจำหน่ายธุรกิจสนามกอล์ฟซึ่งมิใช่ธุรกิจหลักออกไปจะช่วยให้บริษัทสามารถลดภาระในการติดตามการดำเนินงานของ KKCC ตลอดจนสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการใช้งานทรัพยากรที่มีอยู่เพื่อสนับสนุนการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกิจหลักได้ดียิ่งขึ้น

บริษัทจะได้รับเงินสดเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน และ/หรือ ลงทุนในโครงการอื่นๆ

การจำหน่ายหุ้น KKCC ที่ราคารวม 520.00 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีหรือราคาทุนของเงินลงทุนใน KKCC จะทำให้บริษัทได้รับเงินสดทั้งจำนวนทันที ณ วันที่ทำรายการโอนหุ้น KKCC ให้กับ BBTVEQ เสร็จสิ้น ดังนั้น การเข้าทำรายการในครั้งนี้จะช่วยให้บริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น บริษัทสามารถนำเงินสดดังกล่าวมาใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการดำเนินการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ และ/หรือชำระค่าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 บางส่วน

บริษัทสามารถลดความเสี่ยงในธุรกิจสนามกอล์ฟ

แม้ผู้บริหารชุดใหม่ภายหลังกระบวนการโอนกิจการทั้งหมดจะมีประสบการณ์ด้านธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มาอย่างยาวนาน อย่างไรก็ตาม โครงการส่วนใหญ่ที่เคยดำเนินการล้วนเป็นโครงการที่อยู่อาศัย เช่น บ้านเดี่ยวและคอนโดมิเนียม และโครงการ

เชิงพาณิชย์ เช่น อาคารสำนักงานให้เช่า แม้ธุรกิจสนามกอล์ฟอาจถือได้ว่าเป็นโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ธุรกิจดังกล่าวมีความแตกต่างจากโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นๆ อย่างสิ้นเชิง อาทิเช่น

- ความแตกต่างด้านสินค้า ในกรณีของธุรกิจสนามกอล์ฟ ผู้ประกอบการจำเป็นต้องมีความเข้าใจในกีฬากอล์ฟและรูปแบบของสนาม เช่น ประเภทของหญ้า และลักษณะกรีน ซึ่งจำเป็นต้องได้รับการดูแลปรับปรุงคุณภาพให้ได้มาตรฐานอย่างสม่ำเสมอ ในกรณีที่บ้านเดี่ยว คอนโดมิเนียม และอาคารสำนักงานให้เช่า ลูกค้าจะให้ความสำคัญในด้านทำเลที่ตั้ง รูปแบบบ้าน และพื้นที่ส่วนกลาง เป็นต้น
- ความแตกต่างด้านรายได้ โดยรายได้สนามกอล์ฟจะมีความผันผวนตามฤดูกาลซึ่งคล้ายคลึงกับธุรกิจท่องเที่ยว ในขณะที่รายได้จากการขายโครงการที่อยู่อาศัยต่างๆ จะขึ้นอยู่กับอำนาจการซื้อของผู้บริโภคและภาวะเศรษฐกิจเป็นสำคัญ และรายได้จากอาคารสำนักงานให้เช่า ตลอดจนรายได้จากการบริหารจัดการโครงการจะช่วยสร้างกระแสเงินสดที่ค่อนข้างคงที่ให้แก่บริษัท

ดังนั้น การจำหน่ายธุรกิจสนามกอล์ฟออกไป จะช่วยลดความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟซึ่งผู้บริหารชุดปัจจุบันอาจขาดความชำนาญ รวมทั้ง ความเสี่ยงด้านความผันผวนของผลประกอบการที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ

2. ข้อดีของการทำรายการ

บริษัทสูญเสียโอกาสที่จะมีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

ตามงบการเงินรวมของบริษัทในปี 2552 ซึ่งจัดทำตามหลักการบัญชีการซื้อธุรกิจแบบย้อนกลับ บริษัทมีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟจำนวน 14 วัน (ตั้งแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2552) เท่ากับ 4.15 ล้านบาท และสำหรับปี 2553 บริษัทมีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟเท่ากับ 87.59 ล้านบาท ดังนั้น ภายหลังจากการจำหน่ายหุ้น KKCC ในครั้งนี้ บริษัทจะไม่มีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟข้างต้นอีกต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีรายได้รวมลดลงในอนาคต

อย่างไรก็ตาม ในปี 2551 – 2553 KKCC มีผลกำไร (ขาดทุน) สุทธิเท่ากับ (3.82) ล้านบาท (10.19) ล้านบาท และ 2.10 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ผลประกอบการของ KKCC ค่อนข้างผันผวน แม้ KKCC สามารถสร้างรายได้ให้แก่บริษัทได้ในระดับหนึ่งตามที่ได้กล่าวข้างต้น แต่ KKCC ก็มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานค่อนข้างมากและผลประกอบการยังไม่มีแนวโน้ม ดังนั้น แม้ภายหลังจากการจำหน่ายหุ้น KKCC บริษัทจะมีรายได้รวมลดลง แต่บริษัทก็จะต้องรับรู้ส่วนแบ่งผลกำไร (ขาดทุน) ที่อาจเกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟในอนาคตเช่นกัน

บริษัทสูญเสียโอกาสที่จะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลจากผลขาดทุนสะสมในอดีตของ KKCC

KKCC มีผลขาดทุนสะสมในอดีตซึ่งถือเป็นผลประโยชน์ทางภาษีที่จะช่วยให้ KKCC สามารถนำไปหักกับกำไรในอนาคต และประหยัดภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ภายใน 5 รอบระยะเวลาบัญชีนับจากรอบบัญชีที่เกิดผลขาดทุนนั้นๆ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 KKCC มีผลขาดทุนสะสมที่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้จำนวน 16.65 ล้านบาท (ประกอบด้วยผลขาดทุนจำนวน 3.14 ล้านบาทในปี 2550 ซึ่งบริษัทสามารถใช้เป็นค่าใช้จ่ายได้ถึงปี 2555 ผลขาดทุนจำนวน 3.51 ล้านบาทในปี 2551 ซึ่งบริษัทสามารถใช้เป็นค่าใช้จ่ายได้ถึงปี 2556 และผลขาดทุนจำนวน 10.00 ล้านบาทในปี 2552 ซึ่งบริษัทสามารถใช้เป็นค่าใช้จ่ายได้ถึงปี 2557) ดังนั้น การจำหน่ายหุ้น KKCC ในครั้งนี้ อาจทำให้บริษัทไม่ได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการที่ KKCC อาจได้รับประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวในอนาคตหาก KKCC มีผลประกอบการที่เป็นกำไร

3. ข้อดีของการไม่ทำรายการ

- บริษัทยังคงมีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟต่อไปในอนาคต อีกทั้ง เมื่อ KKCC มีผลประกอบการที่เป็นกำไร บริษัทก็มีโอกาสที่จะรับรู้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในงบการเงินรวม นอกจากนี้ หากในอนาคต KKCC สามารถบริหารงานให้มีกำไรสุทธิจนสามารถล้างผลขาดทุนสะสมในอดีตจนหมดไป และจัดสรรกำไรสุทธิไว้เป็นเงินทุนสำรองตามกฎหมายได้ครบถ้วน KKCC ก็อาจสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่บริษัทได้
- บริษัทอาจได้รับประโยชน์ทางอ้อมหาก KKCC สามารถดำเนินธุรกิจจนมีกำไรสุทธิภายในรอบระยะเวลาบัญชีที่ KKCC ยังจะสามารถใช้ประโยชน์จากผลขาดทุนสะสมในอดีตจำนวน 16.65 ล้านบาท (ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553) ได้ ซึ่งในกรณีนี้จะช่วยให้ KKCC สามารถประหยัดค่าใช้จ่ายภาษีที่อาจเกิดขึ้นจากผลกำไรดังกล่าว

4. ข้อด้อยของการไม่ทำรายการ

- บริษัทยังคงต้องใช้ทรัพยากรส่วนหนึ่งซึ่งรวมถึงเวลาของผู้บริหารในการติดตามดูแลการดำเนินงานของ KKCC ซึ่งเป็นธุรกิจสนามกอล์ฟที่ผู้บริหารอาจความชำนาญ ดังนั้น บริษัทจึงอาจไม่สามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ให้มีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดเพื่อการพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นธุรกิจหลักที่บริษัทมุ่งเน้นและให้ความสำคัญ การที่บริษัทยังคงดำเนินงานทั้งสองธุรกิจที่มีความแตกต่างกันภายใต้ทรัพยากรที่จำกัด จึงอาจส่งผลกระทบต่อภาพรวมการบริหารจัดการองค์กรตลอดจนผลประกอบการของบริษัทในอนาคตได้
- บริษัทไม่ได้รับเงินสดจำนวน 520.00 ล้านบาท เพื่อนำมาชำระค่าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 บางส่วน และ/หรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งหากบริษัทมีความจำเป็นต้องใช้เงินดังกล่าวเพื่อใช้เป็นส่วนหนึ่งในการพัฒนาโครงการใดๆ บริษัทอาจจำเป็นต้องสร้างภาระเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินเพิ่มเติม ซึ่งอาจทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและต้นทุนทางการเงินอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องเพิ่มขึ้น
- บริษัทยังคงมีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ เช่น ความเสี่ยงจากความผันผวนของผลประกอบการ เป็นต้น

3.2.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำรายการกับบุคคลภายนอก

ภายหลังการเปลี่ยนแปลงทิศทางการดำเนินธุรกิจครั้งสำคัญในช่วงปลายปี 2552 ที่จะมุ่งเน้นการประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก บริษัทได้พิจารณาที่จะจำหน่ายสินทรัพย์หลักในส่วนของธุรกิจเดิมซึ่งประกอบด้วยธุรกิจโทรทัศน์และธุรกิจสนามกอล์ฟออกไปในช่วงเวลาที่มีความเหมาะสม ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมิได้อยู่ในความชำนาญของผู้บริหารชุดใหม่ ในเดือนมีนาคม 2553 ที่ผ่านมามีบริษัทได้รับข้อเสนอที่ดีจากผู้ซื้อ ณ ขณะนั้น บริษัทจึงได้จำหน่ายเงินลงทุนในธุรกิจโทรทัศน์ออกไป ปัจจุบัน บริษัทยังคงมีความประสงค์ที่จะขายเงินลงทุนทั้งหมดในหุ้น KKCC หากแต่การทำรายการกับบุคคลภายนอกอาจทำให้บริษัทต้องใช้เวลาในการหาข้อมูลเพื่อค้นหาผู้ที่มีความสนใจที่จะซื้อธุรกิจดังกล่าว อีกทั้ง บริษัทอาจต้องใช้เวลาในการติดต่อประสานงานและเจรจาต่อรองราคาและเงื่อนไขในการซื้อขายที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีความเสี่ยงที่บริษัทอาจไม่สามารถหาผู้สนใจจะลงทุนในหุ้น KKCC ได้ หรือผู้สนใจซื้ออาจไม่สามารถให้ราคาและเงื่อนไขที่ดีแก่บริษัทได้ ในท้ายที่สุดแล้ว การเลื่อนระยะเวลากำหนดจำหน่ายสินทรัพย์ดังกล่าวออกไปจะส่งผลกระทบต่อให้บริษัทต้องรับภาระติดตามดูแลธุรกิจสนามกอล์ฟซึ่งผู้บริหารชุดใหม่ขาดความชำนาญต่อไปอีกระยะหนึ่ง และทำให้บริษัทอาจไม่สามารถใช้ประโยชน์สูงสุดจากทรัพยากรและบุคลากรที่มีอยู่เพื่อพัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้อย่างเต็มที่

สำหรับการทำรายการขายหุ้น KKCC ในครั้งนี้ BBTVEQ ได้แสดงความสนใจที่จะซื้อธุรกิจสนามกอล์ฟต่อบริษัท โดย BBTVEQ เป็นบริษัทในกลุ่มรัตนรักษ์ ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่เดิมของบริษัทก่อนการควบรวมกิจการ แม้ปัจจุบันกลุ่มรัตนรักษ์ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท อย่างไรก็ดี ภายหลังจากกลุ่มเจริญฤกษ์เข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัท กลุ่มรัตนรักษ์ได้ลดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทและจำนวนกรรมการลง รวมทั้ง ไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารจัดการของบริษัทและบริษัทย่อยแต่อย่างใด ด้วยเหตุนี้ กลุ่มรัตนรักษ์ซึ่งมีความชำนาญในธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นอย่างดี จึงมีความประสงค์ที่จะนำธุรกิจสนามกอล์ฟของ KKCC ไปดำเนินการต่อภายใต้การบริหารของ BBTVEQ ซึ่งมีความเข้าใจธุรกิจ

จนถึงปัจจุบัน BBTVEQ เป็นผู้สนใจซื้อเพียงรายเดียวที่ได้ยื่นข้อเสนออย่างเป็นทางการมาที่บริษัท โดยบริษัทยังมิได้รับการติดต่อจากบุคคลภายนอกที่แสดงความสนใจในการซื้อธุรกิจสนามกอล์ฟเพิ่มเติมแต่อย่างใด ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่สามารถเปรียบเทียบราคา เงื่อนไข ประโยชน์และผลกระทบระหว่างการทำรายการดังกล่าวกับบุคคลภายนอกได้ อย่างไรก็ดี เนื่องจากการฟื้นตัวของภาวะเศรษฐกิจโลกและการคลี่คลายของปัญหาทางการเมืองภายในประเทศ รวมทั้ง เจตจำนงของ BBTVEQ ที่ต้องการจะสานต่อการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ บริษัทจึงสามารถเจรจาการขายหุ้น KKCC ในครั้งนี้ได้สำเร็จจนได้ราคาและเงื่อนไขที่ดี โดยมีราคาขายหุ้น KKCC เท่ากับ 17.33 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นราคาที่สูงกว่าราคายุติธรรมที่ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีและวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ซึ่งได้มูลค่าหุ้นเท่ากับ 9.82 – 13.55 บาทต่อหุ้น (รายละเอียดการคำนวณอยู่ในส่วนที่ 4 ข้อ 4.2.1)

ส่วนที่ 4 ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ

4.1 รายการได้มาซึ่งที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

4.1.1 ความเหมาะสมของราคาซื้อสินทรัพย์

ก) ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

ตามที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 มีมติเสนอให้ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จากเจริญฤกษ์ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงิน 1,930,036,064.00 บาท โดยบริษัทจะชำระราคาที่ดินดังกล่าวเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัทจำนวน 547,942,960 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 1,002,735,616.80 บาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสดจำนวน 813,320,001.04 บาท

ทั้งนี้ ปัจจุบันที่ดินที่ใช้ในการดำเนินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 มีลักษณะเป็นที่ดินว่างเปล่า พัฒนาแล้วทั้งแปลง และยังไม่มีการปลูกสร้างใดๆบนที่ดิน โดยฝ่ายบริหารของบริษัทได้เล็งเห็นถึงศักยภาพในการพัฒนาโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เป็นอาคารสำนักงานเกรด B โดยมีพื้นที่เช่า 98,000 ตารางเมตร ประกอบด้วยสวนโพเดียมเป็นส่วนพื้นที่เช่าสำหรับร้านค้า ร้านอาหาร และมีศูนย์ประชุมและแสดงสินค้าพื้นที่ประมาณ 3,500 ตารางเมตร และอาคาร 2 อาคาร สูง 25 ชั้น และ 35 ชั้น ตามลำดับ โดยโครงการดังกล่าว จะเป็นโครงการต่อเนื่องในพื้นที่ของโครงการแกรนด์ พระราม 9

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ประกอบกับข้อมูลราคาประเมินที่ได้จากผู้ประเมินราคาอิสระ ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับเพิ่มเติมจากบริษัท รวมถึงข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาความเหมาะสมของมูลค่ารายการ โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วน และถูกต้อง รวมทั้งเป็นการพิจารณาจากสภาวะแวดล้อม ณ ปัจจุบันในขณะที่ทำการศึกษานั้น หากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท

รายละเอียดการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ได้แก่ บริษัท ทีเอฟพี แวลูเอชัน จำกัด (“ทีเอฟพี”) และบริษัท แอคคิวเรท แอดไวเซอร์ จำกัด (“แอควเรท”) ได้ประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า ซึ่งเป็นที่ตั้งของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จำนวน 21 แปลง เนื้อที่รวม 14-1-32.2 ไร่ (5,732.2 ตารางวา) ซึ่ง GLAND มีแผนที่จะพัฒนาเป็นอาคารสำนักงานและศูนย์ประชุม โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ลักษณะของสินทรัพย์	ผู้ถือกรรมสิทธิ์	ราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระ	
		ทีโอพี	แอคคิวเรท
ที่ดิน – โฉนดเลขที่ 1981, 2939, 40753-40757, 40759, 57871, 64717, 124342, 125702-125706 และ 140253-140257 เนื้อที่รวม 14-1-32.2 ไร่ (ไม่นับรวมพื้นที่ส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม ที่เจริญกฤษฎีกกรรมสิทธิ์อยู่ร่วมกับพระราม 9 จำนวน 4 ตารางวา ในที่ดินโฉนดเลขที่ 2939 40753, 125704 และ 125706	เจริญกฤษฎ	2,033.82 ล้านบาท ^{/1} (ประเมินราคาที่ดินส่วนที่ไม่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 8-1-26.8 ไร่ ^{/2} ตารางวาละ 380,000 บาท และประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมเนื้อที่ 6-0-09.5 ไร่ ประเมินตารางวาละ 320,000 บาท	1,826.25 ล้านบาท ^{/1} (ประเมินราคาที่ดินส่วนที่ไม่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 8-1-20.2 ไร่ ^{/2} ตารางวาละ 350,000 บาท ประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมแต่เตรียมการ ยกเลิก เนื้อที่ 1-2-81 ไร่ ตารางวาละ 340,000 บาท และประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 4-1-35 ไร่ ประเมินตารางวาละ 250,000 บาท

หมายเหตุ: /1 ไม่นับรวมพื้นที่ส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมที่เจริญกฤษฎีกกรรมสิทธิ์อยู่ร่วมกับพระราม 9 จำนวน 4 ตารางวา ในที่ดินโฉนดเลขที่ 2939 40753, 125704 และ 125706

/2 เนื้อที่ทางภาระจำยอมที่ผู้ประเมินอิสระประเมินไม่เท่ากัน เนื่องจากเนื้อที่ในทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการแกรนด์พระราม 9 ส่วน 2 ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดของผู้ประเมินอิสระแต่ละราย

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยทีโอพี

ทีโอพีประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 11 กุมภาพันธ์ 2554 ด้วยวิธีวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้ ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ในครั้งนี้ ทีโอพีได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 7 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 250,000 – 372,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดิน สาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

ทีโอพีได้ประเมินราคาที่ดินส่วนที่ไม่เป็นทางภาระจำยอมที่พัฒนาเป็นโครงการ เนื้อที่ 3,326.7 ตารางวา ในราคาตารางวาละ 380,000 บาท และประเมินที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอมเนื้อที่ 2,409.5 ตารางวา ในราคาตารางวาละ

320,000 บาท ทั้งนี้ สำหรับที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอม ที่เอพีได้ให้คะแนนศักยภาพการใช้ประโยชน์ต่ำกว่าที่ดินที่ไม่เป็นทางภาระจำยอม

นอกจากนี้ ที่เอพียังได้ประเมินอาคารและสิ่งปลูกสร้างบนที่ดิน ซึ่งได้แก่ กำแพงกันดิน ความยาวประมาณ 741 เมตร ลึกประมาณ 19 เมตร โดยประเมินสิ่งปลูกสร้างตามแบบแปลนและรายการ BOQ ที่ทางบริษัทได้นำเสนอ โดยการใช้วิธีการคิดจากต้นทุนทดแทน ณ ปัจจุบัน (Replacement Cost Approach) แล้วหักด้วยค่าเสื่อมราคา ตามสภาพการใช้งานของสิ่งปลูกสร้าง ซึ่งมูลค่าทดแทนรวมของกำแพงกันดินที่ผู้ประเมินประเมินได้มีมูลค่าเท่ากับ 92.63 ล้านบาท แล้วหักค่าเสื่อมราคาของกำแพงกันดินในอัตราร้อยละ 9 ทำให้ได้มูลค่าปัจจุบันของกำแพงกันดินเท่ากับ 84.29 ล้านบาท

ทั้งนี้ ในการซื้อที่ดินโครงการ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วนที่ 2) ในครั้งนี้ บริษัทจะรับโอนภาระผูกพันที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตตามบันทึกความเข้าใจ ระหว่างเจริญฤกษ์ และบริษัทพระราม 9 สแควร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ซึ่งได้จ่ายค่าก่อสร้างผืนดินในที่ดินดังกล่าวจำนวน 105.93 ล้านบาท โดยบริษัทพระราม 9 สแควร์ จำกัด มีสิทธิได้รับชำระค่าผืนดินดังกล่าวคืน หากไม่ได้ซื้อหรือเช่าที่ดินในอนาคต

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยแอดคิวเรท

แอดคิวเรทประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2554 ด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้ ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ในครั้งนี้ แอดคิวเรทได้สำรวจข้อมูลราคาซื้อขาย / เสนอขายของข้อมูลเปรียบเทียบในบริเวณใกล้เคียงจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 320,000 – 370,000 บาทต่อตารางวา แล้วนำมาพิจารณาถึงปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับความคุณภาพของทรัพย์สินที่มีผลกระทบต่อมูลค่า เช่น การต่อรองจากราคาเสนอขาย ระยะเวลาซื้อขาย ทำเลที่ตั้ง ศักยภาพ สาธารณูปโภค การเข้าถึง ข้อจำกัดทางกฎหมาย สภาพแวดล้อม ขนาดที่ดิน ความนิยมของตลาด เป็นต้น พร้อมกับหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนของคุณภาพของทรัพย์สินและราคาซื้อขาย ด้วยสูตรการคำนวณตามวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

แอดคิวเรทได้ประเมินราคาที่ดินส่วนที่ไม่เป็นทางภาระจำยอมที่พัฒนาเป็นโครงการ เนื้อที่ 8-1-20.2 ไร่ (3,320.2 ตารางวา) ในราคาตารางวาละ 350,000 บาท ส่วนที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอมแต่เตรียมการยกเลิก เนื้อที่ 1-2-81 ไร่ (681.0 ตารางวา) ในราคาตารางวาละ 340,000 บาท และประเมินที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอมและมีสภาพทาง เนื้อที่ 1-2-81 ไร่ (1,735.0 ตารางวา) ในราคาตารางวาละ 250,000 บาท ทั้งนี้ สำหรับที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอม แอดคิวเรทให้ความเห็นว่าที่ดินที่เป็นทางภาระจำยอมแต่เตรียมการยกเลิกนั้น ปัจจุบันได้ล้อมรั้วไม่ได้มีสภาพเป็นทาง จึงพิจารณาประเมินมูลค่าให้ และที่ดินที่เป็นภาระจำยอมและมีสภาพเป็นทางนั้น ไม่สามารถนำมาพัฒนาโครงการได้ แต่สามารถนำมาคำนวณอัตราส่วนพื้นที่ก่อสร้างอาคารต่อเนื้อที่ดิน จึงพิจารณาประเมินมูลค่าให้

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินที่ดินที่อ้างอิงจากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระใช้ประเมินที่ดินนั้นมีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความชัดเจน สามารถหาราคาเปรียบเทียบจากที่ดินแปลงอื่นๆ

หลายแปลงในละแวกใกล้เคียงซึ่งมีรายการซื้อขาย หรือมีราคาเสนอซื้อเสนอขาย ในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ได้ราคาที่เป็นปัจจุบัน สะท้อนราคาที่แท้จริงของที่ดินที่ซื้อขายกันในพื้นที่ดังกล่าว

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่าการประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอมของผู้ประเมินราคาอิสระมีความสมเหตุสมผลเนื่องจากเหตุผลดังนี้

1. ที่ดินภาระจำยอมดังกล่าวสามารถนำมาใช้รวม ในการประเมินอัตราส่วนพื้นที่ก่อสร้างอาคารต่อเนื้อที่ดิน (Floor area ratio: FAR) ดังนั้น จึงยังคงสามารถก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือครองกรรมสิทธิ์ในที่ดินดังกล่าวได้
2. นอกเหนือจากการยอมให้ผู้อื่นใช้เป็นทางเดินหรือทางรถยนต์ ที่ดินภาระจำยอมสามารถนำมาหาผลประโยชน์อื่นๆ ได้หลายรูปแบบ เช่น การปลูกสร้างอาคารได้ดิน หรือการปลูกสร้างอาคาร / สะพานค่อมพื้นที่ในส่วนภาระจำยอมดังกล่าว

สำหรับเนื้อที่และมูลค่าของทางภาระจำยอมที่โอพีและแอดคิเวทประเมินให้ไม่เท่ากันนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่ามิใช่สาเหตุ ดังนี้

1. เนื้อที่: ทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการแกรนด์ คาแนล พระราม 9 ส่วน 2 ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันจึงขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดและมุมมองอิสระของผู้ประเมินราคาอิสระแต่ละราย
2. มูลค่า: ตัวอย่างข้อมูลของผู้ประเมินราคาอิสระแต่ละรายนำมาใช้เปรียบเทียบราคาตลาดมีความแตกต่างกันตามมุมมองอิสระของผู้ประเมินต่อความเหมาะสมในการเทียบเคียงได้กับที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล พระราม 9 ส่วน 2 ดังนั้น จึงส่งผลให้ราคาประเมินภาระจำยอมของผู้ประเมินมีมูลค่าที่แตกต่างกัน

ดังนั้น เมื่อพิจารณาราคาประเมินสินทรัพย์โดยผู้ประเมินราคาอิสระข้างต้น จึงได้ราคาประเมินที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เท่ากับ 1,826.25 – 2,033.82 ล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบกับราคาเสนอขายที่ดินโดยเจริญฤกษ์ ที่เท่ากับ 1,930.4 ล้านบาท พบว่าราคาเสนอขายที่ดินที่เจริญฤกษ์เสนอมานั้นอยู่ในช่วงราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ประกอบกับวิธีการประเมินราคาโดยผู้ประเมินอิสระมีความเหมาะสม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ราคาเสนอขายที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จากเจริญฤกษ์มีความเหมาะสม

การประเมินความสมเหตุสมผลของการทำโครงการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมถึง ความเป็นไปได้ของโครงการในการพัฒนาพื้นที่ดังกล่าว โดยคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) ของโครงการ รวมถึงระยะเวลาคืนทุน (Payback period) และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Internal rate of return; IRR) โดยศึกษาประมาณการทางการเงินของโครงการในระยะเวลา 40 ปี ตั้งแต่ เดือนมกราคม 2554 – ปี 2593 เนื่องจากการลงทุนในธุรกิจอาคารสำนักงานให้เข้าเป็นการลงทุนระยะยาว ทั้งนี้ ประมาณการทางการเงินดังกล่าวจัดทำโดยที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท ซึ่งได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของบริษัท

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานบางรายการให้สอดคล้องกับข้อมูลที่ได้รับเพิ่มเติมจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของบริษัท โดยมีสมมติฐานที่สำคัญในการประมาณการ ดังนี้

1. รายได้

พื้นที่อาคารของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 แบ่งออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ พื้นที่ส่วนสำนักงาน พื้นที่สำหรับร้านค้า และพื้นที่สำหรับจัดแสดงสินค้า (Exhibition Hall) ทั้งนี้ ตามแผนการเบื้องต้นที่ฝ่ายบริหารของบริษัทได้ให้ข้อมูลไว้ โครงการแกรนด์คาแนล พระราม 9 ส่วนที่ 2 จะใช้เวลาในการดำเนินการก่อสร้างโครงการเป็นเวลา 2 ปี ก่อนสามารถเริ่มให้บริการได้ในปี 2556

- รายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงาน
 - อาคารสำนักงานมีพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดประมาณ 88,258 ตารางเมตร
 - อัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy rate)
บริษัทวางแผนที่จะทำการโฆษณา และขายพื้นที่ให้เช่าของโครงการล่วงหน้า (Pre-sale) ก่อนเปิดให้ดำเนินการเชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบในปี 2556 โดยในช่วงเวลาดังกล่าว คาดว่าพื้นที่ในบริเวณรัชดา - พระราม 9 มีโอกาสเป็นย่านธุรกิจแห่งใหม่ ในขณะที่ยังไม่มีอาคารสำนักงานอื่นเปิดให้เช่ามากนัก ทำให้ในปี 2556 คาดการณ์ว่าอัตราการเช่าพื้นที่ของโครงการจะเท่ากับร้อยละ 75 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 85 และร้อยละ 90 ในปี 2557 และ 2558 ตามลำดับ หลังจากนั้นในปี 2559 อัตราเช่าพื้นที่จะคงที่ที่อัตราร้อยละ 95 ซึ่งคาดว่าความต้องการพื้นที่เช่าของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จะเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ
ทั้งนี้ การที่ความต้องการเช่าเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากโครงการแกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการอาคารระดับ B ซึ่งมีทำเลที่ตั้งของโครงการอยู่ติดศูนย์การค้า เซ็นทรัลพลาซ่า แกรนด์ พระราม 9 และ ในพื้นที่ที่มีการคมนาคมสะดวก อยู่ใกล้ทางด่วนชั้นที่ 2 สถานีรถไฟฟ้าใต้ดิน MRT สถานีรถไฟ Airport link
 - อัตราค่าเช่าเริ่มต้นในปี 2556 เท่ากับ 550 บาทต่อตารางเมตร โดยปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี อ้างอิงอัตราค่าเช่าพื้นที่เฉลี่ยของอาคารสำนักงานให้เช่าเกรดบี ทั้งในพื้นที่ CBD และ Non-CBD ตามรายงานภาวะตลาดของพื้นที่ให้เช่าสำนักงานในกรุงเทพมหานคร ประจำไตรมาส 3 ปี 2553 ของ Knight Frank Thailand Research ซึ่งเท่ากับ 495.5 บาทต่อตารางเมตร แล้วปรับค่าเช่าเพิ่มเติมในอัตราร้อยละ 10 เพื่อให้ได้อัตราค่าเช่าในปี 2556 ซึ่งเป็นปีที่โครงการเปิดดำเนินการ (อัตราค่าเช่าเพิ่มจากอัตราค่าเช่าเฉลี่ยปัจจุบันร้อยละ 5 ต่อปี)
- รายได้จากพื้นที่ร้านค้า
 - พื้นที่เช่าร้านค้ามีพื้นที่ทั้งหมดประมาณ 6,064 ตารางเมตร
 - อัตราการเช่าพื้นที่ ในปี 2556 เท่ากับ ร้อยละ 75 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 85 และร้อยละ 90 ในปี 2557 และ 2558 ตามลำดับ หลังจากนั้นในปี 2559 อัตราเช่าพื้นที่จะคงที่ที่อัตราร้อยละ 95 เช่นเดียวกันกับอัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานให้เช่า
 - อัตราค่าเช่าเริ่มต้นในปี 2556 เท่ากับ 1,800 บาทต่อตารางเมตร ปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี
- รายได้จากพื้นที่จัดแสดงสินค้า

- พื้นที่จัดแสดงสินค้า มีขนาดพื้นที่ประมาณ 3,493 ตารางเมตร
- ประมาณการอัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy rate) ในปี 2556 เท่ากับร้อยละ 10 และเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ทุกปี จนกระทั่งอัตราการเช่าพื้นที่เท่ากับร้อยละ 30 ในปี 2560 หลังจากนั้น ในปี 2561 อัตราเช่าพื้นที่จะคงที่ที่อัตราร้อยละ 35
- ราคาเช่าพื้นที่เท่ากับ 5,000 บาทต่อตารางเมตรในปี 2556 โดยปรับอัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้น ร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี ทั้งนี้

- รายได้ค่าเช่าที่จอดรถ

โครงการแกรนด์ พระราม 9 มีพื้นที่จอดรถรวมประมาณ 2,255 คัน โดยประมาณการรายได้ค่าเช่าที่จอดรถเดือนละ 1,500 บาทต่อคัน ผันแปรตามอัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานในแต่ละปี ปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 ทุกๆ 3 ปี

- รายได้อื่นๆ

ประมาณการรายได้อื่นๆ เช่น รายได้จากการใช้พื้นที่เกินเวลาของอาคารสำนักงาน และรายได้จากป้ายโฆษณา โดยกำหนดให้รายได้อื่นๆ มีอัตราค่าเช่าร้อยละ 5 ของรายได้ค่าเช่า

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วย ต้นทุนค่าก่อสร้าง ตกแต่งและอื่นๆ โดยต้นทุนค่าก่อสร้างเฉลี่ยที่ผู้บริหารของบริษัทคาดการณ์ไว้อยู่ที่ประมาณ 15,000 บาทต่อตารางเมตร คิดพื้นที่ก่อสร้างรวม 252,919 ตารางเมตร และมีค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ซึ่งได้แก่

- ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานก่อสร้าง (Construction management Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานโครงการ (Project Management Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าใช้จ่ายเผื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency) คิดเป็นร้อยละ 5 ของต้นทุนการก่อสร้าง

ทั้งนี้ เมื่อนำค่าใช้จ่ายอื่นๆ ดังกล่าวไปรวมกับต้นทุนค่าก่อสร้าง จะได้ต้นทุนโครงการเฉลี่ย (ไม่รวมค่าที่ดิน) ประมาณ 17,100 บาทต่อตารางเมตร ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างๆ เหล่านี้ อ้างอิงจากประมาณการของผู้บริหารของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าต้นทุนค่าก่อสร้างโครงการดังกล่าว ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนค่าก่อสร้างของโครงการอื่นในพื้นที่ใกล้เคียง เช่น โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 และโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) ทั้งนี้ เนื่องจากเป็นโครงการเกรดบี และมีการก่อสร้างพื้นที่ส่วนจัดแสดงสินค้ารวมอยู่ด้วย ซึ่งจะทำให้มีต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อสร้าง คอนโดมิเนียม และอาคารสำนักงาน

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการเช่าซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ประกอบด้วย

- ค่าใช้จ่ายภาษีโรงเรือน คิดเป็นร้อยละ 12.5 ของรายได้ที่มาจากการเช่า โดยไม่รวมรายได้ค่าบริการ (รายได้ที่มาจากการเช่าคิดเป็นร้อยละ 40 ของรายได้ค่าเช่า และรายได้ที่มาจากค่าบริการคิดเป็นร้อยละ 60 ของรายได้ค่าเช่า)
- ค่าสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 10 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร คิดเป็นร้อยละ 5 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 1 ของรายได้ค่าเช่า

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี เท่ากับร้อยละ 2 ของรายได้รวม สำหรับค่าเสื่อมราคาจะคิดโดยใช้วิธีเส้นตรง คิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปีของต้นทุนโครงการ

5. ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องจากปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการจัดหาแหล่งเงินกู้จากสถาบันการเงิน เพื่อนำมาดำเนินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 จึงประมาณการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 ต่อปี โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$WACC = K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T)$$

K_e = อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
 K_d = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5
 T = ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30
 E/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเท่ากับร้อยละ 62.5
 D/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัทเท่ากับร้อยละ 37.5
 (ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง Capital asset pricing model ("CAPM") โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าเป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 มีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลังก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมามุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนอส่งหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 – 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568-2593
รายได้รวม	-	-	596.6	684.2	733.5	898.3	910.9	923.6	1,060.0	1,060.0	1,060.0	1,216.6	1,216.6	1,216.6	65,564.8
ค่าใช้จ่าย			140.0	153.74	161.5	194.2	196.2	198.1	227.5	227.5	227.5	261.2	261.2	261.2	14,109.1
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	-	-	456.6	530.4	572.0	704.0	806.8	644.3	702.3	683.6	662.8	736.4	736.8	737.2	36,696.6
บวก/(หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน	189.7	-	(189.7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(2,162.5)	(2,162.5)	(11.9)	(13.7)	(14.7)	(18.0)	(18.2)	(18.5)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(24.3)	(24.3)	(24.3)	(1,311.3)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(1,972.8)	(2,162.5)	254.9	516.7	557.4	686.1	788.6	625.8	681.1	662.4	641.6	712.1	712.5	712.8	59,992.4 ¹⁾
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(1,792.4)	(1,785.0)	191.2	352.1	345.0	385.9	403.0	290.6	287.3	253.8	223.4	225.3	204.8	186.1	3,136.7
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของ	2,907.9														
มูลค่าเงินลงทุน	(1,930.4)														
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV)	977.5														

หมายเหตุ: /1 รวมมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดโครงการ (Terminal value) 24,607.1 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 530.8 ล้านบาท โดยกำหนดสมมติฐานอัตราการเติบโตในระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับร้อยละ 0 ตามหลักความระมัดระวัง

ตารางสรุประยะเวลาคืนทุนของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

(หน่วย: ล้านบาท)	เงินลงทุน	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565
กระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น		(1,972.8)	(2,162.5)	254.9	516.7	557.4	686.1	788.6	625.8	681.1	662.4	641.6	712.1
กระแสเงินสดสุทธิสะสม	(1,930.4)	(3,903.2)	(6,065.6)	(5,810.7)	(5,293.9)	(4,736.6)	(4,050.5)	(3,261.9)	(2,636.1)	(1,955.0)	(1,292.6)	(651.1)	61.0
ระยะเวลาคืนทุน (ปี)	11.91	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0.91

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ (NPV) เท่ากับ 977.5 ล้านบาท โดยโครงการมีระยะเวลาคืนทุนประมาณ 12 ปี และมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ประมาณร้อยละ 11.22 ต่อปี ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนในโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เป็นการลงทุนในราคาที่เหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยจากการวิเคราะห์ โครงการนี้จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท (NPV จากการลงทุนเป็นบวก) และให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ในระดับที่สูงกว่าต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) กล่าวคือ ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10.07 ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่บริษัทต้องการจากการคำนวณของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ข) ที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

ตามที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 มีมติเสนอให้ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จากแกรนด์ ฟอรั่ม ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงิน 296,582,500.00 บาท โดยบริษัทจะชำระราคาค่าที่ดินดังกล่าวเป็นหุ้นสามัญออกใหม่ของบริษัทจำนวน 162,066,939 หุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท) ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าทั้งสิ้น 296,582,498.37 บาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด 1.63 บาท

ปัจจุบันที่ดินที่ใช้ในการดำเนินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เป็นที่ดินว่างเปล่า ซึ่งมีลักษณะเป็นถนน บ่อมียาม และสวนหย่อมของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง โดยที่ดินบางส่วนมีสภาพเป็นถนนลาดยาง และจัดเป็นทางจราจรเข้า – ออก ของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง ทั้งนี้ ภายหลังการเข้าซื้อที่ดินเปล่าดังกล่าว ฝ่ายบริหารของบริษัทได้สังเกตเห็นถึงศักยภาพในการพัฒนาที่ดินดังกล่าวเป็นโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ซึ่งเป็นโครงการพื้นที่เช่าศูนย์การค้า (Community Mall) โดยแบ่งเป็น 2 เฟสย่อย เฟสแรกจะดำเนินการการก่อสร้างพื้นที่เช่าขนาดประมาณ 4,500 ตารางเมตร บนที่ดินประมาณ 9 ไร่ ซึ่งจะประกอบไปด้วยพื้นที่เช่าร้านค้า ร้านอาหาร และซูเปอร์มาร์เก็ต สำหรับที่ดินที่เหลืออยู่เพื่อดำเนินโครงการเฟสที่ 2 บริษัทจะพิจารณาเริ่มพัฒนาโครงการต่อเมื่อเฟส 1 มีผลการดำเนินโครงการที่ประสบผลสำเร็จ หรือบริษัทอาจจะพิจารณาพัฒนาเป็นโครงการในรูปแบบอื่นที่สามารถให้ผลตอบแทนได้ดีกว่า ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมและความคุ้มค่าในการดำเนินโครงการ อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการใช้ที่ดินรอการพัฒนาให้เกิดประโยชน์ ในเบื้องต้นบริษัทวางแผนที่จะพัฒนาที่ดินดังกล่าวเป็นสนามฟุตบอลหญ้าเทียมให้เช่าขนาด 1,050 ตารางเมตร 7 สนาม

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ประกอบกับข้อมูลราคาประเมินที่ได้จากผู้ประเมินราคาอิสระ ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับเพิ่มเติมจากบริษัท รวมถึงข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาความเหมาะสมของมูลค่ารายการ โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วน และถูกต้อง รวมทั้งเป็นการพิจารณาจากสภาวะแวดล้อม ณ ปัจจุบันในขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ได้แก่ ทีโอพี และแอคคิวเรท ได้ประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า ซึ่งเป็นที่ตั้งของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 แปลง เนื้อที่รวม 31-2-99.5 ไร่ (12,699.5 ตารางวา) จำนวน 3 แปลง ซึ่ง GLAND มีแผนที่จะพัฒนาเป็นพื้นที่ร้านค้าให้เช่า โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ลักษณะของสินทรัพย์	ผู้ถือกรรมสิทธิ์	ราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระ	
		ทีโอพี	แอคคิวเรท
ที่ดิน – โฉนดเลขที่ 11929-11931 เนื้อที่รวม 31-2-99.5 ไร่	แกรนด์ ฟอรั่ม	297.80 ล้านบาท ¹⁾ (30,000 บาทต่อตารางวา โดยไม่ประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นภาระจำ	295.37 ล้านบาท ¹⁾ (30,000 บาทต่อตารางวา โดยไม่ประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นภาระจำ

		ยอมเนื้อที่ 6-3-73 ไร่ ^{1/2} คงเหลือเนื้อที่ประเมิน มูลค่า 24-3-27.5 ไร่)	ยอมเนื้อที่ 6-1-95 ไร่ ^{1/2} และที่ดินส่วนที่เป็นถนน เชิดวุฒอากาศ 0-1-53 ไร่ คงเหลือเนื้อที่ ประเมินมูลค่า 24-3- 52.5 ไร่)
--	--	--	--

หมายเหตุ: /1 ไม่นับรวมที่ดินส่วนที่เป็นภาระจำยอมที่แกรนด์ ฟอรั่มถือกรรมสิทธิ์ร่วมกับ บริษัท บริเก้จท์ ไทย จำกัด จำนวน 1 ตารางวา ในที่ดินโฉนดเลขที่ 11931

/2 เนื้อที่ทางภาระจำยอมที่ผู้ประเมินอิสระประเมินไม่เท่ากัน เนื่องจากเนื้อที่ในทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดของผู้ประเมินอิสระแต่ละราย

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยทีเอฟพี

ทีเอฟพีประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 4 กุมภาพันธ์ 2554 ด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้ ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ในครั้งนี้ ทีเอฟพีได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 10 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 5 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 21,609 – 75,800 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดิน ทีเอฟพีไม่ประเมินที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม คงเหลือที่ดินที่ประเมินสุทธิ 9926.5 ตารางวา โดยประเมินราคาที่ดินที่ไม่ติดภาระจำยอม ในราคาตารางวาละ 30,000 บาท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยแอคคิวเรท

แอคคิวเรทประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2554 ด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้ ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ในครั้งนี้ แอคคิวเรทได้สำรวจข้อมูลราคาซื้อขาย / เสนอขายของที่ดินว่างเปล่า และ/หรือ ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างในบริเวณใกล้เคียงจำนวนรวม 12 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 21,609 – 60,000 บาทต่อตารางวา แล้วนำมาพิจารณาถึงปัจจัยอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของทรัพย์สินที่มีผลกระทบต่อมูลค่า เช่น การต่อรองจากราคาเสนอขาย ระยะเวลาซื้อขาย ทำเลที่ตั้ง ศักยภาพ สาธารณูปโภค การเข้าถึง ข้อจำกัดทางกฎหมาย สภาพแวดล้อม ขนาดที่ดิน ความนิยมของตลาด เป็นต้น พร้อมกับหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนของคุณภาพของทรัพย์สินและราคาซื้อขาย ด้วยสูตรการคำนวณตามวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

ทั้งนี้ แอคคิวิตีไม่ประเมินราคาที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 2,595 ตารางวา และที่ดินส่วนที่เป็นถนนเขตอุตสาหกรรม 153 ตารางวา คงเหลือเนื้อที่ประเมินมูลค่าเท่ากับ 9,952.5 ตารางวา โดยแอคคิวิตีให้ราคาประเมินเท่ากับ 30,000 บาทต่อตารางวา

อนึ่ง เนื้อที่ของทางภาระจำยอมที่ผู้ประเมินราคาอิสระประเมินไม่เท่ากัน เนื่องจากปกติแล้วเนื้อที่ในทางภาระจำยอมไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดของผู้ประเมินราคาอิสระแต่ละราย

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินที่ดินที่อ้างอิงจากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระใช้ประเมินที่ดินนั้นมีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความชัดเจน สามารถหาค่าเปรียบเทียบจากที่ดินแปลงอื่นๆหลายแปลงในละแวกใกล้เคียงซึ่งมีรายการซื้อขาย หรือมีราคาเสนอซื้อขาย ในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ได้ราคาที่เป็นปัจจุบันสะท้อนราคาแท้จริงของที่ดินที่ซื้อขายกันในพื้นที่ดังกล่าว

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการที่ผู้ประเมินราคาอิสระทั้ง 2 รายไม่ได้ประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอมสำหรับที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 มีความสมเหตุสมผล เนื่องจาก ที่ดินดังกล่าวเป็นที่ดินประเภท ย.3 ซึ่งมีข้อจำกัดในการก่อสร้างอาคารขนาดใหญ่ ทำให้ผู้ถือครองกรรมสิทธิ์ที่ดินไม่สามารถใช้ประโยชน์จากที่ดินภาระจำยอมได้อย่างเต็มที่ กล่าวคือ ที่ดินประเภทดังกล่าวมีอัตราส่วนพื้นที่อาคารรวมต่อพื้นที่ดิน (Floor area ratio: FAR) เพียงไม่เกิน 2.5:1 ซึ่งแตกต่างกับโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ที่สามารถใช้อัตราส่วนพื้นที่อาคารรวมต่อพื้นที่ดินได้สูงกว่า (ไม่เกินอัตรา 7:1)

สำหรับเนื้อที่ของทางภาระจำยอมที่เอพีและแอคคิวิตีประเมินไม่เท่ากันนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าสาเหตุมาจากทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ แกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันจึงขึ้นอยู่กับวิธีการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดและมุมมองอิสระของผู้ประเมินราคาอิสระแต่ละราย

ดังนั้น เมื่อพิจารณาราคาประเมินสินทรัพย์โดยผู้ประเมินราคาอิสระข้างต้น จึงได้ราคาประเมินที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เท่ากับ 295.37 – 297.80 ล้านบาท เมื่อเปรียบเทียบกับราคาเสนอขายที่ดินโดยแกรนด์ ฟอร์จูน ที่เท่ากับ 296.58 ล้านบาท พบว่าราคาเสนอขายที่ดินที่แกรนด์ ฟอร์จูนเสนอมานั้นอยู่ในช่วงราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ประกอบกับวิธีการประเมินราคาโดยผู้ประเมินอิสระมีความเหมาะสม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาเสนอขายที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จากแกรนด์ ฟอร์จูนมีความเหมาะสม

การประเมินความสมเหตุสมผลของการทำโครงการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมถึงมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) ของโครงการระยะเวลาคืนทุน (Payback period) และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Internal rate of return; IRR) โดยศึกษาประมาณการทางการเงินโครงการในระยะเวลา 40 ปี ตั้งแต่ เดือนมกราคม 2554 – ปี 2593 เนื่องจากการลงทุนในธุรกิจพื้นที่ให้เช่าเป็นการลงทุนระยะยาว ทั้งนี้ ประมาณทางการเงินดังกล่าวจัดทำโดยที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท ซึ่งได้รับข้อมูลจากฝ่ายบริหารของบริษัท โดยประมาณการทางการเงินของโครงการดังกล่าว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจัดทำเฉพาะโครงการในระยะที่ 1 ซึ่งเนื่องจากโครงการจะแบ่งการพัฒนาโครงการเป็น 2 ระยะ กล่าวคือ ในระยะแรกบริษัทจะพัฒนาโครงการเป็นพื้นที่เช่าศูนย์การค้า

(Community Mall) โดยจะแบ่งเป็น 2 เฟสย่อย เฟสแรกจะดำเนินการก่อสร้างพื้นที่เช่าขนาดประมาณ 4,500 ตารางเมตร บนที่ดินประมาณ 9 ไร่ ซึ่งจะประกอบไปด้วยพื้นที่เช่าร้านค้า ร้านอาหาร และซูเปอร์มาร์เก็ต สำหรับที่ดินที่เหลืออยู่สำหรับดำเนินการโครงการเฟสที่ 2 บริษัทจะพิจารณาเริ่มพัฒนาโครงการต่อเมื่อเฟส 1 มีผลการดำเนินการโครงการที่ประสบผลสำเร็จ หรือบริษัทอาจจะพิจารณาพัฒนาเป็นโครงการในรูปแบบอื่นที่สามารถให้ผลตอบแทนได้ดีกว่าทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเหมาะสมและความคุ้มค่าในการดำเนินการโครงการ อย่างไรก็ตามการดำเนินการใช้ที่ดินรอการพัฒนาให้เกิดประโยชน์ ในเบื้องต้นบริษัทวางแผนที่จะพัฒนาที่ดินดังกล่าวเป็นสนามฟุตบอลหญ้าเทียมให้เช่าขนาด 1,050 ตารางเมตร 7 สนาม

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานบางรายการให้สอดคล้องกับข้อมูลที่ได้รับเพิ่มเติมจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของบริษัท โดยมีสมมติฐานที่สำคัญในการประมาณการ ดังนี้

1. รายได้

บริษัทคาดการณ์ว่า โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จะสามารถเริ่มเปิดให้บริการได้ประมาณเดือนมิถุนายน ปี 2555 เป็นต้นไป โดยมีสมมติฐานรายได้ค่าเช่าจากพื้นที่ต่างๆ ดังนี้

- รายได้ค่าเช่าจากพื้นที่ร้านค้า

พื้นที่ร้านค้าแบ่งออกเป็น 3 พื้นที่ คือ พื้นที่โซน A, B และ C โดยพื้นที่ในโซน A ได้ถูกวางแผนไว้ให้เป็นพื้นที่ร้านอาหาร มีขนาดพื้นที่ใช้สอยเท่ากับ 1,294 ตารางเมตร และโซน B และโซน C ได้ถูกจัดแบ่งไว้ให้เป็นพื้นที่ร้านค้า โดยมีขนาดพื้นที่ใช้สอยเท่ากับ 1,120 ตารางเมตรและ 640 ตารางเมตรตามลำดับ โดยมีสมมติฐานอัตราค่าเช่า และอัตราการใช้พื้นที่ (Occupancy rate) ดังนี้

พื้นที่	อัตราค่าเช่า	อัตราการใช้พื้นที่
- โซน A	1,200 บาทต่อตารางเมตร	บริษัทวางแผนที่จะทำการโฆษณา และขายพื้นที่ให้เช่าของโครงการล่วงหน้า (Pre-sale) ก่อนเปิดให้ดำเนินการเชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบในเดือนมิถุนายน 2555 ประกอบกับโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เป็นโครงการขนาดเล็กซึ่งอยู่ใกล้กับแหล่งชุมชน ทำให้คาดการณ์อัตราการเช่าพื้นที่เป็นร้อยละ 75 ในปี 2555 (โดยเปิดทำการเป็นระยะเวลา 7 เดือน) และเพิ่มเป็นร้อยละ 85 และร้อยละ 90 ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ และคงที่ที่อัตราร้อยละ 95 ตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่า จะมีผู้เข้าพักอาศัยเพิ่มขึ้นในโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 1 และเฟส 2 รวมทั้งหมู่บ้านใกล้เคียง
- โซน B	1,000 บาทต่อตารางเมตร	
- โซน C	800 บาทต่อตารางเมตร	

ทั้งนี้ ปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 3 ทุกๆ 3 ปี

- รายได้ค่าเช่าจากพื้นที่ซูเปอร์มาร์เก็ต

พื้นที่ซูปเปอร์มาร์เก็ตมีพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดประมาณ 250 ตารางเมตร คำนวณอัตราเช่าพื้นที่ (Occupancy rate) ในปี 2555 เท่ากับร้อยละ 75 และเพิ่มเป็นร้อยละ 85 และร้อยละ 90 ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ และคงที่ที่อัตราร้อยละ 95 ตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่าในช่วงเวลาดังกล่าว จะมีผู้เช่าพักอาศัยในโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 1 และเฟส 2 รวมทั้งหมู่บ้านใกล้เคียงเป็นจำนวนพอสมควรแล้ว โดยมีค่าเช่าเริ่มต้นเท่ากับ 500 บาทต่อตารางเมตร ต่อเดือน โดยปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 3 ทุกๆ 3 ปี

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วย ต้นทุนค่าก่อสร้าง ตกแต่งและอื่นๆ โดยต้นทุนค่าก่อสร้างเฉลี่ยที่ผู้บริหารของบริษัทคาดการณ์ไว้อยู่ที่ประมาณ 13,730 บาทต่อตารางเมตร และมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับ การก่อสร้างซึ่งได้แก่

- ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานก่อสร้าง (Construction management fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานโครงการ (Project Management Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าใช้จ่ายเผื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency) คิดเป็นร้อยละ 5 ของต้นทุนการก่อสร้าง

ทั้งนี้ เมื่อนำค่าใช้จ่ายอื่นๆดังกล่าวไปรวมกับต้นทุนค่าก่อสร้าง จะได้ต้นทุนโครงการเฉลี่ย (ไม่รวมค่าที่ดิน) ประมาณ 15,655 บาทต่อตารางเมตร ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างๆ เหล่านี้ อ้างอิงจากประมาณการของผู้บริหารของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการเช่า ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ประกอบด้วย

- ค่าสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 10 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร คิดเป็นร้อยละ 5 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 1 ของรายได้ค่าเช่า

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี เท่ากับร้อยละ 3 ของรายได้รวม สำหรับค่าเสื่อมราคาจะคิดโดยใช้วิธีเส้นตรง คิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปีของต้นทุนโครงการ

5. ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องจากปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการจัดหาแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน เพื่อนำมาดำเนินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 จึงประมาณการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 ต่อปี โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าบริษัทจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$WACC = K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T)$$

$$K_e = \text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

$$K_d = \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5}$$

$$T = \text{ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30}$$

$$E/A = \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเท่ากับร้อยละ 62.5}$$

$$D/A = \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัทเท่ากับร้อยละ 37.5}$$

(ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง Capital asset pricing model ("CAPM") โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าเป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลังก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้อง

กับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมามุ่งเน้นธุรกิจ
การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

$R_m =$ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิง
จากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง
10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาด
หลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นัก
ลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด
หลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่า
เท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 – 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568-2593
รายได้รวม		17.37	33.76	36.81	38.86	38.86	40.03	40.03	40.03	41.23	41.23	41.23	42.46	42.46	1,264.65
ค่าใช้จ่าย		3.65	7.09	7.73	8.16	8.16	8.41	8.41	8.41	8.66	8.66	8.66	8.92	8.92	265.6
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	0.0	11.8	20.6	21.9	22.6	22.2	22.7	22.8	22.8	23.5	23.5	23.5	24.2	24.2	712.9
บวก/(หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน - สุทธิ	1.5	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(34.2)	(34.8)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(37.9)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(32.7)	(23.0)	18.1	20.8	21.4	21.0	21.5	21.6	21.6	22.2	22.2	22.3	22.9	22.9	967.3 ¹
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(29.7)	(18.9)	13.6	14.2	13.3	11.8	11.0	10.0	9.1	8.5	7.7	7.0	6.6	6.0	65.4
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	135.51														
มูลค่าเงินลงทุน	(107.59)														
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV)	27.92														

หมายเหตุ: /1 รวมมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดโครงการ (Terminal value) 292.4 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 6.3 ล้านบาท โดยกำหนดสมมติฐานอัตราการเติบโตในระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับร้อยละ 0

ตามหลักความระมัดระวัง

/2 คิดเฉพาะมูลค่าที่ดินที่ลงทุนเพื่อพัฒนาพื้นที่ให้เช่า ขนาดประมาณ 8-3-86.3 ไร่เท่านั้น

ตารางสรุประยะเวลาคืนทุนของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

(หน่วย: ล้านบาท)	เงินลงทุน	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563
กระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น		(32.7)	(23.0)	18.1	20.8	21.4	21.0	21.5	21.6	21.6	22.2
กระแสเงินสดสุทธิสะสม	(107.6)	(140.3)	(163.3)	(145.2)	(124.4)	(103.0)	(82.0)	(60.5)	(38.9)	(17.3)	4.9
ระยะเวลาคืนทุน (ปี)	9.78	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0.78

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ (NPV) เท่ากับ 27.92 ล้านบาท โดยโครงการมีระยะเวลาคืนทุนประมาณ 10 ปี และมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ประมาณร้อยละ 11.51 ต่อปี ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนในโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เป็นการลงทุนในราคาที่เหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยจากการวิเคราะห์ โครงการนี้จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท (NPV จากการลงทุนเป็นบวก) และให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ในระดับที่สูงกว่าต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) กล่าวคือ ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 10.07 ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่บริษัทต้องการจากการคำนวณของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

4.1.2 การประเมินมูลค่าสิ่งตอบแทน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาความเหมาะสมของหุ้น GLAND ด้วยวิธีการต่างๆ โดยในการเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทในครั้งนี้ GLAND จะออกหุ้นเพิ่มทุนรวมทั้งสิ้น 710,009,899 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท และชำระเงินสดจำนวน 813.32 ล้านบาท รวมทั้งรับโอนภาระตามสัญญาจะซื้อหรือเช่าที่ดินระหว่างเจริญกฤษและพระราม 9 ซึ่งได้แก่ เงินมัดจำค่าจะซื้อหรือจะเช่าที่ดินจำนวน 113.98 ล้านบาท และค่าก่อสร้างผนังดินซึ่งพระราม 9 มีสิทธิได้รับชำระคืนหากพระราม 9 ไม่ได้ซื้อหรือเช่าที่ดินในอนาคต

ทั้งนี้ สิ่งตอบแทนของบริษัทที่ชำระให้เจริญกฤษ และแกรนด์ ฟอรั่มเพื่อซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 มีรายละเอียดสรุปได้ดังนี้

	ผู้ถือกรรมสิทธิ์	เกณฑ์ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าสิ่งตอบแทน	เงินสด (บาท)	จำนวนหุ้น (หุ้น)	มูลค่ารวมของหุ้น (บาท)	มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน (บาท)
1. ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2	เจริญกฤษ	ราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย	927,300,447.20 ¹	547,942,960	1,002,735,616.80	1,930,036,064.00
2. ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7	แกรนด์ ฟอรั่ม	ราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย	1.63	162,066,939	296,582,498.37	296,582,500.00
รวม			927,300,448.83	710,009,899	1,299,318,115.17	2,226,618,564.00

หมายเหตุ: /1 หลังหักภาระเงินมัดจำ 113,980,446.16 บาท เหลือจำนวนเงินสดที่บริษัทจะจ่ายจริง 813,320,001.04 บาท

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาเสนอขายหุ้นของบริษัทเพื่อชำระค่าที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วนที่ 2 และที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาหุ้น GLAND ด้วยวิธีการต่างๆ โดยพิจารณาจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ประกอบกับข้อมูลและเอกสารที่ได้รับเพิ่มเติมจากบริษัท รวมถึงข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป เช่น มติคณะกรรมการบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เป็นต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้น GLAND โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วน และถูกต้อง รวมทั้งเป็นการพิจารณาจากสภาวะแวดล้อม ณ ปัจจุบันในขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท การพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้นของบริษัทและการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าหุ้น GLAND โดยวิธีการดังนี้

- วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market value approach)
- วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)
- วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)
- วิธีเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด (Market comparable approach) โดยใช้วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV multiple approach)

- วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)

อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น GLAND ด้วย วิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E multiple approach) ทั้งนี้ เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้ เป็นวิธีการประเมินที่คำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ แต่ไม่ได้คำนึงถึงมูลค่ารวมของสินทรัพย์ของกิจการ และวิธีนี้สามารถใช้ได้กับกิจการที่มีกำไรเท่านั้น สำหรับผลการดำเนินงานในปี 2553 GLAND มีผลขาดทุนสุทธิจำนวน 73.92 ล้านบาท ดังนั้น จึงไม่สามารถคำนวณมูลค่าหุ้นของบริษัทโดยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิได้

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น GLAND ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model approach) เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะนำมาประยุกต์ใช้กับบริษัทที่มีกำไรสุทธิและมีการจ่ายเงินปันผลที่ค่อนข้างแน่นอนสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม ด้วยผลประกอบการของ GLAND ที่ยังขาดทุนและผลการดำเนินงานมีความผันผวน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลไม่มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้น GLAND

วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด (Market Value Approach)

การประเมินราคาหุ้นของบริษัทตามวิธีนี้ คำนวณจากค่าเฉลี่ยราคาตลาดจากการซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลังในอดีต ณ ช่วงเวลาต่างๆ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาค่าเฉลี่ยราคาตลาดของหุ้นบริษัท (มูลค่าการซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทหารด้วยปริมาณหุ้นสามัญที่ทำการซื้อขาย) ย้อนหลังก่อนวันที่ 11 มีนาคม 2554 ซึ่งเป็นวันที่ที่ประชุมคณะกรรมการของ GLAND จะมีมติอนุมัติการเข้าทำรายการ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ระยะเวลา	ราคาปิดเฉลี่ย (บาทต่อหุ้น)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 7 วันทำการ	7.29
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 15 วันทำการ	7.30
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 เดือน	7.28
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	7.30
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	7.53
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	7.53
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 ปี	7.02

ที่มา: SETSmart

จากข้อมูลมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดข้างต้น พบว่า ราคาหุ้นของบริษัทอยู่ระหว่าง 7.02 – 7.53 บาทต่อหุ้น ซึ่งเมื่อปรับปรุงรายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ จากเดิมหุ้นละ 4 บาท เป็นหุ้นละ 1 บาท และจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญของบริษัทจำนวนไม่เกิน 111,066,191 หุ้น แล้วจะได้ราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกิจการอยู่ในช่วง 1.71 – 1.83 บาทต่อหุ้น ซึ่งราคาหุ้นที่เสนอขายในการทำรายการครั้งนี้ที่ 1.83 บาทต่อหุ้น อยู่ในช่วงราคาดังกล่าว

วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินราคาหุ้นตามวิธีนี้ จะประเมินจากมูลค่าตามบัญชีของ GLAND โดยพิจารณาจากงบการเงินของ GLAND สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีจากสำนักงานสอบบัญชี ดี ไอ เอ ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. อย่างไรก็ตาม ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 คณะกรรมการบริษัทของ

GLAND ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ จากเดิมหุ้นละ 4 บาทเป็นหุ้นละ 1 บาท และจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญของบริษัทจำนวนไม่เกิน 111,066,191 หุ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีของบริษัท โดยมีรายละเอียด ดังนี้

รายการ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553	(ล้านบาท)
ส่วนของผู้ถือหุ้น ¹ (ล้านบาท)	4,404.50
จำนวนหุ้นที่จำหน่ายแล้วทั้งหมด (ล้านหุ้น)	1,027.36
ราคาหุ้นตามบัญชี (บาท/หุ้น)	4.23
รายการปรับปรุง	
บวก จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (ล้านหุ้น)	3,082.08
บวก จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นปันผล (ล้านหุ้น)	111.07
รวมจำนวนหุ้นหลังรายการปรับปรุง (ล้านหุ้น)	4,220.51
มูลค่าที่ตราไว้ (บาทต่อหุ้น)	1.00
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นหลังรายการปรับปรุง (บาท/หุ้น)	1.04

หมายเหตุ: /1 ไม่รวมส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

จากวิธีการคำนวณดังกล่าว มูลค่าตามบัญชีจากงบการเงินของกิจการ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 จะมีมูลค่าเท่ากับ 1.04 บาทต่อหุ้น (คำนวณโดยจำนวนหุ้นเท่ากับ 4,220.51 หุ้น) ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นที่เสนอขายเพื่อชำระค่าตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ที่หุ้นละ 1.83 บาท เป็นจำนวนเท่ากับ 0.79 บาทต่อหุ้น หรือ ต่ำกว่าเป็นมูลค่ารวม 3,334.20 ล้านบาท หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 43.17 ทั้งนี้ การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีนี้จะสะท้อนผลประกอบการและฐานะการเงิน ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง โดยไม่ได้สะท้อนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ในปัจจุบัน รวมทั้งมิได้สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของ GLAND ในอนาคต

วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted Book Value Approach)

การประเมินราคาหุ้นตามวิธีนี้จะประเมินจากการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี ด้วยรายการปรับปรุงมูลค่าตามราคาตลาดของที่ดินและสิ่งปลูกสร้างปัจจุบันใน GLAND ตามการประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ เพื่อให้สะท้อนมูลค่าของสินทรัพย์ตามราคาตลาดในปัจจุบัน ทั้งนี้ รายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี มีดังนี้

สรุปราคาประเมินสินทรัพย์ที่อยู่ในงบการเงินของบริษัทและบริษัทย่อยที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ

ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 คณะกรรมการของบริษัทได้มีมติให้ขายหุ้นสามัญใน KKCC ที่บริษัทถืออยู่ทั้งหมดคิดเป็นมูลค่ารวม 520.00 ล้านบาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้นำมูลค่าหุ้นสามัญของ KKCC ดังกล่าวมาเป็นหนึ่งในรายการพิจารณาปรับปรุงเพื่อให้ได้ราคายุติธรรมของมูลค่าหุ้นบริษัท รวมกับราคาประเมินมูลค่าสินทรัพย์ถาวรอื่นๆ ของบริษัทและบริษัทย่อย ซึ่งถูกประเมิน โดยผู้ประเมินอิสระ 2 ราย ได้แก่ บริษัท ไทยประเมินราคา ลิ้นซ์ ฟิลลิปส์ จำกัด (“ไทยประเมิน”) และ บริษัท ศศิรัชดา จำกัด (“ศศิรัชดา”) ซึ่งได้ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ได้แก่ โครงการ เบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โครงการเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) และที่ดินเปล่าโครงการเบิ้ล สกาย โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. สรุปราคาประเมินสินทรัพย์ของโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9

โครงการ เบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการที่พักอาศัยสูง 27 ชั้น 34 ชั้น 36 ชั้น 43 ชั้น อย่างละ 2 อาคาร พร้อมชั้นใต้ดิน มีพื้นที่ซึ่งขออนุญาตก่อสร้างรวมทั้งสิ้น 343,313 ตารางเมตร โดยอาคารทั้งหมดตั้งอยู่บนโฉดเดิมสูง 6 ชั้น ซึ่งพัฒนาเป็นพื้นที่พาณิชย์กรรมเพื่อเช่า จำนวน 2 ชั้น และพื้นที่สำหรับจอดรถยนต์จำนวน 4 ชั้น ปัจจุบันการก่อสร้างมีความคืบหน้ากว่าร้อยละ 30 สำหรับส่วนโฉดเดิม และร้อยละ 70 สำหรับอาคารในเฟสที่ 1 ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าเฟสที่ 1 ของโครงการ จำนวน 4 อาคารจะแล้วเสร็จในช่วงต้นปี 2555 และ เฟสที่ 2 อีกจำนวน 4 อาคารจะแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 2556

ผู้ถือกรรมสิทธิ์	วิธีการประเมินมูลค่า	สินทรัพย์	ราคาประเมิน (ล้านบาท)	
			ไทยประเมิน	ศรัทธา
บริษัท เบิ้ล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (บริษัท เดอะ ฟิวเจอร์แอสเซท จำกัด ถือกรรมสิทธิ์ร่วมในที่ดิน 1 แปลงเนื้อที่ 1 ตรว.)	1. วิธีต้นทุน	1. ที่ดินจำนวน 7 โฉนด เนื้อที่รวม 18-2-02 ไร่ (7,402 ตรว.)	1,546.25 ล้านบาท (โดยไม่ประเมินราคาที่ดินที่ติดภาระจำยอมเนื้อที่ 3-0-17 ไร่ คงเหลือที่ดินประเมินสุทธิ 15-1-85 ไร่ ในราคาตรว.ละ 250,000 บาท)	1,523.94 ล้านบาท (โดยประเมินราคาที่ดินเนื้อที่ 15-3-57 ไร่ ตรว.ละ 220,000 บาท ส่วนที่ดินที่มีภาระผูกพันเกี่ยวกับภาระจำยอมเนื้อที่ 2-2-45 ไร่ ประเมินตรว.ละ 120,000 บาท)
		2. อาคารพักอาศัยสูง 38-43 ชั้น และชั้นใต้ดิน 2 ชั้น จำนวน 8 อาคาร (ตามแบบแปลน)	2,826.30 ล้านบาท (ประเมินสภาพตามปริมาณก่อสร้าง ณ วันสำรวจ ร้อยละ 30 ของงานก่อสร้างทั้งหมด โดยมีมูลค่าอาคาร เมื่อแล้วเสร็จ 9,421.00 ล้านบาท)	2,696.02 ล้านบาท (ประเมินสภาพตามปริมาณก่อสร้าง ณ วันสำรวจร้อยละ 30 ของงานก่อสร้างทั้งหมด โดยมีมูลค่าก่อสร้างอาคารเมื่อแล้วเสร็จ เท่ากับ 8,986.72 ล้านบาท)
		รวมราคาประเมินตามวิธีต้นทุน	4,372.55 ล้านบาท	4,220.00 ล้านบาท
	2. วิธีมูลค่าคงเหลือ / วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีการตั้งสมมติฐานในการพัฒนา		4,395.00 ล้านบาท	4,206.02 ล้านบาท

2. สรุปราคาประเมินสินทรัพย์ของโครงการอาคารสำนักงาน เดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9

โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด B+ ถึง A- โดยมีพื้นที่เช่าประมาณ 66,000 ตารางเมตร ประกอบด้วย ส่วนโพเดียม ซึ่งเป็นอาคาร 8 ชั้น พร้อมชั้นใต้ดิน 1 ชั้น และส่วนสำนักงานเป็นอาคาร 2 อาคาร สูง 31 ชั้น และ 38 ชั้น ตามลำดับ ปัจจุบัน อาคารก่อสร้างเสร็จแล้วบางส่วน และได้เปิดใช้พื้นที่บางส่วน ได้แก่ ส่วนของอาคาร 8 ชั้น และชั้นใต้ดิน 1 ชั้น โดยชั้นใต้ดิน ชั้น 1 และชั้น 2 เป็นพื้นที่ส่วนสำนักงานให้เช่า ส่วนที่เหลือเป็นพื้นที่สำหรับจอดรถยนต์ ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะสามารถเริ่มเปิดให้บริการเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2556

ผู้ถือกรรมสิทธิ์	วิธีการประเมินมูลค่า	สินทรัพย์	ราคาประเมิน (ล้านบาท)	
			ไทยประเมิน	ศศิรัชดา
บริษัท แกรนด์ คาแนล แอนด์ จำกัด	1. วิธีต้นทุน	1. ที่ดินจำนวน 6 โฉนด เนื้อที่รวม 7-2-61 ไร่ (3,061 ตรว.)	576.32 ล้านบาท (โดยไม่ประเมินราคาที่ดินที่ติดภาระจำยอมเนื้อที่ 3-0-60 ไร่ คงเหลือที่ดินประเมินสุทธิ 4-2-01 ไร่ ในราคาตรว.ละ 320,000 บาท)	556.32 ล้านบาท (ประเมินราคาที่ดินส่วนที่ไม่มีการผูกพันเกี่ยวกับภาระจำยอม เนื้อที่ 3-3-75 ไร่ ตรว.ละ 240,000 บาท และส่วนที่มีการผูกพันเกี่ยวกับภาระจำยอม เนื้อที่ 3-2-86 ไร่ ตรว.ละ 120,000 บาท)
		2. อาคารสำนักงานสูง 38 ชั้น และ 31 ชั้น พร้อมชั้นใต้ดิน (อาคาร A,B) ตามแบบแปลน	724.50 ล้านบาท (ประเมินสภาพตามปริมาณก่อสร้าง ณ วันสำรวจ ร้อยละ 26 ของงานก่อสร้างทั้งหมด โดยมีมูลค่าอาคาร เมื่อแล้วเสร็จ 2,895.00 ล้านบาท)	889.31 ล้านบาท (ประเมินสภาพตามปริมาณก่อสร้าง ณ วันสำรวจร้อยละ 35 ของงานก่อสร้างทั้งหมด โดยมีมูลค่าก่อสร้างอาคารเมื่อแล้วเสร็จ เท่ากับ 3,024.85 ล้านบาท)
		รวมราคาประเมินตามวิธีต้นทุน	1,300.82 ล้านบาท	1,445.63 ล้านบาท
	2. วิธีมูลค่าคงเหลือ / วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีการตั้งสมมติฐานในการพัฒนา		1,315.00 ล้านบาท	1,492.32 ล้านบาท

3. สรุปราคาประเมินสินทรัพย์ของโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2)

โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด A+ โดยมีพื้นที่เช่าประมาณ 65,000 ตารางเมตร เป็นอาคารสูง 2 อาคาร สูง 26 ชั้น และ 36 ชั้นตามลำดับ ปัจจุบันบริษัทได้เริ่มก่อสร้างส่วนงานชั้นใต้ดิน เพื่อเชื่อมต่อกับศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 9

ผู้ถือกรรมสิทธิ์	สินทรัพย์	วิธีการประเมินมูลค่า	ราคาประเมิน (ล้านบาท)	
			ไทยประเมิน	ศศิรัชดา
บริษัท พระราม 9 แสควร์ จำกัด	สิทธิการเช่าที่ดินโฉนดเลขที่ 787, 2037 เนื้อที่รวม 5-0-98.3 ไร่ (2,098.3 ตรว.) พร้อมอาคารสำนักงานสูง 26 ชั้น และ 36 ชั้น ตามแบบแปลน	1. วิธีคิดเปรียบเทียบราคาตลาด และ ต้นทุนทดแทน	546.30 ล้านบาท ^{/1}	589.21 ล้านบาท ^{/1}
		2. วิธีรายได้	596.00 ล้านบาท	-

หมายเหตุ: /1 ไทยประเมินได้ประเมินสัญญาเช่าที่ดินระยะเวลาเช่าคงเหลือประมาณ 29 ปี 5 เดือน และคำนวณต่ออายุการเช่าซึ่งมีกำหนดเวลา 10 ปี รวมระยะเวลาเช่าคงเหลือ 39 ปี 5 เดือน ต่างกับศศิรัชดาที่ประเมินสัญญาเช่าที่ดินระยะเวลาเช่าคงเหลือ 29 ปี 4 เดือน โดยไม่นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาทำการประเมิน ทั้งนี้ การที่ไทยประเมินได้นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาประเมินด้วย เนื่องจากเห็นว่าสัญญาเช่าที่บริษัท พระราม 9 แสควร์ จำกัด ในฐานะผู้เช่า ทำกับบริษัท ซูเปอร์ แอสเซทส์ จำกัด และบริษัท ซีเคเอส โฮลดิ้ง จำกัด ในฐานะผู้ให้เช่า มีค้ำประกันที่ระบุไว้ เมื่อสัญญาเช่าครบกำหนดตามระยะเวลา และผู้เช่าไม่ทำผิดสัญญาข้อหนึ่งข้อใดที่เป็นสาระสำคัญของสัญญา ผู้เช่าจะสามารถต่ออายุการเช่าได้อีก 10 ปี อย่างไรก็ตาม สำหรับศศิรัชดา โดยการพิจารณาตามหลักความระมัดระวัง ศศิรัชดาเลือกที่จะประเมินสัญญาเช่าที่ดิน โดยไม่นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาทำการประเมิน

4. สรุปราคาประเมินสินทรัพย์ของโครงการเบิ้ล สกาย

โครงการเบิ้ล สกายเป็นโครงการอาคารที่พักอาศัย 15 อาคาร เป็นอาคารสูง 8 ชั้น ตั้งอยู่ที่ถนนกำแพงเพชร 6 (ถนนคู่ขนานกับถนนวิภาวดีรังสิต) เลียบกับทางรถไฟและพื้นที่โครงการอยู่ติดกับโรงแรมมิราเคิล แกรนด์ คอนเวนชั่น โดยมีจุดขายหลักของโครงการ ได้แก่ การคมนาคมที่สะดวกเนื่องจากทำเลที่ตั้งอยู่ติดถนนวิภาวดีรังสิตและดอนเมืองโทลเวย์ ประกอบกับอยู่ใกล้กับศูนย์ราชการจึงคาดว่าจะมีกำลังซื้อจากกลุ่มข้าราชการ โดยคาดว่าโครงการจะสามารถเริ่มทยอยรับรู้รายได้ตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 4 ปี 2553

ผู้ถือกรรมสิทธิ์	สินทรัพย์	วิธีการประเมินมูลค่า	ราคาประเมิน (ล้านบาท)	
			ไทยประเมิน	ศศิรัชดา
บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด	วิธีต้นทุน	ที่ดิน จำนวน 13 โฉนดเลขที่ 2003-2008, 3154-3160 เนื้อที่รวม 35-0-12.9 ไร่ (14,012.9 ตรว.) ไม่ประเมินพื้นที่ส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมคงเหลือเนื้อที่ประเมิน ราคา 31-0-19.9 ไร่ (12,419.9 ตรว.)	849.55 ล้านบาท (68,000 บาทต่อตารางวา)	807.29 ล้านบาท (65,000 บาทต่อตารางวา)

ตารางสรุปการปรับปรุงมูลค่าทางบัญชี

สินทรัพย์ถาวร	มูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2553 (ล้านบาท)	ราคาประเมิน / ราคาซื้อขาย (ล้านบาท)		ราคาประเมิน สูงกว่า / (ต่ำกว่า) มูลค่าตามบัญชี (ล้านบาท)	
		ต่ำสุด	สูงสุด	ต่ำสุด	สูงสุด
1. ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง โครงการ เบ็ด แกรนด์ พระราม 9	3,266.67	4,206.02	4,395.00	939.35	1,128.33
คำนวณ ตามสัดส่วนที่ GLAND ถืออยู่ใน เบ็ด ที่ร้อยละ 79.57	2,573.81	3,313.92	3,462.82	747.44	897.81
2. ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง โครงการอาคารสำนักงาน เดอะ ไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9	1253.72	1,300.82	1,492.32	47.10	238.60
3. สิทธิการเช่า และสิ่งปลูกสร้างโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาว เวอร์ แกรนด์ พระราม 9	216.96	546.30	596.00	329.34	379.04
คำนวณ ตามสัดส่วนที่ GLAND ถืออยู่ใน พระราม 9 ที่ร้อยละ 78.12	169.49	426.77	465.60	257.28	296.11
4. ที่ดินและสิ่งปลูกสร้างโครงการเบ็ด สกาย ^{/1}	767.60	807.29	849.55	39.69	81.95
5. มูลค่าหุ้นสามัญของ KKCC	480	520.00	-	40.00	
รวม ปรับมูลค่าทางบัญชีตามราคาประเมิน (หลังปรับสัดส่วนการถือหุ้น ในเบ็ด และพระราม 9 แล้ว)	5,270.10	6,401.61	6,304.57	1,131.51	1,514.47

/1 มูลค่าของสินทรัพย์ตามงบการเงินรวม เท่ากับ 578.06 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม มูลค่าดังกล่าวเป็นมูลค่าต้นทุนของสินทรัพย์เดิม โดยการบันทึกบัญชีแบบย้อนกลับ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงพิจารณาใช้มูลค่าที่ตามบริษัทได้มา

- รายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี

รายการ	ล้านบาท
ส่วนของผู้อถือหุ้นของ GLAND ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ^{/1}	4,404.5
บวก/(หัก) รายการปรับปรุงจากการประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ	1,131.51 – 1,514.47
มูลค่าตามบัญชีสุทธิหลังปรับปรุง	5,536.01 – 5,918.97
จำนวนหุ้น ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 (ล้านหุ้น)	1,027.36
รายการปรับปรุง	
บวก จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (ล้านหุ้น)	3,082.08
บวก จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นปันผล (ล้านหุ้น)	111.07
รวมจำนวนหุ้นหลังรายการปรับปรุง (ล้านหุ้น)	4,220.51
มูลค่าตามบัญชีสุทธิหลังปรับปรุง (บาทต่อหุ้น)	1.31 – 1.40

หมายเหตุ: /1 ไม่รวมส่วนของผู้อถือหุ้นส่วนน้อย

รายละเอียดการประเมินราคาสินทรัพย์ที่อยู่ในงบการเงินของบริษัทและบริษัทย่อย โดยผู้ประเมินราคาอิสระ

1. โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยไทยประเมิน

ไทยประเมินได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2554 โดยใช้ 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

วิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน

โดยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด จะใช้การวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้มาทำการประเมินราคา ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ในครั้งนี้ ไทยประเมินได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมิน จำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 241,000 – 360,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis) อย่างไรก็ดี

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดิน ไทยประเมินไม่ประเมินที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 3-0-17 ไร่ คงเหลือที่ดินที่ประเมินสุทธิ 15-1-85 ไร่ โดยประเมินราคาที่ดินตารางวาละ 250,000 บาท คิดเป็นมูลค่าของที่ดินรวมทั้งสิ้น 1,546.25 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้าง ไทยประเมินได้ประเมินโดยใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นวิธีประเมินโดยการประมาณการต้นทุนในการสร้างอาคารทดแทนใหม่ตามราคา ณ ปัจจุบัน แล้วหักลบด้วย

ความเสื่อมตามอายุการใช้งาน โดยประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 9,421 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 30 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ โดยไม่คิดค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างไปแล้วและค่าเตรียมการที่จะดำเนินการก่อสร้างต่อของงานที่ยังไม่ได้ดำเนินการ คิดเป็นมูลค่าสิ่งปลูกสร้าง ณ วันสำรวจ เป็นเงิน 2,826.30 ล้านบาท

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

จากการใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ ไทยประเมินได้ประเมินราคาที่ดินโดยการประเมินจากต้นทุนทดแทนของการก่อสร้างโครงการตามแบบแปลนของโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โดยราคาที่ดินประเมินจากมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ในส่วนพาณิชย์กรรม 4,167.5 ล้านบาท (ประมาณการพื้นที่ 33,340 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 125,000 บาทต่อตารางเมตร) และรายได้จากการขายพื้นที่ในส่วนพักอาศัย 14,071.92 ล้านบาท (ประมาณการพื้นที่ 165,552 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 85,000 บาทต่อตารางเมตร) จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 11.5 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไร 14,527 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าพัฒนาโครงการส่วนที่เหลือ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยคิดเป็นร้อยละจากรายได้รวมของโครงการ เช่น ค่าบริหารการขาย ร้อยละ 4 ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 1 รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 8 ต่อปี เป็นต้น จะคงเหลือมูลค่าปัจจุบันของโครงการประมาณ 4,395 ล้านบาท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยศศิรัชดา

ศศิรัชดาได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 7 มีนาคม 2554 โดยใช้ 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

วิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน เช่นเดียวกันกับไทยประเมิน

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ในครั้งนี้ ศศิรัชดาได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมิน โดยเป็นข้อมูลที่ดินเปล่าจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 300,000 – 350,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

อนึ่ง ศศิรัชดาเห็นควรให้ประเมินราคาที่ดินในส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมเนื้อที่ 2-2-45 ไร่ ด้วยโดยประเมินที่ดินส่วนดังกล่าวในราคา 120,000 บาทต่อตารางวา รวมเป็นเงิน 125.40 ล้านบาท ทั้งนี้ เนื่องจากศศิรัชดามีความเห็นว่า

ลักษณะของการจดทะเบียนจำยอม ทางเจ้าของแปลงที่ดินดังกล่าวยังได้รับผลประโยชน์จากการแปลงทรัพย์สินในเรื่องของการบริหารจัดการพื้นที่ดังกล่าว เช่น การจัดระเบียบทางเท้า การปิดประกาศ หรือป้ายโฆษณา รวมทั้งยังสามารถปลูกสร้างอาคารได้ดินในพื้นที่ดังกล่าวได้ แต่จะเสียสิทธิในส่วนของเรื่อง ทางเดิน ทางรถยนต์ ทางระบายน้ำฝนทั้งสองข้างถนน ไฟฟ้า ประปา ตลอดจนสาธารณูปโภคอื่นๆ นอกจากนี้ ศศิรัชดาฯ ยังเห็นว่าพื้นที่ที่ภาระจำยอมดังกล่าวเป็นพื้นที่ในส่วนของโครงการเดียวกัน และสามารถใช้ประโยชน์ต่อเนื่องและเอื้ออำนวยต่อกันได้ สำหรับที่ดินที่ไม่มีภาระผูกพันเกี่ยวกับภาระจำยอม เนื้อที่ 15-3-27 ไร่ นั้น ศศิรัชดาฯ ประเมินให้ในอัตราตารางวาละ 220,000 บาท รวมเป็นเงิน 1,398.54 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้างนั้น ศศิรัชดาฯ ได้ใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) โดยประเมินราคาค่าต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 8,986.82 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 30 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ โดยไม่คิดค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างไปแล้ว เนื่องจากศศิรัชดาฯ เห็นว่า ได้มีการรื้อถอนและสร้างใหม่ในส่วนของงานโครงสร้าง (Structural Work) จากโครงสร้างเดิมขึ้นได้ดิน 2 ชั้น และส่วนอื่นๆ เป็นงานก่อสร้างใหม่ทั้งหมด รวมเป็นเงิน 2,696.02 ล้านบาท

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

จากการใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ ศศิรัชดาฯ ได้ประเมินราคาที่ดินโดยการประเมินจากต้นทุนทดแทนของการก่อสร้างโครงการตามแบบแปลนของโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โดยราคาที่ดินประเมินจากมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ในสวนพลาชียกรรม และส่วนพักอาศัยรวม 15,744.66 ล้านบาท (จากการประมาณการพื้นที่สวนพลาชียกรรม 33,340 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 80,000 บาทต่อตารางเมตร และพื้นที่ส่วนพักอาศัย 165,552 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 75,000 บาทต่อตารางเมตร) จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไร 6,702.06 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าพัฒนาโครงการทั้งหมดของโครงการ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ซึ่งคิดเป็นร้อยละจากมูลค่าโครงการ เช่น ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ร้อยละ 4 ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 2 รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 7 ต่อปี เป็นต้น จะได้มูลค่าที่ดินของโครงการคงเหลือ 1,507.60 ล้านบาท หรือ 204,000 บาทต่อตารางวา

ดังนั้น ศศิรัชดาฯ จึงประเมินมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน ณ วันสำรวจ โดยวิธีการตั้งสมมติฐานในการพัฒนา รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 4,206.02 ล้านบาท

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินที่ดินที่อ้างอิงจากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระใช้ประเมินที่ดินนั้นมีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความชัดเจน สามารถหาราคาเปรียบเทียบจากที่ดินแปลงอื่นๆ

หลายแปลงในละแวกใกล้เคียงซึ่งมีรายการซื้อขาย หรือมีราคาเสนอซื้อเสนอขาย ในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ได้ราคาที่เป็นปัจจุบัน สะท้อนราคาที่แท้จริงของที่ดินที่ซื้อขายกันในพื้นที่ดังกล่าว

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าไทยประเมินไม่ได้ทำการประเมินมูลค่าที่ดินภาระจำยอม ภายใต้หลักความระมัดระวัง (Conservative approach) ในขณะที่ศศิธรดามีการประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่าการประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอมมีความสมเหตุสมผลเนื่องจากเหตุผล ดังนี้

1. ที่ดินภาระจำยอมดังกล่าวสามารถนำมาใช้รวม ในการประเมินอัตราส่วนพื้นที่ก่อสร้างอาคารต่อเนื้อที่ดิน (Floor area ratio: FAR) ดังนั้น จึงยังคงสามารถก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือครองกรรมสิทธิ์ในที่ดินดังกล่าวได้
2. นอกเหนือจากการยอมให้ผู้อื่นใช้เป็นทางเดินหรือทางรถยนต์ ที่ดินภาระจำยอมสามารถนำมาหาผลประโยชน์อื่นๆได้ หลายรูปแบบ เช่น การปลูกสร้างอาคารไต่ดิน หรือการปลูกสร้างอาคาร / สะพานครอบคลุมพื้นที่ในส่วนภาระจำยอมดังกล่าว

อย่างไรก็ดี แม้ว่าไทยประเมิน ไม่ได้นำที่ดินภาระจำยอมมาประเมินมูลค่าด้วย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังคงจะนำมูลค่าที่ดินที่ไทยประเมินประเมินได้มาทำการเปรียบเทียบด้วย เพื่อกำหนดช่วงราคาที่เหมาะสม

สำหรับเนื้อที่ของทางภาระจำยอมที่ไทยประเมิน และศศิธรดาประเมินไม่เท่ากันนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ เห็นว่ามีสาเหตุมาจากทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันจึงขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดและมุมมองอิสระของผู้ประเมิน ราคาอิสระแต่ละราย

สำหรับการประเมินมูลค่าสิ่งปลูกสร้างที่อ้างอิงจากวิธีต้นทุนทดแทนนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการประเมินด้วยวิธีดังกล่าวมีความเหมาะสมเช่นเดียวกัน ทั้งนี้เนื่องจากจะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของอาคาร หากต้องมีการก่อสร้างใหม่ โดยใช้ต้นทุนค่าก่อสร้างในปัจจุบัน

สำหรับการประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าคงเหลือ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าเป็นอีกหนึ่งวิธีที่มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีประมาณการมูลค่าสินทรัพย์จากประมาณการรายได้ของโครงการหลังหักต้นทุนค่าก่อสร้างและผลกำไรที่เกิดขึ้นจากโครงการ อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าวิธีการดังกล่าวมูลค่าของสินทรัพย์ที่ประเมินได้จะขึ้นกับสมมติฐานของผู้ประเมินอิสระ

จากการเปรียบเทียบมูลค่าของสินทรัพย์ของโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ตามมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตามราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย จะเห็นว่าสินทรัพย์ดังกล่าวมีราคาประเมินสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 เป็นจำนวน 939.35 – 1,128.33 ล้านบาท โดยเมื่อนำไปหักส่วนของผู้ออกหุ้นส่วนน้อยในบริษัท เบิ้ล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด ราคาประเมินที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 จะคงเหลือ 747.44 – 897.81 ล้านบาท

2. โครงการเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยไทยประเมิน

ไทยประเมินได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2554 โดยใช้ 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

วิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน

โดยในการประเมินราคาที่ดินโครงการเดอะ ไนน์ ในครั้งนี้ ไทยประเมินได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 241,000 – 360,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดิน ไทยประเมินไม่ประเมินที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 3-0-60 ไร่ คงเหลือที่ดินที่ประเมินสุทธิ 4-2-01 ไร่ โดยประเมินราคาที่ดินตารางวาละ 320,000 บาท รวมมูลค่าที่ดิน 576.32 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้าง ไทยประเมินได้ประเมินโดยใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) โดยประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 762.58 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 26 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ หักด้วยค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างแล้วในอัตราร้อยละ 5 ของมูลค่าอาคารที่คำนวณได้ดังกล่าวข้างต้น รวมเป็นมูลค่าอาคารและสิ่งปลูกสร้างในปัจจุบันเท่ากับ 724.45 ล้านบาท และคิดเป็นมูลค่าอาคารและสิ่งปลูกสร้างเมื่อแล้วเสร็จเท่ากับ 2,894.87 ล้านบาท

ดังนั้น ไทยประเมินจึงประเมินมูลค่าตลาดของทรัพย์สิน ณ วันสำรวจ โดยวิธีการตั้งสมมติฐานในการพัฒนา รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 1,300.82 ล้านบาท

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

จากการใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ ไทยประเมินได้ประเมินราคาที่ดินโดยการประเมินจากต้นทุนทดแทนของการก่อสร้างโครงการตามแบบแปลน โดยราคาที่ดินประเมินจากมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ในสวนพลาซ่าและศูนย์การค้า และส่วนสำนักงานรวม 5,936.51 ล้านบาท (จากการประมาณการพื้นที่สวนพลาซ่าและศูนย์การค้า 6,962 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 120,000 บาทต่อตารางเมตร และพื้นที่ส่วนสำนักงาน 78,478 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 65,000 บาทต่อตารางเมตร) จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไร 4,541.43 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าพัฒนาโครงการส่วนที่เหลือที่ยังไม่ได้ดำเนินการ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยคิดเป็นร้อยละจากรายได้รวมของโครงการ เช่น ค่าบริหารการขาย ร้อยละ 4 ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 1 รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 8 ต่อปี เป็นต้น จะคงเหลือมูลค่าปัจจุบันของโครงการประมาณ 1,314.54 ล้านบาท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยศศิรัชดา

ศศิรัชดาได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 7 มีนาคม 2554 โดยใช้ 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

วิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน เช่นเดียวกันกับไทยประเมิน

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการเดอะ ไนน์ ในครั้งนี้ ศศิรัชดาได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 300,000 – 350,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

อนึ่ง ศศิรัชดาเห็นควรให้ประเมินราคาที่ดินในส่วนที่เป็นทางภาระจำยอมเนื้อที่ 3-2-86 ไร่ ด้วย โดยประเมินในที่ดินส่วนดังกล่าว ในราคา 120,000 บาทต่อตารางวา รวมเป็นเงิน 178.32 ล้านบาท ทั้งนี้ เนื่องจากศศิรัชดามีความเห็นว่าการบริหารจัดการพื้นที่ดังกล่าว เช่น การจัดระเบียบทางเท้า การปิดประกาศ หรือป้ายโฆษณา รวมทั้งยังสามารถปลูกสร้างอาคารครอบเนื้อพื้นดินและไต่ดินในพื้นที่ดังกล่าวได้ (โดยอาคารที่ครอบเนื้อพื้นดินจะต้องมีความสูงไม่ต่ำกว่า 5.5 เมตร จากผิวจราจรของถนนสาธารณะ ในลักษณะที่ใช้ประโยชน์ต่อเนื่องและเชื่อมอเนกนวยต่อกันได้) แต่จะเสียสิทธิในส่วนของเรื่องทางเดิน ทางรถยนต์ ทางระบายน้ำฝนทั้งสองข้างถนน ไฟฟ้า ประปา ตลอดจนสาธารณูปโภคอื่นๆ นอกจากนี้ ศศิรัชดา ยังเห็นว่าพื้นที่ภาระจำยอมดังกล่าวเป็นพื้นที่ในส่วนของโครงการเดียวกัน และสามารถให้ประโยชน์ต่อเนื่องและเชื่อมอเนกนวยต่อกันได้ สำหรับที่ดินที่ไม่มีการผูกพันเกี่ยวกับภาระจำยอม ศศิรัชดาประเมินให้ในอัตราตารางวาละ 240,000 บาท รวมเป็นเงิน 378.00 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้างนั้น ศศิรัชดาได้ประเมินโดยใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) โดยประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 3,024.85 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 35 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ หักด้วยค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างแล้วในอัตราร้อยละ 16 (7ปี ร้อยละ 2 ต่อปี) ของมูลค่าอาคารที่คำนวณได้ดังกล่าวข้างต้น หรือคิดเป็นค่าเสื่อมราคารวมเท่ากับ 169.39 ล้านบาท

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

จากการใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ ศศิรัชดาได้ประเมินราคาที่ดินโดยการประเมินจากต้นทุนทดแทนของการก่อสร้างโครงการตามแบบแปลน โดยราคาที่ดินประเมินจากมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ในส่วนพลาซ่าและศูนย์การค้า และส่วนสำนักงานรวม 5,300.45 ล้านบาท (จากการประมาณการพื้นที่ส่วนพลาซ่าและศูนย์การค้า 6,962 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 85,000 บาทต่อตารางเมตร และพื้นที่ส่วนส่วนสำนักงาน 78,478 ตารางเมตร โดยคิดรายได้จากการขายอัตรา 60,000 บาทต่อตารางเมตร) จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไร 2,256.25 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าพัฒนาโครงการทั้งหมดของโครงการ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ซึ่งคิดเป็นร้อยละจากมูลค่าโครงการ เช่น ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ร้อยละ 4 ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 2 รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 7 ต่อปี เป็นต้น จะได้มูลค่าที่ดินของโครงการคงเหลือ 604.20 ล้านบาท หรือ 197,000 บาทต่อตารางวา

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินที่ดินที่อ้างอิงจากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระใช้ประเมินที่ดินนั้นมีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความชัดเจน สามารถหาราคาเปรียบเทียบจากที่ดินแปลงอื่นๆ หลายแปลงในละแวกใกล้เคียงซึ่งมีรายการซื้อขาย หรือมีราคาเสนอซื้อเสนอขาย ในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ได้ราคาที่เป็นปัจจุบัน และสะท้อนราคาที่เหมาะสมของที่ดินที่ซื้อขายกันในพื้นที่ดังกล่าว

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าทั้งไทยประเมินไม่ได้ทำการประเมินมูลค่าที่ดินภาระจำยอม ภายใต้หลักความระมัดระวัง (Conservative approach) ในขณะที่ศศิธรฯมีการประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่าการประเมินมูลค่าให้กับที่ดินภาระจำยอมมีความสมเหตุสมผลเนื่องจากเหตุผล ดังนี้

1. ที่ดินภาระจำยอมดังกล่าวสามารถนำมาใช้รวม ในการประเมินอัตราส่วนพื้นที่ก่อสร้างอาคารต่อเนื้อที่ดิน (Floor area ratio: FAR) ดังนั้น จึงยังคงสามารถก่อให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือกรรมสิทธิ์ในที่ดินดังกล่าวได้
2. นอกเหนือจากการยอมให้ผู้อื่นใช้เป็นทางเดินหรือทางรถยนต์ ที่ดินภาระจำยอมสามารถนำมาหาผลประโยชน์อื่นๆ ได้ หลายรูปแบบ เช่น การปลูกสร้างอาคารได้ดิน หรือการปลูกสร้างอาคาร / สะพานครอบคลุมพื้นที่ในส่วนภาระจำยอมดังกล่าว

อย่างไรก็ดี แม้ว่าไทยประเมิน ไม่ได้นำที่ดินภาระจำยอมมาประเมินมูลค่าด้วย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังคงจะนำมูลค่าที่ดินที่ไทยประเมินประเมินได้มาทำการเปรียบเทียบด้วย เพื่อกำหนดช่วงราคาที่เหมาะสม

สำหรับเนื้อที่ของทางภาระจำยอมที่ไทยประเมิน และศศิธรฯประเมินไม่เท่ากันนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ เห็นว่ามีสาเหตุมาจากทางภาระจำยอมของที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอาคารสำนักงาน เดอะ ไนน์ ไม่ได้มีการจดทะเบียนพื้นที่ตายตัวเหมือนกับโฉนดที่ดิน พื้นที่ที่แตกต่างกันจึงขึ้นอยู่กับการวัดเนื้อที่ตามวิธีการวัดและมุมมองอิสระของผู้ประเมินราคาอิสระแต่ละราย

สำหรับการประเมินมูลค่าสิ่งปลูกสร้างที่อ้างอิงจากวิธีต้นทุนทดแทนนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระก็มีความเห็นว่าการประเมินด้วยวิธีดังกล่าวมีความเหมาะสมเช่นเดียวกัน ทั้งนี้เนื่องจากจะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของอาคารหากต้องมีการก่อสร้างใหม่ โดยใช้ต้นทุนค่าก่อสร้างในปัจจุบัน

สำหรับการประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าคงเหลือ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าเป็นอีกหนึ่งวิธีที่มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีประมาณการมูลค่าสินทรัพย์จากประมาณการรายได้ของโครงการหลังหักต้นทุนค่าก่อสร้างและผลกำไรที่เกิดขึ้นจากโครงการ อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าวิธีการดังกล่าวมูลค่าของสินทรัพย์ที่ประเมินได้จะขึ้นกับสมมติฐานของผู้ประเมินอิสระ

จากการเปรียบเทียบมูลค่าของสินทรัพย์ของโครงการ เดอะ ไนน์ ตามมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตามราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย จะเห็นว่าสินทรัพย์ดังกล่าวมีราคาประเมินสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 เป็นจำนวน 47.10 – 238.60 ล้านบาท

3. โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2)

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยไทยประเมิน

ไทยประเมินได้ประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง ณ วันที่ 7 มีนาคม 2554 โดยใช้ 2 วิธี ได้แก่ วิธีต้นทุนทดแทน และวิธีรายได้

1. วิธีคิดจากต้นทุนทดแทน

การประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินและสิ่งปลูกสร้างของโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) ด้วยวิธีคิดจากต้นทุนทดแทนนั้น ไทยประเมินจะทำการประเมินโดยมีขั้นตอน ดังนี้

- ประเมินมูลค่าที่ดิน ด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) และวิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)
- นำมูลค่าที่ดินที่ได้จากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดไปประเมินหามูลค่าสิทธิการเช่าด้วยวิธีต้นทุนทดแทน
- นำมูลค่าสิทธิการเช่าดังกล่าวไปคำนวณรวมกับมูลค่าอาคารและสิ่งปลูกสร้าง ซึ่งประเมินโดยวิธีต้นทุน (Cost Approach)

การประเมินมูลค่าที่ดิน

- วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด

การประเมินราคาที่ดินโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) โดยการใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาดในครั้งนี้ ไทยประเมินได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่า ในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงรวมจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกข้อมูลที่ดินว่างเปล่าที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 241,000 – 360,000 บาทต่อตารางวา มาเป็นตัวแปรในการพิจารณาราคาสิทธิการเช่าของโครงการซึ่งมีเนื้อที่ 5-0-98.3 ไร่ โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis) โดยได้ราคาประเมินที่ดินว่างเปล่า เท่ากับ 400,000 บาทต่อตารางวา

- วิธีมูลค่าคงเหลือ

ไทยประเมินยังได้ประเมินราคาที่ดินตามวิธีมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ขาย 86,427.9 ตารางเมตร ในอัตรา 80,000 บาทต่อตารางเมตร คิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไร เท่ากับ 5,289.39 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าก่อสร้างรวมทั้งโครงการที่ยังไม่ได้ดำเนินการ ที่เท่ากับ 3,066.20 ล้านบาท (ส่วนที่นอกเหนือจากมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างเสร็จแล้วในอัตราร้อยละ 0.69) และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าบริหารการขาย ค่าบริหารโครงการ ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ค่าธรรมเนียมการโอน รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ (คิดดอกเบี้ยในอัตรา

ร้อยละ 8 ต่อปี) จะคงเหลือมูลค่าที่ดินประมาณ 859.30 ล้านบาท คิดเป็นราคาประเมินที่ดินดิบประมาณ 400,000 บาทต่อตารางวา เช่นเดียวกับราคาประเมินโดยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด

การประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดิน

การประเมินราคาสิทธิการเช่าโดยวิธีนี้ เป็นการประเมินจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของส่วนต่างระหว่างรายได้ค่าเช่าที่ดินตามราคาตลาด และค่าเช่าที่ดินจ่ายตามสัญญาในระยะเวลาอายุสัญญาเช่าที่เหลือ 39 ปี 5 เดือน โดยประมาณการรายได้ หรือค่าเช่าตลาดโดยคิดอัตราผลตอบแทนที่ร้อยละ 3 ต่อปีของมูลค่าที่ดินที่ได้จากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด ตารางวาละ 400,000 บาท โดยมีอัตราเพิ่มค่าเช่าตลาดร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี ทั้งนี้ ในการประมาณการรายได้ดังกล่าว ไทยประเมินใช้อัตราคิดลดร้อยละ 7.4 โดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 29 ปี (ร้อยละ 4.34) บวกด้วยค่า Risk Premium Rate (ร้อยละ 3) จะได้ราคาประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินเท่ากับ 525 ล้านบาท

การประเมินมูลค่าอาคารและสิ่งปลูกสร้าง

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้างนั้น ไทยประเมินได้ใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 3,087.50 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 0.69 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ โดยไม่คิดค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างไปแล้วและค่าเตรียมการที่จะดำเนินการก่อสร้างต่อของงานที่ยังไม่ได้ดำเนินการ คงเหลือมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วเท่ากับ 21.30 ล้านบาท

ดังนั้น เมื่อคำนวณมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดิน รวมกับมูลค่าสิ่งปลูกสร้างปัจจุบันของโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) แล้วจะได้มูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง เท่ากับ 546.30 ล้านบาท

2. วิธีรายได้

การประเมินราคาสิทธิการเช่าโดยวิธีนี้ เป็นการประเมินจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรจากการดำเนินงานของโครงการ โดยมีสมมติฐานหลักในการประเมินมูลค่าดังนี้

- รายได้

1. รายได้จากพื้นที่เช่า

คำนวณพื้นที่สำนักงานตามแบบแปลนรวม 97,175 ตารางเมตร และประมาณการพื้นที่ส่วนกลางร้อยละ 15 คงเหลือเป็นพื้นที่เช่า 82,598.75 ตารางเมตร โดยมีอัตราค่าเช่าเฉลี่ยสำหรับอาคารของโครงการเท่ากับตารางเมตรละ 500 บาทต่อเดือน โดย ณ ปีสัญญาที่ 8 (ก.ค. 2557 - มิ.ย. 2558) ประมาณการอัตราเพิ่มค่าเช่าเท่ากับร้อยละ 8 และ ณ ปีสัญญาที่ 9 (ก.ค. 2558 - มิ.ย. 2559) ประมาณการอัตราเพิ่มค่าเช่าเท่ากับร้อยละ 5 หลังจากนั้นประมาณการอัตราเพิ่มขึ้นร้อยละ 3 เท่ากันทุกปี การประมาณการเพิ่มอัตราค่าเช่าที่สูงในช่วงปีแรกๆ นั้น ไทยประเมินได้ให้เหตุผลว่าในช่วงปีดังกล่าว คาดว่าโครงการศูนย์การค้าที่จะเกิดขึ้นในที่ดินผืนเดียวกันนี้ จะเป็นโครงการที่ช่วยดึงดูดให้มีผู้สนใจโครงการอาคารสำนักงานส่วนที่ประเมินราคาเพิ่มขึ้นจากเดิม ทำให้คาดว่าจะสามารถเพิ่มขึ้นเช่าได้ในอัตราที่สูงขึ้น

สำหรับอัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy Rate) สามารถสรุปสมมติฐานได้ตามตารางด้านล่าง

ปีแห่งการเช่า	ระยะเวลา	อัตราการเช่าพื้นที่ (ร้อยละ)
8	ก.ค. 2557 – มิ.ย. 2558	40
9	ก.ค. 2558 – มิ.ย. 2559	50
10	ก.ค. 2559 – มิ.ย. 2560	60
11	ก.ค. 2560 – มิ.ย. 2561	70
12 – 14	ก.ค. 2562 – มิ.ย. 2564	75
15 – 18	ก.ค. 2563 – มิ.ย. 2568	80
19 – 21	ก.ค. 2569 – มิ.ย. 2571	85
22 – 42	ก.ค. 2571 – มิ.ย. 2592	88

2. รายได้จากที่จอดรถ

ประมาณการรายได้จากที่จอดรถเท่ากับร้อยละ 5 ของรายได้จากพื้นที่เช่า ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใกล้เคียงกับธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงานโดยทั่วไป

3. รายได้ค่าไฟฟ้าและสาธารณูปโภคต่างๆ

ประมาณการรายได้จากค่าไฟฟ้า และสาธารณูปโภคต่างๆ เท่ากับ ร้อยละ 15 ของรายได้จากพื้นที่เช่า ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใกล้เคียงกับธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงานโดยทั่วไปซึ่งอยู่ที่ประมาณร้อยละ 10-18

- ค่าใช้จ่าย

ประมาณการอัตราส่วนรายจ่ายของโครงการ รายได้ค่าไฟฟ้า และสาธารณูปโภค โดยพิจารณาจากมาตรฐานโดยทั่วไปของธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงาน พิจารณาประกอบกับข้อมูลของโครงการ โดยมีประมาณการค่าใช้จ่ายต่างๆ ดังนี้

- 1) ค่าเช่าที่ดินจ่าย ตามที่กำหนดไว้ในสัญญาเช่า
- 2) ค่าก่อสร้างอาคาร ประมาณการต้นทุนจากแบบแปลน โดยประมาณการค่าก่อสร้างเท่ากับ 3,087.5 ล้านบาท แบ่งจ่าย 3 ปีตามประมาณการระยะเวลาก่อสร้าง เท่ากันทุกปี ปีละ 1,029.17 ล้านบาท
- 3) ต้นทุนขายของอาคารประมาณร้อยละ 20 ของรายได้รวม
- 4) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารประมาณร้อยละ 10 ของรายได้รวม
- 5) ค่าใช้จ่ายในการดูแล และบำรุงรักษา ประมาณร้อยละ 1 ของรายได้รวม
- 6) ค่าปรับปรุงซ่อมแซม (Renovation Expense Reservation) ประมาณร้อยละ 2 ของรายได้รวม
- 7) ค่าเบี้ยประกันภัยและภาษี คิดค่าเบี้ยประกันภัยร้อยละ 0.1 ของรายได้ และภาษีโรงเรือนและที่ดิน ร้อยละ 12.5 ของรายได้จากการเช่า โดยประมาณรายได้จากการเช่าเท่ากับร้อยละ 50 ของรายได้จากพื้นที่เช่า

- อัตราส่วนลด

ไทยประเมินใช้อัตราคิดลดร้อยละ 9.65 โดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 29 ปี (ร้อยละ 4.34) บวกด้วยค่า Risk Premium Rate (ร้อยละ 5.3) จะได้ราคาประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินเท่ากับ 596 ล้านบาท ทั้งนี้ การที่ Risk Premium Rate ของการประเมินด้วยวิธีรายได้สูงกว่า วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด มีสาเหตุมาจากการลงทุนและให้เข้าพื้นที่อาคารจะมีความเสี่ยงสูงกว่าการให้เช่าที่ดิน

จากการประเมินโดยวิธีรายได้ จะได้ราคาประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าเท่ากับ 596 ล้านบาท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยศศิรัชดา

การประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) ศศิรัชดาจะทำการประเมินมูลค่าที่ดินก่อน จากนั้นจึงนำมูลค่าที่ดินดังกล่าวไปประเมินมูลค่าสิทธิการเช่า ทั้งนี้ ศศิรัชดาได้ประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง ณ วันที่ 7 มีนาคม 2554 โดยใช้วิธีต้นทุนทดแทน

สำหรับการประเมินมูลค่าที่ดิน และสิ่งปลูกสร้างก่อนนำไปคิดมูลค่าสิทธิการเช่า นั้น ไทยประเมินได้ใช้วิธีประเมินมูลค่า 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

ศศิรัชดาประเมินมูลค่าทรัพย์สินด้วยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งวิธีการนี้จะพิจารณามูลค่าของทรัพย์สินจากมูลค่าที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง อนึ่ง จากการที่ทรัพย์สินที่ประเมินราคาเป็นที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างซึ่งก่อสร้างขึ้นเองตามแบบแปลนเฉพาะ จึงไม่สามารถหาข้อมูลเปรียบเทียบที่มีความคล้ายคลึงกับทรัพย์สินมาเปรียบเทียบได้ ดังนั้น จึงไม่อาจใช้วิธีเปรียบเทียบตลาดในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ผู้ประเมินราคาได้ใช้วิธีการเปรียบเทียบตลาดเฉพาะในส่วนของที่ดิน ส่วนสิ่งปลูกสร้างอาคารใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุนแล้วนำมูลค่าทั้งสองส่วนรวมกันเป็นมูลค่าของทรัพย์สิน

โดยในการประเมินราคาที่ดินโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) โดยการใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาดในครั้งนี้ ศศิรัชดาได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่า ในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงรวมจำนวน 5 ข้อมูล แล้วคัดเลือกข้อมูลที่ดินว่างเปล่า ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมินจำนวน 4 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 300,000 – 350,000 บาทต่อตารางวา มาเป็นตัวแปรในการพิจารณาราคาที่ดินของโครงการพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis) ซึ่งจะได้ราคาขายที่ดินเท่ากับ 370,000 บาทต่อตารางวา

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

ศศิรัชดายังได้ประเมินราคาที่ดินโดยการใช้วิธีการตั้งสมมติฐานในการพัฒนา (Hypothetical Development Method) หรือวิธีการคิดจากมูลค่าคงเหลือ (Residual Method) เปรียบเทียบอีกวิธีหนึ่ง ซึ่งวิธีการนี้เป็นแนวทางประเมินที่ดินเปล่าหรือโครงการที่ยังก่อสร้างไม่แล้วเสร็จ โดยพิจารณาถึงศักยภาพที่ดินหรือโครงการ โดยสมมติให้มีการพัฒนาที่ได้ประโยชน์สูงสุดและดีที่สุด (Highest and Best Use) ตามภาวะตลาดขณะนั้น และลดทอนค่าพัฒนาทั้งหลายรวมทั้งค่าอาคารออกให้เหลือแต่ค่าที่ดินหรือมูลค่าโครงการตามที่ได้ก่อสร้างไปแล้ว

โดยวิธีการนี้จะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ขาย 79,612.80 ตารางเมตร โดยมีราคาขายเฉลี่ยในอัตรา 83,000 บาทต่อตารางเมตร ทั้งนี้ อัตรารายได้ต่อพื้นที่ขายดังกล่าว อ้างอิงจากข้อมูลตลาดจากการสำรวจที่ศิริราชเลือกมาจำนวน 4 ข้อมูล และให้คะแนนตามวิธี WQS จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าโครงการหลังหักกำไรเท่ากับ 3,709.14 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าก่อสร้างรวมทั้งโครงการ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าบริหารการขาย ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ของมูลค่าโครงการ ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 2 ของมูลค่าโครงการ รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 7 ต่อปี เป็นต้น จะคงเหลือมูลค่าที่ดินประมาณ 735.59 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาประเมินที่ดินดิบประมาณ 366,000 บาทต่อตารางวา ซึ่งมีมูลค่าที่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่ดินที่ได้จากการเปรียบเทียบราคาตลาดที่ 400,000 บาทต่อตารางวา

จากราคาประเมินที่ดิน ค่าเช่าพื้นที่ และต้นทุนค่าก่อสร้างดังกล่าวข้างต้น ไทยประเมินได้ประเมินราคาสถิติการเช่าที่ดิน โดยการนำราคาที่ดินที่ได้จากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ 370,000 บาทต่อตารางวา มาประเมินราคาสถิติการเช่า โดยประเมินจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของส่วนต่างระหว่างรายได้ค่าเช่าที่ดินตามราคาตลาด และค่าเช่าที่ดินจ่ายตามสัญญาในระยะเวลาอายุสัญญาเช่าที่เหลือ 29 ปี 4 เดือน จากการประมาณการรายได้ หรือค่าเช่าตลาดโดยคิดอัตราผลตอบแทนที่ร้อยละ 4 ต่อปีของมูลค่าที่ดินตารางวาละ 370,000 บาท คิดเป็นอัตราค่าเช่าตลาด เท่ากับ 14,800 บาทต่อตารางวาต่อเดือน หรือคิดเป็นค่าเช่ารวมปีละ 356.92 ล้านบาท โดยพิจารณาจากการใช้ประโยชน์สูงสุดของที่ดินที่สามารถพัฒนาและใช้ประโยชน์ได้สูงสุด และได้ปรับเพิ่มอัตราค่าเช่าตลาดร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนดังกล่าว อ้างอิงผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในธุรกิจ โดยได้จากการสำรวจข้อมูลตลาดในปัจจุบันของผู้ประกอบการธุรกิจประเภทสำนักงานใกล้เคียง

ในการประมาณการรายได้ดังกล่าว ศิริราชใช้อัตราคิดลดร้อยละ 7 ต่อปี โดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 30 ปี (ร้อยละ 4.83) และอัตราความเสี่ยงของกิจการจากการประเมินของศิริราชตามวิธีดังกล่าวข้างต้น จะได้ราคาประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่ดินเท่ากับ 568.24 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้างนั้น ศิริราชได้ใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 3,038.48 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 0.69 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ โดยไม่คิดค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างไปแล้วและค่าเตรียมการที่จะดำเนินการก่อสร้างต่อของงานที่ยังไม่ได้ดำเนินการ จะได้ราคาประเมินอาคาร ณ วันสำรวจเท่ากับ 20.97 ล้านบาท

ดังนั้น มูลค่ารวมสิทธิการเช่าที่ดินและอาคาร ณ วันสำรวจเท่ากับ 589.21 ล้านบาท จากการประเมินของศิริราช

ดา

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า จากการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่า โดยผู้ประเมินอิสระทั้ง 2 รายข้างต้น ด้วยวิธีมูลค่าตลาดซึ่งคำนวณจากการประมาณการรายได้สุทธิจากการให้เช่าที่ดินระยะยาวตามอายุสัญญาเช่า

เป็นวิธีที่เหมาะสมเนื่องจากสิทธิการเช่าที่ดิน สามารถก่อให้เกิดรายได้ในอนาคต ในขณะที่ การใช้วิธีรายได้ในการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าก็เป็นวิธีที่เหมาะสมเช่นกัน เนื่องจากเป็นการผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของกำไรจากการดำเนินงานของโครงการ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าทั้งไทยประเมิน และศศิรัชดามีการใช้สมมติฐานเกี่ยวกับระยะเวลาเช่าคงเหลือที่แตกต่างกัน โดยไทยประเมินได้ประเมินสัญญาเช่าที่ดินระยะเวลาเช่าคงเหลือประมาณ 29 ปี 5 เดือน และคำนวณต่ออายุการเช่าซึ่งมีกำหนดเวลา 10 ปี รวมระยะเวลาเช่าคงเหลือ 39 ปี 5 เดือน ต่างกับศศิรัชดาที่ประเมินสัญญาเช่าที่ดินระยะเวลาเช่าคงเหลือ 29 ปี 4 เดือน โดยไม่นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาทำการประเมิน ทั้งนี้ การที่ไทยประเมินได้นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาประเมินด้วย เนื่องจากเห็นว่าสัญญาเช่าที่บริษัท พระราม 9 แสควร์ จำกัด ในฐานะผู้เช่า ทำกับบริษัท ซุปเปอร์ แอสเซทส์ จำกัด และบริษัท ซีเคเอส โฮลดิ้ง จำกัด ในฐานะผู้ให้เช่า มีคำมั่นที่ระบุว่า เมื่อสัญญาเช่าครบกำหนดตามระยะเวลา และผู้เช่าไม่ได้ทำผิดสัญญาข้อหนึ่งข้อใดที่เป็นสาระสำคัญของสัญญา ผู้เช่าจะสามารถต่ออายุการเช่าได้อีก 10 ปี อย่างไรก็ดี สำหรับศศิรัชดา โดยการพิจารณาตามหลักความระมัดระวัง ศศิรัชดาเลือกที่จะประเมินสัญญาเช่าที่ดิน โดยไม่นำคำนวณต่ออายุการเช่ามาทำการประเมิน

จากการเปรียบเทียบมูลค่าของสินทรัพย์ของโครงการ จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 มูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตามราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย จะเห็นว่าสินทรัพย์ดังกล่าวมีราคาประเมินสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 เป็นจำนวน 329.34 – 379.04 ล้านบาท โดยเมื่อนำไปหักส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในบริษัท พระราม 9 แสควร์ จำกัด ราคาประเมินที่สูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 จะคงเหลือ 257.28 – 296.11 ล้านบาท

4. โครงการเบิ้ล สกาย

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยไทยประเมิน

ไทยประเมินได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2554 โดยใช้วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน ซึ่งวิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน

โดยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด จะใช้การวิเคราะห์เปรียบเทียบจากราคาเสนอขายของที่ดิน โดยใช้ข้อมูลเปรียบเทียบที่มีลักษณะคล้ายสินทรัพย์ที่ประเมิน และสามารถสะท้อนราคาได้ ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการเบิ้ลสกาย ในครั้งนี้ ไทยประเมินได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่า และ/หรือ ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง และ/หรือ ห้องชุดพักอาศัยในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงรวมจำนวน 8 ข้อมูล แล้วคัดเลือกสินทรัพย์ที่มีความใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมิน โดยเป็นข้อมูลที่ดินเปล่าจำนวน 5 ข้อมูล ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 35,500 – 180,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดิน ไทยประเมินไม่ประเมินที่ดินส่วนที่เป็นทางภาระจำยอม เนื้อที่ 3-3-93 ไร่ คงเหลือที่ดินที่ประเมินสุทธิ 31-0-19.9 ไร่ โดยประเมินราคาที่ดินตารางวาละ 68,000 บาท หรือคิดเป็นราคาที่ดินรวม 844.55 ล้านบาท

สำหรับอาคารและสิ่งปลูกสร้าง ไทยประเมินใช้วิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นวิธีประเมินโดยการประมาณการต้นทุนในการสร้างอาคารทดแทนใหม่ตามราคา ณ ปัจจุบัน แล้วหักลบด้วยความเสื่อมตามอายุการใช้งาน โดยประเมินราคาต้นทุนก่อสร้างอาคารตามแบบแปลนในราคาก่อสร้างใหม่มูลค่าใหม่ เมื่อการก่อสร้างแล้วเสร็จ คิดเป็นมูลค่า 16.47 ล้านบาท แล้วคำนวณมูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ณ วันสำรวจในอัตราร้อยละ 30 ของมูลค่าต้นทุนทั้งหมดที่ก่อสร้างใหม่ โดยไม่คิดค่าเสื่อมราคาของงานที่ได้ก่อสร้างไปแล้วและค่าเตรียมการที่จะดำเนินการก่อสร้างต่อของงานที่ยังไม่ได้ดำเนินการ ซึ่งจะได้มูลค่าอาคารที่ก่อสร้างแล้วตามสภาพ ประมาณ 5 ล้านบาท

เมื่อรวมราคาประเมินที่ดิน และสิ่งปลูกสร้างโดยไทยประเมินแล้ว จะได้ราคาประเมินของโครงการเบิ้ล สกาย เท่ากับ 849.55 ล้านบาท

การประเมินราคาสินทรัพย์โดยศศิรัชดา

ศศิรัชดาได้ประเมินมูลค่าที่ดิน ณ วันที่ 7 มีนาคม 2554 โดยใช้ 2 วิธี คือ

1. วิธีมูลค่าตลาดที่ประเมินโดยวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน

วิธีดังกล่าวจะใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market Data Comparison) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของที่ดิน และวิธีวิเคราะห์มูลค่าจากต้นทุน (Cost Approach) ซึ่งเป็นการประเมินมูลค่าตลาดของอาคารและสิ่งปลูกสร้างประกอบกัน เช่นเดียวกันกับไทยประเมินเช่นเดียวกันกับไทยประเมิน

ทั้งนี้ ในการประเมินราคาที่ดินโครงการเบิ้ล สกาย ในครั้งนี้ ศศิรัชดาได้รวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่ดินว่างเปล่าในพื้นที่บริเวณใกล้เคียงจำนวน 3 ข้อมูล ที่มีลักษณะใกล้เคียงกับสินทรัพย์ที่ประเมิน ซึ่งมีราคาเสนอขายประมาณ 80,000 บาทต่อตารางวา โดยพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดรูปร่างที่ดิน ระดับที่ดินสาธารณูปโภค การใช้ประโยชน์ จากนั้นให้คะแนนโดยวิธีถ่วงน้ำหนัก (Weighted Quality Score: WQS) และ ทฤษฎีการถดถอยของมูลค่า (Regression Analysis)

อนึ่ง ศศิรัชดาไม่ประเมินราคาที่ดินในส่วนที่เป็นทางภาระจ่ายหนี้ที่ 3-3-93 ไว้ ด้วย ทั้งนี้ เนื่องจาก ที่ดินดังกล่าว ตกอยู่ในบังคับจ่ายหนี้ทั้งแปลงเรื่องทางเดิน ทางรถยนต์ ท่อระบายน้ำ ไฟฟ้า ประปา ตลอดจนสาธารณูปโภคอื่นๆ ทุกชนิด ทำให้เหลือเนื้อที่ประเมินราคาประมาณ 31-0-19.9 ไร่ โดยประเมินราคาที่ดินตารางวาละ 65,000 บาท คิดเป็นมูลค่าที่ดินที่ประเมินได้เท่ากับ 807.29 ล้านบาท

2. วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual Value)

ศศิรัชดาได้ประเมินราคาที่ดิน ตามวิธีมูลค่าคงเหลือ ซึ่งจะคิดจากประมาณการรายได้จากการขายของโครงการ ภายใต้สมมติฐานว่า โครงการจะมีรายได้จากการขายพื้นที่ขาย 111,719.10 ตารางเมตร โดยมีราคาขายเฉลี่ยในอัตรา 45,000 บาทต่อตารางเมตร ทั้งนี้ อัตรารายได้ต่อพื้นที่ขายดังกล่าว อ้างอิงจากข้อมูลตลาดจากการสำรวจที่ศศิรัชดาเลือกมาจำนวน 3 ข้อมูล และให้คะแนนตามวิธี WQS จากนั้นนำรายได้จากการขายพื้นที่ขายคิดลดด้วยระยะเวลาในการขาย ร้อยละ 10 และหักด้วยกำไรร้อยละ 15 คงเหลือมูลค่าปัจจุบันของรายรับรวมหลังหักกำไรของโครงการ 2,823.49 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อนำมูลค่าโครงการหลังหักกำไรดังกล่าว ไปหักค่าก่อสร้างรวมทั้งโครงการ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าบริหารการขาย ค่าบริหารโครงการ ร้อยละ 3 ของมูลค่าโครงการ ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะ ร้อยละ 3.3 ค่าธรรมเนียมการโอน ร้อยละ 2 ของมูลค่าโครงการ รวมถึงดอกเบี้ยเงินกู้ คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 7 ต่อปี เป็นต้น จะคงเหลือมูลค่าที่ดินประมาณ 790.05 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาประเมินที่ดินดิบประมาณ 64,000 บาทต่อตารางวา ซึ่งมีมูลค่าที่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่ดินที่ได้จากการเปรียบเทียบราคาตลาดที่ 65,000 บาทต่อตารางวา

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อวิธีการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินที่ดินที่อ้างอิงจากวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดที่ผู้ประเมินราคาอิสระใช้ประเมินที่ดินนั้นมีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่มีความชัดเจน สามารถหาราคาเปรียบเทียบจากที่ดินแปลงอื่นๆ

หลายแปลงในละแวกใกล้เคียงซึ่งมีรายการซื้อขาย หรือมีราคาเสนอซื้อเสนอขาย ในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ได้ราคาที่เป็นปัจจุบัน สะท้อนราคาที่แท้จริงของที่ดินที่ซื้อขายกันในพื้นที่ดังกล่าว

สำหรับการประเมินมูลค่าสิ่งปลูกสร้างที่อ้างอิงจากวิธีต้นทุนทดแทนนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินด้วยวิธีดังกล่าวมีความเหมาะสมเช่นเดียวกัน ทั้งนี้เนื่องจากจะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของอาคาร หากต้องมีการก่อสร้างใหม่ โดยใช้ต้นทุนค่าก่อสร้างในปัจจุบัน

สำหรับการประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าคงเหลือ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าเป็นอีกหนึ่งวิธีที่มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีประมาณการมูลค่าสินทรัพย์จากประมาณการรายได้ของโครงการหลังหักต้นทุนค่าก่อสร้างและผลกำไรที่เกิดขึ้นจากโครงการ อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ตั้งข้อสังเกตว่าวิธีการดังกล่าวมูลค่าของสินทรัพย์ที่ประเมินได้จะขึ้นกับสมมติฐานของผู้ประเมินอิสระ

จากการเปรียบเทียบมูลค่าของสินทรัพย์ของโครงการ เบิ้ล สกาย ตามมูลค่าตามบัญชี และมูลค่าตามราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย จะเห็นว่าสินทรัพย์ดังกล่าวมีราคาประเมินสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 เป็นจำนวน 229.23 – 271.49 ล้านบาท

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินจากการใช้วิธีประเมินราคาหุ้นด้วยการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีนี้จะสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของ GLAND ที่เป็นปัจจุบันมากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี โดยได้สะท้อนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ อันจะมีผลต่อมูลค่าสินทรัพย์สุทธิในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม วิธีนี้ไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์และศักยภาพในการแข่งขันของกิจการในอนาคต และไม่ได้คำนึงถึงแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมโดยรวม

จากการประเมินตามวิธีปรับปรุงมูลค่าตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น GLAND เท่ากับ 1.31 – 1.40 บาทต่อหุ้น (คำนวณโดยจำนวนหุ้นเท่ากับ 4,220.51 หุ้น) หรือมีมูลค่ารวม 5,536.01 – 5,918.97 ล้านบาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่าราคาเสนอขายเพื่อชำระค่าตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ที่หุ้นละ 1.83 บาทต่อหุ้น เท่ากับ 0.43 – 0.52 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 23.4 – 28.3

วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Multiple Approach)

การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีนี้ เป็นการประเมินโดยพิจารณามูลค่าตามบัญชีของ GLAND ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ซึ่งเท่ากับ 4,404.5 ล้านบาท คูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดย่อยพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับ GLAND ย้อนหลังในช่วงเวลาต่างๆ ย้อนหลังจากวันที่ 11 มีนาคม 2554 ซึ่งเป็นวันที่ที่ประชุมคณะกรรมการของ GLAND จะมีมติอนุมัติการเข้าทำรายการ โดยการคำนวณราคาหุ้นตามวิธีนี้เป็นการนำมูลค่าตามบัญชี ซึ่งเท่ากับ 1.04 บาทต่อหุ้นคูณกับค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาอ้างอิง

ค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้อ้างอิง

ช่วงเวลา	A	AP	BLAND	BROCK	CI	ESTAR	EVER	GOLD	KC	KMC	LALIN	LH	LL	LPN	MBK	METRO	MJD
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 7 วัน	1.18	1.62	0.42	0.60	0.44	0.49	0.44	0.40	0.42	0.82	0.59	2.20	0.89	2.25	1.50	0.49	0.72
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 15 วัน	1.18	1.60	0.42	0.59	0.44	0.47	0.43	0.36	0.43	0.86	0.59	2.18	0.89	2.23	1.48	0.53	0.73
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน	1.18	1.59	0.42	0.60	0.44	0.47	0.43	0.36	0.43	0.87	0.59	2.17	0.89	2.22	1.47	0.54	0.73
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	1.19	1.59	0.45	0.63	0.45	0.48	0.45	0.37	0.49	0.88	0.57	2.26	0.93	2.27	1.44	0.61	0.77
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	1.22	1.69	0.49	0.63	0.49	0.53	0.47	0.39	0.54	0.82	0.56	2.42	0.94	2.53	1.52	0.63	0.83
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	1.25	1.65	0.49	0.63	0.52	0.54	0.51	0.41	0.55	0.78	0.56	2.34	0.92	2.50	1.41	0.66	0.86
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	1.28	1.59	0.46	0.61	0.50	0.50	0.52	0.39	0.55	0.72	0.55	2.27	0.87	2.36	1.33	0.66	0.88

ช่วงเวลา	MK	NCH	NOBLE	N-PARK	PF	PRECHA	PRIN	PS	QH	RAIMON	RASA	SAMCO	SC	SENA	SF	SIRI	SPALI	Average ^{/1}
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 7 วัน	0.53	0.57	0.78	3.44	0.50	0.60	0.71	2.60	1.37	0.83	0.76	0.55	0.72	0.88	1.76	0.86	2.10	0.96
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 15 วัน	0.53	0.57	0.72	4.32	0.49	0.62	0.72	2.63	1.36	0.86	0.76	0.55	0.71	0.88	1.74	0.87	2.15	0.96
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน	0.53	0.58	0.70	4.45	0.48	0.63	0.72	2.63	1.36	0.88	0.75	0.55	0.70	0.88	1.75	0.87	2.13	0.95
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	0.53	0.62	0.65	5.05	0.47	0.66	0.72	2.75	1.38	0.83	0.74	0.56	0.67	0.88	1.83	0.83	2.17	0.97
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	0.54	0.76	0.68	5.31	0.49	0.70	0.77	3.11	1.47	0.81	0.74	0.57	0.72	0.91	1.80	0.84	2.31	1.03
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	0.54	0.91	0.67	6.57	0.49	0.72	0.82	3.19	1.46	0.76	0.72	0.57	0.70	0.91	1.75	0.83	2.30	1.03
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 เดือน	0.53	1.02	0.63	6.86	0.48	0.75	0.79	3.06	1.46	0.68	0.69	0.55	0.67	0.89	1.61	0.79	2.14	0.99

ที่มา : SETSmart

หมายเหตุ : /1 ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมไม่คำนวณรวมข้อมูลของ N-PARK

ทั้งนี้ จากข้อมูลในตารางจะเห็นว่า ข้อมูลของ N-PARK มีค่าเฉลี่ย P/BV ที่เบี่ยงเบนจากกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อ้างอิงมาก โดยมีค่าเฉลี่ย P/BV ที่เท่ากับ 3.44-6.86 เท่า ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้อ้างอิงค่าเฉลี่ย P/BV ของ N-PARK เข้ามารวมในการคำนวณ P/BV เฉลี่ยของอุตสาหกรรม

สรุปการประเมินราคาหุ้น GLAND ตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี

ช่วงเวลา	ค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทจดทะเบียนหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้อ้างอิง	ราคาหุ้น GLAND (บาทต่อหุ้น)	มูลค่ารวม (ล้านบาท)
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 7 วัน	0.96	1.00	4,220.51
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 15 วัน	0.96	1.00	4,220.51
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 30 วัน	0.95	0.99	4,178.30
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน	0.97	1.01	4,262.71
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือน	1.03	1.07	4,515.94
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 9 เดือน	1.03	1.07	4,515.94
ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 ปี	0.99	1.03	4,347.12

จากการประเมินตามวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีจะได้ราคาหุ้น GLAND เท่ากับ 0.99 – 1.07 บาทต่อหุ้น หรือมีมูลค่ารวม 4,178.30 – 4,515.94 ล้านบาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่าราคาเสนอขายเพื่อชำระค่าตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ที่หุ้นละ 1.83 บาทต่อหุ้น เท่ากับ 0.76 – 0.84 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าเป็นมูลค่ารวม 3,207.58 – 3,545.23 ล้านบาท (คิดเป็นร้อยละ 41.53 – 45.90)

ทั้งนี้ การใช้วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี ในการประเมินมูลค่าหุ้นนั้น มีข้อจำกัด คือ ต้องใช้ข้อมูลของบริษัทอื่นที่อยู่ในธุรกิจประเภทเดียวกัน มีขนาดของธุรกิจ และความสามารถในการทำกำไรที่มีลักษณะเดียวกันกันมาเปรียบเทียบ อย่างไรก็ตาม จากธุรกิจของบริษัทซึ่งมีทั้ง อาคารสำนักงานให้เช่า พื้นที่ร้านค้าให้เช่า รวมไปถึงการขายบ้านเดี่ยว และคอนโดมิเนียม มีความหลากหลาย จึงทำให้ไม่สามารถหาข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกอบธุรกิจเหมือนบริษัททั้งหมด

อนึ่ง เพื่อจัดผลของการใช้วิจารณ์ฐานของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการคัดเลือกบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงนำข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดที่มีส่วนประกอบธุรกิจเหมือนหรือใกล้เคียงกับบริษัททั้งหมดมาใช้ในการประเมิน

วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

การประเมินมูลค่าบริษัทด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดนั้นสามารถทำได้หลายวิธี ได้แก่ วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm: FCFF) วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Discounted Free Cash Flow to Equity: FCFE) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดเงินปันผล (Discounted Dividend Method) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของ FCFF ในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท เนื่องจากวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของ FCFF ไม่จำเป็นต้องมีการพิจารณาถึงการประมาณการการจ่ายเงินกู้ระยะยาว ตลอดจนการจ่ายชำระคืนเงินกู้ระยะยาวซึ่งมีความไม่แน่นอนจากการประมาณการ

ในการประมาณการมูลค่ายุติธรรมส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของ FCFF มูลค่ายุติธรรมของหุ้นบริษัทจะถูกคำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน FCFF ด้วยต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนของกิจการ (Weighted Average Cost of Capital :WACC) หลังจากนั้น จะนำมูลค่ายุติธรรมของบริษัทมาหักออกด้วยภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย และบวกด้วยเงินสด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 จะได้เป็นมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญหรือมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท นอกจากนี้ เนื่องจากบริษัทมี

โครงการในลักษณะของอาคารให้เช่า ซึ่งถือว่าสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ภายหลังครบกำหนดระยะเวลาตามที่ได้ระบุไว้ในประมาณการ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้มีการพิจารณาถึงมูลค่ากิจการ ภายหลังปีสุดท้าย ซึ่งจะคำนวณเป็นมูลค่า ณ ปีประมาณการสุดท้าย (Terminal Value)

อย่างไรก็ดี เพื่อให้ง่ายต่อความเข้าใจในการประมาณมูลค่าบริษัท ซึ่งมีโครงการภายใต้การบริหารหลายโครงการ ได้แก่

1. โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9
2. โครงการอาคารสำนักงาน เดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9
3. โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2)
4. โครงการเบิ้ล สกาย
5. โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง (เฟส 2)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงทำการประมาณการกระแสเงินสด และคำนวณหามูลค่าของโครงการในแต่ละโครงการ จากนั้นจะนำมูลค่าของแต่ละโครงการดังกล่าว มาคำนวณรวมกันเพื่อหามูลค่าของกิจการ

สมมติฐานหลักที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงิน และประมาณทางการเงินของแต่ละโครงการ

1. โครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9

โครงการ เบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการพัฒนาอาคารชุดพักอาศัยจำนวนทั้งสิ้น 8 อาคาร โดยได้เริ่มขายโครงการอาคาร 1 และ 2 ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2552 และเปิดตัวอย่างเป็นทางการในวันที่ 17 ตุลาคม 2552 ซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มรับรู้รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์สำหรับเฟสที่ 1 ในปี 2555 และเฟสที่ 2 ในปี 2556

1. รายได้

- รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์

การขายห้องชุดในโครงการให้แก่ลูกค้าแบ่งการชำระเงินเป็น 3 ส่วน คือ

1. เงินจองและเงินทำสัญญา คิดเป็นร้อยละ 5 ของราคาขาย
2. เงินดาวน์ คิดเป็นร้อยละ 20 ของราคาขาย โดยจำนวนงวดที่แบ่งจ่าย มีสมมติฐานเพิ่มเติม ดังนี้
เฟสที่ 1 (มีทั้งหมด 4 อาคาร)

- ยอดขายที่เกิดขึ้นในอดีตก่อนปี 2554 คิดจำนวนงวดที่แบ่งชำระเท่ากับ 24 งวด
- ยอดขายที่เกิดขึ้นหลังจากเดือนมกราคม 2554 คิดจำนวนงวดที่แบ่งชำระเท่ากับ 12 งวด

เฟสที่ 2 (มีทั้งหมด 4 อาคาร)

- จำนวนงวดที่แบ่งชำระเท่ากับ 24 งวด

3. เงินจ่ายชำระ ณ วันโอน

เฟสที่ 1 : คาดว่าการโอนจะเกิดขึ้นในเดือนมกราคม 2555

เฟสที่ 2 : คาดว่าการโอนจะเกิดขึ้นในเดือนพฤษภาคม 2556

ทั้งนี้ ทั้ง 8 อาคารมีพื้นที่ขายรวม 206,205 ตารางเมตร โดยคาดว่าโครงการน่าจะขายได้ประมาณร้อยละ 83 ซึ่งคาดการณ์ตามหลักความระมัดระวัง ดังนั้น คงเหลือพื้นที่ขายประมาณ 170,950 ตารางเมตร ซึ่งแบ่งเป็นจำนวนห้องชุดรวม 2,002 ห้อง พื้นที่เฉลี่ยต่อห้องประมาณ 85.4 ตารางเมตร โดยมีราคาขายเฉลี่ยเท่ากับ 74,000 บาทต่อตารางเมตร อ้างอิงราคาขายเฉลี่ยทั้งโครงการที่คาดว่าจะสามารถทำได้ และเป็นราคาขายที่ใกล้เคียงกับคู่แข่งที่เปิดขายโครงการในบริเวณใกล้เคียง

- รายได้ค่าเช่า

- พื้นที่โครงการบางส่วนประมาณ 18,750 ตารางเมตร เป็นส่วนร้านค้า ซึ่งเมื่อหักพื้นที่ส่วนกลางแล้วจะมีพื้นที่ให้เช่าคงเหลือประมาณ 13,000 ตารางเมตร
- ค่าเช่าพื้นที่ต่อเดือนเริ่มต้นเท่ากับ 1,000 บาทต่อตารางเมตร
- ในช่วงต้นปี 2555 คาดการณ์ว่าพื้นที่ส่วนร้านค้าจะสามารถเปิดให้บริการได้เพียง 6,500 ตารางเมตร จากการที่พื้นที่ขายส่วน Podium จะสร้างเสร็จ โดยบริษัทวางแผนที่จะทำการโฆษณา และขายพื้นที่ให้เช่าของโครงการล่วงหน้า (Pre-sale) ก่อนเปิดให้ดำเนินการเชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบ ทำให้คาดการณ์ได้ว่าโครงการจะมีอัตราการใช้พื้นที่ (Occupancy rate) เริ่มต้นเท่ากับ ร้อยละ 50 และค่อยๆปรับเปลี่ยนเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 60 ร้อยละ 70 และเป็นร้อยละ 75 ในเดือนมิถุนายน 2554 หลังจากนั้นคงที่จนถึงช่วงเดือน ส.ค. ของปี 2557 ซึ่งโครงการเสร็จสมบูรณ์ ซึ่งจะสามารถเปิดใช้ได้เต็มพื้นที่ (13,000 ตารางเมตร) โดยคาดการณ์ว่า

โครงการจะมีอัตราการใช้พื้นที่ (Occupancy rate) เริ่มต้นเท่ากับ ร้อยละ 50 ภายหลังเปิดใช้เต็มพื้นที่ และค่อยๆปรับเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 60 ร้อยละ 70 และเป็นร้อยละ 75 ในเดือนก.พ. 2558 และคงที่ที่ร้อยละ 75 ตลอดประมาณการ ทั้งนี้ เนื่องจากคาดว่าโครงการก่อสร้างศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า พระราม 9 ซึ่งก่อสร้างแล้วเสร็จและเปิดดำเนินการในช่วง ระยะเวลาใกล้เคียงกันจะช่วยกระตุ้นการเพิ่มขึ้นของอัตราการใช้พื้นที่ทั้งหมด

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วยต้นทุนประเภทต่างๆ ได้แก่ ต้นทุนที่ดิน ต้นทุนค่าก่อสร้าง ต้นทุนตกแต่งและอื่นๆ โดยต้นทุนโครงการที่ผู้บริหารคาดการณ์ของ GLAND คาดการณ์ไว้ (ไม่รวมต้นทุนที่ดิน) อยู่ที่ประมาณ 32,500 บาทต่อตารางเมตร ซึ่งประกอบไปด้วยค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ซึ่งได้แก่ ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee), ค่าบริหารงานก่อสร้าง (Construction management fee), ค่าที่ปรึกษาโครงการ (Consultant fee) ค่าเผื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency) เป็นต้น ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างเหล่านี้ อ้างอิงจากประมาณการของที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท ซึ่งได้รับข้อมูลจากบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ในขณะที่มีข้อมูลต้นทุนโครงการบางส่วนเกิดขึ้นจริง เนื่องจากโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้าง

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ประกอบด้วย

- ค่าคอมมิชชั่น คิดเป็นร้อยละ 2 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ชำระเมื่อโอน)
- ค่าโอน คิดเป็นร้อยละ 5.8 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ชำระเมื่อโอน)
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 3 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน 3 ล้านบาทต่อเดือน
- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร ปีละประมาณ 1.6 ล้านบาท

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี เท่ากับร้อยละ 2 ของรายได้รวม และคิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปี โดยใช้วิธีเส้นตรง (เฉพาะในส่วนของผู้ที่ให้เช่า)

5. ดอกเบี้ยจ่าย

ประมาณการอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยสำหรับเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach) ทั้งนี้ ปัจจุบันโครงการ เบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 ได้รับการสนับสนุนวงเงินสินเชื่อบางส่วนจากธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$WACC = K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T)$$

K_e = อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
 K_d = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5
 T = ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30
 E/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 62.5
 D/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 37.5
 (ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง CAPM โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะ เป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตร รัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่ รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลัง ก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมา มุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาส่งหาทรัพย์สินที่เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทน จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตรา ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด หลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 - 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558
รายได้รวม	877.7	5,740.7	5,784.1	47.0	76.2

ค่าใช้จ่าย	130.0	625.8	551.6	37.6	37.6
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	747.7	4,635.6	4,722.3	9.4	33.5
บวก/(หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน - สุทธิ	569.9	(409.0)	(326.5)	-	-
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(2,675.3)	(1,426.1)	(612.0)	(17.7)	(18.3)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(1,357.6)	2,800.6	3,783.8	(8.3)	144.8 ^{/1}
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(1,251.8)	2,548.6	2,958.8	(6.0)	88.2
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	4,337.8				
หักหนี้สิน ณ 31 ธ.ค. 53	(575.7)				
บวก เงินสด ณ 31 ธ.ค. 53	25.2				
รวมมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด - สุทธิ	3,787.3				
สัดส่วนการเข้าลงทุนของ GLAND	79.6%				
มูลค่าปัจจุบัน ตามสัดส่วนของ GLAND	3,013.6				

/1 รวมมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาประมาณการ (Terminal value) 129.7 ลบ. ซึ่งคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 78.6 ลบ. โดยกำหนดสมมติฐานอัตราการเติบโตในระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับร้อยละ 0 ตามหลักความระมัดระวัง

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) ที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับ 3,787.3 ล้านบาท ซึ่งเมื่อนำมาคูณสัดส่วนการเข้าลงทุนของ GLAND ที่ร้อยละ 79.57 จะได้มูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 3,013.6 ล้านบาท

2. โครงการเดอะไนน์

โครงการ เดอะไนน์ เป็นโครงการที่อยู่ในระหว่างการพัฒนาให้เป็นอาคารสำนักงานให้เช่าเกรดบี จำนวน 2 อาคาร สูง 31 ชั้น และ 38 ชั้น ตั้งอยู่บนถนนพระราม 9 เนื้อที่รวม 7-2-61 ไร่ (3,061 ตารางวา) โดยในปัจจุบันโครงการ เดอะ ไนน์ เปิดใช้พื้นที่บางส่วน ได้แก่ ส่วนของอาคาร 8 ชั้น และชั้นใต้ดิน 1 ชั้น โดยชั้นใต้ดินชั้น 1 และชั้น 2 เป็นพื้นที่ส่วนสำนักงาน และส่วนที่เหลือเป็นพื้นที่สำหรับจอดรถยนต์

1. รายได้

- รายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงาน

ประมาณการรายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงาน แบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่พื้นที่อาคารสำนักงานส่วนเดิม และพื้นที่ส่วนที่จะก่อสร้างเพิ่มเติมให้เสร็จสมบูรณ์ โดยรายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงานส่วนเดิม ในปี 2554 และ 2555 มีรายได้ปีละ 36.8 ล้านบาท อ้างอิงจาก รายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงานในส่วนเดิมที่เกิดขึ้นในปี 2553

สำหรับรายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงานในอนาคต ผู้บริหารของ GLAND คาดว่าจะสามารถเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2556 โดยมีสมมติฐานต่างๆ ที่เกี่ยวกับรายได้ ดังนี้

- พื้นที่เช่าทั้งหมด 66,000 ตารางเมตร
- บริษัทวางแผนที่จะทำการโฆษณา และขายพื้นที่ให้เช่าของโครงการล่วงหน้า (Pre-sale) ก่อนเปิดให้ดำเนินการเชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบในปี 2556 โดยในช่วงเวลาดังกล่าว คาดว่าพื้นที่ในบริเวณรัชดา – พระราม 9 มีโอกาสเป็นย่านธุรกิจแห่งใหม่ ในขณะที่ยังไม่มีอาคารสำนักงานอื่นเปิดให้เช่ามากนัก ทำให้ในปี 2556 คาดการณ์ว่าอัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy rate) ของโครงการจะเท่ากับร้อยละ 75 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 85 และ 95 ในปี 2557 และ 2558 ตามลำดับ หลังจากนั้นในปี 2559 อัตราเช่าพื้นที่จะคงที่ที่อัตราร้อยละ 95 ซึ่งคาดว่าจะความต้องการพื้นที่เช่าของโครงการเดอะไนน์จะเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ
- ทั้งนี้ การที่ความต้องการเช่าเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก โครงการ เดอะไนน์เป็นอาคารระดับ กลาง-สูง ที่มีราคาเช่าไม่สูงนักประกอบกับทำเลที่ตั้งของโครงการติดศูนย์การค้า เซ็นทรัลพลาซ่า แกรนด์ พระราม 9 และ ในพื้นที่ที่มีการคมนาคมสะดวก ใกล้ทางด่วนชั้นที่ 2 สถานีรถไฟฟ้าใต้ดิน MRT สถานีรถไฟ Airport link ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการเพิ่มขึ้นของอัตราการเช่าพื้นที่ได้มากขึ้น
- อัตราค่าเช่าต่อตารางเมตรเริ่มต้นในปี 2556 เท่ากับ 550 บาทต่อตารางเมตร โดยปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี ทั้งนี้ อัตราดังกล่าวอ้างอิงอัตราค่าเช่าพื้นที่เฉลี่ยของอาคารสำนักงานให้เช่าเกรดบี ทั้งในพื้นที่ CBD และ Non-CBD ตามรายงานภาวะตลาดของพื้นที่ให้เช่าสำนักงานในกรุงเทพมหานคร ประจำปีไตรมาส 3 ปี 2553 ของ Knight Frank Thailand Research ซึ่งเท่ากับ 495.5 บาทต่อตารางเมตร แล้วปรับค่าเช่าเพิ่มเติมในอัตราร้อยละ 10 เพื่อให้ได้อัตราค่าเช่าในปี 2556 ซึ่งเป็นปีที่โครงการเปิดดำเนินการ

- รายได้ค่าเช่าที่จอดรถ

อาคารสำนักงาน 2 อาคารมีพื้นที่จอดรถรวม 1,500 คัน โดยประมาณการจำนวนรถที่จอดผันแปรตามอัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานในแต่ละปี และมีรายได้ค่าเช่าจากที่จอดรถเดือนละ 1,500 บาท/คัน โดยปรับเพิ่มค่าเช่าร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี

- รายได้อื่นๆ

ประมาณการรายได้อื่นจากผู้เช่าที่ใช้พื้นที่เกินเวลาของอาคารสำนักงานเท่ากับร้อยละ 5 ของรายได้ค่าเช่า โดยรายได้อื่นๆ ได้แก่ รายได้ค่าเช่าที่ดินโฆษณา รายได้จากการพื้นที่เกินเวลา และรายได้อื่นเพิ่มเติมจากรายได้ค่าเช่าพื้นที่ส่วนกลางที่ผู้เช่าใช้งานของอาคารสำนักงาน เป็นต้น ทั้งนี้ การที่รายได้อื่นของโครงการเดอะไนน์น้อยกว่าที่ประมาณการรายได้อื่นของโครงการ พระราม 9 เนื่องจากโครงการ เดอะไนน์ เป็นอาคารสำนักงานเกรดบี ซึ่งมีเกรดต่ำกว่าโครงการ พระราม 9

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วยต้นทุนประเภทต่างๆ ได้แก่ ต้นทุนค่าก่อสร้าง ต้นทุนตกแต่งและอื่นๆ ทั้งนี้ โครงการเดอะไนน์ส่วนที่ได้เปิดดำเนินการแล้วในปัจจุบัน มีต้นทุนค่าก่อสร้างประมาณ 1,260.05 ล้านบาท ทั้งนี้ ต้นทุนค่าก่อสร้างสำหรับส่วนขยายซึ่งเป็นอาคารสูง 31 ชั้น และ 38 ชั้น ผู้บริหารของบริษัทคาดการณ์ไว้อยู่ที่ประมาณ 21,000 บาทต่อตารางเมตร และมีค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง จากการประมาณการโดยผู้บริหารของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ได้แก่

- ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานก่อสร้าง (Construction management fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าบริหารงานโครงการ (Project Management Fee) คิดเป็นร้อยละ 3 ของต้นทุนการก่อสร้าง
- ค่าใช้จ่ายเผื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency) คิดเป็นร้อยละ 5 ของต้นทุนการก่อสร้าง

ทั้งนี้ เมื่อนำไปรวมกับต้นทุนค่าก่อสร้าง จะได้ต้นทุนโครงการเฉลี่ย (ไม่รวมค่าที่ดิน) ประมาณ 23,940 บาทต่อตารางเมตร

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการเช่า ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ประกอบด้วย

- ค่าใช้จ่ายภาษีโรงเรือน คิดเป็นร้อยละ 12.5 ของรายได้ที่มาจากเช่า โดยไม่รวมรายได้ค่าบริการ (รายได้ที่มาจากเช่าคิดเป็นร้อยละ 40 ของรายได้ค่าเช่า และรายได้ที่มาจากค่าบริการคิดเป็นร้อยละ 60 ของรายได้ค่าเช่า)
- ค่าสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 10 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร คิดเป็นร้อยละ 6 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 1 ของรายได้ค่าเช่า

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี โดยประมาณการค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปีเท่ากับร้อยละ 1 ของรายได้รวม สำหรับค่าเสื่อมราคาจะคิดโดยใช้วิธีเส้นตรง คิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปี

5. ดอกเบี้ยจ่าย

ประมาณการอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยสำหรับเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach) ทั้งนี้ ปัจจุบันโครงการ เดอะ ไนน์ ได้รับการสนับสนุนวงเงินสินเชื่อจากธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} WACC &= K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T) \\ K_e &= \text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น} \\ K_d &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5} \\ T &= \text{ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30} \\ E/A &= \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 62.5} \\ D/A &= \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 37.5} \\ &(\text{ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า}) \end{aligned}$$

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง CAPM โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะมีอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่ก็มีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลังก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมามุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าจะมีระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 - 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568- 2593
รายได้รวม	36.80	36.80	348.98	395.51	418.77	508.34	508.34	508.34	584.59	584.59	584.59	672.28	672.28	672.28	36,567.51
ค่าใช้จ่าย	6.3	6.3	81.1	89.0	93.0	111.5	111.5	111.5	128.2	128.2	128.2	147.4	147.4	147.4	8,018.2
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	30.5	30.5	267.9	286.3	254.8	289.1	278.1	272.2	308.9	309.0	309.1	351.4	351.5	351.6	17,828.3
บวก/(หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน - สุทธิ	80.1	0.0	(80.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(913.7)	(913.7)	(3.5)	(4.0)	(4.2)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(6.7)	(6.7)	(6.7)	(365.7)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(803.0)	(883.1)	184.3	282.3	250.6	284.0	273.0	267.1	303.1	303.2	303.2	344.6	344.7	344.8	29,687.7 ^{/1}
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(729.6)	(729.0)	138.2	192.4	155.1	159.7	139.5	124.0	127.8	116.2	105.6	109.0	99.1	90.0	1,543.0
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	1,641.10														
หักหนี้สิน	-														
บวก เงินสด	116.13														
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ - สุทธิ	1,757.23														

/1 รวมมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดประมาณการ (Terminal value) 12,225.03 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 263.73 ล้านบาท โดยกำหนดสมมติฐานอัตราการเติบโตในระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับ ร้อยละ 0 ตามหลักความระมัดระวัง

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) ที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็น อัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับ 1,757.23 ล้านบาท

3. โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9

โครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 (ส่วน 1.2) เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด A+ โดยมีพื้นที่เช่าประมาณ 65,000 ตารางเมตร เป็นอาคารสูง 2 อาคาร สูง 26 ชั้น และ 36 ชั้นตามลำดับ ปัจจุบันบริษัทได้เริ่มก่อสร้างส่วนงานชั้นใต้ดินเพื่อเชื่อมต่อกับศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 9

1. รายได้

- รายได้ค่าเช่าอาคารสำนักงาน

ปัจจุบันโครงการ อาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 ตามแบบแปลนเป็น อาคารสำนักงาน เกรด A โดยมีพื้นที่ปล่อยเช่าสำนักงานรวม 62,405 ตารางเมตร และมีสมมติฐานอื่นๆ ดังนี้

- บริษัทวางแผนที่จะทำการโฆษณา และขายพื้นที่ให้เช่าของโครงการล่วงหน้า (Pre-sale) ก่อนเปิดให้ดำเนินการเชิงพาณิชย์อย่างเต็มรูปแบบในปี 2556 โดยในช่วงเวลาดังกล่าว คาดว่าพื้นที่ในบริเวณรัชดา – พระราม 9 มีโอกาสเป็นย่านธุรกิจแห่งใหม่ ในขณะที่ยังไม่มีอาคารสำนักงานอื่นเปิดให้เช่ามากนัก ทำให้คาดการณ์ว่าอัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy rate) เท่ากับร้อยละ 45 ในปี 2556 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 65 - 90 ในปี 2557 – 2560 และคงที่เท่ากับร้อยละ 95 ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป สาเหตุที่ประมาณการอัตราการเช่าพื้นที่ของโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 ต่ำกว่าโครงการ เดอะไนน์ ในช่วงปีแรกของโครงการ เนื่องจาก โครงการดังกล่าว เป็นโครงการอาคารสำนักงานเกรด A ซึ่งมีค่าเช่าที่สูงกว่าโครงการ เดอะไนน์ ที่เป็นโครงการอาคารสำนักงาน เกรด B
 - ค่าเช่าต่อตารางเมตรเริ่มต้น เท่ากับ 635 บาทต่อตารางเมตร โดยปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี อ้างอิงอัตราค่าเช่าพื้นที่เฉลี่ยของอาคารสำนักงานให้เช่าเกรดบี ทั้งในพื้นที่ CBD และ Non-CBD ตามรายงานภาวะตลาดของพื้นที่ให้เช่าสำนักงานในกรุงเทพมหานคร ประจำปีไตรมาส 3 ปี 2553 ของ Knight Frank Thailand Research ซึ่งเท่ากับ 634.87 บาทต่อตารางเมตร
- อย่างไรก็ดี จากข้อมูลสำรวจค่าเช่าต่อตารางเมตรของสำนักงานเกรดเอในพื้นที่ใกล้เคียงของบริษัท พบว่า ค่าเช่าต่อตารางเมตรสูงสุดอยู่ที่ 580 บาทต่อตารางเมตร ซึ่งเมื่อปรับค่าเช่าเพิ่มเติมในอัตราร้อยละ 10 เพื่อให้ได้อัตราค่าเช่าในปี 2556 ซึ่งเป็นปีที่โครงการเปิดดำเนินการ (เฉลี่ยอัตราค่าเช่าเพิ่มปีละร้อยละ 5 ต่อปี เป็นระยะเวลา 2 ปีก่อนโครงการสามารถเปิดดำเนินการ) จะได้อัตราค่าเช่าเริ่มต้นประมาณ 638 บาทต่อตารางเมตร ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับอัตราค่าเช่าของสำนักงานเกรดเอในพื้นที่ใกล้เคียง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงพิจารณาไม่ปรับค่าเช่าที่ได้จาก Knight Frank Thailand Research เพิ่มเติม

- รายได้พื้นที่ขายสินค้า

โครงการ อาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 มีพื้นที่เช่าร้านค้าทั้งหมดตามแบบแปลนประมาณ 7,412 ตารางเมตร โดยมีอัตราค่าเช่าเริ่มต้นในปี 2556 เท่ากับ 1,000 บาทต่อตารางเมตร ปรับค่าเช่าพื้นที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี ทั้งนี้ กำหนดอัตราการเช่าพื้นที่ ในปี 2556 เท่ากับ ร้อยละ 25 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 45 และร้อยละ 65 ในปี 2557 และ 2558 ตามลำดับ หลังจากนั้นในปี 2559 อัตราค่าเช่าพื้นที่จะคงที่ที่อัตราร้อยละ 70

- รายได้ค่าเช่าที่จอดรถ

อาคารสำนักงาน 2 อาคารมีพื้นที่จอดรถรวม 400 คัน และมีรายได้ค่าเช่าจากที่จอดรถเดือนละ 1,800 บาท/คัน โดยปรับเพิ่มค่าเช่าร้อยละ 15 ทุกๆ 3 ปี

- รายได้อื่นๆ

ประมาณการรายได้อื่นจากผู้เช่าที่ใช้พื้นที่เกินเวลาของอาคารสำนักงานเท่ากับร้อยละ 25 ของรายได้ค่าเช่า โดย รายได้อื่นๆ ได้แก่ รายได้ค่าเช่าที่ดินป้ายโฆษณา รายได้จากการพื้นที่เกินเวลา และรายได้อื่นเพิ่มเติมจากรายได้ค่าเช่าพื้นที่ส่วนกลาง ที่ผู้เช่าใช้งานของอาคารสำนักงาน เป็นต้น

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วยต้นทุนประเภทต่างๆ ได้แก่ ต้นทุนค่าก่อสร้าง ต้นทุนตกแต่งและอื่นๆ โดยต้นทุนค่าก่อสร้างที่ผู้บริหารคาดการณ์ของ GLAND คาดการณ์ไว้ อยู่ที่ประมาณ 36,450 บาทต่อตารางเมตร นอกจากนี้ ยังมีค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ซึ่งได้แก่ ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee), ค่าปรึกษา (Consultant management fee) ค่าใช้จ่ายเพื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency), ค่าบริหารงานโครงการ (Project Management fee) เป็นต้น ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างๆเหล่านี้ อ้างอิงจากประมาณการของผู้บริหารของ GLAND ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการเช่า ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป ได้แก่

- ค่าใช้จ่ายภาษีโรงเรือน คิดเป็นร้อยละ 12.5 ของรายได้ที่มาจากเช่า โดยไม่รวมรายได้ค่าบริการ (รายได้ที่มาจากเช่าคิดเป็นร้อยละ 60 ของรายได้ค่าเช่า และรายได้ที่มาจากค่าบริการคิดเป็นร้อยละ 40 ของรายได้ค่าเช่า)
- ค่าสาธารณูปโภค คิดเป็นร้อยละ 12 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายในการบริหาร คิดเป็นร้อยละ 3 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 1 ของรายได้ค่าเช่า
- ค่าเช่าที่ดิน 2.88 ล้านบาทต่อปี คิดอัตราการเติบโตของค่าเช่า ในอัตราร้อยละ 3 ทุกๆ 3 ปี

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี เท่ากับร้อยละ 5 ของรายได้รวมสำหรับค่าเสื่อมราคาจะคิดโดยใช้วิธีเส้นตรง คิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปี

5. ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องจากปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการจัดหาแหล่งเงินกู้จากสถาบันการเงิน เพื่อนำมาดำเนินโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 จึงประมาณการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 ต่อปี โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าบริษัทจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$WACC = K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T)$$

K_e = อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
 K_d = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5
 T = ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30
 E/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 62.5
 D/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 37.5
 (ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง CAPM โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะ เป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตร รัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่ รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลัง ก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมา มุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทน จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าจะ เป็นระยะเวลาที่ ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตรา ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด หลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 - 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568-2593
รายได้รวม	-	-	293.64	498.37	590.38	630.47	803.65	842.96	842.96	969.40	969.40	969.40	1,114.81	1,114.81	56,094.0
ค่าใช้จ่าย	2.9	2.9	53.5	86.8	101.5	108.0	136.3	142.6	142.7	163.6	163.6	163.7	187.8	187.8	9,392.7
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	(2.9)	(2.9)	240.2	411.6	488.9	522.5	724.5	607.0	598.9	662.7	652.0	640.6	711.8	710.3	33,633.8
บวก/(หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน - สุทธิ	16.0	272.3	4.0	(376.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(438.0)	(1,428.3)	(1,458.2)	(24.9)	(29.5)	(31.5)	(40.2)	(42.1)	(42.1)	(48.5)	(48.5)	(48.5)	(55.7)	(55.7)	(2,804.7)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(424.8)	(1,158.9)	(1,214.0)	10.4	459.4	491.0	684.3	564.8	556.7	614.2	603.5	592.1	656.0	654.6	30,829.1 ^{/1}
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(386.0)	(956.6)	(910.5)	7.1	284.4	276.1	349.7	262.2	234.8	235.4	210.1	187.3	188.6	170.9	2,303.6
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	2,457.3														
หักหนี้สิน	(376.6)														
บวก เงินสด	64.5														
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ - สุทธิ	2,145.26														
สัดส่วนการเข้าลงทุนของ GLAND	78.1%														
มูลค่าปัจจุบัน ตามสัดส่วนของ GLAND	1,675.9														

/1 ไม่มีมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาประมาณการ (Terminal value) เนื่องจากสัญญาเช่าระยะยาวของโครงการจะหมดในเดือน มิ.ย. ปี 2593

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) ที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับ 1,675.9 ล้านบาท

4. โครงการเบิ้ล สกาย

โครงการ เบิ้ลสกายเป็นโครงการอาคารพักอาศัยสูง 8 ชั้น จำนวน 15 อาคาร ตั้งอยู่ที่ถนนกำแพงเพชร 6 (ทางรถไฟสายเหนือ) บางเขน หลักสี่ โดยมีเนื้อที่รวม 35-0-12.9 ไร่ (14,012.9 ตารางวา) ทั้งนี้ ในปัจจุบันโครงการเบิ้ล สกาย ยังไม่เริ่มก่อสร้างในส่วน of อาคาร แต่ได้มีการพัฒนาถมดินแล้วบางส่วน

สมมติฐานหลักที่ใช้ทำประมาณการทางการเงินมี ดังนี้

1. รายได้

- รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์

การขายห้องชุดในโครงการจะแบ่งการชำระเงินเป็น 2 ส่วน คือ

1. เงินดาวน์ ร้อยละ 10 ของราคาขาย ซึ่งเงินดาวน์สามารถแบ่งย่อย ได้ดังนี้

- เงินมัดจำวันจอง 5,000 บาทต่อห้อง
- เงินมัดจำวันทำสัญญา 50,000 บาทต่อห้อง โดยชำระหลังจากวันจองห้องชุดเป็นระยะเวลา 1 เดือน
- ส่วนที่เหลือแบ่งชำระเป็น 8 งวด โดยเริ่มชำระหลังจากวันทำสัญญาเป็นระยะเวลา 1 เดือน (หลังจากวันจอง 2 เดือน)

2. เงินโอน ร้อยละ 90 ของราคาขาย แบ่งชำระเป็น 2 งวด โดยคาดว่าจะการโอนจะเกิดขึ้นตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2554 เป็นต้นไป

โดยมีสมมติฐานเกี่ยวกับการขาย ตามข้อมูลที่ได้รับจากฝ่ายบริหารของบริษัท ดังนี้

1. พื้นที่เฉลี่ยต่อห้อง 33 ตารางเมตร
2. ราคาขายเฉลี่ย 45,000 บาทต่อตารางเมตร อ้างอิงราคาขายเฉลี่ยทั้งโครงการที่คาดว่าจะสามารถทำได้ และเป็นราคาขายที่ใกล้เคียงกับคู่แข่งที่เปิดขายโครงการในบริเวณใกล้เคียง
3. จำนวนห้องชุดรวม 3,315 ห้อง โดยแบ่งเป็นห้องชุดสำหรับการขาย 3,211 ห้อง (มีห้องชุดสำหรับให้เช่า 104 ห้อง)

- รายได้จากการให้เช่าอาคารชุด

โครงการเบิ้ล สกาย มีจำนวนห้องชุดสำหรับให้เช่ารวมจำนวน 104 ห้อง โดยมีสมมติฐานอัตราการเข้าพักอาศัย (Occupancy Rate) เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 90 และค่าเช่าเท่ากับ 4,000 บาทต่อห้องต่อเดือน

2. ต้นทุนโครงการ

ต้นทุนโครงการประกอบด้วยต้นทุนประเภทต่างๆ ได้แก่ ต้นทุนที่ดิน ต้นทุนค่าก่อสร้าง ต้นทุนตกแต่งและอื่นๆ โดยต้นทุนค่าก่อสร้างที่ผู้บริหารคาดการณ์ของ GLAND คาดการณ์ไว้ อยู่ที่ประมาณ 14,000 บาทต่อตารางเมตร นอกจากนี้ ยังมีค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ซึ่งได้แก่ ค่าออกแบบโครงการ (Design Fee), ค่าปรึกษา (Consultant management) ค่าใช้จ่ายเผื่อเหลือเผื่อขาด (Contingency), ค่าบริหารงานโครงการ (Project Management) เป็นต้น ซึ่งค่าใช้จ่ายต่างๆเหล่านี้ อ้างอิงจากประมาณการของผู้บริหารของ GLAND ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยทั่วไป

3. ค่าใช้จ่ายในการบริการและบริหาร

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการบริการและการบริหารโครงการจะกำหนดเป็นอัตราร้อยละของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ ประกอบด้วย

- ค่าคอมมิชชั่น คิดเป็นร้อยละ 3 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ชำระเมื่อโอน)

- ค่าโอน คิดเป็นร้อยละ 5.8 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ชำระเมื่อโอน)
- ค่าใช้จ่ายทางการตลาด คิดเป็นร้อยละ 2 ของรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน 3 แสนบาทต่อเดือน

4. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ได้แก่ ค่าซ่อมแซมและบำรุงรักษาประจำปี เท่ากับร้อยละ 2 ของรายได้รวม และคิดค่าเสื่อมราคาร้อยละ 5 ต่อปี โดยใช้วิธีเส้นตรง (เฉพาะในส่วนของห้องชุดให้เช่า)

5. ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องจากปัจจุบันบริษัทอยู่ระหว่างการจัดหาแหล่งเงินกู้จากสถาบันการเงิน เพื่อนำมาดำเนินโครงการเบิ้ล สกาย จึงประมาณการอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการเท่ากับร้อยละ 7.5 ต่อปี โดยประเมินจากอัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่คาดว่าจะบริษัทจะได้รับจากสถาบันการเงินตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach)

6. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$WACC = K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T)$$

K_e = อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น
 K_d = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5
 T = ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30
 E/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 62.5
 D/A = สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 37.5
 (ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า)

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง CAPM โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะ เป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตร รัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่

รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลัง ก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมา มุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาส่งหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทน จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตรา ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด หลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 - 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556	2557	2558
รายได้รวม	472.0	1,882.9	1,631.9	768.4	0.7
ค่าใช้จ่าย	1,102.8	1,059.7	578.1	54.6	0.6
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักภาษี	(630.7)	823.2	941.4	500.1	0.0
บวก/หัก) การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน - สุทธิ	4.8	(4.1)	(0.6)	-	-
(หัก) ค่าใช้จ่ายลงทุน	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(1.0)
กระแสเงินสดสุทธิของโครงการ	(626.0)	819.0	940.6	500.0	1.7 ^{/1}
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(591.6)	716.9	736.9	360.8	1.1
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	1,224.22				
หัก หนี้สิน	-				
บวก เงินสด	-				
รวมมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด - สุทธิ	1,224.22				

หมายเหตุ: /1 รวมมูลค่าคงเหลือเมื่อสิ้นสุดระยะเวลาประมาณการ (Terminal value) 1.69 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นมูลค่าปัจจุบันเท่ากับ 1.12 ล้านบาท โดยกำหนดสมมติฐานอัตราการเติบโตในระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับร้อยละ 0 ตามหลักความระมัดระวัง

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของ บริษัทที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่า ปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับ 1,224.22 ล้านบาท

5. โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง (เฟส 2)

โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เป็นโครงการบ้านเดี่ยวบริเวณดอนเมืองใกล้สถานีรถไฟฟ้าหลักสี่ และทางด่วนชั้นที่ 2 ปัจจุบัน บริษัทถือสิทธิในการบริหารจัดการ บริหารการตลาด และบริหารการขายโครงการ สมมติฐานหลักที่ใช้ทำประมาณการทางการเงินมี ดังนี้

1. รายได้

- โครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง (เฟส 2) มีจำนวนหน่วยที่เปิดขายรวมจำนวน 199 หน่วย ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนหน่วยคงเหลือประมาณ 195 หน่วย ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะสามารถขายโครงการได้ทั้งหมดภายในระยะเวลา 3 ปี
- ราคาขายเฉลี่ยต่อหน่วย 8.5 ล้านบาท อ้างอิงจากราคาเฉลี่ยที่ขายได้ในอดีต

โดยบริษัทจะได้รับค่าตอบแทน ตามสัญญาบริหารโครงการ ดังนี้

- ค่าตอบแทนในการขายที่ ร้อยละ 2 ของมูลค่าบ้านและที่ดิน
- ค่าบริหารการตลาดที่ร้อยละ 12.5 ของเงินลงทุนที่ใช้ในการทำการตลาด (ประมาณเงินลงทุนที่ใช้ในการทำการตลาด เท่ากับ ร้อยละ 8.8 ของยอดขาย)
- ค่าบริหารงานก่อสร้าง ร้อยละ 6 ของมูลค่างานก่อสร้าง (ประมาณการค่าก่อสร้างร้อยละ 50 ของยอดขาย)
- ได้รับค่าบริหารทั่วไปไตรมาสละ 7.82 ล้านบาท โดยสมมติฐานให้ต่ออายุสัญญาหลังจากปี 2554 ไปจนขายได้จนหมด

2. ค่าใช้จ่าย

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินการเดือนละ 2.2 ล้านบาท อ้างอิงจากค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในอดีต

3. อัตราส่วนลด

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจากต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามสัดส่วนเงินทุนของบริษัท โดยมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}WACC &= K_e * (E/A) + K_d * (D/A) * (1-T) \\K_e &= \text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น} \\K_d &= \text{อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ GLAND เท่ากับร้อยละ 7.5} \\T &= \text{ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30} \\E/A &= \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 62.5} \\D/A &= \text{สัดส่วนเงินลงทุนที่มาจากหนี้สินของบริษัท เท่ากับ ร้อยละ 37.5} \\&(\text{ประมาณการสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท เท่ากับ 0.60 เท่า})\end{aligned}$$

ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถประเมินได้จากแบบจำลอง CAPM โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา:

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะ
เป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตร
รัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่ก็มีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่
ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ
ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่
รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้
ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18
ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลัง
ก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมา
มุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทน
จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าจะป็นระยะเวลาที่
ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตรา
ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด
หลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา:
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 - 2593

(หน่วย: ล้านบาท)	2554	2555	2556
ค่าตอบแทนในการขาย	11.05	11.05	11.05
ค่าบริหารโครงการ	29.12	29.12	29.12
ค่าบริหารงานก่อสร้าง	16.58	16.58	16.58
ค่าบริหารการตลาด	6.08	6.08	6.08
หัก: ค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ	(26.4)	(26.4)	(26.4)
หัก: ภาษี	(10.9)	(10.9)	(10.9)
กระแสเงินสด สุทธิ	25.5	25.5	25.5
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการบริหาร	63.34		

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของ
บริษัทที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับ ร้อยละ 10.07 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่า
ปัจจุบันสุทธิของโครงการเท่ากับ 63.34 ล้านบาท

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้น GLAND ด้วยวิธีการประมาณการกระแสเงินสด

ชื่อโครงการ	(หน่วย: ล้านบาท)
โครงการบีล แกรนด์ พระราม 9	3,013.6
โครงการ บีล สกาย	1,224.2
โครงการ จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9	1,675.9
โครงการ เดอะ ไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9	1,757.2
โครงการแกรนด์ คาแนล (เฟส 2) - บริหารโครงการ	63.34
KKCC ¹	520.0
รวมมูลค่าบริษัท	8,254.3
จำนวนหุ้นทั้งหมด หลังรายการปรับปรุงการเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ (หุ้น) ²	4,220.51

ราคาหุ้น (บาท/หุ้น) **1.96**

หมายเหตุ: ¹ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งสมมติฐานว่า บริษัทจะสามารถทำการขายหุ้นทั้งหมดของ KKCC ออกไปได้ก่อนการทำรายการซึ่งจะทำให้มูลค่าของ KKCC มีค่าเท่ากับราคาที่ได้ระบุไว้ในร่างสัญญาซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทกับ BBTVEQ เพื่อการจำหน่ายหุ้นของ KKCC ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับ 520 ล้านบาท

² ปรับปรุงรายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ จากเดิมหุ้นละ 4 บาทเป็นหุ้นละ 1 บาท และจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญของบริษัทจำนวนไม่เกิน 111,066,191 หุ้น

จากการประเมินตามวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด จะได้ราคาหุ้น GLAND เท่ากับ 1.96 บาทต่อหุ้น หรือมีมูลค่ารวม 8,254.3 ล้านบาท ซึ่งเป็นราคาที่ สูงกว่าราคาเสนอขายเพื่อชำระค่าตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ที่หุ้นละ 1.83 บาทต่อหุ้น เท่ากับ 0.13 บาทต่อหุ้น

วิธี Sum-of-the-part

วิธี Sum-of-the-part เป็นวิธีการคำนวณหามูลค่าของแต่ละโครงการ โดยการใช้วิธีที่แตกต่างกันตามความเหมาะสมกับลักษณะของแต่ละโครงการ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเลือกใช้การประเมินมูลค่าโครงการ โดยการใช้ราคาประเมินล่าสุดของผู้ประเมินทรัพย์สิน ในการประเมินมูลค่าโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 เนื่องจากเป็นโครงการที่ยังมีความไม่แน่นอนในด้านรายละเอียดโครงการ ระยะเวลาการเริ่มดำเนินโครงการ และการจัดหาแหล่งเงินทุน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ การประมาณการกระแสเงินสดอาจเบี่ยงเบนไปได้ในอนาคต และใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันในการประเมินมูลค่าโครงการบีล แกรนด์ พระราม 9 โครงการบีล สกาย โครงการอาคารสำนักงานเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 และโครงการแกรนด์ คาแนล (เฟส 2) เนื่องจากเป็นโครงการที่บริษัทได้เริ่มดำเนินการไปแล้ว ณ ปัจจุบัน หรือมีแผนที่จะพัฒนาโครงการที่ชัดเจนในอนาคตอันใกล้ จึงทำให้การประมาณการกระแสเงินสดมีความชัดเจนมากขึ้น

ทั้งนี้ สำหรับ KKCC ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งสมมติฐานว่า บริษัทจะสามารถทำการขายหุ้นทั้งหมดของ KKCC ออกไปได้ก่อนการทำรายการซึ่งจะทำให้มูลค่าของ KKCC มีค่าเท่ากับราคาที่ได้ระบุไว้ในร่างสัญญาซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทกับ BBTVEQ เพื่อการจำหน่ายหุ้นของ KKCC ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับ 520 ล้านบาท

การใช้วิธี Sum-of-the-part ในการหามูลค่าหุ้นของ GLAND สามารถสรุปได้ดังตารางด้านล่าง

โครงการ	วิธีที่ใช้ในการประเมินมูลค่า	ราคาประมาณการ ^{/1} (ล้านบาท)
โครงการบีล แกรนด์ พระราม 9	วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด	3,013.6
โครงการ บีล สกาย	วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด	1,224.2
โครงการ จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9	ราคาประเมินโดยผู้ประเมินอิสระ	426.8 – 465.6
โครงการ เดอะ ไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9	วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด	1,757.2
โครงการแกรนด์ คาแนล (เฟส 2) - บริหารโครงการ	วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด	63.34
KKCC	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์	520.0
รวมมูลค่าบริษัท		7,005.2 – 7,044.0
จำนวนหุ้นทั้งหมด หลังรายการปรับปรุงการเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ (หุ้น)		4,220.51 ^{/2}
ราคาต่อหุ้น		1.66 – 1.67 บาทต่อหุ้น

หมายเหตุ: /1 รายละเอียดการประเมินในแต่ละวิธี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้กล่าวไปแล้วในส่วนก่อนหน้า

/2 ปรับปรุงรายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นที่ตราไว้ จากเดิมหุ้นละ 4 บาทเป็นหุ้นละ 1 บาท และจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญของบริษัทจำนวนไม่เกิน 111,066,191 หุ้น

สรุปเปรียบเทียบราคาหุ้นของกิจการด้วยวิธีต่างๆกับราคาหุ้นที่เสนอขายให้เพื่อชำระค่าตอบแทนการซื้อสินทรัพย์

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	ราคาขาย (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินสูงกว่า / (ต่ำกว่า) ราคาขาย	
			(บาทต่อหุ้น)	(ร้อยละ)
1. วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	1.71-1.83	1.83	(0.12) - 0	(6.6) - 0
2. วิธีมูลค่าตามบัญชี	1.04		(0.79)	(43.17)
3. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	1.31 – 1.40		(0.43 – 0.52)	(23.4 – 28.3)
4. วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี	0.99 – 1.07		(0.76 – 0.84)	(41.5 – 45.9)
5. วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด	1.96		0.13	6.87
6. วิธี Sum-of-the-part	1.66 – 1.67		(0.16 – 0.17)	(8.80 – 9.30)

ทั้งนี้ การประเมินราคาหุ้นในแต่ละวิธีมีข้อดี และข้อด้อยแตกต่างกัน ซึ่งสะท้อนถึงราคาที่เหมาะสมในการประเมินราคาหุ้น โดยการประเมินราคาหุ้นในแต่ละวิธีแตกต่างกันไป ดังนี้

ก. การประเมินราคาหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด

วิธีมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดนั้น เป็นวิธีประเมินมูลค่าหุ้นโดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ยราคาปิดย้อนหลังของหุ้นสามัญของ GLAND อย่างไรก็ดี ในรอบปีที่ผ่านมาพบว่าปริมาณการซื้อขายหุ้นของ GLAND มีสภาพคล่องที่ค่อนข้างต่ำ ส่งผลให้การประเมินด้วยวิธีนี้อาจไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น GLAND

ข. วิธีมูลค่าหุ้นตามวิธีมูลค่าตามบัญชี

วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยอ้างอิงมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของ GLAND ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าการเงินที่จัดทำขึ้นเป็นไปตามหลักมาตรฐานการบัญชีทั่วไป จึงมี

ความน่าเชื่อถือและสามารถนำมาใช้อ้างอิงได้ อย่างไรก็ตาม มูลค่าหุ้นตามบัญชีอาจไม่สะท้อนราคาที่เป็นจริงของหุ้น เนื่องจากมิได้มีการคำนึงถึงราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวร เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ มูลค่าของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่างๆ ที่ครอบครองอยู่ เช่น ตราสินค้า (Brand name) ตลอดจนความสามารถในการทำกำไรและสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคต

ค. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี

วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าหุ้น ที่สะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิได้มากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี โดยได้ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรของ GLAND และบริษัทย่อยด้วยราคาประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ ซึ่งสามารถสะท้อนราคาตลาดของสินทรัพย์ดังกล่าวได้ดีกว่าวิธีมูลค่าตามบัญชี อย่างไรก็ตาม วิธีนี้ไม่ได้คำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคต

ง. วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี

เป็นวิธีการประเมินบริษัท โดยการเปรียบเทียบมูลค่าทางบัญชีของบริษัท กับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีกับบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีลักษณะการประกอบธุรกิจที่ใกล้เคียงกันกับบริษัท อย่างไรก็ตามวิธีอัตราส่วนต่อมูลค่าทางบัญชีก็ยังไม่เหมาะสม เนื่องจาก ถึงแม้ว่าที่ปรึกษาทางการเงินจะได้พิจารณาคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 34 บริษัทที่มีลักษณะธุรกิจที่ใกล้เคียงกับกิจการมาเปรียบเทียบ แต่ในความเป็นจริงแล้ว โครงสร้างรายได้และความสามารถในการทำกำไรของแต่ละบริษัทก็ยังคงมีความแตกต่างกัน ดังนั้น การนำวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้อัตราส่วนต่อมูลค่าทางบัญชีมาประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการยังมีข้อจำกัดตามที่ได้กล่าวมา

จ. วิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสด

เป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินธุรกิจ และการทำกำไรของ GLAND ในอนาคต รวมทั้งคำนึงถึงแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมโดยรวม อย่างไรก็ตาม วิธีวิธีการประเมินมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดมีข้อจำกัด คือ ต้องมีสมมติฐานในการประเมินมูลค่ากิจการที่แน่นอน ซึ่งจากการที่บางโครงการใน GLAND เช่น โครงการ เดอะ ไนน์ และโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 เป็นโครงการที่ยังไม่เริ่มดำเนินการ อีกทั้งยังไม่มี ความชัดเจนแน่นอน และต้องใช้ระยะเวลาพัฒนา ดังนั้น การประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดกับโครงการ เดอะ ไนน์และโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 จึงยังไม่เหมาะสม

ฉ. วิธี Sum-of-the-part

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้น GLAND ควรใช้วิธี Sum-of-the-part โดยการคำนวณหามูลค่าของแต่ละโครงการ ด้วยวิธีที่แตกต่างกันตามความเหมาะสมกับลักษณะของแต่ละโครงการ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการประเมินมูลค่าโครงการโดยใช้ราคาประเมินล่าสุดของผู้ประเมินทรัพย์สิน เป็นวิธีที่มีความเหมาะสมสำหรับโครงการอาคารสำนักงาน จี-แลนด์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9 เนื่องจากเป็นโครงการที่ยังมีความไม่แน่นอนในด้านรายละเอียดโครงการ ระยะเวลาการเริ่มดำเนินโครงการ และการจัดหาแหล่งเงินทุน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ การประมาณการกระแสเงินสดอาจเบี่ยงเบนไปได้ในอนาคต ราคาประเมินโดยผู้ประเมินทรัพย์สินจึงสามารถสะท้อนมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันของโครงการได้อย่างเหมาะสมที่สุด

ทั้งนี้ สำหรับโครงการเบิ้ล แกรนด์ พระราม 9 โครงการเบิ้ล สกาย และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 2 ซึ่งอยู่ในระหว่างการพัฒนา และมีลักษณะธุรกิจเป็นการขายอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีอายุโครงการไม่นานนัก ทำให้สามารถประมาณการกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ค่อนข้างแน่นอน สำหรับ โครงการเดอะไนน์ ทาวเวอร์ แกรนด์ พระราม 9

บริษัทมีแผนที่จะพัฒนาในอนาคตอันใกล้ ซึ่งทำให้การประมาณการกระแสเงินสดมีความชัดเจนมากขึ้น (รายละเอียดในการ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ควรจะใช้วิธีประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดซึ่งเป็นวิธีที่คำนึงถึงการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไร และแนวโน้มการเติบโตในอนาคตในการประเมินมูลค่าโครงการดังกล่าว

ในขณะที่ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคาดว่า บริษัทจะสามารถทำการขายหุ้นทั้งหมดของ KKCC ออกไปได้ก่อนการทำรายการซื้อสินทรัพย์ ซึ่งจะทำให้มูลค่าของ KKCC มีค่าเท่ากับราคาที่ได้ระบุไว้ในร่างสัญญาซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทกับ BBTVEQ เพื่อการจำหน่ายหุ้นของ KKCC ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับ 520 ล้านบาท

โดยสรุป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การพิจารณามูลค่าหุ้นที่เหมาะสมสำหรับ GLAND ณ ขณะนี้ ควรพิจารณาจากวิธี Sum-of-the-part โดยราคาหุ้น GLAND ที่ประเมินได้จะเท่ากับ 1.66 – 1.67 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นสามัญที่ออกใหม่ของบริษัทเพื่อชำระค่าซื้อที่ดินที่ 1.83 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 0.16 – 0.17 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 8.80 – 9.30

4.1.3 ความเหมาะสมของเงื่อนไขการชำระราคา

ก) ที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2

บริษัทจะชำระค่าตอบแทนที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ แกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 เป็นมูลค่ารวม 1,930.04 ล้านบาท ในรูปของหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 547.94 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าหุ้นสามัญออกใหม่ทั้งสิ้น 1,002.74 ล้านบาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด และรับโอนกรรมสิทธิ์ตามสัญญาที่เกี่ยวข้อง โดยรายการดังกล่าวจะเกิดขึ้นภายหลังจากบริษัทได้รับอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า มูลค่าที่ดินเปล่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท รวมถึงเงื่อนไขต่างๆ ในการซื้อที่ดิน สอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไป และมีได้เป็นเงื่อนไขที่จะทำให้บริษัทเสียประโยชน์แก่ผู้ขายแต่อย่างใด ดังนั้น เงื่อนไขในการชำระเงินดังกล่าวจึงมีความเหมาะสม

ข) ที่ดินโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7

บริษัทจะชำระค่าตอบแทนที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ แกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เป็นมูลค่ารวม 296.58 ล้านบาท ในรูปของหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท จำนวน 162.07 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท ในราคาเสนอขายหุ้นละ 1.83 บาท รวมมูลค่าหุ้นสามัญออกใหม่ทั้งสิ้น 296.58 ล้านบาท และส่วนที่เหลือชำระเป็นเงินสด โดยรายการดังกล่าวจะเกิดขึ้นภายหลังจากบริษัทได้รับอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า มูลค่าที่ดินเปล่า มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท รวมถึงเงื่อนไขต่างๆ ในการซื้อที่ดิน สอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไป และมีได้เป็นเงื่อนไขที่จะทำให้บริษัทเสียประโยชน์แก่ผู้ขายแต่อย่างใด ดังนั้น เงื่อนไขในการชำระเงินดังกล่าวจึงมีความเหมาะสม

4.2 รายการจำหน่ายไปซึ่งหุ้นสามัญของ KKCC

4.2.1 ความเหมาะสมของราคา

ตามที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 2/2554 ในวันที่ 11 มีนาคม 2554 มีมติเสนอให้ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการจำหน่ายหุ้นสามัญ KKCC ที่บริษัทมีอยู่ทั้งหมดจำนวน 30,000,000 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 70.28 ของทุนจดทะเบียนที่ออกและเรียกชำระแล้วของ KKCC ในราคาขายรวม 520,000,000.00 บาท หรือคิดเป็นหุ้นละ 17.33 บาท ให้แก่ BBTVEQ ซึ่งเข้าข่ายเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาขายหุ้น KKCC ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาหุ้น KKCC ด้วยวิธีการต่างๆ โดยพิจารณาจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ประกอบกับข้อมูลและเอกสารที่ได้รับเพิ่มเติมจากบริษัทและ KKCC รวมถึงข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป เช่น มติคณะกรรมการบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลอุตสาหกรรม เป็นต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้น KKCC โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วน และถูกต้อง รวมทั้งเป็นการพิจารณาจากสภาวะแวดล้อม ณ ปัจจุบันในขณะทำการศึกษานั้น หากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทและ/หรือ KKCC การพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้น KKCC และการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าหุ้น KKCC โดยวิธีการดังนี้

- ก) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)
- ข) วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)
- ค) วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)

อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น KKCC ด้วยวิธีเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด (Market comparable approach) เนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทจดทะเบียนเพียงรายเดียวซึ่งดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นหลัก เช่นเดียวกับการประกอบธุรกิจของ KKCC ได้แก่ บริษัท เทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน) ("CSR") ซึ่งให้บริการสนามกอล์ฟพวนธานี นอกจากนี้ ราคาตลาดของหุ้น CSR อาจไม่สะท้อนมูลค่ายุติธรรมที่แท้จริงของหุ้น เนื่องจาก CSR มีปริมาณการซื้อขายหุ้นที่ค่อนข้างน้อย โดยในปี 2553 จำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้น CSR มีเพียง 93 วัน จากวันทำการทั้งหมด 242 วัน ดังนั้น การประเมินราคาหุ้น KKCC โดยการอ้างอิงกับอัตราส่วนต่างๆ ของ CSR เพียงบริษัทเดียว เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to earning ratio) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to book value ratio) จึงขาดความเหมาะสม

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น KKCC ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model approach) เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะนำมาประยุกต์ใช้กับบริษัทที่มีกำไรสุทธิและมีการจ่ายเงินปันผลที่ค่อนข้างแน่นอน อย่างไรก็ตาม ด้วยผลประกอบการของ KKCC ที่ค่อนข้างมีความผันผวน อีกทั้ง KKCC ยังไม่เคยประกาศจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเนื่องจากยังมีผลขาดทุนสะสม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลไม่มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้น KKCC

ก) วิธีมูลค่าง่ายตามบัญชี (Book value approach)

วิธีมูลค่าง่ายตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าง่ายโดยอ้างอิงมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของ KKCC ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่างบการเงินที่จัดทำขึ้นเป็นไปตามหลักมาตรฐานการบัญชีทั่วไป จึงมีความน่าเชื่อถือและสามารถนำมาใช้อ้างอิงได้ อย่างไรก็ตาม วิธีมูลค่าง่ายตามบัญชีอาจไม่สะท้อนราคาที่เป็นจริงของหุ้น เนื่องจากไม่ได้มีการคำนึงถึงราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวร เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ มูลค่าของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนต่างๆ ที่ครอบครองอยู่ เช่น ตราสินค้า (Brand name) ตลอดจนความสามารถในการทำกำไรและสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคต

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาก่อน KKCC โดยอ้างอิงจากงบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ซึ่งเป็นงบการเงินล่าสุดของ KKCC ที่ผ่านการสอบทานโดยผู้สอบบัญชีจากสำนักงานสอบบัญชี ดี ไอ เอ ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน กสท. โดยมีรายละเอียดดังนี้

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553	ล้านบาท
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว	426.86
ส่วนเกินมูลค่าง่าย	172.03
ขาดทุนสะสม	(97.77)
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	501.11
จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	42.69
มูลค่าง่าย (บาทต่อหุ้น)	11.74

จากการประเมินมูลค่าง่ายด้วยวิธีมูลค่าง่ายตามบัญชี จะได้ราคาก่อน KKCC เท่ากับ 11.74 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาก่อนที่ตกลงซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 5.59 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 32.26

ข) วิธีปรับปรุงมูลค่าง่ายตามบัญชี (Adjusted book value approach)

วิธีปรับปรุงมูลค่าง่ายตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าง่ายโดยนำมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินในงบการเงินของ KKCC มาปรับปรุงเพื่อให้สะท้อนราคาตลาดในปัจจุบันของสินทรัพย์หรือหนี้สินนั้นๆ ดังนั้น การประเมินราคาก่อนด้วยวิธีนี้จะสะท้อนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของ KKCC ที่เป็นปัจจุบันมากกว่าวิธีมูลค่าง่ายตามบัญชี

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินราคาก่อน KKCC ตามวิธีนี้โดยการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งปรากฏตามงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ซึ่งได้รับการสอบทานโดยผู้สอบบัญชี ด้วยรายการสำคัญต่างๆ ที่เกิดขึ้นภายหลังจากวันที่ปิดงบการเงิน หรือรายการที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีสะท้อนมูลค่าที่เป็นจริงมากขึ้น เช่น การปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรเพื่อให้สะท้อนราคาตลาด โดยมีรายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าง่ายตามบัญชี ดังนี้

รายการที่ 1: การปรับปรุงมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนชั่วคราว

KKCC มีการลงทุนในกองทุนเปิดแอสเซทพลัสตราสารหนี้ (“ASP”) ซึ่งบริหารโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน แอสเซทพลัส จำกัด จำนวน 2.00 ล้านบาท คิดเป็นมูลค่าเงินลงทุนตามบัญชีเท่ากับ 28.24 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมิได้ปรับปรุงมูลค่าเงินลงทุนดังกล่าว เนื่องจากมูลค่าตามบัญชีได้แสดงด้วยมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์แล้ว (กล่าวคือ มูลค่าหน่วยลงทุนของ ASP ณ 30 ธ.ค. 53 ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายของปี)

รายการที่ 2: การปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น

ในปี 2549 KKCC ได้ดำเนินคดีฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายจากอดีตลูกจ้างซึ่งได้ยกยอทรัพย์ของ KKCC ไปในระหว่างปฏิบัติงาน ด้วยเหตุนี้ KKCC จึงมีการบันทึกลูกหนี้หนี้จำนวน 0.49 ล้านบาท เป็นส่วนหนึ่งของรายการสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นโดยมิได้ตั้งสำรองค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญของยอดลูกหนี้ดังกล่าว ต่อมาในปี 2550 ศาลได้พิพากษาให้ลูกจ้างชดเชยเงินจำนวนดังกล่าวพร้อมดอกเบี้ยอัตราร้อยละ 7.5 ต่อปี ให้แก่ KKCC ณ วันที่ 3 มีนาคม 2554 KKCC ได้รับชำระเงินจากคู่กรณีเป็นสัดส่วนร้อยละ 52.70 ของยอดเงินต้น

เนื่องด้วยผลของคดีเป็นที่สิ้นสุดแล้วตั้งแต่ปี 2550 รวมทั้ง กระบวนการบังคับคดียังมีความคืบหน้าจนกระทั่งส่งผลให้ KKCC ได้รับชำระคืนเงินจากลูกหนี้แล้วบางส่วน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ไม่จำเป็นต้องมีการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นด้วยการตั้งสำรองค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญของยอดลูกหนี้ส่วนที่เหลือแต่อย่างใด

รายการที่ 3: การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

บริษัทได้ว่าจ้างให้บริษัท อเมริกัน แอ็พเพรซัล (ประเทศไทย) จำกัด (“AA”) ซึ่งเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย (TVA) และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย (VAT) เพื่อทำการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ KKCC ซึ่งดำเนินโครงการสนามกอล์ฟเขาเขียวคันทรี่คลับ ตั้งอยู่เลขที่ 220/15 หมู่ 12 ตำบลบางพระ อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี เนื้อที่รวม 953-0-41 ไร่

จากรายงานของ AA ลงวันที่ 3 พฤศจิกายน 2553 เพื่อประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ KKCC ณ วันที่ 1 ตุลาคม 2553 AA ได้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ KKCC โดยใช้ 2 วิธี คือ วิธีรายได้ (Income approach) และวิธีต้นทุน (Cost approach) โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. วิธีรายได้ (Income approach)

AA ประเมินมูลค่าที่ดินพร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟด้วยวิธีรายได้ และประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ ด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาด ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ของ KKCC ที่ AA ประเมินได้ตามวิธีนี้เป็นจำนวนรวมเท่ากับ 559.00 ล้านบาท โดยมีรายละเอียดดังนี้

1.1 การประเมินมูลค่าที่ดินพร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟ

AA ประเมินมูลค่าที่ดินพร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟด้วยวิธีรายได้ตามข้อมูลที่ได้รับจาก KKCC และข้อมูลเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง โดย AA ประเมินการกระแสเงินสดของสนามกอล์ฟตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2553 – งวด 12 เดือน ปี 2558 จากการคาดการณ์รายได้สนามกอล์ฟ ซึ่งประกอบด้วยรายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee) รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ รายได้จากร้านอาหาร รายได้จากซุ้มอาหารและเครื่องดื่ม รายได้จากร้านโปรซื้อป รายได้ค่าเช่าอุปกรณ์ รายได้ค่าใช้สนามฝึกซ้อม (Driving range) รายได้ค่าแคดดี้ และรายได้ค่าสมาชิก และการคาดการณ์ค่าใช้จ่ายสนามกอล์ฟ ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง/น้ำมันหล่อลื่นเครื่องจักร ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม ค่าสาธารณูปโภค ค่าภาษีสรรพสามิต ต้นทุนสินค้าขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร โดยสมมติฐานที่สำคัญสามารถสรุปได้ดังนี้

- จำนวนนักกอล์ฟปี 2553 เฉลี่ยร้อยละ 16.7 ต่อปี เป็น 58,469 คน (สำหรับไตรมาส 4 ปี 2553 เท่ากับ 17,363 คน) สำหรับปี 2554 – 2556 เฉลี่ยร้อยละ 5.00 ต่อปี และสำหรับปี 2557 – 2558 เฉลี่ยร้อยละ 3.00 ต่อปี

- รายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อคนปี 2553 เติบโตร้อยละ 12.8 ต่อปี เป็น 942 บาทต่อคน (สำหรับไตรมาส 4 ปี 2553 เท่ากับ 1,085 บาทต่อคน) สำหรับปี 2554 เติบโตร้อยละ 7.00 ต่อปี สำหรับปี 2555 เติบโตร้อยละ 5.00 ต่อปี และสำหรับปี 2556 – 2558 เติบโตร้อยละ 3.00 ต่อปี
- รายได้อื่นๆ เฉลี่ยต่อคน เช่น รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ รายได้จากร้านอาหาร เป็นต้น เติบโตร้อยละ 3.00 ต่อปี
- ค่าใช้จ่ายพนักงานเติบโตร้อยละ 5.00 ต่อปี ค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม ค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น เติบโตร้อยละ 3.00 ต่อปี และค่าภาษีสรรพสามิตในอัตราร้อยละ 11.00 ของรายได้ค่าใช้บริการสนาม

นอกจากนี้ AA ได้ประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนของ KKCC ไว้ที่ 2.50 ล้านบาทสำหรับไตรมาส 4 ปี 2553 และ 3.00 – 6.00 ล้านบาทต่อปีสำหรับปี 2554 - 2558 และประเมินมูลค่าที่คาดว่า KKCC จะขายสินทรัพย์ได้ (Reversionary value) ซึ่งคำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดภายหลังปี 2558 โดยสมมติฐานให้ KKCC มีอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate) เท่ากับร้อยละ 3 และหักค่าใช้จ่ายในการขายสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องในอัตราร้อยละ 4 จากนั้น AA นำผลรวมกระแสเงินสดของสนามกอล์ฟที่ได้มาคิดลดด้วยอัตราส่วนลดร้อยละ 12 ซึ่งคำนวณจากผลรวมอัตราผลตอบแทนธุรกิจสนามกอล์ฟเฉลี่ยร้อยละ 9 และอัตราผลตอบแทนระยะยาวร้อยละ 3 ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของที่ดินพร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟที่ AA ประเมินได้ตามวิธีนี้เป็นจำนวนเท่ากับ 404.00 ล้านบาท

1.2 การประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่

AA ได้ประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ ซึ่งตั้งอยู่บนที่ดินบริเวณเดียวกันกับสนามกอล์ฟ โดยวิธีเปรียบเทียบมูลค่าตลาดกับที่ดินเปล่าในบริเวณใกล้เคียงกันจำนวน 3 แห่ง ซึ่งมีราคาเสนอขายที่ดินระหว่าง 600,000 – 800,000 บาทต่อไร่ จากนั้น AA ได้ปรับปรุงราคาดังกล่าวด้วยการให้คะแนนที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบตามปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง ขนาดและรูปร่างที่ดิน เป็นต้น ซึ่งราคาเสนอขายที่ดินหลังการปรับปรุงราคาเป็นจำนวนเท่ากับ 459,000 – 510,000 บาทต่อไร่ ทำนองที่ AA ให้น้ำหนักที่ดิน 3 แห่งด้วยสัดส่วนที่แตกต่างกันตามความเหมาะสม (Weight level) จึงได้ราคาประเมินที่ดินสำหรับ KKCC เท่ากับ 500,000 บาทต่อไร่ รวมมูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ ของ KKCC เท่ากับ 155.00 ล้านบาท

2. วิธีต้นทุน (Cost approach)

ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ด้วยวิธีต้นทุน มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ของ KKCC จะเท่ากับผลรวมมูลค่าตลาดของที่ดิน และต้นทุนทดแทนค่าพัฒนาสนามกอล์ฟ ส่วนปรับปรุงที่ดินและอาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์ หักด้วยค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ตามสภาพการใช้งาน ณ วันสำรวจจากการประเมินของ AA ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของสินทรัพย์ของ KKCC ที่ AA ประเมินได้ตามวิธีนี้เป็นจำนวนเท่ากับ 862.00 ล้านบาท โดยมีรายละเอียดดังนี้

สินทรัพย์	แนวทางการประเมิน	ต้นทุนพัฒนา/ซื้อ สินทรัพย์ใหม่ (ลบ.)	มูลค่ายุติธรรมสำหรับ สินทรัพย์ KKCC (ลบ.)
1. ที่ดิน 951-2-41 ไร่	วิธีเปรียบเทียบมูลค่าตลาด ราคาประเมินที่ดินเท่ากับ 500,000 บาทต่อไร่ (ตามรายละเอียดในข้อ 1.2 การประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่)	475.80	475.80
2. ค่าพัฒนาสนามกอล์ฟ	วิธีคิดต้นทุนแบบแยกส่วน (Unit-in-place method) เพื่อให้ได้มาซึ่งราคาทดแทนใหม่	270.00	270.00
3. ส่วนปรับปรุงที่ดิน		25.50	9.00

สินทรัพย์	แนวทางการประเมิน	ต้นทุนพัฒนา/ซื้อ สินทรัพย์ใหม่ (ลบ.)	มูลค่ายุติธรรมสำหรับ สินทรัพย์ KKCC (ลบ.)
4. ส่วนปรับปรุงอาคาร	(Replacement cost new) ของสินทรัพย์ และหัก	89.80	55.70
5. เครื่องจักรและ อุปกรณ์	ค่าเสื่อมราคาด้วยวิธีเส้นตรง โดยประมาณการ 1) อายุการใช้งาน 15 – 20 ปีสำหรับส่วนปรับปรุง	103.32	50.13
6. ยานพาหนะ	ที่ดิน 2) อายุการใช้งาน 30 ปีสำหรับส่วนปรับปรุง อาคาร และ 3) อายุการใช้งาน 10 – 20 ปีสำหรับ เครื่องจักรและอุปกรณ์	1.78	1.74
มูลค่ารวม		966.20	862.37
มูลค่ารวมพิเศษ		966.00	862.00

3. สรุปความเห็น AA

จากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ KKCC ด้วย 2 วิธีข้างต้น AA เห็นว่า วิธีที่ 1 คือ วิธีรายได้สำหรับการประเมินมูลค่าที่ดิน พร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟ และวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดสำหรับการประเมินมูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ มีความเหมาะสม โดยมีมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ของ KKCC ที่ประเมินได้เท่ากับ 559.00 ล้านบาท

ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจากการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมิน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าสนามกอล์ฟด้วยวิธีรายได้เป็นวิธีที่มีความเหมาะสมมากกว่า วิธีต้นทุน เนื่องจากทรัพย์สินสนามกอล์ฟที่ทำการประเมินเป็นสินทรัพย์ซึ่งก่อให้เกิดรายได้และสามารถสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในอนาคตได้ ในขณะที่เดียวกัน การประเมินมูลค่าที่ดินเปล่าด้วยวิธีเปรียบเทียบราคาตลาดถือเป็นวิธีที่มีความสมเหตุสมผลเช่นกัน เนื่องจากปัจจุบันที่ดินดังกล่าวยังมิได้ก่อให้เกิดรายได้แก่ KKCC และไม่มี ความจำเป็นต่อการดำเนินงานของสนามกอล์ฟ หาก KKCC มีความประสงค์ที่จะขายที่ดินเปล่าดังกล่าวออกไป การเปรียบเทียบกับราคาตลาดจะช่วยสะท้อนมูลค่าตลาดของที่ดินเปล่าได้ดีที่สุด ดังนั้น การประเมินมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ของ KKCC จึงควรเป็นผลรวมของมูลค่าสนามกอล์ฟ และมูลค่าที่ดินเปล่า

อย่างไรก็ดี รายงานของ AA เป็นการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ KKCC ณ วันที่ 1 ตุลาคม 2553 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงปรับปรุงการคำนวณมูลค่ายุติธรรมตามรายงานของ AA เป็นการประเมินมูลค่ายุติธรรมสินทรัพย์ KKCC เป็น ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 แทน ซึ่งยังคงอ้างอิงสมมติฐานชุดเดิมของ AA ดังนั้น จะได้มูลค่ายุติธรรมของที่ดินพร้อมสิ่งอำนวยความสะดวกของสนามกอล์ฟเท่ากับ 385.56 ล้านบาท เมื่อรวมกับมูลค่ายุติธรรมของที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ จำนวน 155.00 ล้านบาท จะได้มูลค่ายุติธรรมสินทรัพย์ของ KKCC รวมเท่ากับ 540.56 ล้านบาท หากเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของที่ดินอาคารและอุปกรณ์ – สุทธิของ KKCC ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 ที่เท่ากับ 463.15 ล้านบาท จะเห็นได้ว่าราคาประเมินมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 77.41 ล้านบาท

รายการที่ 4: สิทธิประโยชน์ทางภาษีจากขาดทุนสะสม

KKCC มีสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากขาดทุนสะสมที่สามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลได้จำนวน 16.65 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 โดยมีรายละเอียดดังนี้

ผลขาดทุนที่สามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 (ล้านบาท)	3.14	3.51	10.00
KKCC สามารถใช้สิทธิประโยชน์ดังกล่าวได้ภายในปี	2555	2556	2557

ในกรณีที่ KKCC สามารถดำเนินธุรกิจจนมีผลประกอบการเป็นกำไร KKCC ก็จะสามารถใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวได้ โดยจะมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 30.00 ของยอดขาดทุนสะสม หรือเท่ากับ 4.99 ล้านบาท ($=30\% \times 16.65$) อย่างไรก็ตาม ผลกำไร (ขาดทุน) สุทธิของ KKCC ที่ผ่านมาก่อนข้างมีความผันผวน โดยในปี 2551 – 2553 KKCC มีผลกำไร (ขาดทุน) สุทธิเท่ากับ (3.82) ล้านบาท (10.19) ล้านบาท และ 2.10 ล้านบาท ตามลำดับ ด้วยเหตุนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ไม่ควรทำการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีด้วยสิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าว เนื่องจากยังมีความไม่แน่นอนของผลประกอบการของ KKCC ว่าจะดำเนินธุรกิจจนมีผลกำไรและสามารถใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวได้หรือไม่ในอนาคต

สรุปรายการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี

ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553	ล้านบาท
รวมส่วนของผู้อถือหุ้น	501.11
รายการปรับปรุง	
1. การปรับปรุงมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนชั่วคราว	0.00
2. การปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	0.00
3. การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	77.41
4. สิทธิประโยชน์ทางภาษีจากขาดทุนสะสม	0.00
ส่วนของผู้อถือหุ้นหลังปรับปรุง	578.53
จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	42.69
มูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น)	13.55

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น KKCC เท่ากับ 13.55 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 3.78 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 21.81

ค) วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)

วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยคำนึงถึงความสามารถในการสร้างกำไรและมูลค่าเพิ่มของ KKCC ในอนาคต โดยการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของประมาณการกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วยอัตราส่วนลด (Discount rate) ที่เหมาะสม สำหรับในกรณีของ KKCC ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะใช้อัตราผลตอบแทนของผู้อถือหุ้น (Cost of equity: K_e) เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อผู้อถือหุ้น (Free cash flow to equity: FCFE) เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของ KKCC ปัจจุบันไม่มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย และ ณ ช่วงเวลาที่ประมาณการในอนาคต KKCC ไม่มีความจำเป็นต้องใช้เงินกู้ยืมที่มีภาระดอกเบี้ยแต่อย่างใด

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินกระแสเงินสดจากประมาณการทางการเงินของ KKCC ในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า (ปี 2554 - 2558) โดยอ้างอิงจากข้อมูลและสมมติฐานที่ได้รับจาก KKCC และการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการดำเนินธุรกิจ แผนการตลาดและแผนการลงทุนในอนาคตของ KKCC เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษา

ทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานที่ได้รับบางรายการให้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานในอดีตของ KKCC ตลอดจนสถานะเศรษฐกิจปัจจุบันมากยิ่งขึ้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำประมาณการทางการเงินดังกล่าวบนสมมติฐานที่ว่า ธุรกิจของ KKCC จะยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่องในอนาคต (Going concern basis) และไม่มีเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นซึ่งแตกต่างจากสถานะเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการศึกษา หากสถานะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจของ KKCC มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่ใช้ในการประมาณการในครั้งนี้ ราคาหุ้นที่ ประเมินได้ตามวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน

ทั้งนี้ สมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการประมาณการทางการเงินสามารถสรุปรายละเอียดดังนี้

1. รายได้จากการดำเนินงาน

รายได้จากการดำเนินงานหรือรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟของ KKCC สามารถจำแนกออกเป็น 4 ประเภทหลัก ได้แก่ รายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee) รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ รายได้จากการขาย (ซึ่งประกอบด้วยรายได้จากร้านอาหาร รายได้ จากซุ้มอาหารและเครื่องดื่ม และรายได้จากร้านโปรชิอป) และรายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ

1.1 รายได้ค่าบริการสนาม (Green fee)

รายได้ค่าบริการสนามในแต่ละปีจะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการและรายได้ค่าบริการสนามเฉลี่ยต่อ คน เนื่องด้วยสถานะเศรษฐกิจโลกและการเมืองภายในประเทศมีแนวโน้มที่คาดว่าจะดีขึ้น ผู้บริหารของ KKCC จึงประเมินว่า นักกอล์ฟทั้งในและต่างประเทศจะหันกลับมาใช้บริการสนามกอล์ฟมากขึ้น และประมาณการให้จำนวนนักกอล์ฟในปี 2554 – 2558 มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 – 10 ต่อปี นอกจากนี้ ผู้บริหารประมาณการให้รายได้ค่าบริการสนามเฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโต ร้อยละ 3 – 10 ต่อปี ในปี 2554 – 2558 เนื่องจาก KKCC ได้มีการปรับปรุงและบำรุงรักษาสภาพสนามกอล์ฟมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ ปี 2551 จึงคาดว่าจะสามารถปรับอัตราค่าบริการได้ตามคุณภาพสนามที่เพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ ในปี 2553 KKCC มีจำนวนนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการเท่ากับ 60,347 คน และมีรายได้ค่าบริการสนามเฉลี่ย 829 บาทต่อคน โดยมีอัตราการเติบโตที่เกิดขึ้นจริงในปี 2550 – 2553 และประมาณการอัตราการเติบโตในปี 2554 – 2558 ดังนี้

หน่วย: ร้อยละ	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
อัตราการเติบโตจำนวน นักกอล์ฟ	(8.81)	12.50	(14.62)	20.42	10.00	5.00	5.00	5.00	3.00
อัตราการเติบโตรายได้ค่า บริการสนามเฉลี่ยต่อคน	12.73	(5.15)	6.80	(0.72)	10.00	5.00	5.00	5.00	3.00

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการสนามในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
รายได้ค่าบริการ สนาม (ลบ.)	43.01	45.89	41.85	50.03	60.54	66.74	73.58	81.12	86.06
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	2.79	6.70	(8.81)	19.55	21.00	10.25	10.25	10.25	6.09

1.2 รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ

KKCC มีรถกอล์ฟให้เช่าไว้บริการนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้สนาม รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟจึงขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการสนาม สัดส่วนนักกอล์ฟที่เช่ารถกอล์ฟ และรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟเฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประมาณการให้นักกอล์ฟที่เช่ารถกอล์ฟมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 61 ของจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่มาใช้บริการ และรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟเฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2554 – 2558 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ (ลบ.)	9.89	12.19	12.41	14.36	16.27	17.60	19.03	20.58	21.83
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	(2.73)	23.27	1.78	15.75	13.30	8.15	8.15	8.15	6.09

1.3 รายได้จากการขาย

รายได้จากการขายเกิดจากการให้บริการอาหารและเครื่องดื่ม ตลอดจนสินค้าอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเล่นกอล์ฟ รายได้จากการขายประกอบด้วยรายได้จากร้านอาหาร รายได้จากซุ้มอาหารและเครื่องดื่ม และรายได้จากร้านโปรซื้อป รายได้จากการขายจะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการสนาม สัดส่วนนักกอล์ฟที่ใช้บริการร้านค้า และรายได้ค่าใช้บริการเฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประมาณการให้นักกอล์ฟที่ใช้บริการร้านอาหาร ซุ้มอาหารและเครื่องดื่ม และร้านโปรซื้อป มีสัดส่วนประมาณร้อยละ 85, ร้อยละ 100 และร้อยละ 15 ของจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่มาใช้บริการ ตามลำดับ ในขณะที่รายได้จากร้านอาหารเฉลี่ยต่อคน รายได้จากซุ้มอาหารและเครื่องดื่มเฉลี่ยต่อคน และรายได้จากร้านโปรซื้อปเฉลี่ยต่อคน มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2554 – 2558 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
รายได้จากการขาย (ลบ.)	16.80	18.71	16.98	20.57	23.31	25.21	27.26	29.48	31.28
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	(11.97)	11.34	(9.25)	21.14	13.30	8.15	8.15	8.15	6.09

1.4 รายได้จากการดำเนินงานอื่น

รายได้จากการดำเนินงานอื่นประกอบด้วยรายได้ค่าสมาชิก รายได้ค่าแคดดี้ รายได้ค่าเช่าอุปกรณ์ และรายได้ค่าใช้สนามฝึกซ้อม (Driving range) ในส่วนของรายได้ค่าสมาชิกจะขึ้นอยู่กับจำนวนผู้สมัครสมาชิกรายปีและอัตราค่าสมาชิกรายปี โดยประมาณการให้ในปี 2554 – 2558 มีนักกอล์ฟสมัครสมาชิกรายปีทั้งสิ้น 26 คนต่อปี และเรียกเก็บค่าสมาชิกเท่ากับ 40,000 บาทต่อปี ในส่วนของรายได้ค่าแคดดี้ รายได้ค่าเช่าอุปกรณ์ และรายได้ค่าใช้สนามฝึกซ้อม (Driving range) จะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการสนาม สัดส่วนนักกอล์ฟที่ใช้บริการแต่ละประเภท และรายได้ค่าบริการเฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประมาณการให้นักกอล์ฟที่ใช้บริการแคดดี้ เช่าอุปกรณ์ และใช้สนามฝึกซ้อม มีสัดส่วนประมาณร้อยละ 100, ร้อยละ 1 และร้อยละ 15 ของจำนวน

นักกอล์ฟทั้งหมดที่มาใช้บริการ ตามลำดับ ในขณะที่ค่าแคดดี้เฉลี่ยต่อคน ค่าเช่าอุปกรณ์เฉลี่ยต่อคน และค่าใช้สนามฝึกซ้อมเฉลี่ยต่อคน มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2554 – 2558 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของรายได้จากการดำเนินงานอื่นในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
รายได้จากการดำเนินงานอื่น (ลบ.)	2.41	2.72	2.59	2.60	2.88	2.99	3.15	3.32	3.46
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	(8.02)	12.86	(4.78)	0.39	10.76	3.77	5.31	5.46	4.18

2. รายได้อื่น

KKCC มีรายได้อื่นคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 4 ของรายได้รวมในปี 2553 รายได้อื่นประกอบด้วยรายได้ดอกเบี้ยรับ กำไรจากเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค้าที่ยังไม่เกิดขึ้น และรายได้จากการให้บริการแก่บริษัทที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น ทั้งนี้ ประเมินการรายได้แต่ละรายการโดยอ้างอิงจากข้อมูลในอดีตและประมาณการให้คงที่ในปี 2554 – 2558 โดยมีมูลค่าเท่ากับ 2.89 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 2 - 3 ของรายได้รวม

3. ต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)

ต้นทุนการให้บริการประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง/น้ำมันหล่อลื่น เครื่องจักร ค่าสาธารณูปโภค ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม ค่าภาษีสรรพสามิต และต้นทุนสินค้าขาย เป็นต้น ทั้งนี้ ประเมินการให้ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานมีอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี ตามอัตราการขึ้นเงินเดือนเฉลี่ยของบริษัททั่วไป ในขณะที่ค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง/น้ำมันหล่อลื่นเครื่องจักร และค่าสาธารณูปโภค ประเมินการให้เพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 3 ต่อปี ตามคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซมประมาณการให้คงที่เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับ 7.31 ล้านบาท ค่าภาษีสรรพสามิตประมาณการให้เป็นสัดส่วนร้อยละ 11 ของรายได้ค่าบริการสนาม (Green fee) ต้นทุนสินค้าขายประมาณการให้เป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 44 ของรายได้จากการขาย และต้นทุนดำเนินงานอื่นๆ ประมาณการให้คงที่เท่ากับ 4.82 ล้านบาท ซึ่งเป็นมูลค่าคงที่เท่ากับข้อมูลปี 2553 ทั้งนี้ มิได้อ้างอิงต้นทุนดำเนินงานอื่นๆ ให้เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี เนื่องจาก KKCC เพิ่งปรับย้ายค่าใช้จ่ายรักษาความปลอดภัยมาอยู่ในหมวดต้นทุนดำเนินงานอื่นๆ ในปี 2552 จากเดิมเคยอยู่ในหมวดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
ต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	47.49	51.68	51.13	56.22	58.24	61.00	63.94	67.10	69.84
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	7.41	8.82	(1.06)	9.95	3.60	4.73	4.83	4.93	4.09

4. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งประมาณการให้มีอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี ตามอัตราการขึ้นเงินเดือนเฉลี่ยของบริษัททั่วไป นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังประกอบด้วย ค่าส่งเสริมการตลาด ค่าเบี้ยประกันภัย และค่าที่ปรึกษา เป็นต้น ซึ่งประมาณการให้เพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 3 ต่อปี ตามคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	19.58	22.23	24.77	19.81	20.62	21.48	22.36	23.29	24.26
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	16.22	13.51	11.44	(20.03)	4.11	4.12	4.13	4.14	4.15

5. ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

ค่าเสื่อมราคาของอาคารและอุปกรณ์คำนวณโดยวิธีเส้นตรงตามอายุการใช้งาน ซึ่งมีอายุตั้งแต่ 5 – 50 ปี ขึ้นอยู่กับประเภททรัพย์สิน อนึ่ง ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553 KKCC มีอาคารและอุปกรณ์ซึ่งคิดค่าเสื่อมราคาคบอายุการใช้งานแล้วเป็นจำนวนราคาทุนเท่ากับ 122.15 ล้านบาท ค่าเสื่อมราคาในปี 2554 – 2558 ประมาณการโดยอ้างอิงกับสินทรัพย์ปัจจุบันที่ยังคิดค่าเสื่อมราคาไม่ครบ และโครงการลงทุนของ KKCC ในอนาคต ซึ่งค่าเสื่อมราคาจะขึ้นอยู่กับประเภทและมูลค่าทรัพย์สินที่จะลงทุนเพิ่มเติม

ค่าตัดจำหน่ายของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (โปรแกรมคอมพิวเตอร์) คำนวณโดยวิธีเส้นตรงในระยะเวลา 10 ปี ทั้งนี้ บริษัทไม่มีแผนที่จะลงทุนเพิ่มเติมในระบบคอมพิวเตอร์ในอนาคตอันใกล้ เนื่องด้วยมีความเห็นว่า สินทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันยังสามารถใช้ประกอบธุรกิจได้ตามปกติและเพียงพอสำหรับการดำเนินงานในอนาคต ค่าตัดจำหน่ายในปี 2554 – 2558 จึงประมาณการโดยอ้างอิงกับค่าตัดจำหน่ายเดิมที่เกิดขึ้นจริงของ KKCC

ดังนั้น ประมาณการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ลบ.)	11.09	12.43	10.92	12.93	16.49	17.34	17.84	18.34	17.78

6. ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องด้วยปัจจุบัน KKCC ไม่มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย อีกทั้ง ตามประมาณการฐานะทางการเงินของ KKCC ในอนาคตยังไม่มี ความจำเป็นต้องพึ่งพาเงินกู้แต่อย่างใด ดังนั้น จึงประมาณการให้ดอกเบี้ยจ่ายมีมูลค่าเท่ากับศูนย์

7. ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ประมาณการอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเท่ากับร้อยละ 30 ของกำไรหลังหักดอกเบี่ยจ่าย อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก ณ สิ้นปี 2553 KKCC ยังมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีคงเหลือจากขาดทุนสะสมที่สามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลได้รวม 16.65 ล้านบาท ตามรายละเอียดในตารางด้านล่าง ดังนั้น ในกรณีที่ KKCC มีผลกำไรในปี 2554 – 2558 และยังคงอยู่ในระยะเวลาที่สามารถใช้ผลประโยชน์ทางภาษีได้ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงจึงอาจต่ำกว่าร้อยละ 30

ผลขาดทุนที่สามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ (ลบ.)	3.14	3.51	10.00
KKCC สามารถใช้สิทธิประโยชน์ดังกล่าวได้ภายในปี	2555	2556	2557

8. สินทรัพย์

ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ถือเป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของ KKCC ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 91 ของสินทรัพย์รวมในปี 2553 ทั้งนี้ ประมาณการให้ KKCC มีค่าใช้จ่ายลงทุนในปี 2554 – 2558 เท่ากับ 5 – 12 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในเครื่องมือและอุปกรณ์สนามกอล์ฟ คลับเฮาส์ และโรงซ่อมบำรุงเครื่องจักร (Work shop)

9. หนี้สิน

ณ สิ้นปี 2553 KKCC มีหนี้สินรวมเท่ากับ 9.17 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนเพียงร้อยละ 2 ของสินทรัพย์รวม หนี้สินส่วนใหญ่ของ KKCC ประกอบด้วยค่าใช้จ่ายค้างจ่ายและเจ้าหนี้การค้า โดยในปี 2554 – 2558 ประมาณการให้ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายเป็นสัดส่วนร้อยละ 5.68 ของค่าใช้จ่ายดำเนินงานทั้งหมด (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ซึ่งอ้างอิงจากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ของสัดส่วนดังกล่าว ในขณะที่ประมาณการให้ระยะเวลาชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้การค้าเท่ากับ 47 วัน โดยอ้างอิงจากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี

10. อัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate)

ประมาณการให้อัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2558 เท่ากับร้อยละศูนย์ ซึ่งถือเป็นการประเมินมูลค่ากิจการโดยวิธีอนุรักษนิยม (Conservative approach)

11. อัตราส่วนลด (Discount rate)

เนื่องจาก KKCC ไม่มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงใช้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Cost of equity: K_e) เป็นอัตราส่วนลดในการประเมินมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ซึ่งมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 12.96 โดยสูตรที่ใช้ในการคำนวณมีรายละเอียดดังนี้

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

โดยที่ R_f = อัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยง (Risk-free rate: R_f) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 10 มีนาคม 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.87 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าจะ เป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตร รัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

- β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ GLAND นับแต่วันที่ 18 ธันวาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่รวมกิจการแล้วเสร็จ ถึงวันที่ 10 มีนาคม 2554 ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.627 (ที่มา: Bloomberg) ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้มีการคำนวณค่า Beta โดยอ้างอิงกับข้อมูลก่อนวันที่ 18 ธันวาคม 2552 เนื่องจากเดิมบริษัทยังคงดำเนินธุรกิจโทรทัศน์เป็นหลัก ดังนั้น ข้อมูลย้อนหลังก่อนวันดังกล่าวจึงไม่สอดคล้องกับทิศทางการดำเนินธุรกิจปัจจุบันของบริษัทซึ่งได้เปลี่ยนมามุ่งเน้นธุรกิจการพัฒนาสังหาริมทรัพย์เป็นที่เรียบร้อยแล้ว
- R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มี.ค. 44 – 10 มี.ค. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.36 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

หน่วย: ล้านบาท	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F
กำไรสุทธิ	10.52	12.76	15.23	20.07	23.55
ค่าเสื่อมราคา	16.49	17.34	17.84	18.34	17.78
รายได้ที่มีใช้เงินสด	(0.37)	(0.33)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	(0.91)	0.21	0.23	0.24	0.22
ค่าใช้จ่ายลงทุน	(12.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
กระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น	13.74	24.98	27.97	33.31	36.22
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น	91.28				
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	151.98				
เงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว ณ สิ้นปี 2553	40.29				
มูลค่าที่ดินเปล่า 310-2-21 ไร่ ¹	155.00				
รวมมูลค่าต่อผู้ถือหุ้น	438.55				
จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	42.69				
มูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น)	10.27				

หมายเหตุ: ¹ /1 อ้างอิงราคาประเมินที่ดิน 500,000 บาทต่อไร่ จากรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ KKCC โดยบริษัท อเมริกัน แอ็พเพรชัล (ประเทศไทย) จำกัด ลงวันที่ 3 พ.ย. 53 เพื่อประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ KKCC ณ วันที่ 1 ต.ค. 53

จากการประเมินมูลค่าหุ้น KKCC ด้วยสมมติฐานที่กล่าวมาข้างต้น จะได้ราคาหุ้น KKCC เท่ากับ 10.27 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 7.06 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 40.74 ในการนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการวิเคราะห์ความไวของการประเมินราคาหุ้น (Sensitivity analysis) โดยอ้างอิงกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (K_e) และอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

มูลค่าหุ้น KKCC	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)
-----------------	----------------------------------

(บาทต่อหุ้น)		11.96	12.96	13.96
อัตราดอกเบี้ยโต	0.00	10.81	10.27	9.82
ระยะยาว (ร้อยละ)	2.00	11.72	11.01	10.42

จากการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity analysis) ข้างต้น จะได้ราคาหุ้น KKCC ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด เท่ากับ 9.82 – 11.72 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 5.61 – 7.51 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 32.37 – 43.34

การประเมินมูลค่าหุ้น KKCC ด้วยวิธีต่างๆ สามารถสรุปได้ดังนี้

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	ราคาขาย (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินสูงกว่า / (ต่ำกว่า) ราคาขาย	
			(บาทต่อหุ้น)	(ร้อยละ)
1. วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	11.74	17.33	(5.59)	(32.26)
2. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	13.55		(3.78)	(21.81)
3. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	9.82 – 11.72		(5.61) – (7.51)	(32.37) – (43.34)

จากการประเมินด้วยวิธีต่างๆ ตามตารางข้างต้นจะเห็นว่า มูลค่าหุ้น KKCC ที่ประเมินได้จะอยู่ระหว่าง 9.82 – 13.55 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นการแสดงมูลค่าสินทรัพย์ ณ ขณะใดขณะหนึ่งเท่านั้น มูลค่าตามบัญชีดังกล่าวยังมิได้สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นในอนาคต รวมทั้ง มูลค่าสินทรัพย์ KKCC ถูกแสดงไว้ด้วยราคาทุน ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น KKCC

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นวิธีที่มีความเหมาะสมสำหรับ KKCC ซึ่งเป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก การปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรด้วยราคาประเมินล่าสุดของผู้ประเมินทรัพย์สินได้แสดงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ ณ ปัจจุบัน แล้ว

เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเป็นวิธีซึ่งคำนึงถึงการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไร และแนวโน้มการเติบโตในอนาคต ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีนี้มีความเหมาะสมที่จะสะท้อนมูลค่าหุ้นของ KKCC ได้

โดยสรุป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การพิจารณามูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของ KKCC ควรพิจารณาจาก 2 วิธี คือ วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีและวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ทั้งนี้ จะได้ราคาหุ้น KKCC เท่ากับ 9.82 – 13.55 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 3.78 – 7.51 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าคิดเป็นร้อยละ 21.81 – 43.34

4.2.2 ความเหมาะสมของเงื่อนไขการชำระราคา

บริษัทจะได้รับชำระค่าตอบแทนในรูปของเงินสดจากการเข้าทำรายการขายหุ้น KKCC และจะได้รับชำระเงินสดดังกล่าวทั้งจำนวน ณ วันที่บริษัทดำเนินการโอนหุ้น KKCC ให้กับ BBTVEQ เสรีจลิน์ ซึ่งจะเกิดขึ้นภายหลังจากบริษัทได้รับอนุมัติจากที่ประชุม

สามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2554 ในวันที่ 28 เมษายน 2554 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขในการรับชำระค่าตอบแทนจาก BBTVEQ สอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไปในการซื้อขายหุ้นของกิจการ และได้เป็นเงื่อนไขที่จะทำให้บริษัทเสียประโยชน์แก่ผู้ซื้อแต่อย่างใด ดังนั้น เงื่อนไขในการชำระเงินดังกล่าวจึงมีความเหมาะสม

ส่วนที่ 5 สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

สำหรับรายการเข้าซื้อที่ดินเปล่าที่ใช้ในการพัฒนาโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนรวม 710.01 ล้านหุ้น ในราคาหุ้นละ 1.83 บาท และเงินสดอีกจำนวน 927.30 ล้านบาท และรับโอนภาระตามสัญญาที่เกี่ยวข้องจากเจริญฤกษ์และแกรนด์ ฟอรั่ม ซึ่งที่เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท ตามลำดับ นั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า มีความเหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น การทำรายการดังกล่าวจะช่วยให้อำนาจบริหารของบริษัทลดต้นทุนต่อขนาดในด้านค่าโฆษณาและค่าก่อสร้างที่จะเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้ง การซื้อที่ดินโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 เพื่อนำมาพัฒนาเป็นอาคารสำนักงานเพื่อให้เช่าและพื้นที่เช่าศูนย์การค้า จะทำให้บริษัทได้รับกระแสเงินสดจากรายได้ค่าเช่า ซึ่งถือว่าการกระจายความเสี่ยงจากรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทเพียงอย่างเดียวในปัจจุบัน นอกจากนี้ จากการที่ปัจจุบันโครงการก่อสร้างเชลล์ทรีพลาซ่า พระราม 9 และโครงการบีลแกรนด์ พระราม 9 มีความคืบหน้ามากขึ้น ก็อาจส่งผลให้ราคาประเมินของที่ดินในพื้นที่ใกล้เคียงสูงขึ้นเช่นกัน ดังนั้น การเข้าทำรายการในครั้งนี้ จึงเป็นการลงทุนที่อาจช่วยลดความเสี่ยงด้านราคาจากการซื้อที่ดินในอนาคต

นอกจากนี้ การทำรายการซื้อที่ดินทั้ง 2 โครงการในครั้งนี้ จะช่วยลดสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นกลุ่มรัตนรักษ์จะลดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทลงเหลือร้อยละ 34.04 จากปัจจุบันที่มีอยู่ร้อยละ 37.56 ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลที่ได้แจ้งผู้ถือหุ้นไว้ในการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2552 ว่าผู้ถือหุ้นกลุ่มรัตนรักษ์ตกลงจะให้ความพยายามอย่างดีที่สุดในการทยอยลดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทลงให้เหลือไม่เกินร้อยละ 25 ภายในระยะเวลา 2 ปี

อย่างไรก็ดี การเข้าทำรายการในครั้งนี้ก็จะส่งผลกระทบต่อส่วนแบ่งกำไรและสิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมในทางลดลง เนื่องจากบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเพื่อชำระราคาค่าสินทรัพย์ นอกจากนี้ ที่ดินที่บริษัทจะได้มาเป็นที่ดินจำนวนหลายแปลง ทำให้บริษัทจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการดำเนินโครงการ ซึ่งจะทำให้ในช่วงแรกของการลงทุน บริษัทอาจจะมีผลขาดทุนและไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ ในขณะเดียวกัน ความสำเร็จของโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังขึ้นอยู่กับสภาพเศรษฐกิจ ภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ กำลังซื้อของประชาชน หากปัจจัยดังกล่าวไม่เอื้ออำนวย อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตได้

สำหรับราคาที่ดินเสนอขายของโครงการ แกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ที่ 1,930.04 ล้านบาท และราคาที่ดินเสนอขายของโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ที่ 296.58 ล้านบาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เป็นราคาที่มีความเหมาะสม เนื่องจากราคาเสนอขายที่ดินดังกล่าว เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระทั้ง 2 ราย ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาแล้วว่า ผู้ประเมินราคาอิสระทั้ง 2 รายนั้น ใช้วิธีการประเมินราคาที่มีความเหมาะสม

โดยเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในโครงการ (Project IRR) จากประมาณการทางการเงินของโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 ที่ร้อยละ 11.22 ต่อปี และโครงการแกรนด์ คาแนล ดอนเมือง เฟส 7 ที่ร้อยละ 11.51 ต่อปี พบว่าอัตราผลตอบแทนดังกล่าวสูงกว่าระดับต้นทุนทางการเงินของบริษัทจากการคำนวณของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของบริษัทที่ร้อยละ 10.07 ต่อปี ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนใน 2 โครงการดังกล่าว เป็นการลงทุนในราคาที่เหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท

สำหรับราคาเสนอขายหุ้น GLAND ที่ 1.83 บาทต่อหุ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เป็นราคาที่มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นราคาที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของหุ้น GLAND ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินได้ที่ 1.66 – 1.67 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี Sum-of-the-part

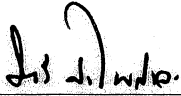
สำหรับการขายธุรกิจสนามกอล์ฟโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญของ KKCC ที่บริษัทมีอยู่ทั้งหมด 30.00 ล้านหุ้น ให้แก่ BBTVEQ ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท ในราคาขาย 17.33 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่ารวม 520.00 ล้านบาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า มีความเหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น การทำรายการดังกล่าวจะช่วยให้บริษัทสามารถหันมามุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตามเจตนารมณ์หลักได้อย่างเต็มที่มากยิ่งขึ้น และมีความสอดคล้องกับประสบการณ์และความชำนาญของผู้บริหารชุดปัจจุบันภายหลังการรวมกิจการ นอกจากนี้ การจำหน่ายหุ้น KKCC ดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทได้รับเงินสดจาก BBTVEQ ทันทีเมื่อมีการโอนหุ้นให้แก่ผู้ซื้อ ดังนั้น บริษัทจะสามารถนำเงินสดดังกล่าวไปชำระค่าซื้อที่ดินเปล่าโครงการแกรนด์ พระราม 9 ส่วน 2 บางส่วน และ/หรือใช้เป็นทุนหมุนเวียนในการพัฒนาโครงการ อีกทั้ง ในอนาคตบริษัทจะไม่มีความเสี่ยงจากการประกอบธุรกิจสนามกอล์ฟซึ่งผลประกอบการมีความผันผวนอีกต่อไป

อย่างไรก็ตาม การจำหน่ายหุ้น KKCC ออกไป จะทำให้บริษัทไม่มีรายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟในอนาคต ซึ่งอาจทำให้รายได้รวมของบริษัทลดลง และรายได้ของบริษัทในอนาคตจะอ้างอิงธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ซึ่งปัจจุบันธุรกิจดังกล่าวยังอยู่ในช่วงแรกของการดำเนินโครงการจึงอาจทำให้มีข้อจำกัดในการรับรู้รายได้ นอกจากนี้ บริษัทอาจเสียโอกาสในการรับรู้ผลประโยชน์ทางอ้อมที่เกิดจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากขาดทุนสะสมของ KKCC ที่สามารถนำไปลดภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ในอนาคตในกรณีที่ KKCC สามารถดำเนินธุรกิจจนมีผลกำไร

สำหรับราคาซื้อขายที่ 17.33 บาทต่อหุ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เป็นราคาที่มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นราคาที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของหุ้น KKCC ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินได้ที่ 9.82 – 13.55 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีและวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

การเข้าทำรายการทั้งหมดในครั้งนี้ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในวาระต่างๆ ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า การทำรายการทั้ง 3 รายการ จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงควรลงมติอนุมัติการทำรายการทั้ง 3 รายการในครั้งนี้ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาจากข้อมูล เหตุผลและความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตามรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไปในรายงานฉบับนี้ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท KKCC และผู้ขาย ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้องของบริษัท KKCC และผู้ขาย ตลอดจนข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาและให้ความเห็นด้วยความรอบคอบตามหลักวิชาชีพ อย่างไรก็ตาม การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกิดจากการพิจารณาข้อมูลตามสภาวะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ณ ขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญก็อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ได้ ซึ่งการตัดสินใจสุดท้ายที่จะอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวควรขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขอรับรองว่าได้พิจารณาให้ความเห็นในการทำรายการข้างต้นด้วยความรอบคอบตามหลักมาตรฐานวิชาชีพโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ



(นายมนตรี ศรีไพศาล)

กรรมการบริหาร



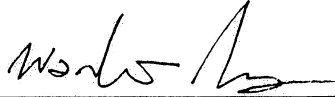
(นายอนุชิต แก้วมงคลศรี)

กรรมการบริหาร

บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
KIM ENG SECURITIES (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED

ในการปฏิบัติงานในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ ได้มอบหมายให้นายพงศานต์ คล่องวัฒนกิจ เป็นผู้ควบคุมการปฏิบัติงานในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน



(นายพงศานต์ คล่องวัฒนกิจ)

ผู้ควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน