

ความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

(แบบ 250-2)

ของ



บริษัท เชียงใหม่ไฟรเซนฟูตส์ จำกัด (มหาชน)

ผู้ทำคำเสนอซื้อ

บริษัท เกษตรเหินือ จำกัด

ที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น

บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด



16 ตุลาคม 2558

สารบัญ

1. สถานภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต พร้อม ข้อสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์	3
2. ความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของข้อมูลของกิจการที่ปรากฏในคำเสนอซื้อ	12
3. ความสัมพันธ์หรือข้อตกลงใด ๆ ของกรรมการของกิจการกับผู้ทำคำเสนอซื้อทั้งในส่วนตัวในฐานะ กรรมการของกิจการ หรือในฐานะตัวแทนของผู้ทำคำเสนอซื้อ ซึ่งรวมถึงการถือหุ้นของกรรมการ ของกิจการในนิติบุคคลผู้ทำคำเสนอซื้อ และการมีสัญญาหรือข้อตกลงที่มีหรือจะมีระหว่างกัน ในด้านต่าง ๆ (เช่น การบริหาร ฯลฯ)	12
3.1 ความสัมพันธ์ของกรรมการของกิจการกับผู้ทำคำเสนอซื้อ	12
3.2 การถือหุ้นของกรรมการของกิจการในผู้ทำคำเสนอซื้อ บุคคลกลุ่มเดียวกับผู้ทำคำเสนอซื้อ และบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ	12
3.3 การถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ หรือผู้มีอำนาจกระทำการผูกพัน ผู้ทำคำเสนอซื้อ ในกิจการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ	12
3.4 ความสัมพันธ์อื่นๆ	13
3.5 การมีสัญญาหรือข้อตกลงที่มีหรือจะมีระหว่างกันใดๆ	13
4. ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการต่อผู้ถือหลักทรัพย์	14
4.1 เหตุผลที่สมควรจะตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ	14
4.2 ความเห็นและเหตุผลของกรรมการของกิจการแต่ละราย และจำนวนหุ้นที่กรรมการแต่ละราย ถืออยู่ (เฉพาะในกรณีที่ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการตาม 4.1 ไม่เป็นเอกฉันท์)	15
4.3 ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้ง ความเป็นไปได้ของแผนงานและนโยบายดังกล่าว	15
4.4 ความเห็นเพิ่มเติมของคณะกรรมการของกิจการ (เฉพาะกรณีที่คำเสนอซื้อนั้นเป็นคำเสนอซื้อ เพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์)	17
5. ความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลที่อยู่ในบัญชีรายชื่อที่ปรึกษาทางการเงินที่ สำนักงานให้ความเห็นชอบ	17

เอกสารแนบ 1 รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ
บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)

ความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

16 ตุลาคม 2558

เรียน ผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์

เนื่องด้วยเมื่อวันที่ 8 ตุลาคม 2558 บริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) (ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่า “กิจการ” หรือ “บริษัทฯ”) ได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการจาก บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (“ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

ประเภทหลักทรัพย์	จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ		หลักทรัพย์ที่เสนอซื้อคิดเป็นร้อยละ		ราคาที่จะเสนอซื้อต่อหน่วย (บาท)	มูลค่าที่เสนอซื้อ (บาท)
	หุ้น/หน่วย	สิทธิออกเสียง	ของจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้ทั้งหมดของกิจการ	ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ		
หุ้นสามัญ	251,155,875	251,155,875	65.89	65.89	3.85	966,950,118.75
หุ้นบุริมสิทธิ	-	-	-	-	-	-
ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น	-	-	-	-	-	-
หุ้นกู้แปลงสภาพ	-	-	-	-	-	-
หลักทรัพย์อื่น (ถ้ามี)	-	-	-	-	-	-
			รวม	65.89	รวม	966,950,118.75

ราคาเสนอซื้อ และระยะเวลารับซื้อ

ราคาเสนอซื้อหุ้นสามัญหุ้นละ 3.85 บาท (สามบาทแปดสิบห้าสตางค์) (“ราคาเสนอซื้อ”) ซึ่งผู้ทำคำเสนอซื้อจะชำระค่าตอบแทนในรูปแบบเงินสด โดยหากผู้แสดงเจตนาขายมีบัญชีหลักทรัพย์กับบริษัทหลักทรัพย์ที่ให้บริการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ จะมีภาระค่าธรรมเนียมในการเสนอขายหุ้นสามัญดังกล่าวในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มในอัตราร้อยละ 7.00 ของค่าธรรมเนียมในการเสนอขายหุ้น ดังนั้น ราคาสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับจะเท่ากับหุ้นละ 3.839701 บาท (ไม่รวมภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่ายตามกฎหมาย (ถ้ามี))

ระยะเวลารับซื้อหลักทรัพย์ รวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ ตั้งแต่วันที่ 12 ตุลาคม 2558 ถึงวันที่ 16 พฤศจิกายน 2558 เฉพาะวันทำการของตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์ ระหว่างเวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น.

ซึ่งราคาเสนอซื้อ และระยะเวลารับซื้อดังกล่าว เป็นราคาเสนอซื้อและระยะเวลารับซื้อสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (final offer and final period) เว้นแต่เข้าเงื่อนไขดังต่อไปนี้

- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อ หรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อ หากมีเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่ออย่างร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ หรือในกรณีเหตุการณ์ผิดปกติ เช่น การประกาศวันหยุดราชการเพิ่มเติมในระหว่างระยะเวลารับซื้อ
- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจแก้ไขข้อเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อเพื่อแข่งขันกับบุคคลอื่นนั้น หากมีบุคคลอื่นยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ

- ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหากกิจการมีการประกาศจ่ายหรือจ่ายเงินปันผลหรือสิทธิประโยชน์อื่นใด ณ หรือ หลังจากวันที่ประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการแล้ว ราคาเสนอซื้อจะถูกหักลดลงไปเท่ากับจำนวนเงินปันผลหรือสิทธิประโยชน์นั้นๆ ต่อหุ้น

และผู้ทำคำเสนอซื้ออาจยกเลิกคำเสนอซื้อได้ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

- มีเหตุการณ์หรือการกระทำใดๆ เกิดขึ้นภายหลังจากยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อฐานะการเงินหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยเหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าว มิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ หรือ
- กิจการกระทำการใดๆ ภายหลังจากยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นผลให้มูลค่าของหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือ
- กิจการกระทำการใดๆ ที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.14/2554 ว่าด้วยการกระทำหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ

ทั้งนี้ ในกรณีที่ผู้ถือหลักทรัพย์ไม่ได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ผู้ถือหลักทรัพย์สามารถติดต่อขอรับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ได้ที่

บริษัท เชียงใหม่ฟรอสเฟนฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
149/34 ซอยแองโกลพลาซ่า ถนนสุขุมวิท กรุงเทพฯ 10500
โทร: 02-634-0061-4
โทรสาร: 02-238-4090

หรือสามารถดาวน์โหลดคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ได้ที่ www.cmfrozen.com

กิจการได้พิจารณาข้อเสนอในคำเสนอซื้อโดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหลักทรัพย์แล้ว ขอเสนอความเห็นเพื่อประกอบการพิจารณาดังนี้

1. สถานภาพของกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาและที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต พร้อมข้อสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์

1.1 ประวัติความเป็นมา

บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นในปี 2531 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรกจำนวน 50 ล้านบาท เพื่อดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตแปรรูปและจำหน่ายสินค้าทางการเกษตรโดยเฉพาะในผลิตภัณฑ์พืชผักแช่แข็ง เช่น ถั่วแระแช่แข็ง ถั่วแขกแช่แข็ง ข้าวโพดหวานแช่แข็ง เป็นต้น ต่อมาในปี 2534 บริษัทฯ ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 125 ล้านบาท และเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่มีนาคม 2536 ภายใต้ชื่อ CM

ในปี 2546 บริษัทฯ ร่วมลงทุนกับ บริษัท ริเวอร์แคว อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด ในบริษัท อะกริฟู๊ด โปรเซสซิง จำกัด ในสัดส่วนร้อยละ 51 เพื่อดำเนินธุรกิจเป็นผู้จำหน่ายข้าวโพดแช่แข็งส่งออก ต่อมาในปี 2547 บริษัทฯ ได้ซื้อเงินลงทุนร้อยละ 49 จากบริษัท ริเวอร์แคว อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด ทำให้บริษัทฯ มีสัดส่วนลงทุนคิดเป็นร้อยละ 100 และในเดือนธันวาคม 2557 บริษัทฯ อะกริฟู๊ด โปรเซสซิง จำกัด ได้หยุดดำเนินการประกอบธุรกิจและโอนธุรกิจและพนักงานมาที่บริษัทฯ เพื่อดำเนินการส่งออกข้าวโพดแช่แข็งโดยตรง

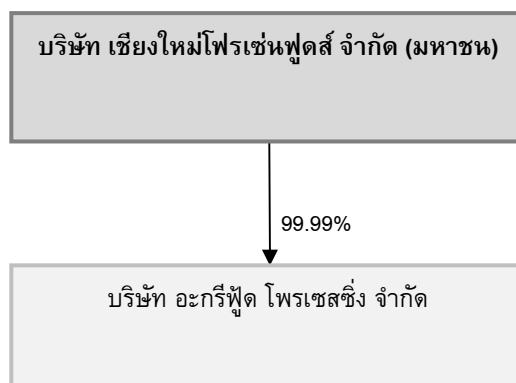
บริษัทฯ ได้มีการเพิ่มทุนเรื่อยมาเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งของฐานะการเงินและความสามารถในการแข่งขัน โดยมีทุนที่เรียกชำระแล้วล่าสุด ณ 30 มิถุนายน 2558 เท่ากับ 381,145,725 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 381,145,725 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท

1.2 ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัทฯ และบริษัทย่อย ดำเนินธุรกิจผลิตแปรรูปและจำหน่ายผลิตภัณฑ์พืชผักแช่แข็ง ประกอบด้วย ถั่วแระแช่แข็ง ถั่วแขกแช่แข็ง ข้าวโพดหวานแช่แข็ง ข้าวโพดฝักอ่อนแช่แข็ง และผักผสมแช่แข็ง ซึ่งเป็นการนำเอาผลิตผลทางการเกษตรคือ ถั่วแระ ถั่วแขก ข้าวโพด มาผ่านกระบวนการผลิต ได้แก่ คัดเลือก ตัดแต่ง ล้าง ต้มสุก แล้วนำไปทำการแช่แข็งและเก็บรักษาไว้ในห้องเย็น เพื่อบรรจุและจำหน่ายไปยังตลาดต่างประเทศ โดยมีลูกค้าหลักในประเทศญี่ปุ่น คิดเป็นสัดส่วนกว่าร้อยละ 80 ของการส่งออกทั้งหมด

ปัจจุบัน บริษัทฯ มีโรงงาน 2 แห่ง ตั้งอยู่ที่อำเภอสันทราย จังหวัดเชียงใหม่ กำลังการผลิตรวม 42,000 ตัน

โครงสร้างกลุ่มบริษัท



1.3 คณะกรรมการ

คณะกรรมการของกิจการ ณ วันที่ 28 เมษายน 2558 มีจำนวน 10 ท่าน ดังนี้

- | | |
|----------------------------|---|
| 1. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ | ประธานกรรมการ |
| 2. นายประภาส พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการผู้จัดการ |
| 3. นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ | กรรมการ |
| 4. นายประยุทธ์ พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการ |
| 5. นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการ |
| 6. นายหลาน มู่ ชิว | กรรมการ |
| 7. นายอำนาจ ยศสุข | กรรมการอิสระ และประธานคณะกรรมการตรวจสอบ |
| 8. นายอำพล รวยฟูพันธ์ | กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ |
| 9. ดร.ภูษิต วงศ์หล่อสายชล | กรรมการอิสระ |
| 10. นางสาวตรุณี เรืองธรรม | กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ |

โครงสร้างของคณะกรรมการของกิจการภายหลังการทำคำเสนอซื้อแล้วเสร็จ

ภายหลังการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างกรรมการของกิจการ แต่เพื่อให้สอดคล้องตามหลักธรรมาภิบาลที่ดี นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ จะไม่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร แต่ยังคงดำรงตำแหน่งกรรมการบริหาร และประธานกรรมการบริษัท และจะให้คณะกรรมการสรรหาบุคคลที่มีคุณสมบัติ ความรู้ ความชำนาญ และประสบการณ์ที่จำเป็นและเหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจมาแทน

1.4 ผู้ถือหุ้น

ณ วันที่ 16 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด กิจการมีหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วรวมทั้งสิ้น 381,145,725 บาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 381,145,725 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท โดยมีรายละเอียดผู้ถือหุ้นสูงสุด 10 รายแรก ดังนี้

รายชื่อ	จำนวนหุ้นที่ถือ	ร้อยละ
1. กลุ่ม บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด ("ผู้ทำคำเสนอซื้อ")		
1.1 บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด	129,989,850	34.11
1.2 บุคคลที่กระทำการร่วมกัน		
1) นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	306,517	0.08
2) นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	874,090	0.23
3) นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
4) นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
1.3 บุคคลตามมาตรา 258 ของ 1.1 และ 1.2		
1) นางจรรุติ พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
2) ด.ญ.ภัณฑิรา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
3) ด.ญ.อติภา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
รวมกลุ่มผู้ทำคำเสนอซื้อ	139,120,157	36.50
2. Nomura Securities Co., Ltd. – Client A/C	19,057,313	5.00
3. Mr. Lan, Mu-Chiou และภรรยา	18,030,830	4.73

รายชื่อ	จำนวนหุ้นที่ถือ	ร้อยละ
4. นางสาวนงนุช เบ็ญจศิริวรรณ	15,348,680	4.03
5. นายประภาส พลพัฒน์พงศ์ และภรรยา	14,441,170	3.79
6. บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	11,055,266	2.90
7. Miss Chang, Min-Fang	8,837,730	2.32
8. Mr. Lan, Ming-Te	7,209,514	1.89
9. Mr. Lan, Ming-Shih	7,037,625	1.85
10. Mr. Lu, Yu-Chin	6,105,309	1.60
รวมกลุ่มผู้ถือหุ้น 10 รายแรก	246,243,594	64.61
11 อื่นๆ	134,902,131	35.39
รวม	381,145,725	100.00

โครงสร้างการถือหุ้นของกิจการภายหลังการทำค่าเสนอซื้อ

โครงสร้างการถือหุ้นของกิจการภายหลังการทำค่าเสนอซื้อ ภายใต้สมมติฐานที่ว่าผู้ถือหุ้นทุกรายตอบรับค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์ ยกเว้นผู้ทำค่าเสนอซื้อ บุคคลที่กระทำการร่วมกัน (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของกลุ่มบุคคลดังกล่าว ที่ได้แสดงเจตจำนงไม่ตอบรับค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้

รายชื่อ	จำนวนหุ้นที่ถือ	ร้อยละ
1. กลุ่ม บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (“ผู้ทำค่าเสนอซื้อ”)		
1.1 บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด	372,015,418	97.60
1.2 บุคคลที่กระทำการร่วมกัน		
1) นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	306,517	0.08
2) นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	874,090	0.23
3) นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
4) นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
1.3 บุคคลตามมาตรา 258 ของ 1.1 และ 1.2		
1) นางจรรุรัตน์ พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
2) ด.ญ.ภัณฑิรา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
3) ด.ญ.อติภา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
รวมกลุ่มผู้ทำค่าเสนอซื้อ	381,145,725	100.00
รวม	381,145,725	100.00

1.5 สรุปฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางสรุปฐานะการเงินของบริษัทฯ และบริษัทย่อยสำหรับปี 2555 – 2557 และงวด 6 เดือนของปี 2558

ฐานะทางการเงินรวม	31 ธันวาคม 2555		31 ธันวาคม 2556		31 ธันวาคม 2557		30 มิถุนายน 2558	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์								
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	354.3	24.6	175.9	12.1	172.9	12.5	437.7	30.6
เงินลงทุนชั่วคราว (เงินฝากประจำ)	205.6	14.3	406.0	27.9	296.0	21.3	50.0	3.5
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	63.3	4.4	96.0	6.6	91.6	6.6	131.2	9.2
ลูกหนี้ชาวไร่	49.7	3.4	39.6	2.7	24.8	1.8	27.1	1.9
สินค้าคงเหลือ	356.8	24.7	339.5	23.3	438.7	31.5	442.6	30.9
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	1,029.7	71.4	1,057.0	72.7	1,022.0	73.7	1,088.7	76.1
เงินฝากธนาคารที่มีภาระค้ำประกัน	14.9	1.0	15.2	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	381.3	26.4	368.0	25.3	347.2	25.0	326.1	22.8
โปรแกรมคอมพิวเตอร์	4.6	0.3	4.0	0.3	6.8	0.5	7.1	0.5
สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี	7.0	0.5	8.1	0.6	9.3	0.7	8.4	0.6
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	4.2	0.3	1.8	0.1	1.8	0.1	1.1	0.1
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	412.0	28.6	397.1	27.3	365.1	26.3	342.7	23.9
รวมสินทรัพย์	1,441.8	100.0	1,454.1	100.0	1,387.0	100.0	1,431.3	100.00
หนี้สิน								
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	93.4	6.5	81.7	5.6	74.2	5.3	88.5	6.2
ภาษีเงินได้คืนติดบุคคลค้างจ่าย	17.2	1.2	7.2	0.5	1.7	0.1	16.9	1.2
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2.8	0.2	3.2	0.2	3.4	0.2	3.9	0.3
รวมหนี้สินหมุนเวียน	113.5	7.9	92.0	6.3	79.2	5.7	109.2	7.6
ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	29.6	2.1	35.3	2.4	40.3	2.9	41.0	2.9
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	29.6	2.1	35.3	2.4	40.3	2.9	41.0	2.9
รวมหนี้สิน	143.1	9.9	127.3	8.8	119.5	8.6	150.2	10.5
ส่วนของผู้ถือหุ้น								
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	381.1	26.4	381.1	26.2	381.1	27.5	381.1	26.6
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสามัญ	68.0	4.7	68.0	4.7	68.0	4.9	68.0	4.8
รวมหุ้นทุนของกิจการ	449.1	31.2	449.1	31.0	449.1	32.4	449.1	31.4
กำไรสะสม								
จัดสรรแล้ว-ทุนสำรองตามกฎหมาย	38.1	2.6	38.1	2.6	38.1	2.7	38.1	2.7
ยังไม่จัดสรร	811.4	56.3	839.6	57.7	780.2	56.3	793.8	55.5
ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทฯ	849.5	58.9	877.7	60.4	818.4	59.0	831.9	58.1
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	1,298.7	90.1	1,326.8	91.2	1,267.5	91.4	1,281.1	89.5
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	1,441.8	100.0	1,454.1	100.0	1,387.0	100.0	1,431.3	100.0

ตารางสรุปผลการดำเนินงานของบริษัทฯ สำหรับปี 2555 – 2557 และงวด 6 เดือนของปี 2557 และ 2558

ผลการดำเนินงานรวม	ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557		6 เดือนแรก ปี 2557		6 เดือนแรก ปี 2558	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้										
รายได้จากการขาย	1,491.5	98.8	1,426.5	98.7	1,413.6	98.6	734.1	98.5	714.1	99.0
รายได้อื่น	17.7	1.2	19.1	1.3	19.8	1.4	11.4	1.5	7.1	1.0
รวมรายได้จากการขายและรายได้อื่น	1,509.2	100.0	1,445.6	100.0	1,433.4	100.0	745.5	100.0	721.2	100.00
กำไร (ขาดทุน) จากอัตราแลกเปลี่ยน	11.6	0.8	17.7	1.2	(29.6)	(2.1)	(32.5)	(4.4)	0.3	0.0
รายได้รวม	1,520.8		1,463.3		1,403.8		713.0		721.5	
ค่าใช้จ่าย										
ต้นทุนขาย	1,110.8	73.6	1,112.9	77.0	1,140.9	79.6	557.9	74.8	564.5	78.3
ค่าใช้จ่ายในการขาย	110.2	7.3	104.6	7.2	100.6	7.0	51.8	6.9	47.8	6.6
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	91.4	6.1	89.1	6.2	91.8	6.4	50.6	6.8	39.8	5.5
ค่าใช้จ่ายรวม	1,312.4	87.0	1,306.6	90.4	1,333.3	93.0	660.3	88.5	652.1	90.4
กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษีเงินได้	208.4	13.8	156.7	10.8	70.5	4.9	52.7	7.1	69.4	9.6
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	34.4	2.3	20.9	1.4	10.1	0.7	8.6	1.2	17.7	2.4
กำไร (ขาดทุน) สำหรับงวด	174.1	11.5	135.8	9.4	60.4	4.2	44.1	5.9	51.7	7.2
กำไร (ขาดทุน) เบ็ดเสร็จอื่น:										
ผลขาดทุนจากการประมาณการตามหลักคณิตศาสตร์ประกันภัยสำหรับโครงการผลประโยชน์หลังออกจากรางาน	-	-	0.9	0.1	1.6	0.1	-	-	-	-
กำไร (ขาดทุน) เบ็ดเสร็จรวมสำหรับงวด	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2
การแบ่งปันกำไร (ขาดทุน)										
ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2
ส่วนของผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
กำไร (ขาดทุน) เบ็ดเสร็จรวมสำหรับงวด	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2

ตารางสรุปผลการดำเนินงานของบริษัทฯ สำหรับปี 2555 – 2557 และงวด 6 เดือนของปี 2557 และ 2558

อัตราส่วนทางการเงิน	หน่วย	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557	6 เดือนแรก ปี 2557	6 เดือนแรก ปี 2558
อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio)						
อัตราส่วนสภาพคล่อง	เท่า	9.1	11.5	12.9	8.2	10.0
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	เท่า	5.5	7.4	7.0	5.0	5.6
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร (Profitability Ratio)						
อัตรากำไรขั้นต้น	ร้อยละ	25.5	22.0	19.3	24.0	21.0
อัตรากำไรสุทธิ	ร้อยละ	11.7	9.5	4.3	6.2	7.2
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ร้อยละ	13.9	10.3	4.7	3.5	4.0
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio)						
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ร้อยละ	12.8	9.4	4.3	3.1	3.6
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ถาวร	ร้อยละ	59.8	52.2	33.8	12.7	15.9
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์	เท่า	1.1	1.0	1.0	0.5	0.5
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (Financial Policy Ratio)						
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	เท่า	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บาท	3.41	3.48	3.33	3.29	3.36
กำไร (ขาดทุน) สุทธิต่อหุ้น	บาท	0.45	0.36	0.16	0.12	0.14
เงินปันผลต่อหุ้น	บาท	0.28	0.31	0.10	-	-

1.5.1 การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน

รายได้

บริษัทฯ มีรายได้รวมในปี 2555 จำนวน 1,520.8 ล้านบาท ประกอบด้วย รายได้จากการขายจำนวน 1,491.5 ล้านบาท และรายได้อื่น ซึ่งได้แก่ ดอกเบี้ยรับ รายได้จากการขายเศษวัตถุดิบ กำไรจากขายเครื่องจักรที่ด้อยค่า จำนวน 17.7 ล้านบาท และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 11.6 ล้านบาท

รายได้รวมในปี 2556 มีจำนวน 1,463.3 ล้านบาท ลดลงจากปี 2555 จำนวน 57.6 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 3.8 โดยมีสาเหตุหลักมาจากการปริมาณการขายที่ลดลงจำนวน 1,601 ตัน จากค่าเงินที่อ่อนค่าลงทำให้เกิดการชะลอตัวของผู้บริโภคในประเทศคู่ค้า ส่งผลให้รายได้จากการขายลดลงจาก 1,491.5 ล้านบาท ในปี 2555 เป็น 1,426.5 ล้านบาทในปี 2556 หรือคิดเป็นลดลงร้อยละ 4.4 ในขณะที่บริษัทฯ มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 17.7 ล้านบาท และรายได้อื่นจำนวน 19.1 ล้านบาทใกล้เคียงกับปีก่อน

รายได้รวมในปี 2557 มีจำนวน 1,403.8 ล้านบาท ลดลงจากปี 2556 จำนวน 59.5 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 4.2 สาเหตุหลักเนื่องจากปริมาณการขายลดลงจากปีก่อนหน้า 1,591 ตัน ซึ่งเป็นผลจากการปรับเปลี่ยนอัตราภาษีมูลค่าเพิ่ม และค่าเงินที่อ่อนค่าลงต่อเนื่องของประเทศคู่ค้า ส่งผลให้เกิดการชะลอตัวต่อเนื่องของผู้บริโภคในประเทศคู่ค้า นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 29.6 ล้านบาท

รายได้รวมสำหรับช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 มีจำนวน 721.5 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.5 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.2 จากงวดเดียวกันของปีก่อน ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลง โดยบริษัทฯ มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 0.3 ล้านบาท ในขณะที่ปีก่อน บริษัทฯ มีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 32.5 ล้านบาท ในส่วนของรายได้จากการขาย บริษัทฯ มีรายได้จากการขายลดลง จำนวน 20.0 ล้านบาท อันเนื่องมาจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าของบริษัทฯ

ค่าใช้จ่าย

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2555 มีจำนวน 1,312.4 ล้านบาท ประกอบด้วย ต้นทุนขายจำนวน 1,110.8 ล้านบาท ค่าใช้จ่ายในการขายจำนวน 110.2 ล้านบาท โดยมีค่าใช้จ่ายหลักได้แก่ ค่าระวาง ค่าขนส่ง ค่านายหน้า และค่าใช้จ่ายในการบริหารจำนวน 91.4 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2556 มีจำนวน 1,306.6 ล้านบาท ซึ่งถึงแม้รายได้จากการขายจะลดลง แต่ต้นทุนขายของบริษัทฯ ไม่ได้ลดลงตามยอดขาย เนื่องจากผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ การปรับขึ้นค่าไฟฟ้า และค่าพัสดุบรรจุภัณฑ์ ส่งผลให้บริษัทฯ มีต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่สูงขึ้น นอกจากนี้ บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายในการขายจำนวน 104.6 ล้านบาท ซึ่งลดลงจากปีก่อนตามการลดลงของค่าระวาง และค่าใช้จ่ายในการบริหารจำนวน 89.1 ล้านบาท

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2557 มีจำนวน 1,333.3 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26.7 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.0 จากปีก่อน โดยมีสาเหตุหลักที่มาจาก ราคาเชื้อเพลิงและพลังงานที่ใช้ในการผลิตยังคงเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ผลผลิตภาพ (productivity) ของบริษัทฯ ลดลงเนื่องจากคุณภาพของวัตถุดิบ ทำให้บริษัทฯ มีต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่สูงขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายมีจำนวน 100.6 ล้านบาทซึ่งลดลงจากปีก่อนตามการลดลงของค่าระวาง และค่าใช้จ่ายในการบริหารมีจำนวน 91.8 ล้านบาท

สำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายจำนวน 652.1 ล้านบาท ลดลงจำนวน 8.1 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 1.2 โดยต้นทุนขายของบริษัทฯ เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากผลกระทบของคุณภาพวัตถุดิบ ในปี 2557 บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับภาษีมูลค่าเพิ่มที่ไม่มีสิทธิขอคืนพร้อมเบี่ยงปรับและเงินเพิ่ม จำนวน 10.6 ล้านบาท ซึ่งเป็นรายการที่ไม่ได้เกิดเป็นประจำ ในปี 2558 บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการลงทุนในประเทศมาเป็นจำนวน 1.5 ล้านบาท และการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยของค่าระวางเป็นผลมาจากการอ่อนตัวของค่าเงินบาท

กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิ

กำไรสุทธิของบริษัทฯ ในปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 174.1 ล้านบาท 134.9 ล้านบาท 58.8 ล้านบาท และ 51.7 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับร้อยละ 11.5 ร้อยละ 9.3 ร้อยละ 4.1 และร้อยละ 7.2 ตามลำดับ โดยกำไรสุทธิที่ลดลงในช่วงปี 2555 – 2557 มีสาเหตุหลักยอดขายไม่เป็นไปตามเป้าหมายเนื่องจากเศรษฐกิจภายในประเทศของลูกค้านั้นชะลอตัว ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่สูงขึ้น เนื่องมาจากค่าแรงขั้นต่ำที่สูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของค่าไฟฟ้าในช่วงที่ผ่านมา ผลผลิตภาพ (productivity) ที่ลดลงเนื่องจากคุณภาพของวัตถุดิบ ในช่วงปี 2555 – 2557 อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรสุทธิของบริษัทฯ เพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี 2558 โดยมีสาเหตุหลักมาจากค่าเงินบาทที่อ่อนตัวอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐทำให้ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนลดลง 32.8 ล้านบาท เทียบกับงวด 6 เดือนปีก่อน ขณะที่ต้นทุนราคาเชื้อเพลิงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับในอดีต

1.5.2 การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน

สินทรัพย์

สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 1,441.8 ล้านบาท 1,454.1 ล้านบาท 1,387.0 ล้านบาท และ 1,431.3 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทฯ ได้แก่ เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด สินค้าคงเหลือ และที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

ในปี 2557 เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (รวมเงินฝากประจำ) ลดลงอย่างมีสาระสำคัญจาก 581.9 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2556 เป็น 468.9 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 ซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณการผลิตสินค้าที่เพิ่มมากขึ้นในระหว่างปี โดยในช่วงเวลาเดียวกันสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นจำนวนจาก 339.5 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2556 เป็น 436.7 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 หรือเพิ่มขึ้นจำนวน 97.2 ล้านบาท ทั้งนี้เนื่องจากในปี 2556 รัฐบาลได้ยกเลิกโครงการรับจำนำข้าว ประกอบกับราคาข้าวที่ตกต่ำในตลาด ทำให้เกษตรกรบางส่วนได้เปลี่ยนมาปลูกพืชผลในโครงการของบริษัทฯ ทำให้ในปี 2557 บริษัทฯ มีวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตได้เพิ่มขึ้น ในขณะที่สินทรัพย์อื่นมีการเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยอันเป็นผลมาจากการดำเนินงาน

ณ สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (รวมเงินฝากประจำ) จำนวน 487.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก ณ สิ้นปี 2557 นอกจากนี้บริษัทฯ มีสินค้าคงเหลือจำนวน 442.6 ล้านบาทเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยจาก ณ สิ้นปี 2557 และที่ดิน อาคารและอุปกรณ์จำนวน 326.1 ล้านบาท ลดลงจำนวน 21.1 ล้านบาท เป็นผลมาจากค่าเสื่อมราคา

หนี้สิน

หนี้สินรวมของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 143.1 ล้านบาท 127.3 ล้านบาท 119.5 ล้านบาท และ 150.2 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งส่วนใหญ่เป็น เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น และ ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน โดยหนี้สินทั้งสองประเภทนี้คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 86.0 – 95.8 ของหนี้สินทั้งหมด

ณ สิ้นปี 2555 – 2557 หนี้สินของบริษัทฯ มีจำนวนลดลงเนื่องจากบริษัทมีภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่ายลดลง อันเนื่องมาจากกำไรสุทธิของบริษัทฯ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ณ สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 ภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่ายเพิ่มขึ้นจาก ณ สิ้นปี 2557 จำนวน 15.2 ล้านบาท

ส่วนของผู้ถือหุ้น

ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 1,298.7 ล้านบาท 1,326.8 ล้านบาท 1,267.5 ล้านบาท และ 1,281.1 ล้านบาท ตามลำดับ โดยส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นระหว่างปี เป็นผลมาจากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทฯ โดยสาเหตุหลักของการเปลี่ยนแปลงมาจากการเปลี่ยนแปลงในกำไรสะสมยังไม่ได้สรรของทางบริษัทฯ อันเนื่องมาจากผลประกอบการของบริษัทฯ และการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ในระหว่างปี 2555 – 2557 บริษัทฯ จ่ายเงินปันผลในอัตราหุ้นละ 0.28 บาท 0.31 บาท และ 0.10 บาท ตามลำดับ

ในภาพรวมฐานะทางการเงินระหว่างสิ้นปี 2557 และสิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีอัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) ลดลงจาก 12.9 เท่า เป็น 10.0 เท่า และมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) คงที่เท่ากับ 0.1 เท่า โดยมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด และเงินลงทุนชั่วคราวรวมจำนวน 487.7 ล้านบาท แสดงให้เห็นถึงฐานะทางการเงินที่มั่นคงของบริษัทฯ

1.5.3 การคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ภายหลังจากการเข้ามาถือหุ้นของกิจการโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงกิจการอย่างมีนัยสำคัญทั้งในด้านนโยบายดำเนินงาน แผนการดำเนินธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงบุคลากรที่สำคัญ แผนองค์กร และ/หรือ โครงสร้างองค์กร การจำหน่ายสินทรัพย์ในการดำเนินธุรกิจของกิจการหรือบริษัทย่อย และโครงสร้างทางการเงิน โดยกิจการยังคงวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจเป็นผู้ผลิตและผู้ส่งออกผักและผลไม้แช่แข็ง โดยมีสินค้าหลัก ได้แก่ ถั่วแระ ถั่วแขก และข้าวโพดหวาน และเน้นการจำหน่ายสินค้าไปยังต่างประเทศเป็นหลัก โดยเฉพาะประเทศญี่ปุ่น

กิจการคาดการณ์ว่าในปีนี้ ปริมาณและราคาขายผลิตภัณฑ์มีแนวโน้มใกล้เคียงกับปีที่ผ่านมา เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่นซึ่งเป็นคู่ค้าสำคัญของบริษัทฯ ยังคงชะลอตัว ประกอบกับการที่รัฐบาลญี่ปุ่นมีมติปรับเพิ่มภาษีมูลค่าเพิ่มตั้งแต่ 1 เมษายน 2557 และการอ่อนค่าของสกุลเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ทำให้ผู้นำเข้ามีต้นทุนการนำเข้าผลิตภัณฑ์สูงขึ้น แต่ไม่สามารถที่จะปรับราคาขายสินค้าในประเทศให้สะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ ส่งผลให้กิจการไม่สามารถขอปรับขึ้นราคาสินค้าเพื่อสะท้อนต้นทุนที่แท้จริงได้ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานของกิจการน่าจะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากกิจการใช้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นหลักในการขาย การอ่อนค่าของสกุลเงินบาทต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงที่ผ่านมาก่อให้เกิดผลดีต่อกิจการ ประกอบกับแนวโน้มราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ลดลง คาดว่า จะส่งผลกระทบในทางบวกต่อกิจการ ในด้านต้นทุนการผลิตและค่าขนส่งที่ลดลง นอกจากนี้ กิจการมีนโยบายในการปรับปรุงการเก็บเกี่ยวผลผลิตเพื่อเพิ่มผลผลิตต่อไร่อย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้มีประสิทธิภาพการผลิตสูงขึ้นและต้นทุนการผลิตต่อหน่วยลดลง ทั้งนี้ กิจการคาดว่าสภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ ปัจจัยพื้นฐาน สภาพการแข่งขัน และความเสี่ยงจากการประกอบธุรกิจด้านต่างๆ จะไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

2. ความเห็นเกี่ยวกับความถูกต้องของข้อมูลของกิจการที่ปรากฏอยู่ในคำเสนอซื้อ

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่าข้อมูลต่างๆ เกี่ยวกับกิจการตามที่ปรากฏในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) ลงวันที่ 8 ตุลาคม 2558 มีความถูกต้องครบถ้วนในสาระสำคัญ

3. ความสัมพันธ์หรือข้อตกลงใดๆ ของกรรมการของกิจการกับผู้ทำคำเสนอซื้อทั้งในฐานะส่วนตัว ในฐานะกรรมการของกิจการ หรือในฐานะตัวแทนของผู้ทำคำเสนอซื้อ ซึ่งรวมถึงการถือหุ้นของกรรมการของกิจการ ในนิติบุคคลผู้ทำคำเสนอซื้อ และการมีสัญญาหรือข้อตกลงที่มีหรือจะมีระหว่างกันในด้านต่าง ๆ

3.1 ความสัมพันธ์ของกรรมการของกิจการกับผู้ทำคำเสนอซื้อ

ณ วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ กรรมการของกิจการดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการของผู้ทำคำเสนอซื้อ ดังนี้

ชื่อ – สกุล	ตำแหน่งในกิจการ	ตำแหน่งในผู้ทำคำเสนอซื้อ
1. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	ประธานกรรมการ	ประธานกรรมการ
2. นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	กรรมการ	กรรมการ

3.2 การถือหุ้นของกรรมการของกิจการในผู้ทำคำเสนอซื้อ บุคคลกลุ่มเดียวกับผู้ทำคำเสนอซื้อ และบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ

ณ วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ กรรมการของกิจการที่ถือหุ้นในผู้ทำคำเสนอซื้อ บุคคลกลุ่มเดียวกับผู้ทำคำเสนอซื้อ และบุคคลตามมาตรา 258 มีดังนี้

ชื่อ – สกุล	จำนวนหุ้นที่ถือในผู้ทำคำเสนอซื้อ (หุ้น)	ร้อยละของจำนวนหุ้นทั้งหมด	ร้อยละของสิทธิออกเสียงทั้งหมด
1. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	8,400,000	40.0	40.0
2. นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	3,150,000	15.0	15.0

3.3 การถือหุ้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ หรือผู้มีอำนาจกระทำการผูกพันผู้ทำคำเสนอซื้อ ในกิจการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการ

ณ วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อ หรือผู้มีอำนาจกระทำการผูกพันผู้ทำคำเสนอซื้อ ถือหุ้นสามัญของกิจการรวมทั้งสิ้น 132,746,617 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 34.83 ของทุนที่เรียกชำระแล้วของกิจการ

ชื่อ – สกุล	จำนวนหุ้นที่ถือในกิจการ (หุ้น)	ร้อยละของจำนวนหุ้นทั้งหมด	ร้อยละของสิทธิออกเสียงทั้งหมด
1. ผู้ทำคำเสนอซื้อ	129,989,850	34.11	34.11
2. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	306,517	0.08	0.08
3. นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	2,450,250	0.64	0.64

3.4 ความสัมพันธ์อื่นๆ

ณ วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการมีผู้ถือหุ้นร่วมกัน ดังนี้

ชื่อ	ร้อยละของการถือหุ้น ในผู้ทำคำเสนอซื้อ	ร้อยละของการถือหุ้น ในกิจการ
1. ผู้ทำคำเสนอซื้อ	-	34.11
2. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	40.00	0.08
3. นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	15.00	0.23
4. นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	15.00	0.97
5. นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	15.00	0.97

3.5 การมีสัญญาหรือข้อตกลงที่มีหรือจะมีระหว่างกันใด ๆ

กิจการและผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีการทำสัญญาหรือข้อตกลงระหว่างกันใดๆ

4. ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการต่อผู้ถือหลักทรัพย์

บริษัทฯ ได้จัดประชุมคณะกรรมการบริษัทครั้งที่ 5/2558 เมื่อวันที่ 16 ตุลาคม 2558 เพื่อพิจารณาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของผู้ทำคำเสนอซื้อ โดยมีคณะกรรมการที่เข้าร่วมประชุม 9 ท่าน ดังนี้

- | | |
|----------------------------|---|
| 1. นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ | ประธานกรรมการ |
| 2. นายประภาส พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการผู้จัดการ |
| 3. นายประยุทธ์ พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการ |
| 4. นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์ | กรรมการ |
| 5. นายหลาน มู่ ชิว | กรรมการ |
| 6. นายอำนาจ ยศสุข | กรรมการอิสระ และประธานคณะกรรมการตรวจสอบ |
| 7. นายอำพล รวยฟูพันธ์ | กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ |
| 8. ดร.ภูษิต วงศ์หล่อสายชล | กรรมการอิสระ |
| 9. นางสาวศุภณี เรืองธรรม | กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ |

ทั้งนี้ กรรมการผู้มีส่วนได้เสียจำนวน 2 ท่าน คือ นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ และนายอังกูร พลพัฒน์พงศ์ ได้ขอยกออกจากห้องประชุมเมื่อเริ่มวาระที่คณะกรรมการพิจารณาและให้ความเห็นเกี่ยวกับคำเสนอซื้อ

4.1 เหตุผลที่สมควรจะตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

คณะกรรมการของกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสีย ได้พิจารณาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) และความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้น คือ บริษัท ที่ปรึกษา เอเซีย พลัส จำกัด (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) แล้ว มีความเห็นสอดคล้องกับที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงมีความเห็นเป็นเอกฉันท์ว่าผู้ถือหลักทรัพย์ควรพิจารณา ปฏิเสธ คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เนื่องจากเหตุผลดังนี้

1. ราคาเสนอซื้อต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่เหมาะสม

ราคาเสนอซื้อหุ้นของกิจการที่ 3.85 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมของกิจการที่คำนวณโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดและวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี ซึ่งอยู่ระหว่าง 4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าร้อยละ 16.8 – 30.0

2. โอกาสในการรับผลตอบแทนที่สูงขึ้นในอนาคต

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีนโยบายเปลี่ยนแปลงใดๆ ในแผนการบริหารงานอย่างมีนัยสำคัญ และจะสนับสนุนแผนการลงทุนขยายฐานการผลิตไปยังประเทศเพื่อนบ้าน และกระจายสินค้าไปยังภูมิภาคอื่นๆ มากขึ้น อันจะช่วยเพิ่มฐานรายได้และกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลดีต่อการดำเนินธุรกิจของกิจการและผู้ถือหุ้นในระยะยาว ทั้งนี้ หากความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจของกิจการไม่เปลี่ยนแปลงไปจากปัจจุบัน และแผนการลงทุนดังกล่าวประสบความสำเร็จตามที่คาดไว้ ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อและยังคงสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ จะสามารถมีส่วนร่วมในผลตอบแทนจากการลงทุนของกิจการได้ในอนาคต

อย่างไรก็ดี แม้ผู้ถือหลักทรัพย์ที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ อาจมีโอกาสดำเนินการขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ได้ในอนาคตในราคาที่สูงกว่าราคาเสนอซื้อ แต่ผู้ถือหลักทรัพย์ก็อาจมีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถขายหุ้นได้ในจำนวนราคา และระยะเวลาที่ต้องการได้ เนื่องจากที่ผ่านมา หลักทรัพย์ของกิจการมีสภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายในแต่ละวันที่ค่อนข้างน้อย

ทั้งนี้ ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการดังกล่าวข้างต้นเป็นเพียงส่วนประกอบในการพิจารณาของผู้ถือหลักทรัพย์ การที่จะตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์นั้น ผู้ถือหลักทรัพย์ควรที่จะวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งพิจารณาความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประกอบการตัดสินใจ โดยการตัดสินใจสุดท้ายขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหลักทรัพย์แต่ละรายเป็นสำคัญ

4.2 ความเห็นและเหตุผลของกรรมการของกิจการแต่ละราย และจำนวนหุ้นที่กรรมการแต่ละรายนั้นถืออยู่ (เฉพาะในกรณีที่ความเห็นของคณะกรรมการของกิจการตาม 4.1 ไม่เป็นเอกฉันท์)

-ไม่มี-

4.3 ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายตามที่ผู้เสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ รวมทั้งความเป็นไปได้ของแผนงานและนโยบายดังกล่าว

จากแผนการดำเนินงานภายหลังการทำคำเสนอซื้อที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ คณะกรรมการบริษัทมีความเห็นถึงผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นจากการทำคำเสนอซื้อครั้งนี้ ดังนี้

4.3.1 สถานภาพของกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเพิกถอนหลักทรัพย์ของกิจการออกจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงระยะเวลา 12 เดือน นับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ เว้นแต่กรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องและมีผลบังคับใช้ในขณะนั้น

คณะกรรมการมีความเห็นว่านโยบายดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีได้ตอบรับคำเสนอซื้อ ยังมีระยะเวลาในช่วง 12 เดือนหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาทำคำเสนอซื้อที่จะสามารถซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

4.3.2 นโยบายและแผนการบริหารกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อระบุนโยบายและแผนการบริหารกิจการภายในระยะเวลา 12 เดือน นับจากสิ้นสุดระยะเวลาทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ มีสาระสำคัญดังนี้

วัตถุประสงค์การประกอบธุรกิจและแผนการบริหารกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์การดำเนินธุรกิจของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยจะยังเน้นการดำเนินธุรกิจเช่นในปัจจุบัน คือการเป็นผู้ผลิตและผู้ส่งออกผักและผลไม้แช่แข็ง อย่างไรก็ตาม ผู้ทำคำเสนอซื้อจะมีแผนที่จะผลักดันให้กิจการขยายพื้นที่การเพาะปลูกและขยายฐานการผลิตออกไปในประเทศเพื่อนบ้าน และส่งเสริมให้มีการปลูกพืชชนิดต่างๆ ที่เหมาะสมกับภูมิประเทศและอากาศในประเทศเพื่อนบ้านเพิ่มขึ้น เช่น บลอคเคอรี่ ผีอก หน่อไม้ เป็นต้น เพื่อเพิ่มชนิดของสินค้าเกษตรแปรรูปให้กิจการ นอกจากนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อยังมีแผนที่จะผลักดันการส่งออกผลิตภัณฑ์ไปยังภูมิภาคอื่นๆ เพื่อกระจายฐานลูกค้ามากขึ้น เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศในทวีปยุโรป และตะวันออกกลาง เป็นต้น รวมถึงการหาแหล่งแรงงานที่มีต้นทุนต่ำเพื่อรองรับการแข่งขันในอนาคตที่จะเกิดขึ้น

โดยหากกิจการมีแผนที่จะได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ กิจการและผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้ปฏิบัติตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผย

ข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 ซึ่งต้องอาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ ผู้ทำข้อเสนอซื้อก็จะพิจารณาการใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นตามความเหมาะสม

ทั้งนี้ ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะสนับสนุนให้กิจการใช้เงินทุนจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์เพื่อสนับสนุนการลงทุนดังกล่าว และจะไม่เปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะพิจารณาอย่างรอบคอบในการดำเนินการใดๆ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ และคาดว่าจะการดำเนินการดังกล่าวอาจไม่แล้วเสร็จภายในเวลา 12 เดือนนับจากสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อ

การปรับโครงสร้างองค์กร การบริหารงานหรือจ้างบุคลากร

ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างกรรมการและผู้บริหารของกิจการ แต่เพื่อให้สอดคล้องตามหลักธรรมาภิบาลที่ดี นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ จะไม่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร แต่ยังคงดำรงตำแหน่งกรรมการบริหาร และประธานกรรมการบริษัท และให้กรรมการบริษัทฯ สรรหาบุคลากรที่มีคุณสมบัติ ความรู้ ความชำนาญ และประสบการณ์ที่จำเป็นและเหมาะสมสำหรับการดำเนินธุรกิจมาทดแทน

การจำหน่ายทรัพย์สินหลักของกิจการหรือบริษัทย่อย

ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีแผนในการจำหน่ายสินทรัพย์หลักของกิจการหรือบริษัทย่อย

นโยบายการจ่ายปันผล

ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการจากที่กำหนดไว้ในปัจจุบันที่ร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ หากมีความจำเป็นเนื่องจากสภาพทางธุรกิจ การเงิน หรืออื่นใด ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ผู้ทำข้อเสนอซื้ออาจพิจารณาทบทวนและปรับเปลี่ยนนโยบายหรือแผนการประกอบธุรกิจต่างๆ ของกิจการตามความเหมาะสม เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ และหากการดำเนินการดังกล่าวเป็นการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะดำเนินการขอมติจากที่ประชุมคณะกรรมการ และ/หรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการตามระเบียบข้อบังคับของกิจการและกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

การปรับโครงสร้างทางการเงิน

ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะปรับโครงสร้างทางการเงินของกิจการ

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่าแผนงานดังกล่าวข้างต้น มีความสมเหตุสมผลและเป็นไปได้จริง และผู้ถือหุ้นของกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายและแผนการบริหารกิจการภายหลังการทำข้อเสนอซื้อครั้งนี้ เนื่องจากผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่ได้เปลี่ยนแปลงแผนการบริหารงานและนโยบายของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

อนึ่ง ตามที่ผู้ทำข้อเสนอซื้อมีแผนที่จะสนับสนุนให้กิจการขยายพื้นที่เพาะปลูกและฐานการผลิตไปยังประเทศเพื่อนบ้าน แม้ว่าจะเป็นการขยายในธุรกิจเดิมซึ่งผู้บริหารของกิจการมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญมาเป็นระยะเวลานาน แต่กิจการจะศึกษาความเป็นไปได้และผลกระทบทางธุรกิจ การบริหารจัดการ การเงิน รวมทั้งกฎหมายและกฎระเบียบต่างๆ ที่เกี่ยวข้องในการลงทุนอย่างรอบคอบ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการและผู้ถือหุ้น โดยในกรณีที่จำเป็น กิจการจะว่าจ้างที่ปรึกษาที่มีความเชี่ยวชาญเพื่อทำการศึกษาและให้คำแนะนำ ดังนั้น คาดว่าการดำเนินการดังกล่าวอาจไม่แล้วเสร็จภายในเวลา 12 เดือนนับจากสิ้นสุดระยะเวลารับซื้อ ทั้งนี้ ในการขยายการลงทุน คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นกิจการมีแหล่งเงินทุนเพียงพอ จากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากกิจการมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งประกอบกับปัจจุบัน กิจการไม่มีหนี้สินกับสถาบันการเงินอย่างใด

4.3.3 รายการระหว่างกัน

ปัจจุบันกิจการและผู้ทำคำเสนอซื้อ ไม่มีการทำรายการระหว่างกัน โดยหลังจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการแล้ว ผู้ทำคำเสนอซื้อยังไม่มียุทธศาสตร์ในการเข้าทำรายการระหว่างกันกับกิจการที่มีนัยสำคัญ ทั้งนี้หากรายการระหว่างกันอื่นๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการให้กิจการปฏิบัติให้เป็นไปตามเงื่อนไขทางการค้าปกติ และ/หรือสอดคล้องกับฐานะทางการเงินของผู้ทำคำเสนอซื้อและกิจการ โดยคำนึงถึงความจำเป็นและความสมเหตุสมผลของรายการเป็นสำคัญ และผู้ทำคำเสนอซื้อจะดำเนินการเพื่อให้เป็นไปตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และ/หรือข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงาน ก.ล.ต. และคณะกรรมการกำกับตลาดทุนว่าด้วยการทำรายการระหว่างกัน

คณะกรรมการของกิจการมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นของกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากนโยบายการทำรายการระหว่างกันในอนาคตตามที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อ เนื่องจากกิจการจะดำเนินการให้เป็นไปตามเงื่อนไขทางการค้าปกติ และตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และ/หรือข้อบังคับที่เกี่ยวข้องอย่างเคร่งครัด

4.4 ความเห็นเพิ่มเติมของคณะกรรมการของกิจการ (เฉพาะกรณีที่คำเสนอซื้อนั้นเป็นคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์)

การทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ ไม่ได้เป็นคำเสนอซื้อเพื่อเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

5. ความเห็นของที่ปรึกษาของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลที่อยู่ในบัญชีรายชื่อที่ปรึกษาทางการเงินที่สำนักงานให้ความเห็นชอบ

โปรดพิจารณารายละเอียดตามเอกสารแนบ 1 รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)

กิจการขอรับรองว่าข้อความข้างต้นถูกต้องครบถ้วน ตรงต่อความเป็นจริง ไม่มีข้อมูลที่อาจทำให้บุคคลอื่นสำคัญผิดในสาระสำคัญ และได้มีการปกปิดข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญซึ่งควรบอกให้แจ้ง

บริษัท เชียงใหม่ไฟรเซนฟูตส์ จำกัด (มหาชน)



(นายประยูร พลพัฒน์พงศ์)

ประธานกรรมการ



รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ
บริษัท เชียงใหม่โฟรเซนฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
โดย บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด

16 ตุลาคม 2558

จัดทำโดย บริษัท ที่ปรึกษา เอเซีย พลัส จำกัด

สารบัญ

บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)	5
1. ความเป็นมา	
1.1 ลักษณะของรายการ	9
1.2 สรุปรายละเอียดของค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์	10
2. ข้อมูลสรุปของผู้ทำคำเสนอซื้อ	
2.1 ภาพรวมการประกอบธุรกิจ	12
2.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้ทำคำเสนอซื้อ	13
2.3 คณะกรรมการของผู้ทำคำเสนอซื้อ	13
2.4 สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้ทำคำเสนอซื้อ	14
3. ข้อมูลสรุปของบริษัทฯ	
3.1 ภาพรวมการประกอบธุรกิจ	15
3.2 โครงสร้างรายได้	16
3.3 ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน	16
3.4 ปัจจัยเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ	19
3.5 โครงสร้างผู้ถือหุ้น	20
3.6 คณะกรรมการ และผู้บริหาร	21
3.7 สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน	22
4. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ	
4.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)	27
4.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)	28
4.3 วิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average market price approach)	30
4.4 วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด (Market comparable approach)	32
4.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)	35
4.6 วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model)	43
4.7 สรุปผลการประเมินความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ	45
5. เหตุผลที่สมควรตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ	48
6. ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายที่ผู้ทำคำเสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ	52
7. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	55

16 ตุลาคม 2558

เรื่อง ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ
บริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)

เรียน ผู้ถือหุ้นของบริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)

ตามที่บริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) (“CM” “กิจการ” หรือ “บริษัท”) ได้รับเสนอข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (“ข้อเสนอซื้อ”) ลงวันที่ 8 ตุลาคม 2558 จากบริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (“ผู้ทำข้อเสนอซื้อ”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทฯ โดยเมื่อวันที่ 29 กันยายน 2558 ผู้ทำข้อเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการจำนวน 46,463,750 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 12.19 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ซึ่งเมื่อนับรวมกับจำนวนหุ้นของบริษัทฯ ที่ผู้ทำข้อเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำข้อเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ถืออยู่ก่อนหน้าจำนวน 92,656,407 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 24.31 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ กลุ่มบุคคลดังกล่าวจะถือหุ้นในบริษัทฯ เป็นจำนวนรวมทั้งสิ้น 139,120,157 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 36.50 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ดังรายละเอียดที่ปรากฏในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4)

การทำรายการดังกล่าว เป็นการได้มาซึ่งหุ้นในกิจการของผู้ทำข้อเสนอซื้อในสัดส่วนที่ขำจุร้อยละ 25.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้เสนอซื้อมีหน้าที่ต้องทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือทั้งหมดจากผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ที่กำหนดให้บุคคลใดซื้อหรือกระทำการอื่นใด อันเป็นผลให้ตนได้มาซึ่งหุ้นหรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการใด เพิ่มขึ้นจนถึงหรือขำจุร้อยละ 25.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ หรือร้อยละ 50.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ หรือร้อยละ 75.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ บุคคลนั้นต้องทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Mandatory Tender Offer)

บริษัทฯ ได้แต่งตั้ง บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) ให้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของผู้ถือหุ้น เพื่อแสดงความเห็นต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ เกี่ยวกับความสมเหตุสมผลและผลกระทบที่คาดว่าจะได้รับการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในครั้งนี้

ในการจัดทำรายงานความเห็นฉบับนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลตามที่ปรากฏในแบบประกาศเจตนารมณ์ในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (แบบ 247-3) ข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ โดยบริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (แบบ 247-4) รวมถึงประกาศอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งได้เปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ ข้อมูลและเอกสารที่ได้รับจากบริษัทฯ ผู้จัดเตรียมข้อเสนอซื้อ และ/หรือข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะทั่วไป ได้แก่ รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) งบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบและสอบทานแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต รวมทั้งข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ของบริษัทฯ

การจัดเตรียมความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวซึ่งเป็นข้อมูลที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับและใช้ในการพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำรายการในครั้งนี้ มีความครบถ้วน ถูกต้อง และสมเหตุสมผล โดยไม่มีเหตุอันควรสงสัยว่าข้อมูลดังกล่าวขาดความครบถ้วนถูกต้องในสาระสำคัญอันจะมีผลกระทบต่อความสมบูรณ์ในเนื้อหาของข้อมูลที่ได้รับอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระฉบับนี้จัดทำขึ้นภายใต้สภาวะตลาด เงื่อนไขทางเศรษฐกิจ และปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่เกิดขึ้นในขณะจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ รวมทั้งขึ้นกับข้อมูลที่ได้รับจนถึงวันที่ระบุไว้ในความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระฉบับนี้ ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในภายหลัง และอาจส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ ประสิทธิภาพทางการเงิน รวมถึงความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสำหรับการพิจารณาตัดสินใจของผู้ถือหุ้นต่อข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวได้

ทั้งนี้ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ สรุปได้ดังนี้

บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)

เมื่อวันที่ 29 กันยายน 2558 บริษัท เกษตรเหิน จำกัด (“ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) (“CM” “กิจการ” หรือ “บริษัท”) ได้เข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพิ่มเติมจำนวน 46,463,750 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 12.19 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ซึ่งเมื่อนับรวมกับจำนวนหุ้นของบริษัทฯ ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ถืออยู่ก่อนหน้าจำนวน 92,656,407 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 24.31 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ กลุ่มบุคคลดังกล่าวจะถือหุ้นในบริษัทฯ เป็นจำนวนรวมทั้งสิ้น 139,120,157 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 36.50 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ รายการดังกล่าวเป็นการได้มาซึ่งหุ้นในสัดส่วนรวมมากกว่าร้อยละ 25.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

สรุปรายละเอียดของคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

เมื่อวันที่ 8 ตุลาคม 2558 บริษัทฯ ได้รับสำเนาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (“คำเสนอซื้อ” หรือ “แบบ 247-4”) จากผู้ทำคำเสนอซื้อ โดยผู้ทำคำเสนอซื้อซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทฯ ในสัดส่วนร้อยละ 34.11 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ประสงค์ที่จะเสนอซื้อหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือทั้งหมดของกิจการจำนวน 251,155,875 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 65.89 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ทั้งนี้ หากไม่นับรวมจำนวนหุ้นสามัญของบริษัทฯ ที่ถืออยู่โดยผู้ถือหุ้นที่ได้แสดงเจตจำนงไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ ซึ่งได้แก่กลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ซึ่งถือหุ้นสามัญของบริษัทฯ รวมจำนวน 9,130,307 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 2.39 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ จำนวนหุ้นของกิจการสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจะได้รับจากการตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ จะมีจำนวนเท่ากับ 242,025,568 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 63.50 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ โดยมีราคาเสนอซื้อเท่ากับ 3.85 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ ผู้แสดงเจตนาขายจะมีภาระค่าธรรมเนียมการขายหุ้นในอัตราร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อและค่าภาษีมูลค่าเพิ่มในอัตราร้อยละ 7.00 ของค่าธรรมเนียมในการเสนอขายหุ้น ดังนั้น ราคาสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับจะเท่ากับ 3.839701 บาทต่อหุ้น และมีระยะเวลารับซื้อรวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ ตั้งแต่วันที่ 12 ตุลาคม 2558 ถึงวันที่ 16 พฤศจิกายน 2558 ทุกวันทำการ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. ซึ่งข้อเสนอและระยะเวลารับซื้อดังกล่าวเป็นราคาเสนอซื้อและระยะเวลารับซื้อสุดท้ายที่จะไม่เปลี่ยนแปลงอีก (Final Offer and Final Period)

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินราคาหุ้นของบริษัทฯ ด้วยวิธีการเงิน 6 วิธี โดยอ้างอิงข้อมูลจากงบการเงินที่ตรวจสอบและสอบทานแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทฯ ก่อนวันที่ 8 ตุลาคม 2558 (วันที่กิจการได้รับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์) ประมาณการผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ซึ่งได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร เอกสารของบริษัทฯ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการศึกษาภาวะเศรษฐกิจอุตสาหกรรม ข้อมูลทางธุรกิจและการเงินของบริษัทอื่นที่เทียบเคียงกันได้ โดยใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ

ผลการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการสามารถสรุปได้ ดังนี้

วิธีการประเมินราคาหุ้น	ราคาประเมินโดย IFA (บาทต่อหุ้น)	สูง (ต่ำ) กว่าราคา เสนอซื้อร้อยละ	ความเหมาะสม ของวิธีประเมิน
1. วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	3.36	(12.7)	ไม่เหมาะสม
2. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	4.63	20.1	เหมาะสม
3. วิธีราคาตลาดถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	3.76 – 3.91	(2.3) – 1.6	ไม่เหมาะสม
4. วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด ¹			
1) P/BV	3.65 – 4.79	(5.2) – 24.5	ไม่เหมาะสม
2) P/E	3.31 – 4.16	(14.0) – 8.1	ไม่เหมาะสม
3) EV/EBITDA	5.06 – 5.77	31.5 – 50.0	ไม่เหมาะสม
5. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด			
1) กรณีฐาน	5.50	43.0	เหมาะสม
2) กรณีเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลด และอัตราการเติบโตระยะยาว	4.99 – 5.54	29.6 – 43.9	
6. วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล			
1) กรณีฐาน	3.08	(20.1)	ไม่เหมาะสม
2) กรณีเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลด และอัตราการเติบโตระยะยาว	2.87 – 3.32	(25.5) – (13.8)	

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach) มีความเหมาะสม เนื่องจากวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเป็นวิธีที่พิจารณาถึงผลประโยชน์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ซึ่งได้มีการพิจารณาปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของบริษัทฯ เช่น ความสามารถในการแข่งขัน ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการต้นทุน เงินลงทุนในสินทรัพย์หลัก และเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น โดยราคาหุ้นของกิจการจากการประเมินโดยวิธีดังกล่าวเท่ากับ 5.50 บาทต่อหุ้น ทั้งนี้ หากพิจารณาใช้วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีที่ราคา 4.63 ต่อหุ้น เป็นฐานราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสม จะทำให้ได้ช่วงราคาหุ้นที่เหมาะสมเท่ากับ **4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น** ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า **ราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ไม่เหมาะสม**

สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) ราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ และข้อมูลประกอบอื่นๆ ของกิจการในการให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้นในครั้งนี้ โดยพิจารณาถึงความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ รวมถึงเหตุผลสนับสนุนอื่นๆ โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นควร**ปฏิเสธ**คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เนื่องจาก

▶ ราคาเสนอซื้อต่ำกว่าช่วงมูลค่าหุ้นที่เหมาะสม

ราคาเสนอซื้อของผู้ทำคำเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น ต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach) และวิธี

มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach) ซึ่งมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของกิจการจากการประเมินโดยวิธีดังกล่าวอยู่ในช่วงระหว่าง 4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น

► **ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีนโยบายเปลี่ยนแปลงการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ อย่างมีสาระสำคัญ**

ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีนโยบายเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินธุรกิจ วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เว้นแต่เป็นการปรับเปลี่ยนให้เหมาะสมตามการประกอบธุรกิจ แผนการลงทุน และฐานะการเงินของบริษัทฯ ในอนาคต เพื่อให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ มีความคล่องตัวและคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพในการแข่งขันทางธุรกิจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ ซึ่งในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงใดๆ อย่างมีนัยสำคัญ บริษัทฯ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการและ/หรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการก่อนการดำเนินการในเรื่องดังกล่าว ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อและยังคงเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการดำเนินงานของบริษัทฯ ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้ ณ วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมบุคคลกลุ่มเดียวกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อถือหุ้นสามัญในกิจการจำนวน 139,120,157 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 36.50 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นดังกล่าวยังไม่ทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องมีอำนาจเบ็ดเสร็จในการควบคุมหรือสามารถกำหนดนโยบายการดำเนินงานของกิจการได้ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะยังสามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบหรือถ่วงดุลอำนาจในเรื่องต่างๆ ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ เช่น การแต่งตั้งกรรมการ หรือเรื่องทั่วไปที่อาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเกินกว่ากึ่งหนึ่งของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ

► **โอกาสในการรับผลตอบแทนจากการถือหุ้นของกิจการเพิ่มเติมในอนาคต**

ตามแผนงานของบริษัทฯ ซึ่งอยู่ในระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ของแผนการลงทุนเพื่อขยายฐานการผลิตไปยังประเทศเพื่อนบ้าน เพื่อเพิ่มปริมาณและกระจายการจำหน่ายสินค้าไปยังประเทศในภูมิภาคอื่นๆ ให้มากขึ้น จะช่วยเพิ่มฐานรายได้และกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลดีต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ และผู้ถือหุ้นในระยะยาว ทั้งนี้ หากความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ไม่เปลี่ยนแปลงไปจากปัจจุบัน และแผนการลงทุนดังกล่าวประสบความสำเร็จตามที่คาดไว้ ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อและยังคงสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการจะสามารถมีส่วนร่วมในผลตอบแทนจากการลงทุนของกิจการได้ในอนาคต

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตและความเห็นต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มเติม ดังนี้

- ในช่วง 10 วันก่อนและหลังวันที่ 8 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันที่กิจการได้รับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ หุ้นของกิจการมีช่วงราคาซื้อขายอยู่ระหว่าง 3.72 – 3.98 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ อาจมีโอกาสในการขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ในราคาที่สูงกว่าราคาเสนอซื้อ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาสภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ ในปัจจุบันที่อยู่ในระดับต่ำ ผู้ถือหุ้นอาจมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถขายหุ้นได้ในจำนวน ราคา และระยะเวลาที่ต้องการได้

อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่มีผู้ถือหุ้นตอบรับข้อเสนอซื้อในครั้งนี้เป็นจำนวนมาก อาจส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มีได้ตอบรับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ดังนี้

- ▶ ในกรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่มากกว่าร้อยละ 50.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ จะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อที่มีอำนาจควบคุมการบริหารงาน โดยสามารถกำหนดหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการได้ด้วยการควบคุมเสียงข้างมากของที่ประชุมคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในสัดส่วนมากกว่าหรือเท่ากับ 75.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ จะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถควบคุมการลงมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องที่สำคัญได้ทั้งหมด เช่น การเพิ่มทุน การลดทุน และการควบรวมกิจการ เป็นต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นของผู้ทำคำเสนอซื้อที่ได้จากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ อาจทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความเสี่ยงในการรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อถ่วงดุลอำนาจของผู้ทำคำเสนอซื้อ และอาจส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายที่สำคัญของบริษัท ในอนาคตได้
- ▶ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของกิจการตอบรับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้เป็นจำนวนมาก อาจทำให้ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อได้รับผลกระทบจากการขาดสภาพคล่อง และอาจส่งผลให้ไม่สามารถขายหลักทรัพย์ของกิจการได้ในราคาที่เหมาะสม หรือในช่วงเวลาที่ต้องการภายหลังสิ้นสุดช่วงระยะเวลารับซื้อตามคำเสนอซื้อ นอกจากนี้ การลดลงของจำนวนและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อคุณสมบัติการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ซึ่งกำหนดให้ต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่ต่ำกว่าร้อยละ 15.00 ของทุนชำระแล้วของกิจการ อย่างไรก็ตาม หากผลตอบรับคำเสนอซื้อส่งผลให้การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่เป็นไปตามเกณฑ์ดังกล่าว ผู้ทำเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องต่อไป

ทั้งนี้ ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาควรพิจารณาวัตถุประสงค์ของการลงทุน ระยะเวลาการลงทุน และราคาหุ้นของกิจการที่ซื้อขายอยู่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ ช่วงระยะเวลาทำการรับซื้อ ควบคู่กับปัจจัยอื่นๆ ตามที่กล่าวมาข้างต้น

อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจที่จะตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นของบริษัท แต่ละรายเป็นสำคัญ ผู้ถือหุ้นจึงควรศึกษาข้อมูลทั้งหมดที่ปรากฏในรายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ พร้อมทั้งเอกสารต่าง ๆ ที่แนบมากับแบบ 250-2 หรือความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ที่ส่งมาพร้อมกันนี้ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาเพื่อตัดสินใจในการตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ที่เหมาะสม

1. ความเป็นมา

1.1 ลักษณะของรายการ

เมื่อวันที่ 29 กันยายน 2558 บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (“ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท เชียงใหม่โปรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) (“CM” “กิจการ” หรือ “บริษัท”) ได้เข้าซื้อหุ้นสามัญของกิจการจากในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพิ่มเติมจำนวน 46,463,750 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 12.19 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ซึ่งเมื่อรวมกับจำนวนหุ้นของบริษัทฯ ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ถืออยู่ก่อนหน้าจำนวน 92,656,407 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 24.31 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ กลุ่มบุคคลดังกล่าวจะถือหุ้นในบริษัทฯ เป็นจำนวนรวมทั้งสิ้น 139,120,157 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 36.50 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ

ทั้งนี้ รายละเอียดการถือหุ้นของบริษัทฯ โดยผู้ทำคำเสนอซื้อและบุคคลกลุ่มเดียวกับผู้ทำคำเสนอซื้อ ณ วันที่ 8 ตุลาคม 2558 (วันที่ยื่นคำเสนอซื้อ) แสดงได้ดังนี้

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น ^{1/} (ร้อยละ)
1.	บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (ผู้ทำคำเสนอซื้อ)	129,989,850	34.11
2.	บุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ		
2.1)	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	306,517	0.08
2.2)	นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	874,090	0.23
2.3)	นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
2.4)	นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
3.	บุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลตาม 1. และ 2.		
3.1)	นางจรรุรัตน์ พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
3.2)	ด.ญ. ภณทิรา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
3.3)	ด.ญ. อติภา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
	รวม	139,120,257	36.50

ที่มา: คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) , ^{1/} หนึ่งหุ้นสามัญเท่ากับหนึ่งสิทธิออกเสียง

การเข้าซื้อหุ้นของบริษัทฯ ดังกล่าว ทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว มีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทฯ เมื่อนับรวมการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม เพิ่มสูงเกินกว่าร้อยละ 25.00 ของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อจำเป็นต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ตามข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ ลงวันที่ 13 พฤษภาคม 2554 และที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม โดยผู้ทำคำเสนอซื้อได้ส่งแบบประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (แบบ 247-3) ให้กับบริษัทฯ เมื่อวันที่ 30 กันยายน 2558

1.2 สรุปรายละเอียดของข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์

เมื่อวันที่ 8 ตุลาคม 2558 ผู้ทำคำเสนอซื้อซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการในสัดส่วนร้อยละ 34.11 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ได้ยื่นเสนอคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (“คำเสนอซื้อ” หรือ “แบบ 247-4”) เพื่อซื้อหุ้นสามัญที่เหลือทั้งหมดของกิจการจำนวน 251,155,875 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 65.89 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ในราคาเสนอซื้อหุ้นละ 3.85 บาท (“ราคาเสนอซื้อ”) ซึ่งเป็นราคาสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในระยะเวลา 90 วันก่อนวันที่ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (“สำนักงาน ก.ล.ต.”) อย่างไรก็ตาม ผู้แสดงเจตนาขายจะมีภาระค่าธรรมเนียมการขายหุ้นและค่าภาษีมูลค่าเพิ่ม ดังนั้น ราคาสุทธิที่ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับคือ 3.839701 บาทต่อหุ้น โดยมีระยะเวลารับซื้อตั้งแต่วันที่ 12 ตุลาคม 2558 ถึงวันที่ 16 พฤศจิกายน 2558 รวมทั้งสิ้น 25 วันทำการ ตั้งแต่เวลา 9.00 น. ถึง 16.00 น. โดยผู้แสดงเจตนาขายสามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขายหลักทรัพย์ได้ระหว่างวันที่ 12 ตุลาคม 2558 ถึงวันที่ 9 พฤศจิกายน 2558 รวมทั้งสิ้น 20 วันทำการ ทั้งนี้ ข้อเสนอซื้อและระยะเวลารับซื้อที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์นี้ เป็นข้อเสนอและระยะเวลารับซื้อสุดท้ายที่จะไม่แก้ไขเพิ่มเติมอีก

อนึ่ง ตามที่ปรากฏในคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อ มีวัตถุประสงค์ที่ต้องการจะเข้าลงทุนและถือหุ้นในกิจการเพิ่มเติมเนื่องจากเล็งเห็นศักยภาพและโอกาสในการเติบโตของกิจการในอนาคต โดยภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญทั้งหมดของกิจการเสร็จสิ้น ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีความประสงค์จะเปลี่ยนแปลงนโยบายและการดำเนินงานอันเป็นสาระสำคัญของบริษัทฯ แต่อย่างใด

เนื้อหาสำคัญของคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) ลงวันที่ 8 ตุลาคม 2558 สามารถสรุปได้ดังนี้

รายการ	รายละเอียด
ผู้ทำคำเสนอซื้อ	▶ บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด
ประเภทและจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอซื้อ	▶ หุ้นสามัญทั้งหมดจำนวน 381,145,725 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 100 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ▶ กรณีที่ไม่นับรวมจำนวนหุ้นสามัญที่ถืออยู่โดยผู้ทำคำเสนอซื้อ หุ้นสามัญที่เสนอซื้อจะมีจำนวน 251,155,875 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 65.89 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ▶ 1 หุ้นสามัญเท่ากับ 1 สิทธิออกเสียง
ราคาเสนอซื้อ	▶ 3.85 บาทต่อหุ้น ▶ ทั้งนี้ ราคาสุทธิหลังจากชำระค่าธรรมเนียมหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ร้อยละ 0.25 ของราคาเสนอซื้อ และภาษีมูลค่าเพิ่มร้อยละ 7.00 ของค่าธรรมเนียม เท่ากับ 3.839701 บาทต่อหุ้น
ระยะเวลารับซื้อ	▶ 25 วันทำการ ตั้งแต่วันที่ 12 ตุลาคม ถึงวันที่ 16 พฤศจิกายน 2558 ▶ ระหว่างเวลา 9.00 น. จนถึง 16.00 น. ของทุกวันทำการ
เงื่อนไขในการเปลี่ยนแปลงคำเสนอซื้อ	▶ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อหรือขยายระยะเวลาการเสนอซื้อหากมีเหตุการณ์ร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการ หรือในกรณีเหตุการณ์ผิดปกติ เช่น การประกาศวันหยุดราชการเพิ่มเติม ในระหว่างระยะเวลารับซื้อ ▶ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจแก้ไขข้อเสนอ หรือขยายระยะเวลาในการเสนอซื้อเพื่อแข่งขันกับบุคคลอื่น หากมีบุคคลอื่นยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในระหว่างระยะเวลารับซื้อ

รายการ	รายละเอียด
	ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจลดราคาเสนอซื้อ หากกิจการมีการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือสิทธิประโยชน์อื่นใด ณ หรือ หลังจากวันที่ประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการแล้ว ราคาเสนอซื้อจะถูกหักลดลงไปเท่ากับจำนวนเงินปันผลหรือสิทธิประโยชน์นั้นๆ ต่อหุ้น
เงื่อนไขในการยกเลิกคำเสนอซื้อ	ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจยกเลิกคำเสนอซื้อหุ้นสามัญของบริษัทฯ ได้ในกรณีใดกรณีหนึ่ง ดังต่อไปนี้ - มีเหตุการณ์หรือการกระทำใดๆ เกิดขึ้นภายหลังจากได้ยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน กสท. และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นเหตุหรืออาจเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อฐานะหรือทรัพย์สินของกิจการ โดยเหตุการณ์หรือการกระทำดังกล่าว มิได้เกิดจากการกระทำของผู้ทำคำเสนอซื้อหรือการกระทำที่ผู้ทำคำเสนอซื้อต้องรับผิดชอบ หรือ - กิจการกระทำการใดๆ ภายหลังจากยื่นคำเสนอซื้อต่อสำนักงาน กสท. และยังไม่พ้นระยะเวลารับซื้อ อันเป็นผลให้มูลค่าของหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือ - กิจการกระทำการใดๆ ที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อตามประกาศ ทจ. 14/2554 ว่าด้วยการกระทำหรืองดเว้นกระทำการในประการที่น่าจะมีผลต่อการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ
ระยะเวลารับซื้อที่ผู้ถือหลักทรัพย์สามารถยกเลิกการแสดงเจตนาขาย	20 วันทำการ นับจากวันที่เริ่มทำการรับซื้อ จนถึงวันที่ 9 พฤศจิกายน 2558 ระหว่างเวลา 9.00 น. จนถึง 16.00 น.
เงื่อนไขการชำระราคา	ผู้แสดงเจตนาขายจะได้รับชำระค่าหุ้นของกิจการในการตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในวันที่ 19 พฤศจิกายน 2558
แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการเสนอซื้อ	วงเงินสนับสนุนทางการเงินจากธนาคาร กรุงไทย จำกัด (มหาชน) จำนวนไม่เกิน 950.86 ล้านบาท
ตัวแทนในการรับซื้อหลักทรัพย์	บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน)

อนึ่ง ผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ รวม 7 ราย ซึ่งได้แก่ กลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ซึ่งถือหุ้นสามัญในบริษัทฯ เป็นจำนวนรวมกันทั้งสิ้น 9,130,307 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 2.39 ของหุ้นจำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ดังมีรายชื่อและสัดส่วนการถือหุ้นตามที่ปรากฏในตารางแสดงรายละเอียดการถือหุ้นของบริษัทฯ ในหน้า 9 ได้ร่วมกันแสดงเจตจำนงไม่ตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในครั้งนี้ และผู้ถือหุ้นจำนวน 3 รายจากทั้งหมด 7 รายดังกล่าว ได้ยินยอมให้บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) आयัดหุ้นของกิจการที่ถืออยู่ จำนวน 4,758,190 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 1.25 ของหุ้นจำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ

ดังนั้น ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นที่แสดงเจตจำนงไม่ขายหุ้นแต่ไม่ได้ยินยอมให้อายัดหุ้น จำนวน 4 รายจากทั้งหมด 7 ราย นำหุ้นที่ตนถืออยู่มาเสนอขาย จำนวนหุ้นของกิจการสูงสุดที่ผู้ทำคำเสนอซื้อจะได้รับจากการตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ จะมีจำนวนเท่ากับ 246,397,685 หุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 64.65 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ และคิดเป็นเงินทุนที่จะต้องใช้จ่ายทั้งสิ้นเท่ากับ 948,631,087 บาท ทั้งนี้ บริษัท กรุงไทยแอดไวส์เชอร์ จำกัด ในฐานะผู้จัดเตรียมคำเสนอซื้อ มีความเห็นว่าผู้ทำคำเสนอซื้อมีฐานะการเงินและแหล่งเงินทุนที่เพียงพอที่ทำคำเสนอซื้อครั้งนี้ได้

2. ข้อมูลสรุปของผู้ทำคำเสนอซื้อ

2.1 ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (“เกษตรเหนือ” หรือ “ผู้ทำคำเสนอซื้อ”) จัดทะเบียนจัดตั้งขึ้นในประเทศไทยเมื่อวันที่ 14 มิถุนายน 2531 โดยนายประยูร พลพิพัฒน์พงศ์ ซึ่งปัจจุบันดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการของบริษัท เกษตรเหนือเริ่มดำเนินธุรกิจการเกษตรสวนส้ม ในอำเภอฝาง จังหวัดเชียงใหม่ โดยในปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว 210,000,000 บาท ประกอบด้วยหุ้นสามัญจำนวน 21,000,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท

เกษตรเหนือดำเนินธุรกิจ 2 ประเภทหลัก ได้แก่

- 1) การเพาะปลูกและจำหน่ายพืชไร่ โดยเพาะปลูกส้มหลายประเภท เช่น ส้มสายน้ำผึ้ง ส้มผิวทอง และส้มออร์่า เป็นต้น บนพื้นที่เพาะปลูกทั้งหมดประมาณ 3,628 ไร่ ในจังหวัดเชียงใหม่ โดยส้มสายน้ำผึ้งมีสัดส่วนการปลูกมากที่สุดประมาณร้อยละ 75 ของพื้นที่เพาะปลูกทั้งหมด

ตารางแสดงปริมาณการจำหน่ายส้มในปี 2555 - 2557

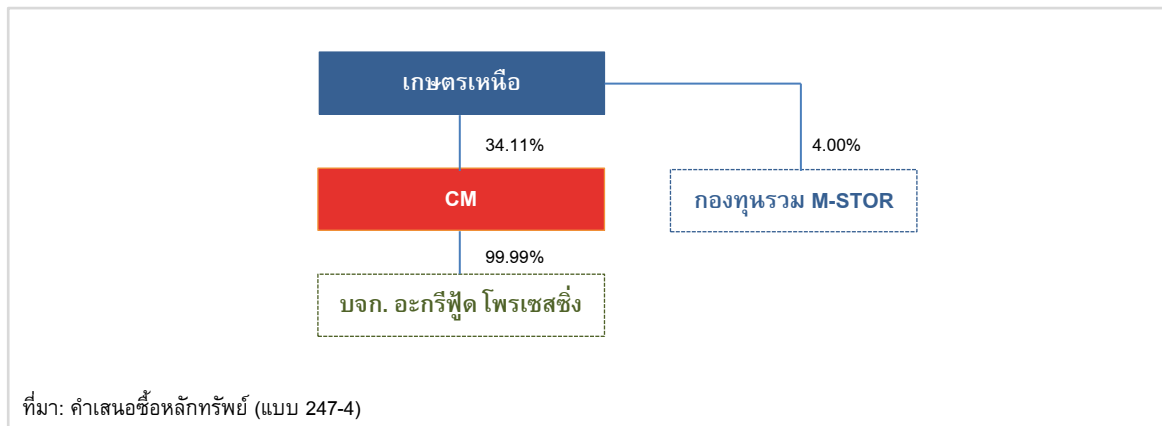
(หน่วย: พันกิโลกรัม)	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
ส้มสายน้ำผึ้ง	1,211	2,535	3,073
ส้มผิวทอง	244	506	220
ส้มออร์่า	156	636	669
รวม	1,611	3,676	3,962

ที่มา: คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4)

เกษตรเหนือมีเป้าหมายมุ่งเน้นการปลูกส้มที่มีคุณภาพ ปลอดภัยกับผู้บริโภค โดยเน้นการบริการส่งสินค้าที่รวดเร็ว ถูกต้อง และแม่นยำ โดยบริษัทจะพัฒนาบุคลากรให้มีความรู้ความสามารถให้สอดคล้องกับเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงไปในปัจจุบัน

- 2) การบริการรับฝากสินค้าและให้เช่าห้องเย็น ที่ตำบลบางน้ำจืด อำเภอเมือง จังหวัดสมุทรสาคร ซึ่งประกอบด้วยอาคารห้องเย็นจำนวน 3 หลัง ความจุรวม 5,000 ตัน เพื่อเก็บและถนอมผลผลิตจากเกษตรกร ทั้งนี้ ในปี 2552 เกษตรเหนือได้ขายห้องเย็นทั้งหมดให้แก่กองทุนอสังหาริมทรัพย์เอ็มเอฟซี-สแตรทิจิกสโตร์เรจฟันด์ (MFC Strategic Storage Fund: M-STOR) โดยเกษตรเหนือได้ลงทุนในกองทุนดังกล่าวจำนวน 2,428,850 หน่วย หรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 4.00 ของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมด

โครงสร้างการถือหุ้นของผู้ทำข้อเสนอซื้อ ณ วันที่ 8 ตุลาคม 2558 สามารถสรุปได้ดังนี้



2.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้ทำข้อเสนอซื้อ

ณ วันที่ 7 กรกฎาคม 2558 (วันประชุมผู้ถือหุ้นล่าสุด) ผู้ถือหุ้นของผู้ทำข้อเสนอซื้อ มีจำนวน 5 ราย ดังต่อไปนี้

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น ¹ (ร้อยละ)
1.	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	8,400,000	40.00
2.	นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	3,150,000	15.00
3.	นางสาวสุนิสา จัตวงศ์	3,150,000	15.00
4.	นายอังกร พลพัฒน์พงศ์	3,150,000	15.00
5.	นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	3,150,000	15.00
	รวม	21,000,000	100.00

ที่มา: ข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) , ¹ หนึ่งหุ้นสามัญเท่ากับหนึ่งสิทธิออกเสียง

2.3 คณะกรรมการของผู้ทำข้อเสนอซื้อ

ณ วันที่ 7 กรกฎาคม 2558 คณะกรรมการของผู้ทำข้อเสนอซื้อ มีจำนวน 2 ท่าน ดังนี้

ลำดับ	รายชื่อคณะกรรมการ	ตำแหน่ง
1.	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	ประธานกรรมการ
2.	นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	กรรมการ

ที่มา: ข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4)

กรรมการผู้มีอำนาจลงนามของเกษตรกรเหนือ ได้แก่ กรรมการหนึ่งคนลงลายมือชื่อ และประทับตราสำคัญของบริษัท

2.4 สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของผู้ทำคำเสนอซื้อ

ข้อมูลสรุปงบการเงินเฉพาะกิจการของเกษตรเหนือ สำหรับรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2555 – 2557 แสดงได้ดังนี้

ฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555-2557

หน่วย: ล้านบาท	2555	2556	2557
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	4.6	11.1	70.0
เงินลงทุนระยะยาว	578.1	534.3	472.6
ที่ดินอาคารและอุปกรณ์	268.2	272.8	283.5
สินทรัพย์อื่น	331.3	387.0	390.1
รวมสินทรัพย์	1,182.2	1,205.2	1,216.2
เงินกู้ยืมระยะยาว	365.4	450.4	415.3
หนี้สินอื่น	204.5	168.6	211.8
รวมหนี้สิน	569.9	619.0	627.1
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	210.0	210.0	210.0
กำไรสะสม	195.5	230.8	263.7
ส่วนทุนอื่นๆ	206.8	145.4	115.4
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	612.3	586.2	589.1

ที่มา: คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) และฐานข้อมูล BOL

ผลการดำเนินงานสำหรับปี 2555-2557

หน่วย: ล้านบาท	2555	2556	2557
รายได้รวม	111.0	196.3	210.6
ค่าใช้จ่ายรวม	113.7	142.0	144.5
ดอกเบี้ยจ่าย	15.1	17.2	28.4
ภาษีเงินได้	-	1.8	4.9
กำไร(ขาดทุน)สุทธิ	(17.8)	35.3	32.8

ที่มา: คำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (แบบ 247-4) และฐานข้อมูล BOL

อนึ่ง ตามที่ได้เปิดเผยไว้ในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (แบบ 247-4) ผู้ทำคำเสนอซื้อจะใช้งบการเงินสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) จำนวนไม่เกิน 950.86 ล้านบาท เป็นแหล่งเงินทุนเพื่อใช้ในการชำระการเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ซึ่งผู้จัดเตรียมคำเสนอซื้อ (บริษัท กรุงไทยแอดไวซ์เซอร์ จำกัด) มีความเห็นว่า แหล่งเงินทุนดังกล่าวเพียงพอสำหรับการเสนอซื้อหลักทรัพย์ที่เหลือทั้งหมดของกิจการ โดยไม่กระทบต่อการดำเนินธุรกิจของผู้ทำคำเสนอซื้อ

3. ข้อมูลสรุปของบริษัท

3.1 ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

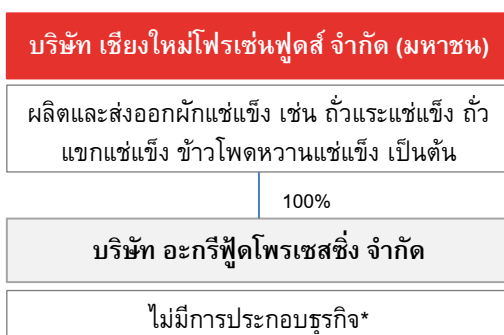
บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) จัดตั้งขึ้นในเดือนพฤศจิกายน 2531 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรกจำนวน 50 ล้านบาท โดยดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตแปรรูปและจำหน่ายสินค้าทางการเกษตรประเภทพืชผักแช่แข็ง ได้แก่ ถั่วแระแช่แข็ง ถั่วแขกแช่แข็ง และข้าวโพดหวานแช่แข็ง เป็นต้น ต่อมาในปี 2534 บริษัทฯ ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 125 ล้านบาท และเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในเดือนมกราคม 2536 ในปัจจุบันบริษัทฯ มีทุนที่เรียกชำระแล้วจำนวน 381 ล้านบาท และมีโรงงานผลิตผักแช่แข็งจำนวน 2 แห่ง ในอำเภอสันทราย จังหวัดเชียงใหม่ บนเนื้อที่รวมกว่า 41 ไร่ กำลังการผลิตรวม 42,000 ตัน

ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ เป็นผลิตภัณฑ์ประเภทผักแปรรูปแช่แข็ง ซึ่งเป็นการนำเอาผลผลิตทางการเกษตร เช่น ถั่วแระ ถั่วแขก ข้าวโพด ที่รับซื้อจากเกษตรกรที่เข้าร่วมโครงการมาผ่านกระบวนการผลิต เช่น คัดเลือก ตัดแต่ง ล้าง ต้มสุก แล้วนำไปทำการแช่เยือกแข็ง และเก็บรักษาไว้ในห้องเย็น เพื่อรอการคัดเกรด, บรรจุ และจำหน่าย โดยมีขั้นตอนการผลิตที่ได้มาตรฐานต่าง ๆ เช่น ISO 22000, FSSC 22000, HACCP, GMP, GAP

บริษัทฯ เป็นผู้ส่งออกรายใหญ่ของผลิตภัณฑ์ถั่วแขกแช่แข็ง ถั่วแระแช่แข็ง และข้าวโพดหวานแช่แข็ง โดยมียอดขายจำหน่ายสินค้าไปตลาดต่างประเทศประมาณร้อยละ 99 ของยอดขายจำหน่ายรวม โดยมีฐานลูกค้าหลักในประเทศญี่ปุ่น รองลงมาเป็นประเทศสหรัฐอเมริกา สวีเดน และเดนมาร์ก โดยประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศที่นิยมบริโภคสินค้าประเภทผักแช่แข็ง ซึ่งบริษัทฯ มีส่วนแบ่งทางการตลาดในประเทศญี่ปุ่นประมาณร้อยละ 15 ของยอดนำเข้าผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

กลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทฯ ได้แก่ ผู้นำเข้า ผู้ค้ารายใหญ่ และตัวแทนจำหน่าย ซึ่งทำการกระจายสินค้าไปยังซูเปอร์มาร์เก็ต ร้านค้าปลีกต่างๆ และผู้ผลิตในอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มผู้บริโภคหลักของบริษัทฯ ส่วนใหญ่ เป็นกลุ่มลูกค้าระดับกลางขึ้นไป และกลุ่มลูกค้านักธุรกิจที่ต้องการสินค้าในรูปแบบกึ่งสำเร็จรูป สะอาด ถูกหลักอนามัย และสะดวกในการบริโภค

โครงสร้างการประกอบธุรกิจของกลุ่มบริษัท มีดังนี้



หมายเหตุ (*): เดิมบริษัท อะกริฟู๊ดโปรดเซสซิ่ง จำกัด ("AFP") ดำเนินธุรกิจส่งออกผลิตภัณฑ์ประเภทข้าวโพดหวานแช่แข็ง ต่อมาในเดือนธันวาคม 2557 AFP ได้หยุดดำเนินงานและได้โอนธุรกิจและพนักงานมายังบริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน) โดยปัจจุบันบริษัทฯ เป็นผู้ส่งออกผลิตภัณฑ์ทั้งหมด

3.2 โครงสร้างรายได้

โครงสร้างรายได้ของบริษัทฯ ปี 2555 – 2557 แบ่งตามประเภทผลิตภัณฑ์ ได้ดังนี้

ผลิตภัณฑ์	ปี 2555	ร้อยละ	ปี 2556	ร้อยละ	ปี 2557	ร้อยละ
ผักแช่แข็ง	1,491	100	1,426	100	1,414	100
อื่นๆ	-	-	-	-	-	-
รวมรายได้จากการขาย	1,491	100	1,426	100	1,414	100
กำไร (ขาดทุน) จากอัตราแลกเปลี่ยน	12		18		(30)	
รายได้อื่น	18		19		20	
รายได้รวม	1,521		1,463		1,404	

รายได้จากการขายของบริษัทฯ ปี 2555 – 2557 แบ่งตามแหล่งที่มาของรายได้ ได้ดังนี้

ตลาดผลิตภัณฑ์	ปี 2555	ร้อยละ	ปี 2556	ร้อยละ	ปี 2557	ร้อยละ
ต่างประเทศ	1,469	99	1,410	99	1,402	99
ในประเทศ	22	1	16	1	12	1
รวมรายได้จากการขาย	1,491	100	1,426	100	1,414	100

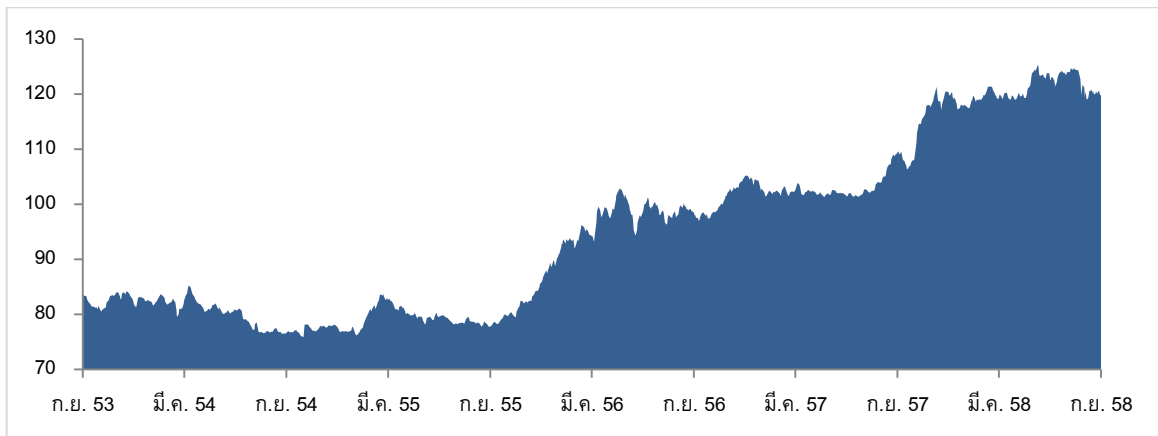
3.3 ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน

สภาวะการแข่งขันในตลาดส่งออกผักแช่แข็งถือว่าไม่รุนแรงนัก เนื่องจากผลิตภัณฑ์ผักแปรรูปแช่แข็งเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีความต้องการในการบริโภคในปริมาณมาก โดยกลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักของบริษัทฯ คือ ลูกค้าชาวญี่ปุ่นซึ่งเป็นผู้บริโภคที่มีความต้องการในการบริโภคสินค้าในรูปแบบกึ่งสำเร็จรูป สด สะอาด ถูกหลักอนามัย และสะดวกในการรับประทาน

คู่แข่งทางการค้าของบริษัทฯ เป็นคู่แข่งในประเทศและต่างประเทศคือ จีน และ ไต้หวัน ที่มีขนาดธุรกิจใกล้เคียงกันกับบริษัทฯ อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยเป็นประเทศที่อุดมสมบูรณ์ และไม่ค่อยมีปัญหาเรื่องภัยทางธรรมชาติ ต่างจากประเทศคู่แข่ง ซึ่งมักประสบปัญหาภัยทางธรรมชาติ ทำให้การจัดส่งสินค้าไม่สม่ำเสมอ ต่างจากสินค้าของบริษัทฯ ที่สามารถจัดส่งสินค้าได้อย่างสม่ำเสมอตลอดทั้งปี ทำให้บริษัทฯ มีศักยภาพเพียงพอที่สามารถทำการแข่งขันได้ ทั้งในด้านคุณภาพ ราคา และความสม่ำเสมอในการจัดส่งสินค้า

อย่างไรก็ตาม จากการที่ประเทศคู่ค้าสำคัญของบริษัทฯ คือ ประเทศญี่ปุ่น ประสบภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงปีที่ผ่านมา ประกอบกับการที่รัฐบาลญี่ปุ่นมีมติปรับเพิ่มภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) จากเดิมร้อยละ 5 เป็นร้อยละ 8 มีผลตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2557 รวมถึงทิศทางค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องจากการที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ประกาศขยายมาตรการ QE เพิ่มเติมจาก 60 ล้านล้านเยน เป็น 80 ล้านล้านเยนต่อปี เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ ส่งผลให้ค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐในช่วงปลายปี 2557 ที่ผ่านมา อ่อนค่าลงประมาณร้อยละ 11.3 จาก 106 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐมาเป็น 118 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงต่อผู้นำเข้า ทำให้มีต้นทุนการนำเข้าสินค้าที่สูงขึ้น และกระทบต่อการชะลอตัวของผู้บริโภค

ตารางแสดงค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ระหว่างเดือนกันยายน 2553 – 2558)

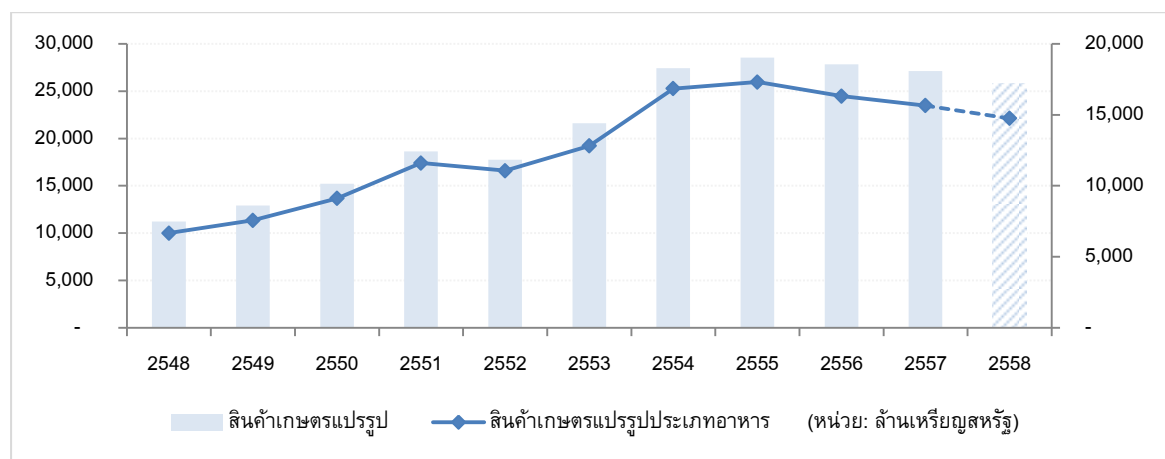


ที่มา: Bloomberg

ค่าเงินเยนของญี่ปุ่นมีทิศทางอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากนักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น รวมถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ โดยค่าเงินเยนอ่อนค่าที่สุดในเดือนมิถุนายน 2558 ที่ 125.38 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 12 ปี ทั้งนี้ ในเดือนกันยายน 2558 ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นเล็กน้อย โดยเคลื่อนไหวที่ระดับ 119.00 – 120.81 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ การเคลื่อนไหวของค่าเงินเยนในทิศทางที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เป็นปัจจัยลบต่อการดำเนินงานของบริษัทฯ เนื่องจากผู้นำเข้าสินค้าของบริษัทฯ จะมีต้นทุนการนำเข้าสินค้าที่สูงขึ้น จึงอาจส่งผลกระทบต่อภาระต้นทุนของปริมาณการจำหน่ายสินค้าของบริษัทฯ

ภาวะการส่งออกของไทย

ตารางแสดงมูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรแปรรูปของไทยในช่วงปี 2548 - 2557



ที่มา: กรมศุลกากร

สำนักงานนโยบายและยุทธศาสตร์การค้า กระทรวงพาณิชย์ ได้สรุปภาพรวมการส่งออกสินค้าเกษตรแปรรูปของไทยในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาว่ามีแนวโน้มชะลอตัวทั้งปริมาณและมูลค่าเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่ยังไม่ฟื้นตัว โดยมูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรแปรรูปในปี 2557 เท่ากับ 27,120 ล้านบาทหรือคิดเป็นมูลค่าการส่งออกเท่ากับ 27,818 ล้านบาท คิดเป็นการลดลงประมาณร้อยละ 2.51 โดยมีสาเหตุหลักจากการที่

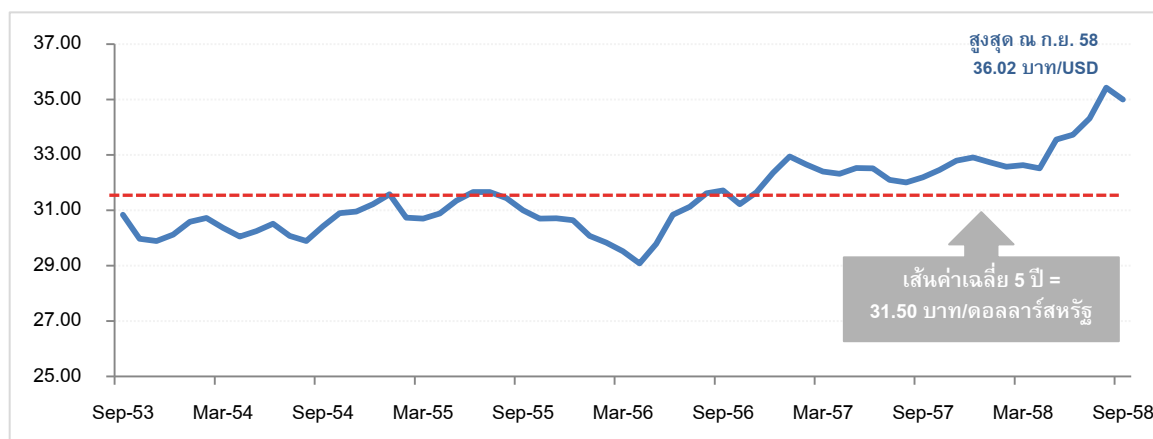
เศรษฐกิจโลกและประเทศคู่ค้ายังฟื้นตัวไม่เต็มที่ทำให้ความต้องการซื้อในตลาดโลกยังคงชะลอตัว รวมทั้งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน การแข่งขันด้านราคา และการขาดแคลนแรงงาน

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

ในเดือนธันวาคม 2557 อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 32.91 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ในปี 2558 (ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2558 – 30 กันยายน 2558) อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวอยู่ระหว่าง 32.52 – 36.02 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และมีค่าเฉลี่ยในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558 เท่ากับ 33.72 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งพบว่าค่าเงินบาทอ่อนค่าต่ำสุดในรอบ 6 ปี นับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2552 และมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ

สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ได้สรุปข้อมูลการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในรายงานวิเคราะห์ดัชนีราคาส่งออก-นำเข้าของไทย ประจำเดือนกรกฎาคม 2558 ว่า ค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง เป็นการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกับสกุลเงินอื่นๆ ในภูมิภาคที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ปัจจัยหลักเป็นผลมาจากธนาคารแห่งประเทศไทย (“ธปท.”) มีมาตรการผ่อนคลายเกณฑ์การเคลื่อนย้ายเงินทุน ต่อเนื่องจากมติของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (“กนง.”) ที่ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย เพื่อสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศ ประกอบกับธนาคารกลางสหรัฐมีความชัดเจนในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังจากตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐบางรายการออกมาเชิงบวก จึงส่งผลให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวในทิศทางที่อ่อนค่าลง

ตารางแสดงค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ระหว่างเดือนกันยายน 2553 – 2558)



จากตารางที่แสดงข้างต้น อัตราแลกเปลี่ยนเริ่มที่ 30.83 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในเดือนกันยายน 2553 และสิ้นสุดที่ 36.02 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในเดือนกันยายน 2558 แผนภาพดังกล่าวแสดงให้เห็นการปรับตัวขึ้นสลับกับการลดลงของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา โดยค่าเฉลี่ยของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงดังกล่าวเท่ากับ 31.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดว่าช่วงสิ้นปี 2558 ค่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงมาอยู่ในระดับ 36.75 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดย ณ วันที่ 14 ตุลาคม 2558 อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าเท่ากับ 35.59 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

การเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทในทิศทางที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลในเชิงบวกต่อการดำเนินงานของบริษัทฯ ในฐานะผู้ส่งออกสินค้าไปจำหน่ายยังต่างประเทศ ซึ่งมีรายได้ส่วนใหญ่เป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ทำให้บริษัทฯ ได้รับเงินบาทจากการแปลงค่ามากขึ้น

3.4 ปัจจัยเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

1) ความเสี่ยงด้านการจัดหาวัตถุดิบ

บริษัทฯ เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผักแปรรูปแช่แข็ง ซึ่งต้องใช้ ถั่วแระ ถั่วแขก และข้าวโพดหวาน เป็นวัตถุดิบสำคัญของต้นทุนการผลิต และเนื่องจากวัตถุดิบเหล่านี้เป็นวัตถุดิบทางการเกษตรที่ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางธรรมชาติเป็นหลัก บริษัทฯ จึงอาจได้รับผลกระทบและเกิดการขาดแคลนวัตถุดิบดังกล่าวได้บ้าง ซึ่งบริษัทฯ มีมาตรการรองรับความเสี่ยงในกรณีนี้ โดยใช้วิธีเพิ่มปริมาณการผลิตในรุ่นถัดไปให้มากขึ้น เนื่องจากวัตถุดิบดังกล่าวสามารถปลูกได้ปีละ 2-3 รุ่น และมีอายุการเก็บเกี่ยวผลผลิตเพียงประมาณ 60 – 90 วัน ดังนั้น หากการเพาะปลูกรุ่นใดมีปัญหา บริษัทฯ ก็จะเพิ่มพื้นที่การปลูกในรุ่นถัดไปให้มากขึ้น

2) ความเสี่ยงด้านการตลาด

ปัจจุบันบริษัทฯ ส่งออกผลิตภัณฑ์ผักแปรรูปแช่แข็งไปยังตลาดญี่ปุ่น คิดเป็นร้อยละ 92 ของยอดขายรวม ซึ่งการพึ่งพิงตลาดญี่ปุ่นในสัดส่วนที่สูงนี้ ทำให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ อาจได้รับผลกระทบจากการที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัว และ/หรือมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการค้าของประเทศดังกล่าว

อย่างไรก็ตาม จากการที่ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ เป็นผลิตภัณฑ์ประเภทอาหาร ที่มีความจำเป็นต่อการดำรงชีพ และชาวญี่ปุ่นเองก็นิยมบริโภคผลิตภัณฑ์ ถั่วแระ และถั่วแขกแช่แข็ง ประกอบกับบริษัทฯ มีความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าตลอดมา ดังนั้น ผลกระทบจากการพึ่งพิงตลาดญี่ปุ่นเป็นหลักจึงอยู่ในระดับความเสี่ยงไม่สูงนัก

3) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

จากการที่บริษัทฯ มีมูลค่าการส่งออกมากกว่าร้อยละ 99 ของยอดขายรวม และบริษัทฯ ขายสินค้าเป็นสกุลเงินเหรียญสหรัฐอเมริกาทันทีหมด ดังนั้น บริษัทฯ อาจได้รับผลกระทบอันเนื่องมาจากอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทฯ ได้รับเงินบาทจากการแปลงค่าน้อยลง

มาตรการลดความเสี่ยงในกรณีนี้ บริษัทฯ ได้ทำสัญญาขายเงินเหรียญสหรัฐอเมริกาล่วงหน้า ซึ่งสามารถลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศได้พอสมควร โดยบริษัทฯ จะทำสัญญาขายเงินล่วงหน้า 8 – 12 เดือน ทำให้บริษัทฯ สามารถป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้ประมาณ 10 เดือน

4) ความเสี่ยงด้านคุณภาพของสินค้า

ด้านคุณภาพสินค้าที่ต้องปลอดภัยจากเคมีภัณฑ์ ทำให้บริษัทฯ มีความเสี่ยงจากการคืนสินค้าของลูกค้า หากไม่สามารถควบคุมคุณภาพสินค้าให้ปลอดภัยจากเคมีภัณฑ์ตามสัญญาที่ตกลงกับลูกค้าได้

มาตรการการควบคุมคุณภาพของสินค้า ซึ่งเป็นผลกระทบที่เกิดจากเคมีภัณฑ์ตกค้างนั้น บริษัทฯ มีกระบวนการตรวจสอบที่เข้มงวดตามมาตรฐาน GMP โดยบริษัทฯ ได้จัดหาเครื่องตรวจหาสารเคมีตกค้างที่มีประสิทธิภาพสูง ซึ่งปัจจุบันบริษัทฯ มีอยู่จำนวน 2 เครื่อง ซึ่งสามารถตรวจหาเคมีภัณฑ์ตกค้างได้มากกว่า 250 ชนิด ในขณะที่บริษัทฯ ใช้สารเคมีอยู่ประมาณ 20 ชนิด

3.5 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ณ วันที่ 16 ตุลาคม 2558 (วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด)

ณ วันที่ 16 ตุลาคม 2558 (วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นล่าสุด) บริษัทฯ มีทุนที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 381,145,725 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 381,145,725 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ รายใหญ่ 10 รายแรก แสดงได้ดังนี้

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น ^{1/} (ร้อยละ)
1.	กลุ่มบริษัท เกษตรเหนือ จำกัด		
1.1	บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด (ผู้ทำคำเสนอซื้อ)	129,989,850	34.11
1.2	บุคคลที่กระทำการร่วมกันกับ 1.1	8,585,807	2.25
1.3	บุคคลตามมาตรา 258 ของ 1.1 และ 1.2	544,500	0.14
	รวมกลุ่มเกษตรเหนือ	139,120,157	36.50
2.	NOMURA SECURITIES CO LTD-CLIENT A/C	19,057,313	5.00
3.	MR. LAN, MU-CHIOU และภรรยา	18,030,830	4.73
4.	นางสาวนงนุช เบ็ญจศิริวรรณ	15,348,680	4.03
5.	นายประภาส พลพัฒน์พงศ์ และภรรยา	14,441,170	3.79
6.	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	11,055,266	2.90
7.	MISS CHANG, MIN-FANG	8,837,730	2.32
8.	MR. LAN, MING-TE	7,209,514	1.89
9.	MR. LAN, MING-SHIH	7,037,625	1.85
10.	MR. LU, YU-CHIN	6,105,309	1.60
	รวมผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรก	246,243,594	64.61
	ผู้ถือหุ้นอื่นๆ	134,902,131	35.39
	รวมทั้งหมด	381,145,725	100.00

ที่มา: ทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 16 ตุลาคม 2558, ^{1/} หนึ่งหุ้นสามัญเท่ากับหนึ่งสิทธิออกเสียง

รายชื่อผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ภายหลังการทำคำเสนอซื้อ

ภายหลังสิ้นสุดการทำคำเสนอซื้อ หากผู้ถือหุ้นทุกรายตอบรับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการทั้งหมด ยกเว้นผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ จำนวน 7 ราย ซึ่งได้แก่ กลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว ตามรายชื่อที่ปรากฏในตารางแสดงรายละเอียดการถือหุ้นของบริษัทฯ ในหน้า 9 ที่ได้แสดงเจตนาไม่ตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้ จะทำให้กลุ่มเกษตรเหนือเป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 100.00 ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ดังแสดงได้ดังนี้

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น ^{1/} (ร้อยละ)
1.	กลุ่มเกษตรกรเหนือ		
1.1	บริษัท เกษตรเหนือ จำกัด	372,015,418	97.60
1.2	นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
1.3	นายนิรันดร์ พลพัฒน์พงศ์	3,702,600	0.97
1.4	นายเอกพงศ์ พลพัฒน์พงศ์	874,090	0.23
1.5	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	306,517	0.08
1.6	นางจารุรัตน์ พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
1.7	ด.ญ. ภัณทิรา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
1.8	ด.ญ. อติภา พลพัฒน์พงศ์	181,500	0.05
	รวมผู้ถือหุ้น	381,145,725	100.00

^{1/} หนึ่งหุ้นสามัญเท่ากับหนึ่งสิทธิออกเสียง

3.6 คณะกรรมการ และผู้บริหาร

คณะกรรมการ

ณ วันที่ 28 เมษายน 2558 คณะกรรมการบริษัทฯ มีจำนวน 10 ท่าน ประกอบด้วย

ลำดับ	รายชื่อ	ตำแหน่ง
1.	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	ประธานกรรมการ
2.	นายประภาส พลพัฒน์พงศ์	กรรมการผู้จัดการ
3.	นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	กรรมการบริหาร
4.	นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	กรรมการบริหาร และเลขานุการบริษัท
5.	นายประยุทธ์ พลพัฒน์พงศ์ ^{1/}	กรรมการ
6.	นายหลาน มู่ ชิว	กรรมการ
7.	นายอำนาจ ยศสุข	กรรมการอิสระ และประธานกรรมการตรวจสอบ
8.	นายอำพล รวยพันธุ์	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ
9.	ดร. ภูษิต วงศ์หล่อสายชล	กรรมการอิสระ
10.	นางสาวดุริณี เรืองธรรม	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ

^{1/} นายประยุทธ์ พลพัฒน์พงศ์ พ้นจากตำแหน่งกรรมการบริหาร (ผู้จัดการฝ่ายพัฒนาธุรกิจ) เนื่องจากเกษียณอายุการทำงาน โดยยังดำรงตำแหน่งกรรมการ (ที่ไม่เป็นผู้บริหาร) มีผลตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2558

ผู้บริหาร

ณ วันที่ 28 เมษายน 2558 ผู้บริหารของบริษัทฯ มีจำนวน 4 ท่าน ประกอบด้วย

ลำดับ	รายชื่อ	ตำแหน่ง
1.	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	ประธานกรรมการบริหาร
2.	นายประภาส พลพัฒน์พงศ์	กรรมการผู้จัดการ
3.	นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	กรรมการบริหาร
4.	นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	กรรมการบริหาร และเลขานุการบริษัท

3.7 สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน

ตารางสรุปฐานะการเงินของบริษัทฯ และบริษัทย่อย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 – 2557 และ 30 มิถุนายน 2558 แสดงได้ดังนี้

ฐานะทางการเงินรวม	31 ธันวาคม 2555		31 ธันวาคม 2556		31 ธันวาคม 2557		30 มิถุนายน 2558	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์								
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	354.3	24.6	175.9	12.1	172.9	12.5	437.7	30.6
เงินลงทุนชั่วคราว (เงินฝากประจำ)	205.6	14.3	406.0	27.9	296.0	21.3	50.0	3.4
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	63.3	4.4	96.0	6.6	91.6	6.6	131.2	9.2
ลูกหนี้ชาวไร่	49.7	3.5	39.6	2.7	24.8	1.8	27.1	1.9
สินค้าคงเหลือ	356.8	24.7	339.5	23.4	436.7	31.5	442.6	30.9
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	1,029.7	71.5	1,057.0	72.7	1,022.0	73.7	1,088.6	76.0
เงินฝากธนาคารที่มีภาระค้ำประกัน	15.0	1.0	15.2	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	381.3	26.4	368.0	25.3	347.2	25.0	326.1	22.8
โปรแกรมคอมพิวเตอร์	4.6	0.3	4.0	0.3	6.7	0.5	7.1	0.5
สินทรัพย์ภายในที่ได้รับการดัดบัญชี	7.0	0.5	8.1	0.6	9.3	0.7	8.4	0.6
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	4.2	0.3	1.8	0.1	1.8	0.1	1.1	0.1
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	412.1	28.5	397.1	27.3	365.0	26.3	342.7	24.0
รวมสินทรัพย์	1,441.8	100.0	1,454.1	100.0	1,387.0	100.0	1,431.3	100.00
หนี้สิน								
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	93.5	6.5	81.7	5.6	74.2	5.3	88.4	6.1
ภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่าย	17.2	1.2	7.1	0.5	1.6	0.1	16.9	1.2
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2.8	0.2	3.2	0.2	3.4	0.3	3.9	0.3
รวมหนี้สินหมุนเวียน	113.5	7.9	92.0	6.3	79.2	5.7	109.2	7.6
ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	29.6	2.0	35.3	2.5	40.3	2.9	41.0	2.9
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	29.6	2.0	35.3	2.5	40.3	2.9	41.0	2.9
รวมหนี้สิน	143.1	9.9	127.3	8.8	119.5	8.6	150.2	10.5
ส่วนของผู้ถือหุ้น								
ทุนที่ออกและชำระแล้ว	381.2	26.5	381.2	26.2	381.2	27.5	381.2	26.6
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสามัญ	68.0	4.7	68.0	4.7	68.0	4.9	68.0	4.7

ฐานะทางการเงินรวม	31 ธันวาคม 2555		31 ธันวาคม 2556		31 ธันวาคม 2557		30 มิถุนายน 2558	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
กำไรสะสม								
จัดสรรแล้ว-ทุนสำรองตามกฎหมาย	38.1	2.6	38.1	2.6	38.1	2.7	38.1	2.7
ยังไม่จัดสรร	811.4	56.3	839.5	57.7	780.2	56.3	793.8	55.5
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	1,298.7	90.1	1,326.8	91.2	1,267.5	91.4	1,281.1	89.5
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	1,441.8	100.0	1,454.1	100.0	1,387.0	100.0	1,431.3	100.0

ตารางสรุปผลการดำเนินงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย สำหรับปี 2555-2557 และงวด 6 เดือนของปี 2557-2558 แสดงได้ดังนี้

ผลการดำเนินงานรวม	ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557		6 เดือนแรก ปี 2557		6 เดือนแรก ปี 2558	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้										
รายได้จากการขาย	1,491.5	98.8	1,426.5	98.7	1,413.6	98.6	734.1	98.5	714.1	99.0
รายได้อื่น	17.7	1.2	19.1	1.3	19.8	1.4	11.4	1.5	7.1	1.0
รวมรายได้จากการขายและรายได้อื่น	1,509.2	100.0	1,445.6	100.0	1,433.4	100.0	745.5	100.0	721.2	100.0
กำไร (ขาดทุน) จากอัตราแลกเปลี่ยน	11.6	0.8	17.7	1.2	(29.6)	(2.1)	(32.5)	(4.4)	0.3	0.0
รายได้รวม	1,520.8		1,463.3		1,403.8		713.0		721.5	
ค่าใช้จ่าย										
ต้นทุนขาย	1,110.8	73.6	1,112.9	77.0	1,140.9	79.6	557.9	74.8	564.5	78.3
ค่าใช้จ่ายในการขาย	110.2	7.3	104.6	7.2	100.6	7.0	51.8	6.9	47.8	6.6
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	91.4	6.1	89.1	6.2	91.8	6.4	50.6	6.8	39.8	5.5
รวมค่าใช้จ่าย	1,312.4	87.0	1,306.6	90.4	1,333.3	93.0	660.3	88.5	652.1	90.4
กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษีเงินได้	208.4	13.8	156.7	10.8	70.5	4.9	52.7	7.1	69.4	9.6
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	34.3	2.3	20.9	1.4	10.1	0.7	8.6	1.2	17.7	2.5
กำไรสำหรับงวด	174.1	11.5	135.8	9.4	60.4	4.2	44.1	5.9	51.7	7.2
กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น:										
ผลขาดทุนจากการประมาณการตามหลักคณิตศาสตร์ประกันภัย	-	-	0.9	0.1	1.6	0.1	-	-	-	-
กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จรวม	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2
การแบ่งปันกำไร										
ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2
ส่วนของผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
กำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จรวม	174.1	11.5	134.9	9.3	58.8	4.1	44.1	5.9	51.7	7.2

ตารางสรุปอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ สำหรับปี 2555-2557 และงวด 6 เดือนของปี 2557-2558 แสดงได้ดังนี้

อัตราส่วนทางการเงิน	หน่วย	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557	6 เดือนแรก ปี 2557	6 เดือนแรก ปี 2558
อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio)						
อัตราส่วนสภาพคล่อง	เท่า	9.1	11.5	12.9	8.2	10.0
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว	เท่า	5.5	7.4	7.0	5.0	5.6
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร (Profitability Ratio)						
อัตรากำไรขั้นต้น	ร้อยละ	25.5	22.0	19.3	24.0	20.9
อัตรากำไรสุทธิ	ร้อยละ	11.4	9.3	4.2	6.2	7.2
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น	ร้อยละ	13.4	10.2	4.6	3.5	4.0
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio)						
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ร้อยละ	12.1	9.3	4.2	3.1	3.6
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ถาวร	ร้อยละ	59.8	52.2	33.8	25.4	31.8
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์	เท่า	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (Financial Policy Ratio)						
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	เท่า	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	บาท	3.41	3.48	3.33	3.29	3.36
กำไร (ขาดทุน) สุทธิต่อหุ้น	บาท	0.45	0.36	0.16	0.12	0.14
เงินปันผลต่อหุ้น	บาท	0.28	0.31	0.10	-	-

1) การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน

รายได้

บริษัทฯ มีรายได้รวมในปี 2555 จำนวน 1,520.8 ล้านบาท ประกอบด้วย รายได้จากการขายจำนวน 1,491.5 ล้านบาท รายได้อื่น ซึ่งได้แก่ ดอกเบี้ยรับ รายได้จากการขายเศษวัตถุดิบ กำไรจากการขายเครื่องจักรที่ด้อยค่า จำนวน 17.7 ล้านบาท และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 11.6 ล้านบาท

รายได้รวมในปี 2556 มีจำนวน 1,463.3 ล้านบาท ลดลงจากปี 2555 จำนวน 57.5 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 3.8 โดยมีสาเหตุหลักมาจากรายได้จากการขายที่ลดลง เนื่องจากปริมาณการขายที่ลดลงจำนวน 1,601 ตัน ในขณะที่ รายได้อื่นมีจำนวน 19.1 ล้านบาทใกล้เคียงกับปีก่อน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้นในปี 2556 จำนวน 17.7 ล้านบาท

รายได้รวมในปี 2557 มีจำนวน 1,403.8 ล้านบาท ลดลงจากปี 2556 จำนวน 59.5 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 4.1 โดยมีสาเหตุหลักมาจากรายได้จากการขายที่ลดลงเป็นปีที่สองติดต่อกัน โดยในปี 2557 ปริมาณการขายลดลงจากปีก่อนจำนวน 1,591 ตัน ซึ่งเป็นผลจากการชะลอตัวของการบริโภคในประเทศญี่ปุ่น จากการที่รัฐบาลญี่ปุ่นมีนโยบายปรับภาษีมูลค่าเพิ่มในประเทศ รวมถึงค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐทำให้ต้นทุนการนำเข้าผลิตภัณฑ์สูงขึ้น นอกจากนี้ ในปี 2557 บริษัทฯ ยังมีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 29.6 ล้านบาท

รายได้รวมสำหรับช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 มีจำนวน 721.5 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.5 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.2 จากงวดเดียวกันของปีก่อน ทั้งนี้ รายได้จากการขายยังคงลดลง เนื่องจากการชะลอตัวของภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยซึ่งเป็นคู่ค้าสำคัญของบริษัทฯ อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐนับตั้งแต่ต้นปี ส่งผลให้ช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทฯ มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 0.3 ล้านบาท ในขณะที่ในช่วงเดียวกันของปีก่อนบริษัทฯ มีขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 32.5 ล้านบาท

ค่าใช้จ่าย

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2555 มีจำนวน 1,312.4 ล้านบาท ประกอบด้วย ต้นทุนขายจำนวน 1,110.8 ล้านบาท ค่าใช้จ่ายในการขายจำนวน 110.2 ล้านบาท โดยมีค่าใช้จ่ายหลักได้แก่ ค่าระวาง ค่าขนส่ง และค่านายหน้า และค่าใช้จ่ายในการบริหารจำนวน 91.4 ล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2556 มีจำนวน 1,306.6 ล้านบาท ลดลง 5.8 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 0.4 จากปีก่อน ซึ่งถึงแม้รายได้จากการขายจะลดลง ต้นทุนขายของบริษัทฯ ยังคงมีจำนวนใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า จากผลกระทบของการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 300 บาทต่อวันตามนโยบายของรัฐบาล การเพิ่มขึ้นของค่าล่วงเวลา เนื่องจากการขาดแคลนแรงงาน และการปรับขึ้นค่าเอฟทีของการไฟฟ้าตลอดทั้งปี ส่งผลให้ในปี 2556 บริษัทฯ มีต้นทุนการผลิตสูงขึ้นกว่าปีก่อน นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายในการขายมีจำนวน 104.6 ล้านบาท ซึ่งลดลงจากปีก่อนตามการลดลงของยอดขาย และค่าใช้จ่ายในการบริหารมีจำนวน 89.1 ล้านบาท ซึ่งเป็นจำนวนที่ใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า

ค่าใช้จ่ายรวมของบริษัทฯ ในปี 2557 มีจำนวน 1,333.3 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26.6 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.0 จากปีก่อน เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของต้นทุนขาย โดยบริษัทฯ มีต้นทุนขายเพิ่มขึ้นจำนวน 28.0 ล้านบาท ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากราคาเชื้อเพลิงและพลังงานที่ใช้ในการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ประสิทธิภาพทางการผลิต (productivity) ของบริษัทฯ ในปี 2557 ลดลงเนื่องจากคุณภาพของวัตถุดิบที่ลดลง ทำให้บริษัทฯ มีต้นทุนการผลิตต่อหน่วยที่สูงขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายมีจำนวน 100.6 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อนตามยอดขายของบริษัทฯ และค่าใช้จ่ายในการบริหารมีจำนวน 91.8 ล้านบาท ซึ่งเป็นจำนวนที่ใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า โดยบริษัทฯ บันทึกค่าใช้จ่ายจากการคืนเงินภาษีซื้อที่ไม่มีสิทธิขอคืน พร้อมเบี่ยงปรับและเงินเพิ่มจำนวน 11.5 ล้านบาท ในปี 2557

สำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายรวมจำนวน 652.1 ล้านบาท ลดลง 8.1 ล้านบาท หรือลดลงร้อยละ 1.2 จากงวดเดียวกันของปีก่อน อันเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายสุทธิในการผลิตและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง เช่น ค่าล่วงเวลา ค่าน้ำมัน และค่าไฟฟ้า เป็นต้น

กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิ

กำไรสุทธิของบริษัทฯ ในปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 174.1 ล้านบาท 134.9 ล้านบาท 58.8 ล้านบาท และ 51.7 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับร้อยละ 11.4 ร้อยละ 9.3 ร้อยละ 4.2 และร้อยละ 7.2 ตามลำดับ โดยกำไรสุทธิที่ลดลงในช่วงปี 2555 – 2557 เป็นผลจากปริมาณการส่งออกสินค้าของบริษัทฯ ที่ลดลงเนื่องจากตลาดหลักในประเทศไทยยังอยู่ในภาวะชะลอตัว ประกอบกับต้นทุนการผลิตสินค้าที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากค่าจ้างแรงงานที่สูงขึ้นและการปรับขึ้นของค่าไฟฟ้าและค่าพลังงานในระหว่างปี อีกทั้ง ประสิทธิภาพทางการผลิต (productivity) ของบริษัทฯ ที่ลดลงเนื่องจากคุณภาพของวัตถุดิบลดลง โดยบริษัทฯ ไม่สามารถปรับราคาขายให้สอดคล้องกับต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นดังกล่าวได้ อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรสุทธิของบริษัทฯ เพิ่มสูงขึ้นในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 โดยมีสาเหตุหลักมาจากค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่ต้นทุนราคาเชื้อเพลิงอยู่ในระดับต่ำลงเมื่อเทียบกับในอดีต

2) การวิเคราะห์ฐานะการเงิน

สินทรัพย์

สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 1,441.8 ล้านบาท 1,454.1 ล้านบาท 1,387.0 ล้านบาท และ 1,431.3 ล้านบาท ตามลำดับ โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทฯ ได้แก่ เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด สินค้าคงเหลือ และที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

ในปี 2557 เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมเงินลงทุนชั่วคราว ลดลงจากปี 2556 อย่างมีสาระสำคัญจาก 581.9 ล้านบาท เป็น 468.9 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 ในขณะที่ปริมาณสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นมากจากปีก่อน โดยสินค้าคงเหลือเพิ่มขึ้นจาก 339.5 ล้านบาท เป็น 436.7 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2557 หรือเพิ่มขึ้นจำนวน 97.2 ล้านบาท อันเนื่องมาจากการปริมาณการขายสินค้าที่ลดลงในปี 2557 ในขณะที่ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่โรงงานผลิตเพิ่มมากขึ้นกว่าปีก่อน จากการที่โครงการรับจำนำข้าวได้สิ้นสุดลง ประกอบกับราคาข้าวที่ตกต่ำในตลาด ทำให้เกษตรกรบางส่วนหันมาปลูกพืชในโครงการของบริษัทฯ มากขึ้น ส่งผลให้ในปี 2557 บริษัทฯ มีวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตสินค้าเพิ่มขึ้น ในขณะที่สินทรัพย์อื่นมีการเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยอันเป็นผลมาจากการดำเนินงาน

ณ สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมเงินลงทุนชั่วคราว จำนวน 487.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก ณ สิ้นปี 2557 ขณะที่สินค้าคงเหลือมีจำนวน 442.6 ล้านบาท เปลี่ยนแปลงเล็กน้อยจาก ณ สิ้นปี 2557 และที่ดิน อาคารและอุปกรณ์จำนวน 326.1 ล้านบาท ลดลงจากปีก่อนจำนวน 21.1 ล้านบาท เป็นผลมาจากค่าเสื่อมราคา

หนี้สิน

หนี้สินรวมของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 143.1 ล้านบาท 127.3 ล้านบาท 119.5 ล้านบาท และ 150.2 ล้านบาท ตามลำดับ โดยส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้า ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน และภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่าย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 97.0 – 98.0 ของหนี้สินทั้งหมด

ณ สิ้นปี 2555 – 2557 หนี้สินของบริษัทฯ มีจำนวนลดลงเนื่องจากบริษัทมีภาระภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่ายลดลง อันเนื่องมาจากกำไรสุทธิของบริษัทฯ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ณ สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 ภาษีเงินได้นิติบุคคลค้างจ่ายเพิ่มขึ้นจาก ณ สิ้นปี 2557 จำนวน 15.3 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทฯ มีผลประกอบการที่ดีขึ้น ขณะที่หนี้สินรายการอื่นมีการเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก

ส่วนของผู้ถือหุ้น

ส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 2555 – สิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 มีจำนวน 1,298.7 ล้านบาท 1,326.8 ล้านบาท 1,267.5 ล้านบาท และ 1,281.1 ล้านบาท ตามลำดับ โดยส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นระหว่างปี เป็นผลมาจากกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทฯ ทั้งนี้ ในระหว่างปี 2555 – 2557 บริษัทฯ จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราหุ้นละ 0.28 บาท 0.31 บาท และ 0.10 ตามลำดับ

ในภาพรวมฐานะทางการเงินระหว่างสิ้นปี 2556 และสิ้นไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีอัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) ลดลงจาก 11.5 เท่า เป็น 10.0 เท่า ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.1 เท่า โดยบริษัทฯ มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด รวมเงินลงทุนชั่วคราว ณ 30 มิถุนายน 2558 รวมจำนวน 487.7 ล้านบาท แสดงให้เห็นถึงฐานะทางการเงินที่มั่นคงของบริษัทฯ

4. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ

ในการพิจารณาความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาข้อมูลจากงบการเงินที่ตรวจสอบและสอบทานแล้วโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตของบริษัทฯ ราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทฯ ก่อนวันที่ 8 ตุลาคม 2558 (วันที่กิจการได้รับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์จากผู้ทำคำเสนอซื้อ) ประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ซึ่งได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารเป็นหลัก รายงานการประเมินราคาทรัพย์สินโดยผู้ประเมินราคาทรัพย์สินอิสระ เอกสารของบริษัทฯ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการศึกษาภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม ข้อมูลทางธุรกิจและการเงินของบริษัทฯ และบริษัทอื่นที่เทียบเคียงได้ ตลอดจนข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะโดยทั่วไป โดยความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า ข้อมูลและเอกสารสำคัญต่างๆ ที่ได้รับดังกล่าว เป็นข้อมูลที่สมบูรณ์ ครบถ้วนและถูกต้อง ซึ่งพิจารณาจากสถานการณ์และข้อมูลที่สามารถรับรู้ได้ในปัจจุบัน ซึ่งหากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ การประเมินมูลค่าหุ้น และการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นได้

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ด้วยวิธีการประเมินราคาตามทฤษฎีทางการเงินต่างๆ 6 วิธี ดังนี้

- ▶ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)
- ▶ วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)
- ▶ วิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average market price approach)
- ▶ วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนในตลาด (Market comparable approach)
- ▶ วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)
- ▶ วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ประเมินมูลค่าหุ้นโดยใช้วิธีเปรียบเทียบราคาเป้าหมายที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Research Analysts' Consensus) เนื่องจากในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาไม่มีบริษัทหลักทรัพย์ที่ออกบทวิเคราะห์ที่ปัจจัยพื้นฐานของหุ้นของบริษัทฯ

ทั้งนี้ การประเมินมูลค่าหุ้นในแต่ละวิธีสามารถสรุปได้ ดังนี้

4.1 วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี แสดงให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัทฯ ซึ่งปรากฏตามมูลค่าทางบัญชี ณ ขณะใดขณะหนึ่ง โดยการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากมูลค่าตามบัญชีตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ สิ้นสุด ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ซึ่งเป็นงบการเงินฉบับล่าสุดที่ผ่านการสอบทานโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาต

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยวิธีดังกล่าวจะคำนวณจากส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินรวมของบริษัทฯ หักด้วยจำนวนหุ้นของกิจการที่ออกและชำระแล้ว โดยจำนวนหุ้นที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ในครั้งนี้เท่ากับ 381,145,725 หุ้น ซึ่งสามารถแสดงวิธีการคำนวณได้ ดังนี้

ณ วันที่ 30 มิ.ย. 58	ล้านบาท
ทุนที่ออกจำหน่ายและชำระเต็มมูลค่าแล้ว ¹	381
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสามัญ	68
กำไรสะสมที่จัดสรรแล้ว (สำรองตามกฎหมาย)	38
กำไรสะสมที่ยังไม่จัดสรร	794
รวมส่วนของผู้อถือหุ้น	1,281
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	381.15
มูลค่าหุ้นตามวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (บาทต่อหุ้น)	3.36

¹ ประกอบด้วยหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วจำนวน 381,145,725 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท

จากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณราคาหุ้นของบริษัทฯ ได้เท่ากับ 3.36 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 12.7 ของราคาเสนอซื้อ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีไม่เหมาะสมในการกำหนดมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของบริษัทฯ เนื่องจากเป็นวิธีสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงิน ณ ขณะใดขณะหนึ่ง โดยไม่คำนึงถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการ

4.2 วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีนี้ เป็นการปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีตามที่ปรากฏในงบการเงินรวมของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ด้วยรายการที่มีความสำคัญและเกิดขึ้นหลังวันดังกล่าว รวมทั้งภาระผูกพันและหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต หรือรายการส่วนเพิ่มหรือส่วนลดของมูลค่าสินทรัพย์บางรายการที่มีการประเมินโดยผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน เพื่อสะท้อนถึงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิที่เป็นปัจจุบันที่สุด

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร พบว่า บริษัทฯ ไม่มีภาระผูกพันอันเนื่องมาจากคดีความ โดยบริษัทฯ มีภาระผูกพันจากสัญญาว่าจ้างที่ปรึกษาในการออกแบบระบบและที่ปรึกษาด้านการลงทุนซึ่งมีจำนวนเงินที่ไม่เป็นสาระสำคัญ ขณะที่บริษัทฯ มีสินทรัพย์รวม ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 จำนวน 1,431 ล้านบาท โดยทรัพย์สินบางรายการ อันได้แก่ รายการเงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้ชาวไร่ ซึ่งมีมูลค่าตามบัญชีรวม 646 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 45 ของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทฯ เป็นทรัพย์สินที่มีมูลค่าตามบัญชีใกล้เคียงกับมูลค่ายุติธรรม ขณะที่สินทรัพย์ถาวรของบริษัทฯ ซึ่งได้แก่ ที่ดิน อาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์ ซึ่งมีมูลค่าสุทธิทางบัญชีจำนวน 326 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 23 ของสินทรัพย์ทั้งหมด ยังไม่ได้มีการปรับปรุงให้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้ปรับปรุงมูลค่าตามบัญชีของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ด้วยส่วนเกินทุนจากการตีราคาสินทรัพย์ถาวร

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์ถาวรของบริษัทฯ โดยพิจารณาจากรายงานการประเมินมูลค่าทรัพย์สินซึ่งจัดทำโดย บริษัท เอียร์ แอฟไพเรซัล จำกัด (“ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สิน”) ซึ่งเป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินในตลาดทุนซึ่งได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ซึ่งได้ประเมินมูลค่าที่ดินของบริษัทฯ จำนวนทั้งหมด 39 แปลง ในจังหวัดเชียงใหม่ พะเยา และกรุงเทพมหานคร เนื้อที่รวม 243 ไร่ 3 งาน 77.5 ตารางวา สิ่ง

ปลูกสร้าง อันได้แก่ อาคารสำนักงาน และอาคารโรงงานจำนวน 2 แห่งในจังหวัดเชียงใหม่ พร้อมทั้งเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ใช้ในการผลิต ทั้งนี้ ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้ใช้วิธีเปรียบเทียบข้อมูลตลาด (Market Approach) สำหรับการประเมินมูลค่าที่ดิน และใช้วิธีต้นทุนทดแทนสุทธิ (Depreciated Replacement Cost) สำหรับการประเมินมูลค่าอาคารสำนักงาน อาคารโรงงาน รวมถึงเครื่องจักรและอุปกรณ์ ตามรายงานลงวันที่ 14 ตุลาคม 2558 เพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

รายการทรัพย์สิน (หน่วย: ล้านบาท)	วิธีประเมินมูลค่า	มูลค่าตามบัญชี ณ 30 มิ.ย. 58	มูลค่า ยุติธรรม	ส่วนเพิ่ม
สำนักงานใหญ่ กรุงเทพฯ ที่ดินจำนวน 2 แปลง เนื้อที่รวม 54.4 ตารางวา พร้อมอาคารพาณิชย์ 4 ชั้น พร้อมชั้นลอยและดาดฟ้า จำนวน 3 คูหา	ที่ดิน – วิธีเปรียบเทียบข้อมูลตลาด อาคาร – วิธีต้นทุนทดแทน	27	37	10
พื้นที่เพาะปลูก จ. พิษณุโลก ที่ดินเกษตรกรรมจำนวน 7 แปลง เนื้อที่รวม 154 ไร่ 0 งาน 30 ตารางวา	วิธีเปรียบเทียบข้อมูลตลาด	13	49	36
โรงงานแห่งที่ 1 จ. เชียงใหม่ (CM1) ที่ดินจำนวน 2 แปลง เนื้อที่รวม 15 ไร่ 0 งาน 36.6 ตารางวา พร้อมอาคารโรงงาน	ที่ดิน – วิธีเปรียบเทียบข้อมูลตลาด	10	187	177
โรงงานแห่งที่ 2 จ. เชียงใหม่ (CM2) ที่ดินจำนวน 28 แปลง เนื้อที่รวม 74 ไร่ 2 งาน 56.9 ตารางวา พร้อมอาคารโรงงาน	อาคาร – วิธีต้นทุนทดแทน	127	259	132
เครื่องจักรและอุปกรณ์ – CM1	วิธีต้นทุนทดแทน	55	144	89
เครื่องจักรและอุปกรณ์ – CM2		8	46	38
รวมสินทรัพย์ที่ประเมินมูลค่า		240	722	482
สินทรัพย์ที่ไม่ได้ประเมินมูลค่า ¹⁾		86	86	-
รวมที่ดิน อาคารและอุปกรณ์		326	808	482

ที่มา: รายงานการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของบริษัท เยียร์ แอปไฟรซัล จำกัด ตามรายงานลงวันที่ 14 ตุลาคม 2558

¹⁾ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ส่วนที่ไม่ได้ประเมินมูลค่า ได้แก่ ยานพาหนะ อุปกรณ์สำนักงาน อาคารระหว่างก่อสร้างและเครื่องจักรระหว่างติดตั้ง

จากตารางข้างต้น ผู้ประเมินมูลค่าทรัพย์สินได้ประเมินมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัทฯ ซึ่งมีมูลค่าตามบัญชีจำนวน 240 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 74 ของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ทั้งหมดของบริษัทฯ โดยสินทรัพย์กลุ่มดังกล่าวมีราคาประเมินรวมที่ 722 ล้านบาท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงนำเสนอส่วนต่างระหว่างราคาประเมินของผู้ประเมินราคาทรัพย์สินและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์จำนวน 482 ล้านบาทตามที่แสดงข้างต้น มาใช้ในการปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีจากงบการเงินรวมของกิจการ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ดังนี้

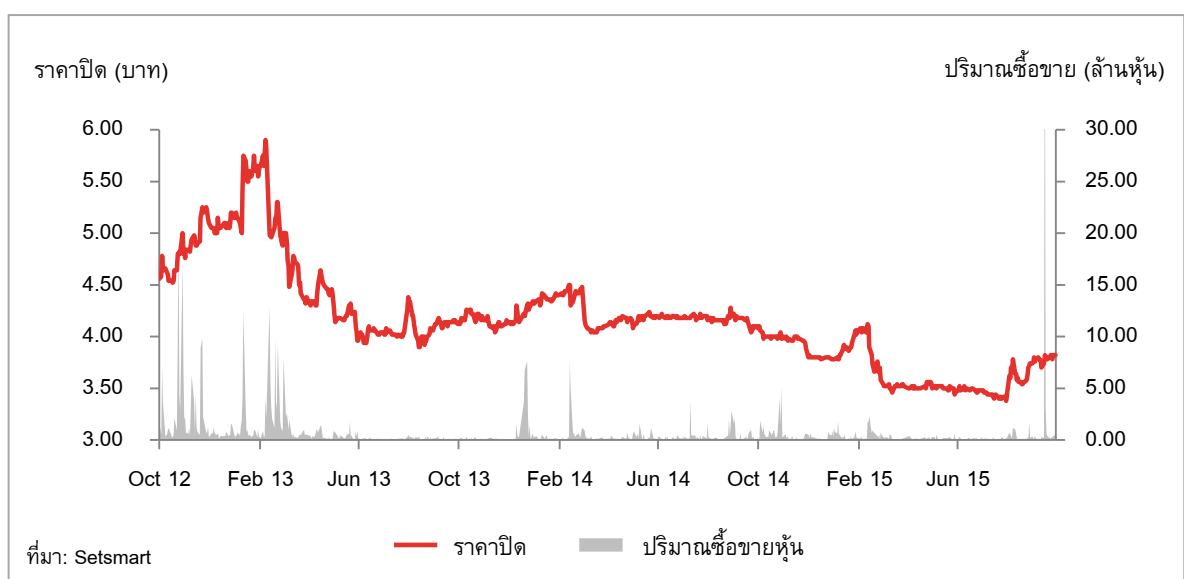
ณ วันที่ 30 มิ.ย. 58	ล้านบาท
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ	1,281
บวก ส่วนเพิ่มจากการประเมินมูลค่าทรัพย์สิน	482
หัก ภาระผูกพันและหนี้สินที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต	-
มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ – หลังปรับปรุง	1,763
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	381.15
มูลค่าหุ้นตามวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (บาทต่อหุ้น)	4.63

จากตารางประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการตามวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี จะได้ราคาหุ้นของกิจการเท่ากับ 4.63 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 20.1 ของราคาเสนอซื้อ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีสามารถสะท้อนถึงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์หลักของบริษัท ณ ขณะใดขณะหนึ่ง หรือเทียบเท่ากับกรณีของบริษัท ขายทรัพย์สินทั้งหมดที่มีอยู่ในปัจจุบันที่ราคายุติธรรม อย่างไรก็ตาม วิธีดังกล่าวยังไม่สะท้อนถึงความสามารถในการประกอบธุรกิจและมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญของกิจการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีดังกล่าวเหมาะสมในการพิจารณาใช้เป็นราคาขั้นต่ำในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ

4.3 วิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average market price approach)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระนำวิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมาใช้ในการอ้างอิงในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท เนื่องจากราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดสามารถสะท้อนอุปสงค์-อุปทานของนักลงทุนต่อหลักทรัพย์ของบริษัท ได้ ทั้งนี้ การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นและปริมาณการซื้อขายหุ้น CM ในระยะเวลา 3 ปีที่ผ่านมา แสดงได้ดังนี้



ในระหว่างเดือนตุลาคม 2555 – 2558 หุ้น CM มีการเคลื่อนไหวของราคาซื้อขายอยู่ระหว่าง 3.36 – 6.00 บาท โดยมีราคาปิดสูงสุดอยู่ที่ 5.90 บาท ณ วันที่ 21 กุมภาพันธ์ 2556 ราคาปิดต่ำสุดที่ 3.38 บาท ณ วันที่ 13 สิงหาคม 2558 โดยมีราคาปิดล่าสุด ณ วันที่ 7 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันก่อนวันที่บริษัทฯ ได้รับสำเนาข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ที่ 3.80 บาท ทั้งนี้ ราคาปิดดังกล่าวลดลงจากช่วงต้นปี 2558 สอดคล้องกับการปรับตัวลดลงของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ (SET) อันเนื่องมาจากความกังวลของนักลงทุนต่อภาวะการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศ

ทั้งนี้ ปริมาณการซื้อขายหุ้น CM ต่อวัน ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีค่าเฉลี่ยอยู่ประมาณ 722,565 หุ้น หรือคิดเป็นอัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย (Turnover ratio) ประมาณร้อยละ 0.19 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาการซื้อขายหุ้นของบริษัทฯ ในช่วง 12 เดือนล่าสุด ซึ่งนับตั้งแต่วันที่ 29 กันยายน 2557 – 28 กันยายน 2558 ซึ่งเป็นวันก่อนวันที่ผู้ทำข้อเสนอซื้อประกาศเจตนาในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการพบว่า หุ้น CM มีปริมาณการซื้อขายต่อวันที่ค่อนข้างเบาบางประมาณ 338,770 หุ้นต่อวัน หรือคิดเป็นอัตราการหมุนเวียนการซื้อขายเพียงร้อยละ 0.09 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ

ในการประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาราคาตลาดหรือราคาถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Volume Weighted Average Price “VWAP”) ย้อนหลัง 15 - 360 วันทำการ ถึงวันที่ 7 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็น 1 วันก่อนหน้าวันที่บริษัทฯ ได้รับสำเนาข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ

ทั้งนี้ ราคาถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักย้อนหลังของหุ้นสามัญของบริษัทฯ จนถึงวันที่ 7 ตุลาคม 2558 แสดงได้ดังนี้

	ราคา ต่ำสุด	ราคา สูงสุด	ปริมาณซื้อขาย เฉลี่ยต่อวัน (หุ้น)	Turnover Ratio*	ราคาถ่วงเฉลี่ยถ่วง น้ำหนัก (บาท)
ณ วันที่ 7 ตุลาคม 2558	3.80	3.80	265,650	0.07	3.80
ย้อนหลัง 15 วันทำการ	3.70	3.82	3,538,913	0.93	3.82
ย้อนหลัง 30 วันทำการ	3.54	3.82	1,894,321	0.50	3.81
ย้อนหลัง 60 วันทำการ	3.38	3.82	1,073,230	0.29	3.78
ย้อนหลัง 90 วันทำการ	3.38	3.82	763,588	0.21	3.76
ย้อนหลัง 180 วันทำการ	3.38	4.12	551,787	0.15	3.77
ย้อนหลัง 360 วันทำการ	3.38	4.28	484,269	0.13	3.91
ช่วงราคาหุ้นของบริษัทฯ					3.76 - 3.91

(*) : Turnover ratio แสดงร้อยละของจำนวนหุ้นที่ซื้อขายใน 1 วันต่อจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดของกิจการ

จากตารางข้างต้น ราคาปิดเฉลี่ยย้อนหลังของหุ้นสามัญของบริษัทฯ อยู่ในช่วงระหว่าง 3.76 – 3.91 บาทต่อหุ้น เมื่อเทียบกับราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น จะพบว่าราคาปิดเฉลี่ยดังกล่าวครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น

อย่างไรก็ตาม ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก มีข้อจำกัดอยู่หลายประการ เช่น เป็นวิธีที่พิจารณาจากราคาหุ้นสามัญของบริษัทฯ ที่มีการซื้อขายเท่านั้น โดยมิได้นำปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทฯ ในอนาคตมาเป็นปัจจัยในการพิจารณา อีกทั้ง ค่าเฉลี่ยของปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ ต่อวันในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา คิดเป็นประมาณร้อยละ 0.09 ของจำนวนหุ้นที่มีอยู่ทั้งหมด ซึ่งถือว่าเป็นปริมาณที่ต่ำเมื่อเทียบกับปริมาณซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของหุ้นทั้งหมดในตลาด

หลักทรัพย์ ซึ่งอยู่ที่ประมาณร้อยละ 0.69 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ดังนั้น ราคาตลาดที่คำนวณได้จึงอาจไม่สะท้อนมูลค่ายุติธรรมที่แท้จริงของบริษัทฯ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีเปรียบเทียบราคาตลาดถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ในครั้งนี้

4.4 วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด (Market comparable approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญโดยการเปรียบเทียบราคาตลาดต่ออัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานว่า บริษัทจดทะเบียนที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจและการดำเนินธุรกิจในสภาพแวดล้อมที่คล้ายคลึงกัน ควรจะมีอัตราส่วนตลาดที่ใกล้เคียงกัน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากลักษณะการดำเนินงานของบริษัทฯ เป็นการประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกสินค้าเกษตรแปรรูปประเภท ถั่วแขกแช่แข็ง ถั่วแระแช่แข็ง และข้าวโพดหวานแช่แข็ง เป็นหลัก จึงไม่มีบริษัทจดทะเบียนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ ที่สามารถเทียบเคียงได้โดยตรง

ดังนั้น ในการประเมินหามูลค่าหุ้นที่เหมาะสม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาเลือกบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry: AGRO) ที่มีลักษณะธุรกิจที่ใกล้เคียงกับบริษัทฯ โดยพิจารณาจากลักษณะผลิตภัณฑ์ที่เป็นพืชผลทางการเกษตร สัดส่วนการขายผลิตภัณฑ์ในและนอกประเทศ กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย ขนาดของรายได้ และความสามารถในการทำกำไร ซึ่งบริษัทในกลุ่มนี้มีปัจจัยทางเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม รวมถึงสภาพแวดล้อมการดำเนินธุรกิจที่ใกล้เคียงกับบริษัทฯ มากที่สุด โดยบริษัทเทียบเคียงที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระนำใช้อ้างอิงในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ มีจำนวนทั้งสิ้น 2 บริษัท ได้แก่ บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (“APURE”) และ บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (“PRG”)

ทั้งนี้ ข้อมูลโดยสรุปของแต่ละบริษัท มีดังนี้

▶ บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (“APURE”)

APURE ดำเนินธุรกิจหลักเกี่ยวกับการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรแปรรูป ประเภทข้าวโพดบรรจุกระป๋อง ผัก ผลไม้สดและเมล็ดพันธุ์ข้าวโพด โดยทำสัญญาซื้อขายผลผลิตจากกลุ่มเกษตรกรในระบบ Contract Farming ก่อนนำมาผ่านกระบวนการคัด ตัดแต่ง และบรรจุเพื่อส่งออกไปขายยังต่างประเทศ ในปี 2557 APURE มีรายได้รวม 1,239.98 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2556 คิดเป็นร้อยละ 12 โดยมีมูลค่าการจำหน่ายตลาดต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 87 ของรายได้จากการขายทั้งหมด โดยมีตลาดหลักอยู่ในยุโรป และประเทศญี่ปุ่น ในปี 2557 APURE มีอัตรากำไรขั้นต้นร้อยละ 16.28 และอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 6.66

▶ บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (“PRG”)

PRG ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายข้าวสารบรรจุถุงทั้งภายในประเทศและเพื่อการส่งออก ภายใต้เครื่องหมายการค้า “ข้าวมาบุญครอง” ในปี 2557 PRG มีรายได้รวม 2,297.90 ล้านบาท โดยเป็นรายได้จากการจำหน่ายข้าว 1,604.97 ล้านบาท ลดลงจากปี 2556 คิดเป็นร้อยละ 11 มูลค่าการจำหน่ายตลาดต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 30 ของรายได้จากการจำหน่ายข้าวทั้งหมด ในปี 2557 PRG มีอัตรากำไรขั้นต้นร้อยละ 15.17 และอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 14.28

ทั้งนี้ อัตราส่วนทางการตลาดที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระนำมาพิจารณาเพื่อประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: **P/BV Ratio**) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: **P/E Ratio**) อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนต้นทุนทางการเงิน ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Enterprise Value to Earnings before Interest, Tax, Depreciation, and Amortisation: **EV/EBITDA Ratio**) โดยการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ในแต่ละวิธี สามารถแสดงได้ดังนี้

4.4.1 วิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Multiple)

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี เป็นการนำมูลค่าหุ้นตามบัญชีของบริษัทฯ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ตามที่แสดงในวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี ซึ่งเท่ากับ 3.36 บาทต่อหุ้น มาคูณกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Ratio) ของบริษัทเทียบเคียงข้างต้น

ค่าเฉลี่ย P/BV ของบริษัทเทียบเคียงย้อนหลัง 15 - 360 วันทำการ จากวันที่ 7 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันก่อนวันที่บริษัทฯ ได้รับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ สามารถสรุปได้ดังนี้

P/BV เฉลี่ยย้อนหลัง (วันทำการ)	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	180 วัน	360 วัน
APURE	1.11	1.08	1.10	1.13	1.60	1.70
PRG	1.09	1.09	1.15	1.17	1.12	1.15
ค่าเฉลี่ย (เท่า)	1.10	1.09	1.12	1.15	1.36	1.43
มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทฯ	3.36	3.36	3.36	3.36	3.36	3.36
มูลค่าหุ้นตามวิธี P/BV Multiple	3.70	3.65	3.78	3.86	4.56	4.79

ที่มา: Setsmart

จากการประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี จะได้ช่วงมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ อยู่ระหว่าง 3.65 – 4.79 บาทต่อหุ้น ซึ่งครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น

4.4.2 วิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Multiple)

การคำนวณมูลค่าหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ แสดงให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นของกิจการโดยการนำกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per share) ตามที่ปรากฏในงบการเงินของบริษัทฯ ย้อนหลัง 12 เดือน จากวันที่ 30 มิถุนายน 2558 คูณกับค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) ของบริษัทเทียบเคียงข้างต้น

กำไรสุทธิของบริษัทฯ จากงบการเงินในช่วง 12 เดือนย้อนหลัง มีจำนวนเท่ากับ 68.04 ล้านบาท เมื่อหารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 381,145,725 หุ้น จะได้กำไรสุทธิต่อหุ้นเท่ากับ 0.18 บาทต่อหุ้น โดยนำมาคูณกับค่าเฉลี่ย P/E Ratio ของบริษัทเทียบเคียงย้อนหลัง 15 - 360 วันทำการ จากวันที่ 7 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันก่อนวันที่บริษัทฯ ได้รับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ สามารถสรุปได้ดังนี้

P/E เฉลี่ยย้อนหลัง (วันทำการ)	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	180 วัน	360 วัน
APURE	14.37	14.00	14.23	14.50	16.97	22.46
PRG	23.10	23.10	23.13	23.01	22.61	24.19
ค่าเฉลี่ย (เท่า)	18.74	18.55	18.68	18.75	19.79	23.32
กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทฯ	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
มูลค่าหุ้นตามวิธี P/E Multiple	3.34	3.31	3.33	3.35	3.53	4.16

ที่มา: Setsmart

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ จะได้ช่วงมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ อยู่ระหว่าง 3.31 – 4.16 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นมูลค่าที่ครอบคลุมราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น

4.4.3 วิธีอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EV/EBITDA Multiple)

การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีนี้จะนำค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของบริษัทเทียบเคียง คู่กับตัวกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทฯ จากนั้นหักด้วยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และบวกด้วยเงินสดคงเหลือของกิจการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้นำ EBITDA ของบริษัทฯ ในช่วง 12 เดือนย้อนหลัง ซึ่งมีจำนวนตามที่แสดงในงบการเงินเท่ากับ 99.74 ล้านบาท มาคูณกับค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ของบริษัทเทียบเคียงย้อนหลัง 15 - 360 วันทำการ จากวันที่ 7 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันก่อนวันที่บริษัทฯ ได้รับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์

อนึ่ง ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 บริษัทฯ มีเงินสดคงเหลือจำนวน 487.70 ล้านบาท โดยพิจารณาจากเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด 437.70 ล้านบาท และเงินลงทุนชั่วคราว 50.00 ล้านบาท และไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

EV/EBITDA เฉลี่ยย้อนหลัง (วันทำการ)	15 วัน	30 วัน	60 วัน	90 วัน	180 วัน	360 วัน
APURE	6.33	6.14	6.26	6.41	8.32	11.62
PRG	22.78	22.78	22.70	22.53	21.87	22.73
ค่าเฉลี่ย (เท่า)	14.55	14.46	14.48	14.47	15.09	17.18
EBITDA ต่อหุ้นของบริษัทฯ	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
มูลค่าหุ้นตามวิธี EV/EBITDA Multiple	5.09	5.06	5.07	5.07	5.23	5.77

ที่มา: Setsmart และงบการเงินของบริษัทฯ เทียบเคียง

จากตารางข้างต้น มูลค่าหุ้นของกิจการจากการประเมินด้วยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วน EV/EBITDA มีค่าอยู่ระหว่าง 5.06 – 5.77 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.5 – 50.0 ของราคาเสนอซื้อ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ถึงแม้การประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาดจะสะท้อนราคาตลาดที่นักลงทุนให้เพิ่มจากมูลค่าตามบัญชี กำไรสุทธิ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ แต่มูลค่าหุ้นของกิจการที่คำนวณได้จากวิธีดังกล่าวสะท้อนผลประโยชน์ประกอบกิจการและฐานะการเงินของกิจการ ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งโดยไม่คำนึงถึงมูลค่าตลาดปัจจุบันของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทฯ ในอนาคต นอกจากนี้ วิธีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV Multiple) และ วิธีอัตราส่วนราคาตลาด

ต่อกำไรสุทธิ (P/E Multiple) ยังมีข้อจำกัดด้านความแตกต่างเกี่ยวกับนโยบายทางบัญชีของบริษัทที่นำมาเทียบเคียง เช่น นโยบายการตัดค่าเสื่อมราคาของอาคาร เครื่องจักร และอุปกรณ์ ซึ่งเป็นสินทรัพย์หลักของบริษัทในอุตสาหกรรมดังกล่าว ซึ่งอาจมีผลให้การคำนวณมูลค่าสินทรัพย์สุทธิหรือกำไรสุทธิของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน

นอกจากนี้ หุ้น PRG ซึ่งเป็นบริษัทเทียบเคียงที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ มีสภาพคล่องในระดับต่ำ โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา มีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเพียงร้อยละ 0.0002 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงอาจไม่สะท้อนอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นโดยสรุปว่า วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาดเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ

4.5 วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted cash flow approach)

การประเมินความเหมาะสมของมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทฯ ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าหุ้นตามปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นการพิจารณาความสามารถในการดำเนินธุรกิจในระยะยาวของบริษัทฯ โดยการประเมินมูลค่าของกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการดำเนินงานของบริษัทฯ ในอนาคต แล้วนำมาคิดลดให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระทำการประเมินกระแสเงินสดสุทธิที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับจากการดำเนินงานของบริษัทฯ (Free cash flow to equity: FCFE) ซึ่งประกอบไปด้วยกระแสเงินสด 2 ส่วนหลัก คือ กระแสเงินสดจากช่วงระยะเวลาประมาณการ 5 ปี ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2558 – ธันวาคม 2563 และมูลค่ากิจการ ณ ปีประมาณการสุดท้าย (Terminal value) ซึ่งอ้างอิงจากกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น ณ ปีประมาณการสุดท้ายเป็นตัวแทนของกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต จากนั้นนำมาคิดลดด้วยอัตราคิดลดที่เหมาะสม โดยสมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินในครั้งนี้ อ้างอิงจากข้อมูลที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร และการเปรียบเทียบข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทฯ ในอดีตเป็นหลัก โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ปรับปรุงสมมติฐานให้สะท้อนถึงสภาวะตลาด การแข่งขันในอุตสาหกรรม รวมถึงสภาพเศรษฐกิจโดยรวมในปัจจุบัน เพื่อให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative basis) ทั้งนี้ ประมาณการทางการเงินดังกล่าวตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ธุรกิจของบริษัทฯ จะดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง (Ongoing basis) โดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญภายใต้สภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันตลอดปีประมาณการ

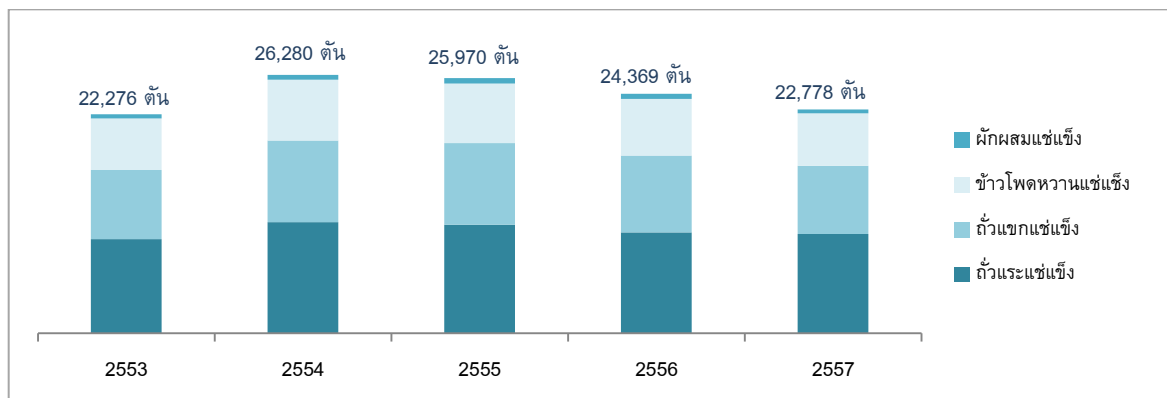
อนึ่ง การจัดทำประมาณการทางการเงินดังต่อไปนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของบริษัทฯ เพื่อให้ความเห็นประกอบการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธข้อเสนอซื้อหุ้นสามัญของบริษัทฯ ในครั้งนี้เท่านั้น ไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ที่กล่าวไว้ข้างต้น นอกจากนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่กำหนดขึ้นในช่วงระยะเวลาประมาณการ มูลค่าของหุ้นที่ประเมินได้อาจเปลี่ยนแปลงไป

สมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินสามารถสรุปได้ ดังนี้

1) รายได้จากการขายสินค้า

รายได้จากการขายสินค้า ประกอบด้วยรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ประเภทผักแช่แข็งทุกชนิด ซึ่งได้แก่ ถั่วแระแช่แข็ง ถั่วแขกแช่แข็ง ข้าวโพดหวานแช่แข็ง และผักผสมแช่แข็ง โดยในการประมาณรายได้ดังกล่าว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาประมาณการยอดขายตามการคาดการณ์ของฝ่ายบริหาร ร่วมกับข้อมูลการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่เกิดขึ้นจริงในอดีต ซึ่งพบว่า บริษัทฯ มีปริมาณการจำหน่ายสินค้าในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (ปี 2553-2557) อยู่ระหว่าง 22,276 - 26,280 ตันต่อปี โดยคิดเป็นปริมาณการจำหน่ายสินค้าเฉลี่ยเท่ากับ 24,335 ตันต่อปี ทั้งนี้ ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทฯ มียอดจำหน่ายสินค้าไปแล้วประมาณ 11,300 ตัน

ตารางแสดงปริมาณการจำหน่ายสินค้าของบริษัทฯ ในปี 2553-2557



ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประเมินยอดจำหน่ายสินค้าของบริษัทฯ ในช่วงปีประมาณการอยู่ระหว่าง 22,500 – 23,000 ตันต่อปี ซึ่งใกล้เคียงกับยอดขายในปัจจุบัน แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปริมาณการจำหน่ายสินค้าในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทฯ คาดว่าภาวะเศรษฐกิจในประเทศคู่ค้าหลักอย่างประเทศญี่ปุ่นยังมีความไม่แน่นอน ประกอบกับค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนของผู้นำเข้า อาจส่งผลให้เกิดการชะลอตัวของผู้บริโภคต่อเนื่องอีกระยะหนึ่ง ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานราคาขายสินค้าต่อหน่วยผลิตภัณฑ์ (Price per unit) ให้เพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 0.75 ต่อปี อ้างอิงค่าเฉลี่ยการเพิ่มขึ้นของราคาขายสินค้าในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยสัดส่วนการขายผลิตภัณฑ์ในแต่ละประเภทคาดว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงไปจากในอดีต

อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

เนื่องจากลักษณะรายได้ของบริษัทฯ มาจากการส่งออกสินค้าไปจำหน่ายยังต่างประเทศเป็นหลัก ซึ่งคิดเป็นประมาณร้อยละ 99 ของรายได้จากการขายทั้งหมด ซึ่งโดยส่วนใหญ่บริษัทฯ มีรายรับเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2558 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 33.72 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ โดยค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องจนถึงปลายปี 2558 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงพิจารณาใช้สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนในปีประมาณการ 2558 และ 2559 เท่ากับ 34.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จากนั้นกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าลดลงในแต่ละปี โดยในปี 2562 - 2563 ซึ่งเป็นปีประมาณการสุดท้าย อัตราแลกเปลี่ยนจะมีค่าเท่ากับ 31.50 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาวของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมในส่วนที่ 3.3 ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน)

ทั้งนี้ รายได้จากการขายสินค้าในปีประมาณการสามารถสรุปได้ ดังนี้

	2558	2559	2560	2561	2562	2563
ปริมาณการจำหน่าย (ตัน)	22,500	22,725	22,952	23,000	23,000	23,000
อัตราแลกเปลี่ยน (บาท/ดอลลาร์สหรัฐ)	34.00	34.00	33.00	32.50	31.50	31.50
รายได้จากการขายสินค้า (ล้านบาท)	1,480	1,507	1,488	1,457	1,446	1,457

2) รายได้อื่น

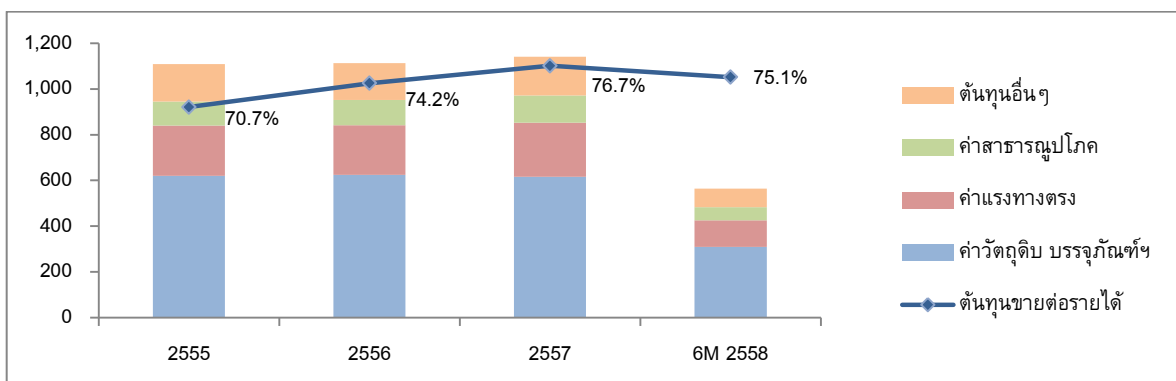
รายได้อื่นของบริษัทฯ ประกอบด้วย รายได้จากการขายเศษวัตถุดิบ กำไรจากการขายทรัพย์สิน และดอกเบี้ยรับจากเงินฝากธนาคาร โดยในปี 2555 – 2557 บริษัทฯ มีรายได้อื่นจำนวน 17 ล้านบาท 19 ล้านบาท และ 20 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นประมาณร้อยละ 1.0 – 1.4 ของรายได้จากการขายสินค้า

ในการประมาณการรายได้อื่น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากข้อมูลทางการเงินในอดีตของบริษัทฯ โดยสรุปได้ดังนี้

ล้านบาท	2558	2559	2560	2561	2562	2563
รายได้อื่น	14	15	16	17	17	17
อัตราร้อยละของยอดขาย	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2

3) ต้นทุนการขายสินค้า

ต้นทุนการขายสินค้า ประกอบด้วย ต้นทุนวัตถุดิบ ค่าแรงทางตรง และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการผลิต เช่น ค่าไฟฟ้า ค่าบรรจุภัณฑ์ เงินเดือนและสวัสดิการพนักงานโรงงาน และค่าซ่อมแซมบำรุงรักษา เป็นต้น โดยในระหว่างปี 2555 – ไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีต้นทุนการขายสินค้าและสัดส่วนต้นทุนขายต่อรายได้ ดังนี้



ในระหว่างปี 2555 – 2557 ต้นทุนการผลิตสินค้าของบริษัทฯ อยู่ระหว่างร้อยละ 70.7 – 76.7 ของรายได้จากการขาย ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในแต่ละปี เนื่องจากค่าแรงพื้นฐาน ค่าล่วงเวลา และค่าไฟฟ้าที่ปรับขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว อีกทั้งประสิทธิภาพการผลิต (Productivity) ของบริษัทฯ ที่ลดต่ำลง อย่างไรก็ดี ในไตรมาส 2 ปี 2558 บริษัทฯ มีต้นทุนการผลิตสินค้าคิดเป็นร้อยละ 75.1 ของรายได้ ปรับตัวลดลงจากปีก่อนเล็กน้อย เนื่องจากการลดลงของค่า

ช่วงเวลา ค่าไฟฟ้า และราคาน้ำมัน อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารของบริษัทฯ คาดว่าผลผลิตต่อไร่ที่สะท้อนประสิทธิภาพการผลิตของบริษัทฯ ในปีประมาณการจะมีโอกาสปรับตัวดีขึ้น โดยบริษัทฯ จะสามารถบริหารจัดการต้นทุนขายให้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นได้ในอนาคต

ในการประมาณการต้นทุนการขายสินค้า ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากข้อมูลทางการเงินในอดีตของบริษัทฯ ประกอบกับการพิจารณาแนวโน้มของค่าใช้จ่ายตามการคาดการณ์ของฝ่ายบริหาร โดยสมมติฐานหลักที่สำคัญที่ใช้ในการประมาณการ สามารถแสดงได้ดังนี้

- ▶ ค่าวัตถุดิบ บรรจุภัณฑ์ และวัสดุสิ้นเปลืองใช้ไป คิดเป็นประมาณร้อยละ 43 ของรายได้จากการขายสินค้า
- ▶ ค่าแรงทางตรง คิดเป็นประมาณร้อยละ 16 ของรายได้จากการขายสินค้า
- ▶ ค่าไฟฟ้า น้ำประปา และค่าสาธารณูปโภคอื่นๆ คิดเป็นประมาณร้อยละ 8 ของรายได้จากการขายสินค้า
- ▶ ค่าซ่อมแซมบำรุงรักษา คิดเป็นร้อยละ 10 ของมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ – สุทธิ (เฉพาะส่วนโรงงาน)

ประมาณการต้นทุนการขายสินค้า (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา) สามารถสรุปได้ ดังนี้

ต้นทุนขายสินค้า (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)	2558	2559	2560	2561	2562	2563
ต้นทุนการขายสินค้า (ล้านบาท)	1,072	1,082	1,096	1,100	1,102	1,104
ต้นทุนขายสินค้าต่อหน่วย (บาทต่อตัน)	47,982	47,755	47,878	47,963	48,057	48,153
อัตราส่วนต้นทุนขายต่อรายได้ (ร้อยละ)	72.9	72.0	73.9	75.7	76.4	76.0

ทั้งนี้ ต้นทุนขายในช่วงปีประมาณการเท่ากับ 47,755 – 48,153 บาทต่อตัน อ้างอิงจากต้นทุนขายในระหว่างปี 2556 - ไตรมาส 2 ปี 2558 ซึ่งเป็นปีที่ต้นทุนการผลิตสินค้าได้ถูกปรับขึ้นเพื่อสะท้อนอัตราค่าแรงขั้นต่ำในปัจจุบัน ซึ่งมีค่าระหว่าง 43,400 – 47,600 บาทต่อตัน อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาสัดส่วนต้นทุนขายต่อรายได้ในช่วงแรกของปีประมาณการที่ร้อยละ 72.0 – 73.9 ของรายได้จากการขาย พบว่ามีสัดส่วนที่ต่ำกว่าปกติเนื่องจากการประมาณการให้รายได้จากการขายในช่วงปีดังกล่าวสูงขึ้นตามแนวโน้มการอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงปลายปี 2558

4) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ค่าระวางขนส่งสินค้า ค่าตอบแทนกรรมการ เป็นต้น ซึ่งประมาณการโดยอ้างอิงจากค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจริงในอดีตที่ผ่านมา โดยการประมาณการค่าใช้จ่ายหลักๆ ที่สำคัญ มีดังนี้

- ▶ ค่าระวางขนส่งสินค้า : ประมาณร้อยละ 5.5 ของรายได้จากการขายสินค้า
- ▶ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน : ประมาณ 34 - 43 ล้านบาทต่อปี
- ▶ ค่าตอบแทนกรรมการ : ประมาณ 30 ล้านบาทต่อปี

ทั้งนี้ ในการประมาณการกำหนดให้ค่าใช้จ่ายคงที่ในการดำเนินงานมีอัตราการเติบโตที่ร้อยละ 3 ต่อปี ซึ่งเป็นไปตามอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ยกเว้นค่าใช้จ่ายพนักงานที่กำหนดให้มียอดการเติบโตที่ร้อยละ 5 ต่อปี ตามอัตราการขึ้นเงินเดือนเฉลี่ยของบริษัทฯ ยกเว้นส่วนโบนัส ที่กำหนดให้เท่ากับร้อยละ 0.4 ของรายได้จากการขายสินค้า ตามสัดส่วนเฉลี่ยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

การประมาณการค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานในปี 2558 – 2563 สามารถสรุปได้ ดังนี้

ล้านบาท	2558	2559	2560	2561	2562	2563
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (ไม่รวมค่าเสื่อมราคา)	175	180	185	189	194	198
อัตรการเติบโต (ร้อยละ)	-7.2	2.9	2.6	2.3	2.2	2.3

จากตารางข้างต้น ประมาณการค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปี 2558 ลดลงจากค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจริงในปี 2557 เนื่องจากในไตรมาส 2 ปี 2557 บริษัทฯ จ่ายค่านายหน้าซื้อที่ไม่มีสิทธิขอคืนพร้อมเบี้ยปรับเงินเพิ่ม เป็นจำนวนเงินรวม 11.5 ล้านบาท โดยบริษัทฯ บันทึกการรายการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานในปี 2557 ซึ่งไม่ถือเป็นค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่ได้รวมรายการดังกล่าวไว้ในประมาณการ

ทั้งนี้ สัดส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายเท่ากับร้อยละ 13.1 – 13.3 ในปี 2555 - 2558 และเท่ากับประมาณร้อยละ 11.8 – 13.6 ในช่วงปีประมาณการ

5) ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

ค่าเสื่อมราคาของอาคาร เครื่องจักรและอุปกรณ์ต่างๆ คำนวณโดยวิธีเส้นตรงตามอายุการใช้งาน ซึ่งมีอายุตั้งแต่ 5-50 ปี ขึ้นอยู่กับประเภททรัพย์สิน ค่าเสื่อมราคาในปีประมาณการ (ปี 2558 – 2563) อ้างอิงจากสินทรัพย์ที่บริษัทฯ มีอยู่ในปัจจุบัน และค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure) ของกิจการในอนาคต ซึ่งค่าเสื่อมราคาจะขึ้นอยู่กับประเภทและมูลค่าทรัพย์สินที่จะลงทุนเพิ่มเติม โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้สมมติฐานการตัดค่าเสื่อมราคาของค่าใช้จ่ายในการลงทุนเท่ากับ 10 ปี

ค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (โปรแกรมคอมพิวเตอร์) คำนวณโดยวิธีเส้นตรงในระยะเวลา 10 ปี ทั้งนี้ บริษัทฯ ไม่มีแผนที่จะลงทุนเพิ่มเติมในระบบคอมพิวเตอร์ในอนาคตอันใกล้ เนื่องจากบริษัทฯ ได้ลงทุนพัฒนาระบบคอมพิวเตอร์ใหม่ในปี 2556 ซึ่งระบบที่มีอยู่ดังกล่าวยังสามารถใช้ประกอบธุรกิจได้ตามปกติและเพียงพอสำหรับการดำเนินงานของบริษัทฯ ในอนาคต ค่าตัดจำหน่ายโปรแกรมคอมพิวเตอร์ในปี 2558 – 2563 จึงประมาณการโดยอ้างอิงจากค่าตัดจำหน่ายเดิมที่เกิดขึ้นจริงในปีที่ผ่านมา

การประมาณการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในปี 2558 – 2563 สามารถสรุปได้ดังนี้

ล้านบาท	2558	2559	2560	2561	2562	2563
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	65	73	51	49	46	31

6) ดอกเบี้ยจ่าย

เนื่องจากในปัจจุบัน บริษัทฯ ไม่มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย อีกทั้ง ตามประมาณการฐานะการเงินของบริษัทฯ ในอนาคตยังไม่มีความต้องการพึ่งพาเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินหรือแหล่งอื่นๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ดอกเบี้ยจ่ายจึงมีมูลค่าเท่ากับศูนย์ตลอดระยะเวลาประมาณการ

7) ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ในปีที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากการได้รับการส่งเสริมการลงทุน อย่างไรก็ตาม สิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวได้สิ้นสุดลงในเดือนตุลาคม 2557 ดังนั้น ในช่วงระยะเวลาประมาณการ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจะเท่ากับร้อยละ 20 ของกำไรหลังหักดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งหลังจากปรับปรุงค่าใช้จ่ายต้องห้ามทางภาษี อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง (Effective Tax Rate) จะเท่ากับร้อยละ 21.81 ของกำไรหลังหักดอกเบี้ยจ่าย ตลอดระยะเวลาประมาณการ

8) ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure)

ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ ถือเป็นสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทฯ รองจากเงินสดและสินค้าย่อย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 23 ของสินทรัพย์รวม ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 ทั้งนี้ ในการประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาจากข้อมูลทางการเงินของบริษัทฯ ในอดีต ประกอบกับการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทฯ โดยกำหนดให้บริษัทฯ มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนในระหว่างปีประมาณการ (ปี 2559 – 2563) ประมาณ 45 ล้านบาทต่อปี อ้างอิงจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนเฉลี่ยของบริษัทฯ ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์การผลิต รวมถึงค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ของเครื่องจักรและอุปกรณ์ในโรงงาน

9) เงินทุนหมุนเวียน (Working Capital)

การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนในอนาคต ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ ในอดีต โดยรายละเอียดของเงินทุนหมุนเวียนในอดีต และประมาณการเงินทุนหมุนเวียนในอนาคต แสดงดังในตารางต่อไปนี้

	2555	2556	2557	Q2 2558	ประมาณการปี 2558-2563
ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	15	24	23	33	30
ระยะเวลามูลหนี้สินค้างเหลือ (วัน)	122	116	146	149	145
ระยะเวลารับหนี้เฉลี่ย (วัน)	27	24	21	26	25

10) อัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal Growth Rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระประมาณการอัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2563 ซึ่งเป็นปีสุดท้ายของการประมาณการ เท่ากับร้อยละ 1.5 ต่อปี เพื่อให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative basis) ทั้งนี้ มูลค่ากิจการ ณ ปีประมาณการสุดท้าย (Terminal value) ที่คำนวณได้มีมูลค่าเท่ากับ 1,574 ล้านบาท ซึ่งเทียบเท่ากับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ที่ประมาณ 14.5 เท่า เทียบเคียงได้กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทฯ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

11) อัตราคิดลด (Discount Rate)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity: Ke) เป็นอัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น โดยอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้ในการคำนวณมาจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

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

- R_f = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี ณ วันที่ 8 กันยายน 2558 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.28
- β (beta) = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทฯ เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.5868 (ที่มา: Bloomberg)
- R_m = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะเวลา 10 ปี (Market Return) ซึ่งเท่ากับร้อยละ 11.88 (ที่มา: Bloomberg)

จากสูตรการคำนวณข้างต้น อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) ของบริษัทฯ เท่ากับร้อยละ 7.92 ซึ่งนำไปคิดลดกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น ดังนี้

ล้านบาท	6M2558	2559	2560	2561	2562	2563
กำไรสุทธิ	87	144	134	104	93	108
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	34	73	51	49	46	31
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	(31)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)
การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน	20	19	(1)	(1)	3	8
มูลค่าหลังระยะเวลาประมาณการ	-	-	-	-	-	1,574
กระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น	110	191	139	106	96	1,676

จากกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้นดังแสดงในตารางข้างต้น สามารถคำนวณมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของบริษัทฯ ได้ดังนี้

	ล้านบาท
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	575
บวก มูลค่าปัจจุบันของมูลค่าหลังระยะเวลาประมาณการ	1,035
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น	1,610
บวก เงินสดและเงินลงทุนชั่วคราว ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558	488
รวมมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น	2,098
จำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	381.15
มูลค่าหุ้นตามวิธี DCF (บาทต่อหุ้น)	5.50

จากการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการตามวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) โดยการกำหนดสมมติฐานต่างๆ ที่กล่าวมาข้างต้น จะได้มูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ในกรณีฐานเท่ากับ 5.50 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 43.0 ของราคาเสนอซื้อ

12) การวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity analysis) ของการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ โดยวิธีส่วนลดกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) และอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal growth rate) ดังนี้

1) การเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลด

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระวิเคราะห์ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) ซึ่งนำมาใช้เป็นอัตราคิดลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น ที่ร้อยละ 0.5 จากกรณีฐาน จะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการเปลี่ยนแปลงไป ดังนี้

วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (บาทต่อหุ้น)	อัตราคิดลด		
	ร้อยละ 7.42	ร้อยละ 7.92	ร้อยละ 8.42
มูลค่าหุ้นของกิจการ	5.83	5.50	5.23

จากตารางข้างต้น พบว่า เมื่อเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลดจากร้อยละ 7.42 ถึงร้อยละ 8.42 มูลค่าหุ้นของกิจการจะอยู่ระหว่าง 5.23 – 5.83 บาทต่อหุ้น

2) การเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตระยะยาว

ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดต่อผู้ถือหุ้น (Terminal growth rate) ที่ร้อยละ 0.5 จากกรณีฐาน จะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการเปลี่ยนแปลงไป ดังนี้

วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (บาทต่อหุ้น)	อัตราการเติบโตระยะยาว		
	ร้อยละ 1.00	ร้อยละ 1.50	ร้อยละ 2.00
มูลค่าหุ้นของกิจการ	5.30	5.50	5.75

จากตารางข้างต้น พบว่า เมื่อเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดจากร้อยละ 1.0 ถึง ร้อยละ 2.0 มูลค่าหุ้นของกิจการจะอยู่ระหว่าง 5.30 – 5.75 บาทต่อหุ้น

จากการวิเคราะห์มูลค่าหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราการเติบโตของกระแสเงินสดระยะยาว หุ้นของกิจการจะมีมูลค่าระหว่าง 5.23 – 5.83 บาทต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 35.8 - 51.4 ของราคาเสนอซื้อ อย่างไรก็ตาม ราคาที่ประเมินได้ดังกล่าวเป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงินภายใต้สมมติฐานดังที่กล่าวไว้ข้างต้นเท่านั้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต โดยมีการพิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ ร่วมกับการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ในอดีต อย่างไรก็ตาม การประเมินโดยวิธีนี้มีข้อจำกัด คือ หากสิ่งที่เกิดขึ้นในอนาคตแตกต่างจากสมมติฐานที่ประมาณการไว้ จะส่งผลกระทบต่อประเมินราคาหุ้นด้วยเช่นกัน

4.6 วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model)

วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (Dividend discount model: DDM) เป็นการพิจารณามูลค่าหุ้นของบริษัทฯ จากเงินปันผลที่จ่ายออกจากกำไรสุทธิของบริษัทฯ ในแต่ละปี ซึ่งโดยส่วนใหญ่ใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ชัดเจน และมีการจ่ายเงินปันผลจริงอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงพิจารณาวินิจฉัยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลมาใช้อ้างอิงในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ

สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการโดยวิธีนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลจ่ายของบริษัทฯ ในอนาคต โดยนำเอาข้อมูลกำไรสุทธิที่ได้จากประมาณการทางการเงินในระยะเวลา 5 ปี (2558 – 2563) ตามที่แสดงในวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) ร่วมกับการพิจารณาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลของกิจการ ดังต่อไปนี้

- ▶ บริษัทฯ มีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ เว้นแต่ในกรณีที่บริษัทมีโครงการจะขยายการลงทุน จะพิจารณาจ่ายเงินปันผลตามความเหมาะสมทางการเงิน
- ▶ ตามที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ (แบบ 247-4) ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการจากที่กำหนดไว้ในปัจจุบัน
- ▶ ในอดีตที่ผ่านมา บริษัทฯ มีผลประกอบการที่มีกำไรมาโดยตลอดและสามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี โดยบริษัทฯ มีประวัติการจ่ายเงินปันผลในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ดังนี้

ปีที่จ่ายเงินปันผล	2554	2555	2556	2557	2558
กำไรต่อหุ้น	0.42	0.15	0.46	0.36	0.16
เงินปันผลต่อหุ้น	0.35	0.14	0.28	0.31	0.10
อัตราการจ่ายเงินปันผล (ร้อยละของกำไรสุทธิ)	84.3	95.6	61.3	87.0	63.1
อัตราการเติบโตของเงินปันผล (ร้อยละ)		-60.0	100.0	10.7	-67.7

ในการประมาณการเงินปันผลจ่ายของบริษัทฯ ในอนาคต ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระกำหนดสมมติฐานการจ่ายเงินปันผลเท่ากับร้อยละ 78.27 ของกำไรสุทธิของกิจการ อ้างอิงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยย้อนหลังของบริษัทฯ ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งสูงกว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิในแต่ละปี โดยกำหนดให้อัตราการเติบโตระยะยาวของเงินปันผลจ่ายเท่ากับร้อยละ 1.5 ต่อปี เพื่อให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวังและสอดคล้องกับอัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดของบริษัทฯ ที่ใช้วิธี DCF จากนั้นนำมูลค่าเงินปันผลที่คำนวณได้ทั้งหมดมาคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) ซึ่งเท่ากับร้อยละ 7.92 โดยคำนวณจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ตามที่ได้กล่าวไว้ในหน้า 41

ทั้งนี้ การประเมินมูลค่ากิจการตามวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล ได้จากการประมาณการกระแสเงินสดจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งสมมติฐานที่ใช้ในการคาดการณ์ดังกล่าวอ้างอิงจากข้อมูลหรืออัตราส่วนทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีต รวมถึงการวิเคราะห์แนวโน้มการเติบโตในอนาคตของอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยพิจารณาร่วมกับมุมมองของฝ่ายบริหาร ทั้งนี้ ประมาณการทางการเงินดังกล่าวตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า บริษัทฯ ยังคงดำเนินธุรกิจต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Ongoing Basis) โดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงใดๆ อย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้ง

เป็นไปตามภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน โดยไม่ได้คำนึงแผนการลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

สมมติฐานที่ใช้ในการคำนวณและมูลค่าหุ้นของกิจการที่ประเมินโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (DDM) สามารถสรุปได้ ดังนี้

วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล	2558	2559	2560	2561	2562	2563
ประมาณการกำไรสุทธิ (บาทต่อหุ้น)	0.36	0.38	0.35	0.27	0.24	0.28
ประมาณการเงินปันผล (บาทต่อหุ้น)	0.28	0.30	0.27	0.21	0.19	0.22
อัตราการเติบโตระยะยาว					ร้อยละ	1.50
อัตราคิดลด					ร้อยละ	7.92
มูลค่าหุ้นของบริษัทฯ (บาทต่อหุ้น)						3.08

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity analysis) ของการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการโดยวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) และอัตราการเติบโตระยะยาวของเงินปันผลจ่าย (Terminal growth rate) ที่ร้อยละ 0.5 จากกรณีฐาน ซึ่งพบว่าเมื่อเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นระหว่างร้อยละ 7.42 ถึงร้อยละ 8.42 และอัตราการเติบโตของกระแสเงินสดระยะยาวจากร้อยละ 1.0 ถึง ร้อยละ 2.0 มูลค่าหุ้นของกิจการที่คำนวณได้จากวิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลจะมีมูลค่าระหว่าง 2.88 – 3.32 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น คิดเป็นร้อยละ 13.8 - 25.2 ของราคาเสนอซื้อ

อย่างไรก็ดี ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลไม่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ เนื่องจากในการประมาณเงินปันผลจ่าย มิได้พิจารณาถึงเงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด และเงินลงทุนชั่วคราวในรูปของเงินฝากประจำมีอยู่เป็นจำนวนมากของบริษัทฯ ซึ่งแตกต่างจากวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) ซึ่งมีการพิจารณารวมเงินสดส่วนเกินที่มีอยู่ในบริษัทฯ นอกจากนี้ ถึงแม้บริษัทฯ จะมีการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่แน่นอน อีกทั้งยังมีการจ่ายเงินปันผลจริงอย่างสม่ำเสมอในอดีต แต่อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทฯ ในอนาคต ยังมีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัทฯ รวมทั้งแผนการลงทุนเพื่อการขยายกิจการในอนาคต

4.7 สรุปผลการประเมินความเหมาะสมของราคาเสนอซื้อ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นของบริษัทฯ ด้วยวิธีต่างๆ ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

วิธีการประเมิน	บาทต่อหุ้น	ความเหมาะสม
1. วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี	3.36	ไม่เหมาะสม
2. วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี	4.63	เหมาะสม
3. วิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	3.76 – 3.91	ไม่เหมาะสม
4. วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด		
4.1 P/BV	3.65 – 4.79	ไม่เหมาะสม
4.2 P/E	3.31 – 4.16	ไม่เหมาะสม
4.3 EV/EBITDA	5.06 – 5.77	ไม่เหมาะสม
5. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF)		
5.1 กรณีฐาน	5.50	เหมาะสม
5.2 กรณีเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลดและอัตราการเติบโตระยะยาว	5.23 – 5.83	
6. วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (DDM)		
6.1 กรณีฐาน	3.08	ไม่เหมาะสม
6.2 กรณีเปลี่ยนแปลงอัตราคิดลดและอัตราการเติบโตระยะยาว	2.88 – 3.32	

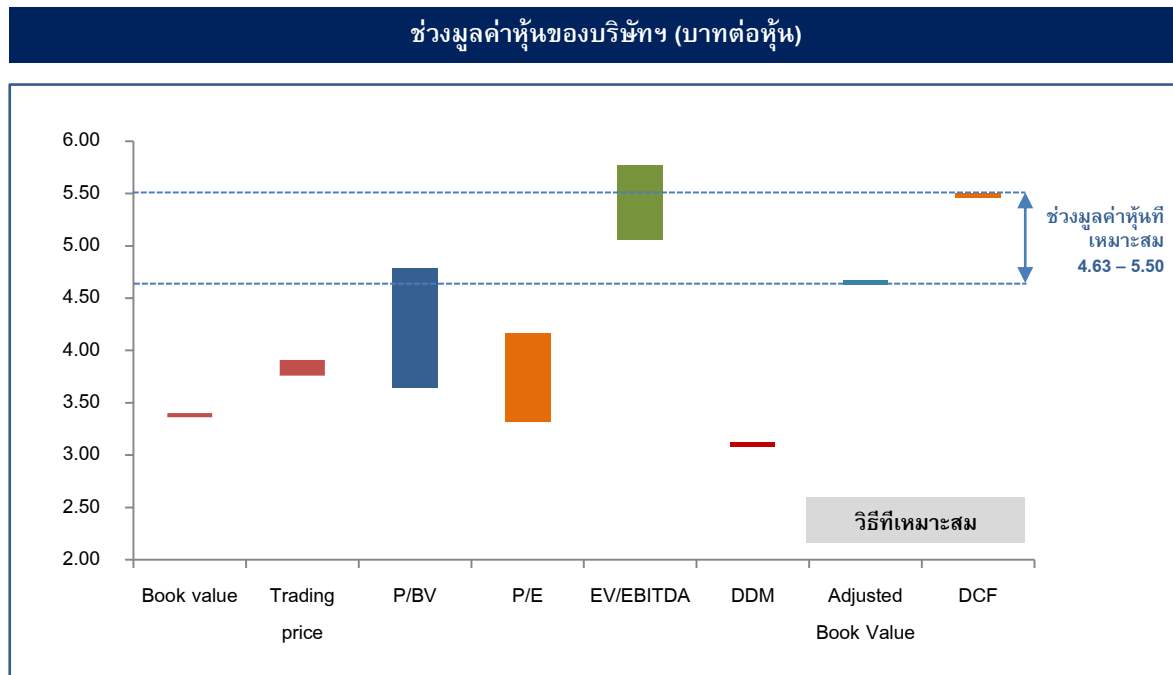
ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นต่อความเหมาะสมของแต่ละวิธีที่นำมาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ ดังนี้

- ▶ **วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book value approach)** เป็นวิธีที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินที่สอบทานแล้วฉบับล่าสุด ซึ่งแสดงฐานะการเงินของกิจการ ณ ขณะใดขณะหนึ่งตามนโยบายบัญชีต่างๆ ที่กำหนดไว้ จึงไม่สามารถสะท้อนความสามารถในการทำกำไรและกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการได้ วิธีดังกล่าวจึงไม่เหมาะสมในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ
- ▶ **วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach)** สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ได้ดีกว่าวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี เนื่องจากมีการปรับปรุงมูลค่าสินทรัพย์หลักของบริษัทฯ ซึ่งได้แก่ ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร และอุปกรณ์ ให้เป็นมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์นั้นๆ เพื่อสะท้อนความเป็นปัจจุบันของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่วิธีดังกล่าวยังคงไม่ได้คำนึงถึงผลประกอบการของกิจการในอนาคต อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีนี้มีความเหมาะสมในการใช้อ้างอิงเป็นราคาขั้นต่ำของมูลค่าหุ้นของกิจการ
- ▶ **วิธีราคาตลาดถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted average market price approach)** เป็นวิธีที่อาศัยข้อมูลราคาซื้อขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งโดยทั่วไปราคาดังกล่าวเป็นราคาที่สะท้อนมูลค่าหุ้นที่แท้จริงตามมุมมองของนักลงทุน ภายใต้เงื่อนไขสภาวะการซื้อขายหุ้นที่มีสภาพคล่องในระดับที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม เนื่องจากหุ้นของบริษัทฯ เป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ราคาหุ้นของบริษัทฯ ที่คำนวณได้จากวิธีดังกล่าวจึงอาจไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ วิธีดังกล่าวจึงไม่เหมาะสมในการนำมาประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ

- ▶ **วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด (Market comparable approach)** ไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อบริษัท และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยคำนึงถึงมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ ความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบันโดยไม่คำนึงถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ในอนาคต เทียบเคียงกับอัตราส่วนตลาดต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับบริษัท อีกทั้งจำนวนบริษัทเทียบเคียงที่นำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท มีเพียง 2 บริษัท และมีสภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันค่อนข้างต่ำ ราคาซื้อขายหุ้นดังกล่าวจึงอาจไม่สะท้อนอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ วิธีดังกล่าวจึงไม่เหมาะสมในการนำมาใช้เปรียบเทียบเพื่อประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ
- ▶ **วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF)** มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นวิธีที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรและการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ซึ่งได้พิจารณาปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อการทำงานของกิจการ เช่น นโยบายและแผนการดำเนินงาน ความสามารถในการแข่งขัน การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการต้นทุน เงินลงทุนในสินทรัพย์หลัก และระดับเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น โดยสมมติฐานที่ใช้ในการจัดทำประมาณการกำหนดขึ้นโดยอ้างอิงจากการวิเคราะห์ข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัท ในอดีต ร่วมกับแผนการดำเนินงานในอนาคต ข้อมูลเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม รวมถึงมุมมองของฝ่ายบริหาร ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า วิธีนี้เป็นเหมาะสมที่ใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการ
- ▶ **วิธีมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผล (DDM)** ไม่เหมาะสม เนื่องจากถึงแม้ในอดีตที่ผ่านมาบริษัท มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นประจำทุกปี แต่การจ่ายเงินปันผลของบริษัท ในอนาคตอาจยังมีความไม่แน่นอน ขึ้นกับผลประกอบการในแต่ละปีรวมทั้งแผนการลงทุนเพื่อการขยายกิจการในอนาคต นอกจากนี้ มูลค่าหุ้นที่คำนวณได้ตามวิธีดังกล่าว ไม่ได้คำนึงถึงเงินสดส่วนเกินที่มีอยู่ในบริษัท เป็นจำนวนมาก

จากที่กล่าวข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า วิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของบริษัท โดยมูลค่าหุ้นของบริษัท จากการประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเท่ากับ 5.50 บาทต่อหุ้น และหากพิจารณาว่ามูลค่าหุ้นจากการประเมินด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชีที่ราคา 4.63 บาทต่อหุ้น เป็นฐานราคาต่ำสุดของช่วงราคาที่เหมาะสม จะทำให้ได้ช่วงราคาหุ้นที่เหมาะสมเท่ากับ 4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น

ช่วงมูลค่างานของบริษัทฯ จากวิธีการประเมินมูลค่างานที่เหมาะสมสามารถสรุปได้ ดังนี้



ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ราคาเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นราคาต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการ

5. เหตุผลที่สมควรตอบรับ และ/หรือเหตุผลที่สมควรปฏิเสธคำเสนอซื้อ

5.1 ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ควรปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เนื่องจาก

▶ ราคาเสนอซื้อต่ำกว่าช่วงราคาหุ้นที่เหมาะสม

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทฯ โดยพิจารณาจากวิธีการต่างๆ เพื่อหามูลค่าหุ้นของบริษัทฯ ที่เหมาะสม ประกอบกับการเปรียบเทียบราคาหุ้นของบริษัทฯ ในอดีต ทั้งนี้ ภายใต้การประเมินมูลค่าหุ้นโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) ซึ่งเป็นวิธีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาว่ามีความเหมาะสม พบว่าช่วงราคาหุ้นของบริษัทฯ ที่เหมาะสมอยู่ระหว่าง 4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า ราคาเสนอซื้อหุ้นของบริษัทฯ ที่ 3.85 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากเป็นราคาที่ต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่เหมาะสมของหุ้นที่ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระภายใต้สมมติฐานการดำเนินธุรกิจปัจจุบัน

5.2 ปัจจัยอื่นๆ ประกอบการพิจารณา

▶ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีนโยบายที่จะเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้ออย่างมีนัยสำคัญ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินธุรกิจ วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ แต่อาจมีการพิจารณาปรับเปลี่ยนเพื่อให้มีความเหมาะสมตามการประกอบธุรกิจและฐานะการเงินของกิจการในอนาคตเพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันของกิจการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาว่า ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ กิจการยังคงดำเนินธุรกิจเช่นเดียวกับในปัจจุบันโดยเป็นผู้ผลิตและส่งออกสินค้าเกษตรแปรรูปประเภทพืชผักแช่แข็ง โดยบริษัทฯ มีแผนที่จะขยายการลงทุนไปยังประเทศเพื่อนบ้าน เพื่อเพิ่มฐานการผลิตสินค้าและฐานรายได้ให้กับธุรกิจเดิม ทั้งนี้ คาดว่าปัจจัยพื้นฐานและปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจโดยรวมของบริษัทฯ จะไม่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างคณะกรรมการบริหาร โดยคณะกรรมการบริหารของบริษัทฯ ส่วนใหญ่จะยังคงเป็นชุดเดิมทั้งก่อนและหลังการทำคำเสนอซื้อ ดังนั้น ความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับภาพรวมการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ภายหลังจากการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ คาดว่าไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมอย่างมีนัยสำคัญ

► **ศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ในอนาคต**

ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา บริษัทฯ เผชิญกับภาวะการชะลอตัวของเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงภาวะค่าเงินในภูมิภาคที่อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ส่งผลให้คู่ค้ารายใหญ่ของบริษัทฯ ประสบภาวะต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้น ซึ่งส่งผลต่อเนื่องต่อการชะลอตัวของผู้บริโภคหลักในหลายกลุ่มประเทศ โดยเฉพาะในประเทศญี่ปุ่น และส่งผลให้ฐานรายได้จากการขายสินค้าของบริษัทฯ ลดลงในแต่ละปี โดยในปี 2555 – 2557 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายสินค้าจำนวน 1,491.5 ล้านบาท 1,426.5 ล้านบาท และ 1,413.6 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นการลดลงของรายได้ประมาณร้อยละ 0.9 – 4.4 ต่อปี ซึ่งเป็นผลมาจากการลดลงของปริมาณการขายสินค้าเป็นหลัก นอกจากนี้ ประสิทธิภาพการบริหารต้นทุนสินค้าและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของบริษัทฯ ลดต่ำลง อันเนื่องมาจากผลกระทบจากปัจจัยภายนอกต่างๆ เช่น การปรับขึ้นค่าแรง ค่าไฟฟ้า และราคาน้ำมัน เป็นต้น ส่งผลให้กำไรสุทธิของบริษัทฯ ลดลงจาก 174.1 ล้านบาทในปี 2555 เป็น 135.8 ล้านบาท และ 60.4 ล้านบาท ในปี 2556 และ 2557 ตามลำดับ และส่งผลกระทบต่อผลประกอบการจำนวนเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับ โดยที่ผ่านมาบริษัทฯ มีการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นตามผลประกอบการในแต่ละปีอย่างสม่ำเสมอ โดยในปี 2555 – 2557 บริษัทฯ จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตรา 0.28 บาทต่อหุ้น 0.31 บาทต่อหุ้น และ 0.10 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ

อย่างไรก็ดี ผู้บริหารของบริษัทฯ คาดว่าผลประกอบการของบริษัทฯ ในอนาคตมีโอกาสรับตัวดีขึ้น จากการอ่อนตัวของค่าเงินบาทซึ่งส่งผลบวกต่อผลประกอบการของบริษัทฯ และประสิทธิภาพในการบริหารจัดการต้นทุนร่วมกับการใช้นโยบายป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเหมาะสม โดยในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2558 บริษัทฯ มีกำไรสุทธิจำนวน 51.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 17.23 จากช่วงเดียวกันของปีก่อน นอกจากนี้ บริษัทฯ มีแผนงานต่อเนื่องที่จะลงทุนในประเทศเพื่อนบ้านเพื่อขยายฐานการผลิต เพิ่มประสิทธิภาพสินค้าและปริมาณการจำหน่ายสินค้าไปยังประเทศสหรัฐอเมริกา หรือประเทศในแถบทวีปยุโรปและตะวันออกกลางให้มากขึ้นเพื่อกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ รวมทั้งมีนโยบายจัดหาแรงงานที่มีต้นทุนต่ำลง เพื่อให้การบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่ายมีประสิทธิภาพมากขึ้นเพื่อยกระดับความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า แม้ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ จะขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกหลายประการ แต่บริษัทฯ ได้วางเป้าหมาย นโยบาย แผนการขยายธุรกิจและการลงทุน เพื่อรักษาอัตราการเติบโตของธุรกิจในระยะยาวและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งรายอื่น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธข้อเสนอซื้อในครั้งนี้และยังคงสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ จะสามารถมีส่วนร่วมกับการผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับการดำเนินงานและแผนการลงทุนของบริษัทฯ ในอนาคตได้

อนึ่ง ผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตของบริษัทฯ ยังมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ เช่น มูลค่าเงินลงทุน ความเป็นไปได้ของการลงทุน แนวโน้มธุรกิจ สภาพเศรษฐกิจ นโยบายและแผนการดำเนินงานของบริษัทฯ รวมถึงกรอบระยะเวลาการลงทุนที่ยังมีความไม่ชัดเจน

► **โอกาสในการขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในราคาที่สูงกว่าข้อเสนอซื้อ**

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตเพิ่มเติมว่า ในช่วง 10 วันก่อนและหลังวันที่ 8 ตุลาคม 2558 ซึ่งเป็นวันที่กิจการได้รับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ หุ้นของบริษัทฯ มีช่วงราคาซื้อขายอยู่ระหว่าง 3.72 – 3.98 บาทต่อหุ้น ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้ที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจมีทางเลือกในการขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ในราคาที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับทางเลือกในการขายหุ้นผ่านการทำข้อเสนอซื้อในครั้งนี้

อย่างไรก็ดี ถึงแม้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสที่จะสามารถขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ในราคาสูงกว่าราคาเสนอซื้อ ผู้ถือหุ้นอาจมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถขายหุ้นได้ในจำนวน ราคา และในระยะเวลาที่ต้องการได้ เนื่องจากปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของกิจการในแต่ละวันค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา หุ้นของบริษัทฯ มีปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ในช่วงตั้งแต่ 2,000 – 5,000,000 หุ้น และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 338,774 หุ้นต่อวัน หรือเทียบเท่ากับร้อยละ 0.09 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ นอกจากนี้ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นรับข้อเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก จนส่งผลให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) มีขนาดลดลง อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและความสามารถในการซื้อขายหลักทรัพย์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยได้เช่นกัน

► **ความเสี่ยงจากการรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อการตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจบริหาร**

ตั้งแต่วันที่ 8 ตุลาคม 2558 ผู้ทำข้อเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกัน (Concert Party) และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว มีสัดส่วนการถือหุ้นรวมกันในบริษัทฯ คิดเป็นร้อยละ 36.50 ของหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ทั้งนี้ หากไม่คำนึงถึงผลการตอบรับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ กลุ่มผู้ทำข้อเสนอซื้อจะถือหุ้นในบริษัทฯ ในสัดส่วนไม่เกินร้อยละ 50.00 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้แล้วและมีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ผู้ทำข้อเสนอซื้อจึงมีสิทธิในฐานะผู้ถือหุ้นของกิจการในการออกเสียงเห็นด้วยหรือคัดค้านโดยเฉพาะในวาระสำคัญที่ต้องการคะแนนเสียงข้างมากอย่างน้อย 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือหุ้นในปัจจุบันของผู้ทำข้อเสนอซื้อรวมกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้อง ไม่ทำให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อใช้อำนาจควบคุมกิจการ หรือสามารถกำหนดหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายการบริหารงานได้ด้วยการควบคุมเสียงข้างมากของที่ประชุมคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ

อย่างไรก็ตาม หากภายหลังการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ ผู้ทำข้อเสนอซื้อได้รับหุ้นจากการเสนอขายโดยผู้ถือหุ้นรายอื่น จนส่งผลให้มีสัดส่วนการถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50.00 ของสิทธิออกเสียงของกิจการ จะทำให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อใช้อำนาจควบคุมการบริหารงาน โดยผู้ทำข้อเสนอซื้อสามารถกำหนดหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการได้ด้วยการควบคุมเสียงของที่ประชุมคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ เช่น การแต่งตั้งกรรมการ หรือในเรื่องทั่วไปที่อาศัยมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเกินกว่ากึ่งหนึ่ง

ทั้งนี้ หากในกรณีที่ผู้ถือหุ้นรับข้อเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก จนส่งผลให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อ มีสัดส่วนการถือหุ้นเท่ากับหรือมากกว่าร้อยละ 75.00 ของสิทธิออกเสียงของกิจการ ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะสามารถควบคุมกิจการได้อย่างสมบูรณ์ ทั้งการเสนอวาระและการลงคะแนนเสียงอนุมัติในเรื่องสำคัญภายใต้มติพิเศษที่ต้องการคะแนนเสียงข้างมากอย่างน้อย 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง เช่น การลดทุน การเพิ่มทุน การควบรวมกิจการ การขายโอนทรัพย์สินที่สำคัญของบริษัทฯ และรายการเกี่ยวโยงกัน เป็นต้น รวมถึงการเพิกถอนหุ้นจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งต้องได้รับคะแนนเสียงข้างมากอย่างน้อย 3 ใน 4 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกิจการ และต้องไม่มีผู้ถือหุ้นคัดค้านการเพิกถอนหุ้นเกินร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของกิจการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นของผู้ทำข้อเสนอซื้อที่ได้จากการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในครั้งนี้ อาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความเสี่ยงในการรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจของผู้ทำข้อเสนอซื้อได้

▶ จำนวนและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น่ามีผลกระทบต่อการดำรงสถานะบริษัทจดทะเบียน

ณ วันที่ 13 มีนาคม 2558 บริษัทฯ มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยทั้งหมด 2,187 ราย ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 51.14 ของหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ ทั้งนี้ หากภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาซื้อขาย ผู้ถือหุ้นมีการตอบรับข้อเสนอซื้อหุ้นเป็นจำนวนมาก อาจส่งผลให้จำนวนและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ไม่เป็นไปตามเกณฑ์การดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่กำหนดให้บริษัทฯ จะต้องมีความจำนวนผู้ถือหุ้นสามัญรายย่อยไม่น้อยกว่า 150 ราย และผู้ถือหุ้นดังกล่าวต้องถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้วของกิจการ

อย่างไรก็ตาม หากผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ทำข้อเสนอซื้อได้ระบุในคำเสนอซื้อ (แบบ 247-4) ว่าอาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยเพื่อให้บริษัทฯ สามารถดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ตามหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องต่อไป

จากแนวทางการดำเนินการดังกล่าวของผู้ทำข้อเสนอซื้อ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า กิจการจะสามารถดำรงคุณสมบัติการกระจายการถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามเกณฑ์และสามารถดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ต่อไป อย่างไรก็ตาม นักลงทุนที่ไม่สามารถยอมรับความเสี่ยงจากสภาพคล่องที่ลดลงดังกล่าวได้ ควรตัดสินใจตอบรับข้อเสนอซื้อหุ้นในครั้งนี้

6. ประโยชน์หรือผลกระทบจากแผนงานและนโยบายที่ผู้ทำคำเสนอซื้อระบุไว้ในคำเสนอซื้อ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาแผนงานและนโยบายที่ผู้ทำคำเสนอซื้อเปิดเผยในคำเสนอซื้อ (แบบ 247-4) เมื่อวันที่ 8 ตุลาคม 2558 รวมทั้งข้อมูลอื่นๆ ที่ผู้ทำคำเสนอซื้อได้เปิดเผยต่อนักลงทุน และมีความเห็นต่อผลประโยชน์หรือผลกระทบที่สำคัญต่อบริษัท ดังนี้

6.1 สถานภาพของกิจการ

ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่ประสงค์ที่จะเพิกถอนหุ้นของกิจการออกจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงระยะเวลา 12 เดือน นับจากวันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ เว้นแต่กรณีที่ผู้ทำคำเสนอซื้อมีหน้าที่ต้องปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมาย หลักเกณฑ์ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องและมีผลบังคับใช้ในขณะนั้น

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาว่า ภายหลังจากสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ บริษัทฯ อาจมีความเสี่ยงในการดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หากมีผู้เสนอขายหุ้นแก่ผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นจำนวนมาก จนทำให้บริษัทฯ มีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยน้อยกว่า 150 ราย และมีสัดส่วนการถือหุ้นน้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนที่เรียกชำระแล้วของกิจการ โดยในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของกิจการที่เหลือทั้งหมด (ไม่รวมกลุ่มบุคคลที่กระทำการร่วมกันกับผู้ทำคำเสนอซื้อ และบุคคลตามมาตรา 258 ของบุคคลดังกล่าว) ตอรับการขายหุ้นของกิจการตามคำเสนอซื้อครั้งนี้ จะส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการในสัดส่วนร้อยละ 97.60 ของจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของกิจการ

อย่างไรก็ตาม ผู้ทำคำเสนอซื้อได้ระบุไว้ในแบบ 247-4 ว่า ในกรณีที่ผลตอบรับการเสนอซื้อส่งผลให้การกระจายการถือหุ้นรายย่อยของกิจการไม่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้ทำคำเสนอซื้ออาจพิจารณาขายหุ้นบางส่วนเพื่อเพิ่มการกระจายการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า จากแนวทางการดำเนินการดังกล่าว กิจการจะยังคงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อไปได้

6.2 นโยบายและแผนการบริหารกิจการ

6.2.1 วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจและแผนการบริหารกิจการ

ภายในระยะเวลา 12 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีแผนจะเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจหลักของกิจการ โดยบริษัทฯ จะยังคงดำเนินธุรกิจผลิตและส่งออกพืชผักแช่แข็ง ทั้งนี้ การเข้าซื้อหุ้นของบริษัทฯ โดยผู้ทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการเนื่องจากเล็งเห็นโอกาสการเติบโตของธุรกิจและผลตอบแทนระยะยาวของบริษัทฯ ในอนาคต ประกอบกับในปัจจุบันบริษัทฯ อยู่ระหว่างการพิจารณาและศึกษาความเป็นไปได้ของแผนการขยายการลงทุนไปยังประเทศเพื่อนบ้าน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและปริมาณการส่งออกสู่ตลาดในภูมิภาคอื่น เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศในแถบทวีปยุโรป และตะวันออกกลาง ให้มากขึ้น เพื่อกระจายฐานรายได้และความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้ คาดว่าการลงทุนดังกล่าวจะทำให้บริษัทฯ สามารถผลิตสินค้าได้ในต้นทุนที่ต่ำลง ถือเป็นการเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งจะส่งผลดีต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ และผู้ถือหุ้นในระยะยาว ทั้งนี้ ผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ฯ ไม่มีแผนการลงทุนอื่นนอกเหนือจากการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจเดิม และไม่มีแผนจำหน่ายสินทรัพย์ที่ใช้ในการประกอบธุรกิจของบริษัทฯ และบริษัทย่อย

อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ภายในระยะเวลา 12 เดือนหลังการทำข้อเสนอซื้อ สภาพแวดล้อมทางธุรกิจของกิจการมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ ผู้ทำข้อเสนอซื้อพร้อมกับกิจการอาจพิจารณาปรับเปลี่ยนนโยบาย แผนการประกอบธุรกิจหรือแผนการลงทุนตามความเหมาะสม เพื่อคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพหรือความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า นโยบายดังกล่าวเป็นไปตามการดำเนินธุรกิจตามปกติของบริษัทฯ ซึ่งไม่มีการเปลี่ยนแปลงไปจากนโยบายและวัตถุประสงค์การดำเนินธุรกิจหลักของบริษัทฯ ในปัจจุบัน อีกทั้ง หากมีการเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินงานของบริษัทฯ อย่างมีนัยสำคัญ หรือบริษัทฯ มีแผนการลงทุนในโครงการอื่นหรือธุรกิจอื่นเพิ่มเติมตามที่เห็นสมควร บริษัทฯ จะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการตามข้อบังคับและหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้อง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงและผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ตาม ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นเพิ่มเติมว่า แม้ผู้ทำข้อเสนอซื้อไม่มีนโยบายจะเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ แต่หากพิจารณาผลกระทบเรื่องสิทธิในการออกเสียงเพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลอำนาจ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ตอบรับข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์จนทำให้ผู้ทำข้อเสนอซื้อถือหุ้นในบริษัทฯ ในสัดส่วนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 75.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ ผู้ทำข้อเสนอซื้อจะสามารถควบคุมมติที่สำคัญของที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ทั้งหมด ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นๆ ไม่สามารถรวบรวมคะแนนเสียงเพื่อถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานได้

6.2.2 โครงสร้างคณะกรรมการ

ภายในระยะเวลา 12 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดระยะเวลาการทำข้อเสนอซื้อ ผู้ทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ไม่มีแผนที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท จากเดิมซึ่งประกอบด้วย คณะกรรมการบริษัท จำนวน 10 ท่าน ดังนี้

ลำดับ	รายชื่อ	ตำแหน่ง
1.	นายประยูร พลพัฒน์พงศ์	ประธานกรรมการ
2.	นายประภาส พลพัฒน์พงศ์	กรรมการบริหาร และกรรมการผู้จัดการ
3.	นายสุวัฒน์ พงษ์ภาสุระ	กรรมการบริหาร
4.	นายอังกูร พลพัฒน์พงศ์	กรรมการบริหาร และเลขานุการบริษัท
5.	นายประยุทธ์ พลพัฒน์พงศ์	กรรมการ
6.	นายหลาน มู่ ชิว	กรรมการ
7.	นายอำนาจ ยศสุข	กรรมการอิสระ และประธานกรรมการตรวจสอบ
8.	นายอำพล รวยฟูพันธ์	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ
9.	ดร. ภูษิต วงศ์หล่อสายชล	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ
10.	นางสาวดุริณี เรืองธรรม	กรรมการอิสระ และกรรมการตรวจสอบ

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากผู้ทำคำเสนอซื้อ (บริษัท เกษตรเหิน จำกัด) มีนายประยูร พลพัฒน์พงศ์ เป็นกรรมการ และผู้ถือหุ้นใหญ่ จึงอาจพิจารณาได้ว่า ผู้ทำคำเสนอซื้อ มีกรรมการและผู้ถือหุ้นใหญ่ร่วมกันกับบริษัทฯ เพื่อให้เป็นไปตามหลักธรรมาภิบาลที่ดี ผู้ทำคำเสนอซื้อได้รับแบบ 247-4 ว่า ภายหลังการทำคำเสนอซื้อในครั้งนี้ นายประยูร พลพัฒน์พงศ์ จะไม่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหาร โดยยังคงดำรงตำแหน่งกรรมการบริหารและประธานกรรมการของบริษัทฯ ทั้งนี้ คณะกรรมการบริษัทฯ ที่เหลืออยู่จะพิจารณาสรรหาบุคคลที่มีคุณสมบัติและประสบการณ์ที่เหมาะสมต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ เพื่อทดแทนตำแหน่งที่ว่างต่อไป

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า การเปลี่ยนแปลงกรรมการบริหารดังกล่าวจะไม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายหรือแผนการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทฯ ส่วนใหญ่ยังเป็นการรวมตัวเดิมซึ่งมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในธุรกิจของบริษัทฯ อีกทั้ง บริษัทฯ ยังมีกรรมการอิสระและกรมตรวจสอบในสัดส่วนที่เพียงพอในการทำหน้าที่ถ่วงดุลอำนาจและตรวจสอบการบริหารงานของกิจการได้ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงกรรมการบริหารเพียงหนึ่งท่านดังกล่าว จึงไม่น่าส่งผลกระทบต่อนโยบายและเป้าหมายการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ อย่างมีนัยสำคัญ

6.2.3 โครงสร้างทางการเงินและนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายในระยะเวลา 12 เดือน นับแต่วันสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ไม่มีความประสงค์ที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่กำหนดไว้ที่ร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิ เว้นแต่เป็นการเปลี่ยนแปลงให้เหมาะสมกับสภาพทางธุรกิจ การเงิน หรืออื่นใด ที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า แม้ในปัจจุบันผู้ทำคำเสนอซื้อ ยังไม่มีแผนจะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงินและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการ อาจมีความเป็นไปได้ว่าผู้ทำคำเสนอซื้อ ร่วมกับบริษัทฯ อาจพิจารณาปรับปรุงโครงสร้างทางการเงินและนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอนาคตให้สอดคล้องกับความต้องการด้านเงินทุนของกิจการเพื่อรองรับแผนการลงทุนในการขยายกิจการในอนาคต ทั้งนี้ กิจการอาจใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ/หรือเงินสดที่มีอยู่ในปัจจุบัน ขึ้นอยู่กับมูลค่าเงินลงทุน สภาพแวดล้อมการดำเนินงานและปัจจัยทางเศรษฐกิจ ณ เวลาดังกล่าว (ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2558 บริษัทฯ มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดจำนวน 487.70 ล้านบาท และไม่มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยระยะยาว) อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่บริษัทฯ เลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน บริษัทฯ จะมีภาระในการชำระคืนดอกเบี้ยและเงินต้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรของกิจการในระยะแรกของการลงทุน และอาจส่งผลให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการเปลี่ยนแปลงไป

อย่างไรก็ตาม หากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ อย่างมีนัยสำคัญ บริษัทฯ จะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ บริษัทฯ ก่อนเข้าทำรายการ เพื่อให้เป็นไปตามข้อบังคับและหลักเกณฑ์ ที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวข้างต้นจึงไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงและผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

6.2.4 รายการระหว่างกัน

ปัจจุบันบริษัทฯ และผู้ทำคำเสนอซื้อ รวมกลุ่มบุคคลตามมาตรา 258 ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ไม่มีการทำรายการระหว่างกัน โดยภายหลังสิ้นสุดระยะเวลาการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อ ยังไม่มีนโยบายเข้าทำรายการระหว่างกันกับบริษัทฯ อย่างไรก็ตาม หากมีการทำรายการระหว่างบริษัทฯ และผู้ทำคำเสนอซื้อ หรือบุคคลตามมาตรา 258

ของผู้ทำคำเสนอซื้อ เกิดขึ้นในอนาคต บริษัทฯ จะดำเนินการให้มีการกำหนดราคาและเงื่อนไขการทำรายการเสมือนเป็นการทำรายการกับบุคคลภายนอก โดยคำนึงถึงความจำเป็นและความสมเหตุสมผลของรายการเป็นสำคัญ เพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ และสำนักงาน กสท. รวมทั้งกฎเกณฑ์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ในกรณีที่มิมีรายการระหว่างผู้ทำคำเสนอซื้อและบริษัทฯ เกิดขึ้นในอนาคต บริษัทฯ ได้วางแนวทางและกำหนดนโยบายการทำรายการระหว่างกันไว้อย่างชัดเจน เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตโดยคำนึงถึงผลประโยชน์และความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกรายเป็นสำคัญ นโยบายทางธุรกิจดังกล่าวจึงไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงและผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

7. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

จากการพิจารณาประเด็นต่าง ๆ ที่กล่าวไว้ข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นควรปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในครั้งนี้ เนื่องจาก

- ▶ ราคาเสนอซื้อของผู้ทำคำเสนอซื้อที่ 3.85 บาทต่อหุ้น ต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่เหมาะสมของหุ้นของกิจการที่ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระโดยวิธีปรับปรุงมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Adjusted book value approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (DCF) ซึ่งมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของกิจการจากการประเมินโดยวิธีดังกล่าวอยู่ในช่วงระหว่าง 4.63 – 5.50 บาทต่อหุ้น
- ▶ ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนหลังจากการทำคำเสนอซื้อ ผู้ทำคำเสนอซื้อไม่มีนโยบายเปลี่ยนแปลงแผนการดำเนินธุรกิจ วัตถุประสงค์ในการประกอบธุรกิจ โครงสร้างองค์กร บุคลากร โครงสร้างทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เว้นแต่เป็นการเปลี่ยนแปลงให้เหมาะสมกับการประกอบธุรกิจ แผนการลงทุน และฐานะการเงินของบริษัทฯ ในอนาคต เพื่อให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ มีความคล่องตัวและคงไว้ซึ่งประสิทธิภาพในการแข่งขันทางธุรกิจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ ซึ่งในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญใดๆ บริษัทฯ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการและ/หรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการก่อนการดำเนินการในเรื่องดังกล่าว ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อและยังคงเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการ จึงไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการดำเนินงานของบริษัทฯ ในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญ
- ▶ นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นเพิ่มเติมว่า ตามแผนงานของบริษัทฯ ซึ่งอยู่ในระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ของแผนการลงทุนเพื่อขยายฐานการผลิตไปยังประเทศเพื่อนบ้าน เพื่อเพิ่มปริมาณและกระจายการจำหน่ายสินค้าไปยังประเทศในภูมิภาคอื่นๆ ให้มากขึ้น และช่วยเพิ่มฐานรายได้และกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลดีต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ และผู้ถือหุ้นในระยะยาว ทั้งนี้ หากความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ไม่เปลี่ยนแปลงไปจากปัจจุบัน และแผนการลงทุนดังกล่าวประสบความสำเร็จตามที่คาดไว้ ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อและยังคงสถานะเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการจะสามารถมีส่วนร่วมในผลตอบแทนจากการลงทุนของกิจการในอนาคตได้

ทั้งนี้ จากการศึกษาคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีข้อสังเกตและความเห็นต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มเติม ดังนี้

- ▶ ถึงแม้ผู้ถือหุ้นอาจมีโอกาสในการขายหุ้นของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ในราคาที่สูงกว่าราคาเสนอซื้อ แต่หากพิจารณาสภาพคล่องและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ ในปัจจุบันซึ่งอยู่ในระดับต่ำ ผู้ถือหุ้นที่ปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้อาจมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถขายหุ้นได้ในจำนวน ราคา และระยะเวลาที่ต้องการภายหลังสิ้นสุดช่วงระยะเวลารับซื้อได้
- ▶ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นตอบรับคำเสนอซื้อในครั้งนี้เป็นจำนวนมาก จนส่งผลให้ผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่มากกว่าร้อยละ 50.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ จะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อ มีอำนาจควบคุมการบริหารงาน โดยสามารถกำหนดหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายและแผนการบริหารกิจการได้ ด้วยการควบคุมเสียงข้างมากของที่ประชุมคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ หากผู้ทำคำเสนอซื้อได้มาซึ่งหุ้นของกิจการในสัดส่วนมากกว่าหรือเท่ากับ 75.00 ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ จะทำให้ผู้ทำคำเสนอซื้อสามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในเรื่องสำคัญได้ทั้งหมด เช่น การเพิ่มทุน การลดทุน และการควบรวมกิจการ เป็นต้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นของผู้ทำคำเสนอซื้อที่ได้จากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในครั้งนี้ อาจส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงนโยบายที่สำคัญของบริษัทฯ ในอนาคตได้

ทั้งนี้ ในการพิจารณาตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาควรพิจารณาวัตถุประสงค์ของการลงทุน ระยะเวลาการลงทุน และราคาหุ้นของกิจการที่ซื้อขายอยู่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ณ ช่วงระยะเวลาทำการรับซื้อ ควบคู่กับปัจจัยอื่นๆ ตามที่กล่าวมาข้างต้น

อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจที่จะตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของผู้ทำคำเสนอซื้อ ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ แต่ละรายเป็นสำคัญ ผู้ถือหุ้นจึงควรศึกษาข้อมูลทั้งหมดที่ปรากฏในรายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ พร้อมทั้งเอกสารต่าง ๆ ที่แนบมา กับแบบ 250-2 หรือความเห็นของกิจการเกี่ยวกับคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ที่ส่งมาพร้อมกันนี้ เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาเพื่อตัดสินใจในการตอบรับหรือปฏิเสธคำเสนอซื้อในครั้งนี้ อย่างเหมาะสม

บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ขอรับรองว่าได้พิจารณาให้ความเห็นต่อการทำรายการในครั้งนี้ด้วยความรอบคอบตามมาตรฐานวิชาชีพ โดยคำนึงถึงความเหมาะสม ความสมเหตุสมผล รวมทั้งประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ขอแสดงความนับถือ



(ดร. พิชระ สุระจรัส)

กรรมการ

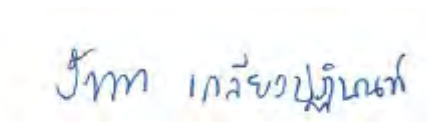
บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด



(เล็ก สีขวิทย์)

กรรมการ

บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด



(รัชดา เกลียวปฐนัท)

ผู้ควบคุมการปฏิบัติงาน

บริษัท ที่ปรึกษา เอเชีย พลัส จำกัด