

ที่ 015/2560

วันที่ 27 กันยายน 2560

เรื่อง รายงานผลการประเมินมูลค่าหลักประกัน

เรียน กรรมการและผู้จัดการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- อ้างถึง 1. หนังสือขอให้ชี้แจงข้อมูลในงบการเงินประจำปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2559 ลว. 20 มีนาคม 2560
2. หนังสือแจ้งสารสนเทศของบริษัท ไทรทัน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) เลขที่ 007/2560 ลว. 31 มีนาคม 2560

สืบเนื่องจากกรณีที่บริษัท ลูเซนท์ เอนเนอร์จี จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท สเตรกา จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท หรือรวมเรียกว่า (กลุ่มบริษัท) ได้ชำระเงินมัดจำค่าหุ้นสามัญให้กับผู้ขาย จำนวน 120 ล้านบาท ตามสัญญาซื้อขายหุ้นสามัญโดยมีเงื่อนไขบังคับก่อน (สัญญา) โดยผู้ขายได้นำหุ้นสามัญของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ จำนวน 4 โรง (บริษัท แม่โขงกรีน พาวเวอร์ จำกัด (MGP), บริษัท อุดรธานี โซล่า พาวเวอร์ จำกัด (UPS), บริษัท แม่โขงโซล่า พาวเวอร์ จำกัด (MSP) และบริษัท แสงแสง จำกัด (SS)) มาวางเป็นหลักประกันตามสัญญา ซึ่งเมื่อสัญญาสิ้นสุดลงในวันที่ 6 กุมภาพันธ์ 2560 มีความเป็นไปได้ที่กลุ่มบริษัทจะไม่ได้รับเงินมัดจำคืนจากผู้ขาย กลุ่มบริษัทจึงได้รับรู้ค่าเผื่อการด้อยค่าเต็มจำนวน ซึ่งการรับรู้ค่าเผื่อการด้อยค่าเต็มจำนวนดังกล่าวกระทบต่อฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลาดหลักทรัพย์ ฯ) จึงขอให้บริษัท ไทรทัน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) (บริษัท) ชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติมเกี่ยวกับการรับรู้ค่าเผื่อการด้อยค่าเต็มจำนวน 120 ล้านบาท ดังกล่าว โดยบริษัทได้ดำเนินการชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติมผ่านระบบสารสนเทศของบริษัท ฯ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว รายละเอียดปรากฏตามเอกสารที่อ้างถึง 1 และ 2 ตามลำดับ

ทั้งนี้ มีข้อมูลบางประเด็นที่บริษัทจะต้องรายงานความคืบหน้าให้ตลาดหลักทรัพย์ ฯ และผู้ลงทุนรับทราบต่อเนื่องจากการชี้แจงข้อมูลในครั้งที่ผ่านมา กล่าวคือ ประเด็นในเรื่องการประเมินมูลค่าหลักประกัน (มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ จำนวน 4 โรง ที่ผู้ขายนำมาวางเป็นหลักประกัน)

บริษัทขอแจ้งว่า ตามที่บริษัทได้รายงานให้ทราบว่า บริษัทได้จ้าง บริษัท เอ แคป คอร์ปอเรท เซอร์วิสเชส จำกัด (ผู้ประเมินอิสระ) เป็นผู้ประเมินมูลค่าหลักประกัน บัดนี้ ผู้ประเมินอิสระ ได้ประเมินมูลค่าหลักประกันดังกล่าวได้เสร็จสิ้นแล้ว และได้จัดส่งรายงานให้กับบริษัท ตามรายงานการประเมินมูลค่า เลขที่ ACS/004/2560 ลว. 22 พฤษภาคม 2560 โดยมูลค่าของหลักประกันซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินอิสระ ตามสัดส่วนของหุ้นสามัญที่ผู้ขายนำมาวางเป็นหลักประกัน มีมูลค่าโดยประมาณ จำนวน 115 ล้านบาท โดยผู้ประเมินอิสระใช้วิธีประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ซึ่งผู้ประเมินอิสระเห็นว่าเป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุด เนื่องจากเป็นวิธีที่คำนึงถึงผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการสร้างรายได้ และกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งมีมูลค่าที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันบริษัทมีนโยบายที่จะเรียกร้องเงินมัดจำ พร้อมดอกเบี้ยทั้งหมดคืน โดยอยู่ระหว่างการดำเนินการตามขั้นตอนของกฎหมาย หากมีความคืบหน้าอย่างไรบริษัทจะแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ ฯ และผู้ลงทุนรับทราบต่อไป

ทั้งนี้ ผู้ประเมินอิสระได้ประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ MGP UPS MSP และ SS ด้วยวิธีการต่างๆ คือ วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Book Value Approach) วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด (Market Approach) และวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) โดยบริษัทได้สรุปมูลค่าประเมินของ

TRITON

หุ้น MGP UPS MSP และ SS ด้วยวิธีการต่างๆ ดังกล่าว รวมทั้งสมมติฐานในการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด โดยสรุปมูลค่าการประเมินมูลค่ากิจการของแต่ละวิธี ดังต่อไปนี้

วิธีการประเมินมูลค่ากิจการ	มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)			
	MGP	UPS	MSP	SS
1. วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)	41.53	44.10	12.89	8.16
2. วิธีเปรียบเทียบกับธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์เดียวกัน (Market Comparable Approach)				
2.1 วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Approach)	107.59-116.75	114.25-123.98	33.39-36.24	21.14-22.94
2.2 วิธีอัตราส่วนราคาซื้อขายต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio Approach)	125.60-129.05	153.05-157.25	ไม่สามารถประเมินได้	7.07-7.26
3. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	57.72	66.54	77.43	(Adder) 63.97
				(FIT) 22.15

จากผลการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีการต่าง ๆ ตามตารางข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินมีความเห็นว่า

1. วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach) ไม่เหมาะสม เนื่องจาก เป็นวิธีที่ไม่ได้คำนึงถึงมูลค่าที่แท้จริงของรายการต่าง ๆ ในงบการเงิน เพราะรายการทรัพย์สิน หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้นบางรายการ ไม่อาจจะสะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันซึ่งอาจมีมูลค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลง อีกทั้งการประเมินมูลค่าหุ้นตามมูลค่าทางบัญชียังมีได้สะท้อนและคำนึงถึงศักยภาพการดำเนินงานและผลประกอบการของกิจการในอนาคต
2. วิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Approach) ไม่เหมาะสม เนื่องจากมูลค่าตามบัญชีของแต่ละบริษัทที่นำมาใช้อ้างอิงอาจไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริง จึงส่งผลทำให้ราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีดังกล่าวอาจจะไม่สะท้อนราคาที่เหมาะสม
3. วิธีอัตราส่วนราคาซื้อขายต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio Approach) ไม่เหมาะสม เนื่องจากผู้ลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับผลประกอบการในระยะยาว และ/หรือผลประกอบการในอนาคต และ/หรือความเจริญเติบโตของกิจการแต่ละบริษัทที่นำมาอ้างอิง ในขณะที่กำไรต่อหุ้น ณ ปัจจุบันไม่ได้แสดงถึงศักยภาพการดำเนินงานและผลประกอบการของกิจการในระยะยาวดังกล่าว เป็นผลทำให้ราคาหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีดังกล่าวอาจไม่สามารถสะท้อนราคาที่เหมาะสมได้

4. วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach) มีความเหมาะสม เพราะเป็นวิธีที่คำนึงถึงผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการสร้างรายได้ และกำไรของกิจการในอนาคต ซึ่งมีมูลค่าที่เหมาะสมของผู้ถือหุ้นของแต่ละกิจการ

อย่างไรก็ตาม ผู้ขายได้วางหลักประกันไว้กับกลุ่มบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น ดังนั้น เมื่อพิจารณาจากมูลค่าประเมินตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด โดยคำนวณตามสัดส่วนของการถือหุ้นที่กลุ่มบริษัทได้รับมาเป็นหลักประกัน มีรายละเอียดสรุปได้ดังนี้

	MGP (ล้านบาท)	MGP (ล้านบาท)	MGP (ล้านบาท)	MGP (ล้านบาท)	มูลค่ากิจการรวม
มูลค่ากิจการคำนวณที่หุ้นจำนวน 100 %	57.72	66.54	77.43	Adder 63.97 FIT 22.15	
สัดส่วนของหุ้นที่กลุ่มบริษัทได้รับเป็น หลักประกัน (%)	51%	51%	37.87%	100%	
มูลค่ากิจการคำนวณตามสัดส่วนของหุ้นที่ กลุ่มบริษัทได้รับเป็นหลักประกัน	29.44	33.94	29.27	Adder 63.97 FIT 22.15	- กรณี SS ได้รับ Adder มูลค่ากิจการรวมของหลักประกันเท่ากับ 223.84 ล้านบาท - กรณี SS ได้รับ FIT มูลค่ากิจการรวมของหลักประกันเท่ากับ 115 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากตารางดังกล่าวจะเห็นว่า กรณีที่ SS ได้รับ Adder มูลค่ากิจการรวมของหลักประกันจะเท่ากับ 223.84 ล้านบาท แต่ในกรณีที่ SS ได้รับ FIT มูลค่ากิจการรวมของหลักประกันจะเท่ากับ 115 ล้านบาท ซึ่งกลุ่มบริษัทเลือกใช้ประมาณการมูลค่ากิจการรวมของหลักประกัน เท่ากับ 115 ล้านบาท เพราะกลุ่มบริษัทใช้หลักการความระมัดระวัง (Conservative) ในการรายงานข้อมูลต่อผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุน

สำหรับการประเมิน ผู้ประเมินอิสระได้ใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด โดยใช้สมมติฐานในการประมาณการทางการเงิน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

สมมติฐานในการประมาณการทางการเงิน MGP

1. รายได้

- ปริมาณไฟที่ผลิตได้

สมมติฐานหรือปัจจัยที่มีผลสำคัญต่อปริมาณหน่วยไฟที่ผลิตได้จากแผงโซลาร์เซลล์ เป็นดังนี้

วันดำเนินงาน (Operation Day)	365 – 366 วันต่อปี
วันเริ่มต้นจำหน่ายไฟฟ้า (Commercial Operation Date: COD)	8 กันยายน 2557
ช่วงปีที่ผลิตกระแสไฟฟ้า	2557 – 2582 (25 ปี)
กำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity)	0.9961 เมกะวัตต์
ค่าประสิทธิภาพโรงไฟฟ้า (Performance Ratio)	ร้อยละ 80.75

- ช่วงเวลาผลิตกระแสไฟฟ้า โรงไฟฟ้า MGP สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ในช่วงเวลา 08.00 – 16.00 น. รวมระยะเวลาการผลิต 8 ชั่วโมงต่อวัน
- ตารางอัตราค่าไฟฟ้าขายส่ง



อัตราค่าไฟฟ้าขายส่ง
สำหรับ การไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) และ การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.)
 ตั้งแต่ค่าไฟฟ้าประจำเดือนพฤศจิกายน 2558

1 อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า ประกอบด้วย

1.1 อัตราค่าไฟฟ้าขายส่งตามช่วงเวลาของการใช้ (Time of Use : TOU Rate)

(บาท/หน่วย)

ระดับแรงดันไฟฟ้า	ค่าผลิตไฟฟ้า		ค่าบริการระบบส่ง		อัตราขายส่งรวม	
	Peak	Off-Peak	Peak	Off-Peak	Peak	Off-Peak
230 กิโลโวลต์	3.1192	2.3316	0.2730	-	3.3922	2.3316
69-115 กิโลโวลต์	3.1286	2.3341	0.4913	-	3.6199	2.3341
ณ ปลายนสายส่ง 69 ,115 กิโลโวลต์*	3.1948	2.3555	0.8528	-	4.0476	2.3555
11-33 กิโลโวลต์	3.2017	2.3567	1.0226	-	4.2243	2.3567

* รวมทั้งสถานีไฟฟ้าแรงสูง 115:115 และ 69:69 กิโลโวลต์

ช่วง Peak : เวลา 09.00 - 22.00 น.

วันจันทร์ - วันศุกร์

ช่วง Off-Peak : เวลา 22.00 - 09.00 น.

วันจันทร์ - วันศุกร์

: เวลา 00.00 - 24.00 น.

วันเสาร์ - วันอาทิตย์ วันแรงงานแห่งชาติ และ

วันหยุดราชการตามปกติ (ไม่รวมวันหยุดชดเชยและวันขึ้นมงคล)

1.2 อัตราค่าการปรับอัตราค่าไฟฟ้าโดยอัตโนมัติ (F_t ขยายส่ง)

F_t ขยายส่ง ตามสูตรการปรับอัตราค่าไฟฟ้าโดยอัตโนมัติ ซึ่งจะมีการปรับอัตราค่าพลังงานไฟฟ้าต่อหน่วย ตามการเปลี่ยนแปลงของค่าเชื้อเพลิง ค่าซื้อไฟฟ้า ในส่วนของ กฟน. และค่าใช้จ่ายตามนโยบายของรัฐ

2 อัตราค่าตัวประกอบกำลังไฟฟ้า (Power Factor Charge)

อัตราค่าตัวประกอบกำลังไฟฟ้า 18.68 บาท/กิโลวัตต์/เดือน สำหรับกิโลวัตต์ส่วนเกินเมื่อค่าตัวประกอบกำลังไฟฟ้าต่ำกว่า 0.875 (Lagging)

- อัตราค่าไฟฟ้า

MGP ได้รับการสนับสนุนส่วนเพิ่มราคาค่าไฟฟ้า (Adder) ที่ 6.50 บาท ต่อหน่วย (กิโลวัตต์.ชั่วโมง) เป็นระยะเวลา 10 ปี เริ่มต้นตั้งแต่ปี 2557 ที่สามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้ และจะสิ้นสุดการได้รับ Adder ในปี 2567 หลังจากหมดระยะเวลาได้รับ Adder อัตราค่าไฟฟ้าที่ขายได้จะเปลี่ยนแปลงไปตาม อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (Tariff) และค่าอัตราการปรับอัตราค่าไฟฟ้า (F_t) ตามตารางอัตราค่าไฟฟ้าขายส่งด้านบน

2. ต้นทุน ต้นทุนหลักในการผลิตไฟฟ้าของ MGP ประกอบไปด้วย ค่าเสื่อมราคา ค่าจ้างบุคลากรดูแลระบบการผลิต และค่าเช่าที่ดิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการค่าจ้างและบุคลากรให้มีอัตราค่าตอบแทนจากตัวเลขในปี 2559 เท่ากับอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปี สำหรับค่าเสื่อมราคาที่เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิต ตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ MGP

3. ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ เช่น ค่าสาธารณูปโภค ค่าธรรมเนียม ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยกำหนดให้มีอัตราการเติบโตเท่ากับ อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปีจากค่าใช้จ่ายในปี 2559 สำหรับค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินที่มีอยู่ในปัจจุบันที่เป็นส่วนหนึ่งของค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร ตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ MGP
4. สมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล MGP ได้รับสิทธิประโยชน์จากการได้รับการส่งเสริมการลงทุน (Board of Investment – BOI) ซึ่งทำให้ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับกำไรสุทธิที่ได้จากการขายไฟฟ้ามียกเว้นระยะเวลา 8 ปี ตั้งแต่ปี 2557 – 2565 และหลังจากนั้นได้รับลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราร้อยละ 50 เป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี 2565 – 2570

	2557 - 2565 (8 ปีแรก)	2565 - 2570 (5 ปีถัดมา)	2570 - 2583 (ปีที่เหลือ)
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	ยกเว้นภาษีเงินได้	ร้อยละ 10	ร้อยละ 20

5. สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มเติม MGP ไม่มีแผนการใช้จ่ายเงินลงทุนเพิ่มเติมใด ๆ ในอนาคต
6. สมมติฐานอัตราคิดลด (Discount Rate) อัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดของกิจการ ทำการประมาณการโดยคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) โดยใช้สูตรทางการเงินดังนี้

$$\begin{aligned}
 WACC &= K_e \times (E/V) + K_d \times (1-T) \times (D/V) \text{ โดย} \\
 K_e &= \text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณได้จากการใช้ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ตามรายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไป} \\
 K_d &= \text{อัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงิน ปัจจุบัน MGP มีภาระหนี้สินสัญญาเช่าซื้อในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 4.54 และมีภาระหนี้เงินกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับร้อยละ 12 ภาระหนี้ดังกล่าวมีกำหนดการชำระคืนที่แตกต่างออกไป โดยที่ปรึกษาทางการเงินได้คำนวณอัตราดอกเบี้ยถ่วงน้ำหนักตามภาระหนี้แต่ละประเภทที่มีอยู่ในแต่ละช่วงเวลา ดังตารางที่จะได้แสดงถัดไป} \\
 T &= \text{เป็นไปตามสมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ได้รับการสนับสนุนด้าน BOI} \\
 E &= \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น} \\
 D &= \text{หนี้สินทางการเงินที่มีภาระดอกเบี้ย} \\
 V &= E+D
 \end{aligned}$$

ทั้งนี้ การคำนวณอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะใช้ทฤษฎี CAPM ตามรายละเอียดวิธีคำนวณ ตามสูตรทางการเงิน ดังนี้

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

TRITON

Rf = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยเป็นอัตราผลตอบแทนที่อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ภายใต้สมมติฐานว่าธุรกิจของ MGP จะสามารถดำเนินกิจการจนครบระยะเวลา 25 ปีของอายุการใช้งานของแผงโซลาร์เซลล์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

Rf	3.39%
อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ	23 ปี (สอดคล้องกับระยะเวลาประมาณการรายได้)
อ้างอิงจาก www.thaibma.or.th ณ วันที่	31 มีนาคม 2560

Rm = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการก่อตั้งขึ้น (ข้อมูลจากระบบ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

อ้างอิงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลา	เมษายน 2518 – มีนาคม 2559
Rm	14.70%

Beta = เป็นค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยถือเป็น Beta ที่รวมส่วนผลกระทบของหนี้สินของแต่ละกิจการเอาไว้แล้ว (Leverage Beta) และเนื่องจาก MGP ไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียน ที่ปรึกษาทางการเงินจึงใช้ Leverage Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกับการทำธุรกิจของ MGP แต่ทั้งนี้เนื่องจาก บริษัทไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ("TSE") เข้าจดทะเบียนและเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ 30 ตุลาคม 2557 ทำให้ไม่มีข้อมูล Beta ย้อนหลังกลับไปครบ 3 ปี ที่ปรึกษาทางการเงินจึงไม่ได้ใช้ TSE เข้ามาร่วมคำนวณด้วย) และคำนวณไปเป็นค่า Unlevered Beta โดยใช้สูตรการคำนวณ ดังนี้

Bu = $Beta / (1 + (1 - TAX) \times D/E)$ โดย

Bu = Beta ที่ปรับผลกระทบของหนี้สินของบริษัทออกไปแล้ว (Unlevered Beta)

TAX = เป็นไปตามสมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ได้รับการสนับสนุนด้าน BOI

D/E = อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน

TRITON

ลำดับ	หลักทรัพย์	ค่า Levered Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระ ดอกเบี้ย ต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น	Unlevered Beta
1	SPCG	0.766	1.09	0.41
2	SUPER	0.969	1.92	0.38
			เฉลี่ย	0.40

เมื่อนำค่า Unlevered Beta เฉลี่ยดังกล่าวเป็นค่าทดแทน Unlevered Beta ของ MGP และคิดย้อนกลับ
ไปเป็นค่า Beta ของ MGP จากสูตรเดียวกัน พร้อมทั้งสะท้อนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย
ต่อทุนของ MGP ที่มีการปรับลดลงต่อเนื่องจากการชำระคืนหนี้ รวมถึงอัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทาง
การเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามภาระหนี้ที่มีการเปลี่ยนแปลงปรับลดลง จะคำนวณได้ค่า WACC ได้
ดังนี้

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567-2582
WACC	8.49%	8.21%	8.15%	8.09%	8.01%	7.94%	7.88%	7.87%

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ MGP
ประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดได้เท่ากับ 57.72 ล้านบาท

สมมติฐานในการประมาณการทางการเงิน การประเมินมูลค่า UPS

1. รายได้

- ปริมาณไฟที่ผลิตได้

สมมติฐานหรือปัจจัยที่มีผลสำคัญต่อปริมาณหน่วยไฟที่ผลิตได้จากแผงโซลาร์เซลล์ เป็นดังนี้

วันดำเนินงาน (Operation Day)	365 – 366 วันต่อปี
วันเริ่มต้นจำหน่ายไฟฟ้า (Commercial Operation Date: COD)	1 ตุลาคม 2557
ช่วงปีที่ผลิตกระแสไฟฟ้า	2557 – 2582 (25 ปี)
กำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity)	0.9954 เมกะวัตต์
ค่าประสิทธิภาพโรงไฟฟ้า (Performance Ratio)	ร้อยละ 77.54

- ช่วงเวลาผลิตกระแสไฟฟ้า โรงไฟฟ้า UPS สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ในช่วงเวลา 08.00 – 16.00
น. รวมระยะเวลาการผลิต 8 ชั่วโมงต่อวัน
- อัตราค่าไฟฟ้า UPS ได้รับการสนับสนุนส่วนเพิ่มราคาไฟฟ้า (Adder) ที่ 6.50 บาท ต่อหน่วย
(กิโลวัตต์ ชั่วโมง) เป็นระยะเวลา 10 ปี เริ่มต้นตั้งแต่ปี 2557 ที่สามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้ และจะ

TRITON

สิ้นสุดการได้รับ Adder ในปี 2567 หลังจากหมดระยะเวลาได้รับ Adder อัตราค่าไฟฟ้าที่ขายได้จะเปลี่ยนแปลงไปตาม อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (Tariff) และค่าอัตราการปรับอัตราค่าไฟฟ้า (Ft) ตามตารางอัตราค่าไฟฟ้าขายส่งตามที่ได้กล่าวถึงไปแล้วในส่วนการประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดของ MGP

2. ต้นทุน ต้นทุนหลักในการผลิตไฟฟ้าของ UPS ประกอบไปด้วย ค่าเสื่อมราคา ค่าจ้างบุคลากรดูแลระบบการผลิต และค่าเช่าที่ดิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการค่าจ้างและบุคลากรให้มีอัตราการเติบโตจากตัวเลขในปี 2559 เท่ากับอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปี สำหรับค่าเสื่อมราคาที่เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิต ตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ UPS
3. ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ เช่น ค่าสาธารณูปโภค ค่าธรรมเนียม ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยกำหนดให้มีอัตราการเติบโตเท่ากับ อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปีจากค่าใช้จ่ายในปี 2559 สำหรับค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินที่มีอยู่ในปัจจุบันที่เป็นส่วนหนึ่งของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ UPS
4. สมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล UPS ได้รับสิทธิประโยชน์จากการได้รับการส่งเสริมการลงทุน (Board of Investment – BOI) ซึ่งทำให้ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับกำไรสุทธิที่ได้จากการขายไฟฟ้ามีกำหนดระยะเวลา 8 ปี ตั้งแต่ปี 2557 – 2565 และหลังจากนั้นได้รับลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราร้อยละ 50 เป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี 2565 – 2570

	2557 – 2558 (8 ปีแรก)	2565-2570 (5 ปีถัดมา)	2570 - 2583 (ปีที่เหลือ)
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	ยกเว้นภาษีเงินได้	ร้อยละ 10	ร้อยละ 20

5. สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มเติม UPS ไม่มีแผนการใช้จ่ายลงทุนเพิ่มเติมใด ๆ ในอนาคต
6. สมมติฐานอัตราคิดลด (Discount Rate)
อัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดของกิจการ ทำการประมาณการโดยคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก Weight Average Cost of Capital (WACC) โดยใช้สูตรทางการเงินดังนี้
$$WACC = K_e \times (E/V) + K_d \times (1-T) \times (D/V) \text{ โดย}$$

$$K_e = \text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณได้จากการใช้ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ตามรายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไป}$$

$$K_d = \text{อัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงิน ปัจจุบัน MGP มีภาระหนี้สินสัญญาเช่าซื้อในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 4.54 และมีภาระหนี้เงินกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับร้อยละ 12 ภาระหนี้ดังกล่าวมีกำหนดการชำระคืนที่แตกต่างออกไป โดยที่ปรึกษา}$$

TRITON

ทางการเงินได้คำนวณอัตราดอกเบี้ยถ่วงน้ำหนักตามภาระหนี้แต่ละประเภทที่มีอยู่ในแต่ละช่วงเวลา ดังตารางที่จะได้แสดงถัดไป

T	=	เป็นไปตามสมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ได้รับการสนับสนุนด้าน BOI
E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น
D	=	หนี้สินทางการเงินที่มีภาระดอกเบี้ย
V	=	E+D

ทั้งนี้ การคำนวณอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะใช้ทฤษฎี CAPM ตามรายละเอียดวิธีคำนวณ ตามสูตรทางการเงิน ดังนี้

Ke	=	Rf + Beta x (Rm - Rf)
Rf	=	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยเป็นอัตราผลตอบแทนที่อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ภายใต้สมมติฐานว่าธุรกิจของ MGP จะสามารถดำเนินกิจการจนครบระยะเวลา 25 ปีของอายุการใช้งานของแผงโซลาร์เซลล์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

Rf	3.39%
อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ	23 ปี (สอดคล้องกับระยะเวลาประมาณการรายได้)
อ้างอิงจาก www.thaibma.or.th ณ วันที่	31 มีนาคม 2560

Rm	=	อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการก่อตั้งขึ้น (ข้อมูลจากระบบ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)
----	---	--

อ้างอิงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลา	เมษายน 2518 มีนาคม –2559
Rm	14.70%

Beta	=	เป็นค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยถือเป็น Beta ที่รวมส่วนผลกระทบของหนี้สินของแต่ละกิจการเอาไว้แล้ว (Leverage Beta) และเนื่องจาก MGP ไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียน ที่ปรึกษาทางการเงินจึงใช้ Leverage Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกับการทำธุรกิจของ MGP แต่ทั้งนี้เนื่องจาก บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) (“TSE”) เข้าจดทะเบียนและเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ 30 ตุลาคม 2557 ทำให้ไม่มีข้อมูล Beta ย้อนหลัง
------	---	--

TRITON

กลับไปครบ 3 ปี ที่ปรึกษาทางการเงินจึงไม่ได้ใช้ TSE เข้ามาร่วมคำนวณด้วย) และคำนวณไปเป็นค่า Unlevered Beta โดยใช้สูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\begin{aligned} Bu &= \text{Beta} / (1 + (1 - \text{TAX}) \times D/E) \text{ โดย} \\ Bu &= \text{Beta ที่ปรับผลกระทบของหนี้สินของบริษัทออกไปแล้ว (Unlevered Beta)} \\ \text{TAX} &= \text{เป็นไปตามสมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ได้รับการสนับสนุนด้าน BOI} \\ D/E &= \text{อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน} \end{aligned}$$

ลำดับ	หลักทรัพย์	ค่า Levered Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระ ดอกเบี้ย ต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น	Unlevered Beta
1	SPCG	0.766	1.09	0.41
2	SUPER	0.969	1.92	0.38
			เฉลี่ย	0.40

เมื่อนำค่า Unlevered Beta เฉลี่ยดังกล่าวเป็นค่าทดแทน Unlevered Beta ของ UPS และคิดย้อนกลับไปเป็นค่า Beta ของ UPS จากสูตรเดียวกัน พร้อมทั้งสะท้อนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ UPS ที่มีการปรับลดลงเนื่องจากการชำระคืนหนี้ รวมถึงอัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามภาระหนี้ที่มีการเปลี่ยนแปลงปรับลดลง จะคำนวณได้ค่า WACC ได้ดังนี้

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567-2582
WACC	8.26%	8.20%	8.14%	8.08%	8.01%	7.93%	7.88%	7.87%

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ UPS ประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ได้เท่ากับ 66.54 ล้านบาท

สมมติฐานในการประมาณการทางการเงิน การประเมินมูลค่า MSP

1. รายได้

- ปริมาณไฟที่ผลิตได้

สมมติฐานหรือปัจจัยที่มีผลสำคัญต่อปริมาณหน่วยไฟที่ผลิตได้จากแผงโซลาร์เซลล์ เป็นดังนี้

วันดำเนินงาน (Operation Day)	365 – 366 วันต่อปี
วันเริ่มต้นจำหน่ายไฟฟ้า (Commercial Operation Date: COD)	9 ธันวาคม 2558
ช่วงปีที่ผลิตกระแสไฟฟ้า	2558 – 2583 (25 ปี)
กำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity)	0.9845 เมกะวัตต์

- ช่วงเวลาการผลิตกระแสไฟฟ้า โรงไฟฟ้า MSP สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ในช่วงเวลา 8:00 น. – 16:00 น. รวมระยะเวลาการผลิต 8 ชั่วโมงต่อวัน
 - อัตราค่าไฟฟ้า MSP ได้รับการสนับสนุนส่วนเพิ่มราคาไฟฟ้า (Adder) ที่ 8.00 บาท ต่อหน่วย (กิโลวัตต์.ชั่วโมง) เป็นระยะเวลา 10 ปี เริ่มต้นตั้งแต่ปี 2558 ที่สามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้ และจะสิ้นสุดการได้รับ Adder ในปี 2568 หลังจากหมดระยะเวลาได้รับ Adder อัตราค่าไฟฟ้าที่ขายได้จะเปลี่ยนแปลงไปตาม อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (Tariff) และค่าอัตราการปรับอัตราค่าไฟฟ้า (Ft) ตามตารางอัตราค่าไฟฟ้าขายส่งตามที่ได้กล่าวถึงไปแล้วในส่วนการประเมินมูลค่าด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันกระแสเงินสดของ MSP
2. ต้นทุน ต้นทุนหลักในการผลิตไฟฟ้าของ MSP ประกอบไปด้วย ค่าเสื่อมราคา ค่าจ้างบุคลากรดูแลระบบการผลิต และค่าเช่าที่ดิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการค่าจ้างและบุคลากรให้มีอัตราการเติบโตจากตัวเลขในปี 2559 เท่ากับอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปี สำหรับค่าเสื่อมราคาที่เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิต ตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ MSP
 3. ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ เช่น ค่าสาธารณูปโภค ค่าธรรมเนียม ค่าบำรุงรักษาซ่อมแซม และค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยกำหนดให้มีอัตราการเติบโตเท่ากับ อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปีจากค่าใช้จ่ายในปี 2559 สำหรับค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินที่มีอยู่ในปัจจุบันที่เป็นส่วนหนึ่งของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชีของ MSP
 4. สมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล MSP ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์จากการได้รับการส่งเสริมการลงทุน (Board of Investment – BOI) ดังนั้น อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอยู่ที่อัตราร้อยละ 20 ตลอดระยะเวลาการประมาณการ
 5. สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มเติม MSP ไม่มีแผนการใช้จ่ายเงินลงทุนเพิ่มเติมใด ๆ ในอนาคต
 6. สมมติฐานอัตราคิดลด (Discount Rate)
อัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดของกิจการ ทำการประมาณการโดยคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) โดยใช้สูตรทางการเงินดังนี้

$$WACC = K_e \times (E/V) + K_d \times (1-T) \times (D/V) \text{ โดย}$$

$$K_e = \text{อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณได้จากการใช้ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ตามรายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไป}$$

$$K_d = \text{อัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงิน ปัจจุบัน MSP มีภาระหนี้เงินกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 9.00 ที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการให้หนี้ดังกล่าวได้รับการชำระคืนในปี 2561 จากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของ MSP เมื่อภาระ}$$

TRITON

หนีดังกล่าวได้รับการชำระคืนครบถ้วนจะทำให้ Kd เป็นศูนย์ และส่งผลต่อการคำนวณ WACC ดังที่จะได้กล่าวถึงถัดไป

T	=	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ร้อยละ 20
E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น
D	=	หนี้สินทางการเงินที่มีภาระดอกเบี้ย
V	=	E+D

ทั้งนี้ การคำนวณอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะใช้ทฤษฎี CAPM ตามรายละเอียดวิธีคำนวณ ตามสูตรทางการเงิน ดังนี้

Ke	=	Rf + Beta x (Rm - Rf)
Rf	=	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยเป็นอัตราผลตอบแทนที่อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ภายใต้สมมติฐานว่าธุรกิจของ MSP จะสามารถดำเนินกิจการไปได้อย่างต่อเนื่องในอนาคต โดยมีรายละเอียดดังนี้

Rf	3.42%
อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 24 ปี	
อ้างอิงจาก www.thaibma.or.th ณ วันที่ 31 มีนาคม 2560	

Rm	=	อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการก่อตั้งขึ้น (ข้อมูลจากระบบ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)
----	---	--

อ้างอิงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลา	เมษายน 2518 – มีนาคม 2559
Rm	14.70%

Beta	=	เป็นค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยถือเป็น Beta ที่รวมส่วนผลกระทบของหนี้สินของแต่ละกิจการเอาไว้แล้ว (Leverage Beta) และเนื่องจาก MSP ไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียน ที่ปรึกษาทางการเงินจึงใช้ Leverage Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกับการทำธุรกิจของ MSP แต่ทั้งนี้เนื่องจาก บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน) ("TSE") เข้าจดทะเบียนและเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ 30 ตุลาคม 2557 ทำให้ไม่มีข้อมูล Beta ย้อนหลัง
------	---	---

TRITON

กลับไปครบ 3 ปี ที่ปรึกษาทางการเงินจึงไม่ได้ใช้ TSE เข้ามาร่วมคำนวณด้วย) และคำนวณไปเป็นค่า Unlevered Beta โดยใช้สูตรการคำนวณ ดังนี้

Bu	=	Beta / (1+(1-TAX) x D/E) โดย
Bu	=	Beta ที่ปรับผลกระทบของหนี้สินของบริษัทออกไปแล้ว (Unlevered Beta)
TAX	=	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล
D/E	=	อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน

ลำดับ	หลักทรัพย์	ค่า Levered Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระ ดอกเบี้ย ต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น	Unlevered Beta
1	SPCG	0.766	1.09	0.41
2	SUPER	0.969	1.92	0.38
			เฉลี่ย	0.40

เมื่อนำค่า Unlevered Beta เฉลี่ยดังกล่าวเป็นค่าทดแทน Unlevered Beta ของ MSP และคิดย้อนกลับไปเป็นค่า Beta ของ MSP จากสูตรเดียวกัน พร้อมทั้งสะท้อนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ MSP ที่มีการปรับลดลงเนื่องจากการชำระคืนหนี้ รวมถึงอัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามภาระหนี้ที่มีการเปลี่ยนแปลงปรับลดลง จะคำนวณได้ค่า WACC ได้ดังนี้

รายการ	2560	2561 - 2583
WACC	9.33%	7.88%

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ MSP ประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ได้เท่ากับ 77.43 ล้านบาท

สมมติฐานในการประมาณการทางการเงิน การประเมินมูลค่า SS

ปัจจุบันโรงผลิตกระแสไฟฟ้าจากโซลาร์เซลล์ของ SS ยังไม่ได้เริ่มดำเนินการผลิตกระแสไฟฟ้า เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมา SS ประสบกับปัญหาการก่อสร้างที่ล่าช้าอันเนื่องมาจากปัญหาการต่อต้านจากประชากรที่อาศัยอยู่ในบริเวณก่อสร้างโรงผลิตกระแสไฟฟ้า ทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินขาดข้อมูลในอดีตของปริมาณการผลิตไฟฟ้า ต้นทุน และค่าใช้จ่ายต่างๆที่เกี่ยวข้อง นอกจากนั้นการก่อสร้างที่ล่าช้าดังกล่าวทำให้ SS ไม่สามารถเริ่มต้นผลิตกระแสไฟฟ้าเพื่อการจำหน่ายได้ทันกับกำหนดเวลาที่จะได้รับสิทธิประโยชน์ส่วนเพิ่มค่าไฟฟ้า (Adder) ที่ 8 บาทต่อหน่วย ซึ่งกำหนดไว้ว่า SS จะต้องสามารถจำหน่ายไฟฟ้าได้ภายใน 31 ธันวาคม 2553 จึงจะได้รับ Adder จำนวนดังกล่าว ปัจจุบันทาง SS อยู่ระหว่างการดำเนินการทางกฎหมายเพื่อหาข้อสรุปว่า SS จะสามารถได้รับ Adder จำนวนดังกล่าวหรือไม่ โดยหากได้ข้อสรุปออกมาว่า SS จะไม่สามารถได้รับ Adder จำนวนดังกล่าว การจำหน่ายไฟฟ้าของ SS จะต้องเป็นไปตามระบบการรับซื้อไฟฟ้า

TRITON

แบบ Feed in Tariff ของการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินจึงได้ประเมินมูลค่าของ SS บนสมมติฐานด้านรายได้ใน 2 ลักษณะคือ 1. SS ได้รับ Adder และ 2. SS ได้รับค่าไฟฟ้าในลักษณะ Feed in Tariff

1. รายได้

- ปริมาณไฟที่ผลิตได้ เนื่องจากโรงไฟฟ้าของ SS ยังไม่ได้เริ่มดำเนินการ และที่ปรึกษาทางการเงินไม่ได้รับข้อมูลที่จำเป็นต่อการประมาณการจำนวนหน่วยไฟฟ้าที่จะผลิตได้ของ SS เช่น จำนวนแผงโซลาร์เซลล์ ความสามารถในการแปลงพลังงานแสงอาทิตย์มาเป็นพลังงานไฟฟ้า รวมถึงจำนวนหน่วยไฟที่เคยผลิตได้ในอดีต ที่ปรึกษาทางการเงินจึงได้ใช้จำนวนหน่วยไฟฟ้าที่ผลิตได้ต่อปี (ก่อนหักด้วยอัตราเสื่อมสภาพของแผงโซลาร์เซลล์) ของ MGP ซึ่งผลิตได้ 1.35 ล้านกิโลวัตต์ ชั่วโมงต่อปีมาใช้ในการประมาณการบนสมมติฐานและเหตุผลสนับสนุนว่ากำลังการผลิตติดตั้งของทั้ง 2 โรงไฟฟ้า มีความใกล้เคียงกัน และตั้งอยู่ในบริเวณจังหวัดใกล้เคียงกัน ซึ่งมีปริมาณรังสีที่แผ่ออกมาจากดวงอาทิตย์ (Solar Irradiance) และตกกระทบลงบนพื้นที่ออกมาใกล้เคียงกัน

ข้อมูลเปรียบเทียบโรงไฟฟ้า

รายการ	MGP	SS
กำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity)	0.9954 เมกะวัตต์	0.998 เมกะวัตต์
สถานที่ตั้งโรงไฟฟ้า	อำเภอ เมืองหนองคาย จังหวัด หนองคาย	อำเภอ ภูเรือ จังหวัดเลย

สมมติฐานหรือปัจจัยที่มีผลสำคัญต่อปริมาณหน่วยไฟที่ผลิตได้จากแผงโซลาร์เซลล์ เป็นดังนี้

วันดำเนินงาน (Operation Day)	365 – 366 วันต่อปี
วันเริ่มต้นจำหน่ายไฟฟ้า (Commercial Operation Date: COD)	กำหนดให้ SS เริ่มจำหน่ายไฟฟ้าตั้งแต่ 1 มกราคม 2561
ช่วงปีที่ผลิตกระแสไฟฟ้า	25 ปี (2561-2585)
กำลังการผลิตติดตั้ง (Installed Capacity)	0.9980 เมกะวัตต์

- ช่วงเวลาการผลิตกระแสไฟฟ้า โรงไฟฟ้า SS สามารถผลิตกระแสไฟฟ้าได้ในช่วงเวลา 8:00 น. – 16:00 น. รวมระยะเวลาการผลิต 8 ชั่วโมงต่อวัน
- อัตราค่าไฟฟ้า ตามที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินทำการประมาณการอัตราค่าไฟฟ้าเป็น 2 ลักษณะ ดังนี้
 - SS ได้รับ Adder ที่ 8 บาทต่อหน่วยเป็นระยะเวลา 10 ปีแรก และหลังจากหมด Adder ราคาขายไฟฟ้าจะแปรผันไปตามอัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (Tariff) และอัตราการปรับค่าพลังงานไฟฟ้า (Ft) ณ ขณะนั้น

TRITON

- SS ได้รับค่าไฟฟ้าในลักษณะ Feed in Tariff ซึ่งกำหนดราคาขายไฟฟ้าไว้คงที่ที่ 5.66 บาทต่อหน่วย ตลอดระยะเวลาของโครงการที่ 25 ปี
- 2. ต้นทุน ต้นทุนหลักในการผลิตไฟฟ้าของ SS ประกอบไปด้วย ค่าเสื่อมราคา ค่าจ้างบุคลากรดูแลระบบการผลิต และค่าเช่าที่ดิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการต้นทุนต่าง ๆ ของ SS อ้างอิงโดยใช้ตัวเลขต้นทุนของ MGP ภายใต้สมมติฐานกำลังการผลิตติดตั้งที่ใกล้เคียงกัน และกำหนดให้ต้นทุนมีอัตราการเติบโตเท่ากับอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปี สำหรับค่าเสื่อมราคาที่เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการผลิต ตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชี
- 3. ค่าใช้จ่ายการขายและบริหาร ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารส่วนใหญ่ประมาณการตามค่าใช้จ่ายของ MGP โดยกำหนดให้มีอัตราการเติบโตเท่ากับ อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยย้อนหลังของประเทศไทยซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.49 ต่อปี สำหรับค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินที่มีอยู่ในปัจจุบันตัดค่าเสื่อมราคาตามนโยบายทางบัญชี
- 4. สมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล กำหนดให้ SS ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์จากการได้รับการส่งเสริมการลงทุน (Board of Investment – BOI) ดังนั้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอยู่ที่อัตราร้อยละ 20 ตลอดระยะเวลาการประมาณการ
- 5. สมมติฐานด้านค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพิ่มเติม จากงบการเงินล่าสุด ณ สิ้นปี 2558 SS ยังไม่ได้บันทึกทรัพย์สินในส่วนที่เกี่ยวข้องกับระบบการผลิตไฟฟ้า ที่ปรึกษาทางการเงินจึงได้กำหนดให้ SS ต้องมีการลงทุนก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าโซลาร์เซลล์จำนวน 60 ล้านบาทในปี 2560 - 2561 โดยอ้างอิงมูลค่าการลงทุนจากโครงการโซลาร์เซลล์ของ MGP และ UPS และหลังจากนั้นกำหนดให้ SS ไม่มีแผนการใช้เงินลงทุนเพิ่มเติมใด ๆ อีกในอนาคต

สำหรับแหล่งที่มาของเงินลงทุนเพิ่มเติมจำนวน 60 ล้านบาท ดังกล่าวจะมาจาก

- ก. เงินเพิ่มทุนจำนวน 19.5 ล้านบาท จากงบการเงินล่าสุดที่ได้รับปี 2558 SS มีทุนจดทะเบียน จำนวน 25 ล้านบาท และมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว จำนวน 7.50 ล้านบาท ต้องเพิ่มทุนอีกจำนวน 19.5 ล้านบาท จึงจะครบตามทุนจดทะเบียน
 - ข. SS มีทรัพย์สินที่เป็นเงินกู้ยืมระยะสั้น จำนวน 7.40 ล้านบาทจากตัวเลขตามงบการเงินล่าสุดปี 2558 ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดให้ SS เรียกคืนหนี้ จำนวนดังกล่าวเพื่อนำกลับมาใช้ก่อสร้างโรงไฟฟ้า
 - ค. เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน จำนวน 33.10 ล้านบาท โดยกำหนดระยะเวลาชำระคืนที่ 10 ปี และมีอัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยลูกค้ารายใหญ่ชั้นดี (Minimu Loan Rate : MLR) เฉลี่ย 4 ธนาคาร คือ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกรุงศรีไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ และธนาคารกรุงไทย ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.26 (ที่มาจากเว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย)
6. สมมติฐานอัตราคิดลด (Discount Rate)
- อัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดของกิจการ ทำการประมาณการโดยคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) โดยใช้สูตรทางการเงินดังนี้

TRITON

WACC	=	$K_e \times (E/V) + K_d \times (1-T) \times (D/V)$ โดย
K_e	=	อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณได้จากการใช้ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ตามรายละเอียดที่จะกล่าวถึงต่อไป
K_d	=	อัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงิน ตามที่ได้กำหนดให้ SS ต้องกู้ยืมเงินกู้ระยะยาวมาที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยลูกค้ายาใหญ่ขั้นต่ำ (Minimu Loan Rate : MLR) เฉลี่ย 4 ธนาคาร ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.26 ตามที่ได้กล่าวไปแล้ว ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินประมาณการให้หนี้ดังกล่าวมีระยะเวลาการชำระคืน 10 ปี ชำระคืนจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของ SS เมื่อภาระหนี้ดังกล่าวได้รับการชำระคืนครบถ้วนจะทำให้ K_d เป็นศูนย์ และส่งผลต่อการคำนวณ WACC ดังที่จะได้กล่าวถึงถัดไป
T	=	อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ร้อยละ 20
E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น
D	=	หนี้สินทางการเงินที่มีภาระดอกเบี้ย
V	=	E+D

ทั้งนี้ การคำนวณอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นจะใช้ทฤษฎี CAPM ตามรายละเอียดวิธีคำนวณ ตามสูตรทางการเงิน ดังนี้

K_e	=	$R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$
R_f	=	อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยเป็นอัตราผลตอบแทนที่อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ภายใต้สมมติฐานว่าธุรกิจของ SS จะสามารถดำเนินกิจการจนครบระยะเวลา 25 ปี ของอายุการใช้งานของแผงโซลาร์เซลล์ โดยมีรายละเอียดดังนี้

R_f	3.44%
อ้างอิงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ	25 ปี
อ้างอิงจาก www.thaibma.or.th ณ วันที่	31 มีนาคม 2560

R_m	=	อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการก่อตั้งขึ้น (ข้อมูลจากระบบ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)
-------	---	--

อ้างอิงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลา	เมษายน 2518 – มีนาคม 2559
R_m	14.70%

TRITON

- Beta = เป็นค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ของราคาหุ้นกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยถือเป็น Beta ที่รวมส่วนผลกระทบของหนี้สินของแต่ละกิจการเอาไว้แล้ว (Leverage Beta) และเนื่องจาก SS ไม่ได้เป็นบริษัทจดทะเบียน ที่ปรึกษาทางการเงินจึงใช้ Leverage Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกับการทำธุรกิจของ MSP แต่ทั้งนี้เนื่องจาก บริษัท ไทย โซลาร์ เอ็นเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ("TSE") เข้าจดทะเบียนและเริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ 30 ตุลาคม 2557 ทำให้ไม่มีข้อมูล Beta ย้อนหลังกลับไปครบ 3 ปี ที่ปรึกษาทางการเงินจึงไม่ได้ใช้ TSE เข้ามาร่วมคำนวณด้วย) และคำนวณไปเป็นค่า Unlevered Beta โดยใช้สูตรการคำนวณ ดังนี้
- Bu = $Beta / (1 + (1 - TAX) \times D/E)$ โดย
- Bu = Beta ที่ปรับผลกระทบของหนี้สินของบริษัทออกไปแล้ว (Unlevered Beta)
- TAX = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล
- D/E = อัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน

ลำดับ	หลักทรัพย์	ค่า Levered Beta เฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น	Unlevered Beta
1	SPCG	0.766	1.09	0.41
2	SUPER	0.969	1.92	0.38
			เฉลี่ย	0.40

เมื่อนำค่า Unlevered Beta เฉลี่ยดังกล่าวเป็นค่าทดแทน Unlevered Beta ของ SS และคิดย้อนกลับไปเป็นค่า Beta ของ SS จากสูตรเดียวกัน พร้อมทั้งสะท้อนตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ SS ที่มีการปรับลดลงต่อเนื่องจากการชำระคืนหนี้ รวมถึงอัตราดอกเบี้ยภาระหนี้สินทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตามภาระหนี้ที่มีการเปลี่ยนแปลงปรับลดลง จะคำนวณได้ค่า WACC ได้ดังนี้

- อัตราส่วน WACC กรณี Adder

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568	2569	2570-2585
WACC	7.90%	8.21%	8.16%	8.11%	8.07%	8.03%	8.00%	7.97%	7.94%	7.92%	7.90%

TRITON

- อัตราส่วน WACC กรณี FIT

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564	2565	2566	2567	2568	2569	2570-2585
WACC	7.90%	8.24%	8.21%	8.18%	8.15%	8.12%	8.08%	8.04%	8.00%	7.95%	7.90%

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด

มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ SS ประเมินด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดกรณีได้รับ Adder และกรณีได้รับ FIT ได้เท่ากับ 63.97 ล้านบาท และ 22.15 ล้านบาท ตามลำดับ

อย่างไรก็ตามจากที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น ที่ปรึกษาทางการเงินขาดข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่า ดังนั้นหากเมื่อ SS ได้เริ่มดำเนินการผลิตไฟฟ้าแล้ว ปริมาณไฟที่สามารถผลิตได้จริง หรือ อัตราค่าขายไฟฟ้า หรือ ต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่างๆที่เกี่ยวข้อง ไม่เป็นไปตามที่ที่ปรึกษาทางการเงินทำการประมาณการ มูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของ SS ที่ควรจะเป็นจึงอาจมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากมูลค่าที่ที่ปรึกษาทางการเงินประเมินได้

จึงเรียนมาเพื่อทราบ

ขอแสดงความนับถือ

(นายชูชัย วณิชเรืองชัย)
ประธานเจ้าหน้าที่การเงิน