

รายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
ต่อการได้มาซึ่งสินทรัพย์ และรายการที่เกี่ยวข้องกัน

ของ



บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

จัดทำโดย



บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด มหาชน

14 กรกฎาคม 2554

สารบัญ

หน้า

ข้อมูลสรุป (Executive summary).....	2
1. ลักษณะและรายละเอียดของรายการ.....	6
1.1 ลักษณะของรายการ.....	6
1.2 วันที่เข้าทำรายการ.....	6
1.3 ประเภทและขนาดรายการ.....	6
1.4 มูลค่าสิ่งตอบแทนและแหล่งเงินทุน.....	7
1.5 บุคคลที่เกี่ยวข้องกันและลักษณะความสัมพันธ์.....	8
1.6 ข้อมูลโดยสรุปของ T.TREA.....	9
1.7 สรุปสาระสำคัญของบันทึกข้อตกลงจะซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA.....	19
2. ข้อมูลโดยสรุปของบริษัท.....	21
2.1 ประวัติความเป็นมาของบริษัท.....	21
2.2 ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท.....	21
2.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท.....	23
2.4 คณะกรรมการบริษัท.....	24
2.5 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานของบริษัท.....	24
2.6 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับบริษัท.....	30
2.7 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจของบริษัท.....	31
3. ความสมเหตุสมผลผลของรายการ.....	34
3.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ.....	34
3.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการและการไม่ทำรายการ.....	36
3.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำงานกับบุคคลภายนอก.....	42
4. ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ.....	45
4.1 ความเหมาะสมของราคา.....	45
4.2 ความเหมาะสมของเงื่อนไขรายการ.....	76
5. สรุปความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ.....	78

วันที่ 14 กรกฎาคม 2554

เรื่อง ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการที่เกี่ยวข้องกันของ
บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

เรียน กรรมการตรวจสอบและผู้ถือหุ้น
บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “SENA”) ครั้งที่ 3/2554 เมื่อวันที่ 13 มิถุนายน 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าซื้อหุ้นสามัญของ บริษัท ที. เทรเซอร์โฮลดิ้ง จำกัด (“T.TREA”) ซึ่งปัจจุบันดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ ในสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ T.TREA จากบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน ได้แก่ นายธีรวัฒน์ วัฒนชัยภักดี นางสาวเกสร วัฒนชัยภักดี นางสาวศรีวิรัตน์ วัฒนชัยภักดี และนางสาวอุมาพร วัฒนชัยภักดี (รวมเรียกว่า “กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA”) ในราคาซื้อขายรวม 590.00 ล้านบาท โดยบริษัทจะชำระค่าหุ้นในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ด้วยเงินสด 100.00 ล้านบาท และส่วนที่เหลือชำระโดยตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าว) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท โดยมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ทั้งนี้ ภายหลังจากเข้าทำรายการนี้ SENA ได้ประมาณการเงินลงทุนเบื้องต้นสำหรับการพัฒนาปรับปรุงสนามกอล์ฟและก่อสร้างโรงแรมรวมประมาณ 264.50 ล้านบาท

การเข้าทำรายการดังกล่าวถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน โดยเป็นรายการประเภทที่ 2 ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม (“ประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป”) ซึ่งมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 26.68 โดยคำนวณตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน และเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียนตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ. 2546 รวมทั้งที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม (“ประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน”) โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 33.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย ทั้งนี้ ขนาดรายการคำนวณโดยอ้างอิงการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 และงบการเงินของ T.TREA สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554

ดังนั้น การทำรายการข้างต้น บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์”) ขออนุมัติการเข้าทำรายการจากคณะกรรมการบริษัท โดยกรรมการที่มีส่วนได้เสียไม่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุม และจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทเพื่อขออนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว โดยต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย พร้อมทั้ง จะต้องจัดให้มีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับ ก) ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของรายการต่อบริษัทจดทะเบียน ข) ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ และ ค) ผู้ถือหุ้นควรลงมติเห็นด้วยหรือไม่เห็นด้วยกับรายการ พร้อมเหตุผลประกอบ ดังนั้น ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 3/2554 เมื่อวันที่ 13 มิถุนายน 2554 จึงได้มีมติอนุมัติแต่งตั้งให้บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ซึ่งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบ

จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) และเป็นอิสระจากบริษัท เพื่อให้ความเห็นดังกล่าวต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท ประกอบการพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการทำรายการของบริษัทในครั้งนี้

อนึ่ง บริษัทจะเข้าทำรายการดังกล่าวได้ก็ต่อเมื่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2554 ในวันที่ 29 กรกฎาคม 2554 ได้อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย คู่สัญญาได้ลงนามในสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นที่เรียบร้อย และเงื่อนไขบังคับก่อนต่างๆ ที่จะระบุไว้ในสัญญาดังกล่าวสำเร็จลง

ในการพิจารณาเพื่อให้ความเห็นดังกล่าว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ศึกษาข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท การสัมภาษณ์ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง การเยี่ยมชมกิจการ T.TREA (Site visit) รวมทั้งข้อมูลสาธารณะที่เปิดเผยโดยทั่วไป โดยข้อมูลที่ได้ทำการศึกษา เช่น มติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท สารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการ บันทึกข้อตกลงจะซื้อขายหุ้นระหว่างบริษัทกับกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานของผู้สอบบัญชี งบการเงินประมาณการทางการเงินและสมมติฐานที่เกี่ยวข้อง รายงานการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ข้อมูลภาวะอุตสาหกรรมและปัจจัยทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง เป็นต้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท โดยขอรับรองว่าได้ทำหน้าที่ ศึกษา และวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น ด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ และได้ให้เหตุผลบนพื้นฐานของข้อมูลและการวิเคราะห์อย่างเที่ยงธรรม โดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทและผู้ที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลที่ได้จากการเยี่ยมชมกิจการ T.TREA ข้อมูลสาธารณะ (Public information) และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เป็นข้อมูลที่ถูกต้องและเป็นความจริง ดังนั้น หากข้อมูลดังกล่าวไม่ถูกต้อง และ/หรือไม่เป็นจริง และ/หรือมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในอนาคต อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการให้ความเห็นในครั้งนี้ ด้วยเหตุนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่อาจยืนยันถึงผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวที่อาจเกิดขึ้นต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นในอนาคตได้ อีกทั้ง ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความเห็นต่อคณะกรรมการตรวจสอบและผู้ถือหุ้นของบริษัทในการเข้าทำรายการข้างต้นเท่านั้น อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจลงคะแนนเสียงอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ อยู่ในดุลพินิจของผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นสำคัญ ผู้ถือหุ้นควรศึกษาข้อมูล และพิจารณาเหตุผล ข้อดี/ข้อด้อย ปัจจัยความเสี่ยงและความเห็นในประเด็นพิจารณาต่างๆ เพิ่มเติม ดังรายละเอียดที่จะกล่าวต่อไปในรายงานเล่มนี้ รวมถึงข้อมูลเอกสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องที่แนบมาพร้อมกับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้นอย่างรอบคอบ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาถึงความสมเหตุสมผลของการได้มาซึ่งสินทรัพย์และรายการที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ข้อมูลสรุป (Executive summary)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 3/2554 เมื่อวันที่ 13 มิถุนายน 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าซื้อหุ้นสามัญ T.TREA ในสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ T.TREA จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน ได้แก่ นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวเกสร ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวศรวิรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ และนางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์ ในราคาซื้อขายรวม 590.00 ล้านบาท โดยการชำระค่าหุ้นจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ประกอบด้วยส่วนที่ 1 ซึ่งบริษัทจะชำระด้วยเงินสด 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น และส่วนที่ 2 ซึ่งบริษัทจะชำระโดยตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าว) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท โดยมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น นอกเหนือจากการชำระค่าหุ้นข้างต้น บริษัทจะมีการลงทุนใน T.TREA เพิ่มเติมภายหลังเข้าทำรายการ โดยมีประมาณการเงินลงทุนเบื้องต้น

สำหรับการพัฒนาปรับปรุงสนามกอล์ฟและก่อสร้างโรงแรมรวมประมาณ 264.50 ล้านบาท ซึ่งจะทยอยชำระตามความต้องการใช้เงินทุนในช่วงระหว่างไตรมาส 4 ปี 2554 – ไตรมาส 4 ปี 2558

บริษัทได้เข้าทำบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นกับกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ลงวันที่ 15 มิถุนายน 2554 ทั้งนี้ หนึ่งในเงื่อนไขที่สำคัญก่อนเข้าทำรายการในครั้งนี้ คือ T.TREA จะต้องดำเนินการจดทะเบียนเพิ่มทุนของบริษัทอีกจำนวน 26,500 หุ้น (ปัจจุบัน T.TREA มีหุ้นที่ออกและชำระแล้วจำนวน 40,000 หุ้น) รวมเป็น 66,500 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท และนำเงินที่ได้จากการชำระค่าหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 265.00 ล้านบาท ไปชำระหนี้หุ้นกู้สถาบันการเงินของ T.TREA ซึ่งจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 31 สิงหาคม 2554 ก่อนที่ SENA จะเข้าซื้อหุ้น T.TREA จำนวนรวม 66,498 หุ้น (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 99.99) จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือนกันยายน ปี 2554

การเข้าทำรายการในครั้งนี้ ถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ประเภทที่ 2 ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 26.68 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน และถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกัน ตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน โดยมีขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 33.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัทสิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 และงบการเงินของ T.TREA ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554

การเข้าลงทุนในหุ้นสามัญ T.TREA มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเป็นการลงทุนที่สอดคล้องกับนโยบายการดำเนินธุรกิจในอนาคตของบริษัท ซึ่งมีความประสงค์ที่จะขยายฐานรายได้อื่นที่มีรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ การกระจายความเสี่ยงธุรกิจจากการลงทุนในครั้งนี้ จะช่วยให้บริษัทสามารถลดการพึ่งพิงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายและเพิ่มสัดส่วนรายได้ต่อเนื่องในระยะยาว (Recurring income) นอกจากนี้ บริษัทยังสามารถต่อยอดธุรกิจโดยการนำที่ดินรอการพัฒนาภายในบริเวณสนามกอล์ฟของ T.TREA มาพัฒนาโครงการโรงแรมเพื่อรองรับกลุ่มลูกค้าสัมมนาและกลุ่มลูกค้า Golf tour จากต่างประเทศ

อย่างไรก็ดี การได้มาซึ่งหุ้นสามัญ T.TREA จะทำให้บริษัทมีหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น และมีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟและโรงแรม อีกทั้ง ยังอาจมีประเด็นความเสี่ยงที่เกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งเกิดจากการที่การลงทุนของ SENA ใน T.TREA ในครั้งนี้ อาจเอื้อประโยชน์ทางอ้อมให้ บริษัท พัทธาคันทรีคลับ จำกัด (“PCC”) ซึ่งเป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกันซึ่งยังคงถือที่ดินบริเวณโดยรอบของสนามกอล์ฟ ได้รับประโยชน์เพิ่มเติมจากราคาที่ดินที่สูงขึ้นในอนาคต ดังนั้น เพื่อขจัดความเสี่ยงดังกล่าว และสะท้อนความโปร่งใสในการบริหารจัดการของบริษัท บริษัทจะดำเนินการทำบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมกับ PCC ภายหลังจากที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการในครั้งนี้ เพื่อกำหนดกรอบในการกำหนดราคาซื้อที่ดินจาก PCC ในอนาคต (ถ้ามี) ด้วยราคาที่ไม่สูงกว่าราคาประเมินทรัพย์สินดังกล่าว ณ วันที่ บวกด้วยภาระต้นทุน (Carrying cost) และราคาที่จะประเมินทรัพย์สินดังกล่าวในอนาคตก่อนเข้าทำรายการ

อนึ่ง เนื่องจากการชำระราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 590.00 ล้านบาท สำหรับหุ้นสามัญ T.TREA จำนวน 66,498 หุ้น จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ เงินสด 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น และตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อาวัล) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท โดยมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ซึ่งบริษัทคาดว่าจะมีค่าธรรมเนียมธนาคารที่เกี่ยวข้องประมาณอัตราร้อยละ 0.75 ของยอดเงินอาวัลต่อปี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ควรมีการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของราคาซื้อขายดังกล่าวด้วยอัตราคิดลด (Discount rate) เพื่อประเมินมูลค่าปัจจุบันของค่าหุ้นทั้งหมด (Present value) และเพื่อให้สามารถนำมูลค่าปัจจุบันของราคาซื้อขายดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ด้วยวิธีอื่นๆ ได้ ทั้งนี้ จะมีมูลค่าปัจจุบัน (Present value) เท่ากับ 521.50 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคา 7,842.34 บาทต่อหุ้น โดยใช้อัตราคิดลด (Discount rate) ที่อัตราร้อยละ 6.875 (อัตรา MLR) ตามรายละเอียดการคำนวณในหัวข้อ 4.1 เรื่องความเหมาะสมของราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ T.TREA ด้วยวิธีทั้งหมด 3 วิธี คือ i) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 9,901.35 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ

2,059.01 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 26.26 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย ii) วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 10,073.14 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 2,230.80 – 2,959.98 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 28.45 – 37.74 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย และ iii) วิธี Sum-of-the-part เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น ซึ่ง (ต่ำกว่า) – สูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ (1,317.51) – 1,398.36 บาทต่อหุ้น หรือ (ต่ำกว่า) – สูงกว่าคิดเป็นร้อยละ (16.80) – 17.83 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย โดยสรุปการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ด้วยวิธีต่างๆ ได้ดังนี้

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	ราคาซื้อขาย (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินสูงกว่า / (ต่ำกว่า) ราคาซื้อขาย	
			(บาทต่อหุ้น)	(ร้อยละ)
วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	9,901.35	7,842.34	2,059.01	26.26
วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	10,073.14 – 10,802.32		2,230.80 – 2,959.98	28.45 – 37.74
วิธี Sum-of-the-part	6,524.83 – 9,240.70		(1,317.51) – 1,398.36	(16.80) – 17.83

ดังนั้น มูลค่าหุ้น T.TREA ที่ประเมินได้ด้วย 3 วิธี จะอยู่ระหว่าง 6,524.83 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ในขณะที่ราคาหุ้น T.TREA ที่ตกลงซื้อขายเท่ากับ 7,842.34 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า วิธี Sum-of-the-part เป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุดในการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ในครั้งนี้ เนื่องจากได้คำนึงถึงวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมสำหรับสินทรัพย์หลักแต่ละประเภทของ T.TREA ซึ่งอาจมีลักษณะที่แตกต่างกัน และวิธี Sum-of-the-part ยังเป็นวิธีที่ได้ผลลัพธ์ที่สะท้อนมุมมองระมัดระวัง (Conservative approach) มากที่สุดเมื่อเทียบกับอีก 2 วิธีข้างต้น โดยราคาประเมินที่ได้จากวิธี Sum-of-the-part เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น หากผู้ถือหุ้นพิจารณาเทียบกับราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายจะพบว่า ค่าต่ำสุดของราคาประเมิน (6,524.83 บาทต่อหุ้น) ต่ำกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 16.80 ในขณะที่ค่าสูงสุดของราคาประเมิน (9,240.70 บาทต่อหุ้น) สูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 17.83 อย่างไรก็ตาม ราคาซื้อขายหุ้นในครั้งนี้เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาประเมินด้วยวิธี Sum-of-the-part ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ราคาที่ตกลงซื้อขายดังกล่าวมีความเหมาะสม

นอกจากนี้ จากการพิจารณาโครงการลงทุนพัฒนาโรงแรมชั้นใหม่ภายในบริเวณสนามกอล์ฟ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เป็นโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนการลงทุน (Internal rate of return (“IRR”)) ที่เหมาะสม โดยคาดว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนการลงทุนประมาณร้อยละ 12.14 ต่อปี ซึ่งสูงกว่าต้นทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (“WACC”) ของบริษัทที่อัตราร้อยละ 9.90 และมีระยะเวลาคืนทุน (Payback period) ประมาณ 12 ปี

สำหรับเงื่อนไขการเข้าทำรายการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล โดยเป็นเงื่อนไขซึ่งสอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไปของการซื้อขายหุ้น และไม่ได้ทำให้ SENA เสียประโยชน์ให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA นอกจากนี้ เงื่อนไขบางรายการยังเป็นเงื่อนไขที่ทำให้ SENA ในฐานะผู้ซื้อได้ประโยชน์มากกว่ากลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA กล่าวคือ ในกรณีที่ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ยินยอมจะไม่เรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จาก SENA ทั้งสิ้น

การเข้าทำรายการทั้งหมดในครั้งนี้ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า แม้การเข้าทำรายการอาจจะก่อให้เกิดโอกาสที่จะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในอนาคต แต่เนื่องด้วยบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกันดังกล่าวได้แสดงเจตจำนงที่จะเสริมสร้างความโปร่งใสในการบริหารจัดการ และจัดเตรียมมาตรการรองรับเพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ดังกล่าวในเบื้องต้นแล้ว (ตามรายละเอียดในหัวข้อ 3.2.2 เรื่องข้อดีของการเข้าทำรายการ) การเข้าทำรายการนี้มีความสมเหตุสมผลทั้งในด้านวัตถุประสงค์การเข้าทำรายการ

ราคาและเงื่อนไขของรายการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงควรลงมติอนุมัติการเข้าทำรายการ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาจากข้อมูล เหตุผลและความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตามรายละเอียดที่จะได้กล่าวต่อไปในรายงานฉบับนี้ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง การเยี่ยมชมกิจการ T.TREA ข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาและให้ความเห็นด้วยความรอบคอบตามหลักวิชาชีพ อย่างไรก็ตาม การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกิดจากการพิจารณาข้อมูลตามสถานะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ณ ขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญก็อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ได้ ซึ่งการตัดสินใจสุดท้ายที่จะอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวควรขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

1. ลักษณะและรายละเอียดของรายการ

1.1 ลักษณะของรายการ

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 3/2554 เมื่อวันที่ 13 มิถุนายน 2554 ได้มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญ T.TREA ซึ่งประกอบธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นหลัก ภายใต้ชื่อโครงการพัฒนาคันทริคคลับ แอนด์ รีสอร์ท (“โครงการสนามกอล์ฟพทยา”) จังหวัดชลบุรี ในสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของ T.TREA จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ซึ่งประกอบด้วยนายธีรวัฒน์ วัฒนชัยภักดี นางสาวเกษรา วัฒนชัยภักดี นางสาวศรียรัตน์ วัฒนชัยภักดี และนางสาวอุมาพร วัฒนชัยภักดี ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้น 590.00 ล้านบาท โดยบริษัทจะชำระค่าหุ้นในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นด้วยเงินสด 100.00 ล้านบาท และส่วนที่เหลือชำระโดยตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าว) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท โดยมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น บริษัทประมาณการเงินลงทุนเบื้องต้นภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA จำนวนรวมประมาณ 264.50 ล้านบาท สำหรับการพัฒนาปรับปรุงสนามกอล์ฟปัจจุบันและก่อสร้างโรงแรมใหม่ในโครงการสนามกอล์ฟพทยา ซึ่งจะทยอยชำระตามความต้องการใช้เงินทุนในช่วงระหว่างไตรมาส 4 ปี 2554 – ไตรมาส 4 ปี 2558

การลงทุนในหุ้นสามัญ T.TREA มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจของบริษัท โดยจะช่วยเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่ต่อเนื่องในระยะยาว (Recurring income) ลดการพึ่งพิงธุรกิจการขายอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพียงอย่างเดียว และลดความผันผวนของผลประกอบการในอนาคต

1.2 วันที่เข้าทำรายการ

บริษัทจะเข้าทำรายการนี้หลังจากได้รับอนุมัติจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2554 ซึ่งกำหนดประชุมในวันที่ 29 กรกฎาคม 2554 รวมทั้งเมื่อคู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่าย ได้ลงนามในสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง และได้ปฏิบัติตามเงื่อนไขของสัญญาดังกล่าวเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จภายในเดือนกันยายน ปี 2554

1.3 ประเภทและขนาดรายการ

การเข้าทำรายการนี้ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน เนื่องจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท โดยกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบุคคลที่เกี่ยวข้อง ถือหุ้นในบริษัทรวมร้อยละ 72.33 ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2554 นอกจากนี้ นายธีรวัฒน์ วัฒนชัยภักดี นางสาวเกษรา วัฒนชัยภักดี และนางสาวอุมาพร วัฒนชัยภักดี ซึ่งเป็นผู้ขายหุ้น T.TREA ยังดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการในบริษัทด้วย ทั้งนี้ เมื่อคำนวณขนาดของรายการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกัน จะได้ขนาดรายการเท่ากับร้อยละ 33.81 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทและบริษัทย่อย นอกจากนี้ ยังถือเป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ ตามประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป โดยขนาดรายการที่คำนวณได้มีมูลค่าร้อยละ 26.68 ตามเกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน ทั้งนี้ ขนาดรายการคำนวณโดยอ้างอิงงบการเงินรวมของบริษัท และงบการเงินของ T.TREA ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 โดยมีรายละเอียดดังนี้

เกณฑ์การคำนวณขนาดรายการ	มูลค่าที่คำนวณได้
1. เกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์	ร้อยละ 22.55
2. เกณฑ์กำไรสุทธิ	ร้อยละ 1.07
3. เกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน	ร้อยละ 26.68
4. เกณฑ์มูลค่าหุ้นทุน	ไม่สามารถคำนวณได้ เนื่องจากบริษัทไม่มีการออกหุ้นใหม่เพื่อชำระค่าสินทรัพย์

ดังนั้น เพื่อให้เป็นไปประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกันและประกาศได้มาหรือจำหน่ายไป บริษัทจึงมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานและเปิดเผยสารสนเทศการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ และขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ดังนั้น บริษัทจึงได้จัดให้มีการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2554 ในวันที่ 29 กรกฎาคม 2554 เพื่อพิจารณาการเข้าทำรายการดังกล่าว

1.4 มูลค่าสิ่งตอบแทนและแหล่งเงินทุน

1.4.1 ราคาซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA

ราคาซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA ที่ 590.00 ล้านบาท เป็นราคาที่ตกลงกันซึ่งเกิดจากการเจรจาระหว่างบริษัทและกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA โดยบริษัทใช้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินของ T.TREA สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 ซึ่งได้รับการสอบทานโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมกับเงินเพิ่มทุนของ T.TREA จำนวน 265.00 ล้านบาท เป็นเกณฑ์ในการกำหนดมูลค่าสิ่งตอบแทนดังกล่าว ทั้งนี้ เนื่องจากก่อนที่ SENA จะรับโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น T.TREA จะต้องดำเนินการจดทะเบียนเพิ่มทุนอีกจำนวน 265.00 ล้านบาท เพื่อนำเงินเพิ่มทุนไปชำระคืนหนี้หุ้นกู้สถาบันการเงินของ T.TREA ดังนั้น ส่วนของผู้ถือหุ้นของ T.TREA หลังการเพิ่มทุน แต่ก่อนเข้าทำรายการ จะเท่ากับ 658.44 ล้านบาท (= ส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงิน 393.44 ล้านบาท + หุ้นสามัญเพิ่มทุน 265.00 ล้านบาท) ราคาซื้อหุ้นที่ 590.00 ล้านบาท เมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นรวมข้างต้น จะต่ำกว่า 68.44 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราร้อยละ 10.39

แต่หากคำนึงถึงค่าของเงินตามเวลา (Time value of money) ของค่าหุ้นที่ตกลงซื้อขายรวม 590.00 ล้านบาท ซึ่งบริษัทจะแบ่งการชำระเงินออกเป็น 2 ส่วน คือ เงินสด 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น และตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าววัล) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท ซึ่งมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น จะพบว่า มูลค่าปัจจุบันของค่าหุ้นดังกล่าว (Present value) จะเท่ากับ 521.50 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคา 7,842.34 บาทต่อหุ้น โดยใช้อัตราคิดลด (Discount rate) ที่อัตราร้อยละ 6.875 (อัตรา MLR) ตามรายละเอียดการคำนวณในหัวข้อ 4.1 เรื่องความเหมาะสมของราคา ดังนั้น เมื่อนำมูลค่าปัจจุบันที่ 521.50 ล้านบาท มาเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นของ T.TREA หลังการเพิ่มทุน แต่ก่อนเข้าทำรายการที่ 658.44 ล้านบาท มูลค่าปัจจุบันของค่าหุ้นจะต่ำกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นหลังปรับปรุงเท่ากับ 136.94 ล้านบาท หรือต่ำกว่าคิดเป็นอัตราร้อยละ 20.80 ของส่วนของผู้ถือหุ้นหลังปรับปรุง

ทั้งนี้ สำหรับการชำระราคาซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA ส่วนที่ 1: จำนวน 100.00 ล้านบาท บริษัทจะมีแหล่งที่มาของเงินทุนจากเงินทุนภายในของบริษัท และสำหรับการชำระราคาซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA ส่วนที่ 2: จำนวน 490.00 ล้านบาท บริษัทจะมีแหล่งที่มาของเงินทุนจากเงินทุนภายในของบริษัท และ/หรือเงินกู้จากสถาบันการเงิน ซึ่ง ณ ปัจจุบัน บริษัทอยู่ในระหว่างการเจรจากับธนาคารเพื่อขอให้อ่าววัลตัวสัญญาใช้เงินและขอรับการสนับสนุนวงเงิน

1.4.2 งบลงทุนหลังเข้าทำรายการ

ประมาณการงบลงทุนรวม 264.50 ล้านบาท มีที่มาจาก i) เงินลงทุนค่าปรับปรุงสนามกอล์ฟ 65.00 ล้านบาท ซึ่งประมาณการเบื้องต้นโดยที่ปรึกษาด้านธุรกิจกอล์ฟของบริษัท และ ii) เงินลงทุนค่าก่อสร้างโรงแรม/ปรับปรุงบ้านพักเดิม 199.50 ล้านบาท ซึ่งประมาณการเบื้องต้นโดยฝ่ายบริหารของบริษัทจากการพิจารณาจากแบบแผนผังการก่อสร้าง ทั้งนี้ ประมาณร้อยละ 30 ของประมาณการงบลงทุนดังกล่าวจะมีแหล่งที่มาของเงินทุนจากเงินทุนภายในของบริษัท และส่วนที่เหลือประมาณร้อยละ 70 ของประมาณการงบลงทุน บริษัทมีแผนที่จะขอรับการสนับสนุนวงเงินสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ตามความต้องการใช้เงินทุนดังนี้

รายละเอียด	งบลงทุน (ประมาณการ) (หน่วย : ล้านบาท)	ช่วงเวลาการลงทุน
1. สร้างคลับเฮาส์ใหม่ ปรับปรุงสนามกอล์ฟ และซ่อมประตู	65.00	ไตรมาส 4 ปี 54
2. ปรับปรุงบ้านพักเดิม	5.50	ไตรมาส 4 ปี 54 – ไตรมาส 2 ปี 57
3. สร้างรีสอร์ท – เฟส 1 (จำนวน 70 ห้อง)	70.00	ไตรมาส 4 ปี 55 – ไตรมาส 4 ปี 56
4. สร้างรีสอร์ท – เฟส 2 (จำนวน 110 ห้อง)	110.00	ไตรมาส 3 ปี 57 – ไตรมาส 4 ปี 58
5. ค่าออกแบบและค่าบริหารก่อสร้าง	14.00	ไตรมาส 3 ปี 55 – ไตรมาส 2 ปี 57
รวม	264.50	

ที่มา: แผนการลงทุนของบริษัทภายหลังการเข้าทำรายการ (ประมาณการเงินลงทุนเบื้องต้น)

1.5 บุคคลที่เกี่ยวข้องกันและลักษณะความสัมพันธ์

ผู้ซื้อ : บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ผู้ขาย : นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวเกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวศรียรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ และ นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์ (รวมเรียกว่า “กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA”)

ความสัมพันธ์ : กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท โดยกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบุคคลที่เกี่ยวข้องถือหุ้นในบริษัทรวมร้อยละ 72.33 นอกจากนี้ นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวเกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์ และนางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์ ซึ่งเป็นผู้ขายหุ้น T.TREA ยังดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการในบริษัทด้วย โดยมีรายละเอียดดังนี้

ชื่อ	SENA ¹		T.TREA ²	
	กรรมการ	ถือหุ้น	กรรมการ	ถือหุ้น
1. นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	✓	31.30%	✓	70.00%
2. นางสาวเกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์ ³	✓	14.26%	✗	10.00%
3. นางสาวศรียรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ³	✗	14.26%	✗	10.00%
4. นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์ ³	✓	11.30%	✓	10.00%
5. นางศรีอนงค์ กิรติวานนท์ ⁴	✗	1.22%	✗	-
6. นางสาวเบญญาลักษณ์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ⁵	✓	1 หุ้น	✓	-
รวม	✗	72.33%	✗	100.00%

หมายเหตุ: /1 ข้อมูล ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2554

/2 ข้อมูล ณ วันที่ 30 เมษายน 2554 อนึ่ง ภายหลังการเพิ่มทุนของ T.TREA ตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น ซึ่งจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 31 สิงหาคม 2554 คาดว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ T.TREA จะยังคงเป็นเช่นเดิมเนื่องจากการเพิ่มทุนตามสัดส่วน

/3 บุตรสาวของคุณธีรวัฒน์ (กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA)

/4 มารดาของคุณเกษรา (กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA)

/5 น้องสาวของคุณธีรวัฒน์ (กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA)

ทั้งนี้ ในการประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 3/2554 ในวันที่ 13 มิถุนายน 2554 นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวเกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์ นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์ และนางสาวเบญญาลักษณ์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ซึ่งเป็นกรรมการที่มีส่วนได้เสีย ไม่ได้เข้าร่วมประชุมและออกเสียงลงคะแนนในวาระที่มีการพิจารณาและลงมติอนุมัติการเข้าทำรายการได้มาซึ่งหุ้น

T.TREA นอกจากนี้ กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA นางสาวศรีอนงค์ กิรติวรานนท์ และนางสาวเบญญาลักษณ์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นบริษัทที่มีส่วนได้เสีย จะไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2554 ซึ่งจะจัดในวันที่ 29 กรกฎาคม 2554 เพื่อพิจารณารายการดังกล่าว

1.6 ข้อมูลโดยสรุปของ T.TREA

1.6.1 ประวัติความเป็นมาและลักษณะการประกอบธุรกิจของ T.TREA

บริษัท ที. เทรเซอร์โฮลดิ้งจำกัด (“T.TREA”) จัดทะเบียนจัดตั้งเมื่อวันที่ 9 มีนาคม 2537 โดยกลุ่มนายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ เพื่อประกอบธุรกิจขายและให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตาม T.TREA มิได้มีการประกอบธุรกิจใดๆ อย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ SENA เตรียมตัวเข้าจดทะเบียนในหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อปี 2552 จนกระทั่งเมื่อวันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2553 T.TREA ร่วมกับเจ้าหนี้¹ (นายสุชาติ จุลละทรัพย์ นายณัฐพล ทวีวัฒน์ นายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ และบริษัท ผ้าห่มโบตัน จำกัด) ยื่นคำฟ้องต่อศาลเพื่อฟ้องร้องลูกหนี้ บริษัท พัทธาคันทรคลับ จำกัด (“PCC”) ซึ่งเป็นกิจการที่เกี่ยวข้องกันโดยการมีผู้ถือหุ้นร่วมกัน² เกี่ยวกับการผิดสัญญากู้ยืมเงิน/รับสภาพหนี้/ตัวสัญญาใช้เงิน โดยในขณะนั้น PCC ได้ประกอบธุรกิจสนามกอล์ฟ และมีหนี้สินค่อนข้างมาก³ ทำให้มีข้อจำกัดต่อการลงทุนด้านการตลาดและการปรับปรุงสนาม ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ธุรกิจสนามกอล์ฟของ PCC ไม่สามารถแข่งขันได้ และส่งผลให้โครงการไม่สามารถสร้างรายได้ได้อย่างเต็มศักยภาพ ดังนั้น PCC จึงมีผลขาดทุนอย่างต่อเนื่อง และทำให้ PCC อยู่ในสถานะที่ไม่มีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะชำระหนี้ทั้งหมดได้⁴ ต่อมาในวันที่ 15 มีนาคม 2553 PCC และเจ้าหนี้ทั้งหมดได้ทำสัญญาประนีประนอมยอมความต่อหน้าศาลเรื่องการรับสภาพหนี้ โดย PCC ตกลงที่จะโอนทรัพย์สินซึ่งเป็นที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างในการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟเพื่อชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทั้งหมด ด้วยเหตุนี้ เมื่อวันที่ 26 มีนาคม 2553 T.TREA จึงได้รับโอนทรัพย์สินและพนักงานที่เกี่ยวข้องจาก PCC และเริ่มต้นการประกอบธุรกิจ

ลำดับเหตุการณ์ในการโอนทรัพย์สินชำระหนี้ระหว่าง T.TREA กับ PCC

- | | |
|-------------------|---|
| 23 และ 24 ก.พ. 53 | T.TREA เป็นโจทก์ยื่นฟ้อง PCC พร้อมกับเจ้าหนี้อีก 4 ราย คือ บจก. ผ้าห่มโบตัน นายสุชาติ จุลละทรัพย์ นายณัฐพล ทวีวัฒน์ และนายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ (เจ้าหนี้ 4 รายเป็นบุคคลที่ไม่เกี่ยวข้องกับบริษัท) ขอให้หรือฐานความผิดสัญญากู้ยืมเงิน/รับสภาพหนี้/ตัวสัญญาใช้เงิน ภาระหนี้ต้นเงินบวกดอกเบี้ยจำนวน 701.05 ล้านบาท ซึ่งเป็นส่วนของ T.TREA จำนวน 560.79 ล้านบาท |
| 12 มี.ค. 53 | PCC และเจ้าหนี้ทั้งหมด ทำบันทึกข้อตกลงชำระหนี้ โดย PCC ตกลงโอนทรัพย์สิน (สนามกอล์ฟและที่ดินเปล่าข้างเคียง) มูลค่าตามราคาประเมินของผู้ประเมินอิสระเป็นเงิน 611.10 ล้านบาท เพื่อเป็นการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทุกราย คิดเป็นส่วนลดหนี้จำนวน 89.94 ล้านบาท หรือร้อยละ 12.83 |

¹ นายสุชาติ จุลละทรัพย์ นายณัฐพล ทวีวัฒน์ นายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ และบริษัท ผ้าห่มโบตัน จำกัด ไม่ได้เป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของ SENA อนึ่ง ณ 30 เม.ย. 53 นายณัฐพล ทวีวัฒน์ และนายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ ถือหุ้นใน PCC ร้อยละ 0.07 และร้อยละ 0.07 ตามลำดับ

² ณ 30 เม.ย. 53 PCC ถือหุ้นโดยนายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ร้อยละ 63.06 (ถือหุ้นตรงและถือหุ้นผ่าน บริษัท 76 วิสวกันท์ จำกัด) นายจิตรี ธัญลักษณ์ภาคย์ (พี่ชายนายธีรวัฒน์) ร้อยละ 33.33 นายเอกทวี ธัญลักษณ์ภาคย์ ร้อยละ 0.82 นางสาวเกชรา ธัญลักษณ์ภาคย์ ร้อยละ 1.62 และผู้ถือหุ้นอื่นร้อยละ 1.17

³ หนี้สินของ PCC ณ สิ้นปี 2552 เท่ากับ 405.83 ลบ. คิดเป็นอัตราประมาณร้อยละ 46 ของสินทรัพย์รวม

⁴ ผลขาดทุนสุทธิของ PCC ในปี 2549 – 2552 เท่ากับ 23.85 ลบ. 20.46 ลบ. 16.63 ลบ. และ 15.56 ลบ.

- 15 มี.ค. 53 PCC และเจ้าหนี้ทั้งหมดได้ทำสัญญาประนีประนอมยอมความต่อหน้าศาลเรื่องการรับสภาพหนี้ ตามบันทึกข้อตกลงชำระหนี้ ลงวันที่ 12 มี.ค. 53
- 24 มี.ค. 53 ในบันทึกต่อทำข้อตกลงชำระหนี้ PCC ยอมรับว่าหนี้กับ T.TREA จำนวน 264.42 ล้านบาท แท้จริงเป็นหนี้ของคุณปริญญ์ ตรีชนันท์ (ภรรยาของนายจิตร วัฒนคุณภักดี ซึ่งเป็นพี่ชายของคุณธีรวัฒน์ วัฒนคุณภักดี ผู้ถือหุ้นใหญ่และกรรมการของบริษัท) เนื่องจากเดิม T.TREA ได้ร้องขอให้คุณปริญญ์ ช่วยเหลือให้เงินกู้แก่ PCC โดยถ้า PCC ไม่ชำระคืน T.TREA ยินดีรับผิดชอบ ดังนั้น ต่อมา PCC โอนทรัพย์สินชำระหนี้ให้แก่คุณปริญญ์แทน T.TREA ตามสัดส่วนการชำระหนี้ที่ได้ตกลงกัน ในบันทึกข้อตกลงชำระหนี้ ลงวันที่ 12 มี.ค. 53
- นายสุชาติ/นายณัฐพล/นายณนทิตพัฒน์ ยอมรับว่าเป็นหนี้เงินกู้ยืมของคุณปริญญ์ จำนวน 24.97 ล้านบาท จึงขอให้ PPC โอนทรัพย์สินชำระหนี้ให้แก่คุณปริญญ์แทน ตามสัดส่วนการชำระหนี้ที่ได้ตกลงกัน ในบันทึกข้อตกลงชำระหนี้ ลงวันที่ 12 มี.ค. 53
- T.TREA ยอมรับว่าเป็นผู้ร้องขอและรับผิดชอบต่อหนี้ที่เกิดขึ้นในการที่ให้ บจก. ผ้าห่มโบตัน ช่วยเหลือให้ PCC กู้ยืมเงินจริง แต่เนื่องจาก T.TREA ไม่สามารถชำระหนี้แทน PCC ได้ จึงขอให้คุณปริญญ์ช่วยชำระหนี้แก่ บจก. ผ้าห่มโบตัน และรับโอนทรัพย์สินชำระหนี้จาก PPC แทน บจก.ผ้าห่มโบตัน
- คุณปริญญ์ไม่ประสงค์จะรับโอนทรัพย์สินจาก PCC จึงขอให้ T.TREA รับโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินจาก PCC แทนสำหรับยอดหนี้ซึ่ง T.TREA ได้ร้องขอให้คุณปริญญ์ ช่วยเหลือให้เงินกู้แก่ PCC จำนวน 264.42 ล้านบาท และสำหรับยอดหนี้ซึ่งนายสุชาติ/นายณัฐพล/นายณนทิตพัฒน์เป็นลูกหนี้ของคุณปริญญ์ 24.97 ล้านบาท และส่วนของ บจก. ผ้าห่มโบตัน ซึ่ง T.TREA ได้ร้องขอให้คุณปริญญ์ชำระหนี้แทน 27.47 ล้านบาท รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 316.86 ล้านบาท โดยคุณปริญญ์ ให้เวลา T.TREA 2 ปีในการชำระหนี้ดังกล่าวคืน โดยไม่คิดดอกเบี้ยตามสัดส่วนโอนทรัพย์สินชำระหนี้ในอัตราร้อยละ 87.17 ของมูลหนี้ เป็นเงิน 276.21 ล้านบาท โดยให้ T.TREA ออกตัวสัญญาใช้เงินลงวันที่ 23 มี.ค. 53 ให้แก่คุณปริญญ์ โดยจดจำนองที่ดิน น.ส.3 ก. รวม 9 แปลง พร้อมสิ่งปลูกสร้างส่วนที่เป็นสนามกอล์ฟและอาคารสโมสร เป็นประกันหนี้ตามตัวสัญญาใช้เงินดังกล่าว
- 18 ส.ค. 53 T.TREA ขอกู้เงินกู้ยืมกับสถาบันการเงิน 260 ล้านบาท ครอบคลุมชำระไม่เกิน 12 เดือน ในอัตราดอกเบี้ย MLR+0.5 ต่อปี เพื่อนำเงินไปชำระหนี้ให้แก่คุณปริญญ์ โดยจดจำนองที่ดินและสิ่งปลูกสร้างบนที่ดิน น.ส.3 ก. เนื้อที่ 590-2-48 ไร่ คิดเป็นราคาทุน 486.25 ล้านบาท และให้กรรมการบริษัท 2 ท่านค้ำประกันเงินกู้ดังกล่าวด้วย
- 28 ม.ค. 54 T.TREA ได้ออกหุ้นกู้สถาบันการเงินชนิดไม่มีหลักประกัน ชนิดระบุชื่อผู้ถือและไม่ระบุอัตราดอกเบี้ย มูลค่า 266 ล้านบาท โดยมีอายุ 201 วัน เพื่อชำระหนี้ให้แก่สถาบันการเงินตามสัญญาใช้เงินลงวันที่ 18 ส.ค. 53

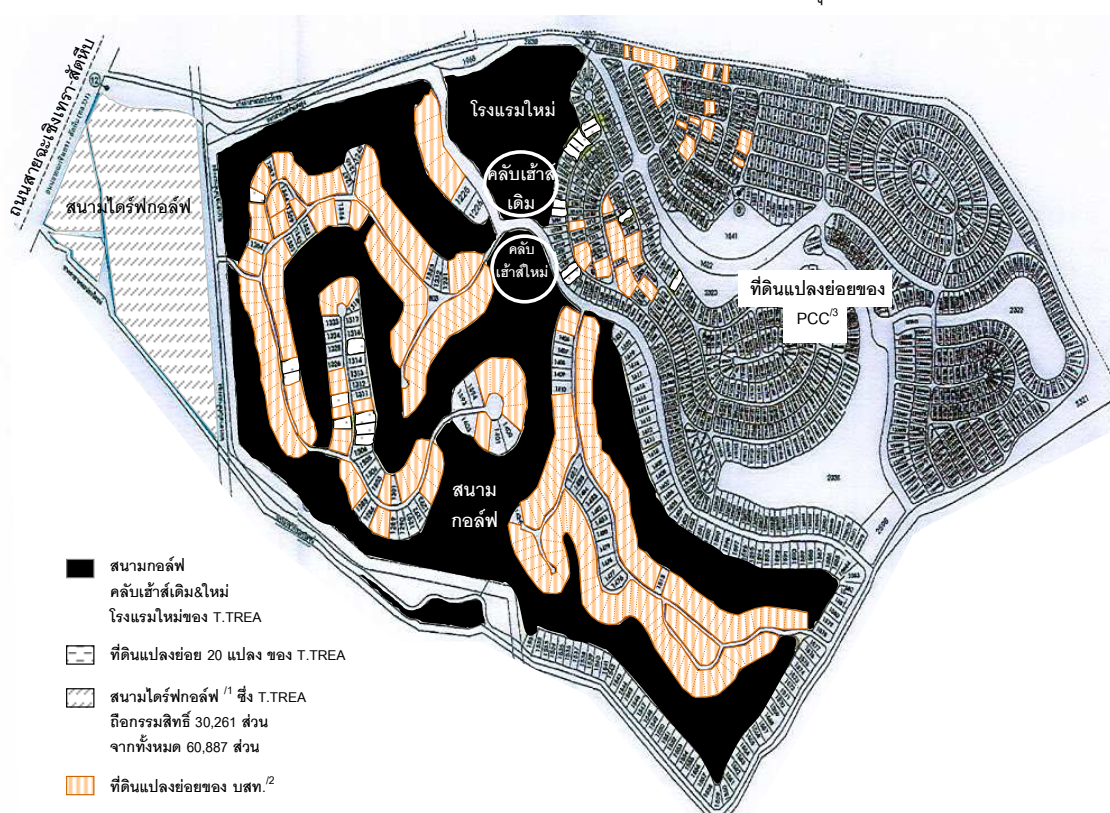
การโอนทรัพย์สินชำระหนี้ข้างต้นจึงส่งผลให้ปัจจุบันโครงการพัฒนาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท (“โครงการสนามกอล์ฟพัทยา”) มีเจ้าของกรรมสิทธิ์หลายราย โดยสรุปได้ดังนี้

ทรัพย์สิน	เจ้าของกรรมสิทธิ์
1. สนามไดร์ฟกอล์ฟด้านหน้าโครงการ เนื้อที่รวม 152-0-87 ไร่	- T.TREA กรรมสิทธิ์รวม 30,261 ส่วน - นายสุชาติ จุลละทรัพย์ กรรมสิทธิ์รวม 11,751 ส่วน

ทรัพย์สิน	เจ้าของกรรมสิทธิ์
	<ul style="list-style-type: none"> - นายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ กรรมสิทธิ์รวม 11,081 ส่วน - นายณัฐพล ทวีวัฒน์ กรรมสิทธิ์รวม 7,794 ส่วน - รวม 60,887 ส่วน
2. สนามกอล์ฟ เนื้อที่รวม 590-2-47.9 ไร่	T.TREA
3. ที่ดินแปลงย่อย 20 แปลง เนื้อที่รวม 15-0-77.6 ไร่	T.TREA
4. ที่ดินแปลงย่อย 398 แปลง เนื้อที่รวม 396-3-94.5 ไร่	บริษัทบริหารสินทรัพย์ไทย ("บสท.")
5. ที่ดินแปลงย่อย 939 แปลง เนื้อที่รวม 447-0-13.5 ไร่	PCC
6. สาธารณูปโภคโครงการ ¹ เนื้อที่รวม 384-2-42.7 ไร่	PCC

หมายเหตุ: /1 ตามบันทึกข้อตกลงซื้อขายข้อตกลงจะซื้อขายหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท ลงวันที่ 30 มิ.ย. 54 กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ตกลงที่จะดำเนินการให้ PCC จัดทะเบียนการจ่ายมอบส่วนที่เป็นถนนให้กับที่ดินที่ PCC ได้โอนชำระหนี้ให้กับ T.TREA ทุกแปลง ตลอดจนยินยอมและดำเนินการจดสิทธิการใช้ประโยชน์ให้ T.TREA มีสิทธิร่วมใช้ระบบสาธารณูปโภคอื่นๆ และทรัพย์สินส่วนกลางในโครงการของ PCC ทั้งหมด โดยกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะดำเนินการหลังจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA อนุมัติให้เข้าทำรายการ แต่จะให้แล้วเสร็จก่อนวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท

แผนภาพโครงการพัฒนาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท ปัจจุบัน



หมายเหตุ: /1 การโอนทรัพย์สินชำระหนี้ในปี 2553 ทำให้เจ้าหนี้รายอื่นของ PCC ได้รับกรรมสิทธิ์ร่วมในที่ดินสนามไตรฟกอล์ฟ ดังนั้น T.TREA จึงได้ทำบันทึกข้อตกลงกับเจ้าหนี้รายอื่น (นายสุชาติ จุลละทรัพย์ นายณัฐพล ทวีวัฒน์ นายธนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์) ลงวันที่ 31 มี.ค. 53 โดยเจ้าหนี้รายอื่นตกลงให้ T.TREA เป็นผู้บริหารกิจการสนามไตรฟกอล์ฟ โดยเมื่อนำรายได้หลังหักค่าใช้จ่ายตามจริงแล้ว มีกำไรให้จ่ายค่าบริหารให้แก่ T.TREA ในอัตราร้อยละ 20 ของกำไร และเมื่อหักค่าบริหารแล้ว ให้แบ่งกำไรที่เหลือให้แก่ผู้ถือกรรมสิทธิ์ทุกฝ่ายตามสัดส่วนการถือกรรมสิทธิ์ในที่ดินสนามไตรฟ ในกรณีที่การบริหารทำให้เกิดผลขาดทุน T.TREA ตกลงเป็นผู้รับผิดชอบในผลขาดทุนเพียงฝ่ายเดียว

- /2 ที่ดินแปลงย่อยของ บสท. เกิดจากการตีทรัพย์ชำระหนี้ของ PCC ให้แก่ บสท. ตามสัญญาปรับโครงสร้างหนี้ ลงวันที่ 27 ธ.ค. 45 ทั้งนี้ PCC ตกลงยินยอมให้สิทธิที่จะใช้ หรือใช้ร่วมกัน ซึ่งอาคารสโมสร สระว่ายน้ำ ศูนย์กีฬาต่างๆ ตลอดจนสิ่งอำนวยความสะดวกต่างๆ ที่จัดเตรียมไว้ และสนามกอล์ฟ 18 หลุม โดยก่อนการโอนทรัพย์สิน PCC ต้องดำเนินการให้สินทรัพย์ปราศจากภาระเรียกร้อง หรือภาระผูกพันตามสัญญาใดๆ จดภาระจำยอมทางเข้าออกให้กับที่ดินทุกแปลง และยินยอมและดำเนินการจดสิทธิการใช้ประโยชน์ให้ บสท. มีสิทธิร่วมใช้แหล่งน้ำ ทะเลสาบ สาธารณูปโภคอื่นๆ รวมทั้งทรัพย์สินส่วนกลางในโครงการได้ทั้งหมด ไม่เฉพาะส่วนที่โอนให้ บสท. อนึ่ง ภายใน 6 ปีนับตั้งแต่วันที่ลงนาม หาก บสท. ประสงค์จะขายทรัพย์สินให้ผู้ใด ต้องให้สิทธิ PCC ก่อน ซึ่งปัจจุบันได้พ้นระยะเวลา 6 ปีแล้ว
- /3 ทรัพย์สินดังกล่าวเป็นส่วนที่เหลืออยู่หลัง PCC ชำระคืนหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ในปี 2553 ซึ่งปัจจุบัน PCC ไม่ได้ดำเนินการใดๆ

ปัจจุบัน T.TREA ประกอบธุรกิจให้บริการสนามกอล์ฟขนาด 18 หลุม ภายใต้ชื่อโครงการพัฒนาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท¹ ตั้งอยู่ที่อำเภอบางละมุง จังหวัดชลบุรี โครงการสนามกอล์ฟพัทยาคันทรีคลับเป็นโครงการขนาดใหญ่ซึ่งประกอบด้วย 2 ส่วนหลักๆ คือ ส่วนสนามกอล์ฟ (ได้แก่ สนามไคร์ฟกอล์ฟ และสนามกอล์ฟ) และส่วนที่อยู่อาศัย (ได้แก่ ที่ดินพร้อมบ้านตากอากาศชั้นเดียว และที่ดินเปล่าเพื่อจำหน่ายรอบสนามกอล์ฟ)

โครงการสนามกอล์ฟพัทยาคันทรีคลับเริ่มพัฒนาก่อสร้างในปี 2535 และเปิดดำเนินการในปี 2538 โครงการสนามกอล์ฟพัทยาคันทรีคลับได้รับการออกแบบโดยโปรกอล์ฟที่มีชื่อเสียงระดับโลก Mr. Peter Rehn บริษัท พีจีเอ (ประเทศไทย) จำกัด สนามกอล์ฟและสนามไคร์ฟกอล์ฟมีเนื้อที่รวมทั้งหมดประมาณ 742 ไร่ และมีคลับเฮาส์ ทะเลสาบ และสิ่งอำนวยความสะดวกต่างๆ เช่น ร้านอาหาร ร้านโปรซื้อ และบริการรถกอล์ฟให้เช่า ไว้เพื่อรองรับการมาพักผ่อนของนักกอล์ฟและครอบครัว โครงการสนามกอล์ฟพัทยาคันทรีคลับมีความได้เปรียบด้านทำเลที่ตั้ง ซึ่งอยู่ไม่ห่างจากกรุงเทพฯ อีกทั้ง ยังตั้งอยู่ใกล้เมืองสำคัญต่างๆ เช่น ห่างจากพัทยากลาง จอมเทียน และระยอง ระยะทางประมาณ 20 กม. 40 กม. และ 45 กม. ตามลำดับ เป็นต้น

แผนที่โครงการพัฒนาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท



แผนที่สนามกอล์ฟในบริเวณใกล้เคียง



¹ ปัจจุบัน ยังไม่มีการจดทะเบียนเครื่องหมายการค้าดังกล่าว โดย T.TREA ยังคงดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟที่ได้รับโอนมาภายใต้ชื่อโครงการพัฒนาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท ตามเดิม ภายหลังเข้าทำรายการนี้ บริษัทอาจพิจารณาปรับเปลี่ยนชื่อโครงการและ/หรือดำเนินการใดๆ ตามความเหมาะสม

1.6.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ T.TREA

ณ วันที่ 30 เมษายน 2554 T.TREA มีทุนจดทะเบียนและทุนที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 400,000,000.00 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 40,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท โดยมีรายชื่อผู้ถือหุ้นดังนี้

รายชื่อ	ลักษณะความสัมพันธ์	จำนวนหุ้นปัจจุบัน (หุ้น)	ร้อยละ
1. นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	28,000	70.00
2. นางสาวเกสรธิดา ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	4,000	10.00
3. นางสาวศรียรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	บุตรสาวของนายธีรวัฒน์ ซึ่งเป็นกรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	4,000	10.00
4. นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	4,000	10.00
รวม		40,000	100.00

หนึ่งในเงื่อนไขก่อนการเข้าทำรายการในครั้งนี้ คือ T.TREA จะต้องดำเนินการจดทะเบียนเพิ่มทุนอีกจำนวน 26,500 หุ้น รวมเป็น 66,500 หุ้น ด้วยมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท และ T.TREA จะต้องนำเงินที่ได้จากการชำระค่าหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 265.00 ล้านบาท ไปชำระหนี้หุ้นกู้สถาบันการเงินของ T.TREA ซึ่งจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 31 สิงหาคม 2554 ก่อนที่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะโอนขายหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วของ T.TREA ให้แก่ SENA ดังนั้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ T.TREA ภายหลังการเพิ่มทุน แต่ก่อนเข้าทำรายการ คาดว่าจะเป็นดังนี้

รายชื่อ	ลักษณะความสัมพันธ์	จำนวนหุ้นหลังการเพิ่มทุน (หุ้น)	ร้อยละ
1. นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	46,550	70.00
2. นางสาวเกสรธิดา ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	6,650	10.00
3. นางสาวศรียรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	บุตรสาวของนายธีรวัฒน์ ซึ่งเป็นกรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	6,650	10.00
4. นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	6,650	10.00
รวม		66,500	100.00

1.6.3 คณะกรรมการบริษัทของ T.TREA

ณ วันที่ 30 เมษายน 2554 คณะกรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 3 ท่าน ดังนี้

รายชื่อ	ลักษณะความสัมพันธ์	ตำแหน่ง
1. นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	กรรมการ
2. นางสาวเบญญาลักษณ์ ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัทของ SENA และเป็นน้องสาวของนายธีรวัฒน์ ซึ่งเป็นกรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	กรรมการ
3. นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์	กรรมการบริษัท และผู้ถือหุ้นใหญ่ของ SENA	กรรมการ

ทั้งนี้ กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท ได้แก่ กรรมการสองคนลงลายมือชื่อร่วมกัน และประทับตราสำคัญของบริษัท

1.6.4 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานของ T.TREA

งบการเงินสำหรับปี 2551 – 2552 ของ T.TREA ตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตเลขที่ 421 นางสาวสุวรรณา ศรีหงส์ ซึ่งไม่ได้เป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. งบการเงินสำหรับปี 2553 และงวดไตรมาส 1 ปี 2554 ของ T.TREA ตรวจสอบและสอบทานโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทะเบียนเลขที่ 3759 นายเจษฎา หังสพฤกษ์ บริษัท กรินทร์ ออดิท จำกัด ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต.

ตารางสรุปฐานะทางการเงิน

	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53		31 มี.ค. 54	
	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ
เงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่บุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องกัน	281.82	67.62	288.82	71.24	0.00	0.00	0.00	0.00
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	352.05	84.47	330.61	81.55	25.07	3.72	45.80	6.87
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ - สุทธิ	54.74	13.13	54.76 ¹	13.51	499.73	74.18	499.24	74.91
ที่ดินรอการพัฒนา	0.00	0.00	0.00 ¹	0.00	97.23	14.43	97.22	14.59
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	64.74	15.53	74.81	18.45	648.59	96.28	620.69	93.13
รวมสินทรัพย์	416.78	100.00	405.42	100.00	673.65	100.00	666.49	100.00
เจ้าหนี้	11.50	2.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	0.00	0.00	0.00	0.00	260.00	38.60	0.00	0.00
หุ้นกู้	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	262.04	39.32
รวมหนี้สินหมุนเวียน	12.36	2.97	0.68	0.17	271.16	40.25	272.08	40.82
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	0.00	0.00	0.00	0.00	16.21	2.41	0.97	0.15
รวมหนี้สิน	12.36	2.97	0.68	0.17	287.36	42.66	273.05	40.97
ทุนจดทะเบียน	400.00	95.97	400.00	98.66	400.00	59.38	400.00	60.02
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	400.00	95.97	400.00	98.66	400.00	59.38	400.00	60.02
กำไรสะสม	4.42	1.06	4.74	1.17	-13.71	-2.04	-6.56	-0.98
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	404.42	97.03	404.74	99.83	386.29	57.34	393.44	59.03

หมายเหตุ: /1 สำหรับข้อมูลที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ – สุทธิ และที่ดินรอการพัฒนาในปี 2552 ในตารางข้างต้น อ้างอิงจากงบการเงินของ T.TREA ตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตเลขที่ 421 นางสาวสุวรรณา ศรีหงส์ อย่างไรก็ดี ผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทะเบียนเลขที่ 3759 นายเจษฎา หังสพฤกษ์ บริษัท กรินทร์ ออดิท จำกัด ซึ่งทำหน้าที่ตรวจสอบงบการเงิน T.TREA ในปี 2553 ได้จัดกลุ่มสินทรัพย์ดังกล่าวในปี 2552 ใหม่ เป็น ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ – สุทธิ จำนวน 18.74 ล้านบาท และที่ดินรอการพัฒนา จำนวน 36.02 ล้านบาท (รวมสองรายการเท่ากับ 54.76 ล้านบาท) เพื่อนำมาเปรียบเทียบกับข้อมูลงบการเงินที่บริษัท กรินทร์ ออดิท จำกัด ตรวจสอบในปี 2553

ตารางสรุปผลการดำเนินงาน

	ปี 2551		ปี 2552		ปี 2553		ไตรมาส 1 ปี 54	
	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ
รายได้จากการบริการ	0.00	0.00	0.00	0.00	30.41	88.62	19.23	62.78
รายได้อื่น	10.44	100.00	4.59	100.00	3.91	11.38	11.40	37.22
รวมรายได้	10.44	100.00	4.59	100.00	34.32	100.00	30.63	100.00
ต้นทุนบริการ	0.00	0.00	0.00	0.00	20.62	60.09	10.56	34.47
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	1.54	14.80	2.45	53.34	25.22	73.50	6.48	21.16
รวมค่าใช้จ่าย	1.54	14.80	2.45	53.34	45.85	133.59	17.04	55.63
กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	8.89	85.20	2.14	46.66	-11.53	-33.59	13.59	44.37
กำไรสุทธิ	5.94	56.88	0.32	6.98	-18.45	-53.77	8.06	26.33

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน

เนื่องด้วยในปี 2551 – 2552 T.TREA ยังไม่มีการประกอบธุรกิจใดๆ อย่างชัดเจน T.TREA จึงยังไม่มีรายได้จากการดำเนินงาน รายได้ส่วนใหญ่ ณ ขณะนั้น ถือเป็นรายได้อื่นซึ่งมีจำนวนเท่ากับ 10.44 ล้านบาท และ 4.59 ล้านบาท ตามลำดับ โดยรายได้ส่วนใหญ่เป็นดอกเบี้ยรับจากการลงทุนในเงินลงทุนระยะสั้น เช่น ตัวแลกเงิน เป็นต้น T.TREA มีค่าใช้จ่ายในการบริหารในปี 2551 – 2552 จำนวน 1.54 ล้านบาท และ 2.45 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด เช่น ค่าพาหนะและน้ำมัน ค่าเบี้ยประกันภัย ค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น T.TREA มีกำไรสุทธิในปี 2551 – 2552 จำนวน 5.94 ล้านบาท และ 0.32 ล้านบาท ตามลำดับ

สำหรับปี 2553 ภายหลังจากได้รับโอนทรัพย์สินจาก PCC เมื่อวันที่ 26 มีนาคม 2553 T.TREA จึงเริ่มประกอบธุรกิจสนามกอล์ฟ และมีรายได้จากการบริการในปีดังกล่าวเท่ากับ 30.41 ล้านบาท และต้นทุนบริการที่เกี่ยวข้องจำนวน 20.62 ล้านบาท จึงคิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับร้อยละ 32.19 นอกจากนี้ T.TREA มีรายได้อื่น 3.91 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากรายได้ดอกเบี้ยรับ การมีธุรกิจใหม่ทำให้ T.TREA มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นจาก 2.45 ล้านบาทในปี 2552 เป็น 25.22 ล้านบาทในปี 2553 ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานเป็นส่วนใหญ่ และมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ เช่น ค่าบำรุงรักษาสนาม ค่าสาธารณูปโภค ค่าวัสดุสิ้นเปลือง เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในจำนวนนี้มีค่าใช้จ่ายซึ่งเป็นรายการพิเศษแฝงอยู่จำนวน 12.99 ล้านบาท โดยเป็นผลขาดทุนจากการรับโอนทรัพย์สินจาก PCC ดังนั้น ในปี 2553 T.TREA จึงมีขาดทุนจากการดำเนินงานเท่ากับ 5.46 ล้านบาท และมีผลขาดทุนสุทธิเท่ากับ 18.45 ล้านบาท

สำหรับงวดไตรมาส 1 ปี 2554 T.TREA มีรายได้จากการบริการและต้นทุนบริการเท่ากับ 19.23 ล้านบาท และ 10.56 ล้านบาท ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้าซึ่งไม่มีรายได้และต้นทุนการดำเนินงานเนื่องจาก T.TREA ยังมิได้ประกอบธุรกิจ T.TREA มีรายได้อื่นจำนวน 11.40 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกำไรจากการจำหน่ายทรัพย์สิน (ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างซึ่งไม่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ) จำนวน 11.08 ล้านบาท ดังนั้น T.TREA จึงมีขาดทุนจากการดำเนินงานเท่ากับ 3.02 ล้านบาท แต่มีกำไรสุทธิสำหรับงวดไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 8.06 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 26.33

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน

ณ สิ้นปี 2551 – 2552 T.TREA มีสินทรัพย์รวมเท่ากับ 416.78 ล้านบาท และ 405.42 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นเงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกัน (PCC) จำนวน 281.82 ล้านบาท และ 288.82 ล้านบาท ตามลำดับ หรือคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 67.62 และร้อยละ 71.24 ตามลำดับ T.TREA มีหนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2551 – 2552 จำนวน 12.36 ล้านบาท และ 0.68 ล้านบาท ตามลำดับ โดยคิดเป็นสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 2.97 และร้อยละ 0.17 ตามลำดับ สัดส่วนดังกล่าวที่มีอัตราค่อนข้างต่ำเนื่องจาก T.TREA ไม่มีการดำเนินธุรกิจในช่วงเวลานั้นจึงไม่จำเป็นต้องสร้างภาระหนี้เพิ่มเติม ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของ T.TREA มีจำนวนค่อนข้างคงที่ ณ สิ้นปี 2551 – 2552 เท่ากับ 404.42 ล้านบาท และ 404.74 ล้านบาท ตามลำดับ

สินทรัพย์รวมของ T.TREA ณ สิ้นปี 2553 เท่ากับ 673.65 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า 268.23 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 66.16 โดยสินทรัพย์หลักที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ - สุทธิ ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 18.74 ล้านบาทในปี 2552 เป็น 499.73 ล้านบาทในปี 2553 และที่ดินรอการพัฒนาซึ่งในปี 2552 T.TREA ไม่มีสินทรัพย์ดังกล่าว แต่ในปี 2553 ที่ดินรอการพัฒนาเพิ่มขึ้นเป็น 97.23 ล้านบาท การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ข้างต้นมีสาเหตุเกิดจากการรับโอนทรัพย์สินนามกอล์ฟเพื่อชำระหนี้จากลูกหนี้ PCC และการรับโอนทรัพย์สินนามกอล์ฟแทนเจ้าหนี้รายอื่นของ PCC โดย T.TREA บันทึกทรัพย์สินด้วยมูลค่ายุติธรรมตามรายงานการประเมินของผู้ประเมินราคาอิสระ (บริษัท ไนท์ แฟรงค์ จำกัด ณ เดือนมิถุนายน 2553) T.TREA มีหนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2553 จำนวน 287.36 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 42.66 และคิดเป็นจำนวนที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าเท่ากับ 286.68 ล้านบาท หนี้สินรวมที่เพิ่มขึ้นเนื่องจาก T.TREA กู้ยืมเงินระยะสั้นจากสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น 260.00 ล้านบาท เพื่อนำมาชำระคืนหนี้ตั๋วสัญญาใช้เงิน (โดยไม่มีการคิดดอกเบี้ยระหว่างกัน) ให้แก่เจ้าหนี้ของ PCC รายหนึ่ง ซึ่ง T.TREA ตกลงรับโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างจาก PCC แทน ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของ T.TREA ณ สิ้นปี 2553 เท่ากับ 386.29 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อนหน้า 18.45 ล้านบาท จากผลขาดทุนสุทธิจากการดำเนินงานในปีนั้น

ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 สินทรัพย์รวมของ T.TREA เป็นจำนวนเท่ากับ 666.49 ล้านบาท ลดลง 7.17 ล้านบาทจากงวดสิ้นปี 2553 เนื่องจาก T.TREA จำหน่ายอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนบางส่วนออกไป T.TREA มีหนี้สินรวม ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 จำนวน 273.05 ล้านบาท ลดลง 14.32 ล้านบาทจากงวดสิ้นปี 2553 เนื่องจาก T.TREA ชำระคืนหนี้ตั๋วสัญญาใช้เงินส่วนที่เหลือ (โดยไม่มีการคิดดอกเบี้ยระหว่างกัน) ให้แก่เจ้าหนี้ของ PCC ซึ่ง T.TREA ตกลงรับโอนทรัพย์สินจาก PCC แทน ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของ T.TREA ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 393.44 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากงวดสิ้นปี 2553 จำนวน 7.15 ล้านบาท เนื่องจาก T.TREA มีผลกำไรสุทธิในงวด 8.06 ล้านบาท ในขณะที่มีรายการปรับปรุงกำไรสะสม ณ วันที่ 1 มกราคม 2554 จำนวน (0.91) ล้านบาท เนื่องจาก T.TREA มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบันทึกบัญชีเกี่ยวกับผลประโยชน์พนักงานตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 19 ทั้งนี้ ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 T.TREA มีทุนที่ออกและชำระแล้วจำนวน 400.00 ล้านบาท ประกอบด้วยหุ้นสามัญ 40,000 หุ้น ด้วยมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท

1.6.5 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับ T.TREA

อุตสาหกรรมกอล์ฟเป็นอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจและการท่องเที่ยว เมื่อภาวะเศรษฐกิจมีการเติบโตดี นักกอล์ฟทั้งในประเทศและจากต่างประเทศก็จะเดินทางมาท่องเที่ยวและเล่นกอล์ฟเป็นจำนวนมาก จากข้อมูลที่รวบรวมโดยศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ สนามกอล์ฟที่เปิดให้บริการทั่วประเทศไทย ณ ไตรมาส 1 ปี 2554 มีจำนวนทั้งหมด 250 สนาม คิดเป็นพื้นที่สนามกอล์ฟที่เปิดให้บริการ 89,004 ไร่ โดยเพิ่มขึ้นจากปี 2549 จำนวน 11 สนาม คิดเป็นพื้นที่สนามกอล์ฟที่เพิ่มขึ้น 4,894 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
ไตรมาส 1 ปี 2554	250	89,004
อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) จากปี 2549 – 2553	ร้อยละ 1.03	ร้อยละ 1.28

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ณ วันที่ 29 เมษายน 2554

ข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่า การเพิ่มขึ้นของจำนวนสนามกอล์ฟใหม่ในช่วงประมาณ 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	ไตรมาส 1 ปี 2554
กรุงเทพฯ และปริมณฑล	207.94	215.60	229.40	204.58	194.83	64.88
ภาคเหนือ	21.45	22.76	26.88	23.30	22.21	10.13
ภาคกลาง	63.38	77.50	95.05	83.71	72.00	24.39
ภาคตะวันออก	75.16	77.23	83.08	79.42	82.80	30.39
ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	8.73	9.45	9.55	9.89	11.36	4.38
ภาคใต้	48.95	45.75	45.92	39.40	39.98	15.68
รวม	425.61	448.29	489.88	440.31	423.18	149.85

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ณ วันที่ 29 เมษายน 2554

จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า แม้การดำเนินงานของสนามกอล์ฟทั่วประเทศจะมีแนวโน้มลดลงในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม รายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตสนามกอล์ฟในภาคตะวันออกในช่วงระยะเวลาดังกล่าวค่อนข้างคงที่ กล่าวคือ รายได้ปี 2551 – 2553 เท่ากับ 83.08 ล้านบาท 79.42 ล้านบาท และ 82.80 ล้านบาท ตามลำดับ และสำหรับในงวดไตรมาส 1 ปี 2554 รายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตสนามกอล์ฟในภาคตะวันออกมีอัตราการเติบโตถึงร้อยละ 11.16 เมื่อเทียบกับงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า ทั้งนี้ เนื่องจากสนามกอล์ฟในจังหวัดชลบุรีนับได้ว่าเป็นตลาดที่ได้รับความนิยมจากนักกอล์ฟเป็นอย่างมาก เพราะตั้งอยู่ไม่ไกลจากกรุงเทพฯ และพัทยายังเป็นสถานที่ท่องเที่ยวที่สำคัญ 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

1.6.6 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจของ T.TREA

ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของสภาพเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ

ธุรกิจกอล์ฟเป็นธุรกิจที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากสภาพเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศ ซึ่งเป็นปัจจัยภายนอกที่อยู่เหนือการควบคุมของผู้ประกอบการ สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศในช่วงที่ผ่านมาทำให้จำนวนนักกอล์ฟชาวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีจำนวนลดลง ในขณะที่ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจโลกซึ่งส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคได้ส่งผลให้ผู้บริโภคทั่วไปมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นและทำให้นักกอล์ฟในประเทศเดินทางไปเล่นกอล์ฟน้อยลง ด้วยเหตุนี้ ภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA บริษัทมีนโยบายที่จะให้ T.TREA ดำเนินธุรกิจด้วยความระมัดระวัง มีการศึกษาและติดตามดูแลแนวโน้มตลาดอย่างใกล้ชิด รวมทั้ง รักษาวินัยในการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและปรับปรุงแนวทางการดำเนินงานเพื่อลดค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันของอุตสาหกรรมกอล์ฟที่สูงขึ้น

ปัจจุบัน ธุรกิจกอล์ฟมีการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น โดยในภาคตะวันออกมีสนามกอล์ฟมากถึง 28 แห่ง (ที่มา: www.thaigolfer.com ณ วันที่ 13 มิ.ย. 54) และยังอาจมีสนามกอล์ฟเปิดขึ้นใหม่ได้อีกในอนาคต หนึ่ง เนื่องจากนักกอล์ฟต่างประเทศมีจำนวนลดลงเป็นอย่างมากในปี 2552 สนามกอล์ฟส่วนใหญ่จึงหันมามุ่งเน้นขยายฐานนักกอล์ฟในประเทศแทน ภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA บริษัทมีแผนที่จะใช้จุดเด่นด้านทำเลที่ตั้งของโครงการสนามกอล์ฟพัทยาในการเพิ่มการขายสิทธิสมาชิกสนามกอล์ฟ (Member) รวมทั้งก่อสร้างโรงแรมภายในบริเวณสนามกอล์ฟ เพื่อรองรับกลุ่มลูกค้าท่องเที่ยว และกลุ่มลูกค้า Golf Tour จากต่างประเทศ บริษัทมีแผนที่จะให้ T.TREA ใช้นโยบายการตลาดเชิงรุกมากขึ้นเพื่อขยายฐานลูกค้าทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ โดยเฉพาะที่ทำงานในเขตนิคมอุตสาหกรรมใกล้เคียงกับจังหวัดชลบุรี ทั้งนี้ เนื่องจากโครงการสนามกอล์ฟพัทยาได้เริ่มให้บริการตั้งแต่ปี 2538 บริษัทจึงวางแผนที่จะลงทุนสร้างคลับเฮาส์ใหม่ ปรับปรุงคุณภาพสนาม รวมทั้ง เพิ่มบริการตลาดให้เหมาะสมภายหลังเข้าลงทุนใน T.TREA

ความเสี่ยงตามฤดูกาล

การให้บริการสนามกอล์ฟโดยปกติจะได้รับผลกระทบจากสภาพดินฟ้าอากาศ แต่ผลกระทบดังกล่าวจะมากนักน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้งของสนามเป็นสำคัญ ในช่วงฤดูฝน นักกอล์ฟไม่สามารถออกรอบได้หรืออาจออกรอบได้น้อยลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของสนามอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพื่อลดความผันผวนของผลประกอบการและช่วยดึงดูดนักกอล์ฟมากขึ้น บริษัทมีแผนที่จะให้ T.TREA จัดรายการส่งเสริมการขายต่างๆ ให้มีความสอดคล้องกับแต่ละฤดูกาล และเพิ่มกิจกรรมในช่วง Low season เช่น การจัดการแข่งขันกอล์ฟ เป็นต้น

ความเสี่ยงจากการที่ T.TREA ไม่สามารถรักษาคุณภาพสนามกอล์ฟให้อยู่ในระดับที่ดีได้

การรักษาสภาพสนามให้มีมาตรฐานอย่างสม่ำเสมอถือเป็นหัวใจสำคัญที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการประกอบธุรกิจกอล์ฟ ทั้งนี้ สนามกอล์ฟในพื้นที่ต่างจังหวัดโดยเฉพาะสนามซึ่งมีพื้นที่มาก จะดูแลรักษาสภาพหญ้าให้มีสภาพดีได้ค่อนข้างยากกว่าสนามกอล์ฟในกรุงเทพฯ เนื่องจากภูมิประเทศเป็นป่าเขา ด้วยตระหนักถึงความสำคัญดังกล่าว ภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA บริษัทมีแผนที่จะปรับปรุงสนามกอล์ฟ และสร้างคลับเฮาส์และซุ้มประตูทางเข้าใหม่ นอกจากนี้ บริษัทจะดูแล พัฒนา และปรับปรุงคุณภาพสนามอย่างต่อเนื่อง บริษัทได้มีการเตรียมความพร้อมโดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านบุคลากร โดยบริษัทได้ว่าจ้างบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญทางด้านสนามกอล์ฟเพิ่มเติม เพื่อให้สามารถวางแผนและจัดทำระบบการดูแลคุณภาพสนามได้อย่างทั่วถึง

1.7 สรุปสาระสำคัญของบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นสามัญ T.TREA ลงวันที่ 15 มิ.ย. 54

คู่สัญญา : ผู้จะซื้อ บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
ผู้จะขาย นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์
นางสาวเกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์
นางสาวศรียรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ และ
นางสาวอุมาพร ธัญลักษณ์ภาคย์

รายละเอียดสัญญาที่ : ผู้จะซื้อตกลงจะซื้อหุ้นสามัญใน T.TREA รวมหุ้นเพิ่มทุนตามเงื่อนไขบังคับก่อนเป็นจำนวน
สำคัญ ทั้งหมด 66,498 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของหุ้นทั้งหมดของ T.TREA ภายหลังการเพิ่มทุน) ในราคาซื้อขายรวมทั้งสิ้นเป็นเงิน 590,000,000.00 บาท จากผู้จะขาย ตามรายละเอียด ดังนี้

1. หุ้นของนายธีรวัฒน์ จำนวน 46,550 หุ้น
2. หุ้นของนางสาวเกษรา จำนวน 6,650 หุ้น
3. หุ้นของนางสาวศรียรัตน์ จำนวน 6,649 หุ้น
4. หุ้นของนางสาวอุมาพร จำนวน 6,649 หุ้น

ทั้งนี้ ผู้จะซื้อจะชำระค่าหุ้นให้แก่ผู้จะขายเป็นเงิน 100,000,000.00 บาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ส่วนเงินที่เหลืออีกจำนวน 490,000,000.00 บาท จะชำระโดยตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อาวัล) โดยธนาคารที่ผู้จะขายเห็นชอบ ซึ่งมีกำหนดชำระเงิน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น

- เงื่อนไขบังคับก่อน : ฝ่ายผู้ซื้อ
- SENA จะจัดให้มีการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทภายในวันที่ 31 ก.ค. 54 เพื่อให้มีมติเห็นชอบในการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้น หากมติดังกล่าวไม่ผ่านความเห็นชอบจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ให้ถือว่าบันทึกข้อตกลงนี้เป็นอันเลิกกัน และผู้ขายไม่ติดใจเรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จากผู้ซื้อทั้งสิ้น
- ฝ่ายผู้ขาย
- หลังจากการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ให้ความเห็นชอบในการซื้อหุ้นแล้ว ผู้ขายจะต้องดำเนินการจดทะเบียนเพิ่มทุนของ T.TREA อีกจำนวน 26,500 หุ้น รวมเป็น 66,500 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 10,000 บาท และนำเงินที่ได้จากการชำระค่าหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 265,000,000 บาท ไปชำระหนี้หุ้นกู้สถาบันการเงินของ T.TREA ตามที่ปรากฏในงบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 31 มี.ค. 54 โดยจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 31 ส.ค. 54
- วันซื้อขายหุ้น : เมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนสำเร็จลง ซึ่งคาดว่าจะภายในเดือนกันยายน ปี 2554
- อื่นๆ : ผู้ขายรับรองว่า T.TREA ไม่มีภาระหนี้สินอื่นนอกจากที่ระบุในงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มี.ค. 54 และไม่ถูกดำเนินคดีใดๆ หากปรากฏว่ามีบุคคล และ/หรือ นิติบุคคล และ/หรือ ส่วนราชการ เรียกร้องให้ T.TREA ชำระค่าเสียหายหรือเงินใดๆ ซึ่งเป็นมูลหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนที่ SENA ได้รับโอนหุ้น ผู้ขายต้องรับผิดชอบใช้ในหนี้ต่างๆ ทั้งหมด หากในกรณีที่ SENA หรือ T.TREA ได้จ่ายเงินทดแทนไปก่อน ผู้ขายต้องชดเชยคืนพร้อมดอกเบี้ยตามกฎหมาย
- สรุปสาระสำคัญของ : กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ตกลงที่จะดำเนินการให้ PCC จดทะเบียนภาระจำยอมส่วนที่เป็นถนน
- บันทึกต่อท้ายข้อตกลงจะ : ให้กับที่ดินที่ PCC ได้ตีโอนชำระหนี้ให้กับ T.TREA ทุกแปลง ตลอดจนยินยอมและดำเนินการจดสิทธิการใช้ประโยชน์ให้ T.TREA มีสิทธิร่วมใช้ระบบสาธารณูปโภคอื่นๆ และทรัพย์สินส่วนกลาง
- ซื้อจะขายหุ้นลงวันที่ 30 : ในโครงการของ PCC ทั้งหมด โดยกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะดำเนินการหลังจากที่ประชุม
- มี.ย. 54 : วิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA อนุมัติให้เข้าทำรายการ แต่จะให้แล้วเสร็จก่อนวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท

2. ข้อมูลโดยสรุปของบริษัท

2.1 ประวัติความเป็นมาของบริษัท

บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “SENA”) เดิมชื่อบริษัท กรุงเทพเคหะกรู๊ป จำกัด จดทะเบียนก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 11 พฤษภาคม 2536 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 50.00 ล้านบาท โดยนายธีรวัฒน์ ธีรลักษณ์ภาคย์ ซึ่งปัจจุบันดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารและกรรมการผู้จัดการ นายธีรวัฒน์เริ่มต้นดำเนินธุรกิจด้วยการจำหน่ายและติดตั้งวัสดุก่อสร้างประเภทไม้ ก่อนที่จะเข้าสู่การทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัย โดยเริ่มต้นจากที่อยู่อาศัยประเภททาวน์เฮ้าส์ ซึ่งดำเนินธุรกิจทั้งด้วยตนเองและร่วมกับกลุ่มเครือญาติ โดยมีนายธีรวัฒน์เป็นแกนหลักในการบริหารภายใต้บริษัทต่างๆ ภายในกลุ่ม ซึ่งโครงการเสนา 84 เป็นโครงการทาวน์เฮ้าส์ขนาดเล็กโครงการแรกที่เกิดขึ้นในปี 2527 หลังจากนั้น นายธีรวัฒน์ได้เปิดโครงการที่อยู่อาศัยประเภทอื่นเพิ่มมากขึ้น ได้แก่ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด และอาคารพาณิชย์ และมีการพัฒนาโครงการต่างๆ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง บริษัทได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และขออนุญาตเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 29 กรกฎาคม 2552 ปัจจุบันบริษัทมีทุนจดทะเบียน 700.00 ล้านบาท ทุนชำระแล้ว 675.00 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 675 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท โดยเหตุการณ์ที่สำคัญของบริษัทในปี 2553 สรุปได้ดังนี้

เดือน/ปี	เหตุการณ์ที่สำคัญ
มิถุนายน 2553	- บริษัทจำหน่ายเงินลงทุนทั้งหมดในบริษัท พี.เอส.จี.ที จำกัด ให้กับบุคคลอื่น เพื่อเป็นการรับคืนเงินลงทุนเนื่องจากบริษัทดังกล่าวไม่มีทรัพย์สินดำเนินงานเหลืออยู่ และจะไม่ดำเนินธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์โครงการใหม่อีกต่อไป
ตุลาคม 2553	- บริษัทลงทุนซื้อหุ้นบริษัท พร็อพเพอร์ตี้เกทเวย์ จำกัด ร้อยละ 99.99 เป็นเงินลงทุนทั้งสิ้น 100.00 ล้านบาท เพื่อให้ได้มาซึ่งที่ดินที่จะนำไปพัฒนาโครงการในอนาคต
ธันวาคม 2553	- บริษัทจำหน่ายเงินลงทุนทั้งหมดในบริษัท เอส แอนด์ พี เฮ้าส์ จำกัด ให้กับกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อเป็นการรับคืนเงินลงทุน เนื่องจากปิดการขายโครงการที่ดำเนินการอยู่ (โครงการแพรวมาพรคลอง 4) และโอนกรรมสิทธิ์ให้ผู้ซื้อที่อยู่อาศัยหมดแล้ว ปัจจุบันอยู่ระหว่างการจัดตั้งนิติบุคคลบ้านจัดสรร - คณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติการออกและเสนอขายตัวแลกเงินระยะสั้นในวงจำกัดไม่เกิน 10 ฉบับ ณ ขณะใดขณะหนึ่ง วงเงินรวมไม่เกิน 500 ล้านบาท เพื่อรองรับการขายธุรกิจและเป็นเงินทุนในการดำเนินธุรกิจของบริษัท โดยในเดือนธันวาคม 2553 บริษัทออกตัวแลกเงิน 1 ฉบับ จำนวนเงิน 100 ล้านบาท อายุตัวไม่เกิน 3 เดือน โดยเสนอขายแก่นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง

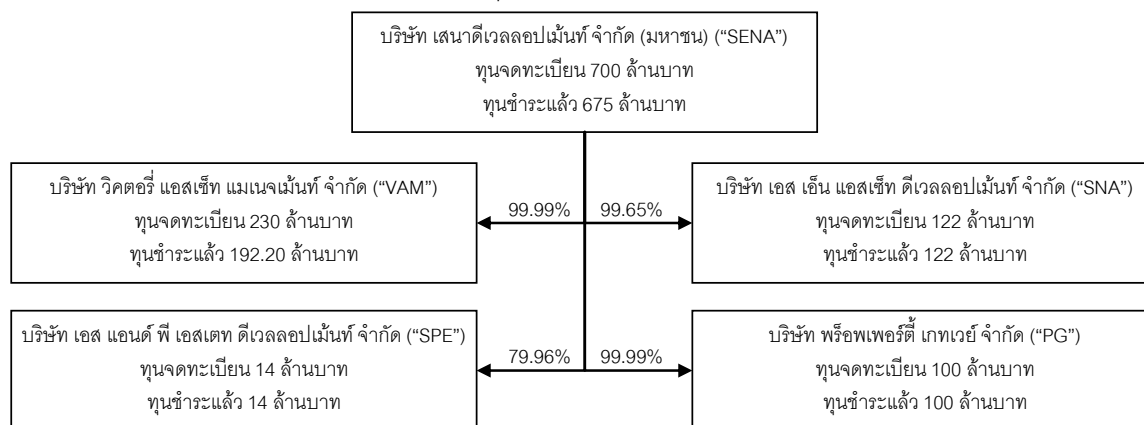
2.2 ลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัท

บริษัทและบริษัทย่อยดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยแนวราบและแนวสูง สำหรับในปี 2554 จะเป็นปีแห่งการสร้างตัวตนของบริษัท (Brand Awareness) โดยจะผนวกกลยุทธ์ต่างๆ ที่จะเป็นกุญแจไปสู่เป้าหมายในการสร้างแบรนด์ของกลุ่มเสนาให้เข้มแข็งและครองใจลูกค้าอย่างถาวร โดยบริษัทมีกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันในปี 2554 ดังนี้

1. อนุรักษ์นิยมและรอบคอบเพื่อให้เกิดความมั่นคง (Trust & strong financial)
2. ลูกค้าเป็นศูนย์กลาง (Customer centric approach)
3. การให้ความรู้แก่อุตสาหกรรม (Knowledge – Driven & sharing to both industry & customer)
4. การตอบแทนคืนสู่สังคมและมีความโปร่งใสในการดำเนินงาน (CSR)

และในปี 2554 นี้ บริษัทได้วางแผนการเติบโตโดยการขยายฐานธุรกิจเพื่อลดความเสี่ยง โดยกำหนดเป้าหมายเพิ่มฐานรายได้จากธุรกิจให้เข้ามาเพิ่มขึ้นในผลการดำเนินงานของปีต่อไปๆ ไป ทั้งนี้ บริษัทวางแผนเปิดธุรกิจให้บริการและธุรกิจให้เข้าพื้นที่พร้อมเตรียมรุกธุรกิจ Sale agent เพื่อเป็นการเริ่มต้นในการขยายฐานรายได้จากธุรกิจเข้าให้เพิ่มขึ้นในอนาคตและเพิ่มศักยภาพความแข็งแกร่งทางการเงินให้กับบริษัทต่อไป อนึ่ง ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 บริษัทและบริษัทย่อยมีมูลค่าโครงการคงเหลือรวมทั้งสิ้นประมาณ 4,950 ล้านบาท

โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท (ณ 31 ธันวาคม 2553)



SENA ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยมีโครงการที่อยู่ภายใต้การบริหารจำนวน 9 โครงการ มูลค่าโครงการคงเหลือรวมทั้งสิ้นประมาณ 2,630 ล้านบาท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 คือ โครงการวิลล่า-รามอินทรา โครงการเสนากรีนวิลล์-เทพารักษ์ โครงการเสนาแกรนด์ไฮม-เฟส 4 โครงการเสนากรีนวิลล์-ลำลูกกาคลอง 4 โครงการ The Cache ลำลูกกา คลอง 2 โครงการ The Nich รัชดา-ห้วยขวาง โครงการ The Niche ลาดพร้าว 130 โครงการ The Kith แจ้งวัฒนะ และโครงการ The Kith สุขุมวิท 113

บริษัทย่อย

VAM ดำเนินธุรกิจให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทถือหุ้นร้อยละ 99.99 ปัจจุบัน VAM มีโครงการอพาร์ทเม้นท์ให้เช่าที่อยู่ภายใต้การบริหาร ได้แก่ โครงการเสนาแฮร์รี่ รัชโยธิน และโครงการเสนาแฮร์รี่ ลำลูกกาคลอง 2

SNA ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยบริษัทถือหุ้นเป็นร้อยละ 99.65 SNA มีโครงการที่อยู่ภายใต้การบริหารจำนวน 3 โครงการ มูลค่าโครงการคงเหลือรวมทั้งสิ้นประมาณ 300 ล้านบาท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 คือ โครงการ The Cache คลอง 2 โครงการ The Cache พระราม 3 และโครงการ The Niche ตากสิน

SPE ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยบริษัทถือหุ้นร้อยละ 79.96 SPE มีโครงการที่อยู่ภายใต้การบริหารจำนวน 1 โครงการ คือ โครงการแพรมพร คลอง 7 มูลค่าโครงการคงเหลือ 120 ล้านบาท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554

PG (เดิมชื่อบริษัท เอส.เอ.แอสเซท จำกัด) ดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยบริษัทถือหุ้นร้อยละ 99.99 PG มีโครงการที่อยู่ภายใต้การบริหารจำนวน 1 โครงการ ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 คือ โครงการบริเวณถนนรามอินทรา กม.9 มูลค่าโครงการคงเหลือประมาณ 1,900 ล้านบาท

โครงสร้างรายได้ของบริษัทและบริษัทย่อย

ประเภทรายได้	2551		2552		2553		ไตรมาส 1 ปี 54	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1. รายได้จากการขาย								
แนวราบ	969.0	76.4	806.5	58.1	743.4	54.6	247.4	72.3
แนวสูง	222.7	17.6	530.3	38.2	485.2	35.7	82.2	24.0
รวม	1,191.7	94.0	1,336.8	96.4	1,228.6	90.3	329.6	96.3
2. รายได้จากการขายที่ดิน ^{1/}	41.0	3.2	12.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
3. รายได้ค่าเช่าและบริการ	16.9	1.3	17.2	1.2	19.8	1.5	5.8	1.7
4. รายได้อื่น	18.4	1.5	21.4	1.5	112.0	8.2	6.9	2.0
รวมรายได้	1,268.0	100.0	1,387.3	100.0	1,360.4	100.0	342.4	100.0

หมายเหตุ: /1 รายได้จากการขายที่ดินในปี 2551 เป็นการขายที่ดินเปล่าในโครงการอันนพดี ภายใต้การบริหารของบริษัท เอส แอนด์ อาร์ เฮาส์ซึ่งจำกัด ซึ่ง SENA ได้จำหน่ายเงินลงทุนทั้งหมดในบริษัทดังกล่าวออกไปในปี 2552 เนื่องจากได้ปิดการขายโครงการและโอนกรรมสิทธิ์ให้ผู้ซื้อที่อยู่อาศัยเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และรายได้จากการขายที่ดินในปี 2552 เป็นการขายที่ดินเปล่าที่ยังไม่มีการพัฒนาโครงการ

2.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท

ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2554 (วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด) บริษัทมีทุนจดทะเบียน 700,000,000.00 บาท และทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว 675,000,000.00 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 675,000,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท โดยมีรายชื่อผู้ถือหุ้นดังนี้

รายชื่อ	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ร้อยละ
1. กลุ่มนายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	479,999,989	71.11
1.1. นายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	211,249,989	31.30
1.2. น.ส. เกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์	96,250,000	14.26
1.3. น.ส. ศิริรัตน์ ธัญลักษณ์ภาคย์	96,250,000	14.26
1.4. น.ส. อุมพร ธัญลักษณ์ภาคย์	76,250,000	11.30
2. Mr. Kenneth Rudy Kamon	18,888,700	2.80
3. นายสมเกียรติ ฉัตรสกุลวิไล	13,848,000	2.05
4. นายชัชวาลย์ เอื้ออารีธรรม	13,648,400	2.02
5. นางศรีอนงค์ กิรติวรรณท์	8,260,300	1.22
6. นายทวีฉัตร จุฬางกูร	8,201,000	1.21
7. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6,897,300	1.02
8. นายอภิสิทธิ์ พันธุ์ฤกษ์	5,155,000	0.76
9. นายเอกชัย สัตตบงกช	5,100,000	0.76
10. นางสาวลิ้ม ธนาชีวิต	4,500,000	0.67
11. ผู้ถือหุ้นรายอื่น	110,501,311	16.37
รวม	675,000,000	100.00

2.4 คณะกรรมการบริษัท

ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2554 คณะกรรมการบริษัทมีจำนวนทั้งสิ้น 10 ท่าน ดังนี้

รายชื่อ	ตำแหน่ง
1. นายวิเชียร รัตนะพิระพงศ์	ประธานกรรมการบริษัท ประธานกรรมการตรวจสอบ และกรรมการอิสระ
2. นายกมล ธรรมาณิชาพันธ์	กรรมการตรวจสอบ และกรรมการอิสระ
3. พลเอกบุญศักดิ์ กำแหงฤทธิ์รงค์	กรรมการตรวจสอบ และกรรมการอิสระ
4. ศาสตราจารย์ไชยยศ เหมะรัชตะ	กรรมการ และกรรมการอิสระ
5. พล.ต.อ. อชิรวิทย์ สุพรรณเภสัช	กรรมการ และกรรมการอิสระ
6. นายธีรวัฒน์ ัญญลักษณ์ภาคย์	กรรมการ ประธานกรรมการบริหาร และกรรมการผู้จัดการ
7. น.ส. เบญญาลักษณ์ ัญญลักษณ์ภาคย์	กรรมการ
8. น.ส. เกษรา ัญญลักษณ์ภาคย์	กรรมการ
9. นางวีรพร ไชยสิทธิ์สวัสดิ์	กรรมการ และเลขานุการบริษัท
10. น.ส. อุมภาพร ัญญลักษณ์ภาคย์	กรรมการ

ทั้งนี้ กรรมการผู้มีอำนาจลงนามผูกพันบริษัท ได้แก่ นายธีรวัฒน์ ัญญลักษณ์ภาคย์ หรือ นางสาวเบญญาลักษณ์ ัญญลักษณ์ภาคย์ หรือ นางสาวอุมภาพร ัญญลักษณ์ภาคย์ ลงลายมือชื่อร่วมกันสองคน และประทับตราสำคัญของบริษัท

2.5 สรุปฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานของบริษัท

ตารางสรุปฐานะทางการเงิน

(งบการเงินรวม)	31 ธ.ค. 51		31 ธ.ค. 52		31 ธ.ค. 53		31 มี.ค. 54	
	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ
สินค้าคงเหลือ - สุทธิ	900.73	50.01	836.07	38.38	1,522.07	46.98	2,099.45	65.54
สินทรัพย์หมุนเวียน	1,068.45	59.32	1,253.09	57.53	1,857.58	57.33	2,331.83	72.79
ที่ดินรอการพัฒนา - สุทธิ	464.03	25.76	589.16	27.05	871.17	26.89	349.03	10.90
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	732.79	40.68	925.18	42.47	1,382.54	42.67	871.46	27.21
รวมสินทรัพย์	1,801.24	100.00	2,178.27	100.00	3,240.12	100.00	3,203.29	100.00
เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน (ส่วนที่แสดงภายใต้หนี้สินหมุนเวียน)	174.06	9.66	26.01	1.19	630.43	19.46	480.61	15.00
หนี้สินหมุนเวียน	621.88	34.53	368.95	16.94	1,377.53	42.51	1,304.36	40.72
หนี้สินไม่หมุนเวียน	133.92	7.43	262.74	12.06	147.42	4.55	147.65	4.61
รวมหนี้สิน	755.80	41.96	631.69	29.00	1,524.95	47.06	1,452.01	45.33
ทุนจดทะเบียน	700.00	38.86	700.00	32.14	700.00	21.60	700.00	21.85
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	500.00	27.76	675.00	30.99	675.00	20.83	675.00	21.07
กำไรสะสม	515.56	28.62	678.36	31.14	874.96	27.00	910.93	28.44
ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่	1,031.15	57.25	1,529.11	70.20	1,708.88	52.74	1,744.85	54.47
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	14.28	0.79	17.47	0.80	6.28	0.19	6.43	0.20
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	1,045.43	58.04	1,546.58	71.00	1,715.17	52.94	1,751.28	54.67

ตารางสรุปผลการดำเนินงาน

(งบการเงินรวม)	ปี 2551		ปี 2552		ปี 2553		ไตรมาส 1 ปี 54	
	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ	ลบ.	ร้อยละ
รายได้จากการขายรวม	1,249.69	98.55	1,365.97	98.46	1,248.42	91.77	335.43	97.97
รายได้อื่น	18.36	1.45	21.36	1.54	112.01	8.23	6.94	2.03
รวมรายได้	1,268.05	100.00	1,387.33	100.00	1,360.43	100.00	342.37	100.00
ต้นทุนขายรวม	714.28	56.33	806.19	58.11	732.82	53.87	195.32	57.05
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	146.78	11.58	142.47	10.27	222.71	16.37	84.39	24.65
ค่าความนิยมตัดจำหน่าย	3.24	0.26	0.22	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
รวมค่าใช้จ่าย	864.29	68.16	948.89	68.40	955.54	70.24	279.72	81.70
กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	403.75	31.84	438.44	31.60	404.90	29.76	62.65	18.30
กำไรสุทธิ	279.23	22.02	286.51	20.65	323.60	23.79	40.39	11.80
การแบ่งปันกำไร (ขาดทุน)								
ส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่	274.35	21.64	284.10	20.48	316.70	23.28	40.24	11.75
ส่วนที่เป็นของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	4.88	0.38	2.41	0.17	6.90	0.51	0.15	0.04

ตารางสรุปกระแสเงินสด

(งบการเงินรวม) (ลบ.)	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553	ไตรมาส 1 ปี 54
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน	154.85	435.92	(689.28)	22.33
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมลงทุน	(54.75)	(85.27)	40.20	(9.66)
กระแสเงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมจัดหาเงิน	(76.68)	(16.56)	555.11	(125.86)
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิ	23.42	334.09	(93.97)	(113.19)
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต้นงวด	23.33	46.75	380.84	288.04
เงินสดของบริษัทย่อย ณ วันซื้อกิจการ	0.00	0.01	1.17	0.00
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดสิ้นงวด	46.75	380.84	288.04	174.85

ตารางสรุปอัตราส่วนทางการเงิน

(งบการเงินรวม)	หน่วย	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553	ไตรมาส 1 ปี 54
อัตราส่วนสภาพคล่อง					
อัตราส่วนสภาพคล่อง	(เท่า)	1.72	3.40	1.35	1.79
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	(เท่า)	0.21	1.09	0.21	0.13
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า	(เท่า)	24.26	31.92	990.55	1697.72 ¹
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย	(วัน)	15	11	0	0
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้	(เท่า)	14.94	13.16	9.23	7.06 ¹
ระยะเวลาชำระหนี้	(วัน)	24	27	39	51
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร					

(งบการเงินรวม)	หน่วย	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553	ไตรมาส 1 ปี 54
อัตรากำไรขั้นต้น	(ร้อยละ)	42.84	40.98	41.30	41.77
อัตรากำไรสุทธิ	(ร้อยละ)	21.64	20.48	23.28	11.75
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	(ร้อยละ)	29.06	22.19	19.56	9.32 ^{/1}
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน					
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	(ร้อยละ)	17.46	14.28	11.69	5.00 ^{/1}
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(เท่า)	0.81	0.70	0.50	0.43 ^{/1}
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน					
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	(เท่า)	0.73	0.41	0.89	0.83

หมายเหตุ: /1 ปรับการคำนวณเป็นเต็มปี (Annualized) เพื่อการเปรียบเทียบ

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ปี 2551 – 2553

ในปี 2551 – 2553 บริษัทมีรายได้รวมทั้งสิ้น 1,268.05 ล้านบาท 1,387.33 ล้านบาท และ 1,360.43 ล้านบาท ตามลำดับ โดยมีรายละเอียดดังนี้

รายได้ (ลบ.)	2551	2552	2553
รายได้จากการขายที่อยู่อาศัย			
เสนาแกรนด์โฮม	106.38	113.80	119.23
เสนากรีนวิลล์	314.14	281.70	245.49
เสนาวิลล่า	387.16	240.90	285.87
The Niche	222.70	393.70	42.84
The Cache	0.00	236.60 ^{/1}	379.44 ^{/2}
แพรมาพร คลอง 4	33.16	8.00	5.99
แพรมาพร คลอง 7	39.99	62.10	38.41
The Kith	0.00	0.00	111.35
ธันยบดี	88.16	0.00	0.00
รวมรายได้จากการขายที่อยู่อาศัย	1,191.72	1,336.80	1,228.63
รายได้จากการขายที่ดิน	41.03	12.00	0.00
รายได้ค่าเช่าและบริการ	16.94	17.17	19.79
รวมรายได้จากการขาย	1,249.69	1,365.97	1,248.42
รายได้อื่น	18.36	21.36	112.01
รวมรายได้	1,268.05	1,387.33	1,360.43

หมายเหตุ: /1 โครงการ The Cache มีรายได้จากการขายอาคารพาณิชย์ 100.00 ล้านบาท และอาคารชุด 136.60 ล้านบาท

/2 โครงการ The Cache มีรายได้จากการขายอาคารพาณิชย์ 48.44 ล้านบาท และอาคารชุด 331.00 ล้านบาท

รายได้จากการขายประกอบด้วยรายได้จากการขายที่อยู่อาศัย รายได้จากการขายที่ดิน และรายได้จากค่าเช่าและบริการ ในปี 2552 รายได้จากการขายของบริษัทเพิ่มขึ้นร้อยละ 9.30 จากปีก่อนหน้า เป็น 1,365.97 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น 145.08 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 12.17 โดยรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยในปี

2552 แบ่งออกเป็นรายได้จากโครงการแนวราบ 806.43 ล้านบาท และแนวสูง 530.36 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 60.33 และร้อยละ 39.67 ตามลำดับ สาเหตุหลักที่รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยมีการเติบโตค่อนข้างมากเกิดจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นของโครงการ The Niche 171.00 ล้านบาท และการรับรั้งยอดขายจากโครงการ The Cache 236.60 ล้านบาท ในขณะที่ในปี 2553 บริษัทมีรายได้จากการขายลดลงร้อยละ 8.61 จากปีก่อนหน้า เหลือ 1,248.42 ล้านบาท เนื่องจากรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยของบริษัทลดลง 108.17 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 8.09 โดยรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยในปี 2553 แบ่งออกเป็นรายได้จากโครงการแนวราบและแนวสูงเท่ากับ 743.44 ล้านบาท และ 485.19 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 60.51 และร้อยละ 39.49 ตามลำดับ ซึ่งยังคงมีสัดส่วนใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า แต่ยอดขายที่ลดลงของโครงการ The Niche จำนวน 350.86 ล้านบาท ถือเป็นสาเหตุหลักที่ส่งผลให้ภาพรวมรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยของบริษัทลดลง

นอกจากนี้ บริษัทยังมีรายได้อื่น เช่น ดอกเบี้ยรับ กำไรจากการขายทรัพย์สิน กำไรจากการขายเงินลงทุนบริษัทย่อย และการรับรู้มูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนที่สูงกว่าต้นทุนเงินลงทุนซื้อหุ้นสามัญบริษัทย่อย ณ วันที่ลงทุน เป็นต้น โดยรายได้อื่นในปี 2551 – 2553 มีจำนวนเท่ากับ 18.36 ล้านบาท 21.36 ล้านบาท และ 112.01 ล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้ คิดเป็นสัดส่วนรายได้อื่นต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 1.45 ร้อยละ 1.54 และร้อยละ 8.23 ตามลำดับ หนึ่งในปี 2553 สาเหตุที่รายได้อื่นของบริษัทค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับปี 2551 และ 2552 เนื่องจากบริษัทมีการพิเศษจากกำไรจากการขายทรัพย์สิน 30.16 ล้านบาท กำไรจากการขายเงินลงทุนบริษัทย่อย (บริษัท เอสแอนด์พี เ้าชิง จำกัด) 17.21 ล้านบาท และการรับรู้มูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนที่สูงกว่าต้นทุนเงินลงทุนซื้อหุ้นสามัญบริษัทย่อย (บริษัท พร็อพเพอร์ตี้เกทเวย์ จำกัด) ณ วันที่ลงทุน 47.66 ล้านบาท

ในปี 2551 – 2553 บริษัทมีต้นทุนขายรวม 714.28 ล้านบาท 806.19 ล้านบาท และ 732.82 ล้านบาท ตามลำดับ ต้นทุนขายของบริษัทประกอบด้วยต้นทุนค่าที่ดิน ค่าพัฒนาที่ดิน ค่าก่อสร้าง และค่าระบบสาธารณูปโภค โดยมีรายละเอียดดังนี้

ต้นทุนขาย (ลบ.)	2551	2552	2553
ต้นทุนขายที่อยู่อาศัย			
เสนาแกรนด์โฮม	43.03	73.21	70.40
เสนากรีนวิลล์	184.51	169.26	151.00
เสนาวิลล่า	210.70	147.55	160.68
The Niche	147.94	232.51	26.07
The Cache	0.00	118.92	221.33
แพรม่าพร คลอง 4	9.60	2.40	2.04
แพรม่าพร คลอง 7	30.50	46.20	28.35
The Kith	0.00	0.00	60.38
กันยบดี	62.40	0.00	0.00
รวมต้นทุนขายที่อยู่อาศัย	688.68	790.05	720.23
ต้นทุนขายที่ดิน	15.12	4.81	0.00
ต้นทุนจากการให้เช่าและบริการ	10.47	11.33	12.58
รวมต้นทุนขาย	714.27	806.19	732.82

ต้นทุนขายคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้จากการขายในปี 2551 – 2553 เท่ากับร้อยละ 57.16 ร้อยละ 59.02 และร้อยละ 58.70 ตามลำดับ โดยต้นทุนขายที่อยู่อาศัยในปี 2551 – 2553 คิดเป็นอัตราร้อยละ 57.79 ร้อยละ 59.10 และร้อยละ 58.62 ของรายได้จากการขายที่อยู่อาศัย ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าบริษัทสามารถบริหารต้นทุนขายที่อยู่อาศัยให้อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันมา

อย่างต่อเนื่อง อนึ่ง สาเหตุที่อัตราส่วนต้นทุนขายที่อยู่อาศัยต่อรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยในปี 2552 – 2553 ปรับตัวขึ้นสูงกว่าปี 2551 เล็กน้อย เนื่องจากบริษัทมีรายการส่งเสริมการขายเพิ่มมากขึ้น เช่น การให้ส่วนลดแก่ลูกค้า อีกทั้งในปี 2552 – 2553 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยแนวสูงเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับปี 2551 (แนวราบประมาณร้อยละ 80 และแนวสูงประมาณร้อยละ 20) ซึ่งโดยปกติแล้วโครงการแนวสูงจะมีอัตราต้นทุนต่อรายได้สูงกว่าโครงการแนวราบ

บริษัทมีกำไรขั้นต้นจำนวน 535.42 ล้านบาท 559.78 ล้านบาท และ 515.60 ล้านบาท ในปี 2551 – 2553 ตามลำดับ คิดเป็นอัตรากำไรขั้นต้นร้อยละ 42.84 ร้อยละ 40.98 และร้อยละ 41.30 ตามลำดับ แม้กำไรขั้นต้นในปี 2552 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่อัตรากำไรขั้นต้นกลับลดลง เนื่องจากรายการส่งเสริมการขายที่เสนอส่วนลดราคาให้แก่ลูกค้าและสัดส่วนรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยแนวสูงเพิ่มขึ้น ในขณะที่ปี 2553 อัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของบริษัทในปี 2551 – 2553 เท่ากับ 146.78 ล้านบาท 142.47 ล้านบาท และ 222.71 ล้านบาท ตามลำดับ โดยในปี 2552 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลงร้อยละ 2.93 หรือคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 10.27 เนื่องจากบริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายลดลงจากปีก่อนหน้าจำนวน 20.68 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลจากการปิดโครงการและโอนทรัพย์สินส่วนกลางให้แก่นิติบุคคลอาคารชุดไป 3 โครงการ ประกอบด้วย โครงการ The Niche สุขุมวิท 49 โครงการ The Niche ลาดพร้าว 48 และโครงการ The Cache ลำลูกกาคลอง 2 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าจำนวน 16.02 ล้านบาท โดยเฉพาะเงินเดือนและค่าตอบแทนพนักงาน เนื่องจากบริษัทได้จ้างบุคลากรเพิ่มเติมเพื่อรองรับการขายตัวของธุรกิจในอนาคต ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในปี 2553 เพิ่มขึ้นร้อยละ 56.32 หรือคิดเป็นสัดส่วนต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 16.37 โดยมีสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขายและโฆษณาประชาสัมพันธ์ในโครงการที่ดำเนินการอยู่และโครงการที่เปิดใหม่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายภาษีธุรกิจเฉพาะที่สูงขึ้นเนื่องจากรัฐบาลไม่ต่ออายุมาตรการลดอัตราภาษีเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจตั้งแต่สิ้นเดือนมีนาคม 2553

บริษัทมีกำไรสุทธิ (ส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่) ในปี 2551 - 2553 เท่ากับ 274.35 ล้านบาท 284.10 ล้านบาท และ 316.70 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 21.64 ร้อยละ 20.48 และร้อยละ 23.28 ตามลำดับ โดยในปี 2552 สาเหตุหลักที่บริษัทมีอัตรากำไรสุทธิลดลงเกิดจากต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ในปี 2553 อัตรากำไรสุทธิของบริษัทเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากมีสาเหตุหลักจากการที่บริษัทได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ไตรมาส 1 ปี 2554

รายได้รวมของบริษัทในไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 342.37 ล้านบาท ลดลง 24.79 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 6.75 รายได้รวมของบริษัทประกอบด้วย i) รายได้จากการขายที่อยู่อาศัย 329.59 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 1.22 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า โดยแบ่งเป็นการรับรู้รายได้จากการขายโครงการแนวราบและโครงการแนวสูงเท่ากับ 82.19 ล้านบาท และ 247.40 ล้านบาท ตามลำดับ ii) รายได้ค่าเช่าและบริการ 5.83 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 1.02 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า เนื่องจากบริษัทมีรายได้ค่าตกแต่งเพิ่มขึ้น 1.04 ล้านบาท และ iii) รายได้อื่น 6.94 ล้านบาท ลดลง 27.02 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า เนื่องจากในไตรมาส 1 ปี 2553 บริษัทมีการขายทรัพย์สินและสินค้าคงเหลือของบริษัทย่อยแห่งหนึ่ง

ต้นทุนขายในไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 195.32 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต้นทุนขายต่อรายได้จากการขายเท่ากับร้อยละ 58.23 ซึ่งปรับตัวดีขึ้นเมื่อเทียบกับงวดเดียวกันในปีก่อนหน้าที่มีสัดส่วนต้นทุนขายต่อรายได้จากการขายเท่ากับร้อยละ 59.82 ต้นทุนขายของบริษัทในไตรมาส 1 ปี 2554 ประกอบด้วย i) ต้นทุนขายที่อยู่อาศัย 191.96 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต้นทุนขายที่อยู่

อาศัยต่อรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยเท่ากับร้อยละ 58.24 และ ii) ต้นทุนจากการให้เช่าและบริการ 3.37 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต้นทุนจากการให้เช่าและบริการต่อรายได้ค่าเช่าและบริการเท่ากับร้อยละ 57.71

ในไตรมาส 1 ปี 2554 บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเท่ากับ 84.39 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า 34.59 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 69.46 โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารของบริษัทประกอบด้วย i) ค่าใช้จ่ายในการขาย 49.25 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 31.88 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า โดยมีสาเหตุหลักจากค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขายและโฆษณาประชาสัมพันธ์ที่เกิดจากโครงการที่เปิดใหม่ในปี 2554 และค่าธรรมเนียมโอนและภาษีธุรกิจเฉพาะที่เพิ่มขึ้น และ ii) ค่าใช้จ่ายบริหารเท่ากับ 35.14 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2.71 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า เนื่องจากบริษัทมีค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการเพิ่มจำนวนบุคคลากรและค่าใช้จ่ายในการบริหารการก่อสร้างเพื่อรองรับการขายโครงการในปี 2554

บริษัทมีกำไรสุทธิ (ส่วนผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่) ในไตรมาส 1 ปี 2554 จำนวน 40.24 ล้านบาท ลดลง 40.08 ล้านบาทจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 49.90 โดยมีสาเหตุหลักจากการที่บริษัทไม่มีกำไรจากรายการพิเศษ (การขายทรัพย์สิน) เช่นเดียวกันกับในไตรมาส 1 ปี 2553 และบริษัทมีค่าใช้จ่ายในการขายเพิ่มขึ้นดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ปี 2551 - 2553

สินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปี 2551 – 2553 เท่ากับ 1,801.24 ล้านบาท 2,178.27 ล้านบาท และ 3,240.12 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินค้างเหลือ – สุทธิ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 50.01 ร้อยละ 38.38 และร้อยละ 46.98 ตามลำดับ และที่ดินรอการพัฒนา – สุทธิ ถือเป็นสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่เป็นลำดับสองรองจากสินค้างเหลือ – สุทธิ โดยคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 25.76 ร้อยละ 27.05 และร้อยละ 26.89 ตามลำดับ สำหรับการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์รวมในปี 2552 ร้อยละ 20.93 หรือเท่ากับ 377.03 ล้านบาท เป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด 335.00 ล้านบาท และที่ดินรอการพัฒนา – สุทธิ 125.13 ล้านบาท โดยในปีดังกล่าวบริษัทได้รับเงินสดจากการเพิ่มทุนหลังหักค่าใช้จ่าย 335.16 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่นำไปลงทุนในที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการ สินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปี 2553 ปรับเพิ่มขึ้น 1,061.85 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 48.75 โดยมีสาเหตุหลักจากการเพิ่มขึ้นของสินค้างเหลือ – สุทธิ 686.00 ล้านบาท ตามความคืบหน้าของโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาเพื่อขาย การเพิ่มขึ้นของที่ดินรอการพัฒนา – สุทธิ 282.01 ล้านบาท ซึ่งบริษัทได้ลงทุนซื้อไว้เพื่อนำไปพัฒนาโครงการในอนาคต และการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เพื่อให้เช่า – สุทธิ 189.88 ล้านบาท จากการลงทุนเพิ่มเติมในโครงการโกดังสุขุมวิท 50 ซึ่งสามารถสร้างรายได้ค่าเช่าให้แก่บริษัทได้ตั้งแต่ปี 2553 และโครงการเสนาเฮอร์ส ลำลูกกาคลอง 2 ซึ่งคาดว่าจะเปิดดำเนินงานและรับรู้รายได้ค่าเช่าในปี 2554

ณ สิ้นปี 2551 – 2553 บริษัทมีหนี้สินรวม 755.80 ล้านบาท 631.69 ล้านบาท และ 1,524.95 ล้านบาท ตามลำดับ โดยคิดเป็นสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 41.96 ร้อยละ 29.00 และร้อยละ 47.06 ตามลำดับ หนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2552 ลดลง 124.12 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 16.42 เนื่องจากบริษัทมีภาระเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินลดลง และมีการชำระหนี้ตามสัญญาใช้เงินให้แก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกันแห่งหนึ่งครบถ้วน หนี้สินรวม ณ สิ้นปี 2553 เพิ่มขึ้นจำนวน 893.27 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 141.41 โดยมีสาเหตุหลักจาก i) การเพิ่มขึ้นของเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินเนื่องจากบริษัทได้เปิดโครงการใหม่หลายโครงการในปี 2553 และผู้บริหารมีนโยบายจัดหาแหล่งเงินกู้จากสถาบันการเงินในสัดส่วนเพิ่มขึ้นเพื่อนำมาลงทุนในโครงการทั้งส่วนของค่าที่ดินและค่าก่อสร้าง ii) การเพิ่มขึ้นของตัวสัญญาใช้เงินระยะสั้นซึ่งนำไปประมูลซื้อที่ดินจากกรมบังคับคดี และการออกตั๋วแลกเงินระยะสั้นฉบับที่ 1 เพื่อเสนอขายแก่นักลงทุนในวงจำกัด และ iii) การเพิ่มขึ้นของเงินรับล่วงหน้าจากลูกค้าตามความคืบหน้าของการขายโครงการ

ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่มีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 1,031.15 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 เป็น 1,529.11 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2552 โดยมีสาเหตุหลักจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 175 ล้านหุ้น ทำให้บริษัทมีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้วเพิ่มขึ้นจาก 500.00 ล้านบาท เป็น 675.00 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2552 และมีส่วนเกินมูลค่าหุ้นหลังหักค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น 160.16 ล้านบาท นอกจากนี้ บริษัทยังมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้น 162.80 ล้านบาท ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ ณ สิ้นปี 2553 เพิ่มขึ้นร้อยละ 11.76 จากปีก่อนหน้าเป็นเท่ากับ 1,708.88 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นจากผลประกอบการหลังหักเงินปันผลจ่ายในปีดังกล่าว

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ไตรมาส 1 ปี 2554

สินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 3,203.29 ล้านบาท ลดลงจากสิ้นปี 2553 เท่ากับ 36.83 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 1.14 โดยสินค้างเหลือ – สุทธิ นับเป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทซึ่งมีสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 65.54 ที่ดินรอการพัฒนา – สุทธิ คิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 10.90 และอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนคิดเป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 9.66 หนี้สินรวมของบริษัท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 เท่ากับ 1,452.01 ล้านบาท ลดลงจากสิ้นปี 2553 เท่ากับ 72.95 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราการลดลงร้อยละ 4.78 โดยสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 45.33 ซึ่งปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับ ณ สิ้นปี 2553 ที่มีสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ 47.06 ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่มีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 1,708.88 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2553 เป็น 1,744.85 ล้านบาท ณ สิ้นไตรมาส 1 ปี 2554 เนื่องจากบริษัทมีผลกำไรสุทธิส่วนที่เป็นของบริษัทใหญ่ในงวด 40.24 ล้านบาท ในขณะที่มีรายการปรับปรุงกำไรสะสม ณ วันที่ 1 มกราคม 2554 จำนวน (4.28) ล้านบาท เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบันทึกบัญชีเกี่ยวกับผลประโยชน์พนักงานตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 19

2.6 ภาวะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับบริษัท

จากประมาณการโดยศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ภาพรวมที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จจดทะเบียนในกรุงเทพฯ และปริมณฑลมีการขยายตัวในปี 2553 สูงถึงร้อยละ 13.61 จากปีก่อนหน้า เป็นจำนวนรวม 107,904 หน่วย โดยอาคารชุดมีจำนวนเพิ่มขึ้นสูงสุดคือ 6,194 หน่วย ในขณะที่ทาวน์เฮาส์และอาคารพาณิชย์มีอัตราการเติบโตสูงสุด คือ ร้อยละ 31.91 อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตามรายละเอียดตารางด้านล่างจะพบว่า ภาพรวมที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จจดทะเบียนในกรุงเทพฯ และปริมณฑลมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ร้อยละ 7.85 โดยอาคารชุดมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีสูงสุดถึงร้อยละ 33.96 ในขณะที่บ้านเดี่ยวและกลุ่มทาวน์เฮาส์และอาคารพาณิชย์มีอัตราการลดลงเฉลี่ยต่อปีร้อยละ 7.07 และร้อยละ 4.22 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภค

ที่อยู่อาศัยสร้างเสร็จจดทะเบียน ในกทม. และปริมณฑล (หน่วย)	2549	2550	2551	2552	2553 ⁽¹⁾
อาคารชุด	18,607	17,432	34,049	53,725	59,919
บ้านเดี่ยว	42,764	38,705	34,618	28,998	31,891
ทาวน์เฮาส์และอาคารพาณิชย์	17,421	17,837	14,616	11,116	14,663
บ้านแฝด	965	1,556	2,296	1,138	1,431
รวมกรุงเทพฯ และปริมณฑล	79,757	75,530	85,579	94,977	107,904

หมายเหตุ: /1 ข้อมูลประมาณการ

ที่มา: ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ณ วันที่ 17 มีนาคม 2554

จากรายงานวิจัยโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย ณ วันที่ 26 มกราคม 2554 คาดว่า ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในปี 2554 จะชะลอตัว โดยเริ่มสังเกตได้จากยอดขายโครงการที่เปิดตัวใหม่หลายๆ โครงการในช่วงครึ่งหลังปี 2553 ที่ผ่านมาที่เริ่มชะลอตัวลง แม้ธุรกิจยังอาจได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของรายได้ของผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลในเชิงบวกต่ออำนาจซื้อ แต่ในอีกด้านหนึ่ง แนวโน้มราคาสินค้าที่ปรับตัวสูงขึ้นก็อาจเป็นปัจจัยลบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคด้วยเช่นกัน โดยปัจจัยสำคัญที่อาจเป็นอุปสรรคต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในปี 2554 ได้แก่

1. แรงกดดันต่ออำนาจการซื้อที่อยู่อาศัยจากแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย
2. ทิศทางการปรับขึ้นของต้นทุนทางธุรกิจที่มีผลต่อราคาที่อยู่อาศัย ซึ่งศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดว่า ราคาวัสดุก่อสร้างในปี 2554 จะปรับขึ้นประมาณร้อยละ 4.5 – 5.5 จากที่ขยายตัวร้อยละ 2.3 ในปี 2553
3. ภาวะความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ เมื่อตลาดยังมีอุปทานคงค้างเหลือขายอยู่จำนวนมาก ในขณะที่มีการเปิดโครงการใหม่ออกมาอย่างต่อเนื่อง
4. การขาดแคลนแรงงานภาคการก่อสร้างซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อระยะเวลาการปิดโครงการและคุณภาพของโครงการ

แม้ว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์จะมีปัจจัยเสี่ยงหลายประการ แต่ผู้ประกอบการหลายรายยังคงมองเห็นโอกาสทางธุรกิจ โดยศูนย์วิจัยกสิกรไทยประเมินว่า การพัฒนาบ้านแนวราบในปี 2554 จะมีการขยายตัวที่โดดเด่น เนื่องจากได้รับปัจจัยสนับสนุนจากโครงการรถไฟฟ้าที่เชื่อมออกไปสู่พื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ โดยทำเลที่มีศักยภาพทางการตลาดในปีนี้ เช่น ทำเลใกล้เคียรงรถไฟฟ้ายางสีมวง เนื่องจากเริ่มมีการก่อสร้างอย่างเป็นรูปธรรมมากขึ้น สำหรับการพัฒนาโครงการแนวสูงในปี 2554 ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดว่าโครงการเปิดใหม่จะชะลอตัวลง เนื่องจากมีอุปทานคงเหลือค่อนข้างมาก ทั้งนี้ ภาพรวมสถานการณ์ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในปี 2554 คาดว่าจะเติบโตไปตามทิศทางของเศรษฐกิจเป็นหลัก โดยกิจกรรมการซื้อขายและโอนกรรมสิทธิ์ในที่อยู่อาศัยน่าจะกลับมาคึกคักอีกครั้งหนึ่งในช่วงครึ่งหลังของปี 2554 เนื่องจากกรมธนารักษ์จะเริ่มใช้ราคาประเมินที่ดินใหม่ระหว่างปี 2555 – 2558 ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 ซึ่งราคาประเมินที่ดินใหม่ในบางทำเลปรับสูงขึ้นกว่าร้อยละ 25 เมื่อเทียบกับราคาประเมินที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ดังนั้น ในช่วงครึ่งหลังของปี 2554 คาดว่า จะเป็นช่วงจังหวะที่ผู้ประกอบการคงจะกลับมาทำการตลาดเพื่อกระตุ้นการตัดสินใจซื้อของผู้บริโภคอีกครั้ง

2.7 ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจของบริษัท

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

การแข่งขันในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล ผู้ประกอบการรายใหญ่ต่างใช้กลยุทธ์การแข่งขันด้านราคาเป็นสำคัญ นอกจากนี้ สถาบันการเงินต่างๆ ได้นำบ้านมือสองออกจัดงานประมูลหรือเสนอขายในราคาต่ำกว่าราคาตลาด ซึ่งส่งผลให้การแข่งขันมีความรุนแรงเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยความที่บริษัทมีประสบการณ์มาอย่างยาวนานและได้รับการยอมรับจากกลุ่มผู้บริโภค บริษัทจึงสามารถพัฒนาโครงการที่มีศักยภาพเพื่อตอบสนองต่อความต้องการของกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักซึ่งเป็นผู้มีรายได้ระดับล่างถึงระดับปานกลางได้เป็นอย่างดี อีกทั้ง บริษัทมุ่งเน้นการพัฒนาโครงการหลายโครงการในแต่ละพื้นที่ เพื่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาดในการลงทุน และช่วยลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ จึงทำให้บริษัทสามารถบริหารโครงการแต่ละโครงการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของต้นทุนวัสดุก่อสร้าง

ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างถือเป็นความเสี่ยงที่ผู้ประกอบการทุกรายในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์รวมทั้งบริษัทอาจได้รับผลกระทบ โดยจะส่งผลให้ต้นทุนค่าก่อสร้างเพิ่มขึ้นหากราคาวัสดุก่อสร้างปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้น บริษัทจึงมีแนวทางการบริหารจัดการความเสี่ยงดังกล่าว โดยสำหรับโครงการที่อยู่อาศัยในแนวสูง บริษัทจะว่าจ้างผู้รับเหมาแบบ Turn Key ผ่านการเปิดประมูล

โครงการ ซึ่งผู้รับเหมาจะเป็นผู้รับผิดชอบเกี่ยวกับเรื่องของการจัดซื้อวัสดุก่อสร้าง และจะเป็นผู้รับความเสี่ยงดังกล่าวแทนบริษัท สำหรับโครงการที่อยู่อาศัยในแนวราบ บริษัทมีนโยบายวางแผนการสั่งซื้อวัสดุก่อสร้างล่วงหน้าให้ได้ปริมาณเพื่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และมีการจองปริมาณและราคาโดยจะจ่ายชำระค่าสินค้าล่วงหน้าบางส่วน ซึ่งจะช่วยให้ทราบต้นทุนการก่อสร้างและลดความเสี่ยงในการจัดหาวัสดุก่อสร้างได้บางส่วน

ความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

เนื่องจากกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการปรับปรุงแก้ไขและเพิ่มเติมอยู่เสมอ เช่น การเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดการจัดสรรที่ดินตาม พ.ร.บ. จัดสรรที่ดิน การประเมินและจัดทำรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม การประเมินและจัดทำรายงานผลการตรวจสอบสภาพอาคารสูง การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการกำหนดเขตการใช้ประโยชน์ที่ดินตามกฎหมายผังเมือง ปัญหาการเรียกเวนคืนที่ดินเพื่อการก่อสร้างสาธารณูปโภคของภาครัฐ เป็นต้น จึงอาจส่งผลกระทบต่อเนื้อหาขายรายได้และค่าใช้จ่ายโครงการของบริษัท ดังนั้น บริษัทจึงศึกษาและติดตามการเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับกฎระเบียบต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับการปรับเปลี่ยนการดำเนินการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยของบริษัทให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นดังกล่าว และบริษัทมีนโยบายที่จะไม่ซื้อที่ดินสะสมไว้หากยังไม่มีแผนที่จะทำโครงการบนที่ดินดังกล่าวที่ชัดเจนเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่างๆ ที่อาจมีผลต่อที่ดินที่ครอบครองอยู่ได้

นอกจากนี้ ตั้งแต่ปี 2553 ธนาคารแห่งประเทศไทย (“ธปท.”) ได้มีการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับภาคอสังหาริมทรัพย์เพื่อป้องกันปัญหาภาวะฟองสบู่เศรษฐกิจ โดยการประกาศมาตรการกำหนดอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to value ratio (“LTV”)) สำหรับการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Housing Loan) ที่มีราคาไม่เกิน 10 ล้านบาท ทั้งนี้ ธปท. กำหนด LTV ของคอนโดมิเนียมที่ร้อยละ 90 โดยมีผลใช้เฉพาะการซื้อขายที่ทำตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2554 เป็นต้นไป และกำหนด LTV ของที่อยู่อาศัยแนวราบที่ร้อยละ 95 โดยมีผลใช้เฉพาะการซื้อขายที่ทำตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2555 เป็นต้นไป ยกเว้นข้าราชการ พนักงานรัฐวิสาหกิจ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ดังกล่าวอาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยของผู้บริโภค

ความเสี่ยงจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย

ในช่วงที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็จะได้รับผลกระทบใน 2 ด้านหลักๆ คือ i) การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยอาจจำกัดอำนาจการซื้อของผู้บริโภค ซึ่งส่วนใหญ่จะขอสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยจากสถาบันการเงิน รวมทั้งส่งผลกระทบต่อเดือนชำระที่ต้องปรับเพิ่มขึ้น ทำให้เมื่อเปรียบเทียบกับความสามารถในการผ่อนชำระของลูกค้าแล้ว ลูกค้าอาจจะไม่สามารถซื้อที่อยู่อาศัยในระดับราคาที่ต้องการได้และผลกระทบต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยของลูกค้า และ ii) บริษัทยังได้รับผลกระทบในด้านต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีเงินกู้จากสถาบันการเงินเพื่อใช้ในการขยายกิจการ และรองรับการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ต่างๆ ในอนาคต

ความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องและการเข้าถึงแหล่งเงินทุน

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีความจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนสูง เริ่มตั้งแต่การลงทุนซื้อที่ดิน พัฒนาที่ดิน ดำเนินการก่อสร้าง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จนเสร็จเรียบร้อยแล้วจะสามารถทยอยโอนกรรมสิทธิ์และมีการเสียดเงินสดรับจากการขายที่อยู่อาศัย อีกทั้ง ยังมีระยะเวลาในการการบริหารโครงการค่อนข้างนานประมาณ 1 - 2 ปีขึ้นไปในแต่ละโครงการ ซึ่งขึ้นอยู่กับขนาดของโครงการ ดังนั้น ธุรกิจจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องกระแสเงินสดและมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่จะต้องใช้ในการดำเนินธุรกิจ บริษัทจึงให้ความสำคัญต่อการบริหารกระแสเงินสด และดำเนินธุรกิจด้วยความ

รอบขอบในการพิจารณาพัฒนาโครงการ ในด้านการเข้าถึงแหล่งเงินทุน บริษัทได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินหลายแห่งที่ให้นับสนุนสินเชื่อเป็นอย่างดีตลอดมา ทั้งในส่วนของการสินเชื่อโครงการ (Project Finance) และการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Housing Loan) แก่ลูกค้าที่สนใจจะซื้อโครงการต่างๆ ของบริษัท นอกจากนี้ บริษัทยังเพิ่มช่องทางเพื่อให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่หลากหลายมากขึ้น โดยในช่วงปลายปี 2553 คณะกรรมการบริษัทได้มีมติอนุมัติให้ออกและเสนอขายตัวแลกเงินระยะสั้นในวงจำกัด ภายในวงเงินไม่เกิน 500 ล้านบาท เพื่อช่วยเสริมสภาพคล่องและช่วยลดต้นทุนทางการเงินให้แก่บริษัท

3. ความสมเหตุสมผลของรายการ

3.1 วัตถุประสงค์ในการทำรายการและความจำเป็นที่ต้องทำรายการ

ปัจจุบัน บริษัทประกอบธุรกิจหลัก คือ การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัย แนวราบและแนวสูง แม้ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทมีผลประกอบการที่ดีจากธุรกิจดังกล่าวและบริษัทยังมีรายได้ต่อเนื่อง (Recurring income) ซึ่งเกิดจากการให้เช่าและการให้บริการอยู่บ้าง อย่างไรก็ตาม รายได้ดังกล่าวยังมีสัดส่วนค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับรายได้รวมของบริษัท (สัดส่วนร้อยละ 1.2 – 1.5 ในปี 2551 – 2553) ด้วยเหตุนี้ เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ลดการพึ่งพิงรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก และลดความผันผวนของผลประกอบการของบริษัทในอนาคต บริษัทจึงมีนโยบายที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้ประเภทอื่นๆ ซึ่งในปี 2554 บริษัทมีแผนที่จะเริ่มพัฒนาโครงการ SENA Fest บนเนื้อที่กว่า 4 ไร่ ย่านเจริญนคร เพื่อเป็นพื้นที่ให้เช่า (Community mall) โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จสามารถเปิดให้บริการเชิงพาณิชย์ได้ประมาณ ไตรมาส 1 ปี 2556

การลงทุนในหุ้นสามัญ T.TREA มีความสอดคล้องกับนโยบายการดำเนินธุรกิจของบริษัท โดยจะช่วยให้บริษัทสามารถขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจไปสู่ธุรกิจสนามกอล์ฟ ซึ่งเป็นธุรกิจที่คาดว่าจะสามารถสร้างรายได้ต่อเนื่อง (Recurring income) ให้แก่บริษัทในอนาคต นอกจากนี้ บริษัทมีแผนที่จะนำที่ดินเปล่าในบริเวณสนามกอล์ฟไปพัฒนาเพิ่มเติมเพื่อต่อยอดธุรกิจ โดยบริษัทมีแผนที่จะพัฒนาพื้นที่ดังกล่าวเป็นโรงแรมเพื่อรองรับการจัดประชุมสัมมนา กลุ่มลูกค้าท่องเที่ยว และกลุ่มลูกค้า Golf Tour จากต่างประเทศ ซึ่งบริษัทคาดว่าโครงการจะมีอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสม สำหรับที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ (20 แปลง) ซึ่งเป็นบ้านพักรีสอร์ทและที่ดินเปล่าแปลงย่อย บริษัทคาดว่าจะสามารถปรับปรุงและขายได้ภายในประมาณ 4 ปีข้างหน้า โดยคาดว่าจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่เหมาะสมให้แก่บริษัทได้เช่นกัน สำหรับที่ดินสนามไตรฟอล์ฟหน้าโครงการ ในอนาคตบริษัทอาจมีการปรับเปลี่ยนการใช้ประโยชน์ที่ดินตามความเหมาะสม อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการใช้ที่ดินรอการพัฒนาให้เกิดประโยชน์ ณ ปัจจุบัน บริษัทคาดว่าเบื้องต้นจะยังคงสภาพสนามไตรฟอล์ฟต่อไปอีกระยะหนึ่ง

อนึ่ง ตามรายละเอียดในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนครั้งแรกของ SENA ปี 2552 บริษัทได้อธิบายว่า บริษัทไม่ได้ปรับโครงสร้างเพื่อรวม PCC ซึ่งเป็นผู้ดำเนินการโครงการสนามกอล์ฟพัทยา ณ ขณะนั้น เข้าร่วมอยู่ภายใต้อำนาจการควบคุมของ SENA เนื่องจาก PCC ดำเนินธุรกิจแตกต่างจากบริษัท และสนามกอล์ฟและพื้นที่รอบข้างยังมีศักยภาพในการทำกำไรต่ำ ณ ช่วงเวลานั้น ดังจะเห็นได้จาก อาทิเช่น i) จำนวนนักกอล์ฟที่ใช้บริการ (Golfer) โครงการสนามกอล์ฟพัทยา มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง กล่าวคือ ในปี 2549 มีจำนวนเท่ากับ 50,145 ราย ในขณะที่ปี 2552 มีจำนวน 43,833 ราย และ ii) PCC มีผลขาดทุนสุทธิอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2549 – 2552 เท่ากับ 23.85 ลบ. 20.46 ลบ. 16.63 ลบ. และ 15.56 ลบ. ตามลำดับ ทั้งนี้ เนื่องจาก ณ ขณะนั้น ด้วยหนี้สินที่ค่อนข้างมาก¹ PCC จึงยังไม่มีความพร้อมทางด้านเงินทุนที่จะลงทุนปรับปรุงพัฒนาคุณภาพสนามกอล์ฟซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้ธุรกิจสามารถแข่งขันได้ โครงการสนามกอล์ฟพัทยายังไม่สามารถสร้างรายได้ได้อย่างเต็มศักยภาพ กอปรกับ ณ ช่วงเวลานั้น SENA กำลังอยู่ในระหว่างการขยายฐานธุรกิจจากเดิมซึ่งบริษัทเน้นโครงการบ้านจัดสรรเพียงประเภทเดียว เป็นเริ่มขยายธุรกิจสู่การพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียม ซึ่งบริษัทประเมินว่ามีความสอดคล้องกับความต้องการของผู้บริโภคในขณะนั้น ดังนั้น บริษัทจึงทุ่มเทและมุ่งเน้นทรัพยากรส่วนใหญ่ในการเริ่มต้นศึกษาผลิตภัณฑ์ใหม่ (โครงการคอนโดมิเนียม) ให้ประสบความสำเร็จ และยังไม่มีความพร้อมที่จะสนับสนุนเงินทุนและทุ่มเททรัพยากรเพื่อการลงทุนพัฒนาสนามกอล์ฟให้แก่ PCC ในช่วงเวลานั้น อีกทั้ง บริษัทยังประเมินว่า การริเริ่มโครงการใหม่พร้อมกันหลายโครงการ (พัฒนาโครงการคอนโดมิเนียม และปรับปรุงโครงการสนามกอล์ฟ) ยังอาจจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อบริษัทที่อาจจะไม่สามารถดูแลบริหารจัดการ

¹ หนี้สินของ PCC ณ สิ้นปี 2551 – 2552 เท่ากับ 408.01 ลบ. และ 405.83 ลบ. ตามลำดับ โดยคิดเป็นอัตราประมาณร้อยละ 46 ของสินทรัพย์รวม

ได้อย่างมีประสิทธิภาพและอาจจะขาดความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการทางการเงิน ดังนั้น SENA จึงไม่ได้ปรับโครงสร้างโดยรวม PCC ซึ่งดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟ เข้าร่วมภายใต้บริษัทจดทะเบียน ณ ขณะนั้น

อย่างไรก็ดี บริษัทประเมินว่า ณ ขณะนี้ เป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในธุรกิจสนามกอล์ฟดังกล่าว เนื่องจากสาเหตุหลักดังนี้

- บริษัทมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจจากอดีตที่มุ่งเน้นธุรกิจการขายอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก เป็นธุรกิจที่มีการกระจายความเสี่ยงอย่างเหมาะสม เพื่อลดการพึ่งพิงรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์เพียงอย่างเดียวจากภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่สูงขึ้น ธุรกิจสนามกอล์ฟซึ่งมีความแตกต่างจากธุรกิจการขายอสังหาริมทรัพย์ คาดว่า จะช่วยให้บริษัทมีรายได้ที่ต่อเนื่อง (Recurring income) เพิ่มขึ้นในอนาคตหากบริษัทสามารถบริหารธุรกิจดังกล่าวได้ประสบความสำเร็จ นอกจากนี้ บริษัทยังสามารถนำที่ดินเปล่าวิสาหกิจของ T.TREA ไปพัฒนาเพิ่มเติมเป็นโรงแรม ซึ่งจะช่วยต่อยอดธุรกิจให้แก่บริษัทและส่งเสริมธุรกิจสนามกอล์ฟในขณะเดียวกัน
- ปัจจุบัน บริษัทมีความพร้อมทั้งทางการเงินและด้านทรัพยากรอื่นๆ ที่จะใช้ลงทุนเพื่อปรับปรุงพัฒนาสนามกอล์ฟได้อย่างเต็มศักยภาพ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของ SENA มีความแข็งแกร่งมากขึ้น ดังจะเห็นได้จาก อาทิเช่น โครงการภายใต้การบริหารของบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น โดย ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 บริษัทมีมูลค่าโครงการคงเหลือทั้งสิ้นประมาณ 4,950 ล้านบาท และการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ยังช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของบริษัทต่อมุมมองนักลงทุนและสถาบันทางการเงิน และเพิ่มทางเลือกแหล่งเงินทุนให้แก่บริษัทมากขึ้น
- ธุรกิจสนามกอล์ฟของโครงการสนามกอล์ฟพัทยามีแนวโน้มที่ดีขึ้น โดยจำนวนนักกอล์ฟที่ใช้บริการในงวดสี่เดือนแรก ปี 2554 มีการเติบโตจากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้าประมาณร้อยละ 7 (ทั้งนี้ เป็นการเติบโตของจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (Non-member golfers) ประมาณร้อยละ 10) เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจและการเมืองของประเทศปรับตัวดีขึ้น และเอื้ออำนวยต่อการลงทุนและการใช้จ่ายใช้สอยของประชาชน รวมทั้ง ภาพรวมอุตสาหกรรมสนามกอล์ฟที่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น โดยสังเกตได้จาก เช่น รายได้การจัดเก็บภาษีสรรพสามิตสนามกอล์ฟในไตรมาส 1 ปี 2554 ของสนามกอล์ฟในภาคตะวันออกและจังหวัดชลบุรี มีอัตราการเติบโตร้อยละ 11 และร้อยละ 13 ตามลำดับ เมื่อเทียบกับงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า (ที่มา: ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ ณ 27 เม.ย. 54)

ด้วยสภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมปัจจุบัน การเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจของบริษัท การดำเนินงานของโครงการสนามกอล์ฟพัทยาที่มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ประกอบกับโครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่งของ SENA ที่มีความพร้อมที่จะลงทุนเพื่อปรับปรุงสนามกอล์ฟได้ บริษัทจึงประเมินว่า จะสามารถปรับปรุงและพัฒนาโครงการสนามกอล์ฟพัทยา รวมทั้ง จะสามารถนำที่ดินโดยรอบมาพัฒนาเพื่อเพิ่มศักยภาพและผลตอบแทนภายใต้การบริหารจัดการของ SENA ให้ดียิ่งขึ้นได้ บริษัทจึงมีความประสงค์ที่จะเข้าทำรายการในครั้งนี้

นอกเหนือจากวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ตามนโยบายการดำเนินธุรกิจในอนาคตของบริษัทข้างต้น การลงทุนในหุ้นสามัญ T.TREA ในครั้งนี้ ยังเป็นไปตามมาตรการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ตามบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ T.TREA ลงวันที่ 23 ธันวาคม 2548 บันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ PCC ลงวันที่ 23 ธันวาคม 2548 และบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมระหว่างบริษัทและ PCC ลงวันที่ 3 เมษายน 2549 ซึ่งบริษัทได้ให้รายละเอียดไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนครั้งแรกเมื่อปี 2552 โดยมีสาระสำคัญของบันทึกข้อตกลงที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

บันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ T.TREA

- T.TREA จะไม่ซื้อหรือดำเนินการพัฒนาที่ดินหรือก่อสร้างบ้านเพื่อขาย หรือเพื่อให้เช่า หรือดำเนินธุรกิจใดๆ เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ ไม่ว่าโดยบริษัทเองหรือในโครงการความร่วมมือหรือร่วมลงทุนกับผู้ประกอบการอื่น

บันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ PCC (และที่แก้ไขเพิ่มเติม)

- ข้อ 1.1 PCC จะไม่พัฒนาธุรกิจสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ไม่ว่าจะด้วยตนเอง หรือในโครงการร่วมมือหรือร่วมลงทุนกับผู้ประกอบการรายอื่น นอกจากโครงการที่กำลังดำเนินการอยู่ปัจจุบัน
- ข้อ 1.2 หาก PCC ต้องการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์บนที่ดินรอบสนามกอล์ฟ PCC ต้องเสนอให้ SENA เป็นผู้พัฒนาโครงการดังกล่าวเท่านั้น แต่หากบริษัทปฏิเสธ PCC ไม่มีสิทธิเข้าดำเนินการพัฒนาที่ดินดังกล่าวได้ ไม่ว่าจะโดยตนเอง หรือโดยการเข้าร่วมโครงการร่วมมือหรือร่วมลงทุนกับผู้ประกอบการรายอื่น ซึ่งในกรณีนี้ PCC มีสิทธิเพียงประการเดียวคือการขายที่ดินดังกล่าวเท่านั้น
- ข้อ 1.3 หาก PCC ต้องการขายที่ดินรอบสนามกอล์ฟ PCC ตกลงที่จะเสนอขายต่อ SENA เป็นรายแรกในราคาที่ไม่สูงกว่าราคาประเมินซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับการรับรองจากสำนักงาน ก.ล.ต. และเป็นราคาประเมินที่ประเมินไว้ไม่เกิน 6 เดือนก่อนบริษัทจะซื้อที่ดินดังกล่าว และหากบริษัทปฏิเสธ PCC มีสิทธิที่จะขายที่ดินดังกล่าวให้กับบุคคลภายนอกได้ในราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาที่เสนอขายให้แก่บริษัท

แม้ในปี 2553 PCC ได้ดำเนินการโอนทรัพย์สินให้แก่ T.TREA และเจ้าหนี้รายอื่น อย่างไรก็ตาม การกระทำดังกล่าวเป็นไปตามคำพิพากษาของศาลให้คดีเป็นอันเสร็จเด็ดขาดตามสัญญาประนีประนอมยอมความ ดังนั้น การกระทำดังกล่าวจึงไม่ถือเป็นการกระทำที่ขัดกับบันทึกข้อตกลงข้างต้น การลงทุนในหุ้นสามัญ T.TREA ในครั้งนี้ ยังเป็นไปตามเจตนารมณ์ของบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ T.TREA และบันทึกข้อตกลงระหว่างบริษัทและ PCC ซึ่งทั้งสองบริษัทจะไม่พัฒนาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมนอกจากโครงการที่กำลังดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน แต่หากต้องการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์บนที่ดินรอบสนามกอล์ฟ จะต้องเสนอให้ SENA เป็นผู้พัฒนาโครงการดังกล่าวเท่านั้น

โดยสรุป บริษัทจึงมีความประสงค์ที่จะเข้าซื้อหุ้นสามัญ T.TREA จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อให้ได้มาซึ่งธุรกิจสนามกอล์ฟของ T.TREA ซึ่งบริษัทมีความเชื่อมั่นว่าจะสามารถนำมาปรับปรุงและพัฒนาคุณภาพธุรกิจได้ โดยในช่วงแรกบริษัทวางแผนที่จะดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟและพัฒนาโครงการโรงแรมในบริเวณสนามกอล์ฟก่อน ในกรณีที่ธุรกิจดังกล่าวประสบผลสำเร็จ ลำดับถัดไป บริษัทประเมินเบื้องต้นว่าอาจจะซื้อทรัพย์สินที่ดินแปลงย่อยเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคตเพื่อนำมาพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย อย่างไรก็ตาม การซื้อทรัพย์สินจาก PCC เข้ามา ณ วันนี้ พร้อมกับการลงทุนใน T.TREA บริษัทประเมินว่ายังไม่เหมาะสม เนื่องจากจะทำให้บริษัทต้องมีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้นค่อนข้างมาก ซึ่งจะทำให้บริษัทขาดความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ อีกทั้ง บริษัทยังประเมินว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องลงทุนในที่ดินของ PCC ณ ขณะนี้ เพราะบริษัทวางแผนที่จะปรับปรุงสนามกอล์ฟซึ่งเป็นพื้นที่ด้านหน้าโครงการก่อนเพื่อให้ได้คุณภาพมาตรฐาน แล้วค่อยพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยซึ่งเป็นที่ดินท้ายโครงการที่หลัง ในลักษณะเดียวกัน ปัจจุบันบริษัทยังไม่มีแผนที่จะซื้อที่ดินแปลงย่อยของ บสท. เนื่องจากประเมินว่าที่ดินดังกล่าวเหมาะสำหรับพัฒนาเป็นที่อยู่อาศัย หากสนามกอล์ฟซึ่งเป็นพื้นที่ด้านหน้าโครงการไม่ได้มาตรฐานหรือไม่สวยงาม ย่อมไม่มีลูกค้าสนใจที่จะซื้อบ้านพักในบริเวณโดยรอบสนามกอล์ฟเช่นกัน การซื้อทรัพย์สินดังกล่าวจาก บสท. จึงยังไม่มี ความจำเป็น ณ ขณะนี้

3.2 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการและการไม่ทำรายการ

3.2.1 ข้อดีของการทำรายการ

บริษัทสามารถกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

การซื้อหุ้นสามัญ T.TREA จะทำให้บริษัทขยายขอบเขตในการดำเนินธุรกิจไปสู่ธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจหลักของบริษัท ณ ปัจจุบัน หากแต่มีความเกี่ยวข้องกันในการบริหารจัดการอสังหาริมทรัพย์

อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น การซื้อหุ้นสามัญ T.TREA จะช่วยให้บริษัทสามารถกระจายความเสี่ยงด้านรายได้และทางธุรกิจ ตลอดจน สามารถลดการพึ่งพิงธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายเพียงอย่างเดียว โดยการเพิ่มช่องทางการหารายได้ประเภทอื่นๆ

กลุ่มบริษัทมีศักยภาพในการดำเนินธุรกิจเพิ่มมากขึ้น

การลงทุนในธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรม จะส่งผลให้บริษัทสามารถให้บริการด้านธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อย่างครบวงจร เพื่อตอบสนองต่อความต้องการของลูกค้าที่มีความหลากหลาย และยังมีโอกาสที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มและผลประโยชน์ (Synergy) ให้แก่บริษัท โดยแต่ละกลุ่มธุรกิจของบริษัทสามารถให้ทรัพยากรส่วนกลางร่วมกันเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อองค์กรโดยรวม เช่น การแบ่งปันฐานข้อมูลลูกค้าระหว่างกลุ่มธุรกิจ การนำประสบการณ์ด้านการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มาอย่างยาวนาน โดยเฉพาะความสามารถในการควบคุมต้นทุนโครงการ มาประยุกต์ใช้กับการลงทุนพัฒนาโครงสร้างโครงการโรงแรมในสนามกอล์ฟ เป็นต้น

บริษัทสามารถรับรู้รายได้จากธุรกิจสนามกอล์ฟได้ทันทีหลังทำการขาย

เมื่อเทียบกับการลงทุนก่อสร้างเอง (Greenfield project) การเข้าลงทุนใน T.TREA จะทำให้บริษัทสามารถรับรู้รายได้และกระแสเงินสดจากธุรกิจสนามกอล์ฟได้ทันทีหลังทำการขาย เนื่องจากปัจจุบันโครงการสนามกอล์ฟพัทยามีการดำเนินงานอยู่แล้ว นอกจากนี้ ยังเพิ่มโอกาสที่บริษัทอาจจะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นหากภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA บริษัทสามารถปรับปรุงและพัฒนาคุณภาพสนามกอล์ฟให้ดียิ่งขึ้น และสามารถควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีมากขึ้น

สรุปผลการดำเนินงานโครงการสนามกอล์ฟพัทยา

หน่วย: ล้านบาท	ปี 2551	ปี 2552	ปี 2553
รายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee)	25.81	22.27	21.24
รายได้จากการขาย (ร้านอาหาร ชุมอาหารและเครื่องดื่ม และร้านโปรชิอป)	11.55	10.22	10.01
รายได้จากการบริการอื่นๆ ^{1/}	21.86	22.17	22.29
รายได้อื่น	2.03	1.95	4.07
รวมรายได้	61.25	56.62	57.61
รวมต้นทุนขาย	15.87	15.03	16.55
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้	13.20	8.43	10.20

หมายเหตุ: /1 รายได้จากการบริการอื่นๆ เช่น รายได้ค่าแคดดี้ รายได้ค่ารถกอล์ฟ เป็นต้น

ที่มา: งบการเงินภายในของโครงการพัทยาคันทรีคลับ แอนด์ รีสอร์ท ซึ่งได้รับจากบริษัทและ T.TREA

บริษัทมีโอกาสในการเพิ่มรายได้จากธุรกิจโรงแรมในอนาคต

ภายหลังการเข้าลงทุนใน T.TREA บริษัทมีความตั้งใจที่จะพัฒนาโรงแรมในโครงการสนามกอล์ฟพัทยาบนเนื้อที่ประมาณ 37-3-10.9 ไร่ เพื่อรองรับนักท่องเที่ยวและกลุ่มลูกค้าประเภทจัดประชุม/สัมมนา หากธุรกิจดังกล่าวสามารถดำเนินงานและสร้างผลตอบแทนได้ตามความคาดหวังของบริษัท ในอนาคตบริษัทก็มีโอกาสที่จะมีรายได้และกำไรเพิ่มขึ้นจากการรับรู้ผลประโยชน์ของธุรกิจโรงแรมดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการโรงแรม เฟส 1 จำนวน 70 ห้อง ซึ่งคาดว่าจะเปิดภายในปี 2557 และคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการโรงแรม เฟส 2 จำนวน 110 ห้อง ซึ่งคาดว่าจะเปิดภายในปี 2559

บริษัทมีโอกาสในการซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคต

ภายหลังการโอนทรัพย์สินให้แก่ T.TREA PCC ยังมีที่ดินในบริเวณเดียวกันกับสนามกอล์ฟเหลืออยู่โดยสินทรัพย์หลักประกอบด้วย i) ส่วนที่เป็นสาธารณูปโภคโครงการ เช่น ถนนโครงการ ทะเลสาบ เป็นต้น และ ii) ส่วนที่เป็นที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างและที่ดินแปลงขายจำนวน 939 แปลง เนื้อที่ 447-0-13.5 ไร่ ซึ่งปัจจุบัน PCC ยังไม่ได้ดำเนินการใดๆ มากนัก หาก PCC ต้องการขายที่ดินรอบสนามกอล์ฟ PCC ตกลงที่จะเสนอขายต่อ SENA เป็นรายแรกในราคาที่ต่ำกว่าราคาประเมินซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ ทั้งนี้ ที่ดินดังกล่าวสามารถพัฒนาเป็นโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยได้ ซึ่งที่ดินดังกล่าวจะได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการที่ SENA ลงทุนพัฒนาปรับปรุงโครงการสนามกอล์ฟและก่อสร้างโรงแรมหลังจากการเข้าทำรายการในครั้งนี้

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า บริษัทยังไม่มีเจตจำนงซื้อทรัพย์สินดังกล่าวเข้ามาในบริษัท ณ วันนี้ เนื่องจากการทำรายการดังกล่าวจะทำให้บริษัทมีภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้นค่อนข้างมาก และอาจทำให้บริษัทขาดความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการในอนาคต การเริ่มพัฒนาโครงการใหม่หลายๆ โครงการในเวลาเดียวกัน (โครงการสนามกอล์ฟ โรงแรม และที่อยู่อาศัยรอบสนามกอล์ฟ) อาจเป็นการเพิ่มความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจให้แก่บริษัทมากขึ้น

เนื่องจาก PCC ยังมีที่ดินเหลืออยู่ในส่วนที่เป็นสาธารณูปโภคโครงการ ตามบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท ลงวันที่ 30 มิ.ย. 54 กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ตกลงที่จะดำเนินการให้ PCC จดทะเบียนภาระจำยอมส่วนที่เป็นถนนให้กับที่ดินที่ PCC ได้ซื้อโอนชำระหนี้ให้กับ T.TREA ทุกแปลง ตลอดจนยินยอมและดำเนินการจดทะเบียนการใช้ประโยชน์ให้ T.TREA มีสิทธิร่วมใช้ระบบสาธารณูปโภคอื่นๆ และทรัพย์สินส่วนกลางในโครงการของ PCC ทั้งหมด โดยกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะดำเนินการหลังจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA อนุมัติให้เข้าทำรายการ แต่จะให้แล้วเสร็จก่อนวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท ทั้งนี้ บริษัทไม่ได้แสดงเจตนาที่จะซื้อที่ดินส่วนที่เป็นสาธารณูปโภคโครงการเนื่องจากจะมีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง (Transaction costs) ค่อนข้างสูง เช่น ค่าธรรมเนียมการโอนที่ดิน เป็นต้น ซึ่งบริษัทประเมินว่าอาจจะไม่คุ้มค่าเมื่อเทียบกับการให้ PCC จดทะเบียนภาระจำยอมที่ดินให้กับ T.TREA แทน

การซื้อหุ้น T.TREA แทนที่จะซื้อสินทรัพย์จาก T.TREA ช่วยให้บริษัทสามารถประหยัดค่าใช้จ่าย (Transaction costs) ที่อาจเกิดขึ้น

เพื่อให้ได้มาซึ่งธุรกิจสนามกอล์ฟและที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการต่างๆ ในอนาคต บริษัทเลือกที่จะซื้อหุ้น T.TREA แทนที่จะซื้อสินทรัพย์เฉพาะส่วนที่ต้องการ รูปแบบการเข้าลงทุนดังกล่าวถือว่ามีความสมเหตุสมผลและเป็นประโยชน์ต่อบริษัท เนื่องจากการซื้อสินทรัพย์โดยปกติจะก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง (Transaction costs) ค่อนข้างสูง เช่น ค่าธรรมเนียมการโอนที่ดิน ภาษีธุรกิจเฉพาะ เป็นต้น แม้การรับภาระค่าใช้จ่ายดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับการเจรจาตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย แต่บ่อยครั้งที่สุดท้ายทั้งสองฝ่ายตกลงที่จะรับผิดชอบค่าใช้จ่ายดังกล่าวฝ่ายละครึ่ง ดังนั้น การเข้าลงทุนในหุ้นสามัญแทนที่จะเป็นการซื้อสินทรัพย์โดยตรงจึงช่วยให้บริษัทสามารถลดภาระค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการ (Transaction costs) ลงได้บางส่วน

3.2.2 ข้อดีของการทำรายการ

บริษัทมีหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

บริษัทจะชำระค่าตอบแทนให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จำนวนรวม 590.00 ล้านบาท โดยจะชำระด้วยเงินสด 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ซึ่งจะมีแหล่งที่มาจากเงินทุนภายในของบริษัท ส่วนเงินที่เหลืออีกจำนวน 490.00 ล้านบาท จะชำระด้วยตั๋วสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อาวัล) โดยธนาคาร ซึ่งมีกำหนดชำระเงิน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการ

โอนหุ้น (จึงถือเป็นการคิดอัตราดอกเบี้ยคงที่เวลา 2 ปี) โดยจะมีแหล่งที่มาจากเงินทุนภายในของบริษัท และ/หรือเงินกู้จากสถาบันการเงิน ซึ่ง ณ ปัจจุบัน บริษัทอยู่ในระหว่างการเจรจากับธนาคารเพื่อขอให้อวัลต์สัญญาใช้เงินและขอรับการสนับสนุนวงเงิน

สำหรับค่าปรับปรุงสนามกอล์ฟและค่าก่อสร้างโรงแรมตามประมาณการงบลงทุนของบริษัท (ระหว่างไตรมาส 4 ปี 2554 - ไตรมาส 1 ปี 2559) จำนวนรวมประมาณ 264.50 ล้านบาท จะมีแหล่งที่มาจากเงินทุนภายในของบริษัทประมาณร้อยละ 30 ส่วนที่เหลือบริษัทจะขอรับการสนับสนุนวงเงินสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ดังนั้น ในช่วงระยะเวลาตามประมาณการงบลงทุนของบริษัทข้างต้น บริษัทจะมีเงินกู้ยืมเพิ่มขึ้นประมาณ 185.15 ล้านบาท ($= 70\% \times 264.50$) และมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยของบริษัท ณ ขณะที่ทำการขอสินเชื่อ

บริษัทมีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรม

แม้ธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรมอาจถือได้ว่าเป็นโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ธุรกิจดังกล่าวมีความแตกต่างจากโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่พักอาศัยซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท ณ ปัจจุบัน เช่น i) ความแตกต่างด้านสินค้า: ในกรณีของธุรกิจสนามกอล์ฟ ผู้ประกอบการจำเป็นต้องมีความเข้าใจในกีฬากอล์ฟและคุณลักษณะของสนาม เช่น ประเภทของหญ้า และลักษณะกรีน ซึ่งจำเป็นต้องได้รับการดูแลปรับปรุงคุณภาพให้ได้มาตรฐานอย่างสม่ำเสมอ ในกรณีของธุรกิจโรงแรม ผู้ประกอบการจำเป็นต้องมีความเข้าใจในอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว ในขณะที่บ้านเดี่ยว และคอนโดมิเนียม ลูกค้าจะให้ความสำคัญในด้านทำเลที่ตั้ง ราคา รูปแบบบ้าน และพื้นที่ส่วนกลาง เป็นต้น และ ii) ความแตกต่างด้านรายได้: รายได้สนามกอล์ฟและรายได้จากโรงแรมแม้จะสามารถก่อให้เกิดกระแสรายได้ที่ต่อเนื่อง (Recurring income) ให้แก่บริษัท แต่รายได้ดังกล่าวก็มีความผันผวนตามฤดูกาลซึ่งอิงกับธุรกิจท่องเที่ยวเช่นกัน ในขณะที่รายได้จากการขายโครงการที่อยู่อาศัยจะเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวในลักษณะซื้อมาขายไป (One-time revenue) ซึ่งจะขึ้นอยู่กับอำนาจการซื้อของผู้บริโภคและภาวะเศรษฐกิจเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้เตรียมความพร้อมโดยการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องอย่างรอบคอบ อีกทั้ง ประสิทธิภาพการทำธุรกิจให้เข้าของบริษัท กอปรกับประสบการณ์ของผู้บริหาร (นายธีรวัฒน์ ธัญญลักษณ์ภาคย์ และนางสาวเกษรา ธัญญลักษณ์ภาคย์) ในธุรกิจสนามกอล์ฟและโรงแรม คาดว่าจะทำให้บริษัทมีพื้นฐานความเข้าใจในธุรกิจนี้

บริษัทมีความเสี่ยงจากการริเริ่มโครงการใหม่

การลงทุนในโครงการโรงแรมซึ่งเป็นโครงการที่ก่อสร้างขึ้นใหม่ (Greenfield project) อาจทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากต้นทุนในการลงทุน และการปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง เช่น ด้านสิ่งแวดล้อมและระบบสาธารณสุข ความสำเร็จของการดำเนินโครงการดังกล่าวยังขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการ เช่น สภาพเศรษฐกิจ ภาวะการท่องเที่ยว/การจัดสัมมนา โครงการประชาสัมพันธ์ และการสร้าง Brand loyalty เป็นต้น ซึ่งหากปัจจัยต่างๆ ไม่เอื้ออำนวยก็อาจส่งผลกระทบต่อพัฒนาโครงการดังกล่าว และอาจทำให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจและผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เป็นไปตามที่บริษัทคาดการณ์ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้เตรียมความพร้อมโดยการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องอย่างรอบคอบ อาทิเช่น บริษัทได้จ้าง CBRE ให้จัดทำรายงานเพื่อศึกษาความเป็นไปได้ทางการตลาดในการพัฒนาโรงแรมบนในโครงการสนามกอล์ฟพัทยา และว่าจ้างบุคคลากรที่มีประสบการณ์ในธุรกิจสนามกอล์ฟเพิ่มเติม นอกจากนี้ ประสิทธิภาพการทำธุรกิจให้เข้าของบริษัท กอปรกับประสบการณ์ของผู้บริหาร (นายธีรวัฒน์ ธัญญลักษณ์ภาคย์ และนางสาวเกษรา ธัญญลักษณ์ภาคย์) ในธุรกิจสนามกอล์ฟและโรงแรม คาดว่าจะทำให้บริษัทมีพื้นฐานความเข้าใจในธุรกิจนี้

บริษัทมีความเสี่ยงที่อาจจะซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคตด้วยราคาที่ดินที่สูงขึ้น

ภายหลังจากบริษัทเข้าทำรายการในครั้งนี้ บริษัทจะลงทุนปรับปรุงโครงการสนามกอล์ฟและก่อสร้างโรงแรมขึ้นใหม่ในโครงการสนามกอล์ฟ PCC ดังนั้น จึงอาจส่งผลกระทบต่อและเอื้อประโยชน์ให้ราคาประเมินของที่ดินบริเวณโดยรอบสนามกอล์ฟ รวมถึงที่ดินของ PCC อาจมีราคาตลาดสูงขึ้นได้ หากบริษัทตกลงที่จะซื้อที่ดินดังกล่าวจาก PCC ในอนาคต บริษัทจะมีความเสี่ยงที่อาจจะซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟดังกล่าวด้วยราคาประเมินที่ดินที่สูงขึ้นจากราคา ณ วันที่ ด้วยเหตุนี้ เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต และคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย บริษัทจะดำเนินการทำบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมกับ PCC เพื่อกำหนดกรอบในการกำหนดราคาซื้อที่ดินจาก PCC ในอนาคต (ถ้ามี) เพื่อขจัดโอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยร่างบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมสามารถสรุปได้ตามรายละเอียดด้านล่าง

สรุปสาระสำคัญของร่างบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติม

คู่สัญญา : บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท พัทธาคันทรिकล จำกัด

รายละเอียด : แก้ไขบันทึกข้อตกลงเดิม โดยให้สิทธิบริษัทในการขอซื้อที่ดินและสิ่งปลูกสร้างของ PCC (Call option) ในที่สำคัญ ราคาที่ไม่สูงกว่าราคาประเมินซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระที่ได้รับการรับรองจากสำนักงาน ก.ล.ต. ที่ประเมินไว้ไม่เกิน 6 เดือนก่อนบริษัทจะซื้อที่ดินดังกล่าว หากมีการทำรายการภายใน 1 ปีจากวันที่ลงนามในบันทึกข้อตกลงนี้ ราคาซื้อขายจะต้องมีมูลค่าไม่สูงกว่า 717,244,319 บาท สำหรับที่ดินและสิ่งปลูกสร้างรวม 447 ไร่ 13.5 ตารางวา (ซึ่งเป็นราคาประเมินเฉลี่ยของผู้ประเมินราคาอิสระ 2 แห่ง คือ บริษัท ไนท์แฟรงค์ ชาร์เตอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (“KF”) และบริษัท ที.เอ. มาเนจเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น (1999) จำกัด (“TA”) ซึ่งได้ประเมินไว้เมื่อวันที่ 24 ก.พ. 54 และ 22 ก.พ. 54 ตามลำดับ) โดยมีการกำหนดราคาจำแนกตามลักษณะทรัพย์สินและที่ตั้ง ดังนี้

ลักษณะที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง	เนื้อที่ (ตรว.)	มูลค่าซื้อขายเฉลี่ย (บาท/ตรว.)	มูลค่า (บาท)
เฟส 1 (พัฒนาแล้ว)			
1. สิ่งปลูกสร้าง พร้อมที่ดิน	15,977	8,472	135,357,144
2. ที่ดินเปล่าติดถนนเมน	3,053	6,255	19,096,515
3. ที่ดินเปล่าติดถนนซอย	641	5,716	3,663,956
รวม	19,671		158,117,615
เฟส 2 (รอการพัฒนา)			
1. ที่ดินเปล่าติดถนนเมน	19,765	3,928	77,636,920
2. ที่ดินเปล่าหัวมุมติดถนนเมน	3,168	4,236	13,419,648
3. ที่ดินเปล่าติดถนนซอย	89,896	2,946	264,833,616
4. ที่ดินเปล่าหัวมุมติดถนนซอย	12,703	3,270	41,538,810
5. ที่ดินเปล่าติดถนนซอยและทะเลสาบ	33,610	4,811	161,697,710
รวม	159,142		559,126,704
รวมทั้งสิ้น	178,813		717,244,319

หากมีการทำรายการหลังจาก 1 ปีขึ้นไป ราคาข้างต้นสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้ตามภาวะต้นทุน (Carrying cost) ในอัตราร้อยละไม่เกิน 7 ต่อปีนับจากวันที่ลงนามในบันทึกข้อตกลงฉบับนี้

ในกรณีที่ PCC ประสงค์จะขายทรัพย์สินข้างต้น PCC ตกลงที่จะเสนอขายทรัพย์สินดังกล่าวต่อบริษัท เป็นรายแรก ในราคาที่ไม่สูงกว่าราคาที่ถูกกำหนดตามหลักการข้างต้น แต่หากบริษัทปฏิเสธที่จะซื้อทรัพย์สิน ดังกล่าว PCC จึงจะมีสิทธิที่จะขายให้แก่บุคคลภายนอกได้ในราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาที่เสนอขายให้บริษัท

วันที่คาดว่าจะ : ภายหลังที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ซึ่งจะจัดในวันที่ 29 ก.ค. 54 อนุมัติให้เข้าทำรายการซื้อหุ้น
จะลงนาม : สำมัญ T.TREA จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA แต่ก่อนที่ SENA จะชำระค่าหุ้นและรับโอนกรรมสิทธิ์จากกลุ่ม
ในบันทึก : ผู้ขายหุ้น T.TREA
ข้อตกลง
แก้ไข
เพิ่มเติม

อนึ่ง เนื่องจากข้อมูลของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับเป็นเพียงร่างบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติม ดังนั้น บันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมที่ใช้ในการลงนามจริง จึงอาจมีการปรับเปลี่ยนได้ อย่างไรก็ดี จากการตรวจสอบกับผู้บริหารของบริษัทเบื้องต้น คาดว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงในส่วนที่มีนัยสำคัญของบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมฉบับที่ใช้ในการลงนามจริง นอกจากนี้ หากในอนาคตบริษัทประสงค์ที่จะเข้าทำรายการซื้อทรัพย์สินส่วนนี้จาก PCC จริง บริษัทจะเข้าทำรายการได้ก็ต่อเมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในอนาคตซึ่งบริษัทจะได้จัดให้มี ณ วันนั้น จะเป็นผู้ให้ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมผลของรายการ ตลอดจนความเหมาะสมของราคาและเงื่อนไขในการเข้าทำรายการในวันนั้นอีกครั้งหนึ่ง

การซื้อหุ้น T.TREA แทนที่จะซื้อสินทรัพย์จาก T.TREA อาจก่อให้เกิดภาระหนี้สินอื่นนอกจากที่ระบุในงบการเงิน (Contingent liabilities) ต่อบริษัท

แม้การลงทุนในหุ้นจะช่วยทางอ้อมให้บริษัทสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง (Transaction costs) ได้บางส่วน แต่รูปแบบการลงทุนดังกล่าวก็อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อบริษัทเช่นกัน โดยเฉพาะความเสี่ยงที่เกิดจากภาระหนี้สินอื่นนอกเหนือจากที่ระบุไว้ในงบการเงิน (Contingent liabilities) ของ T.TREA อย่างไรก็ดี งบการเงินสำหรับปี 2553 และงวดไตรมาส 1 ปี 2554 ของ T.TREA ได้ถูกตรวจสอบและสอบทานโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทะเบียนเลขที่ 3759 นายเจษฎา หังสพฤกษ์ บริษัท กรินทร ออดิท จำกัด ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. นอกจากนี้ เนื่องจากบริษัทได้ตระหนักดีถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นดังกล่าว บริษัทจึงได้ดำเนินการให้กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA รับรองต่อบริษัทในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นว่า T.TREA ไม่มีภาระหนี้สินอื่นนอกจากที่ระบุในงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 และ T.TREA ไม่ถูกดำเนินคดีใดๆ หากปรากฏว่ามีบุคคล และ/หรือ นิติบุคคล และ/หรือ ส่วนราชการ เรียกร้องให้ T.TREA ชำระค่าเสียหายหรือเงินใดๆ ซึ่งเป็นมูลหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนที่ SENA ได้รับโอนหุ้น กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องรับผิดชอบใช้ในหนี้ต่างๆ ทั้งหมด หากในกรณีที่ SENA หรือ T.TREA ได้จ่ายเงินทดแทนไปก่อน กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องชดเชยคืนพร้อมดอกเบี้ยตามกฎหมาย

อนึ่ง สำหรับหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นภายหน้าและภาระผูกพันตามงบการเงินของ T.TREA ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 และวันที่ 31 ธันวาคม 2553 สามารถสรุปได้ดังนี้

- T.TREA มีภาระผูกพันกับธนาคารพาณิชย์สามแห่งในการออกหนังสือค้ำประกันการใช้ไฟฟ้าเป็นจำนวน 0.58 ล้านบาท และค้ำประกันหนี้สินทุกประเภทแก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกัน 15.00 ล้านบาท ซึ่งค้ำประกันโดยบัญชีเงินฝากธนาคาร

กรรมสิทธิ์ของ T.TREA (อนึ่ง สำหรับประเด็นการค้ำประกัน 15.00 ล้านบาท T.TREA ได้ดำเนินการปลดภาระดังกล่าวเป็นที่เรียบร้อยแล้วเมื่อวันที่ 19 เมษายน 2554)

- PCC ตกลงให้ T.TREA มีอำนาจดูแลจัดการและเข้าใช้ประโยชน์บ้านพักในโครงการสนามกอล์ฟพัทธยา เพื่อนำไปให้บุคคลภายนอกเช่า มีกำหนดระยะเวลา 2 ปี (เดือน พ.ค. 53 – พ.ค. 55) โดย T.TREA จะแบ่งรายได้ให้บริษัทดังกล่าวในอัตราร้อยละ 30 ของรายได้ที่ได้รับจากการเช่าพักอาศัย
- T.TREA ได้ทำบันทึกข้อตกลงกับบุคคลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน 3 ราย (นายสุชาติ จุลละทรัพย์ นายณัฐพล ทวีวัฒน์ นายนนทิพัฒน์ ทวีวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ร่วมในที่ดินสนามไดร์ฟกอล์ฟกับ T.TREA) โดยให้ T.TREA เป็นผู้บริหารกิจการสนามไดร์ฟกอล์ฟและแบ่งกำไรให้แก่ T.TREA ในอัตราร้อยละ 20 ของกำไรหลังหักค่าใช้จ่าย ส่วนกำไรที่เหลือแบ่งตามสัดส่วนการถือกรรมสิทธิ์ในที่ดินสนามไดร์ฟกอล์ฟ
- T.TREA ได้ให้สัมปทานในการดำเนินการให้บริการเช่ารถกอล์ฟแก่บริษัทไม่เกี่ยวข้องกันแห่งหนึ่ง มีระยะเวลา 2 ปี (2 ก.พ. 53 – 1 ก.พ. 55) โดยแบ่งรายได้ระหว่างกันเท่ากับ 50:50

3.2.3 ข้อดีของการไม่ทำรายการ

- บริษัทจะไม่มีภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น โดยบริษัทไม่ต้องจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาชำระค่าซื้อหุ้นสามัญ T.TREA และเงินทุนเพื่อใช้ในการปรับปรุงคุณภาพสนามกอล์ฟและพัฒนาโครงการโรงแรม
- บริษัทจะไม่มีความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรม ซึ่งมีความแตกต่างจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท ณ ปัจจุบัน
- บริษัทจะไม่มีความเสี่ยงจากการริเริ่มพัฒนาโครงการโรงแรมในสนามกอล์ฟ ซึ่งเป็นโครงการใหม่ (Greenfield project) ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าเมื่อเทียบกับการดำเนินธุรกิจที่อยู่ตัวแล้ว

3.2.4 ข้อด้อยของการไม่ทำรายการ

- บริษัทจะเสียโอกาสในการกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจเพื่อลดการพึ่งพิงธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายเพียงอย่างเดียว
- บริษัทจะเสียโอกาสในการเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของกลุ่มบริษัท ตลอดจนประโยชน์จากการใช้ทรัพยากรส่วนกลางร่วมกันเพื่อสร้างโอกาสในการขายสินค้าและลดค่าใช้จ่าย
- หาก T.TREA สามารถดำเนินงานได้อย่างที่คาดหวัง บริษัทจะเสียโอกาสในการรับรู้รายได้และ/หรือกำไรเพิ่มขึ้นจากธุรกิจสนามกอล์ฟพื้นที่หลังการทำรายการ
- หากโครงการโรงแรมสามารถดำเนินงานได้อย่างที่คาดหวัง บริษัทจะเสียโอกาสในการรับรู้รายได้และ/หรือกำไรเพิ่มขึ้นจากธุรกิจดังกล่าวในอนาคต

3.3 ข้อดีและข้อด้อยระหว่างการทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันและการทำรายการกับบุคคลภายนอก

จากนโยบายของบริษัทที่มีความประสงค์ที่จะลดการพึ่งพิงธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายเพียงอย่างเดียวและเพิ่มช่องทางการหารายได้ประเภทอื่นๆ โดยเมื่อได้พิจารณาถึงธุรกิจที่จะให้ประโยชน์สูงสุดในเชิงการบริหารจัดการและก่อให้เกิดประโยชน์ร่วมกัน (Synergy) กับธุรกิจปัจจุบันของบริษัท การก้าวเข้าสู่ธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรมนับได้ว่าเป็นช่องทางการลงทุนที่จะช่วยเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้เป็นอย่างดี การซื้อหุ้นสามัญ T.TREA จากบุคคลที่เกี่ยวข้องกันจะทำให้บริษัทได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์ในสนามกอล์ฟและที่ดินโดยรอบ ซึ่งมีศักยภาพในการพัฒนาโครงการโรงแรมเพื่อรองรับกลุ่ม

นักท่องเที่ยวในเมืองพัทยาและกลุ่มลูกค้าจัดงานประชุม/สัมมนา เนื่องจากจังหวัดชลบุรีมีเส้นทางคมนาคมที่สะดวกและอยู่ใกล้กรุงเทพฯ การทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันจะช่วยลดระยะเวลาในการเจรจาและประสานงาน รวมทั้ง บริษัทยังสามารถซื้อหุ้นได้ครบตามจำนวนที่ต้องการในคราวเดียวกัน ด้วยราคาที่มีความสมเหตุสมผลและเงื่อนไขที่เป็นธรรม (รายละเอียดเพิ่มเติมในหัวข้อ 4 เรื่องความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ)

แต่เนื่องจากกลุ่มผู้ถือหุ้น T.TREA เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารของบริษัท ดังนั้น อำนาจการต่อรองราคาและเงื่อนไขในการเข้าทำรายการของบริษัทในฐานะผู้ถือหุ้นในครั้งนี้ อาจจะน้อยกว่าเมื่อเทียบกับการทำรายการกับบุคคลภายนอกด้วยเหตุนี้ ในการพิจารณาเข้าทำรายการดังกล่าว บริษัทจึงได้ดำเนินการตามประกาศรายการที่เกี่ยวข้องกันอย่างเคร่งครัด โดยกรรมการที่มีส่วนได้เสียไม่ได้เข้าร่วมประชุมและออกเสียงลงคะแนนในวาระที่มีการพิจารณาและลงมติอนุมัติการซื้อหุ้นสามัญ T.TREA ในการประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 3/2554 เมื่อวันที่ 13 มิถุนายน 2554 และผู้ถือหุ้นซึ่งมีส่วนได้เสียจะไม่สามารถออกเสียงเพื่อลงมติอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญในครั้งนี้

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ด้วย 3 วิธี คือ i) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 9,901.35 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายเป็นจำนวนเท่ากับ 2,059.01 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 26.26 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย ii) วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 10,073.14 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายเป็นจำนวนเท่ากับ 2,230.80 – 2,959.98 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 28.45 – 37.74 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย และ iii) วิธี Sum-of-the-part เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น ซึ่ง (ต่ำกว่า) – สูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายเป็นจำนวนเท่ากับ (1,317.51) – 1,398.36 บาทต่อหุ้น หรือ (ต่ำกว่า) – สูงกว่าคิดเป็นร้อยละ (16.80) – 17.83 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA เนื่องจากเป็นการแสดงมูลค่าสินทรัพย์ ณ ขณะใดขณะหนึ่งเท่านั้น มูลค่าตามบัญชีดังกล่าวยังมิได้สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นในอนาคต ในขณะที่การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี แม้มูลค่าหุ้นที่ได้ตามวิธีนี้จะสะท้อนราคาตลาดของสินทรัพย์สุทธิของ T.TREA แล้ว แต่เนื่องด้วยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ T.TREA โดย KF และ TA ตามรายละเอียดในรายการที่ 2: การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และที่ดินรอกการพัฒนา หัวข้อ 4.1.2 เรื่องวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า เป็นวิธีที่อาจจะไม่เหมาะสมสำหรับ T.TREA มากนัก

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าวิธี Sum-of-the-part เป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA และยังเป็นวิธีที่ได้ผลลัพธ์ที่สะท้อนมุมมองระมัดระวัง (Conservative approach) มากที่สุดเมื่อเทียบกับอีก 2 วิธีข้างต้น ซึ่งหากผู้ถือหุ้นพิจารณาเทียบกับราคาที่ตกลงซื้อขายจะพบว่า ค่าต่ำสุดของราคาประเมิน (6,524.83 บาทต่อหุ้น) ต่ำกว่าราคาที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 16.80 ในขณะที่ค่าสูงสุดของราคาประเมิน (9,240.70 บาทต่อหุ้น) สูงกว่าราคาที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 17.83 อย่างไรก็ตามราคาซื้อขายหุ้นในครั้งนี้ เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาประเมินด้วยวิธี Sum-of-the-part ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า แม้การเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันอาจมีความเสี่ยงที่อาจจะทำให้อำนาจการต่อรองราคาและเงื่อนไขการเข้าทำรายการของบริษัทถูกจำกัด แต่ราคาที่ตกลงซื้อขายของรายการนี้มีความเหมาะสมตามแนวทางการประเมินมูลค่าของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตามรายละเอียดที่ได้กล่าวข้างต้น และรายละเอียดการประเมินราคาหุ้น T.TREA เพิ่มเติม ซึ่งอยู่ในหัวข้อ 4.1 เรื่องความเหมาะสมของราคา รวมทั้ง เงื่อนไขการเข้าทำรายการก็มีความสมเหตุสมผลตามรายละเอียดการวิเคราะห์ของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ซึ่งอยู่ในหัวข้อ 4.2 เรื่องความเหมาะสมของเงื่อนไขรายการ

อย่างไรก็ดี การทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในครั้งนี้ ยังอาจจะส่งผลทางอ้อมให้มีโอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในอนาคตจากการที่ PCC ซึ่งเป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกัน ยังคงมีที่ดินบริเวณโดยรอบของสนามกอล์ฟ T.TREA ดังนั้น เพื่อขจัดโอกาสที่จะเกิดความเล็งดังกล่าว และรักษาผลประโยชน์ของ SENA ในฐานะบริษัทจดทะเบียน บริษัทจะดำเนินการทำบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมกับ PCC ภายหลังจากที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการในครั้งนี้ เพื่อกำหนดกรอบในการกำหนดราคาซื้อที่ดินจาก PCC ในอนาคต (ถ้ามี) ด้วยราคาที่ไม่สูงกว่าราคาประเมินทรัพย์สินดังกล่าว ณ วันนี้ บวกด้วยภาระต้นทุน (Carrying cost) และราคาที่จะประเมินทรัพย์สินดังกล่าวในอนาคตก่อนเข้าทำรายการ (ตามรายละเอียดในหัวข้อ 3.2.2 เรื่องข้อดีของการทำรายการ)

4. ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการ

4.1 ความเหมาะสมของราคา

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาซื้อขายหุ้นสามัญ T.TREA ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาหุ้น T.TREA ด้วยวิธีการต่างๆ โดยพิจารณาจากข้อมูลที่ได้รับจากบริษัท การสัมภาษณ์ผู้บริหาร และข้อมูลที่เปิดเผยโดยทั่วไป เช่น มติ คณะกรรมการบริษัท แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ข้อมูลอุตสาหกรรม เป็นต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้น T.TREA โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวเป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วน และถูกต้อง รวมทั้งเป็นการพิจารณาจากสภาวะแวดล้อม ณ ปัจจุบันในขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากข้อมูลข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัท และ/หรือ T.TREA การพิจารณาความเหมาะสมของราคาหุ้น T.TREA และการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA โดยวิธีการดังนี้

4.1.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)

4.1.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)

4.1.3 วิธี Sum-of-the-part

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น T.TREA ด้วยวิธีเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด (Market comparable approach) เนื่องจากในตลาดหลักทรัพย์มีบริษัทจดทะเบียนเพียงรายเดียวซึ่งดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นหลัก เช่นเดียวกับการประกอบธุรกิจของ T.TREA ซึ่งได้แก่ บริษัท เทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน) (“CSR”) ผู้ให้บริการสนามกอล์ฟพาวธานี อีกทั้ง ราคาหุ้น CSR ในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น เนื่องจาก CSR มีปริมาณการซื้อขายหุ้นที่ค่อนข้างน้อย โดยในปี 2553 จำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้น CSR มีเพียง 93 วัน จากวันทำการทั้งหมด 242 วัน หรือคิดเป็นจำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้นเท่ากับร้อยละ 38.43 ของวันทำการทั้งหมด และในช่วงตั้งแต่ต้นปีจนถึงสิ้นเดือนเมษายน ปี 2554 จำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้น CSR มีเพียง 30 วัน จากวันทำการทั้งหมด 79 วัน หรือคิดเป็นจำนวนวันที่มีการซื้อขายหุ้นเท่ากับร้อยละ 37.97 ของวันทำการทั้งหมดเท่านั้น ดังนั้น การประเมินราคาหุ้น T.TREA โดยการอ้างอิงกับอัตราส่วนต่างๆ ของ CSR เพียงบริษัทเดียว เช่น อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to earning ratio) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to book value ratio) จึงไม่มีความเหมาะสม

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินราคาหุ้น T.TREA ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model approach) เนื่องจากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะนำมาประยุกต์ใช้กับบริษัทที่มีกำไรสุทธิและมีการจ่ายเงินปันผลที่ค่อนข้างแน่นอน อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่ผ่านมา T.TREA มิได้มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่ประการใด ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลไม่สมควรนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA

อนึ่ง เนื่องจากการชำระราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย 590.00 ล้านบาท สำหรับหุ้นสามัญ T.TREA จำนวน 66,498 หุ้น จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น บริษัทจะชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด 100.00 ล้านบาท และส่วนที่เหลือ 490.00 ล้านบาท บริษัทจะชำระโดยตั๋วสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าว) โดยธนาคาร โดยมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ซึ่งบริษัทคาดว่าจะมีค่าธรรมเนียมธนาคารที่เกี่ยวข้องประมาณอัตราร้อยละ 0.75 ของยอดเงินอ่าวต่อปี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ควรมีการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของราคาซื้อขายดังกล่าวด้วยอัตราคิดลด (Discount rate) ที่เหมาะสม เพื่อให้สามารถนำราคาซื้อขายดังกล่าวมาเปรียบเทียบกับราคาประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ด้วยวิธีตามข้อ 4.1.1 – 4.1.3 ได้บนพื้นฐานเดียวกัน ดังนั้น การคำนวณมูลค่าปัจจุบันของราคาซื้อขายหุ้น T.TREA มีรายละเอียดดังนี้

หน่วย: ลบ.	1 ก.ย. 54 ¹⁾	31 ธ.ค. 54	31 ธ.ค. 55	31 ธ.ค. 56
การชำระค่าหุ้น	100.00	0.00	0.00	490.00

หน่วย: ลบ.	1 ก.ย. 54 ¹	31 ธ.ค. 54	31 ธ.ค. 55	31 ส.ค. 56
ค่าธรรมเนียมธนาคาร ²	7.35	0.00	0.00	0.00
รวมกระแสเงินสดที่ SENA จ่ายออก	107.35	0.00	0.00	490.00
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ³ ณ อัตราคิดลด 6.875% ⁴	521.50			
จำนวนหุ้นสามัญ T.TREA ⁵ (หุ้น)	66,498			
ราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย (บาทต่อหุ้น)	7,842.34			

หมายเหตุ: /1 สมมติฐานให้บริษัทเข้าทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นและชำระค่าหุ้นส่วนที่ 1 ในวันที่ 1 ก.ย. 54

/2 ค่าธรรมเนียมธนาคาร = 0.75% * 490.00 ล้านบาท * 2 ปี = 7.35 ลบ.

/3 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณมูลค่าปัจจุบันของราคาซื้อขายโดยการคิดลด (Discount) กลับมาเป็นมูลค่า ณ วันที่ 31 มี.ค. 54 เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกับราคาประเมินตามวิธี 4.1.1 – 4.1.3 บนพื้นฐานวันที่เดียวกัน

/4 อัตราคิดลด 6.875% อ้างอิงจากอัตราเฉลี่ย MLR ของ BBL, KTB, KBANK และ SCB ณ วันที่ 13 มิ.ย. 54 ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการบริษัทของ SENA มีมติอนุมัติให้เข้าทำรายการ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้อัตรา MLR ในการคิดลดกระแสเงินสด โดยมีสมมติฐานว่า หากบริษัทต้องชำระค่าหุ้นให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ณ Day 1 บริษัทอาจมีความจำเป็นต้องขอสนับสนุนวงเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยที่บริษัทได้รับอยู่ที่ระหว่าง MLR – 2% ถึง MLR ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การใช้เงิน ประเภทสินเชื่อ และระยะเวลาการชำระเงินต้น ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงใช้อัตรา MLR ในการคิดลดเพื่อสะท้อนมุมมองระมัดระวัง (Conservative approach)

/5 จำนวนหุ้นของ T.TREA หลังการเพิ่มทุน ที่ SENA ตกลงจะรับซื้อจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA

4.1.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)

วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิงกับมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของ T.TREA ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าการเงินที่จัดทำขึ้นเป็นไปตามหลักมาตรฐานการบัญชีทั่วไป จึงมีความน่าเชื่อถือและสามารถนำมาใช้อ้างอิงได้ อย่างไรก็ตาม วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีอาจไม่สะท้อนราคาที่แท้จริงของหุ้น เนื่องจากไม่ได้มีการคำนึงถึงราคาตลาดของสินทรัพย์ถาวร เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ตลอดจนความสามารถในการทำกำไรและสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคต

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาหุ้น T.TREA โดยอ้างอิงจากงบการเงินสิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 ซึ่งเป็นงบการเงินล่าสุดของ T.TREA ที่ผ่านการสอบทานโดยผู้สอบบัญชีจากบริษัท กรินทร์ ออดิท จำกัด ซึ่งเป็นผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น T.TREA จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนอีก 265.00 ล้านบาท (จำนวนหุ้นเพิ่มทุน 26,500 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท) ก่อนที่ SENA จะรับซื้อหุ้น ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA โดยมีรายละเอียดดังนี้

รายการ	หน่วย	มูลค่า
ทุนที่ออกและเรียกชำระแล้ว ณ 31 มี.ค. 54 (ตามงบการเงิน)	ล้านบาท	400.00
กำไรสะสม ณ 31 มี.ค. 54 (ตามงบการเงิน)	ล้านบาท	(6.56)
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น ณ 31 มี.ค. 54 (ตามงบการเงิน)	ล้านบาท	393.44
บวก ค่าหุ้นเพิ่มทุน ตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น	ล้านบาท	265.00
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น (หลังปรับปรุง)	ล้านบาท	658.44
จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว ณ 31 มี.ค. 54	หุ้น	40,000
บวก จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุน	หุ้น	26,500
รวมจำนวนหุ้น	หุ้น	66,500
มูลค่าหุ้น	บาทต่อหุ้น	9,901.35

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 9,901.35 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 2,059.01 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 26.26 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย

4.1.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)

วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีเป็นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยนำมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินในงบการเงินของ T.TREA มาปรับปรุงเพื่อให้สะท้อนราคาตลาดในปัจจุบันของสินทรัพย์หรือหนี้สินนั้นๆ ดังนั้น การประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีนี้จะสะท้อนมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของ T.TREA ที่เป็นปัจจุบันมากกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินราคาหุ้น T.TREA ตามวิธีนี้โดยการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งปรากฏตามงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 ซึ่งได้รับการสอบทานโดยผู้สอบบัญชี ด้วยรายการที่มีผลกระทบทำให้มูลค่าตามบัญชีสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงมากขึ้น เช่น การปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรเพื่อให้สะท้อนราคาตลาด โดยมีรายละเอียดการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี ดังนี้

รายการที่ 1: การเพิ่มทุนจดทะเบียนของ T.TREA

ตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นระหว่างกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และบริษัท T.TREA จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนจดทะเบียนอีกจำนวน 26,500 หุ้น ด้วยมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10,000.00 บาท ก่อนที่ SENA จะรับซื้อหุ้นจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA และ T.TREA จะต้องนำเงินเพิ่มทุนจำนวน 265.00 ล้านบาท ไปชำระหนี้หุ้นกู้สถาบันการเงินซึ่ง T.TREA มีอยู่ตามงบการเงิน ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 ดังนั้น ก่อนเข้าทำรายการกับบริษัท T.TREA จะมีหนี้สินลดลงในขณะที่ยอดของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นเท่ากับจำนวน 265.00 ล้านบาท

รายการที่ 2: การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และที่ดินรอการพัฒนา

บริษัทได้ว่าจ้างให้บริษัท ไนท์แฟรงค์ ชาร์เตอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (“KF”) และบริษัท ที.เอ. มาเนจเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น (1999) จำกัด (“TA”) ซึ่งเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย (“TVA”) และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย (“VAT”) เพื่อทำการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ T.TREA ภายในโครงการพัฒนาคันทรืคัลบ์ แอนด์ รีสอร์ท ตั้งอยู่ถนนสายชะเงว่-เสด็จ (ทางหลวงหมายเลข 331) ตำบลเขาไม้แก้ว อำเภอบางละมุง จังหวัดชลบุรี เนื้อที่รวม 758-0-12.5 ไร่

ก) การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยบริษัท ไนท์แฟรงค์ ชาร์เตอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (“KF”)

จากรายงานของ KF ลงวันที่ 14 มีนาคม 2554 เพื่อประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ T.TREA เพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ ณ วันที่ 24 กุมภาพันธ์ 2554 KF ได้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ T.TREA โดยจำแนกทรัพย์สินออกเป็น 2 กลุ่ม ตามลักษณะที่ตั้งและการใช้ประโยชน์ และ KF ใช้วิธีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่แตกต่างกันตามประเภทและลักษณะการใช้ประโยชน์ของทรัพย์สินแต่ละกลุ่ม โดยสรุปได้ดังนี้

ทรัพย์สิน	รายละเอียด	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1			
ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ	ที่ดินพร้อมอาคารสิ่งปลูกสร้างและส่วนควบต่างๆ	วิธีรายได้ (Income method) ¹⁾	429.00

ทรัพย์สิน	รายละเอียด	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ	เนื้อที่ขายโครงการ ซึ่งประกอบด้วยที่ดินว่างเปล่าและที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง	วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method)	61.30
ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ	ที่ดินแปลงใหญ่หรือการพัฒนาในอนาคต ตั้งอยู่ตรงข้ามคลับเฮ้าส์	วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Comparative method)	60.40
รวมทรัพย์สินกลุ่มที่ 1			550.70
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 2	ที่ดินถือกรรมสิทธิ์ครอบครองร่วม ² ซึ่งเป็นสนามไดร์ฟกอล์ฟด้านหน้าโครงการ	วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Comparative method)	55.70 ³
รวมทรัพย์สินทั้งหมด			606.40

หมายเหตุ: /1 นอกเหนือจากวิธีรายได้ KF ยังได้ประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ด้วยวิธีต้นทุน (Cost method) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบและตรวจสอบผลการประเมินเท่านั้น ซึ่งมูลค่าทรัพย์สินที่ประเมินได้เท่ากับ 491.00 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ความเห็นสุดท้ายของ KF ในการประเมินราคาสินทรัพย์ดังกล่าว อ้างอิงจากวิธีรายได้

/2 ที่ดินดังกล่าวมีกรรมสิทธิ์ครอบครองรวมทั้งหมด 60,887 ส่วน แบ่งออกเป็น กรรมสิทธิ์ของ T.TREA 30,261 ส่วน และกรรมสิทธิ์ของบุคคลอื่นซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกันกับ SENA รวมจำนวน 30,626 ส่วน

/3 มูลค่าเฉพาะส่วนที่เป็นกรรมสิทธิ์ของ T.TREA

KF ได้ประเมินการใช้ประโยชน์สูงสุดของที่ดินและมีความเห็นว่า ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ และทรัพย์สินกลุ่มที่ 2: สนามไดร์ฟกอล์ฟ มีการใช้ประโยชน์ที่ดินเพื่อการสันนาการ (ประเภทสนามกอล์ฟ) ตามสภาพปัจจุบัน ส่วนทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ ควรพัฒนาใช้ประโยชน์ที่ดินเพื่อการอยู่อาศัยตามสภาพปัจจุบัน

ก.1) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ โดย KF

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ประกอบด้วย ที่ดินเนื้อที่รวม 552-3-37 ไร่ พร้อมด้วยอาคารปลูกสร้างและส่วนควบต่างๆ รวมถึงเครื่องมือ เครื่องจักรและอุปกรณ์ เพื่อใช้ในการดำเนินโครงการสนามกอล์ฟ พัทธยา คันทรี่ คลับ แอนด์ รีสอร์ท ขนาด 18 หลุม KF เลือกใช้วิธีรายได้ (Income method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินดังกล่าว ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟที่ KF ประเมินได้เท่ากับ 429.00 ล้านบาท โดยสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณการระยะเวลา 10 ปี สรุปได้ดังนี้

รายการ	สมมติฐาน
จำนวนนักกอล์ฟ	- จำแนกนักกอล์ฟออกเป็น 4 ประเภท ได้แก่ สมาชิก แขกของสมาชิก ลูกค้าทั่วไป และลูกค้ากลุ่มอื่นๆ (เช่น ทัวร์) โดยประมาณการให้ในปีที่ 1 มีจำนวนนักกอล์ฟรวม 35,005 คน และเพิ่มขึ้นจนกระทั่งในปีที่ 7 มีจำนวนนักกอล์ฟรวม 58,555 คน และคงที่จนกระทั่งปีที่ 10
ค่าบริการสนาม (Green fee)	- ค่าบริการสนามจะขึ้นอยู่กับประเภทนักกอล์ฟและช่วงเวลาที่ใช้บริการ โดยสมาชิกสามารถใช้บริการได้ฟรีทุกวัน ในขณะที่นักกอล์ฟประเภทอื่นเสียค่าบริการ 670 – 1,000 บาทในวันธรรมดา และ 1,150 – 1,700 บาทในวันหยุด

รายการ	สมมติฐาน
รายได้จากการขายสมาชิก	- ค่าสมาชิกขึ้นอยู่กับประเภทสมาชิกที่มีคร เช่น สมาชิกรายปีวันธรรมดา สมาชิกรายปีวันหยุด สมาชิกแบบ 3 เดือน เป็นต้น โดยประมาณการให้ในปีที่ 1 มีจำนวนสมาชิกที่ขายได้รวม 730 ราย และเพิ่มขึ้นจนกระทั่งในปีที่ 5 มีจำนวนสมาชิกที่ขายได้รวม 1,539 ราย และคงที่จนกระทั่งปีที่ 10 และประมาณการค่าสมาชิกเท่ากับ 100 – 100,000 บาทต่อคน ขึ้นอยู่กับประเภทสมาชิก - ประมาณการอัตรากำไรจากการขายสมาชิกเท่ากับร้อยละ 79 (หลังหักค่าใช้จ่ายทางการตลาดและค่าบริหารจัดการที่เกี่ยวข้อง)
รายได้สนามกอล์ฟ (ยกเว้นรายได้จากการขายสมาชิก)	- ประมาณการอัตรากำไรจากการดำเนินงานเท่ากับร้อยละ 26 – 35
Terminal value	- สมมติฐานว่าทรัพย์สินจะขายออกไปในปลายปีที่ 10 ด้วยอัตราผลตอบแทนร้อยละ 12 โดยคำนวณจากกระแสเงินสดรับสุทธิในปีที่ 11 แล้วหักด้วยค่าใช้จ่ายในการขายทรัพย์สินที่เกี่ยวข้องในอัตราร้อยละ 3.5
อัตราคิดลด	- อัตราร้อยละ 12

ก.2) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ โดย KF

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ คิดเป็นเนื้อที่รวม 15-0-77.6 ไร่ สำหรับพัฒนาโครงการบ้านพักตากอากาศเพื่อขายในสนามกอล์ฟ โดยแบ่งเป็นที่ดินว่างเปล่าแปลงย่อยติดสนามกอล์ฟจำนวน 9 แปลง ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวจำนวน 10 แปลง และที่ดินซึ่งได้ดำเนินการก่อสร้างถึงสวนคานคอดินจำนวน 1 แปลง อนึ่ง สภาพอาคารส่วนใหญ่ค่อนข้างเก่า และปัจจุบันไม่มีการก่อสร้างอาคารหลังใหม่ KF เลือกใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ กล่าวคือ KF ประมาณการรายได้จากการขายโครงการและต้นทุนค่าพัฒนาที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการที่ KF ประเมินได้มีมูลค่าเท่ากับ 61.30 ล้านบาท โดยสมมติฐานที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

รายการ	สมมติฐาน
รายได้โครงการ	- ที่ดินติดถนนหลักภายในโครงการ มีราคาขาย 12,000 บาทต่อตารางวา - ที่ดินเพิ่ม-ลดในโครงการ มีราคาขาย 9,500 บาทต่อตารางวา - ที่ดินติดถนนซอย มีราคาขาย 8,000 บาทต่อตารางวา - ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอร์รี่ 2 มีราคาขาย 2.44 ล้านบาทต่อหลัง - ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอร์รี่ 4 มีราคาขาย 2.56 ล้านบาทต่อหลัง
ต้นทุนค่าพัฒนา	- ประมาณการต้นทุนค่าก่อสร้างบ้านเดี่ยวแบบกรีนเนอร์รี่ 2 และ 4 เท่ากับ 0.78 ล้านบาทต่อหลัง และ 0.90 ล้านบาทต่อหลัง ตามลำดับ - บ้านเดี่ยว 10 หลัง มีความคืบหน้าการก่อสร้างอาคารเฉลี่ยร้อยละ 89 (ดังนั้น ค่าก่อสร้างอาคารส่วนที่เหลือเท่ากับร้อยละ 11 ของต้นทุนค่าก่อสร้างทั้งหมด)
ค่าใช้จ่ายอื่น	- ประมาณการค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น ค่าบริหารจัดการโครงการร้อยละ 1.5 ของรายได้รวม ค่าใช้จ่ายในการขายร้อยละ 3.5 ของรายได้รวม ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะร้อยละ 3.3 ของรายได้รวม เป็นต้น
กำไรและค่าความเสี่ยงสำหรับผู้ลงทุน	- ประมาณการที่อัตราร้อยละ 12 ของรายได้รวม

ก.3) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ โดย KF

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ คือ ที่ดินซึ่งตั้งอยู่ตรงข้ามคลับเฮาส์ปัจจุบัน คิดเป็นเนื้อที่ประมาณ 37-3-10.9 ไร่ โดยสภาพที่ดินมีการปรับถมแล้ว KF เลือกใช้วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Comparative method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ โดย KF ให้ความเห็นว่า ที่ดินติดถนนทางหลวงหมายเลข 331 ขนาด 100 – 355 ไร่ มีราคาเสนอขายอยู่ที่ 0.65 – 1.00 ล้านบาทต่อไร่ ที่ดินในโครงการ เฟส 1 ติดถนนหลักและถนนซอย มีราคาประมาณ 4.00 ล้านบาทต่อไร่ และ 3.20 ล้านบาทต่อไร่ ตามลำดับ สำหรับทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3 ซึ่งได้รับการปรับถมแล้ว มีเนื้อที่ขนาดกลาง-เล็ก ตั้งอยู่ใกล้คลับเฮาส์ และมีวิวสวนามกอล์ฟ KF จึงมีความเห็นว่า ราคาที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วงประมาณ 1.60 ล้านบาทต่อไร่ (หรือ 4,000 บาทต่อตารางวา) ซึ่ง KF ประเมินว่าเป็นราคาที่สามารนำไปพัฒนาต่อได้ ดังนั้น มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการที่ KF ประเมินได้ จึงมีมูลค่าเท่ากับ 60.40 ล้านบาท

ก.4) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 โดย KF

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 เป็นที่ดินถือกรรมสิทธิ์ครอบครองร่วมซึ่งไม่รวมอยู่ในทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ข้างต้น โดยมีเนื้อที่รวม 152-0-87 ไร่ ซึ่งปัจจุบันเป็นพื้นที่สนามเฮอร์ฟอล์ฟด้านหน้าโครงการ โรงซ่อมบำรุง สำนักงาน และบ้านพักพนักงาน อนึ่ง KF ประเมินว่าที่ดินส่วนนี้ประกอบด้วย i) ที่ดินซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 134-0-47 ไร่ และ ii) ที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 18-0-40 ไร่ โดย KF เลือกใช้วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Comparative method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ KF ให้ความเห็นว่า ที่ดินติดถนนทางหลวงหมายเลข 331 ขนาด 100 – 355 ไร่ มีราคาเสนอขายอยู่ที่ 0.65 – 1.00 ล้านบาทต่อไร่ สำหรับทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 ซึ่งมีเนื้อที่ขนาดกลาง-ใหญ่ KF จึงมีความเห็นว่า สำหรับที่ดินซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูง ราคาที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วงประมาณ 0.80 ล้านบาทต่อไร่ (หรือ 2,000 บาทต่อตารางวา) และสำหรับที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูง ราคาที่เหมาะสมควรอยู่ในช่วงประมาณ 0.24 ล้านบาทต่อไร่ (หรือ 600 บาทต่อตารางวา) โดยเป็นส่วนลดประมาณร้อยละ 30 ของมูลค่าที่ดินปกติ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 ที่ KF ประเมินได้มีมูลค่ารวม 112.00 ล้านบาท โดยถือเป็นกรรมสิทธิ์ของ T.TREA คิดเป็นมูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) เท่ากับ 55.70 ล้านบาท ดังนี้

เจ้าของกรรมสิทธิ์	กรรมสิทธิ์ที่ครอบครอง (ส่วน)	มูลค่ายุติธรรมทรัพย์สิน (ลบ.)
1. T.TREA	30,261	55.66
2. บุคคลอื่นซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกันกับ SENA	30,626	56.34
รวม	60,887	112.00

ข) การประเมินมูลค่าทรัพย์สินโดยบริษัท ที.เอ. มาเนจเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น (1999) จำกัด (“TA”)

จากรายงานของ TA ลงวันที่ 16 มิถุนายน 2554 เพื่อประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของ T.TREA เพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ ณ วันที่ 22 กุมภาพันธ์ 2554 TA ได้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ T.TREA โดยจำแนกทรัพย์สินออกเป็น 2 กลุ่ม ในลักษณะเดียวกันกับ KF ข้างต้น ทั้งนี้ TA ใช้วิธีการประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่แตกต่างกันตามประเภทและลักษณะการใช้ประโยชน์ของทรัพย์สินแต่ละกลุ่ม โดยสรุปได้ดังนี้

ทรัพย์สิน	รายละเอียด	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1			
ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ	ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง	วิธีต้นทุน (Cost method) ¹	471.99
ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ	เนื้อที่ขายโครงการ ซึ่งประกอบด้วยที่ดินว่างเปล่าและที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง	วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method)	40.62

ทรัพย์สิน	รายละเอียด	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ	ที่ดินแปลงใหญ่รอการพัฒนาในอนาคต ตั้งอยู่ตรงข้ามคลับเฮาส์	วิธีเปรียบเทียบตลาด (Market method)	75.55
รวมทรัพย์สินกลุ่มที่ 1			588.16
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 2	ที่ดินถือกรรมสิทธิ์ครอบครองร่วม ² ซึ่งเป็นสนามไดร์ฟกอล์ฟด้านหน้าโครงการ	วิธีต้นทุน (Cost method)	66.73 ³
รวมทรัพย์สินทั้งหมด			654.89

หมายเหตุ: /1 นอกเหนือจากวิธีต้นทุน TA ยังได้ประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ด้วยวิธีรายได้ (Income method) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสอบทานผลการประเมินเท่านั้น ซึ่งมูลค่าทรัพย์สินที่ประเมินได้เท่ากับ 380.53 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ความเห็นสุดท้ายของ TA ในการประเมินราคาสินทรัพย์ดังกล่าว อ้างอิงจากวิธีต้นทุน

/2 ที่ดินดังกล่าวมีกรรมสิทธิ์ครอบครองรวมทั้งหมด 60,887 ส่วน แบ่งออกเป็น กรรมสิทธิ์ของ T.TREA 30,261 ส่วน และกรรมสิทธิ์ของบุคคลอื่นซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกันกับ SENA รวมจำนวน 30,626 ส่วน

/3 มูลค่าเฉพาะส่วนที่เป็นกรรมสิทธิ์ของ T.TREA

TA ได้ประเมินการใช้ประโยชน์สูงสุดของทรัพย์สินและมีความเห็นว่า การใช้ประโยชน์ในที่ดินที่มีความเหมาะสม และให้ประโยชน์สูงสุดและดีที่สุดของทรัพย์สิน คือ ตามสภาพที่เป็นอยู่ ปัจจุบันทรัพย์สินพัฒนาเป็นโครงการสนามกอล์ฟและที่อยู่อาศัยเชิงพาณิชย์กรรม TA มีความเห็นว่า หากทรัพย์สินสามารถพัฒนาต่อจนแล้วเสร็จสมบูรณ์ จะถือได้ว่าการใช้ประโยชน์สูงสุดและดีที่สุด

ข.1) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ โดย TA

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ประกอบด้วย ที่ดินเนื้อที่รวม 552-3-37 ไร่ พร้อมสิ่งปลูกสร้างต่างๆ เพื่อใช้ในการดำเนินโครงการสนามกอล์ฟ อนึ่ง TA ประเมินว่า ที่ดินส่วนนี้ประกอบด้วย i) ที่ดินซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 512-3-89 ไร่ และ ii) ที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 39-3-48 ไร่ โดย TA เลือกใช้วิธีต้นทุน (Cost method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1	รายละเอียดการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ที่ดินสนามกอล์ฟ ซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 512-3-89 ไร่	<ul style="list-style-type: none"> - พิจารณาข้อมูลการเสนอขายที่ดินในบริเวณใกล้เคียงกัน พบว่า มีราคาเสนอขายที่ดินอยู่ในช่วง 1,000 – 2,215 บาทต่อตารางวา แต่ราคาดังกล่าวเป็นเพียงราคาเสนอขายซึ่งยังไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้นจริง ซึ่งโดยเฉลี่ยอัตราการต่อรองราคาโดยผู้ซื้อจะอยู่ที่ร้อยละ 5 – 10 ของราคาเสนอขาย - TA ได้ปรับปรุงข้อมูลราคาตลาดข้างต้นด้วยการให้คะแนนที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบด้วยปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง การคมนาคม สภาพคล่อง เป็นต้น ตามวิธี Weighted Quality Score (WQS) และได้มาซึ่งราคาที่เหมาะสมสำหรับทรัพย์สินนี้เท่ากับ 1,300 บาทต่อตารางวา 	266.75
ที่ดินสนามกอล์ฟ ซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 39-3-48 ไร่	<ul style="list-style-type: none"> - TA ประเมินราคาที่เหมาะสมสำหรับทรัพย์สินนี้ เป็นส่วนลดในอัตราร้อยละ 30 จากที่ดินสนามกอล์ฟ ซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูง - ราคาประเมินสำหรับทรัพย์สินนี้ จึงเท่ากับ 390 บาทต่อตารางวา 	6.22

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1	รายละเอียดการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ค่าพัฒนาสนามกอล์ฟ 18 หลุม	- TA กำหนดค่าก่อสร้างสนามกอล์ฟ พร้อมระบบสุขาภิบาลและอุปกรณ์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับสนามกอล์ฟ เช่น ท่อระบายน้ำ สปริงเกอร์ ทรัย หญ้า เป็นต้น ที่ราคาเฉลี่ยหลุมละ 10 ล้านบาท	180.00
สิ่งปลูกสร้าง	- TA ประเมินมูลค่าโดยคิดแบบแยกส่วน กล่าวคือ TA ประเมินราคาทดแทนใหม่ (Replacement cost new) ของสินทรัพย์แต่ละรายการ และหักค่าเสื่อมราคาด้วยวิธีเส้นตรงตามคาดการณ์อายุการใช้งาน	19.02
รวม		471.99

ทั้งนี้ ที่ดินในบริเวณใกล้เคียงกันซึ่ง TA ได้นำมาเปรียบเทียบกับที่ดินสนามกอล์ฟ เป็นที่ดินเปล่าซึ่งยังไม่ได้พัฒนาเป็นสนามกอล์ฟ เนื่องจาก TA มีมุมมองว่า ราคาตลาดดังกล่าวจะสะท้อนต้นทุนค่าที่ดินที่เหมาะสมก่อนการพัฒนา ในขณะที่การพัฒนาสนามกอล์ฟจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นตามค่าพัฒนาสนามกอล์ฟ 18 หลุม ซึ่ง TA ได้ประเมินไว้ข้างต้นที่ 180.00 ล้านบาท และค่าสิ่งปลูกสร้างอีก 19.02 ล้านบาท ทั้งนี้ ที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบสรุปได้ดังนี้

รายละเอียด	ที่ดินสนามกอล์ฟ	ข้อมูลที่ 1	ข้อมูลที่ 2	ข้อมูลที่ 3
ลักษณะทรัพย์สินที่ตั้ง	ที่ดินสนามกอล์ฟ ถนนเมนโครงการ แยกจากถนนสายจะเข้-เทรา-สัตหีบ (ทล. 331) กม. ที่ 107+200	ที่ดินว่างเปล่า ติดถนนสายจะเข้-เทรา-สัตหีบ (ทล. 331) กม. ที่ 108	ที่ดินว่างเปล่า ซอยไม่มีชื่อ แยกจากถนนสายจะเข้-เทรา-สัตหีบ (ทล. 331) ประมาณ 850 เมตร	ที่ดินว่างเปล่า ซอยไม่มีชื่อ ถนนสายบางละมุง-ระยอง (ทล. 36)
เนื้อที่ดิน	552-3-37 ไร่ หรือ 221,137 ตารางวา	27-0-00 ไร่ หรือ 10,800 ตารางวา	ที่ดินแบ่งขาย 16-0-00 ไร่ หรือ 6,400 ตารางวา	40-0-00 ไร่ หรือ 16,000 ตารางวา
รูปแปลงที่ดิน	หลายเหลี่ยม	หลายเหลี่ยม	หลายเหลี่ยม	หลายเหลี่ยม
ระดับดิน	สภาพที่ดินถูกพัฒนาเป็นสนามกอล์ฟ ระดับดินสูงต่ำตามสภาพสนาม	ยังไม่ได้รับการพัฒนาปรับปรุงถมดิน ระดับดินสูงต่ำตามภูมิประเทศ (มีสภาพเป็นบ่อ 1 ไร่)	ยังไม่ได้รับการพัฒนาปรับปรุงถมดิน ระดับดินสูงต่ำตามภูมิประเทศ (ปลูกต้นมัน)	ยังไม่ได้รับการพัฒนาปรับปรุงถมดิน ระดับดินต่ำกว่าถนนประมาณ 2 เมตร
จำนวนด้านติดถนน	-	1 ด้าน	1 ด้าน	1 ด้าน
ราคา	-	0.85 ลบ. ต่อไร่ หรือ 2,125 บาทต่อตร.ว.	0.60 ลบ. ต่อไร่ หรือ 1,500 บาทต่อตร.ว.	0.40 ลบ. ต่อไร่ หรือ 1,000 บาทต่อตร.ว.
ความเห็น TA		<ul style="list-style-type: none"> - ข้อมูลที่ 1 – 3 เติมน่ากว่าทรัพย์สิน T.TREA ในด้านสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือเพราะเป็นที่ดินแปลงเล็กกว่า - ทรัพย์สิน T.TREA เติมน่ากว่าในด้านทำเลที่ตั้ง การคมนาคม สภาพภายในแปลงที่ดิน สาธารณูปโภค และแนวโน้มความเจริญ - ปัจจัยที่มีความใกล้เคียงกัน คือ รูปร่าง และการใช้ประโยชน์ - โดยรวมเห็นว่า ข้อมูลที่ 1 และ 2 ควรมีราคาสูงกว่าทรัพย์สิน T.TREA ในขณะที่ข้อมูลที่ 3 ควรมีราคาต่ำกว่าทรัพย์สิน T.TREA 		

ข.2) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ โดย TA

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ คิดเป็นเนื้อที่รวม 15-0-77.6 ไร่ สำหรับพัฒนาโครงการบ้านพักตากอากาศเพื่อขายในสนามกอล์ฟ โดยแบ่งเป็นที่ดินว่างเปล่าแปลงย่อยติดสนามกอล์ฟจำนวน 9 แปลง ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอร์รี่ 2 จำนวน 8 แปลง และที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอร์รี่ 4 จำนวน 3 แปลง

อนึ่ง สภาพอาคารส่วนใหญ่ค่อนข้างเก่า และปัจจุบันไม่มีการก่อสร้างอาคารหลังใหม่ TA เลือกใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ กล่าวคือ TA ประมาณการรายได้จากการขายโครงการและต้นทุนค่าพัฒนาที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการที่ TA ประเมินได้มีมูลค่าเท่ากับ 40.62 ล้านบาท โดยสมมติฐานที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

รายการ	สมมติฐาน
รายได้โครงการ	-ที่ดินติดถนนหลักภายในโครงการ มีราคาขาย 11,000 บาทต่อตารางวา -ที่ดินเพิ่ม-ลดในโครงการกรณีมีบ้าน มีราคาขาย 10,000 บาทต่อตารางวา -ที่ดินติดถนนซอย 8,500 บาทต่อตารางวา -ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอรี่ 2 มีราคาขาย 2.37 ล้านบาทต่อหลัง -ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างบ้านเดี่ยวชั้นเดียวแบบกรีนเนอรี่ 4 มีราคาขาย 2.50 ล้านบาทต่อหลัง
ต้นทุนค่าพัฒนา	-ประมาณการต้นทุนค่าก่อสร้างบ้านเดี่ยวแบบกรีนเนอรี่ 2 และ 4 เท่ากับ 0.74 ล้านบาทต่อหลัง และ 0.85 ล้านบาทต่อหลัง ตามลำดับ -บ้านเดี่ยว 11 หลัง มีความคืบหน้าการก่อสร้างอาคารเฉลี่ยร้อยละ 56 (ดังนั้น ค่าก่อสร้างอาคารส่วนที่เหลือเท่ากับร้อยละ 44 ของต้นทุนค่าก่อสร้างทั้งหมด)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-ประมาณการค่าใช้จ่ายอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่น ค่าบริหารจัดการโครงการร้อยละ 2.5 ของรายได้ ค่าใช้จ่ายในการขายร้อยละ 3.0 ของรายได้ ค่าโฆษณาร้อยละ 1.0 ของรายได้ ค่าภาษีธุรกิจเฉพาะร้อยละ 3.3 ของรายได้ เป็นต้น
กำไรสำหรับผู้ลงทุน	-ประมาณการที่อัตราร้อยละ 25 ของรายได้

ข.3) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ โดย TA

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ คือ ที่ดินว่างเปล่าที่ได้รับการปรับปรุงแล้ว ซึ่งตั้งอยู่ตรงข้ามคลับเฮาส์ปัจจุบัน คิดเป็นเนื้อที่ประมาณ 37-3-10.9 ไร่ TA เลือกใช้วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Market method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ โดย TA พิจารณาข้อมูลการเสนอขายที่ดินเพิ่ม-ลดในโครงการบริเวณใกล้เคียงกัน พบว่า มีราคาเสนอขายอยู่ในช่วง 12,000 – 20,000 บาทต่อตารางวา แต่ราคาดังกล่าวเป็นเพียงราคาเสนอขายซึ่งยังไม่ได้มีการซื้อขายเกิดขึ้นจริง ซึ่งโดยเฉลี่ยอัตราการต่อรองราคาโดยผู้ซื้อจะอยู่ที่ร้อยละ 5 – 10 ของราคาเสนอขาย TA ได้ปรับปรุงข้อมูลราคาตลาดข้างต้นด้วยการให้คะแนนที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบกับปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้งโครงการ การคมนาคม แนวโน้มความเจริญ สภาพคล่องการซื้อขาย เป็นต้น ตามวิธี Weighted Quality Score (WQS) และได้มาซึ่งราคาที่เหมาะสมสำหรับทรัพย์สินนี้เท่ากับ 5,000 บาทต่อตารางวา ดังนั้น มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการที่ TA ประเมินได้ จึงมีมูลค่าเท่ากับ 75.55 ล้านบาท

ข.4) การประเมินทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 โดย TA

ทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 เป็นที่ดินถือกรรมสิทธิ์ครอบครองรวมซึ่งไม่รวมอยู่ในทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ข้างต้น โดยมีเนื้อที่รวม 152-0-87 ไร่ ซึ่งปัจจุบันเป็นพื้นที่สนามโดร์ฟกอล์ฟด้านหน้าโครงการ โรงซ่อมบำรุง อาคารโกดังพร้อมสำนักงาน อาคารสหกรณ์ บ้านพักพนักงาน ชุมประตู่ทางเข้า ชุมร้านอาหาร และชุมขายของ ทั้งนี้ TA ประเมินว่า ที่ดินส่วนนี้ประกอบด้วย i) ที่ดินซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 134-0-47 ไร่ และ ii) ที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงประมาณ 18-0-40 ไร่ โดย TA เลือกใช้วิธีต้นทุน (Cost method) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้

TA พิจารณาข้อมูลการเสนอขายที่ดินในบริเวณใกล้เคียงกัน พบว่า มีราคาเสนอขายอยู่ในช่วง 2,125 – 5,500 บาทต่อตารางวา แต่ราคาดังกล่าวเป็นเพียงราคาเสนอขายซึ่งยังไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้นจริง ซึ่งโดยเฉลี่ยอัตราการต่อรองราคาโดยผู้ซื้อจะอยู่ที่ร้อยละ 5 – 10 ของราคาเสนอขาย TA ได้ปรับปรุงข้อมูลราคาตลาดข้างต้นด้วยการให้คะแนนที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบกับปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง การคมนาคม สภาพคล่อง สภาพภายในแปลง เป็นต้น ตามวิธี Weighted Quality Score (WQS) และได้มาซึ่งราคาที่เหมาะสมสำหรับที่ดินซึ่งไม่อยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงเท่ากับ 2,300 บาทต่อตารางวา (มูลค่ารวมเท่ากับ 123.39 ล้านบาท) และราคาที่เหมาะสมสำหรับที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูงเป็นส่วนลดในอัตราร้อยละ 30 จากราคาของที่ดินปกติ จะได้มูลค่าเท่ากับ 690 บาทต่อตารางวา (มูลค่ารวมเท่ากับ 5.00 ล้านบาท) นอกจากนี้ TA ประเมินมูลค่าสิ่งปลูกสร้าง 7 รายการ (ตามรายละเอียดข้างต้น) โดยคิดแบบแยกส่วน กล่าวคือ TA ประเมินราคาทดแทนใหม่ (Replacement cost new) ของสินทรัพย์แต่ละรายการ และหักค่าเสื่อมราคาด้วยวิธีเส้นตรงตามคาดการณ์อายุการใช้งาน ซึ่งได้มูลค่ารวมเท่ากับ 5.89 ล้านบาท

ดังนั้น มูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) ของทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการที่ TA ประเมินได้ จึงมีมูลค่ารวมเท่ากับ 134.27 ล้านบาท โดยถือเป็นกรรมสิทธิ์ของ T.TREA คิดเป็นมูลค่ายุติธรรม (พิเศษ) เท่ากับ 66.73 ล้านบาท ดังนี้

เจ้าของกรรมสิทธิ์	กรรมสิทธิ์ที่ครอบครอง (ส่วน)	มูลค่ายุติธรรมทรัพย์สิน (ลบ.)
1. T.TREA	30,261	66.73
2. บุคคลอื่นซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกันกับ SENA	30,626	67.54
รวม	60,887	134.27

ค) ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจากการประเมินราคาสินทรัพย์โดยผู้ประเมิน 2 ราย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ผู้ประเมินทั้ง 2 ราย มีมุมมองที่สอดคล้องกันต่อลักษณะทรัพย์สิน กล่าวคือ ทั้ง KF และ TA มีการจำแนกทรัพย์สินออกเป็น 2 กลุ่มหลักๆ รวมทั้ง มีมุมมองต่อจำนวนที่ดินซึ่งถูกริครอบสิทธิ์ (ที่ดินซึ่งอยู่ในแนวสายไฟฟ้าแรงสูง) ที่ตรงกัน นอกจากนี้ การประเมินทรัพย์สินส่วนต่างๆ ส่วนใหญ่ยังใช้วิธีเดียวกันในการประเมินมูลค่า ยกเว้นแต่การประเมินมูลค่าสำหรับทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ ซึ่ง KF ใช้วิธีรายได้ ในขณะที่ TA ใช้วิธีต้นทุนในการประเมิน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินสนามกอล์ฟด้วยวิธีรายได้และวิธีต้นทุนต่างมีความสมเหตุสมผลเนื่องจาก สนามกอล์ฟของ T.TREA เป็นทรัพย์สินที่มีการดำเนินงานอยู่ ณ ปัจจุบัน สามารถสร้างกระแสเงินสดให้แก่เจ้าของทรัพย์สินได้ และมีผลการดำเนินงานในอดีต (Track record) ซึ่งสามารถนำมาใช้อ้างอิงในการประมาณการ ดังนั้น การประเมินมูลค่าด้วยวิธีรายได้จึงมีความเหมาะสม อย่างไรก็ดี เนื่องจากผู้ประกอบการสนามกอล์ฟโดยปกติส่วนใหญ่จะพัฒนาและก่อสร้างสนามกอล์ฟขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการสนับสนุนการขายที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการหรือที่ดินบริเวณรอบโครงการ ดังนั้น ผลประกอบการของธุรกิจสนามกอล์ฟอย่างเดียวย่อมไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของทรัพย์สินส่วนนี้ วิธีต้นทุนจึงเป็นอีกหนึ่งในวิธีการประเมินที่สามารถสะท้อนต้นทุนจริงในการก่อสร้างสนามกอล์ฟขึ้นใหม่สำหรับเจ้าของทรัพย์สิน

ดังนั้น จะได้มูลค่ายุติธรรมของทรัพย์สินทั้งสองกลุ่มของ T.TREA ตามราคาผู้ประเมินทั้ง 2 ราย เท่ากับ 606.40 – 654.89 ล้านบาท หากเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของที่ดินอาคารและอุปกรณ์ – สุธิ และที่ดินรอการพัฒนาของ T.TREA ณ วันที่ 31 มีนาคม 255 ที่เท่ากับ 596.46 ล้านบาท จะเห็นได้ว่าราคาประเมินมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 9.94 – 58.43 ล้านบาท (ทั้งนี้ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1 (สนามกอล์ฟ) ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2 (เฉพาะส่วนที่เป็นที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง 11 แปลง) และทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 (สนามไคร์ฟ) ปรากฏอยู่ในหมวดที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ในงบการเงินของ T.TREA และทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2 (เฉพาะส่วนที่ดินว่างเปล่า 9 แปลง) และทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3 (ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ) ปรากฏอยู่ในหมวดที่ดินรอการพัฒนาในงบการเงินของ T.TREA)

อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตสำหรับการประเมินสนามกอล์ฟด้วยวิธีรายได้โดย KF ว่า สมมติฐานบางรายการของผู้ประเมินมีความแตกต่างจากผลการดำเนินงานในอดีตของโครงการสนามกอล์ฟฟัทยาพอสสมควร ยกตัวอย่างเช่น KF ประเมินการรายได้จากการขายสมาชิกในช่วง 10 ปีข้างหน้า ไว้ที่ 9.86 – 33.61 ล้านบาทต่อปี เมื่อเทียบกับข้อมูลย้อนหลังของโครงการสนามกอล์ฟฟัทยาในปี 2549 – 2553 จะพบว่า รายได้จากการขายสมาชิกที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับ 0.51 – 1.91 ล้านบาท เนื่องจาก KF ได้ประมาณการจำนวนสมาชิกแบบ 10 ปี ไว้จำนวนรวม 959 ราย ซึ่งคาดว่าจะจำหน่ายพร้อมที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ (ทั้งที่เป็นที่ดินแปลงย่อยของ T.TREA และ PCC) ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ที่ค่าสมาชิก 100,000 – 120,000 บาทต่อคน เป็นต้น ทั้งนี้ KF ได้ใช้อัตราคิดลดที่ร้อยละ 12 ซึ่ง KF เห็นว่า เป็นอัตราที่เหมาะสมและสะท้อนความเสี่ยงในทรัพย์สินที่ประเมินมูลค่า

สำหรับการประเมินสนามกอล์ฟด้วยวิธีต้นทุนโดย TA ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตว่า แม้มูลค่าดังกล่าวจะแสดงต้นทุนจริงในการก่อสร้างสนามกอล์ฟขึ้นใหม่สำหรับผู้ต้องการลงทุนในสนามกอล์ฟ แต่ด้วยความชำนาญในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มาอย่างยาวนานของ SENA ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า หาก SENA ต้องลงมือก่อสร้างและพัฒนาสนามกอล์ฟขึ้นใหม่จริง บริษัทน่าจะสามารถควบคุมต้นทุนค่าก่อสร้างโดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการวางระบบสาธารณูปโภคโครงการได้เป็นอย่างดีเนื่องจากจะมีลักษณะคล้ายคลึงกับการวางระบบสาธารณูปโภคโครงการที่อยู่อาศัยซึ่งบริษัทมีประสบการณ์ แต่ทั้งนี้ การพัฒนาสนามกอล์ฟที่ดียังต้องคำนึงปัจจัยอื่นๆ เช่น คุณภาพหญ้า Layout ของสนาม เป็นต้น ซึ่งแม้มีความแตกต่างจากธุรกิจปัจจุบันของบริษัท แต่เพื่อเป็นการเตรียมความพร้อม บริษัทได้จ้างบุคคลากรเพิ่มเติมที่มีความชำนาญในธุรกิจนี้

นอกจากนี้ สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method) โดยผู้ประเมิน 2 ราย ซึ่งใช้ในการประเมินทรัพย์สินส่วนนี้มีความเหมาะสมเนื่องจากวิธีนี้น่าจะนำมาใช้ในการประเมินที่ดินซึ่งมีสิ่งปลูกสร้างค้างอยู่ เช่น กรณีที่ต้องทำการรื้อถอนสิ่งปลูกสร้างเดิมที่มีอยู่แล้วเพื่อทำการก่อสร้างพัฒนาเป็นอาคารหลังใหม่ขึ้นมาแทนที่ หรือ กรณีที่ต้องมีการเปลี่ยนแปลงสภาพของสิ่งปลูกสร้างเดิม โดยการต่อเติมอาคารและ/หรือทำการซ่อมแซมปรับปรุงใหม่ให้สภาพที่ดีขึ้น เป็นต้น ดังนั้น การประเมินมูลค่าทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ จึงมีความแตกต่างจากการประเมินทรัพย์สินกลุ่มนี้ เนื่องจากทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3 มีลักษณะเป็นที่ดินเปล่ารอการพัฒนา วิธีราคาตลาดจึงมีความเหมาะสมมากกว่า

อย่างไรก็ดี แม้ผู้ประเมิน 2 ราย ได้ใช้วิธีมูลค่าคงเหลือเหมือนกันในการประเมินมูลค่าทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ แต่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตว่า สมมติฐานที่ใช้การประเมินมีความแตกต่างกันพอสมควร ยกตัวอย่างเช่น

- ต้นทุนค่าพัฒนาโครงการ/ต้นทุนค่าก่อสร้างอาคารส่วนที่เหลือที่มีความแตกต่างกัน: KF ประเมินได้เท่ากับ 0.90 ล้านบาท ในขณะที่ TA ประเมินได้เท่ากับ 3.81 ล้านบาท อนึ่ง จากการที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้เยี่ยมชมกิจการสนามกอล์ฟด้วยตนเอง (Site visit) พบว่า บ้านพักอาศัยเดิมส่วนใหญ่อยู่ในสภาพที่สามารถใช้งานได้เนื่องจากก่อสร้างเสร็จแล้ว ซึ่งปัจจุบัน T.TREA ได้มีการหาประโยชน์โดยการใช้เป็นบ้านพักสำหรับรองรับนักท่องเที่ยว/นักกอล์ฟ อย่างไรก็ตามหากบริษัทประสงค์ที่จะขายทรัพย์สินส่วนนี้ออกไปภายหลังเข้าทำรายการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า จะต้องมีการปรับปรุงบ้านพักเดิมก่อนการขายอีกพอสมควร ต้นทุนค่าพัฒนาส่วนที่เหลือข้างต้นจึงสะท้อนมุมมองของผู้ประเมินแต่ละรายต่อค่าใช้จ่ายที่จำเป็นต้องใช้ในการปรับปรุงคุณภาพ/สภาพอาคารปัจจุบัน ซึ่งผู้ประเมินได้ให้ความเห็นด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ นอกจากนี้ เนื่องจาก KF ได้ประเมินว่า จะมีการปรับปรุงสภาพบ้านพักเพียง 10 หลัง เพื่อนำมาขายในลักษณะที่ดินพร้อมบ้านเดี่ยว ส่วนที่เหลืออีก 10 แปลง จะถูกขายในลักษณะที่ดินเปล่า ในขณะที่ TA ประเมินว่า จะมีการปรับปรุงสภาพบ้านพัก 11 หลัง (รวมที่ดินแปลงที่ได้มีการก่อสร้างถึงคานคอดิน) เพื่อนำมาขาย

- ในลักษณะที่ดินพร้อมบ้านเดี่ยว ส่วนที่เหลืออีก 9 แปลง จะถูกขายในลักษณะที่ดินเปล่า ดังนั้น จึงเป็นอีกหนึ่งสาเหตุที่ทำให้ต้นทุนดังกล่าวแตกต่างกัน
- กำไรสำหรับผู้ลงทุนที่มีความแตกต่างกัน: KF ประเมินไว้ที่อัตราร้อยละ 12 ของรายได้รวม ในขณะที่ TA ประเมินไว้ที่อัตราร้อยละ 25 ของรายได้รวม โดยกำไรดังกล่าว ผู้ประเมินมองว่าเป็นกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ (EBIT) ดังนั้น หากสมมติฐานในการพัฒนาโครงการไม่มีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงิน เนื่องจากมีต้นทุนค่าพัฒนาและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องไม่สูงมาก และสมมติฐานให้มีภาระภาษีเงินได้เท่ากับอัตราร้อยละ 30 กำไรสำหรับผู้ลงทุนซึ่งประเมินโดย KF จะเท่ากับอัตราร้อยละ 8.40 ($= 12 * (1 - 30\%)$) และกำไรสำหรับผู้ลงทุนซึ่งประเมินโดย TA จะเท่ากับอัตราร้อยละ 17.50 ($= 25 * (1 - 30\%)$) หากเทียบกับอัตรากำไรสุทธิของ SENA ในปี 2551 – 2553 และไตรมาส 1 ปี 2554 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 11.80 – 23.79 จะพบว่า กำไรสำหรับผู้ลงทุนโดย KF หลังหักภาษีจะต่ำกว่าอัตรากำไรสุทธิของบริษัทประมาณหนึ่งในขณะที่กำไรสำหรับผู้ลงทุนโดย TA หลังหักภาษีจะอยู่ในช่วงอัตรากำไรสุทธิของบริษัท แต่หากเทียบกับอัตรากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดย่อยพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ในปี 2551 – 2553 และไตรมาส 1 ปี 2554 ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 7.44 – 11.39 จะพบว่า กำไรสำหรับผู้ลงทุนโดย KF หลังหักภาษีจะอยู่ในช่วงอัตรากำไรสุทธิของอุตสาหกรรม ในขณะที่กำไรสำหรับผู้ลงทุนโดย TA หลังหักภาษีจะสูงกว่าอัตรากำไรสุทธิของอุตสาหกรรม ดังนั้น แม้สมมติฐานของผู้ประเมินจะแตกต่างกัน แต่จากการตรวจสอบกับข้อมูลบริษัทและข้อมูลอุตสาหกรรม สมมติฐานของผู้ประเมินทั้ง 2 ราย ต่างมีความเป็นไปได้

รายการที่ 3: การปรับปรุงมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน

ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 T.TREA มีอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนจำนวน 8.63 ล้านบาท ซึ่ง T.TREA บันทึกมูลค่าทรัพย์สินด้วยวิธีราคาทุน อสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวเป็นที่ดินเปล่าซึ่งไม่ได้ดำเนินการใดๆ ตั้งอยู่ที่ถนนพัฒนาการ แขวงสวนหลวง เขตสวนหลวง กรุงเทพฯ เนื้อที่ 337 ตารางวา ทั้งนี้ บริษัทได้ว่าจ้างให้บริษัท ที.เอ. มาเนจเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น (1999) จำกัด (“TA”) ซึ่งเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่ได้รับความเห็นชอบจากสมาคมนักประเมินราคาอิสระไทย (“TVA”) และสมาคมผู้ประเมินค่าทรัพย์สินแห่งประเทศไทย (“VAT”) ทำการประเมินมูลค่าทรัพย์สินดังกล่าว

จากรายงานของ TA ลงวันที่ 27 มิถุนายน 2554 เพื่อประเมินมูลค่าที่ดินดังกล่าว เพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2554 TA เลือกใช้วิธีเปรียบเทียบราคาตลาด (Market approach) สำหรับการประเมินมูลค่าทรัพย์สินนี้ โดย TA พิจารณาข้อมูลการเสนอขายที่ดินในบริเวณใกล้เคียงกันจำนวน 4 ข้อมูล พบว่า มีราคาเสนอขายอยู่ในช่วง 45,000 – 70,000 บาท ต่อตารางวา TA ได้ปรับปรุงข้อมูลราคาตลาดข้างต้นด้วยการให้คะแนนที่ดินที่นำมาเปรียบเทียบกับปัจจัยต่างๆ เช่น ทำเลที่ตั้ง การเข้าถึง เป็นต้น ตามวิธี Weighted Quality Score (WQS) และได้มาซึ่งราคาที่เหมาะสมสำหรับทรัพย์สินนี้เท่ากับ 30,000 บาท ต่อตารางวา

ดังนั้น จะได้มูลค่ายุติธรรมที่ดินนี้เท่ากับ 10.11 ล้านบาท เมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนของ T.TREA ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 ที่เท่ากับ 8.63 ล้านบาท จะเห็นได้ว่าราคาประเมินมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี 1.48 ล้านบาท

สรุปรายการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)

รายการ	หน่วย	มูลค่าตามบัญชี	รายการปรับปรุง	มูลค่าหลังปรับปรุง
1. ค่าหุ้นเพิ่มทุน ตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น	ลบ.	-	265.00	265.00

รายการ	หน่วย	มูลค่าตามบัญชี	รายการปรับปรุง	มูลค่าหลังปรับปรุง
2. การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ^{1/} และที่ดินรอการพัฒนา ^{2/}	ลบ.	596.46	9.94 - 58.43	606.40 – 654.89
3. การปรับปรุงมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	ลบ.	8.63	1.48	10.11
รวมรายการปรับปรุง	ลบ.	-	276.42 – 324.91	-

หมายเหตุ: /1 ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ หมายถึง ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 1 (สนามกอล์ฟ) ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2 (เฉพาะส่วนที่เป็นที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง 11 แปลง) และทรัพย์สินกลุ่มที่ 2 (สนามไคร์ฟ)
 /2 ที่ดินรอการพัฒนา หมายถึง ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 2 (เฉพาะส่วนที่ดินว่างเปล่า 9 แปลง) และทรัพย์สินกลุ่มที่ 1 ส่วนที่ 3 (ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ)

สรุปมูลค่าหุ้นที่ได้จากวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)

รายการ	หน่วย	มูลค่า
รวมส่วนของผู้อ่อน 31 มี.ค. 54 (ตามงบการเงิน)	ล้านบาท	393.44
บวก รวมรายการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	ล้านบาท	276.42 – 324.91
รวมส่วนของผู้อ่อน (หลังปรับปรุง)	ล้านบาท	669.86 – 718.35
จำนวนหุ้นสามัญหลังการเพิ่มทุน	หุ้น	66,500
มูลค่าหุ้น	บาทต่อหุ้น	10,073.14 – 10,802.32

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 10,073.14 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 2,230.80 – 2,959.98 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 28.45 – 37.74 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย

4.1.3 วิธี Sum-of-the-part

วิธี Sum-of-the-part เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ โดยคำนึงถึงวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมสำหรับสินทรัพย์หลักแต่ละประเภทของกิจการซึ่งอาจมีลักษณะที่แตกต่างกัน จากนั้น นำมูลค่ายุติธรรมที่ประเมินได้สำหรับสินทรัพย์สุทธิแต่ละประเภทมาบวกรวมกัน จึงจะได้มูลค่ายุติธรรมของหุ้นของกิจการ สำหรับในกรณีของ T.TREA ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาถึงความเหมาะสมของวิธีการประเมินมูลค่าสำหรับสินทรัพย์หลักแต่ละประเภทของ T.TREA ดังนี้

- ที่ดินสนามไคร์ฟกอล์ฟ: ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาใช้วิธีราคาตลาด (Market approach) ตามรายงานโดยผู้ประเมินราคาทรัพย์สินอิสระ 2 ราย (KF และ TA) แม้ในปัจจุบันสนามไคร์ฟกอล์ฟจะสามารถสร้างกระแสเงินสดให้แก่ T.TREA ในรูปของรายได้ค่าใช้บริการสนามฝึกซ้อม (Driving range fee) อย่างไรก็ดี วัตถุประสงค์หลักของผู้ประกอบการสนามกอล์ฟส่วนใหญ่ในการสร้างสนามไคร์ฟ เป็นเพราะต้องการใช้ประโยชน์จากที่ดินเปล่าให้คุ้มค่าโดยไม่ปล่อยให้ที่ดินรกร้างว่างเปล่าอย่างไร้ประโยชน์ ดังนั้น การประเมินมูลค่าทรัพย์สินส่วนนี้ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach) จึงอาจไม่เหมาะสม อีกทั้ง ในอนาคตบริษัทอาจพิจารณาปรับเปลี่ยนการใช้ประโยชน์ที่ดินส่วนนี้ตามความเหมาะสมและความคุ้มค่าของการลงทุน ณ ขณะนั้น ซึ่งปัจจุบันบริษัทยังไม่มีแผนการพัฒนาที่ชัดเจน ดังนั้น ราคาตลาดของที่ดินจะช่วยสะท้อนมูลค่ายุติธรรมสำหรับสินทรัพย์นี้ได้ดีที่สุด
- ที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ: ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาใช้วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method) ตามรายงานโดยผู้ประเมินราคาทรัพย์สินอิสระ 2 ราย (KF และ TA) เนื่องจากสินทรัพย์ส่วนนี้ประกอบด้วยบ้านพักรีสอร์ทและ

- ที่ดินเปล่าแปลงย่อย ซึ่งบริษัทคาดว่าจะสามารถปรับปรุงและทยอยขายได้ภายในประมาณ 4 ปีข้างหน้า การประเมินมูลค่าโดยวิธีมูลค่าคงเหลือได้คำนึงถึงประมาณการรายได้จากการขายโครงการ ต้นทุนค่าพัฒนาที่เกี่ยวข้อง รวมถึงกำไรเพื่อชดเชยค่าความเสี่ยงสำหรับผู้ลงทุนพัฒนาแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงเห็นว่า วิธีดังกล่าวมีความเหมาะสม
- ที่ดินรอการพัฒนา: ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาใช้วิธีราคาตลาด (Market approach) ตามรายงานโดยผู้ประเมินราคาทรัพย์สินอิสระ 2 ราย (KF และ TA) เนื่องจากบริษัทมีแผนอย่างชัดเจนที่จะพัฒนาโครงการโรงแรมบนที่ดินดังกล่าวภายหลังการเข้าทำรายการ ราคาตลาดจะช่วยสะท้อนต้นทุนค่าที่ดินให้แก่ผู้พัฒนาสังหาริมทรัพย์ได้ดีที่สุด อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach) ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ดังกล่าวแม้บริษัทได้ให้ข้อมูลประมาณการทางการเงิน (Projection) เนื่องจากโครงการดังกล่าวเป็นโครงการเริ่มพัฒนาขึ้นใหม่ (Greenfield project) ซึ่งยังไม่มีผลการดำเนินงานในอดีต (Track record) และยังไม่มีความแน่นอน ซึ่งอาจส่งผลให้ประมาณการกระแสเงินสดสามารถเบี่ยงเบนไปได้ในอนาคต
 - อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน (ที่ดินเปล่า ถนนพัฒนาการ กทม. ตามรายการปรับปรุงที่ 3 ในหัวข้อ 4.1.2 เรื่องวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี): ปัจจุบัน สินทรัพย์นี้ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสนามกอล์ฟของ T.TREA อีกทั้ง ไม่สามารถสร้างกระแสเงินสดให้แก่ T.TREA ได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก T.TREA ยังไม่มีแผนการดำเนินโครงการใดๆ ที่ชัดเจน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงเห็นว่า วิธีราคาตลาดของที่ดินเป็นวิธีที่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าสินทรัพย์นี้ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากราคาประเมินที่ดินราชการ
 - ธุรกิจสนามกอล์ฟ: ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach) เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวเป็นธุรกิจหลักที่ก่อให้เกิดรายได้และกระแสเงินสดต่อ T.TREA ณ ปัจจุบัน อีกทั้ง ยังมีผลการดำเนินงานจริงในอดีต (Track record) ซึ่งสามารถนำมาใช้อ้างอิงในการประมาณการได้

การประเมินมูลค่าธุรกิจสนามกอล์ฟ

การประเมินมูลค่าธุรกิจสนามกอล์ฟโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach (“DCF”)) เป็นการประเมินมูลค่าโดยคำนึงถึงความสามารถในการสร้างกำไรและมูลค่าเพิ่มของธุรกิจสนามกอล์ฟในอนาคต โดยการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของประมาณการกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตด้วยอัตราส่วนลด (Discount rate) ที่เหมาะสมสำหรับในกรณีของ T.TREA ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะใช้ต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital (“WACC”)) เป็นอัตราส่วนลดในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อกิจการ (Free cash flow to firm (“FCFF”)) เนื่องจากวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของ FCFF ไม่จำเป็นต้องมีการพิจารณาถึงการประมาณการการจัดหาเงินทุนระยะยาวตลอดจนการจ่ายชำระคืนเงินกู้ระยะยาวซึ่งมีความไม่แน่นอนจากการประมาณการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำประมาณการทางการเงินดังกล่าวบนสมมติฐานที่ว่า ธุรกิจสนามกอล์ฟจะยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่องในอนาคต (Going concern basis) และไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นซึ่งแตกต่างจากสถานะเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการศึกษา หากสถานะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟของ T.TREA มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่ใช้ในการประมาณการในครั้งนี้ ราคาหุ้นที่ประเมินได้ตามวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ จากการที่โครงการในลักษณะของสนามกอล์ฟ ซึ่งถือว่าสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ภายหลังครบกำหนดระยะเวลาตามที่ได้รับไว้ในประมาณการ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงได้มีการพิจารณาถึงมูลค่ากิจการภายหลังปีสุดท้าย ซึ่งจะคำนวณเป็นมูลค่า ณ ปีประมาณการสุดท้าย (Terminal Value) จากการสัมภาษณ์ ผู้บริหารของบริษัทประเมินว่าอัตราการ

เติบโตภายหลังจากปีประมาณการสุดท้าย (Terminal growth rate) อยู่ที่ประมาณร้อยละ 3 อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ตั้งสมมติฐานให้อัตราดังกล่าวอยู่ที่ร้อยละ 1 ตามหลักความระมัดระวัง (Conservative approach)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินกระแสเงินสดจากประมาณการทางการเงินของธุรกิจสนามกอล์ฟในระยะเวลา 10 ปี ข้างหน้า (เดือนเมษายน ปี 2554 - สิ้นปี 2564) โดยอ้างอิงจากข้อมูลและสมมติฐานที่ได้รับจากบริษัทและ T.TREA และการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้อง เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการดำเนินธุรกิจ แผนการตลาดและแผนการลงทุนในอนาคตของ T.TREA เป็นต้น อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานที่ได้รับบางรายการให้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานในอดีตของโครงการสนามกอล์ฟพญา ดลตลอดจนสถานะเศรษฐกิจปัจจุบันมากยิ่งขึ้น

ทั้งนี้ สมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการประมาณการทางการเงินสามารถสรุปรายละเอียดดังนี้

1. รายได้จากการดำเนินงาน

รายได้จากการดำเนินงานหรือรายได้เกี่ยวกับสนามกอล์ฟของ T.TREA สามารถจำแนกออกเป็น 5 ประเภทหลัก ได้แก่ รายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee) รายได้จากการขาย (ซึ่งประกอบด้วยรายได้จากร้านอาหาร รายได้จากหุ้มอาหารและเครื่องดื่ม และรายได้จากร้านโปรซีอปป) รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ รายได้ค่าแคดดี้ และ รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ

1.1 รายได้ค่าใช้บริการสนาม (Green fee)

รายได้ค่าใช้บริการสนามในแต่ละปีจะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิกรายปีที่เข้ามาใช้บริการ และรายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิกรายปี (สำหรับนักกอล์ฟที่เป็นสมาชิกรายปีจะไม่เสียค่าใช้บริการสนาม) โดยในปี 2551 – 2553 ธุรกิจการให้บริการสนามกอล์ฟได้รับผลกระทบอย่างมากจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก เหตุการณ์ความไม่สงบจากสถานการณ์ทางการเมือง และการระบาดของไข้หวัดใหญ่ H1N1 ซึ่งส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยว รวมถึงนักกอล์ฟทั้งในและต่างประเทศปรับตัวลดลง

ทั้งนี้ ในปี 2554 เนื่องจากสถานะเศรษฐกิจโลกและการเมืองภายในประเทศที่มีแนวโน้มคาดว่าจะดีขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และจำนวนนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการสนามในช่วง 4 เดือนแรกเพิ่มสูงขึ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงประเมินว่านักกอล์ฟทั้งในและต่างประเทศจะหันกลับมาใช้บริการสนามกอล์ฟเพิ่มมากขึ้น โดยเมื่อนำสัดส่วนของจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการในช่วง 4 เดือนแรกในปี 2549 – 2553 มาเปรียบเทียบกับจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการในช่วง 4 เดือนแรกของปี 2554 จะพบว่า ในปี 2554 จำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิกเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าประมาณร้อยละ 10 และประมาณการให้รายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโตร้อยละ 7.5 เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า

สำหรับในปี 2555 – 2564 ผู้บริหารของ T.TREA ประเมินว่าจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิกมีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 – 10 ต่อปี นอกจากนี้ ผู้บริหารประมาณการให้รายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโตร้อยละ 10 – 15 ต่อปี ในปี 2555 และ 2556 ตามลำดับ เนื่องจากโครงการสนามกอล์ฟพญาจะมีการปรับปรุงสภาพลักษณะ สภาพของสนามกอล์ฟและหุ้มน้ำต่างๆเพิ่มเติมครั้งใหญ่ในปี 2554 รวมถึงมีการสร้างคลับเฮาส์ใหม่ และเพิ่มงบประมาณในการประชาสัมพันธ์โครงการ จึงคาดว่าจะสามารถปรับอัตราค่าใช้บริการได้ตามคุณภาพสนามที่เพิ่มสูงขึ้น หลังจากนั้น จึงทยอยปรับลดอัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการสนามเหลือเท่ากับร้อยละ 5 ต่อปี ในปี 2557 – 2559 และคงที่เท่ากับร้อยละ 3 ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป

ทั้งนี้ ในปี 2553 T.TREA มีจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เข้ามาใช้บริการเท่ากับ 40,028 รอบ แบ่งเป็นจำนวนนักกอล์ฟจากสมาชิก 7,026 รอบ และจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ใช่สมาชิก 33,002 รอบ โดยมีรายได้ค่าบริการสนามเฉลี่ย 644 บาทต่อจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก โดยมีอัตราการเติบโตที่เกิดขึ้นจริงในปี 2550 – 2553 และประมาณการอัตราการเติบโตในปี 2554 – 2564 ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
จำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เป็นสมาชิก (รอบ)	4,944	7,336	8,202	7,026	7,377	7,746	8,133	8,540
อัตราการเติบโตจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	(3.4)	(3.2)	(6.5)	(8.7)	5.0	5.0	5.0	5.0
จำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (รอบ)	43,482	39,556	35,631	33,002	37,952	40,799	44,879	47,123
อัตราการเติบโตจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	3.7	(9.0)	(9.9)	(7.4)	15.0	7.5	10.0	5.0
รายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (บาทต่อรอบ)	692	652	625	644	692	761	875	919
อัตราการเติบโตรายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	(2.6)	(5.8)	(4.2)	3.0	7.5	10.0	15.0	5.0

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
จำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เป็นสมาชิก (รอบ)	8,967	9,416	9,698	9,989	10,289	10,597	10,915
อัตราการเติบโตจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
จำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (รอบ)	49,479	51,953	53,511	55,116	56,770	58,473	60,227
อัตราการเติบโตจำนวนรอบของนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
รายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (บาทต่อรอบ)	965	1,013	1,044	1,075	1,107	1,140	1,175
อัตราการเติบโตรายได้ค่าใช้บริการสนามเฉลี่ยต่อนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิก (ร้อยละ)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของรายได้ค่าใช้บริการสนามในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
รายได้ค่าใช้บริการสนาม (ลบ.)	30.1	25.8	22.3	21.2	26.3	31.1	39.3	43.3
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	1.0	(14.3)	(13.7)	(4.6)	23.6	18.3	26.5	10.3

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าใช้บริการสนาม (ลบ.)	47.7	52.6	55.8	59.3	62.9	66.7	70.7
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	10.3	10.3	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1

1.2 รายได้จากการขาย

รายได้จากการขายเกิดจากการให้บริการอาหารและเครื่องดื่ม ตลอดจนสินค้าอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเล่นกอล์ฟ รายได้จากการขายประกอบด้วยรายได้จากร้านอาหาร หูมอาหารและเครื่องดื่ม และร้านโปรซื้อ ซึ่งรายได้จากการขายจะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการสนาม และรายได้ค่าใช้บริการเฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประเมินการให้รายได้จากการขายเฉลี่ยต่อคน มีอัตรา

การเติบโตร้อยละ 3 ร้อยละ 5 และร้อยละ 10 ต่อปีในปี 2554 ปี 2555 และ 2556 ตามลำดับ ทั้งนี้ เนื่องจากจะมีการสร้าง คลับเฮาส์ใหม่ในปี 2554 ทำให้คาดว่ารายได้จากการขายน่าจะค่อยๆ เพิ่มขึ้นตามลำดับ จากนั้นให้เติบโตในอัตราร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2557 – 2564 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
รายได้จากการขาย (ลบ.)	14.5	11.5	10.2	10.0	11.7	13.1	15.8	17.1
รายได้จากการขายต่อจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	299	246	233	250	258	270	297	306
อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายเฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	12.9	(17.7)	(5.3)	7.2	3.0	5.0	10.0	3.0

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้จากการขาย (ลบ.)	18.4	19.9	21.2	22.4	23.8	25.3	26.8
รายได้จากการขายต่อจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	316	325	335	345	355	366	377
อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายเฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

1.3 รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ

รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟจะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟที่มาใช้บริการสนามทั้งหมด และรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟเฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประมาณการให้รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟเฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2554 – 2564 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ (ลบ.)	9.6	8.4	8.4	8.6	9.8	11.0	12.4	13.4
รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟต่อจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	197	180	191	214	220	227	233	240
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟเฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	3.7	(8.8)	6.3	11.8	3.0	3.0	3.0	3.0

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ (ลบ.)	14.5	15.7	16.6	17.6	18.7	19.8	21.0
รายได้ค่าบริการรถกอล์ฟต่อจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	248	255	263	271	279	287	296

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการรถ กอล์ฟเฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

1.4 รายได้ค่าแคดดี้

รายได้จากการให้บริการแคดดี้ จะขึ้นอยู่กับจำนวนนักกอล์ฟทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการสนาม (ทั้งที่เป็นสมาชิก และไม่ได้เป็นสมาชิก) และรายได้ค่าบริการแคดดี้เฉลี่ยต่อคน ทั้งนี้ ประเมินการให้รายได้ค่าบริการแคดดี้เฉลี่ยต่อคนมีอัตราการเติบโตร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2554 – 2564 ตามอัตราเงินเฟ้อ

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการแคดดี้ในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
รายได้ค่าบริการแคดดี้ (ลบ.)	9.7	10.6	9.9	8.7	10.1	11.1	12.5	13.5
รายได้ค่าบริการแคดดี้ต่อจำนวนนักกอล์ฟ ทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	199	226	225	216	223	229	236	243
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการแคดดี้ เฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	3.2	13.4	-0.3	-4.1	3.0	3.0	3.0	3.0

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าบริการแคดดี้ (ลบ.)	14.7	15.8	16.8	17.8	18.9	20.1	21.3
รายได้ค่าบริการแคดดี้ต่อจำนวนนักกอล์ฟ ทั้งหมดที่เข้ามาใช้บริการ (บาทต่อคน)	251	258	266	274	282	291	299
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าบริการแคดดี้ เฉลี่ยต่อคน (ร้อยละ)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

1.5 รายได้จากการดำเนินงานอื่น

รายได้จากการดำเนินงานอื่นประกอบด้วยรายได้ค่าสมาชิก และรายได้อื่นๆ ในส่วนของรายได้ค่าสมาชิกจะขึ้นอยู่กับจำนวนผู้สมัครสมาชิกรายปี และค่าสมาชิกต่อคนต่อปี โดยประมาณการให้ในปี 2554 มีจำนวนนักกอล์ฟที่สมัครสมาชิกกับทางสนามเท่ากับ 69 คน และเติบโตขึ้นในอัตราร้อยละ 3 ต่อปีในปี 2555 – 2564 สำหรับในส่วนของค่าสมาชิกรายปี ประมาณการให้ในปี 2554 เก็บค่าสมาชิกรายปีประมาณ 32,200 บาทต่อคนต่อปี โดยเติบโตขึ้นในอัตราร้อยละ 3 - 5 ต่อปี ในปี 2555 – 2564 หนึ่ง ตามภาพรวมแผนการพัฒนาคอนกรีตสนามกอล์ฟพัทยาในอนาคต บริษัทมีมุมมองว่า จะมีการจำหน่ายสมาชิกสนามกอล์ฟระยะยาว 10 ปี พร้อมกับการจำหน่ายที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ 959 แปลง (ทั้งส่วนที่เป็นที่ดินแปลงย่อยของ T.TREA ปัจจุบัน และที่ดินซึ่งบริษัทอาจจะซื้อเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคต) อย่างไรก็ดี ด้วยหลักมุมมองระมัดระวัง (Conservative approach) ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่ได้รวมรายได้ที่จะเกิดจากการจำหน่ายสมาชิกระยะยาวดังกล่าวไว้ในประมาณการทางการเงินของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ สำหรับรายได้อื่นๆ ที่เหลือให้คงที่เท่ากับปีละ 3 ล้านบาทต่อปี

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของรายได้จากการดำเนินงานอื่นในปี 2554 – 2558 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F ¹	2555F	2556F	2557F
รายได้จากการดำเนินงานอื่น (ลบ.)	4.4	3.4	3.7	6.5	5.2	5.4	5.6	5.9

	2550	2551	2552	2553	2554F ¹	2555F	2556F	2557F
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	62.6	(23.5)	10.2	74.6	(20.5)	4.4	4.6	4.9

หมายเหตุ: /1 ไม่รวมกำไรจากการจำหน่ายทรัพย์สินจำนวน 11.08 ล้านบาทในไตรมาส 1 ปี 2554

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้จากการดำเนินงานอื่น (ลบ.)	6.2	6.6	6.8	7.2	7.5	7.9	8.3
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	5.1	5.4	4.5	4.6	4.8	4.9	5.1

2. ต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)

ต้นทุนการให้บริการประกอบด้วยค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ต้นทุนค่าวัสดุอุปกรณ์การเกษตร ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง/น้ำมันหล่อลื่นเครื่องจักร ต้นทุนค่าคูปองแคดดี้ ต้นทุนค่าเช่ารถกอล์ฟ ต้นทุนสินค้าขาย เป็นต้น

ทั้งนี้ ประมาณการค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนการให้บริการเป็น ดังนี้

- ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับค่าปุ๋ยและยากำจัดศัตรูพืช ต้นทุนค่าวัสดุอุปกรณ์การเกษตร ประมาณการให้เติบโตเท่ากับร้อยละ 3 ในปี 2554 และร้อยละ 10 ในปี 2555 (เนื่องจากปี 2555 เป็นปีที่มีการสร้างคลับเฮาส์ใหม่และปรับปรุงสภาพสนาม) จากนั้นคงที่ในอัตราร้อยละ 3 ตามอัตราเงินเฟ้อ
- ค่าน้ำมันเชื้อเพลิง/น้ำมันหล่อลื่นเครื่องจักร ประมาณการให้เติบโตเท่ากับร้อยละ 3 ในปี 2554 และร้อยละ 10 ในปี 2555 (เนื่องจากปี 2555 เป็นปีที่มีการสร้างคลับเฮาส์ใหม่และปรับปรุงสภาพสนาม) จากนั้นคงที่ในอัตราร้อยละ 3 ตามอัตราเงินเฟ้อ
- ค่าภาษีสรรพสามิตของรายได้จากค่าใช้บริการสนาม ประมาณการเป็นสัดส่วนร้อยละ 11 ของรายได้ค่าบริการสนาม
- ค่าคูปองแคดดี้ ประมาณการให้เท่ากับสัดส่วนเฉลี่ยต่อรายได้ค่าแคดดี้ในปี 2549 – 2553 ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 94 ของรายได้ค่าแคดดี้
- ต้นทุนค่าบริการรถกอล์ฟ ประมาณการให้เท่ากับสัดส่วนเฉลี่ยต่อรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟในปี 2549 – 2553 ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 49 ของรายได้ค่าบริการรถกอล์ฟ
- ต้นทุนค่าบำรุงรักษาสวน ประมาณการให้เท่ากับสัดส่วนเฉลี่ยต่อรายได้ค่าบริการสนามในปี 2549 – 2553 ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 5 ของรายได้ค่าบริการสนาม
- ต้นทุนสินค้าขาย ประมาณการให้เท่ากับสัดส่วนเฉลี่ยต่อรายได้จากการขายในปี 2549 – 2553 ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 45 ของรายได้จากการขาย
- ต้นทุนดำเนินงานอื่นๆ ประมาณการให้คงที่เท่ากับ 0.3 ล้านบาท ซึ่งเป็นมูลค่าคงที่เท่ากับค่าเฉลี่ยต้นทุนดำเนินงานอื่นๆของปี 2549 – 2553

ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
ต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	25.1	25.8	24.0	24.1	26.4	29.6	34.3	37.1
สัดส่วนของต้นทุนการให้บริการต่อรายได้จากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	36.3	42.5	43.0	42.9	41.8	41.3	40.0	39.8

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	40.1	43.4	46.0	48.7	51.6	54.6	57.8
สัดส่วนของต้นทุนการให้บริการต่อรายได้จากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	39.5	39.3	39.2	39.2	39.1	39.1	39.0

4. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารประกอบด้วยค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งประมาณการให้เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 3 ต่อปี ตามอัตราการขึ้นเงินเดือนที่ประมาณการโดยบริษัท นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายการตลาดและโฆษณา ค่าเบี้ยประกันและค่าธรรมเนียมธนาคาร ค่าสาธารณูปโภค ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับยานพาหนะ ค่าวัสดุสิ้นเปลือง และค่าใช้จ่ายอื่นๆ เป็นต้น ซึ่งประมาณการให้เพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 3 ต่อปี ตามคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ สำหรับค่าสาธารณูปโภคในปี 2555 ประมาณการให้เติบโตขึ้นจากปี 2554 เท่ากับ ร้อยละ 12 จากการเปิดคลับเฮาส์ใหม่ในปีดังกล่าว

ประมาณการอัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ในปี 2554 – 2564 สรุปได้ดังนี้

	2550	2551	2552	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	20.8	21.4	22.5	21.1	22.2	23.4	24.4	25.3
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	0.9	2.9	5.4	(6.0)	5.0	5.3	4.5	3.5

	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	26.2	27.1	28.1	29.0	30.0	31.0	32.1
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4

5. ค่าเสื่อมราคา

ค่าเสื่อมราคาของอาคาร อุปกรณ์และยานพาหนะคำนวณโดยวิธีเส้นตรงตามอายุการใช้งาน ซึ่งมีอายุตั้งแต่ 5 - 20 ปี ขึ้นอยู่กับประเภททรัพย์สินที่ T.TREA มีอยู่ในปัจจุบันและโครงการลงทุนในอนาคต อนึ่ง แม้ T.TREA จะมีราคาทุนของที่ดินอาคารและอุปกรณ์เท่ากับ 509.75 ล้านบาทในปี 2553 ซึ่งค่อนข้างสูง แต่สินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นที่ดินและค่าพัฒนาที่ดินจำนวน 480.17 ล้านบาท ซึ่งไม่มีการคิดค่าเสื่อมราคา ดังนั้น ค่าเสื่อมราคาต่อปีของ T.TREA จึงมีมูลค่าค่อนข้างน้อย

ดังนั้น ประมาณการค่าเสื่อมราคาในปี 2554 – 2564 จะเพิ่มขึ้นตามโครงการลงทุนหลังเข้าทำรายการ คือ การสร้างคลับเฮาส์ใหม่ ปรับปรุงสนามกอล์ฟ และซุ้มประตู ทั้งนี้ ประมาณการค่าเสื่อมราคาสามารถสรุปได้ดังนี้

หน่วย : ร้อยละ	2550 ¹⁾	2551 ¹⁾	2552 ¹⁾	2553	2554F	2555F	2556F	2557F
ค่าเสื่อมราคา (ลบ.)	-	-	-	1.0	3.6	6.3	6.4	6.4

หน่วย : ร้อยละ	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ค่าเสื่อมราคา (ลบ.)	6.5	4.7	4.8	4.8	4.9	5.0	4.8

หมายเหตุ: /1 T.TREA รับโอนสินทรัพย์ในส่วนของสนามกอล์ฟ โดยการตีทรัพย์สินชำระหนี้ในปี 2553 ดังนั้น ค่าเสื่อมราคาในอดีตจึงไม่สะท้อนต่อค่าเสื่อมราคาของ T.TREA ในปัจจุบัน

6. ดอกเบี้ยจ่าย

ปัจจุบัน T.TREA มีภาระหนี้สิน คือ หนี้กู้ระยะสั้นไม่มีหลักประกัน ชนิดระบุชื่อผู้ถือ และไม่ระบุอัตราดอกเบี้ย จำนวนรวม 266 ล้านบาท โดยมีอายุ 201 วัน นับจากวันที่ 28 มกราคม 2554 อย่างไรก็ดี เนื่องจากตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น T.TREA จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนอีก 265.00 ล้านบาท โดยจะนำเงินเพิ่มทุนดังกล่าวไปใช้คืนภาระหนี้สินที่มีอยู่ในปัจจุบัน

ทั้งนี้ ในระยะยาว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ได้ตั้งสมมติฐานให้ T.TREA มีการกู้ยืมเพื่อนำมาใช้เป็นทุนหมุนเวียนภายในโครงการ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่ SENA ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ที่ MLR ตามหลักความระมัดระวัง อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ SENA ในปี 2553 ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยอยู่ระหว่าง MLR -2 ถึง MLR ต่อปี

7. สินทรัพย์

ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ถือเป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของ T.TREA ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 74.9 ของสินทรัพย์รวม ณ เดือนมีนาคม 2554 ทั้งนี้ ผู้บริหารของ T.TREA ประเมินว่าค่าใช้จ่ายลงทุนในปี 2554 เท่ากับ 65 ล้านบาท โดยเป็นการลงทุนในการสร้างคลับเฮาส์ใหม่ และปรับปรุงสภาพสนามกอล์ฟ ทั้งนี้ ให้ T.TREA มีงบประมาณในการปรับปรุงสนาม ปีละประมาณ 1.4 – 1.9 ล้านบาท

8. หนี้สิน

ณ ไตรมาส 1 ปี 2554 T.TREA มีหนี้สินรวมเท่ากับ 273 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 41 ของสินทรัพย์รวม หนี้สินส่วนใหญ่ของ T.TREA ประกอบด้วยหนี้กู้ มูลค่า 262 ล้านบาท อย่างไรก็ดี เนื่องจากตามเงื่อนไขบังคับก่อนในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น T.TREA จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนอีก 265 ล้านบาท โดยจะนำเงินเพิ่มทุนดังกล่าวไปใช้คืนภาระหนี้สินที่มีอยู่ในปัจจุบัน ดังนั้น หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยของ T.TREA ณ วันที่เข้าทำรายการซื้อขายหุ้นกับบริษัท จะเท่ากับศูนย์

9. อัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate)

ประมาณการให้อัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2564 เท่ากับร้อยละ 1 ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะอ้างอิงจากมุมมองของผู้บริหารที่คาดว่า ธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นธุรกิจที่มีรายได้ค่อนข้างสม่ำเสมอ และอัตรารายได้ค่าใช้ บริการสนามเฉลี่ยต่อจำนวนนักกอล์ฟที่ไม่ได้เป็นสมาชิกสามารถเพิ่มขึ้นได้อีก แม้หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาที่ประมาณการไปแล้ว

10. อัตราส่วนลด (Discount rate)

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 9.9 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 = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม MLR เท่ากับร้อยละ 6.875 อ้างอิงจากอัตราเฉลี่ย MLR ของ BBL, KTB, KBANK และ SCB ณ วันที่ 13 มิ.ย. 54 ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการบริษัทของ SENA มีมติอนุมัติให้เข้าทำรายการ

T = ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30

E/A = อัตราร้อยละ 63 โดยอ้างอิงจากข้อมูลงบการเงิน SENA ณ 31 มี.ค. 54 ซึ่งมีส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่เท่ากับ 1,745 ลบ. และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเท่ากับ 1,037 ลบ. เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสมมติฐานว่า ภายหลังเข้าทำรายการ โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ของ T.TREA ควรจะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกันกับของบริษัท

D/A = อัตราร้อยละ 37 โดยอ้างอิงจากข้อมูลงบการเงิน SENA ณ 31 มี.ค. 54 ซึ่งมีส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่เท่ากับ 1,745 ลบ. และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเท่ากับ 1,037 ลบ. เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสมมติฐานว่า ภายหลังเข้าทำรายการ โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ของ T.TREA ควรจะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกันกับของบริษัท

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 มิถุนายน 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.73 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าเป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ SENA นับแต่วันที่ 31 กรกฎาคม 2552 ถึงวันที่ 10 มิถุนายน 2554 มีค่าเท่ากับ 0.636 (ที่มา: Bloomberg)

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มิ.ย. 44 – 10 มิ.ย. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.15 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

หน่วย: ล้านบาท	Q2 – Q4 2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รวมรายได้จากการบริการ	43.6	71.7	85.6	93.2	101.5	110.6	117.3	124.3	131.8	139.7	148.2
ต้นทุนบริการ	15.8	29.6	34.3	37.1	40.1	43.4	46.0	48.7	51.6	54.6	57.8
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้	8.5	12.5	20.6	24.4	28.7	35.4	38.4	41.7	45.3	49.1	53.4
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายหลังหักภาษีเงินได้	5.93	8.73	14.40	17.10	20.09	24.76	26.91	29.22	31.70	34.35	37.39
ค่าเสื่อมราคา	2.40	6.29	6.36	6.44	6.51	4.68	4.76	4.84	4.92	5.01	4.80
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน (Working capital)	33.75 ^{/1}	(0.03)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
ค่าใช้จ่ายลงทุน	(65.00)	(1.42)	(1.46)	(1.50)	(1.55)	(1.60)	(1.64)	(1.69)	(1.74)	(1.80)	(1.85)
กระแสเงินสดต่อกิจการ	(22.92)	13.57	19.25	22.00	25.02	27.80	30.00	32.34	34.85	37.53	40.31
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ	128.82										
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal value	165.83										
รวมมูลค่าปัจจุบันจากกระแสเงินสดในอนาคตของธุรกิจสนามกอล์ฟ	294.64										

หมายเหตุ: /1 สาเหตุหลักที่เงินทุนหมุนเวียนสร้างกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น 33.75 ลบ. เกิดจาก (i) T.TREA ได้รับชำระคืน ลูกหนี้อื่น - บุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งมียอดเท่ากับ 14.5 ลบ. ตามงบการเงิน ณ 31 มี.ค. 54 จากบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในเดือนเมษายน 2554 (รายการนี้เกิดจากการชำระค่าซื้อขายทรัพย์สิน (ที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างสำหรับอยู่อาศัยของครอบครัวบุญลักษณ์ภคย์) ซึ่งครอบครัวบุญลักษณ์ภคย์ซื้อคืนจาก T.TREA ก่อนเข้าทำรายการกับ SENA) (ii) T.TREA ได้รับชำระคืน ลูกหนี้อื่น - บุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งมียอดเท่ากับ 4.3 ลบ. ตามงบการเงิน ณ 31 มี.ค. 54 จาก PCC ในเดือนมิถุนายน 2554 และ (iii) T.TREA ได้ปลดภาระค้ำประกัน ซึ่งมียอดเท่ากับ 15 ลบ. ตามงบการเงิน ณ 31 มี.ค. 54 เป็นที่เรียบร้อยแล้วในเดือนเมษายน 2554

ในการนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity analysis) ของการประเมินมูลค่าปัจจุบันจากกระแสเงินสดในอนาคตของธุรกิจสนามกอล์ฟ ซึ่งประเมินได้เท่ากับ 294.64 ล้านบาทข้างต้น โดยอ้างอิงกับอัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของกิจการ (WACC) และอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

มูลค่าธุรกิจสนามกอล์ฟ (ล้านบาท)		อัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของกิจการ (ร้อยละ)		
		8.90	9.90	10.90
อัตราการเติบโต ระยะยาว (ร้อยละ)	0.00	318.81	276.42	242.25
	1.00	343.78	294.64	255.87
	2.00	375.99	317.48	272.56

จากการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity analysis) ข้างต้น จะได้มูลค่าปัจจุบันจากกระแสเงินสดในอนาคตของธุรกิจสนามกอล์ฟเท่ากับ 242.25 – 375.99 ล้านบาท

ตารางสรุปการประเมินมูลค่าหุ้นของ T.TREA ด้วยวิธี Sum-of-the-part

(หน่วย : ล้านบาท)	มูลค่า
มูลค่าธุรกิจสนามกอล์ฟ	242.25 – 375.99
บวก: มูลค่าสินทรัพย์อื่นๆ ใน T.TREA	
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 มี.ค. 54	24.82
มูลค่าที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ 15-0-77.6 ไร่ ^{/1}	40.62 – 61.30
มูลค่าที่ดินรอกการพัฒนาในอนาคต 37-3-10.9 ไร่ ^{/1}	60.40 – 75.55
มูลค่าสนามไตรฟอล์ฟด้านหน้า (เฉพาะส่วนของ T.TREA) ^{/1}	55.70 – 66.73
มูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ^{/2}	10.11
รวมมูลค่าต่อผู้ถือหุ้น	433.90 – 614.51
จำนวนหุ้นสามัญหลังการเพิ่มทุน (หุ้น)	66,500
มูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น)	6,524.83 – 9,240.70

หมายเหตุ : /1 อ้างอิงราคาประเมินที่ดินจากรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ T.TREA โดย KF และ TA ลงวันที่ 14 มี.ค. 54 และ 16 มิ.ย. 54 ตามลำดับ

/2 อ้างอิงราคาประเมินที่ดินจากรายงานการประเมินมูลค่าที่ดินพัฒนาการ โดย TA ลงวันที่ 27 มิ.ย. 54

ซึ่งเมื่อนำไปรวมกับมูลค่าสินทรัพย์อื่นๆ ของ T.TREA (เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการ ที่ดินรอกการพัฒนาในอนาคต ที่ดินสนามไตรฟอล์ฟด้านหน้า และอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน) จะได้มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของ T.TREA เท่ากับ 433.90 – 614.51 ล้านบาท หรือ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น ซึ่ง (ต่ำกว่า) – สูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ (1,317.51) – 1,398.36 บาทต่อหุ้น หรือ (ต่ำกว่า) – สูงกว่าคิดเป็นร้อยละ (16.80) – 17.83 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย

ตารางเปรียบเทียบการประเมินมูลค่าโดยวิธี Sum-of-the-part และวิธีของผู้ประเมินทรัพย์สิน

ทรัพย์สิน	วิธี Sum-of-the-part		KF		TA	
	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 1						
ส่วนที่ 1: สนามกอล์ฟ	วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF approach)	267.07 – 400.81 ^{/1}	วิธีรายได้ (Income method)	429.00	วิธีต้นทุน (Cost method)	471.99
ส่วนที่ 2: ที่ดินแปลงย่อยในโครงการ	อ้างอิงราคาประเมินของผู้ประเมินทรัพย์สิน 2 ราย	40.62 – 61.30	วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method)	61.30	วิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method)	40.62
ส่วนที่ 3: ที่ดินแปลงใหญ่ในโครงการ	อ้างอิงราคาประเมินของผู้ประเมินทรัพย์สิน 2 ราย	60.40 – 75.55	วิธีเปรียบเทียบกับข้อมูลตลาด (Market method)	60.40	วิธีเปรียบเทียบตลาด (Market method)	75.55
รวมทรัพย์สินกลุ่มที่ 1		368.09 – 537.66		550.70		588.16

ทรัพย์สิน	วิธี Sum-of-the-part		KF		TA	
	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)	วิธีการประเมิน	ราคาประเมิน (ลบ.)
ทรัพย์สินกลุ่มที่ 2	อ้างอิงราคาประเมินของผู้ประเมินทรัพย์สิน 2 ราย	55.70 – 66.73	วิธีเปรียบเทียบข้อมูลตลาด (Comparative method)	55.70	วิธีต้นทุน (Cost method)	66.73
อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	อ้างอิงราคาประเมินของ TA	10.11	N.A. ²	N.A. ²	วิธีเปรียบเทียบตลาด (Market method)	10.11
รวมทรัพย์สินทั้งหมด		433.90 – 614.51		606.40 ²		665.00

หมายเหตุ: /1 รวมเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดตามงบการเงิน ณ 31 มี.ค. 54 จำนวน 24.82 ลบ.

/2 ไม่รวมมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน เนื่องจาก SENA ไม่ได้มีการว่าจ้าง KF ให้ประเมินที่ดินดังกล่าว

4.1.4 สรุปการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA

วิธีประเมินมูลค่าหุ้น	ราคาประเมิน (บาทต่อหุ้น)	ราคาขาย (บาทต่อหุ้น)	ราคาประเมินสูงกว่า / (ต่ำกว่า) ราคาซื้อขาย	
			(บาทต่อหุ้น)	(ร้อยละ)
วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	9,901.35	7,842.34	2,059.01	26.26
วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	10,073.14 – 10,802.32		2,230.80 – 2,959.98	28.45 – 37.74
วิธี Sum-of-the-part	6,524.83 – 9,240.70		(1,317.51) – 1,398.36	(16.80) – 17.83

จากการประเมินด้วยวิธีต่างๆ ตามตารางข้างต้นจะเห็นว่า มูลค่าหุ้น T.TREA ที่ประเมินได้จะอยู่ระหว่าง 6,524.83 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ซึ่ง (ต่ำกว่า) – สูงกว่าราคารับรองที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ (1,317.51) – 2,959.98 บาทต่อหุ้น หรือ (ต่ำกว่า) – สูงกว่าคิดเป็นร้อยละ (16.80) – 37.74 ของราคารับรองที่ตกลงซื้อขาย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี ซึ่งได้ราคาประเมินเท่ากับ 9,901.35 บาทต่อหุ้น เป็นการแสดงมูลค่าสินทรัพย์ ณ ขณะใดขณะหนึ่งเท่านั้น มูลค่าตามบัญชีดังกล่าวยังมิได้สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นในอนาคต ดังนั้น วิธีนี้จึงไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA

สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี ซึ่งได้ราคาประเมินเท่ากับ 10,073.14 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น แม้มูลค่าหุ้นที่ได้ตามวิธีนี้จะสะท้อนราคาตลาดของสินทรัพย์สุทธิของ T.TREA แล้ว แต่เนื่องด้วยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ T.TREA โดย KF และ TA ตามรายละเอียดในรายการที่ 2: การปรับปรุงมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และที่ดินรอการพัฒนา หัวข้อ 4.1.2 เรื่องวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า เป็นวิธีที่อาจจะไม่เหมาะสมสำหรับ T.TREA มากนัก

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การพิจารณามูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของ T.TREA ควรพิจารณาจากวิธี Sum-of-the-part ซึ่งเป็นผลรวมของ i) การประเมินมูลค่าธุรกิจสนามกอล์ฟด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดซึ่งได้คำนึงถึงการทำกำไร ความสามารถในการทำกำไร และแนวโน้มการเติบโตในอนาคตของสนามกอล์ฟ ii) การประเมินมูลค่าที่ดินซึ่งไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อการดำเนินธุรกิจสนามกอล์ฟเป็นหลัก และโครงการในอนาคตที่พัฒนาที่ดินนี้ยังไม่ชัดเจน จึงไม่สามารถประมาณการกระแสเงินสดที่ชัดเจนได้ ได้แก่ ที่ดินแปลงย่อยภายในโครงการด้วยวิธีมูลค่าคงเหลือ (Residual method) ที่ดินรอ

การพัฒนาในอนาคตและที่ดินสนามไดร์ฟกอล์ฟด้วยวิธีอ้างอิงราคาตลาด (Market approach) จากการประเมินโดยผู้ประเมินราคาทรัพย์สินอิสระ 2 ราย และอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนด้วยวิธีอ้างอิงราคาประเมินที่ดินราชการ และ iv) เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของ T.TREA

ดังนั้น วิธี Sum-of-the-part นี้จะสะท้อนราคาตลาดของสินทรัพย์สุทธิทั้งหมดของ T.TREA ทั้งส่วนสนามกอล์ฟซึ่งเป็นการดำเนินงานหลักและส่วนอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้อง ดังนั้น จะได้มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของ T.TREA เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น ซึ่งหากผู้ถือหุ้นพิจารณาเทียบกับราคาที่ตกลงซื้อขายจะพบว่า ค่าต่ำสุดของราคาประเมิน (6,524.83 บาทต่อหุ้น) ต่ำกว่าราคาที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 16.80 ในขณะที่ค่าสูงสุดของราคาประเมิน (9,240.70 บาทต่อหุ้น) สูงกว่าราคาที่ตกลงซื้อขายร้อยละ 17.83 อย่างไรก็ตาม ราคาซื้อขายหุ้นในครั้งนี้ เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาประเมินด้วยวิธี Sum-of-the-part ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ราคาที่ตกลงซื้อขายดังกล่าวมีความเหมาะสม

การประเมินความสมเหตุสมผลต่อการพัฒนาโรงแรมภายในโครงการสนามกอล์ฟพัทยา

นอกจากการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของตามรายละเอียดข้างต้นแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังได้ทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมถึงโครงการในส่วนของการพัฒนาในอนาคต ซึ่งทางผู้บริหารมีแผนที่จะพัฒนาเป็นโรงแรมประเภทรีสอร์ท ทั้งนี้ บริษัทได้ว่าจ้าง CBRE ให้จัดทำรายงานเพื่อศึกษาความเป็นไปได้ทางการตลาดในการพัฒนาโรงแรมบนในโครงการสนามกอล์ฟพัทยา ลงวันที่ 13 มิถุนายน 2551 โดย CBRE สรุปความเห็นที่ ตั้งโครงการสนามกอล์ฟพัทยาคควรพัฒนาโรงแรมที่เน้นลูกค้าทั้งกลุ่มตลาดกอล์ฟ และตลาดกิจกรรมองค์กร (ประชุม/สัมมนา) โดยกำหนดราคาในระดับที่แข่งขันได้ และจัดให้มีจำนวนห้องพักและห้องประชุมที่สามารถรองรับการจัดงานได้เพียงพอ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) ของโครงการ รวมถึงระยะเวลาคืนทุน (Payback period) และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Internal rate of return; IRR) จากประมาณการทางการเงินซึ่งจัดทำโดยบริษัท ประมาณการทางการเงินดังกล่าว เป็นการประมาณการกระแสเงินสดของโครงการในระยะเวลา 14 ปี ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2554 – ปี 2567 เนื่องจากการลงทุนในธุรกิจประเภทรีสอร์ท เป็นการลงทุนระยะยาว ประกอบกับบริษัทมีการลงทุนเป็น 2 เฟส ซึ่งในแต่ละเฟสจะเริ่มรับรู้รายได้ไม่พร้อมกัน โดยบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้ของเฟสแรกในปี 2557 และเฟส 2 ในปี 2559 อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานบางรายการให้สอดคล้องกับข้อมูลที่ได้รับเพิ่มเติมจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของบริษัท ตลอดจนสถานะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมในปัจจุบัน โดยมีสมมติฐานที่สำคัญในการประมาณการ ดังนี้

1. อัตราการเข้าพัก

รีสอร์ท ตามแผนที่ได้รับจากผู้บริหารของบริษัทมีห้องพักสำหรับให้บริการทั้งสิ้นจำนวน 180 ห้อง โดยแบ่งเป็น 2 เฟส เฟสที่ 1 จำนวน 70 ห้อง และเฟสที่ 2 จำนวน 110 ห้อง ทั้งนี้ คาดการณ์ว่าเฟสที่ 1 จะสามารถเปิดทำการได้ในปี 2557 และเฟสที่ 2 จะสามารถเปิดทำการได้ในปี 2559 ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้อ้างอิงสมมติฐานอัตราการเข้าพักของรีสอร์ทที่ประเมินโดยผู้บริหารของบริษัท ดังนี้

	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F
จำนวนห้องพักที่เปิดให้บริการ (ห้อง)	-	-	-	70	70	180	180
อัตราการเข้าพัก (ร้อยละ)	-	-	-	25	55	50	55

	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
จำนวนห้องที่เปิดให้บริการ (ห้อง)	180	180	180	180	180	180	180
อัตราการเข้าพัก (ร้อยละ)	60	60	60	60	60	60	60

2. อัตราค่าบริการห้องพักโดยเฉลี่ย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประมาณการอัตราค่าบริการห้องพักเฉลี่ยตามแผนที่ได้รับจากผู้บริหารของบริษัท ซึ่งเริ่มต้นเท่ากับ 1,300 บาทต่อคืนต่อห้อง ทั้งนี้ ประมาณการอัตราการเติบโตค่าบริการห้องพักเท่ากับร้อยละ 10 โดยปรับเปลี่ยนทุกๆ 3 ปี ดังนั้น ประมาณการอัตราการเติบโตของค่าบริการห้องพักโดยเฉลี่ย ในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F
ค่าห้องพัก (บาทต่อคืนต่อห้อง)	-	-	-	1,300	1,300	1,300	1,430
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	-	-	-	-	-	-	10

	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
ค่าห้องพัก (บาทต่อคืนต่อห้อง)	1,430	1,430	1,573	1,573	1,573	1,730	1,730
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	-	-	10	-	-	10	-

3. รายได้อื่นๆ

รายได้อื่นๆ ของรีสอร์ท ประกอบด้วยรายได้จากอาหารและเครื่องดื่ม และรายได้จากส่วนงานอื่นๆ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการ รายได้จากอาหารและเครื่องดื่มให้เท่ากับ ร้อยละ 40 ของรายได้ค่าห้องพัก ตามข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัท และประมาณการรายได้จากส่วนงานอื่นๆเท่ากับร้อยละ 5 ของรายได้ค่าห้องพัก

4. ต้นทุนค่าบริการ

ต้นทุนค่าบริการ แบ่งเป็นต้นทุนค่าบริการห้องพัก และต้นทุนค่าอาหารและเครื่องดื่ม โดยประมาณการให้ ต้นทุนค่าบริการห้องพักเท่ากับร้อยละ 10 ของรายได้ค่าห้องพัก และต้นทุนค่าอาหารและเครื่องดื่ม เท่ากับร้อยละ 40 ของรายได้ค่าอาหารและเครื่องดื่ม

5. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการค่าใช้จ่ายเหล่านี้โดยอ้างอิงจากอัตราต้นทุนของโรงแรมทั่วไป โดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารตามประมาณการของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ประกอบด้วย

1. ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ประมาณการให้เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 3 ต่อปี ตามอัตราการขึ้นเงินเดือนที่ประมาณการโดยบริษัท ภายหลังจากที่รีสอร์ทเปิดทำการครบทั้ง 2 เฟส ในปี 2560
2. ค่าใช้จ่ายในการจัดการทั่วไป ประมาณการให้เท่ากับร้อยละ 4 ของรายได้รวม
3. ค่าโฆษณาประชาสัมพันธ์ ประมาณการให้เท่ากับร้อยละ 5 ของรายได้รวม
4. ค่าภาษีโรงเรือน ประมาณการให้เท่ากับร้อยละ 12.5 ของรายได้ค่าเช่าจากห้องพัก (สัดส่วนรายได้ค่าเช่าจากห้องพักคิดเป็นร้อยละ 50 ของรายได้ค่าห้องพัก โดยอีกร้อยละ 50 จะเป็นรายได้ค่าบริการ)
5. ค่าใช้จ่ายอื่นๆ ประมาณการให้เท่ากับร้อยละ 30 ของรายได้อื่นๆ

ดังนั้น ประเมินการอัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) ในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	-	-	-	6.1	8.3	16.5	18.9
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	-	-	-	-	36.0	98.4	14.7

	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) (ลบ.)	20.3	20.4	22.0	22.2	22.4	22.6	24.4
อัตราการเติบโต (ร้อยละ)	7.2	0.9	7.9	0.9	0.9	0.9	7.8

6. ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

ค่าเสื่อมราคาของอาคารและอุปกรณ์คำนวณโดยวิธีเส้นตรงตามอายุการใช้งาน ซึ่งมีอายุตั้งแต่ 5-20 ปี ขึ้นอยู่กับประเภททรัพย์สิน โดยค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินประมาณการโดยอ้างอิงกับโครงการลงทุนของ T.TREA ในอนาคต ซึ่งค่าเสื่อมราคาจะขึ้นอยู่กับประเภทและมูลค่าทรัพย์สินที่จะลงทุนเพิ่มเติม

ดังนั้น ประเมินการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปี 2554 – 2564 จึงสรุปได้ดังนี้

	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ลบ.)	-	-	-	0.9	2.4	5.8	10.4

	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (ลบ.)	13.3	13.8	14.1	14.3	14.1	13.6	13.5

6. ดอกเบี้ยจ่าย

ในระยะยาว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ได้ตั้งสมมติฐานให้ T.TREA มีการกู้ยืมเพื่อนำมาใช้เป็นทุนหมุนเวียนภายในโครงการ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยสูงสุดที่ SENA ได้รับจากธนาคารพาณิชย์ที่ MLR ตามหลักความระมัดระวัง อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ SENA ในปี 2553 ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยอยู่ระหว่าง MLR -2 ถึง MLR ต่อปี

7. ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ประมาณการอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเท่ากับร้อยละ 30 ของกำไรหลังหักดอกเบี้ยจ่าย

8. ค่าใช้จ่ายลงทุน

T.TREA มีแผนการลงทุนเพื่อพัฒนารีสอร์ท โดยมีงบประมาณลงทุนจำนวนรวม 194 ล้านบาท แบ่งเป็น งบประมาณเพื่อสร้างรีสอร์ทในเฟส 1 (จำนวน 70 ห้อง) 70 ล้านบาท งบประมาณเพื่อสร้างรีสอร์ทในเฟส 2 (จำนวน 110 ห้อง) 110 ล้านบาท และค่าออกแบบและ CM จำนวน 14 ล้านบาท

9. อัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate)

ประมาณการให้อัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2564 เท่ากับร้อยละ 1 ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะอ้างอิงจากมุมมองของผู้บริหารที่คาดว่า ธุรกิจรีสอร์ทเป็นธุรกิจที่มีรายได้ค่อนข้างสม่ำเสมอ และอัตราค่าบริการห้องพักสามารถเพิ่มขึ้นได้อีกในอนาคต แม้หลังจากสิ้นสุดระยะเวลาที่ประมาณการไปแล้ว

10. อัตราส่วนลด (Discount rate)

อัตราส่วนลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการ เท่ากับร้อยละ 9.9 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 =	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม MLR เท่ากับร้อยละ 6.875 อ้างอิงจากอัตราเฉลี่ย MLR ของ BBL, KTB, KBANK และ SCB ณ วันที่ 13 มิ.ย. 54 ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการบริษัทของ SENA มีมติอนุมัติให้เข้าทำรายการ
T =	ภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 30
E/A =	อัตราร้อยละ 63 โดยอ้างอิงจากข้อมูลงบการเงิน SENA ณ 31 มี.ค. 54 ซึ่งมีส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่เท่ากับ 1,745 ลบ. และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเท่ากับ 1,037 ลบ. เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสมมติฐานว่า ภายหลังเข้าทำรายการ โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ของ T.TREA ควรจะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกันกับของบริษัท
D/A =	อัตราร้อยละ 37.12 โดยอ้างอิงจากข้อมูลงบการเงิน SENA ณ 31 มี.ค. 54 ซึ่งมีส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่เท่ากับ 1,745 ลบ. และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยเท่ากับ 1,037 ลบ. เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสมมติฐานว่า ภายหลังเข้าทำรายการ โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ของ T.TREA ควรจะมีลักษณะที่คล้ายคลึงกันกับของบริษัท

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 มิถุนายน 2554 มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 3.73 (ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย) โดยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาใช้อ้างอิงเนื่องจากคาดว่าเป็นอัตราที่สะท้อนผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงระยะยาวได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเกินกว่า 10 ปี ส่วนใหญ่มักมีสภาพคล่องในการซื้อขายในตลาดต่ำ จึงอาจไม่ควรนำมาใช้ในการอ้างอิง

β = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นบริษัทเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งอ้างอิงจากค่า Beta (β) ย้อนหลังของ SENA นับแต่วันที่ 31 กรกฎาคม 2552 ถึงวันที่ 10 มิถุนายน 2554 มีค่าเท่ากับ 0.636 (ที่มา: Bloomberg)

R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด (Market return: R_m) ซึ่งอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ซึ่งคาดว่าเป็นระยะเวลาที่ครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (12 มิ.ย. 44 – 10 มิ.ย. 54) มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 18.15 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ตารางสรุปประมาณการกระแสเงินสดในปี 2554 – 2564

หน่วย: ล้านบาท	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F
รายได้ค่าบริการ	-	-	-	14.45	26.49	61.92	74.93	81.74	81.74	89.91	89.91	89.91	98.90	98.90
ต้นทุนบริการ	-	-	-	2.59	4.75	11.10	13.43	14.66	14.66	16.12	16.12	16.12	17.73	17.73
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้	-	-	-	4.90	11.04	28.54	32.17	33.55	32.85	37.68	37.25	37.27	43.34	43.25
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายหลังหักภาษีเงินได้	-	-	-	3.4	7.7	20.0	22.5	23.5	23.0	26.4	26.1	26.1	30.3	30.3
ค่าเสื่อมราคา	-	-	-	0.9	2.4	5.8	10.4	13.3	13.8	14.1	14.3	14.1	13.6	13.5
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	-	-	-	(0.7)	(0.6)	(1.7)	(0.6)	(0.3)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	(0.4)	0.0
ค่าใช้จ่ายลงทุน	(8.0)	(22.0)	(32.0)	(43.2)	(59.3)	(34.6)	(3.7)	(4.1)	(4.1)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.9)	(4.9)
กระแสเงินสดของโครงการ	(8.0)	(22.0)	(32.0)	(39.6)	(49.8)	(10.5)	28.6	32.3	32.7	35.6	35.9	35.7	38.6	38.8
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	(10.4)													
มูลค่าปัจจุบันของ Terminal Value	120.4													
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของโครงการ	110.0													
มูลค่าเงินลงทุน	(51.0)													
มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV)	59.0													

ตารางสรุประยะเวลาคืนทุนของโครงการรีสอร์ท

หน่วย: ล้านบาท	เงินลงทุน ¹	2554F	2555F	2556F	2557F	2558F	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดของโครงการ	(51.0)	(8.0)	(22.0)	(32.0)	(39.6)	(49.8)	(10.5)	28.6	32.3	32.7	35.6	35.9	35.7	38.6
กระแสเงินสดสุทธิสะสม	(51.0)	(59.0)	(81.0)	(113.0)	(152.6)	(202.4)	(212.9)	(184.3)	(152.0)	(119.3)	(83.7)	(47.8)	(12.2)	26.4
ระยะเวลาคืนทุน (ปี)	12.1	0.75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0.31

หมายเหตุ: ¹ สมมติฐานให้เงินลงทุนในที่ดินที่ใช้ในการพัฒนาโครงการโรงแรม เท่ากับ 51 ล้านบาท ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยของมูลค่าที่ดินตามรายงานการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ T.TREA โดย KF และ TA

จากการคำนวณกระแสเงินสดรับสุทธิของโครงการตามสมมติฐานข้างต้น และใช้อัตราต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่คำนวณได้ซึ่งเท่ากับร้อยละ 9.90 เป็นอัตราส่วนลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิ จะได้มูลค่าปัจจุบันของโครงการ (NPV) เท่ากับ 59.04 ล้านบาท โดยโครงการมีระยะเวลาคืนทุนประมาณ 12 ปี และมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ประมาณร้อยละ 12.14 ต่อปี ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าการตัดสินใจลงทุนในโครงการนี้ จึงเป็นการลงทุนในราคาที่เหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท โดยจากการวิเคราะห์ โครงการนี้จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัท (NPV จากการลงทุนเป็นบวก) และให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Project IRR) ในระดับที่สูงกว่าต้นทุนทางการเงินของบริษัท (WACC) กล่าวคือ ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 9.90 ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่บริษัทต้องการจากการคำนวณของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

4.2 ความเหมาะสมของเงื่อนไขรายการ

ตามบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น T.TREA ระหว่างบริษัทและกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ลงวันที่ 15 มิถุนายน 2554 เงื่อนไขที่สำคัญในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นสามารถสรุปได้ดังนี้

1. SENA จะจัดให้มีการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทภายในวันที่ 31 ก.ค. 54 เพื่อให้มีมติเห็นชอบในการซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้น หากมติดังกล่าวไม่ผ่านความเห็นชอบจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ให้ถือว่าบันทึกข้อตกลงนี้เป็นอันเลิกกัน และกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ไม่ติดใจเรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จาก SENA ทั้งสิ้น
2. หลังจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ให้ความเห็นชอบในการซื้อหุ้นแล้ว กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องดำเนินการจดทะเบียนเพิ่มทุนของ T.TREA อีกจำนวน 26,500 หุ้น รวมเป็น 66,500 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 10,000.00 บาท และนำเงินที่ได้จากการชำระค่าหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 265.00 ล้านบาท ไปชำระหนี้หุ้นกู้ของ T.TREA ตามที่ปรากฏในงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มี.ค. 54 โดยจะต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 31 ส.ค. 54
3. SENA จะชำระค่าหุ้นให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA เป็นเงิน 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ส่วนเงินที่เหลืออีกจำนวน 490.00 ล้านบาท จะชำระโดยตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อาวัล) โดยธนาคารที่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA เห็นชอบ ซึ่งมีกำหนดชำระเงิน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น
4. ทั้งสองฝ่ายตกลงที่จะทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้นและชำระเงินค่าหุ้นตามข้อ 3 ภายใน 7 วัน หลังจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ดำเนินการตามข้อ 2 แล้วเสร็จ
5. เมื่อ SENA ได้วางเงินมัดจำและส่งมอบตัวสัญญาใช้เงินตามข้อ 3 ให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องลงนามและส่งมอบหนังสือสัญญาการโอนหุ้น T.TREA ให้แก่ SENA และจดทะเบียนการโอนหุ้นในสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นของ T.TREA รวมทั้ง ส่งมอบใบหุ้นที่ซื้อขายทั้งหมดให้แก่ SENA ด้วย
6. หลังจากดำเนินการตามข้อ 5 แล้ว กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ที่เป็นกรรมการจะต้องลงนามในคำขอจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงกรรมการและทะเบียนผู้ถือหุ้นของ T.TREA ที่จะใช้ยื่นต่อกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เพื่อให้กรรมการของ SENA เป็นกรรมการและผู้ถือหุ้นใหม่ของ T.TREA พร้อมทั้งส่งมอบเอกสารทางบัญชีและทรัพย์สินต่างๆ ของ T.TREA ให้แก่ SENA
7. กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ขอรับรองว่า T.TREA ไม่มีภาระหนี้สินอื่นนอกจากที่ระบุในงบการเงิน และไม่ถูกดำเนินคดีใดๆ หากปรากฏว่ามีบุคคล และ/หรือ นิติบุคคล และ/หรือ ส่วนราชการ เรียกร้องให้ T.TREA ชำระค่าเสียหายหรือเงินใดๆ ซึ่งเป็นมูลหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนที่ SENA ได้รับโอนหุ้น กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ต้องรับผิดชอบในหนี้ต่างๆ ทั้งหมด หากในกรณีที่ SENA หรือ T.TREA ได้จ่ายเงินทดแทนไปก่อน กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ต้องชดเชยคืนพร้อมดอกเบี้ยตามกฎหมาย

ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อเงื่อนไขรายการ

- เงื่อนไขตามข้อ 1 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขตามข้อ 1 เป็นเงื่อนไขที่ทำให้บริษัทในฐานะผู้ซื้อทรัพย์สินได้ประโยชน์ เนื่องจากในกรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นสามัญผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ยินยอมจะไม่เรียกร้องค่าเสียหายใดๆ ทั้งสิ้น ซึ่งถือเป็นการป้องกันความเสี่ยงให้แก่บริษัท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าเงื่อนไขดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล
- เงื่อนไขตามข้อ 2 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขตามข้อ 2 เป็นเงื่อนไขที่ไม่ได้ทำให้บริษัทเสียเปรียบกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA แต่อย่างใด โดยเป็นเงื่อนไขซึ่งขึ้นอยู่กับภาระการเจรจาตกลงระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย เงื่อนไขดังกล่าวจึงมีความสมเหตุสมผล
- เงื่อนไขตามข้อ 3, 5 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขตามข้อ 3 และ 5 เป็นเงื่อนไขที่ไม่ได้ทำให้บริษัทเสียประโยชน์ เนื่องจากบริษัทจะได้รับการโอนกรรมสิทธิ์ในหุ้นทั้งหมดที่ตกลงซื้อขายในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น ซึ่งเป็นวันเดียวกันกับที่บริษัทจะชำระเงินมัดจำและตัวสัญญาใช้เงินให้แก่ผู้ขาย อนึ่ง แม้การอาวัลตัวสัญญาใช้เงินจะทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น 7.35 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม มูลค่าปัจจุบันของค่าหุ้นทั้งหมดเมื่อรวมกับค่าธรรมเนียมธนาคารที่คำนวณได้ ซึ่งเป็นจำนวนเท่ากับ 521.50 ล้านบาท หรือเท่ากับ 7,842.34 บาทต่อหุ้น (รายละเอียดการคำนวณในหัวข้อ 4.1 เรื่องความเหมาะสมของราคา) เมื่อเทียบกับมูลค่าเหมาะสมที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินได้ด้วยวิธี Sum-of-the-part ที่เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 ล้านบาท จะพบว่า เงื่อนไขการชำระราคาดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล
- เงื่อนไขตามข้อ 4, 6 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขตามข้อ 4 และ 6 เป็นเงื่อนไขซึ่งสอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไปของการซื้อขายหุ้นของกิจการ และได้เป็นเงื่อนไขที่จะทำให้บริษัทเสียประโยชน์แก่ผู้ขายแต่อย่างใด ดังนั้น เงื่อนไขดังกล่าวจึงมีความสมเหตุสมผล
- เงื่อนไขตามข้อ 7 ตามหนังสือลงวันที่ 18 เมษายน 2554 บริษัท โซคชัยพร็อพเพอร์ตี้ แอนด์ ลอว์เซ็นเตอร์ จำกัด ในฐานะทนายความผู้ดูแลและรับผิดชอบในคดีความต่างๆ ของ T.TREA ได้ยืนยันว่า T.TREA ไม่มีคดีที่อยู่ในระหว่างการฟ้องร้องหรือถูกฟ้องร้อง T.TREA ไม่มีค่าเสียหายที่อยู่ในระหว่างการเรียกชดเชยหรือถูกเรียกชดเชย และ T.TREA ไม่มีภาระภาษีอากรที่ถูกประเมิน ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 จนถึงวันที่ออกหนังสือฉบับดังกล่าว ดังนั้น เงื่อนไขตามข้อ 7 ในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้น จึงถือเป็นการให้ค้ำประกันเพิ่มเติมจากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA แก่ SENA ในฐานะผู้ซื้อว่า หาก T.TREA ถูกฟ้องจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นก่อนที่ SENA จะเข้ามาเป็นเจ้าของ T.TREA กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมและ/หรือผู้บริหารชุดเดิมจะเป็นผู้ที่รับผิดชอบต่อความเสียหายดังกล่าว ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขตามข้อ 7 เป็นเงื่อนไขที่มีความสมเหตุสมผล และไม่ได้ทำให้บริษัทเสียเปรียบกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA แต่อย่างใด

5. สรุปความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

การเข้าทำรายการซื้อหุ้นสามัญ T.TREA ในสัดส่วนร้อยละ 99.99 จากกลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ในราคารวม 590.00 ล้านบาท ซึ่งบริษัทจะแบ่งการชำระเงินออกเป็น 2 ส่วน คือ เงินสด 100.00 ล้านบาท ในวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น และตัวสัญญาใช้เงินที่รับรอง (อ่าว) โดยธนาคาร 490.00 ล้านบาท ซึ่งมีกำหนดชำระคืน 2 ปี นับจากวันทำหนังสือสัญญาการโอนหุ้น หากคำนึงถึงค่าของเงินตามเวลา (Time value of money) ของค่าหุ้นที่ตกลงซื้อขายรวม 590.00 ล้านบาท พบว่า มูลค่าปัจจุบันของค่าหุ้นดังกล่าว (Present value) จะเท่ากับ 521.50 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคา 7,842.34 บาทต่อหุ้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า มีความเหมาะสมและเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้น การทำรายการดังกล่าวจะสอดคล้องกับนโยบายการดำเนินธุรกิจของบริษัทในอนาคต โดยช่วยให้บริษัทสามารถลดการพึ่งพิงธุรกิจการขายอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเป็นหลัก กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจไปยังธุรกิจสนามกอล์ฟและธุรกิจโรงแรม เพิ่มศักยภาพในการเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์แบบครบวงจร มีโอกาสในการซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคต และประหยัดค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง (Transaction costs) จากการลงทุนในรูปแบบหุ้น อย่างไรก็ตาม การเข้าทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทมีภาระหนี้สินและดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากธุรกิจสนามกอล์ฟและโรงแรม มีความเสี่ยงจากการริเริ่มโครงการใหม่ (Greenfield project) มีความเสี่ยงที่อาจซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคตด้วยราคาที่ดินที่สูงขึ้นเนื่องจากที่ดินของ PCC ดังกล่าวอาจได้รับการเอื้อประโยชน์ทางอ้อมจากการลงทุนของ SENA ใน T.TREA ในครั้งนี้ และมีความเสี่ยงที่อาจจะมีภาระหนี้สินนอกเหนือจากในงบการเงินของ T.TREA (Contingent liabilities)

อนึ่ง สำหรับประเด็นความเสี่ยงเกี่ยวกับการซื้อที่ดินรอบสนามกอล์ฟเพิ่มเติมจาก PCC ในอนาคต เพื่อเป็นการจัดโอกาสที่จะเกิดความเสี่ยงดังกล่าว และรักษามูลประโยชน์ของ SENA ในฐานะบริษัทจดทะเบียน บริษัทจะดำเนินการทำบันทึกข้อตกลงแก้ไขเพิ่มเติมกับ PCC ภายหลังจากที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติให้บริษัทเข้าทำรายการในครั้งนี้ เพื่อกำหนดกรอบในการกำหนดราคาซื้อที่ดินจาก PCC ในอนาคต (ถ้ามี) ด้วยราคาที่ไม่ว่าสูงกว่าราคาประเมินทรัพย์สินดังกล่าว ณ วันที่ บวกด้วยภาระต้นทุน (Carrying cost) และราคาที่จะประเมินทรัพย์สินดังกล่าวในอนาคตก่อนเข้าทำรายการ

สำหรับประเด็นความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้สินนอกเหนือจากในงบการเงินของ T.TREA บริษัทได้ดำเนินการให้กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA รับรองต่อบริษัทในบันทึกข้อตกลงจะซื้อจะขายหุ้นว่า T.TREA ไม่มีภาระหนี้สินอื่นนอกจากที่ระบุในงบการเงิน สิ้นสุด ณ วันที่ 31 มีนาคม 2554 และ T.TREA ไม่ถูกดำเนินคดีใดๆ หากปรากฏว่ามีบุคคล และ/หรือ นิติบุคคล และ/หรือ ส่วนราชการเรียกร้องให้ T.TREA ชำระค่าเสียหายหรือเงินใดๆ ซึ่งเป็นมูลหนี้ที่เกิดขึ้นก่อนที่ SENA ได้รับโอนหุ้น กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายในหนี้ต่างๆ ทั้งหมด หากในกรณีที่ SENA หรือ T.TREA ได้จ่ายเงินทดแทนไปก่อน กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA จะต้องชดเชยคืนพร้อมดอกเบี้ยตามกฎหมาย อีกทั้ง งบการเงินสำหรับปี 2553 และงวดไตรมาส 1 ปี 2554 ของ T.TREA ได้ถูกตรวจสอบและสอบทานโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ด.

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA ด้วย 3 วิธี คือ i) วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 9,901.35 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 2,059.01 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 26.26 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย ii) วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้น T.TREA เท่ากับ 10,073.14 – 10,802.32 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ 2,230.80 – 2,959.98 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าคิดเป็นร้อยละ 28.45 – 37.74 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย และ iii) วิธี Sum-of-the-part เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น ซึ่ง (ต่ำกว่า) – สูงกว่าราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขายที่ 7,842.34 บาทต่อหุ้น เป็นจำนวนเท่ากับ (1,317.51) – 1,398.36 บาทต่อหุ้น หรือ (ต่ำกว่า) – สูงกว่าคิดเป็นร้อยละ (16.80) – 17.83 ของราคาหุ้นที่ตกลงซื้อขาย

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธี Sum-of-the-part เป็นวิธีที่มีความเหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้น T.TREA เนื่องจากเป็นวิธีซึ่งได้คำนึงถึงวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมสำหรับสินทรัพย์แต่ละประเภทของ T.TREA ซึ่งมีลักษณะที่แตกต่างกัน และวิธี Sum-of-the-part ยังเป็นวิธีที่ได้ผลลัพธ์ที่สะท้อนมุมมองระมัดระวัง (Conservative approach) มากที่สุดเมื่อเทียบกับอีก 2 วิธีข้างต้น โดยราคาประเมินที่ได้จากวิธี Sum-of-the-part เท่ากับ 6,524.83 – 9,240.70 บาทต่อหุ้น หากผู้ถือหุ้นพิจารณาเทียบกับราคาตลาดซื้อขายจะพบว่า ค่าต่ำสุดของราคาประเมิน (6,524.83 บาทต่อหุ้น) ต่ำกว่าราคาตลาดซื้อขายร้อยละ 16.80 ในขณะที่ค่าสูงสุดของราคาประเมิน (9,240.70 บาทต่อหุ้น) สูงกว่าราคาตลาดซื้อขายร้อยละ 17.83 อย่างไรก็ตาม ราคาซื้อขายหุ้นในครั้งนี้ เป็นราคาที่อยู่ในช่วงราคาประเมินด้วยวิธี Sum-of-the-part ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ราคาตลาดซื้อขายดังกล่าวมีความเหมาะสม

นอกจากนี้ จากการพิจารณาโครงการลงทุนพัฒนาโรงแรมขึ้นใหม่ภายในบริเวณสนามกอล์ฟ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เป็นโครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนการลงทุน (Internal rate of return (“IRR”)) ที่เหมาะสม โดยคาดว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนการลงทุนประมาณร้อยละ 12.14 ต่อปี ซึ่งสูงกว่าต้นทุนถ่วงถ่วงน้ำหนัก (“WACC”) ของบริษัทที่อัตราร้อยละ 9.90 และมีระยะเวลาคืนทุน (Payback period) ประมาณ 12 ปี

สำหรับเงื่อนไขการเข้าทำรายการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า เงื่อนไขดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล โดยเป็นเงื่อนไขซึ่งสอดคล้องกับธรรมเนียมปฏิบัติโดยทั่วไปของการซื้อขายหุ้น โดยมีได้ส่งผลให้บริษัทเสียประโยชน์ให้แก่กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA อีกทั้ง เงื่อนไขในบางรายการยังเป็นเงื่อนไขที่ทำให้บริษัทในฐานะผู้ซื้อได้ประโยชน์มากกว่ากลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA กล่าวคือ ในกรณีที่ประชุมผู้ถือหุ้นสามัญผู้ถือหุ้นของ SENA ไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ กลุ่มผู้ขายหุ้น T.TREA ยินยอมจะไม่เรียกร้องค่าเสียหายใดๆ จาก SENA ทั้งสิ้น

การเข้าทำรายการทั้งหมดในครั้งนี้ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า แม้การทำรายการอาจจะก่อให้เกิดโอกาสที่จะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกันในอนาคต แต่เนื่องด้วยบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกันดังกล่าวได้แสดงเจตจำนงที่จะเสริมสร้างความโปร่งใสในการบริหารจัดการ และจัดเตรียมมาตรการรองรับเพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ดังกล่าวในเบื้องต้นแล้ว (ตามรายละเอียดในหัวข้อ 3.2.2 เรื่องข้อดีของการทำรายการ) การทำรายการนี้มีความสมเหตุสมผลทั้งในด้านวัตถุประสงค์การเข้าทำรายการ ราคาและเงื่อนไขของรายการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงควรลงมติอนุมัติการเข้าทำรายการ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการ ผู้ถือหุ้นสามารถพิจารณาจากข้อมูล เหตุผลและความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตามรายละเอียดข้างต้นที่ได้กล่าวไว้ในรายงานฉบับนี้ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัท ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและผู้ที่เกี่ยวข้อง การเยี่ยมชมกิจการ T.TREA ข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาและให้ความเห็นด้วยความรอบคอบตามหลักวิชาชีพ อย่างไรก็ตาม การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกิดจากการพิจารณาข้อมูลตามสภาวะเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ณ ขณะที่ทำการศึกษาเท่านั้น หากปัจจัยดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญก็อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ได้ ซึ่งการตัดสินใจสุดท้ายที่จะอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าวควรขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขอรับรองว่าได้พิจารณาให้ความเห็นในการทำรายการข้างต้นด้วยความรอบคอบตามหลักมาตรฐานวิชาชีพโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

(นายมนตรี ศรีไพศาล)

กรรมการบริหาร

บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

(นายภูษิต แก้วมงคลศรี)

กรรมการบริหาร

ในการปฏิบัติงานในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ ได้มอบหมายให้นายพงศานต์ คล่องวัฒนกิจ เป็นผู้ควบคุมการปฏิบัติงานในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน

(นายพงศานต์ คล่องวัฒนกิจ)

ผู้ควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน