

## เอกสารแนบ 4

### รายละเอียดเกี่ยวกับรายการประเมินราคาทรัพย์สิน

#### การประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัท ส.ธนา มีเดีย จำกัด

ตามมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ครั้งที่ 3/2560 เมื่อวันที่ 20 มีนาคม 2560 และครั้งที่ 7/2560 เมื่อวันที่ 16 มิถุนายน 2560 ได้มีมติอนุมัติและเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติให้บริษัท เข้าลงทุนในบริษัท ส.ธนา มีเดีย จำกัด (“STN”) ซึ่งดำเนินธุรกิจให้บริการเช่าพื้นที่ป้ายโฆษณาบนรถโดยสาร (Out of Home Media) ในรูปแบบป้ายบิลบอร์ด ทั้งในจังหวัดกรุงเทพมหานครและจังหวัดอื่นๆ ในหลายภูมิภาคของประเทศไทย ซึ่งได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้น ครั้งที่ 1/2560 เมื่อวันที่ 8 สิงหาคม 2560 โดยที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้มีมติอนุมัติการเข้าซื้อหุ้นของบริษัท ส.ธนา มีเดีย จำกัด (“STN”) จำนวน 49,998 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 100 บาท คิดเป็นร้อยละ 100 ของจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ในราคาเฉลี่ยหุ้นละ 7,440.30 บาท รวมเป็นจำนวนเงินลงทุนทั้งสิ้น 372 ล้านบาท บริษัทฯ จึงได้แต่งตั้งให้บริษัท สิลมแอ็ดไวเซอรี จำกัด (“IFA” หรือ “ที่ปรึกษา”) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ เพื่อให้ความเห็นเกี่ยวกับการเข้าทำรายการได้มาซึ่งหุ้นสามัญของ STN ในครั้งนี้

ทั้งนี้ ที่ปรึกษา ได้ทำการศึกษาและวิเคราะห์ถึงความน่าเชื่อถือและความสมเหตุสมผลของสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับการสัมภาษณ์ฝ่ายบริหารของ STN และปรับปรุงสมมติฐานบางรายการให้เป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) รวมถึงปรับปรุงตัวเลขทางการเงินในงบการเงินปี 2557-2558 ให้มีความถูกต้องและสอดคล้องกับรายงานการตรวจสอบสถานะทางการเงินของ STN ที่จัดทำโดยที่ปรึกษาทางบัญชีและภาษีแห่งหนึ่ง เพื่อให้งบการเงินที่ที่ปรึกษา นำมาใช้ในการประมาณการครั้งนี้มีความถูกต้องและสะท้อนมูลค่ายุติธรรมที่แท้จริงของ STN มากยิ่งขึ้น

อย่างไรก็ตาม ประมาณการทางการเงินทั้งหมดนี้จัดทำขึ้นภายใต้สมมติฐานว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่มีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของ STN นอกจากนี้ในกรณีที่เหตุการณ์ใดๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจของ STN อาจส่งผลให้การประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN เปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นเดียวกัน โดยการประเมินมูลค่า STN ของที่ปรึกษา มีรายละเอียดดังนี้

#### สมมติฐานการประมาณการรายได้

1. รายได้ค่าบริการ (Service Income) ประกอบด้วย รายได้ค่าโฆษณา และรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา โดยมีรายละเอียดการประมาณการดังนี้

1.1 รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (Installation Income) ที่ปรึกษา ประมาณการให้รายได้ดังกล่าวมีอัตราการเติบโตเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี

1.2 รายได้ค่าโฆษณา (Advertising Income) ประกอบด้วย รายได้จากค่าเช่าป้ายโฆษณา รายได้จากค่าเช่าเสาส่งสัญญาณโทรทัศน์บนรถโดยสาร และรายได้จากการให้บริการด้านโฆษณา โดยมีรายละเอียดดังนี้

รายได้	สมมติฐาน																				
1.2.1 รายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณา																					
- อัตราการเติบโตของค่าเช่าป้ายโฆษณา (Advertising Growth Rate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ปรึกษาฯ ประเมินการให้ STN มีอัตราการเติบโตของค่าเช่าป้ายโฆษณาเท่ากับร้อยละ 1.49 ต่อปี ตลอดจนการประมาณการตามอัตราการเติบโตของรายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณาเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 1.49 ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อปี ซึ่งเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis)</li> </ul>																				
- จำนวนหน้าป้ายโฆษณา (No. of Billboard and No. of Mainboard)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ปรึกษาฯ ประเมินการจำนวนหน้าป้ายโฆษณาตามจำนวนป้ายโฆษณาที่ STN มีอยู่ ณ วันที่ 1 มีนาคม 2560 ในอัตราคงที่ ตลอดจนการประมาณการ โดยอ้างอิงจากข้อมูลที่ได้จากผู้บริหารของ STN ที่มีนโยบายในการคงจำนวนหน้าป้ายโฆษณาคงเดิมไว้ โดยมีรายละเอียดจำนวนป้ายดังนี้</li> </ul> <table border="1"> <thead> <tr> <th>หน้าป้ายโฆษณา</th><th>จำนวนหน้าป้าย</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>หน้าป้ายโฆษณา Billboard</td><td></td></tr> <tr> <td>- กรุงเทพฯ และปริมณฑล</td><td>39</td></tr> <tr> <td>- ภาคเหนือ</td><td>6</td></tr> <tr> <td>- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ</td><td>13</td></tr> <tr> <td>- ภาคตะวันออก</td><td>6</td></tr> <tr> <td>- ภาคใต้</td><td>7</td></tr> <tr> <td><b>รวมป้ายโฆษณา Billboard</b></td><td><b>71</b></td></tr> <tr> <td>หน้าป้ายโฆษณา Mainboard</td><td>13</td></tr> <tr> <td><b>รวมทั้งสิ้น</b></td><td><b>84</b></td></tr> </tbody> </table> <p>ที่มา : STN</p>	หน้าป้ายโฆษณา	จำนวนหน้าป้าย	หน้าป้ายโฆษณา Billboard		- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	39	- ภาคเหนือ	6	- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	13	- ภาคตะวันออก	6	- ภาคใต้	7	<b>รวมป้ายโฆษณา Billboard</b>	<b>71</b>	หน้าป้ายโฆษณา Mainboard	13	<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>84</b>
หน้าป้ายโฆษณา	จำนวนหน้าป้าย																				
หน้าป้ายโฆษณา Billboard																					
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	39																				
- ภาคเหนือ	6																				
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	13																				
- ภาคตะวันออก	6																				
- ภาคใต้	7																				
<b>รวมป้ายโฆษณา Billboard</b>	<b>71</b>																				
หน้าป้ายโฆษณา Mainboard	13																				
<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>84</b>																				
- อัตราหน้าป้ายโฆษณาที่มีผู้เช่า (Occupancy Rate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ปรึกษาฯ ประเมินการอัตราหน้าป้ายโฆษณาที่มีผู้เช่า (Occupancy Rate) ตามอัตราหน้าป้ายโฆษณาที่มีผู้เช่าเฉลี่ยของปี 2558-2559 ตลอดจนการประมาณการ เนื่องจาก STN ไม่มีข้อมูลอัตราการเช่าหน้าป้ายโฆษณาของลูกค้าตั้งแต่ก่อนปี 2557 เป็นต้นไป ซึ่งเป็นผลมาจากการสูญหายของข้อมูลระหว่างการย้ายอาคารสำนักงาน ซึ่งเป็นข้อมูลที่ที่ปรึกษาฯ ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ STN</li> </ul>																				

รายได้	สมมติฐาน
1.2.2 รายได้ค่าเช่าเสาส่งสัญญาณโทรทัศน์	<ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ปรึกษาฯ ประเมินการให้รายได้ดังกล่าวมีอัตราการเติบโตเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี แม้ว่าในปี 2557 – 2559 STN มีอัตราการเติบโตของรายได้ดังกล่าวเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 192.08 ต่อปี ซึ่งเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis)</li> </ul>
1.2.3 รายได้จากการให้บริการด้านโฆษณา	<ul style="list-style-type: none"> <li>ที่ปรึกษาฯ ประเมินการให้รายได้ดังกล่าวมีอัตราการเติบโตเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี แม้ว่าในปี 2557 – 2559 STN มีอัตราการเติบโตของรายได้ดังกล่าวเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 24.35 ต่อปี ซึ่งเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis)</li> </ul>

#### ตารางสรุปสมมติฐานรายได้ค่าโฆษณา

สมมติฐาน	หน่วย	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
Advertising Growth Rate	%	(3.30)	1.49	1.49	1.49	1.49	1.49
Avg. Advertising Rate - Billboard							
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	บาท	141,750	143,856	145,993	148,163	150,364	152,598
- ภาคเหนือ	บาท	170,708	173,245	175,819	178,431	181,083	183,773
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	บาท	214,934	218,128	221,369	224,658	227,996	231,384
- ภาคตะวันออก	บาท	207,500	210,583	213,712	216,888	220,110	223,381
- ภาคใต้	บาท	190,938	193,776	196,655	199,577	202,542	205,552
No. of Billboard							
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	ป้าย	39	39	39	39	39	39
- ภาคเหนือ	ป้าย	6	6	6	6	6	6
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	ป้าย	15	13	13	13	13	13
- ภาคตะวันออก	ป้าย	6	6	6	6	6	6
- ภาคใต้	ป้าย	7	7	7	7	7	7
Occupancy Rate – Billboard							
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	%	54.70	49.89	49.89	49.89	49.89	49.89
- ภาคเหนือ	%	78.17	84.92	84.92	84.92	84.92	84.92
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	%	68.33	58.89	58.89	58.89	58.89	58.89
- ภาคตะวันออก	%	33.33	36.81	36.81	36.81	36.81	36.81
- ภาคใต้	%	53.57	51.19	51.19	51.19	51.19	51.19
No of Main Board	ป้าย	15	13	13	13	13	13

สมมติฐาน	หน่วย	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
Occupancy Rate - Mainboard	%	42.78	53.68	53.68	53.68	53.68	53.68
Avg. Advertising Rate - Mainboard	บาท	56,233	57,069	57,917	58,777	59,651	60,537
รายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณา	ล้านบาท	90.48	82.91	84.15	85.40	86.66	87.95
รายได้ค่าเช่าเสาส่งสัญญาณ โทรคมนาคม	ล้านบาท	0.77	0.79	0.82	0.84	0.87	0.90
รายได้จากการให้บริการด้านโฆษณา	ล้านบาท	2.19	2.26	2.32	2.40	2.47	2.54
<b>รายได้ค่าโฆษณา</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>93.44</b>	<b>85.96</b>	<b>84.15</b>	<b>88.63</b>	<b>90.00</b>	<b>91.39</b>
<b>รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>17.57</b>	<b>18.10</b>	<b>18.65</b>	<b>19.22</b>	<b>19.80</b>	<b>20.41</b>
<b>รายได้ค่าบริการ</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>111.01</b>	<b>104.07</b>	<b>105.94</b>	<b>107.85</b>	<b>109.81</b>	<b>111.80</b>

หมายเหตุ ปี 2557 ไม่มีรายละเอียดของข้อมูล เนื่องจากข้อมูลสูญหายระหว่าง STN ทำการย้ายอาคารสำนักงาน

2. รายได้อื่น (Other Income) ที่บริษัทฯ ได้ประมาณการให้ตั้งแต่ปี 2560-2564 STN มีสัดส่วนรายได้อื่นเท่ากับร้อยละ 0.52 ของรายได้ค่าบริการตลอดการประมาณการ ตามสัดส่วนรายได้อื่นต่อค่าบริการเฉลี่ยของปี 2558 และ 2559 ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 0.52 ของรายได้ค่าบริการ โดยไม่นำรายได้อื่นในปี 2557 มารวมคำนวณเนื่องจากในปี 2557 STN มีรายได้อื่นสูงผิดปกติเมื่อเทียบกับปี 2558 และปี 2559 ซึ่งเป็นผลมาจาก STN มีการรับรู้รายได้จากการจำหน่ายสินทรัพย์ในปีดังกล่าว โดยสามารถสรุปการประมาณการรายได้ต่างๆ ได้ดังนี้

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าบริการ									
- รายได้ค่าโฆษณา	ล้านบาท	93.45	96.12	93.44	85.96	87.29	88.63	90.00	91.39
- รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	ล้านบาท	17.98	19.84	17.57	19.10	18.65	19.22	19.80	20.41
<b>รายได้ค่าบริการ</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>111.43</b>	<b>115.96</b>	<b>111.01</b>	<b>104.07</b>	<b>105.94</b>	<b>107.85</b>	<b>109.81</b>	<b>111.80</b>
รายได้อื่น	ล้านบาท	2.31	0.18	0.99	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58
<b>รายได้รวม</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>113.74</b>	<b>116.15</b>	<b>112.00</b>	<b>104.61</b>	<b>106.50</b>	<b>108.42</b>	<b>110.38</b>	<b>112.38</b>

### สมมติฐานการประมาณการต้นทุน

1. ต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) ประกอบด้วย ต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณา และค่าเสื่อมราคาของโครงป้ายโฆษณา โดยที่บริษัทฯ ได้ประมาณการให้ตั้งแต่ปี 2560 - 2564 STN มีอัตราส่วนต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณาต่อรายได้ค่าโฆษณามีค่าเท่ากับร้อยละ 26.90 ตลอดการประมาณการ โดยอัตราส่วนดังกล่าวมีค่าเท่ากับอัตราส่วนต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณาต่อรายได้ค่าโฆษณาเฉลี่ยของ STN ระหว่างปี 2557-2559 ภายหลังการปรับปรุงตัวเลขต้นทุนดังกล่าวในปี 2557 และปี 2558 ให้สอดคล้องกับตัวเลขในรายงานการตรวจสอบสถานะทางการเงินของ STN ที่จัดทำโดยที่ปรึกษาทางบัญชีและภาษีแห่งหนึ่ง ซึ่งมีค่าเท่ากับร้อยละ 26.90 ส่วนค่าเสื่อมราคาของโครงป้ายโฆษณา ที่บริษัทฯ ประมาณการตามนโยบายทางบัญชีของ STN ตลอดการประมาณการ

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณา	ล้านบาท	22.02	24.62	29.45	23.12	23.48	23.83	24.21	24.58
ค่าเสื่อมราคาของโครงข่ายโฆษณา	ล้านบาท	14.32	14.67	13.24	11.52	9.97	6.63	6.73	7.74
ต้นทุนค่าโฆษณา	ล้านบาท	36.34	39.29	42.69	34.64	33.45	30.46	30.94	32.32

2. ต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (Cost of Installation) ที่บริษัทฯ ได้ประมาณการให้ตั้งแต่ปี 2560 – 2564 STN มีอัตราส่วนต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณาต่อรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณามีค่าเท่ากับร้อยละ 41.88 ตลอดการประมาณการ โดยอ้างอิงจากอัตราส่วนต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณาต่อรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณาเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี 2557-2559 ภายหลังการปรับปรุงตัวเลขต้นทุนดังกล่าวในปี 2557 และปี 2558 ให้สอดคล้องกับตัวเลขในรายงานการตรวจสอบสถานะทางการเงินของ STN ที่จัดทำโดยที่ปรึกษาทางบัญชีและภาษีแห่งหนึ่ง ซึ่งมีค่าเท่ากับร้อยละ 41.88

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	ล้านบาท	8.34	6.42	8.23	7.58	7.81	8.05	8.29	8.55
อัตราส่วนต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณาต่อรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	%	46.41	32.37	46.86	41.88	41.88	41.88	41.88	41.88

โดยสามารถสรุปการประมาณการต้นทุนต่างๆ ได้ดังนี้

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าโฆษณา	ล้านบาท	36.34	39.29	42.69	34.64	33.45	30.46	30.94	32.32
ต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	ล้านบาท	8.34	6.42	8.23	7.58	7.81	8.05	8.29	8.55
รวมต้นทุน	ล้านบาท	44.68	45.71	50.92	42.22	41.26	38.51	39.23	40.87

### สมมติฐานการประมาณการค่าใช้จ่าย

1. ค่าใช้จ่ายในการขาย (Selling Expense) ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่น (Commission Expense) โดยค่าใช้จ่ายเหล่านี้มักจะเติบโตตามรายได้ค่าโฆษณาที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น ที่บริษัทฯ จึงประมาณการให้ค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่นคิดเป็นสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 4.73 ของรายได้ค่าโฆษณาตลอดการประมาณการ โดยสมมติฐานค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่นอ้างอิงจากสัดส่วนค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่นต่อรายได้ค่าโฆษณาปี 2559 ที่มีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 4.73 ของรายได้ค่าโฆษณา ซึ่งเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis) เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยสัดส่วนค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่นต่อรายได้ค่าโฆษณาย้อนหลัง 3 ปี ตั้งแต่ปี 2557-2559 ภายหลังการปรับปรุงตัวเลขค่าใช้จ่ายดังกล่าวในปี 2557 และปี 2558 ให้สอดคล้องกับตัวเลขในรายงานการตรวจสอบสถานะทางการเงินของ STN ที่จัดทำโดยที่ปรึกษาทางบัญชีและภาษีแห่งหนึ่ง ซึ่งมีค่าเท่ากับร้อยละ 4.26 ของรายได้ค่าโฆษณา

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ค่าใช้จ่ายคอมมิชชั่น	ล้านบาท	4.36	4.81	5.25	4.92	5.01	5.10	5.19	5.28
สัดส่วนต่อรายได้ค่าโฆษณา	%	3.91	4.15	4.73	4.73	4.73	4.73	4.73	4.73
ค่าใช้จ่ายในการขาย	ล้านบาท	4.36	4.81	5.25	4.92	5.01	5.10	5.19	5.28

2. ค่าใช้จ่ายในการบริหาร (Administrative Expense) ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนของพนักงาน, ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย, และค่าใช้จ่ายในการบริหารอื่นๆ โดยมีรายละเอียดการประมาณการดังนี้

2.1 ค่าใช้จ่ายพนักงาน (Staff Expense) ประกอบด้วย เงินเดือน สวัสดิการต่างๆ รวมถึงผลตอบแทนทั้งหมดจ่ายให้แก่พนักงานของ STN โดยเป็นค่าตอบแทนของพนักงานทั้งหมดในฝั่ง Back office ของ STN ดังนั้น ที่ปรึกษาฯ จึงประมาณการให้ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับเงินเดือนผลตอบแทนจ่ายให้พนักงานของบริษัท มีอัตราการเติบโตร้อยละ 5 ต่อปี ตลอดจนการประมาณการโดยอ้างอิงตามนโยบายการปรับผลตอบแทนพนักงานของ STN ที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ STN

2.2 ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expense) ที่ปรึกษาฯ ได้ทำการประมาณการค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ที่ STN มีอยู่ โดยคิดค่าเสื่อมราคาอ้างอิงกับนโยบายทางบัญชีของ STN

2.3 ค่าใช้จ่ายในการบริหารอื่นๆ (Other Administrative Expense) ประกอบด้วย ค่าเช่าสำนักงาน, ค่าเดินทางของพนักงานและผู้บริหาร, ค่าจ้างที่ปรึกษาด้านต่างๆ, และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารที่ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายข้างต้น โดยที่ปรึกษาฯ ประมาณการให้ค่าใช้จ่ายดังกล่าว มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดจนการประมาณการตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี

โดยสามารถสรุปจำนวนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และค่าใช้จ่ายอื่นๆ จากการประมาณการได้ดังนี้

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ค่าใช้จ่ายพนักงาน	ล้านบาท	4.81	7.15	8.38	8.80	9.24	9.70	10.19	10.70
ค่าเสื่อมราคา	ล้านบาท	1.44	0.60	0.06	0.12	0.10	0.07	0.07	0.08
ค่าใช้จ่ายในการบริหารอื่นๆ	ล้านบาท	4.07	6.83	16.03	16.52	17.02	17.54	18.07	18.62
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	ล้านบาท	10.32	14.58	24.47	25.43	26.36	27.31	28.33	29.40

1. ค่าใช้จ่ายอื่น (Other Expense) ที่ปรึกษาฯ ประมาณการให้ STN ไม่มีค่าใช้จ่ายอื่นตลอดการประมาณการ เนื่องจากค่าใช้จ่ายอื่นในปี 2557 และปี 2558 เป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว (Non-recurring items) ในปี 2557 และปี 2558 โดยอ้างอิงตามรายงานการตรวจสอบสถานะทางการเงินของ STN ที่จัดทำโดยที่ปรึกษาทางบัญชีและภาษีแห่งหนึ่ง

โดยสามารถสรุปการประมาณการค่าใช้จ่ายต่างๆ ได้ดังนี้

สมมติฐาน	หน่วย	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ค่าใช้จ่ายในการขาย	ล้านบาท	4.36	4.81	5.25	4.92	5.01	5.10	5.19	5.28
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	ล้านบาท	10.32	14.58	24.47	25.43	26.36	27.31	28.33	29.40
ค่าใช้จ่ายอื่น	ล้านบาท	41.12	35.96	-	-	-	-	-	-
รวมค่าใช้จ่าย	ล้านบาท	55.79	55.35	29.72	30.35	31.37	32.41	33.52	34.68

## สมมติฐานอื่นๆ

- (1) สมมติฐานด้านอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax Expense) ที่บริษัทฯ ประมาณการร้อยละ 20 ตลอดการประมาณการ ตามอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในปัจจุบัน
- (2) สมมติฐานด้านเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละประเภท ที่บริษัทฯ อ้างอิงจากงบการเงินตรวจสอบของ STN ในปี 2557-2559 โดยที่บริษัทฯ ประมาณการระยะเวลาเก็บหนี้จากลูกหนี้การค้าเฉลี่ยอยู่ที่ 68 วัน โดยอ้างอิงจากระยะเวลาเก็บหนี้จากลูกหนี้การค้าเฉลี่ยย้อนหลังปี 2558-2559 โดยไม่นำปี 2557 มารวมคำนวณเนื่องจากในปี 2557 STN มีระยะเวลาเก็บหนี้จากลูกหนี้การค้าสูงผิดปกติเมื่อเทียบกับปีอื่นๆ และประมาณการระยะเวลาชำระหนี้ของเจ้าหนี้การค้าอยู่ที่ 72 วัน โดยอ้างอิงจากระยะเวลาชำระหนี้ของเจ้าหนี้การค้าของปี 2559 ที่มีค่าเท่ากับ 72 วัน
- (3) สมมติฐานด้านเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditure) ที่บริษัทฯ ประมาณการให้ STN มีเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรปีละ 7.50 ล้านบาท โดยอ้างอิงจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของ STN เกี่ยวกับนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของ STN
- (4) สมมติฐานด้านหนี้สินและเงินกู้ยืม (Loan from Related Parties) ที่บริษัทฯ ประมาณการให้ STN ไม่มีหนี้สินทางการเงินตลอดการประมาณการ โดยอ้างอิงจากมูลค่าหนี้สินทางการเงินของ STN ณ 31 ธันวาคม 2559 ในงบภายในกิจการของ STN สำหรับปี 2559
- (5) สมมติฐานด้านการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout) ที่บริษัทฯ กำหนดให้ STN ไม่มีการจ่ายเงินปันผลตลอดการประมาณการ

## สมมติฐานอัตราส่วนคิดลด (Discount rate)

อัตราส่วนคิดลดที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการจะใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของโครงการ (Weighted Average Cost of Capital : WACC) โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

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

โดยที่

WACC = อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

D = หนี้สินทางการเงินที่มีดอกเบี้ยตามงบแสดงฐานะทางการเงินของ STN ณ 31 ธ.ค. 59

E = ส่วนของผู้ถือหุ้นของ STN ณ 31 ธ.ค. 59

$K_d$  = ต้นทุนทางการเงินในการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของ STN ณ 31 ธันวาคม 2559 เท่ากับร้อยละ 0.00 โดยพิจารณาเฉพาะหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทางการเงินเท่านั้น

$T$  = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล เท่ากับร้อยละ 20

$K_e$  = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการซึ่งคำนวณมาจากสูตร CAPM ได้เท่ากับร้อยละ 9.34 โดยมีรายละเอียดการคำนวณค่า  $K_e$  ดังนี้

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

โดยที่

$K_e$  = อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ  
Risk Free Rate ( $R_f$ ) = เป็นอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยงอ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 25 ปี ซึ่งมีค่าเท่ากับร้อยละ 3.40 (อ้างอิงข้อมูลจาก [www.thaibma.or.th](http://www.thaibma.or.th) ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559)

$R_m$  = อัตราผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี ตั้งแต่ปี 2535-2559 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 9.12 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาสะท้อนภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลาต่างๆ ได้ดีกว่าการใช้ข้อมูลในช่วงระยะเวลาด้าน (อ้างอิงข้อมูลจาก [www.set.or.th](http://www.set.or.th))

Beta ( $\beta$ ) = เป็นค่าเฉลี่ยความแปรปรวนของผลตอบแทนรายวันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกอบธุรกิจให้บริการเช่าป้ายโฆษณาคล้ายคลึงกับ STN ได้แก่

1. บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ("AQUA")
2. บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน) ("MACO")
3. บริษัท วี จี ไอ โกลบอล มีเดีย จำกัด (มหาชน) ("VGI")
4. บริษัท แพลน บี มีเดีย จำกัด (มหาชน) ("PLANB")
5. บริษัท ทรีซิกตี้ไฟว์ จำกัด (มหาชน) ("TSF")



เทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ย้อนหลัง 1 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2559 ถึงวันที่ 31  
ธันวาคม 2559 (ที่มา: Bloomberg) ซึ่งเมื่อนำค่าเฉลี่ย  
Unlevered Beta ของทั้ง 5 บริษัท มาปรับตามโครงสร้าง  
เงินทุนของบริษัทฯ ที่ไม่มีหนี้สินทางการเงิน ทำให้ได้ค่า Beta  
เท่ากับ 1.038 (ที่มา : Bloomberg) โดยมีรายละเอียดการ  
คำนวณดังนี้

บริษัท	Levered Beta ( $\beta_L$ )	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ 31 ธ.ค. 59 (DE Ratio)	Unlevered Beta ( $\beta_U$ )
AQUA	0.774	0.527	0.545
MACO	1.376	0.009	1.366
VGI	1.138	0.952	0.646
PLANB	1.150	0.011	1.140
TSF	1.212	0.006	1.207
ค่าเฉลี่ย Unlevered Beta ของ STN			0.981

ทั้งนี้จากสูตรการคำนวณและค่าตัวแปรต่างๆ ที่นำมาใช้ดังกล่าวข้างต้นจะคำนวณได้ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้น  
ต้องการ ( $K_e$ ) เท่ากับร้อยละ 9.01 ต่อปี

แทนค่าตัวแปรในสมการเพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) \\
 &= 3.40\% + 0.981 (9.12\% - 3.40\%) \\
 &= 9.01\%
 \end{aligned}$$

เนื่องจาก STN มิได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ปรึกษาทางการเงินจึงเห็นว่าควรปรับ  
อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ( $K_e$ ) เพิ่มขึ้นอีกร้อยละ 30 ตามหลักการ High Risk – High Return เพื่อ  
ชดเชยความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับข้อมูลที่เพียงพอ และไม่มีหน่วยงานกลางมาช่วยกำกับและตรวจสอบในการ  
บริหารงานของบริษัทฯ ซึ่งจะได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ( $K_e$ ) ที่ปรับปรุงแล้วเท่ากับร้อยละ 11.71

แทนค่าตัวแปรในสมการเพื่อคำนวณหาอัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

$$\begin{aligned}
 WACC &= (D/(D+E)) * K_d * (1-T) + (E/(D+E)) * K_e \\
 &= 0.00\% + 11.71\% \\
 &= 11.71\%
 \end{aligned}$$

### สมมติฐานกระแสเงินสดกิจการหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)

ที่ปรึกษา ได้จัดทำประมาณการทางการเงินเป็นระยะเวลา 5 ปี โดยสิ้นสุด ณ เดือนธันวาคมปี 2564 โดยที่ปรึกษา มีสมมติฐานให้ STN ไม่มีการเติบโตของธุรกิจภายหลังจากระยะเวลาการประมาณการดังกล่าว ซึ่งเป็นไปตามหลักความระมัดระวัง (Conservative Basis)

### ผลการประมาณการทางการเงิน

หน่วย : ล้านบาท	2557	2558	2559	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าบริการ								
- รายได้ค่าโฆษณา	93.45	96.12	93.44	85.96	87.29	88.63	90.00	91.39
- รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	17.98	19.84	17.57	18.10	18.65	19.22	19.80	20.41
รายได้ค่าบริการ	111.43	115.96	111.01	104.07	105.94	107.85	109.81	111.80
ต้นทุนบริการ								
- ต้นทุนค่าโฆษณา	36.34	39.29	42.69	34.64	33.45	30.46	30.94	32.32
- ต้นทุนค่าติดตั้งป้ายโฆษณา	8.34	6.42	8.23	7.58	7.81	8.05	8.29	8.55
รวมต้นทุน	44.68	45.71	50.92	42.22	41.26	38.51	39.23	40.87
กำไรขั้นต้น	66.75	70.25	60.99	61.85	64.68	69.34	70.57	70.93
รายได้อื่น	2.31	0.18	0.99	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58
กำไรก่อนค่าใช้จ่าย	69.06	70.43	61.98	62.39	65.23	69.90	71.14	71.51
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4.36	4.81	5.25	4.92	5.01	5.10	5.19	5.28
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	10.32	14.58	24.47	25.43	26.36	27.31	28.33	29.40
ค่าใช้จ่ายอื่น	41.12	35.96	-	-	-	-	-	-
รวมค่าใช้จ่าย	55.80	55.35	29.72	30.35	31.37	32.41	33.52	34.68
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้	13.26	15.08	31.35	32.04	33.87	37.50	37.63	36.83
ต้นทุนทางการเงิน	(0.73)	(0.25)	(0.06)	-	-	-	-	-
ภาษีเงินได้นิติบุคคล	(3.04)	(3.33)	(6.37)	(6.41)	(6.77)	(7.50)	(7.53)	(7.37)
กำไร (ขาดทุน) สุทธิ	9.49	11.50	24.92	25.63	27.10	30.00	30.10	29.47
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT)				25.63	27.10	30.00	30.10	29.47
+ ค่าเสื่อมราคา				11.63	10.07	6.69	6.80	7.82
- ค่าใช้จ่ายลงทุน				(7.50)	(7.50)	(7.50)	(7.50)	(7.50)
- เงินทุนหมุนเวียน				0.20	(0.80)	(1.17)	(0.47)	(0.37)
กระแสเงินสดอิสระของ STN				29.96	28.86	28.02	28.94	29.42
Terminal Value				-	-	-	-	251.13
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระของ STN				26.82	23.13	20.10	18.58	161.24
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระของ STN	249.87 ล้านบาท							

### การคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ STN

จากข้อมูลและสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น จะสามารถคำนวณหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ได้ดังนี้

	หน่วย: ล้านบาท
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ตั้งแต่ปี 2560-2564	105.54
มูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)	144.33
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559	6.14
<b>รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ก่อนหักหนี้สินทางการเงิน</b>	<b>256.01</b>
หัก หนี้สินทางการเงิน ณ 31 ธันวาคม 2559	-
<b>มูลค่ายุติธรรมของ STN</b>	<b>256.01</b>
จำนวนหุ้นของ STN	50,000
<b>มูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN (บาทต่อหุ้น)</b>	<b>5,120.13</b>

จากประมาณการกระแสเงินสดที่ได้จากการกำหนดสมมติฐานต่างๆ ข้างต้น โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) สามารถคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดได้เท่ากับ 105.54 ล้านบาท โดยมีการคำนวณมูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value) ได้เท่ากับ 144.33 ล้านบาท บวกด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559 จำนวน 6.14 ล้านบาท ทำให้มีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดก่อนหักหนี้สินทางการเงินจำนวน 256.01 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ณ 31 ธันวาคม 2559 STN ไม่มีหนี้สินทางการเงิน ทำให้ได้มูลค่ายุติธรรมของ STN เท่ากับ 256.01 ล้านบาท หรือเท่ากับ 5,120.13 บาทต่อหุ้น

ที่ปรึกษาทางการเงินเห็นว่า มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ที่ประเมินด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด มีความเหมาะสม เนื่องจากวิธีส่วนลดกระแสเงินสด คำนึงถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของ STN โดยมูลค่ายุติธรรมของ STN ที่คำนวณได้จากวิธีส่วนลดกระแสเงินสดนั้น มีค่าอยู่ระหว่าง 238.33 – 275.54 ล้านบาท หรือ 4,766.65 – 5,510.77 บาทต่อ 1 หุ้นสามัญ

### การวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis)

การประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN จะถูกต้องหรือมีมูลค่าใกล้เคียงความเป็นจริงนั้น ขึ้นอยู่กับ ความถูกต้องและความเหมาะสมของสมมติฐานที่ใช้ในการประมาณการทางการเงิน และแผนการดำเนินธุรกิจและ นโยบายการบริหารงานในอนาคต ภายใต้สภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ดังนั้น หากมีเหตุการณ์ที่ส่งผลให้เกิด การเปลี่ยนแปลงใดๆ เกี่ยวกับสภาวะเศรษฐกิจ สภาพแวดล้อมทางธรรมชาติ และ นโยบายของรัฐบาลที่เปลี่ยนแปลงไป อาจทำให้ประมาณการที่กำหนดขึ้นภายใต้สมมติฐานที่กล่าวมาข้างต้น เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ และอาจส่งผล กระทบให้มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน

ด้วยสาเหตุและปัจจัยต่างๆ ที่อาจเกิดการเปลี่ยนแปลงและอาจส่งผลกระทบกับการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ที่ปรึกษาฯ จึงได้ทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ของการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญ เพื่อศึกษาถึงผลกระทบโดยปัจจัยต่างๆ ที่อาจเกิดการเปลี่ยนแปลง โดย

ศึกษาและวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของ มูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยหลัก 2 ปัจจัย ได้แก่ อัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทุน (WACC) ของ STN และอัตราการเติบโตของค่าเข้าป้ายโฆษณา (Advertising Growth Rate) ของ STN ซึ่งสามารถ สรุปผลการวิเคราะห์ความไวของการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสดตามกรณีต่างๆ ได้ ดังนี้

**ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความไวของการประเมินมูลค่ายุติธรรมของ STN**

(หน่วย : ล้านบาท)

อัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทุน (WACC)	อัตราการเติบโตของค่าเข้าป้ายโฆษณา (Advertising Growth Rate)				
	0.49%	0.99%	1.49%	1.99%	2.49%
WACC – 1.0%	262.21	270.73	279.40	288.23	297.20
WACC – 0.5%	250.90	258.97	267.18	275.54	284.04
WACC	240.55	248.21	256.01	263.94	272.00
WACC + 0.5%	231.04	238.33	245.75	253.29	260.96
WACC + 1.0%	222.29	229.23	236.29	243.48	250.78

จากการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ของการประเมินมูลค่ายุติธรรมของ STN โดยการเปลี่ยนแปลง ของอัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทุน (WACC) ของ STN และอัตราการเติบโตของค่าเข้าป้ายโฆษณา (Advertising Growth Rate) ของ STN ทำให้มูลค่ายุติธรรมของ STN ที่คำนวณได้จะมีค่าระหว่าง 238.33 – 275.54 ล้านบาท โดยมีมูลค่าตามกรณีฐานเท่ากับ 256.01 ล้านบาท

**ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความไวของการประเมินมูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN**

(หน่วย : ล้านบาท)

อัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทุน (WACC)	อัตราการเติบโตของค่าเข้าป้ายโฆษณา (Advertising Growth Rate)				
	0.49%	0.99%	1.49%	1.99%	2.49%
WACC – 1.0%	5,244.20	5,414.65	5,588.08	5,764.52	5,944.02
WACC – 0.5%	5,017.91	5,179.38	5,343.66	5,510.77	5,680.77
WACC	4,810.93	4,964.20	5,120.13	5,278.74	5,440.07
WACC + 0.5%	4,620.87	4,766.65	4,914.93	5,065.75	5,219.14
WACC + 1.0%	4,445.75	4,584.63	4,725.89	4,869.56	5,015.67

จากการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ของการประเมินมูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทุน (WACC) ของ STN และอัตราการเติบโตของค่าเข้าป้าย

โฆษณา (Advertising Growth Rate) ของ STN ทำให้มูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN ที่คำนวณได้จะมีค่าระหว่าง 4,766.65 – 5,510.77 บาทต่อหุ้น โดยมีมูลค่าตามกรณีฐานเท่ากับ 5,120.13 บาทต่อหุ้น

### การวิเคราะห์มูลค่าของ STN ในกรณีต่างๆ

กรณีที่ 1 กรณีที่ STN จะต้องดำเนินการทำประกันภัยโครงข่ายโฆษณาให้ครบทุกป้าย

ในการประมาณการกรณีดังกล่าว ที่ปรึกษาจะประมาณการให้สมมติฐานต่างๆ ทุกสมมติฐานมีค่าคงเดิม เช่นเดียวกับหัวข้อ วิธีส่วนลดกระแสเงินสด ยกเว้นเพียงสมมติฐานต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) เพียงสมมติฐานเดียว โดยที่ปรึกษาได้มีการประมาณการต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) เพิ่มเติมตามรายละเอียด ดังนี้

ที่ปรึกษา ได้ประมาณการค่าใช้จ่ายเบี้ยประกันภัยโครงข่ายโฆษณาทุกโครงข่ายของ STN ที่ยังมิได้มีการทำประกันภัยโครงข่ายเพิ่มเติมเข้าไปในต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) โดยที่ปรึกษาประมาณการให้ STN มีต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) เพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 2.42 ล้านบาทในปี 2560 โดยอ้างอิงจากค่าเบี้ยประกันโครงข่ายที่อัตราสูงที่สุดของปี 2559 ที่มีค่าเท่ากับ 55,862.56 บาท คูณกับจำนวนป้ายของ STN ที่ยังมิได้มีการทำประกันภัย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559 เป็นจำนวน 42 โครงข่าย โดยที่ปรึกษา ประมาณการให้ค่าใช้จ่ายดังกล่าว มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดจนการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี จาก กรณีข้างต้นส่งผลให้ต้นทุนค่าโฆษณามีการเปลี่ยนแปลงโดยมีรายละเอียดดังนี้

#### สมมติฐานต้นทุนค่าโฆษณาเดิม

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณา	ล้านบาท	23.12	23.48	23.83	24.21	24.58
ค่าเสื่อมราคาของโครงข่ายโฆษณา	ล้านบาท	11.52	9.97	6.63	6.73	7.74
ต้นทุนค่าโฆษณาเดิม	ล้านบาท	34.64	33.45	30.46	30.94	32.32

#### สมมติฐานต้นทุนค่าโฆษณาใหม่

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณา	ล้านบาท	25.54	25.97	26.40	26.85	27.31
ค่าเสื่อมราคาของโครงข่ายโฆษณา	ล้านบาท	11.52	9.97	6.63	6.73	7.74
ต้นทุนค่าโฆษณาใหม่	ล้านบาท	37.06	35.94	33.03	33.58	35.05
เพิ่มขึ้นจากค่าประกันภัย	ล้านบาท	2.42	2.49	2.57	2.64	2.73

### ผลการประมาณการทางการเงินในกรณีที่ 1

สมมติฐาน	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT)	23.69	25.10	27.95	27.99	27.29
+ ค่าเสื่อมราคา	11.63	10.07	6.69	6.8	7.82
- ค่าใช้จ่ายลงทุน	(7.50)	(7.50)	(7.50)	(7.50)	(7.50)
- เงินทุนหมุนเวียน	0.68	(0.79)	(1.15)	(0.45)	(0.35)
กระแสเงินสดอิสระของ STN	28.51	26.89	25.98	26.84	27.25
Terminal Value	-	-	-	-	232.67
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระของ STN	25.52	21.54	18.64	17.23	149.38
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	232.31				

### การคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ STN ในกรณีที่ 1

จากข้อมูลและสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น จะสามารถคำนวณหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ตามวิธี มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ได้ดังนี้

	หน่วย : ล้านบาท
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ตั้งแต่ปี 2560 – 2564	98.59
มูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)	133.72
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559	6.14
<b>รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ก่อนหักหนี้สินทางการเงิน</b>	<b>238.45</b>
หัก หนี้สินทางการเงิน ณ 31 ธันวาคม 2559	-
<b>มูลค่ายุติธรรมของ STN</b>	<b>238.45</b>
จำนวนหุ้นของ STN	50,000
<b>มูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN (บาทต่อหุ้น)</b>	<b>4,769.03</b>

จากประมาณการกระแสเงินสดที่ได้จากการกำหนดสมมติฐานต่างๆ ข้างต้น โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) สามารถคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดได้เท่ากับ 98.59 ล้านบาท โดยมีการคำนวณ มูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value) ได้เท่ากับ 133.72 ล้านบาท บวกด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559 จำนวน 6.14 ล้านบาท ทำให้มีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดก่อนหักหนี้สินทางการเงินจำนวน 238.45 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ณ 31 ธันวาคม 2559 STN ไม่มีหนี้สินทางการเงิน ทำให้ได้มูลค่า ยุติธรรมของ STN เท่ากับ 238.45 ล้านบาท หรือเท่ากับ 4,769.03 บาทต่อหุ้น

## กรณีที่ 2 กรณีที่คำนวณรายได้ค่าโฆษณาของ STN เฉพาะป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาต

ในการประมาณการกรณีดังกล่าว ที่ปรึกษาจะประมาณการให้สมมติฐานต่างๆ ทุกสมมติฐานมีค่าคงเดิม เช่นเดียวกับ วิธีส่วนลดกระแสเงินสด ยกเว้นเพียงสมมติฐานรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (Installation Income) สมมติฐานต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) สมมติฐานด้านเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditure) และสมมติฐานรายได้ค่าโฆษณา (Advertising Income) ซึ่ง ณ ปัจจุบัน STN มีโครงข่ายป้ายโฆษณาทั้งสิ้น 60 โครงข่ายหรือคิดเป็น 84 หน้าป้าย กระจายอยู่ทั้งในกรุงเทพมหานครและต่างจังหวัด โดยเป็นโครงข่ายที่เอกสารการขออนุญาตก่อสร้างตามพระราชบัญญัติควบคุมอาคาร พ.ศ. 2522 จำนวน 38 โครงข่าย หรือคิดเป็นร้อยละ 63.33 ของจำนวนโครงข่ายทั้งหมดที่มีอยู่ สำหรับโครงข่ายส่วนที่เหลือจำนวน 22 โครง หรือคิดเป็นร้อยละ 36.67 มี เอกสารการขออนุญาตไม่ครบถ้วน โดยมีรายละเอียดสมมติฐานในการประมาณการที่แตกต่างจากกรณีฐานดังนี้

หน้าป้ายโฆษณา	จำนวนหน้าป้าย	จำนวนหน้าป้ายที่มีใบอนุญาต
หน้าป้ายโฆษณา Billboard		
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	39	26
- ภาคเหนือ	6	6
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	13	11
- ภาคตะวันออก	6	6
- ภาคใต้	7	6
รวมป้ายโฆษณา Billboard	71	55
หน้าป้ายโฆษณา Mainboard	13	3
รวมทั้งสิ้น	84	58
ร้อยละ	100.00	69.05

ที่มี : STN

1. ต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) ที่ปรึกษา ได้ประมาณการค่าใช้จ่ายเปรียบเทียบกับโครงข่ายป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาตทุกโครงข่ายของ STN ที่ยังมีได้มีการทำประกันภัยโครงข่ายเพิ่มเติมเข้าไปในต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) โดยที่ปรึกษาประมาณ การให้ STN มีต้นทุนค่าโฆษณา (Cost of Advertising) เพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 0.92 ล้านบาทในปี 2560 โดย อ้างอิงจากค่าเบี้ยประกันโครงข่ายที่มีอัตราสูงที่สุดของปี 2559 ที่มีค่าเท่ากับ 55,862.56 บาท คูณกับจำนวน ป้ายที่มีใบอนุญาตของ STN ที่ยังมีได้มีการทำประกันภัย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2559 เป็นจำนวน 16 โครงข่าย โดยที่ปรึกษา ประมาณการให้ค่าใช้จ่ายดังกล่าว มีอัตราการเติบโตร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดจนการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี จากกรณีข้างต้น ส่งผลให้ต้นทุนค่าโฆษณา มีการเปลี่ยนแปลงโดยมีรายละเอียดดังนี้

### สมมติฐานต้นทุนค่าโฆษณาใหม่

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
ต้นทุนค่าเช่าและค่าบริการโฆษณา	ล้านบาท	18.00	18.28	18.57	18.86	19.15
ค่าเสื่อมราคาของโครงข่ายโฆษณา	ล้านบาท	10.97	8.88	4.99	4.55	5.02
<b>ต้นทุนค่าโฆษณาใหม่</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>29.90</b>	<b>28.11</b>	<b>24.54</b>	<b>24.42</b>	<b>25.21</b>
เพิ่มขึ้นจากค่าประกันภัย	ล้านบาท	0.92	0.95	0.98	1.01	1.04

2. รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (Installation Income) ที่ปรึกษา ประมาณการให้รายได้ดังกล่าวมีรายได้คงเหลือตามสัดส่วนหน้าป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาตจำนวน 58 หน้าป้ายต่อจำนวนหน้าป้าย ณ ปัจจุบันของ STN จำนวน 84 หน้าป้าย คิดเป็นร้อยละ 69.05 ของรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณาตามกรณีฐาน และประมาณการให้รายได้ดังกล่าวมีอัตราการเติบโตเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อปี ตลอดการประมาณการ ตามอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 25 ปี เช่นเดียวกับกรณีฐาน

3. สมมติฐานด้านเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditure) ที่ปรึกษา ประมาณการให้ STN มีเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรปีละ 4.75 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 63.33 ของเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจำนวน 7.50 ล้านบาท ตามกรณีฐาน โดยอ้างอิงจากสัดส่วนจำนวนโครงข่ายที่มีใบอนุญาตต่อจำนวนโครงข่ายทั้งหมดที่มีอยู่ ณ ปัจจุบัน

4. รายได้ค่าโฆษณา (Advertising Income) ประกอบด้วย รายได้จากค่าเช่าป้ายโฆษณา รายได้จากค่าเช่าเสาส่งสัญญาณโทรคมนาคมที่ป้ายโฆษณา และรายได้จากการให้บริการด้านโฆษณา โดยมีรายละเอียดดังนี้

### สมมติฐานรายได้ค่าโฆษณาเดิม

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
Avg. Advertising Rate - Billboard						
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	บาท/เดือน	143,856	145,993	148,163	150,364	152,598
- ภาคเหนือ	บาท/เดือน	173,245	175,819	178,431	181,083	183,773
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	บาท/เดือน	218,128	221,369	224,658	227,996	231,384
- ภาคตะวันออก	บาท/เดือน	210,583	213,712	216,888	220,110	223,381
- ภาคใต้	บาท/เดือน	193,776	196,655	199,577	202,542	205,552
No. of Billboard						
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	ป้าย	39	39	39	39	39
- ภาคเหนือ	ป้าย	6	6	6	6	6
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	ป้าย	13	13	13	13	13
- ภาคตะวันออก	ป้าย	6	6	6	6	6
- ภาคใต้	ป้าย	7	7	7	7	7
No. of Main Board	ป้าย	13	13	13	13	13
Avg, Advertising Rate – Mainboard	บาท	57,069	57,917	58,777	59,651	60,537
<b>รายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณาเดิม</b>	<b>ล้านบาท</b>	<b>82.91</b>	<b>84.15</b>	<b>85.40</b>	<b>86.66</b>	<b>87.95</b>



**สมมติฐานรายได้ค่าโฆษณาใหม่**

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
Avg. Advertising Rate - Billboard						
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	บาท/เดือน	135,997	138,018	140,069	142,150	144,262
- ภาคเหนือ	บาท/เดือน	169,989	172,515	175,078	177,679	180,319
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	บาท/เดือน	238,111	241,649	245,240	248,884	252,582
- ภาคตะวันออก	บาท/เดือน	218,195	221,437	224,727	228,066	231,455
- ภาคใต้	บาท/เดือน	195,360	198,263	201,209	204,199	207,233
No. of Billboard						
- กรุงเทพฯ และปริมณฑล	ป้าย	26	26	26	26	26
- ภาคเหนือ	ป้าย	6	6	6	6	6
- ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ	ป้าย	11	11	11	11	11
- ภาคตะวันออก	ป้าย	6	6	6	6	6
- ภาคใต้	ป้าย	6	6	6	6	6
No. of Main Board	ป้าย	3	3	3	3	3
Avg, Advertising Rate – Mainboard	บาท	43,131	43,772	44,423	45,083	45,753
รายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณาใหม่	ล้านบาท	63.89	64.84	65.80	66.78	67.77
สัดส่วนรายได้ค่าเช่าป้ายโฆษณาที่ลดลงจากการคำนวณเฉพาะป้ายที่มีใบอนุญาต	%	29.78	29.78	29.78	29.78	29.78

**สมมติฐานรายได้ค่าบริการเดิมและสมมติฐานรายได้ค่าบริการใหม่**

สมมติฐาน	หน่วย	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (เดิม)	ล้านบาท	18.10	18.65	19.22	19.80	20.41
รายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (ใหม่)	ล้านบาท	12.50	12.88	13.27	13.67	14.09
สัดส่วนรายได้ค่าติดตั้งป้ายโฆษณา (ใหม่) ต่อกรณีฐาน	%	69.05	69.05	69.05	69.05	69.05

**ผลการประมาณการทางการเงินในกรณีที่ STN มีเฉพาะป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาต**

หน่วย : ล้านบาท	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษี(NOPAT)	12.43	14.08	17.17	17.45	16.99
+ค่าเสื่อมราคา	11.08	8.97	5.04	4.60	5.07
-ค่าใช้จ่ายลงทุน	(4.75)	(4.75)	(4.75)	(4.75)	(4.75)
-เงินทุนหมุนเวียน	2.37	(0.87)	(1.23)	(0.54)	(0.42)
กระแสเงินสดอิสระของ STN	21.14	17.44	16.23	16.77	16.88
Terminal Value	-	-	-	-	144.14
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระของ STN	18.92	13.97	11.64	10.76	92.54
รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระของ STN	147.84				

### การคำนวณมูลค่ายุติธรรมของ STN ในกรณีที่ STN มีเฉพาะป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาต

จากข้อมูลและสมมติฐานดังกล่าวข้างต้น จะสามารถคำนวณหามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ตามวิธี มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ได้ดังนี้

	หน่วย : ล้านบาท
มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด ตั้งแต่ปี 2560-2564	65.00
มูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)	82.84
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559	6.14
<b>รวมมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ก่อนหักหนี้สินทางการเงิน</b>	<b>153.98</b>
หัก หนี้สินทางการเงิน ณ 31 ธันวาคม 2559	-
หัก ค่ารื้อถอนป้ายจำนวน 22 โครงป้าย (ค่ารื้อถอนป้ายละ 24,000 บาท*)	(0.53)
<b>มูลค่ายุติธรรมของ STN</b>	<b>153.45</b>
<b>จำนวนหุ้นของ STN</b>	<b>50,000</b>
<b>มูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN (บาทต่อหุ้น)</b>	<b>3,069.05</b>

หมายเหตุ ค่าใช้จ่ายรื้อถอนป้ายดังกล่าวอ้างอิงจากค่าใช้จ่ายในการรื้อถอนป้ายที่เกิดขึ้นจริงของ STN ณ เดือนมกราคม 2560 โดยอ้างอิงจากรายงานตรวจสอบสถานะกิจการของ STN ของที่ปรึกษาทางบัญชีแห่งหนึ่ง

จากประมาณการกระแสเงินสดที่ได้จากการกำหนดสมมติฐานต่างๆ ข้างต้น โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วง น้ำหนัก (WACC) สามารถคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดได้เท่ากับ 65.00 ล้านบาท โดยมีการคำนวณ มูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value) ได้เท่ากับ 82.84 ล้านบาท บวกด้วยเงินสดและรายการ เทียบเท่าเงินสด ณ 31 ธันวาคม 2559 จำนวน 6.14 ล้านบาท ทำให้มีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดก่อนหักหนี้สินทางการเงินจำนวน 153.98 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ณ 31 ธันวาคม 2559 STN ไม่มีหนี้สินทางการเงิน แต่มีค่าใช้จ่ายในการ รื้อถอนโครงป้ายโฆษณาที่ไม่มีใบอนุญาตเป็นจำนวน 0.53 ล้านบาท ทำให้ได้มูลค่ายุติธรรมของ STN เท่ากับ 153.45 ล้านบาท หรือเท่ากับ 3,069.05 บาทต่อหุ้น

### สรุปผลการวิเคราะห์มูลค่าของ STN ในกรณีต่างๆ

ที่ปรึกษาฯ สามารถสรุปผลการประเมินมูลค่าของ STN จากการประมาณทางการเงินในกรณีต่างๆ โดยมีรายละเอียดดังนี้

	กรณีฐาน	กรณีที่ 1 ทำประกันภัย ทุกโครงป้าย	กรณีที่ 2 คำนวณรายได้เฉพาะป้าย ที่มีใบอนุญาต
มูลค่ายุติธรรมของ STN (ล้านบาท)	256.01	234.45	153.45
มูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN (บาทต่อหุ้น)	5,120.13	4,769.03	3,069.05

จากข้อมูลตามตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า หาก STN จะต้องทำประกันภัยโครงข่ายโฆษณาทุกโครงข่ายจะส่งผล ให้มูลค่าของ STN ลดลงจากกรณีฐานที่มีค่าเท่ากับ 256.01 ล้านบาท เหลือจำนวนเท่ากับ 238.45 ล้านบาท ลดลงเป็น จำนวน 17.56 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 6.86 และในกรณีที่ STN จะต้องรื้อถอนป้ายที่ไม่มีใบอนุญาต ทำให้ STN สามารถรับรู้รายได้เฉพาะป้ายโฆษณาที่มีใบอนุญาตเท่านั้น จะส่งผลให้มูลค่าของ STN มีจำนวนเท่ากับ 153.45 ล้านบาท ลดลงเป็นจำนวน 102.56 ล้านบาทเมื่อเทียบกับกรณีฐาน หรือคิดเป็นร้อยละ 40.06

### สรุปผลการประเมินมูลค่า

จากการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ได้ผลสรุปดังนี้

	มูลค่ายุติธรรมของ STN (ล้านบาท)	ราคาต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)
วิธีมูลค่าทางบัญชี	43.57	871.42
วิธีปรับปรุงมูลค่าทางบัญชี	410.26	8,205.20
วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด – P/E	737.63 – 882.17	14,752.64 – 17,643.36
วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนตลาด – P/BV	260.11 – 287.56	5,202.26 – 5,751.24
วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนต้นทุนทางการเงิน ค่าใช้จ่ายภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย –EV/EBITDA	942.66 – 2,504.87	18,853.17 – 50,097.30
วิธีส่วนลดกระแสเงินสด	238.33 – 275.54	4,766.65 – 5,510.77

โดยสรุป ที่ปรึกษา เห็นว่ามูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ที่ประเมินด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด มีความเหมาะสม เนื่องจากวิธีส่วนลดกระแสเงินสด คำนึงถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคตของ STN ในขณะที่วิธีปรับปรุงมูลค่าทางบัญชี จะมีการปรับปรุงมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ให้สะท้อนมูลค่าตลาด อย่างไรก็ตาม วิธีดังกล่าว ไม่ได้พิจารณาถึงความสามารถในการดำเนินธุรกิจและการทำกำไรของ STN ตลอดจนแนวโน้มของภาวะ เศรษฐกิจและภาวะอุตสาหกรรมในอนาคต จึงทำให้การประเมินมูลค่าหุ้นอาจจะไม่สะท้อนราคาหุ้นที่แท้จริงของ STN ดังนั้นการประเมินมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ด้วยวิธีปรับปรุงมูลค่าทางบัญชีจึงอาจเป็นวิธีที่ยังไม่เหมาะสมใน การประเมินมูลค่าหุ้นในครั้งนี้ ส่วนวิธีมูลค่าทางบัญชี วิธีเปรียบเทียบราคาตลาดของหุ้นสามัญ และวิธีเปรียบเทียบ อัตราส่วนตลาด เป็นการอ้างอิงถึงข้อมูลในอดีต โดยไม่ได้คำนึงถึงผลการดำเนินงานและแนวโน้มการเติบโตของ STN ใน อนาคต จึงอาจไม่สะท้อนถึงมูลค่ายุติธรรมของหุ้นสามัญของ STN ได้อย่างเหมาะสม

โดยมูลค่ายุติธรรมของ STN ที่คำนวณได้จากวิธีส่วนลดกระแสเงินสดนั้นมีค่าอยู่ระหว่าง 238.33 – 275.54 ล้านบาท หรือ 4,766.65 – 5,510.77 บาทต่อ 1 หุ้นสามัญ

อย่างไรก็ตาม มูลค่ายุติธรรมและมูลค่ายุติธรรมหุ้นสามัญของ STN ขึ้นอยู่กับฐานข้อมูลในอดีตที่ได้รับจากทาง STN ตามที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น ซึ่งการประมาณการทางการเงินที่ได้จะมีความใกล้เคียงกับความเป็นจริงหรือไม่ขึ้นอยู่กับความถูกต้องและความเหมาะสมของสมมติฐานที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินในอนาคต โดยที่บริษัทฯ ได้สอบทานในรายละเอียดของสมมติฐานที่ใช้ในการประมาณการทั้งหมด ด้วยความรอบคอบตามจรรยาบรรณของผู้ประกอบวิชาชีพ และมีความเชื่อมั่นว่าสมมติฐานที่ใช้มีความเหมาะสมและมีความเป็นไปได้

ฝ่ายบริหารโดยความเห็นชอบของคณะกรรมการ ได้พิจารณารายละเอียดการประเมินมูลค่าข้างต้นแล้ว เห็นว่าราคาซื้อขายหุ้น สมมติฐานและข้อมูลประกอบที่ที่ปรึกษาทางการเงินจัดทำมาดังกล่าวมีความเหมาะสม ฝ่ายบริหารจึงใช้ประกอบการพิจารณาตกลงทำสัญญาซื้อขายหุ้นของ STN