



กรณีศึกษาการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน  
บริษัท ทรุ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

โดย

นางสาวนารณลินี ธีรชัย

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรณีศึกษาการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน  
บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

โดย

นางสาวนารณลิน ธีรชัย




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



CASE STUDY OF TRUE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED:  
AN EFFECT ON THE OFFERING OF THE NEWLY ISSUED SHARES

BY

MISS NARTNALIN THEERACHAI



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวนารณลินี จีระชัย


เรื่อง

กรณีศึกษาการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน:  
บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)


ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 27 ก.ค. 2559


ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
(ดร.วิศิษฐ์ องค์กรพัฒน์กุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลิ้มคิเดช)

คณบดี

  
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	กรณีศึกษาการออกหุ้นเพิ่มทุน: บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
ชื่อผู้เขียน	นางสาวนารณลิน อีร์ชัย
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลีมีคเดช
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

ในปีพ.ศ. 2558 บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้เข้าร่วมและชนะการประมูลคลื่นความถี่สำหรับกิจการโทรคมนาคม ย่าน 900 MHz ด้วยราคาประมูลสูงสุด 76,298 ล้านบาท บริษัทจึงมีแผนออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อรองรับโครงการ การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้มีลักษณะพิเศษคือเป็นการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนด้วยการออก “ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้” โดยไม่คิดมูลค่า ในจำนวนที่คำนวณจากจำนวนเงิน 60,000 ล้านบาทหารด้วยราคาใช้สิทธิ ความน่าสนใจของกรณีศึกษานี้คือบริษัทไม่ใช้วิธีการประเมินราคาใช้สิทธิจากการประเมินมูลค่าของกิจการในอนาคต แต่กลับกำหนดวิธีคำนวณราคาใช้สิทธิเองคือ ร้อยละ 90 ของราคาเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่วันที่ 3-30 มีนาคม พ.ศ. 2559 ซึ่งในที่สุด บริษัทได้ประกาศราคาใช้สิทธิเท่ากับ 7.15 บาท แต่จากการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต กรณีศึกษานี้พบว่าราคาหุ้นดังกล่าวมีมูลค่าเท่ากับ 4.88 บาทต่อหุ้น

กรณีศึกษานี้จึงทำการวิเคราะห์ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นทุกกลุ่ม โดยได้แบ่งกลุ่มของผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 กลุ่มคือ (1) กลุ่มผู้ถือหุ้นรายย่อย (2) กลุ่ม China Mobile (3) กลุ่มเครื่องเจริญโภคภัณฑ์ ผลการวิเคราะห์พบว่าหากการเพิ่มทุนครั้งนี้สำเร็จไปด้วยดี กลุ่ม China Mobile และกลุ่มเครื่องเจริญโภคภัณฑ์จะเป็นผู้ที่ได้รับผลประโยชน์สูงสุด เนื่องจากได้อาศัยจังหวะที่ราคาหุ้นในตลาดอยู่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงออกกระดมทุนซึ่งสนับสนุนกรอบแนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นของบริษัท

**คำสำคัญ:** หุ้นสามัญเพิ่มทุน, ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้, ผลประโยชน์ทางการเงิน

Independent Study Title	CASE STUDY OF TRUE CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED: AN EFFECT ON THE OFFERING OF THE NEWLY ISSUED SHARES
Author	Miss Nartnalin Theerachai
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Dr.Arnat Leemakdej
Academic Years	2015

### ABSTRACT

In 2015, True Corporation Public Company Limited was the winner of 900 MHz auctions at 76,298 million baht which led the Company to raise fund by issuing newly ordinary shares. However, the method the Company used for setting the price of newly issued shares is unique as it has never been carried out in Thailand before. The method that the Company used is by issuing the Transferable Subscription Rights (“TSR”) with no selling price to the shareholders, in the amount calculated from Baht 60,000 million divided by the exercise price. However, instead of using Discounted Cash Flow approach to calculate the exercise price, the Company set its own approach which equals to 90% of the weighted average price of the Company’s shares on the SET from 3<sup>rd</sup> to 30<sup>th</sup> March 2016. Finally, the Company had notified the exercise price at 7.15 baht per share. Nevertheless, when performing Discounted Cash Flow approach, we found that the stock price worths 4.88 baht per share.

This study investigates the benefits of the Company issuing newly ordinary shares by dividing the majority of the shareholders into three different groups which are (1) Public shareholders (2) China Mobile (3) C.P. Group. We found that if this is done successfully, China Mobile and C.P. group will benefit the most as they decided to issue new shares when the market price is higher than the intrinsic

value. Therefore, this study shows that there is Asymmetric Information between managers and shareholders.

**Keywords:** Newly Issued Ordinary Shares, Transferable Subscription Rights (TSR),  
Financial Benefit



## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาระดับปริญญาโทตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ การศึกษาอิสระฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงตามที่ได้วัตถุประสงค์ไว้  
เนื่องจากผู้ศึกษาได้รับการสนับสนุนและการเอาใจใส่เป็นอย่างดีจากบุคคลหลายฝ่าย

ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช ที่มอบความกรุณาใน  
การเป็นที่ปรึกษาของการศึกษาอิสระในครั้งนี้ โดยได้ให้คำแนะนำพร้อมสละเวลาอันมีค่าในการให้  
คำปรึกษาที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา รวมไปถึงคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการดำเนินชีวิตในภายภาค  
หน้า จนการศึกษาในครั้งนี้มีความสมบูรณ์และสำเร็จตามที่คุณศึกษาคาดหวังไว้

ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ ดร.วิศิษฐ์ องค์กรพัฒนกุล ซึ่งเป็นกรรมการในการพิจารณา  
การศึกษานี้ โดยได้มอบข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการปรับปรุงผลงานให้ออกมามี  
เนื้อหาที่น่าสนใจและมีความสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณครอบครัวและเพื่อนทุกคนที่ได้ให้ความช่วยเหลือ  
และเป็นกำลังใจให้กับผู้ศึกษาตลอดมา จนทำให้การศึกษาอิสระฉบับนี้ได้สำเร็จตามที่คาดหวังไว้  
ข้าพเจ้าขอขอบผลดีจากการศึกษาอิสระฉบับนี้ทั้งหมดให้แก่ผู้ที่สนใจทุกท่านได้นำไปประยุกต์ใช้  
หรือศึกษาต่อให้เกิดประโยชน์ต่อตัวท่านหรือต่อผู้อื่นในอนาคตต่อไป

นางสาวนารณลินี ธีรชัย



## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(4)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศไทย	1
1.2 กรณีศึกษาเรื่องการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	2
1.2.1 การออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	3
1.2.2 แนวโน้มราคาหุ้นของบริษัททู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	5
1.3 ภาพรวมของอุตสาหกรรมโทรคมนาคม	6
1.3.1 จำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่	7
1.3.2 รายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมาย	7
1.3.3 รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่	8
1.3.4 สถานการณ์การแข่งขันในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม	9
(1) บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	9
(2) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	10
(3) บริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	11
1.4 ภาพรวมบริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน): ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน	11
1.4.1 กลุ่มทรูโมบาย (TRUEMOVE-H)	12
1.4.2 กลุ่มทรูออนไลน์ (TRUE ONLINE)	13

1.4.3	กลุ่มทวิทัศน์ (TRUE VISIONS)	13
1.5	วัตถุประสงค์ของการศึกษา	14
1.6	ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา	14
บทที่ 2	กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา	15
2.1	แนวคิดการเพิ่มทุน	15
2.1.1	รูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน	15
2.2	กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา	18
2.3	การศึกษาที่เกี่ยวข้อง	19
2.4	กรณีศึกษาของการเพิ่มทุนโดยออกใบแสดงสิทธิการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้	21
บทที่ 3	วิธีการศึกษา	23
3.1	ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	23
3.2	วิธีการศึกษา	23
3.2.1	การประเมินหาราคาใช้สิทธิที่เหมาะสม	23
3.2.1.1	วิธีการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด	23
3.2.1.2	วิธีการคำนวณอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	24
3.2.1.3	วิธีการคำนวณค่าเบต้า	24
3.2.2	การประเมินผลประโยชน์ทางการเงินหลังการออกขายหุ้นเพิ่มทุนสำเร็จ	25
3.2.2.1	อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร	25
3.2.2.1	อัตราส่วนความสามารถในการบริหารหนี้สิน	25
บทที่ 4	ผลการศึกษาและอภิปรายผล	27
4.1	การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญบริษัท ทูริ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	27
4.1.1	สมมติฐานที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคต	27
4.1.1.1	ประมาณการรายได้	27
(1)	ประมาณการรายได้จากการให้บริการ	27
(2)	ประมาณการรายได้จากการขาย	30

(3) รายการระหว่างกัน	30
4.1.1.2 ประมวลการต้นทุนการให้บริการและต้นทุนขาย	30
(1) ต้นทุนการให้บริการ	30
(2) ต้นทุนขาย	30
4.1.1.3 ประมวลการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	31
4.1.1.4 ประมวลการค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในอนาคต	31
(1) ค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในการจ่ายซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	31
(2) ค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในการจ่ายซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	32
4.1.1.5 ประมวลการเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	32
4.1.1.6 ประมวลการลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือและเจ้าหนี้การค้า	32
4.1.1.7 ประมวลการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และสินทรัพย์ไม่มีตัวตน	33
4.1.1.8 ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	33
4.1.1.9 ประมวลการภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	33
4.1.1.10 นโยบายการจ่ายเงินปันผล	33
4.1.1.11 สมมติฐานอื่น	33
4.1.2 การคำนวณหาอัตราต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)	34
4.1.2.1 อัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อมูลค่าบริษัท (D/V Ratio)	34
4.1.2.2 การคำนวณหาอัตราต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืม	34
4.1.2.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น	35
4.2 ผลประโยชน์จากการขายหุ้นเพิ่มทุน	39
4.2.1 การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร	39
4.2.2 การวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้	40
 บทที่ 5 ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นจากการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท	 42
5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญ	42
5.2 ผลกระทบที่เกิดขึ้นกับราคาหุ้นของบริษัท	44
5.2.1 ช่วงก่อนประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	44
5.2.2 ช่วงหลังการประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	44
5.2.3 ช่วงคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR	45
5.2.4 ช่วงหลังการคำนวณราคา TSR	45

5.3 ผลกระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นเดิมจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	46
บทที่ 6 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	48
6.1 สรุปผลการศึกษา	48
6.2 ข้อเสนอแนะสำหรับกรณีศึกษา	49
6.3 ข้อจำกัดของกรณีศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาขึ้นไป	49
รายการอ้างอิง	50
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	52
ภาคผนวก ข	58
ภาคผนวก ค	66
ประวัติผู้เขียน	67

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	9
1.2 ฐานลูกค้าของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	10
1.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	10
1.4 ฐานลูกค้าของบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	10
1.5 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	11
1.6 ฐานลูกค้าของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	11
1.7 ใบอนุญาตคลื่นความถี่ของผู้ประกอบการที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทย	12
2.1 ข้อดีและข้อเสียของรูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแต่ในละรูปแบบ	16
2.2 สรุปเกณฑ์สำคัญในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)	17
2.3 สรุปการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น EARTH ในช่วงเหตุการณ์การประกาศเพิ่มทุน	22
4.1 คำนวณอัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อมูลค่าบริษัท (D/V Ratio)	34
4.2 คำนวณค่าเบต้า	36
4.3 คำนวณอัตราต้นทุนทางการเงินถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)	36
4.4 ประมาณการกระแสเงินสดอิสระของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดระหว่างปีพ.ศ. 2559 – 2573	37
5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	42
5.2 สรุปราคาหุ้นระหว่างเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	45

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 จำนวนครั้งในการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมตาม สัดส่วนการถือครองหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2553 – 2558	1
1.2 มูลค่าที่ได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน การถือครองหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 - 2558	2
1.3 ราคาและปริมาณการซื้อขายของหุ้น TRUE ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2558 - 2559	5
1.4 ราคาและปริมาณการซื้อขายของหุ้น TRUE ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2559	5
1.5 จำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่และอัตราการเข้าถึงบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่	7
1.6 รายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมายของบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่	8
1.7 รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่	8
1.8 ส่วนแบ่งผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทยปี 2558 (ไม่รวม CAT และ TOT)	9
1.9 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	12
1.10 รายได้จากการดำเนินงานของบริษัทแยกตามธุรกิจ	13
4.1 ความสามารถในการทำกำไร	40
4.2 ความสามารถในการชำระหนี้	41

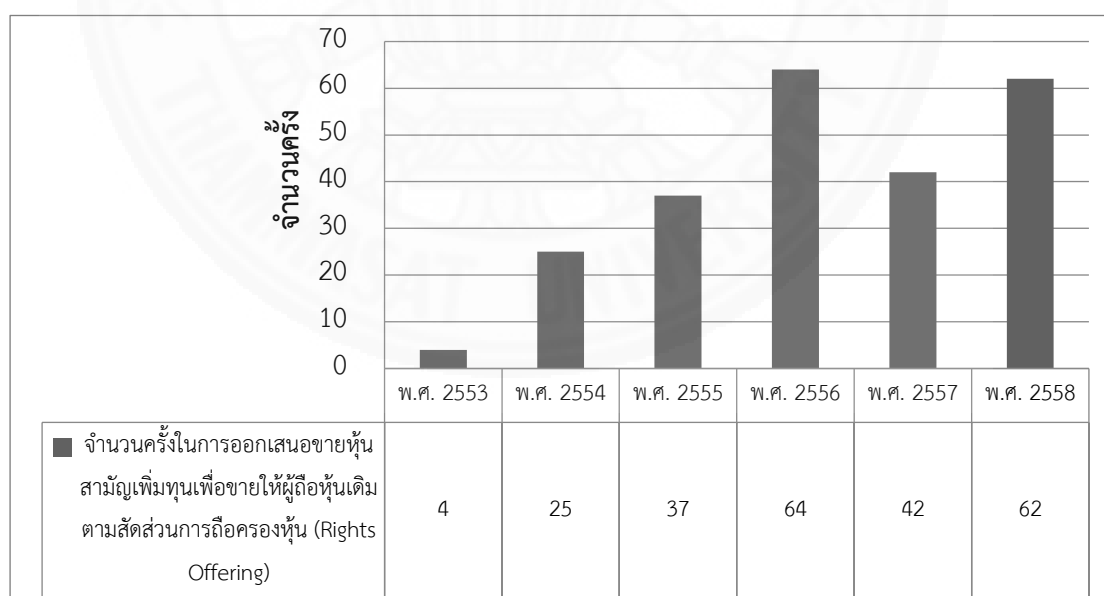
## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศไทย

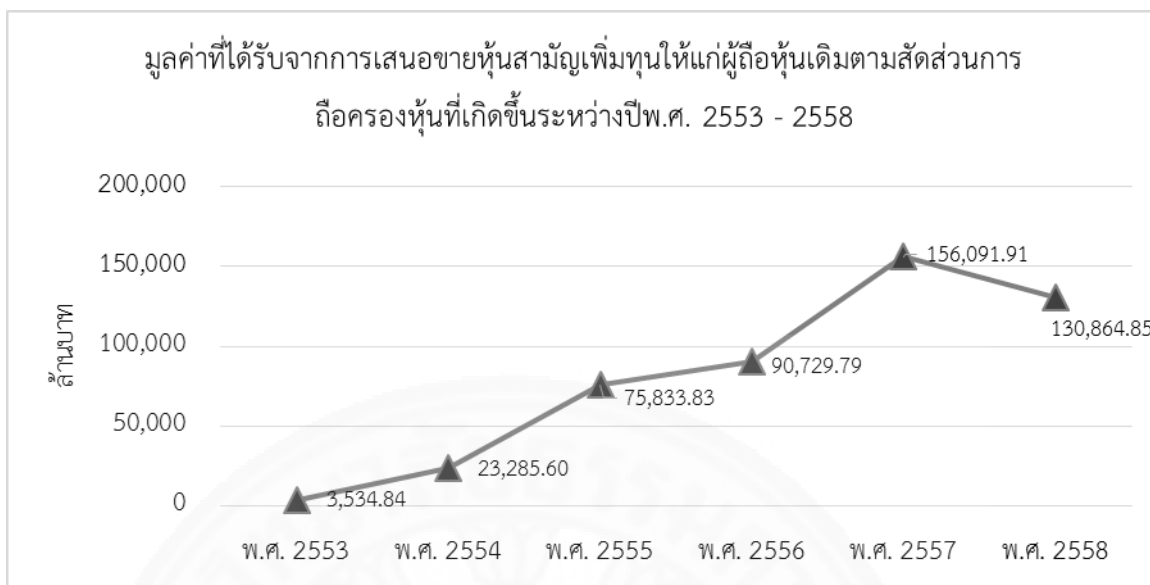
การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ที่บริษัทที่จดทะเบียนใช้เพื่อสร้างโอกาสในการขยายกิจการให้เติบโตเมื่อไม่ต้องการเพิ่มภาระผูกพันในการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ในอนาคต และเสริมสร้างความแข็งแกร่งของโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งตัวบริษัทก็จำเป็นที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับการเพิ่มทุนอย่างละเอียดเพื่อให้นักลงทุนทั่วไปสามารถใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมักก่อให้เกิดผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์และราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุน

โดยในอดีตที่ผ่านมา นับตั้งแต่ปีพ.ศ. 2553 - 2558 บริษัทจดทะเบียนหลายแห่งมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือครองหุ้น (Rights Offering) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยหนึ่งในสาเหตุที่สำคัญอาจเป็นการเตรียมความพร้อมการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจของประชาคมอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC)



ภาพที่ 1.1 จำนวนครั้งในการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือครองหุ้น (Rights Offering) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2553 – 2558

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ภาพที่ 1.2 มูลค่าที่ได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือครอง  
หุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 – 2558

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หากจะกล่าวถึงเหตุการณ์การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศไทยในระยะเวลาที่ผ่านมา การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ถือเป็นกรณีศึกษาที่น่าสนใจอย่างมากโดยเฉพาะวิธีการที่บริษัทเลือกใช้ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญเพิ่มทุนอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อนในประเทศไทย ผู้ศึกษาจึงเลือกใช้ธุรกรรมดังกล่าวมาใช้เป็นกรณีศึกษาสำหรับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งกรณีศึกษานี้ได้รวบรวมข้อมูลเหตุการณ์ทั้งหมดที่เกิดขึ้นตั้งแต่การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ช่วงระยะเวลาการคำนวณราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน และภายหลังระยะเวลาการคำนวณราคาใช้สิทธิ จนถึงวันที่ 8 เมษายน พ.ศ.2559 หลังจากนั้น ผู้ศึกษาจึงประเมินมูลค่าบริษัทเพื่อคำนวณหาราคาใช้สิทธิที่เหมาะสม รวมถึงวิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท หลังจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้ เพื่อให้ทราบถึงแรงจูงใจที่แท้จริงของบริษัทในการกำหนดราคาหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วยวิธีดังกล่าว

## 1.2 กรณีศึกษาเรื่องการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

การปรับปรุงโครงสร้างทางการเงิน (Recapitalization) ของบริษัท เป็นหนึ่งในพัฒนาการสำคัญและถือเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่จะสามารถทำให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่ดีขึ้น มีความพร้อมที่จะรองรับการขยายตัวของธุรกิจในอนาคต เช่น การลงทุนสร้างสถานี่ฐานคลื่นและ



อุปกรณ์โครงข่าย รวมถึงสามารถสนับสนุนสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจหลัก ช่วยเพิ่มยอดผู้ให้บริการ และรักษาไว้ซึ่งฐานลูกค้าเดิมจากการสร้างความผูกพันกับบริการต่างๆ ตามกลยุทธ์ Convergence ซึ่งเป็นกลยุทธ์หลักในการดำเนินธุรกิจของบริษัท

### 1.2.1 การออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

เมื่อวันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2559 บริษัทมีมติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทเสนอให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทอนุมัติการเพิ่มทุนจดทะเบียนของบริษัทจำนวน 60,000 ล้านบาท เพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) โดยเพิ่มหุ้นสามัญจำนวน 15,000 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 4 บาท

การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวนดังกล่าว บริษัทสามารถเสนอขายได้ทั้งหมดหรือบางส่วน และอาจเสนอขายในคราวเดียวกันได้ทั้งจำนวน หรือเสนอขายเป็นคราวๆ ไป หากมีหุ้นเหลือจากการจัดสรรรอบแรก บริษัทจะจัดสรรหุ้นส่วนที่เหลือให้แก่ผู้ถือหุ้นที่แสดงความจำนงจองซื้อเกินสัดส่วนการถือหุ้นเป็นรอบต่อไป โดยแต่ละรอบจะจัดสรรตามสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นจนกระทั่งไม่มีหุ้นเพิ่มทุนเหลือ แต่หากมีหุ้นเหลือจากการจัดสรรหลังไม่มีคนจองซื้อแล้ว ให้บริษัทสามารถทำการลดทุนจดทะเบียนโดยการตัดหุ้นเพิ่มทุนส่วนที่เหลือ

ต่อมา เมื่อวันที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559 ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทมีมติให้แก่ไขรายละเอียดการเพิ่มทุนโดยเสนอให้ทำการออก “ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้” (Transferable Subscription Rights - TSR) โดยไม่คิดมูลค่า ในจำนวนที่คำนวณจากจำนวนเงิน 60,000 ล้านบาท หารด้วย ราคาใช้สิทธิซึ่งไม่ว่าในกรณีใดจะทำการออก TSR ในจำนวนไม่เกิน 15,000 ล้านหน่วยให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทฯ ตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) ทั้งนี้ TSR ดังกล่าว เป็น TSR ชนิดระบุชื่อผู้ถือและสามารถโอนเปลี่ยนมือได้

ในกรณีที่มีหุ้นสามัญเพิ่มทุนเหลือจากการใช้สิทธิตาม TSR บริษัทจะจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนที่เหลืออยู่ดังกล่าวให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่ได้แสดงความจำนงในการจองซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนซึ่งไม่รวมถึงผู้ถือ TSR ที่ได้ซื้อ TSR ในตลาดรอง ทั้งนี้ ในกรณีที่หุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนที่เหลือมีจำนวนน้อยกว่าจำนวนที่ผู้ถือหุ้นเดิมจองเกินสิทธิรวมกัน บริษัทจะจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนที่เหลือให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่แสดงความจำนงในการจองซื้อหุ้นเกินสิทธิและชำระค่าจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนครบจำนวนภายในระยะเวลาที่บริษัทกำหนดตามสัดส่วนการถือหุ้น จนกว่าจะครบจำนวนของหุ้นสามัญเพิ่มทุนทั้งหมดที่เหลืออยู่ แต่หากมีหุ้นสามัญเพิ่มทุนเหลือจากการจัดสรรในครั้งนี้อแล้ว บริษัทจะเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาว่าจะดำเนินการต่อไปอย่างไรในภายหลัง

วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนและการใช้เงินทุนในส่วนที่เพิ่ม แบ่งออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่ (1) เพื่อนำไปชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินต่างๆ ซึ่งเป็นเงินที่กู้ยืมมาเพื่อใช้ในการลงทุนในธุรกิจ แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ มูลหนี้ของธุรกิจโทรศัพท์พื้นฐานประมาณ 8,000 ล้านบาท และมูลหนี้ของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ประมาณ 32,000 ล้านบาท (2) เพื่อนำไปลงทุนในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ประมาณ 20,000 ล้านบาท (3) เพื่อรองรับการจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญของบริษัท 1,476.75 ล้านบาท

ประโยชน์ที่จะได้จากการเพิ่มทุนครั้งนี้ จะช่วยเสริมสร้างสถานะการเงินของบริษัท จากการลดลงของภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ตลอดจนทำให้เกิดความคล่องตัวในการดำเนินงานในอนาคต และรองรับการเติบโตทางธุรกิจเพื่อประโยชน์ในระยะยาวของบริษัทและผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การออก TSR ยังช่วยเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้นของบริษัทอีกด้วย

นายศุภชัย เจียรนวนนท์ ประธานคณะผู้บริหารกลุ่มทรูยังได้กล่าวว่า การระดมทุนครั้งนี้เป็นไปตามนโยบายของกลุ่มทรูในการรักษาอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA (Net Debt-to-EBITDA Ratio) ให้อยู่ในระดับที่ไม่เกิน 2 ต่อ 1 ซึ่งเป็นระดับที่สะท้อนฐานะการเงินที่แข็งแกร่งและยังจะช่วยคงอันดับเครดิตเรตติ้งที่เป็นระดับการลงทุน (Investment Grade) ได้

อย่างไรก็ตาม แทนที่บริษัทจะใช้วิธีประเมินมูลค่ากิจการโดยพิจารณากระแสเงินสดในอนาคตเพื่อกำหนดราคาใช้สิทธิตายตัว แต่กลับเลือกวิธีการคำนวณโดยกำหนด “ราคาใช้สิทธิ” เท่ากับร้อยละ 90 ของราคาตลาด หากมีทศนิยมจากการคำนวณให้ปัดทศนิยมเป็นยอดที่ใกล้เคียงกับ 5 สตางค์มากที่สุด

ทั้งนี้ “ราคาตลาด” หมายถึงราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ย้อนหลัง 20 วันทำการ จนถึง 5 วันทำการก่อนถึงวันประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2559 กล่าวคือ ตั้งแต่วันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2559 จนถึงวันที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2559 ซึ่งบริษัทจะทำการแจ้งข้อมูลราคาการใช้สิทธิที่คำนวณได้ดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นทราบโดยการประกาศผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2559

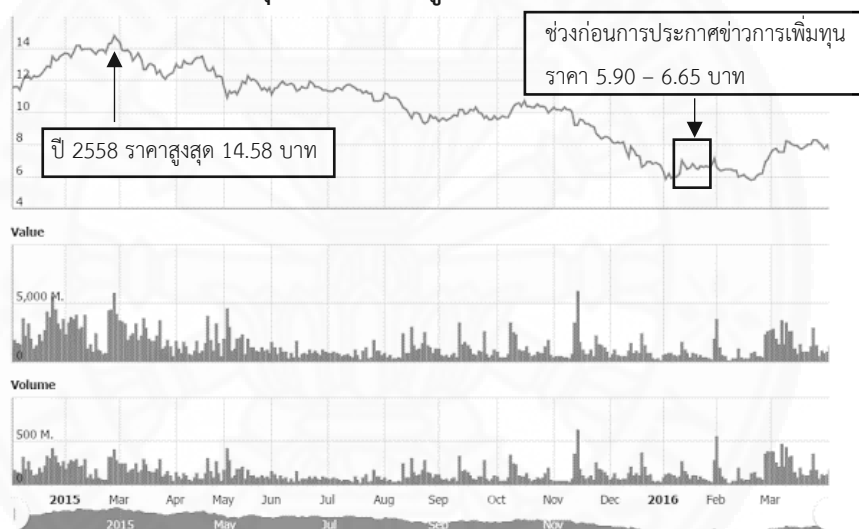
$$\text{วิธีการคำนวณราคาใช้สิทธิ} = 0.90 \times \text{ราคาเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่วันที่ 3-30 มีนาคม พ.ศ. 2559 (รวม 20 วันทำการ)}$$

บริษัทได้กำหนดวันกำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับใบแสดงสิทธิเป็นวันที่ 21 เมษายน พ.ศ. 2559 และวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรวบรวมรายชื่อผู้ถือหุ้นโดยวิธีปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเป็นวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2559

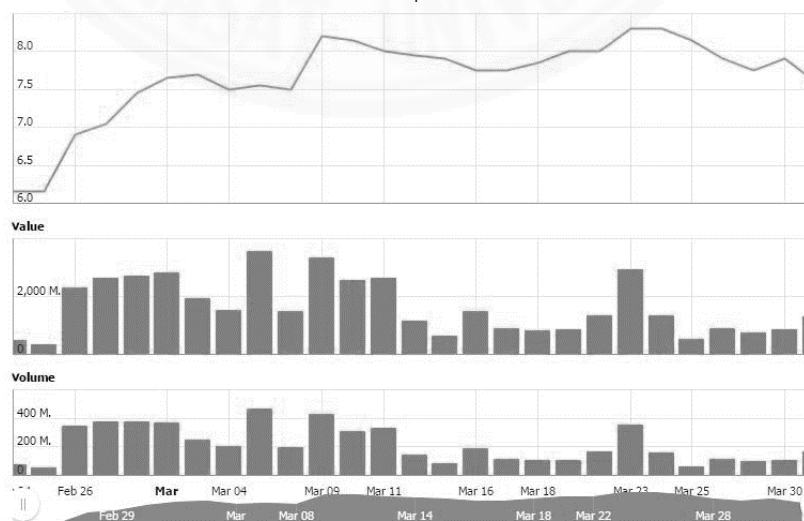
ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่ใช้สิทธิในการจองซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนตามการจัดสรร นาย อารุง สรรพสิทธิ์วงศ์ ในฐานะกรรมการที่เป็นตัวแทนจากเครือเจริญโภคภัณฑ์ ได้ชี้แจงในการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2559 เมื่อวันที่ 8 เมษายน พ.ศ. 2559 ว่า

“หากไม่มีเหตุการณ์ผิดปกติเกิดขึ้น เครือเจริญโภคภัณฑ์ ในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และถือหุ้นบริษัทมาเป็นระยะเวลาที่ยาวนาน ขอให้เชื่อมั่นว่า หากราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงเวลาการใช้สิทธิมีราคาต่ำกว่า 7.15 บาท อันเนื่องมาจากสภาวะปกติของราคาหุ้นที่บางช่วงขึ้นบางช่วงลง เครือเจริญโภคภัณฑ์จะยังคงใช้สิทธิเต็มจำนวนตามสัดส่วนที่ได้รับอย่างแน่นอน โดยหากมีผู้ถือหุ้นที่ไม่พร้อมจะใช้สิทธิ เครือเจริญโภคภัณฑ์พร้อมที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามสิทธิส่วนที่เหลือ เพื่อช่วยให้บริษัทได้รับเงินเพิ่มทุนครบ 60,000 ล้านบาทตามที่ตั้งเป้าหมายไว้”

### 1.2.2 แนวโน้มราคาหุ้นของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“TRUE”)



ภาพที่ 1.3 ราคาและปริมาณการซื้อขายของหุ้น TRUE ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2558 - 2559



ภาพที่ 1.4 ราคาและปริมาณการซื้อขายของหุ้น TRUE ในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2559

จากภาพที่ 1.3 สังเกตได้ว่า นับตั้งแต่เดือนมีนาคม พ.ศ. 2558 ราคาหุ้น TRUE ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จากราคาสูงสุด 14.58 บาท สู่ราคาต่ำสุดเท่ากับ 5.66 บาท ณ วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559 และไม่มีแนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวขึ้นสู่ระดับเดิมได้ในระยะเวลาอันสั้นได้เลย

อย่างไรก็ตาม หลังจากการประกาศจากที่ประชุมของกรรมการบริษัทเรื่องการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยตั้งแต่วันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2559 ซึ่งเป็นวันที่บริษัทประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจนถึงวันที่ 2 มีนาคม พ.ศ. 2559 ซึ่งเป็นวันก่อนการร่วมคำนวณราคาใช้สิทธิ TSR ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจนแตะราคา 7.65 บาท โดยในช่วงคำนวณราคาใช้สิทธิ TSR ระหว่างวันที่ 3 – 30 มีนาคม พ.ศ. 2559 ราคาหุ้นของบริษัทยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากราคา 7.59 บาท เป็น 7.78 บาท

ณ วันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2559 บริษัทได้ประกาศราคาใช้สิทธิ TSR เท่ากับ 7.15 บาทต่อหุ้น ในอัตราส่วนการจัดสรร 2.932445 หุ้นสามัญเดิม ต่อ 1 หน่วย TSR

จากเหตุการณ์ที่ได้กล่าวข้างต้น สังเกตได้ว่าราคาหุ้นของบริษัท “TRUE” มีความผันผวนอย่างมากในระยะ 1 ปีที่ผ่านมา ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะทำการศึกษาวิธีการคำนวณราคาใช้สิทธิ TSR ที่กำหนดให้ใช้ราคาตลาดเฉลี่ยย้อนหลัง 20 วัน (ระหว่างวันที่ 3 – 30 มีนาคม พ.ศ. 2559) เพื่อให้ผู้ถือหุ้นใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนว่าเป็นวิธีการคำนวณที่เหมาะสมและเป็นธรรมกับนักลงทุนรายย่อยหรือไม่

### 1.3 ภาพรวมของอุตสาหกรรมโทรคมนาคม

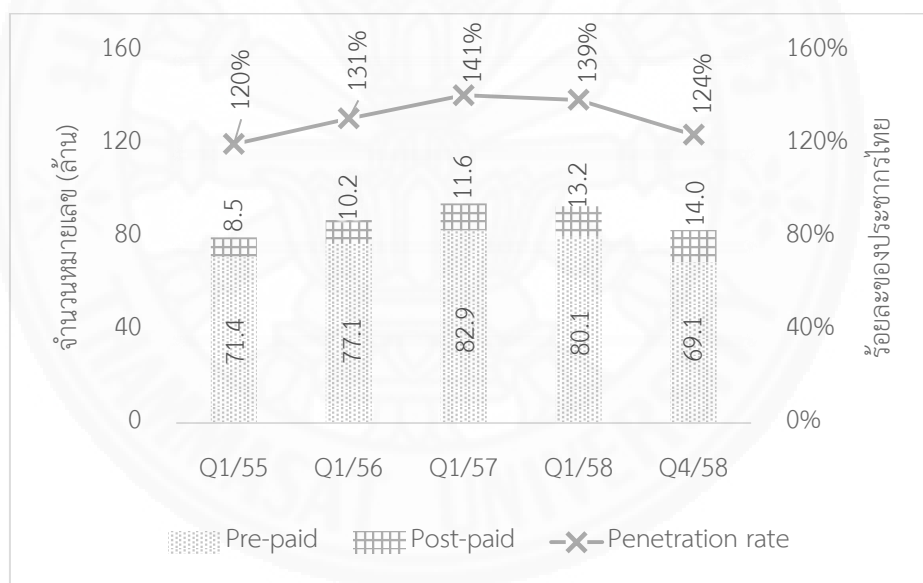
แนวโน้มพฤติกรรมของผู้บริโภคในอุตสาหกรรมโทรคมนาคมได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา สืบเนื่องจากความนิยมในการใช้งานสมาร์ตโฟนและสื่อสังคมออนไลน์ที่เพิ่มขึ้น ทำให้มีการเติบโตของบริการนอกรายเสียง (Non-Voice) สูงขึ้นและมีการลดลงของใช้งานบริการเสียงอย่างต่อเนื่อง การแข่งขันในอุตสาหกรรมยังคงอยู่ในระดับสูง โดยผู้ให้บริการมุ่งเน้นขยายโครงข่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่และนำเสนอแพ็คเกจที่หลากหลายโดยเฉพาะโปรโมชั่นที่คุ้มค่าและน่าดึงดูดใจร่วมกับอุปกรณ์ที่สามารถรองรับบริการ 3G และ 4G เพื่อเพิ่มรายได้และโอนย้ายลูกค้าออกจากบริการ 2G ได้มากยิ่งขึ้น

แนวโน้มของการแข่งขันในอุตสาหกรรมจะยังมีการแข่งขันกันอย่างเข้มข้น คาดว่าผู้ประกอบการในแต่ละรายจะพยายามทำกลยุทธ์ทางการตลาด โดยนำเสนอโปรโมชั่นที่หลากหลายเร่งขยายเครือข่ายและพัฒนาประสิทธิภาพในการให้บริการข้อมูลที่รวดเร็ว เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า รวมถึงการรักษาฐานลูกค้าเดิมให้ดียิ่งขึ้น และพยายามผลักดันโทรศัพท์ที่รองรับ

3G และ 4G สู้ตลาดในโดยให้ส่วนลดราคาเครื่องภายใต้เงื่อนไขสัญญาการใช้งานเป็นระยะอย่างน้อย 1 ปี เพื่อดึงดูดลูกค้าใหม่ให้เข้ามาร่วมใช้เครือข่ายของตน

### 1.3.1 จำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (Number of Subscribers)<sup>1</sup>

ณ สิ้น ปีพ.ศ. 2558 จำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ของอุตสาหกรรม (ไม่รวมจำนวนผู้ใช้บริการของ CAT Telecom และ TOT) ลดลงเป็น 83.1 ล้านราย จากการลดลงของผู้ใช้บริการในระบบเติมเงิน ซึ่งได้รับผลกระทบจากข้อบังคับการลงทะเบียนซิมโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระบบเติมเงิน ในขณะที่จำนวนผู้ใช้บริการระบบรายเดือนยังคงเพิ่มขึ้น ซึ่งในจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งหมดนั้น สามารถแบ่งออกได้เป็นเลขหมายที่ใช้บริการประเภท Prepaid มีจำนวน 69.1 ล้านเลขหมาย (83%) และเลขหมายที่ใช้บริการประเภท Postpaid จำนวน 14.0 ล้านเลขหมาย (17%) ซึ่งจำนวนเลขหมายโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ได้ลงทะเบียนใช้บริการคิดเป็นร้อยละ 124 ของจำนวนประชากรไทย



ภาพที่ 1.5 จำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่และอัตราการเข้าถึงบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่

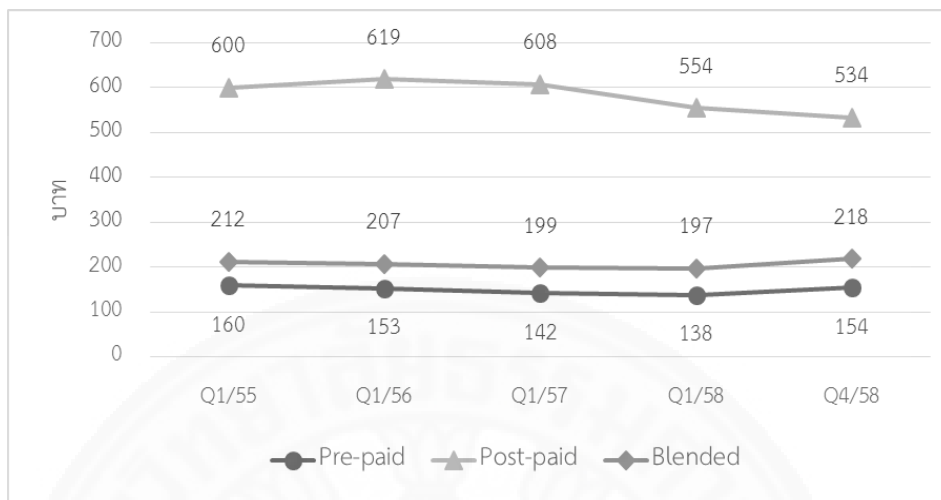
### 1.3.2 รายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมาย (Average Revenue per User: ARPU)<sup>2</sup>

ณ สิ้นปีพ.ศ. 2558 ARPU ของบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่อยู่ที่ 218 บาท โดยบริการประเภท Prepaid มีค่ารายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมายอยู่ที่ 154 บาท บริการประเภท Postpaid มีค่ารายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมายอยู่ที่ 534 บาท ดังนั้น สังเกตได้ว่า รายรับเฉลี่ยต่อ

<sup>1</sup> ที่มา: สำนักวิชาการและจัดการทรัพยากรโทรคมนาคม

<sup>2</sup> ที่มา: สำนักวิชาการและจัดการทรัพยากรโทรคมนาคม

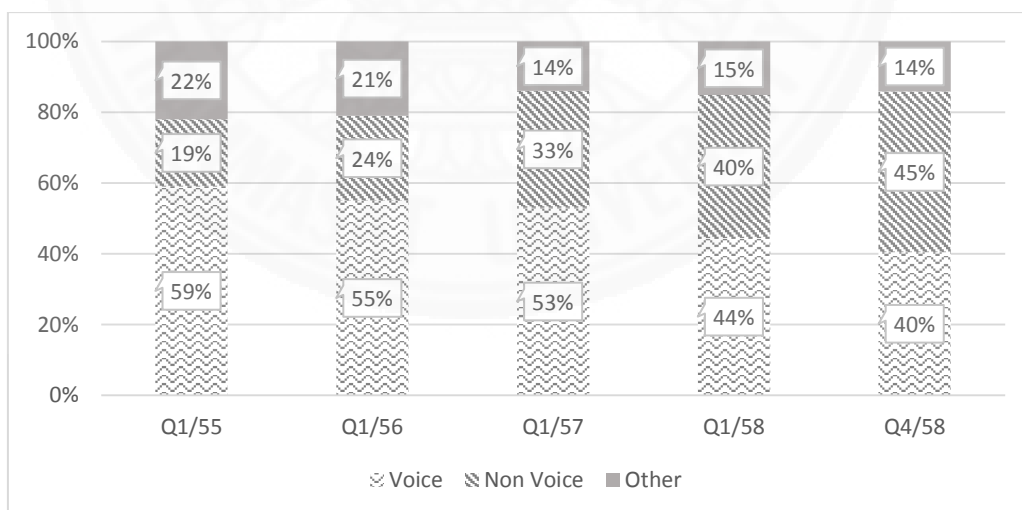
เดือนต่อเลขหมายของบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (หรือ ARPU ซึ่งคำนวณโดยไม่รวมรายได้จากการเชื่อมต่อโครงข่าย) มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องในระยะ 4 ปีที่ผ่านมา



ภาพที่ 1.6 รายรับเฉลี่ยต่อเดือนต่อเลขหมายของบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่

### 1.3.3 รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่<sup>3</sup>

ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปีพ.ศ. 2558 บริการเสียงมีส่วนรายได้ร้อยละ 40 บริการที่ไม่ใช่เสียงมีส่วนรายได้ร้อยละ 45.3 และบริการอื่นๆ มีสัดส่วนรายได้ร้อยละ 14.4 เมื่อพิจารณาแนวโน้มของสัดส่วนรายได้ พบว่าผู้ใช้บริการลดการใช้งานบริการเสียง แต่เพิ่มการใช้งานในส่วนขอใช้บริการที่ไม่ใช่เสียงมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง

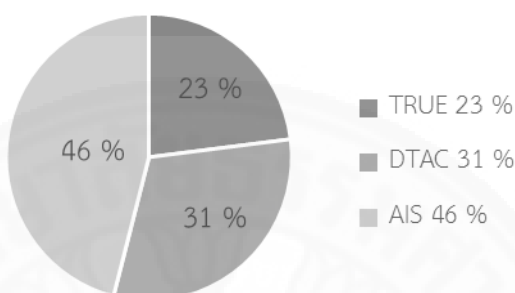


ภาพที่ 1.7 รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่

<sup>3</sup> ที่มา: สำนักวิชาการและจัดการทรัพยากรโทรคมนาคม

### 1.3.4 สถานการณ์การแข่งขันในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม

ในปัจจุบัน ธุรกิจการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีการแข่งขันสูงมาก เนื่องจากมีผู้ประกอบการที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายใหญ่เพียง 3 ราย ได้แก่ (1) บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) หรือ “AIS” (2) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ “DTAC” (3) บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ “TRUE”



ภาพที่ 1.8 ส่วนแบ่งผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทยปี 2558 (ไม่รวม CAT และ TOT)<sup>4</sup>

#### (1) บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) “ADVANC”

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) ได้เริ่มต้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 13 พฤศจิกายน พ.ศ. 2534 ในปัจจุบันเป็นผู้นำด้านการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ ซึ่งมีจำนวนผู้ใช้บริการมากที่สุดในประเทศไทย เท่ากับ 38.5 ล้านรายทั่วประเทศ มีจำนวนทุนจดทะเบียนจำนวน 4,997,459,800 บาท

ตารางที่ 1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัก ณ วันที่ 19 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559 (วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด)	
ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือครอง (%)
บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	40.45 %
SINGTEL STRATEGIC INVESTMENTS PTE LTD.	23.32 %
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	5.19 %
LITTLEDOWN NOMINEES LIMITED	1.70 %

ตารางที่ 1.2 ฐานลูกค้าของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

<sup>4</sup> ที่มา: สมาคมโฆษณาดิจิทัล (ประเทศไทย)

ฐานลูกค้า (Subscribers)	ปี 2558	ปี 2557	อัตราการเติบโต (%)
ลูกค้าระบบเติมเงิน (Pre-paid)	33.1 ล้าน	39.4 ล้าน	-15.99 %
ลูกค้าระบบจดทะเบียน (Post-paid)	5.4 ล้าน	4.9 ล้าน	+10.20 %
Blended ARPU (Baht/month)	254	222	+14.41 %

### (2) บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) “DTAC”

บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) ได้จดทะเบียนจัดตั้งเป็นบริษัทจำกัดในเดือนสิงหาคม 2532 โดยกลุ่มเบญจรงค์กุล เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และเป็นผู้ให้บริการ 4G บนคลื่นความถี่ 1800MHz รายแรกในประเทศไทย ในปัจจุบัน มีผู้ใช้บริการจำนวนเป็นอันดับ 2 รองจาก AIS ซึ่งเท่ากับ 25.3 ล้านรายทั่วประเทศ มีจำนวนทุนจดทะเบียนจำนวน 4,744,161,260 บาท

ตารางที่ 1.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัก ณ วันที่ 19 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559 (วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด)	
ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือครอง (%)
TELENOR ASIA PTE LTD	42.62 %
บริษัท ไทย เทลโค โฮลดิ้งส์ จำกัด	22.43 %
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	7.07 %
บริษัท ทีโอที จำกัด (มหาชน)	5.58 %

ตารางที่ 1.4 ฐานลูกค้าของบริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)

ฐานลูกค้า (Subscribers)	ปี 2558	ปี 2557	อัตราการเติบโต (%)
ลูกค้าระบบเติมเงิน (Pre-paid)	20.9 ล้าน	24.2 ล้าน	-13.64 %
ลูกค้าระบบจดทะเบียน (Post-paid)	4.3 ล้าน	3.8 ล้าน	+13.16 %
Blended ARPU (Baht/month)	220	200	+10.00 %

### (3) บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) “TRUE”



บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้เริ่มต้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือนธันวาคม พ.ศ. 2536 ในส่วนของธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ บริษัทมีผู้ใช้บริการจำนวน 19.11 ล้านรายทั่วประเทศในปัจจุบัน มีจำนวนทุนจดทะเบียนจำนวน 98,431,712,600 บาท

ตารางที่ 1.5 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัก ณ วันที่ 17 มีนาคม พ.ศ. 2559 (วันปิดสมุดทะเบียนล่าสุด)	
ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือครอง (%)
กลุ่มบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด	51.02 %
CHINA MOBILE INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	18.00 %
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.49 %
UOB KAY HIAN (HONG KONG) LIMITED - Client Account	1.85 %

ตารางที่ 1.6 ฐานลูกค้าของบริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

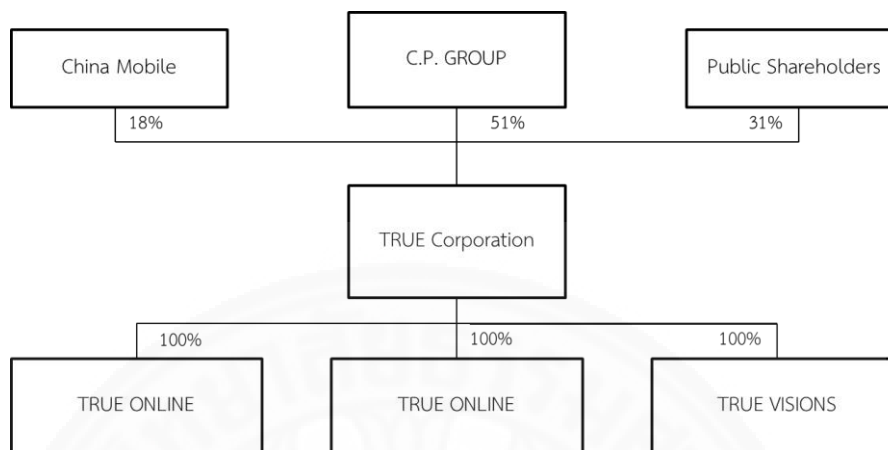
ฐานลูกค้า (Subscribers)	ปี 2558	ปี 2557	อัตราการเติบโต (%)
ลูกค้าระบบเติมเงิน (Pre-paid)	14.38 ล้าน	19.77 ล้าน	-27.26 %
ลูกค้าระบบจดทะเบียน (Post-paid)	4.73 ล้าน	3.88 ล้าน	+21.91%
Blended ARPU (Baht/month)	204	134	+52.24 %

**1.4 ภาพรวมบริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน): ก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน**

บริษัทได้ก่อตั้งขึ้นครั้งแรกในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2533 ในฐานะผู้ให้บริการโทรศัพท์พื้นฐาน ซึ่งในปีต่อมา บริษัทได้ลงนามในสัญญาความร่วมมือและร่วมลงทุนกับทีโอที โดยให้บริษัทเป็นผู้ดำเนินการลงทุน จัดหา และติดตั้งควบคุม ตลอดจนซ่อมบำรุงและรักษาอุปกรณ์ในระบบสำหรับการขยายบริการโทรศัพท์จำนวน 2.6 ล้านเลขหมาย ในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล เป็นระยะเวลา 25 ปี โดยจะสิ้นสุดสัญญา พ.ศ. 2560

ในเดือนธันวาคม พ.ศ. 2536 บริษัทได้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในชื่อ “บริษัท เทเลคอมเอเชีย คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)” มีชื่อย่อหลักทรัพย์ว่า “TA” โดยในปีพ.ศ. 2547 บริษัทได้มีการปรับเปลี่ยนในภาพลักษณ์ภายใต้แบรนด์ทรู และได้เปลี่ยนชื่อบริษัทมา

เป็น บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีชื่อย่อหลักทรัพย์ว่า “TRUE” โดยธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจของกลุ่มโทร ประกอบด้วย (1) กลุ่มโทรโมบาย (2) กลุ่มโทรออนไลน์ (3) กลุ่มโทรวิชั่นส์



ภาพที่ 1.9 โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทโทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

#### 1.4.1 กลุ่มโทรโมบาย (TRUEMOVE-H)

ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ด้วยเครือข่ายประสิทธิภาพสูงสุดและครอบคลุมทั่วประเทศ ภายใต้แบรนด์ ทรูมูฟ เอช ซึ่งปัจจุบัน ทรูมูฟ เอช สามารถให้บริการครอบคลุมในทุกมิติทั้งบริการเสียงและดาต้าบนระบบ 4G 3G และ 2G ทั้งนี้ กลุ่มโทรโมบายมีฐานผู้ใช้บริการรวมทั้งสิ้น 19.1 ล้านราย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2558 โดยมีจุดแข็งจากการมีเครือข่ายคุณภาพสูง ทำให้จำนวนผู้ใช้บริการระบบรายเดือนของกลุ่มเพิ่มสูงเป็นประวัติการณ์ในปี พ.ศ. 2558

ปัจจุบัน บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ประกอบการที่มีแบนด์วิธภายใต้ใบอนุญาตที่มากที่สุดในประเทศไทย ได้แก่ 850MHz 900MHz 1800MHz และ 2100MHz ทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตและมีความสามารถในการรองรับจำนวนผู้ใช้งานที่อาจเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต ตารางที่ 1.7 ใบอนุญาตคลื่นความถี่ของผู้ประกอบการที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทย

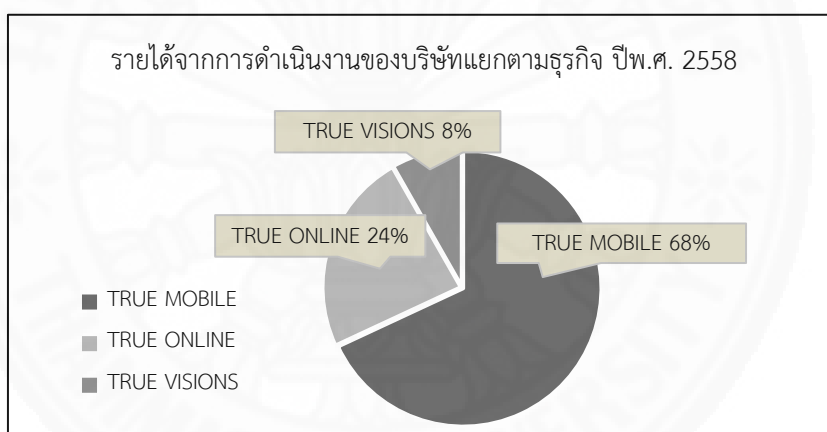
Operator / License	850 MHz	900 MHz	1800 MHz	2100 MHz
TRUE	✓	✓	✓	✓
DTAC	✓		✓	✓
AIS			✓	✓

#### 1.4.2 กลุ่มทรูออนไลน์ (TRUE ONLINE)

ผู้ให้บริการโทรศัพท์พื้นฐานรายใหญ่ที่สุดในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล และผู้นำในการให้บริการบรอดแบนด์ อินเทอร์เน็ตและ WiFi ความเร็วสูงด้วยโครงข่ายที่ครอบคลุมมากที่สุดทั่วประเทศผ่านเทคโนโลยี FTTx หรือใยแก้วนำแสง เทคโนโลยี DOCSIS และเทคโนโลยี xDSL โดยบริการบรอดแบนด์และอินเทอร์เน็ตของทรูออนไลน์เติบโตแข็งแกร่งส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการบรอดแบนด์รายใหม่สุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2558 และมีฐานผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนทั้งสิ้น 2.4 ล้านราย ณ สิ้นปี พ.ศ. 2558

#### 1.4.3 กลุ่มทรูวิชั่นส์ (TRUE VISIONS)

ผู้นำในการให้บริการโทรทัศน์แบบบอกรับสมาชิกและบริการในระบบ HD ทั่วประเทศ มีฐานลูกค้าทั้งหมด 3.1 ล้านราย ณ สิ้นปี 2558 โดยลูกค้าจำนวน 1.4 ล้านรายเป็นลูกค้าประเภทบอกรับบริการประเภทพรีเมียมและมาตรฐาน และลูกค้าส่วนที่เหลือเป็นลูกค้าประเภท FreeView และ Free-to-Air



ภาพที่ 1.10 รายได้จากการดำเนินงานของบริษัทแยกตามธุรกิจ<sup>5</sup>

<sup>5</sup> รายได้ของบริษัทในปีพ.ศ. 2558 เท่ากับ 118,780 ล้านบาท

## 1.5 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.5.1 เพื่อศึกษาว่าการที่บริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ใช้วิธีคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR ด้วยวิธีดังกล่าวถือเป็นวิธีการคำนวณที่เหมาะสมและเป็นธรรมแก่นักลงทุนรายย่อยหรือไม่

1.5.2 เพื่อศึกษาหามูลค่าของราคาในการใช้สิทธิ TSR ที่แท้จริง ผ่านการประเมินมูลค่าด้วยวิธีการกระแสเงินสดคิดลด

1.5.3 เพื่อศึกษาหาผลกระทบที่เกิดขึ้นหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อผู้ถือหุ้นของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

## 1.6 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

1.6.1 เข้าใจถึงแรงจูงใจที่แท้จริงในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้ (ปีพ.ศ. 2559) ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

1.6.2 สามารถประเมินหาราคาที่เหมาะสมของราคาใช้สิทธิ TSR ที่เสนอแก่ผู้ถือหุ้นเดิม

1.6.3 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั่วไปที่ต้องการศึกษาวิธีการประเมินหามูลค่าหุ้นของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมโทรคมนาคม

## บทที่ 2

### กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา

#### 2.1 แนวคิดการเพิ่มทุน

การเพิ่มทุน หมายถึงวิธีการบริหารงานของบริษัทที่สืบเนื่องจากนโยบายในการขยายกิจการที่ไม่ประสงค์จะสร้างมูลหนี้ขึ้นก่อให้เกิดภาวะผูกพันดอกเบี้ยจ่ายและต้องการเสริมสร้างโครงสร้างทางการเงินให้มีระดับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม

##### 2.1.1 รูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน

รูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศไทยสามารถแบ่งได้ ออกเป็น 4 ประเภทหลัก ได้แก่

###### 1. การเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering: PO)

หมายถึง การที่บริษัทมหาชนออกขายหลักทรัพย์ของตนให้แก่ผู้ประชาชนทั่วไปโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนไปขยายกิจการและปรับโครงสร้างทางการเงินให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น รวมถึงเพื่อกระจายการถือครองหุ้นให้ประชาชนทั่วไปมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของบริษัท

###### 2. การเสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement: PP)

หมายถึง การที่บริษัทมหาชนออกขายหลักทรัพย์ของตนให้แก่ผู้ลงทุนกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจง ซึ่งผู้ซื้อไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อออกจำหน่ายแต่ซื้อไว้เป็นการลงทุน โดยการเสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัดนี้ มีข้อกำหนดว่าผู้ซื้อจะต้องเป็นนักลงทุนสถาบันเท่านั้น

###### 3. การเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทตามสัดส่วนการถือครองหุ้น (Rights Offering: RO)

หมายถึง การที่บริษัทมหาชนออกขายหลักทรัพย์ของตนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือครอง ซึ่งบริษัทสามารถเลือกพิจารณาออกใบแสดงสิทธิการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable Subscription Rights: TSR) เพื่อให้ผู้ถือหุ้นเดิมมีทางเลือกว่าจะตัดสินใจใช้สิทธิที่บริษัทจัดสรรให้ในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนตามสิทธิที่ตนได้รับ หรือเสนอขายสิทธิให้แก่นักลงทุนรายอื่น ดังนั้น TSR จึงเป็นประโยชน์ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเดิมขาดเงินทุนเพิ่มเติมในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ผู้ถือหุ้นจะสามารถขายโอนสิทธินั้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นได้สิทธิตามที่พึงได้รับแต่ต้น และไม่ต้องนำเงินมาจองซื้อ และทำให้บริษัทมีโอกาสที่จะระดมทุนได้ครบถ้วนตามเป้าหมายที่ต้องการ

#### 4. การเสนอขายให้แก่กรรมการ หรือพนักงานของบริษัท (Employee Stock Option Program: ESOP)

หมายถึง การที่บริษัทมหาชนออกขายหลักทรัพย์ของตนให้แก่กรรมการหรือพนักงานของบริษัท โดยมีเป้าหมายเพื่อจูงใจให้กรรมการและพนักงานปฏิบัติหน้าที่ให้ดีที่สุด เพื่อให้เกิดมูลค่าส่วนเพิ่มของบริษัท ซึ่งจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดเพิ่มสูงขึ้นก่อให้เกิดประโยชน์โดยรวมแก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมด

##### ตารางที่ 2.1 ข้อดีและข้อเสียของรูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแต่ในละรูปแบบ

รูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญ	ข้อดี	ข้อเสีย
1. การเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering: PO)	- สามารถระดมทุนได้จากนักลงทุนหลายประเภท	- ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับผลกระทบจาก Dilution Effect
2. การเสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement: PP)	- สามารถระดมทุนได้ในระยะเวลาอันรวดเร็ว - ขั้นตอนการเสนอขายไม่ซับซ้อน และมีค่าใช้จ่ายต่ำ - ช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงนักลงทุนกลุ่มเป้าหมายได้ตรงตามต้องการ	- ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับผลกระทบจาก Dilution Effect
3. การเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทตามสัดส่วนการถือครองหุ้น (Rights Offering: RO)	- สามารถคุ้มครองผู้ถือหุ้นเดิมจาก Dilution Effect เนื่องจากหลังการออกเสนอขายแล้ว ผู้ถือหุ้นที่รับสิทธิการจองซื้อหุ้นจะยังคงมีสัดส่วนการถือครองเท่าเดิมไม่เปลี่ยนแปลง	- ผู้ถือหุ้นเดิมจำเป็นต้องมีเงินทุนเพื่อนำมาลงทุนเพิ่มเติมเพื่อรักษาสัดส่วนการถือครอง  - สามารถระดมทุนได้น้อยกว่า 2 วิธีแรก เนื่องจากกลุ่มเป้าหมายถูกจำกัดไว้เพียงแต่ผู้ถือหุ้นเดิม

ตารางที่ 2.1 ข้อดีและข้อเสียของรูปแบบการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแต่ในละรูปแบบ (ต่อ)

4. การเสนอขายให้แก่กรรมการ หรือ พนักงานของบริษัท (Employee Stock Option Program: ESOP)	- สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างแรงจูงใจให้กรรมการและพนักงานของบริษัทตั้งใจปฏิบัติงานเพื่อสร้างมูลค่าส่วนเพิ่มให้กับบริษัท	- ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับผลกระทบจาก Dilution Effect  - สามารถระดมทุนได้น้อยที่สุดจากทั้ง 4 วิธีที่ได้กล่าวมาข้างต้น
--	---	--

ตารางที่ 2.2 สรุปเกณฑ์สำคัญในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

สารสนเทศ	RO	PO	PP
Size Limit (% ของทุนชำระแล้ว ณ วันที่คณะกรรมการบริษัทมีมติเพิ่มทุน)	ไม่เกิน 30%	ไม่เกิน 20%	ไม่เกิน 10%
ราคาเสนอขาย	ไม่กำหนด	ต้องไม่เข้าข่ายเป็นราคาต่ำ ตามเกณฑ์ราคาของ ก.ล.ต. (Discount ไม่เกิน 10%)	
ระยะเวลาจัดสรร	ภายในวันที่บริษัทจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี (AGM) ครั้งถัดไป หรือวันที่กฎหมายกำหนดให้บริษัทต้องจัด AGM ครั้งถัดไป แล้วแต่วันใดถึงก่อน		
ประเภทหลักทรัพย์	-หุ้นสามัญ -หุ้นบุริมสิทธิ -TSR	-หุ้นสามัญ -หุ้นบุริมสิทธิ	

ทั้งนี้ เมื่อบริษัทกำหนดและประกาศราคาการออกเสนอขายเป็นที่เรียบร้อยแล้ว บริษัทจะต้องคงราคาเสนอขายนั้นไว้อย่างน้อย 1 ปี

## 2.2 กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

### 2.2.1 ทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีนี้ถูกเสนอครั้งแรกโดย Donaldson (1961) กล่าวถึงการลำดับการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของบริษัท โดยบริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้นโดยจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งทุนภายในก่อน ซึ่งได้แก่ กำไรสะสม และหากบริษัทยังต้องการเงินทุนเพิ่ม บริษัทจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ได้แก่ การออกหุ้นกู้ และการออกหุ้นสามัญ ตามลำดับ

### 2.2.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure)

กิจการมีแนวโน้มที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้มีต้นทุนเฉลี่ยในการจัดหาเงินทุนที่ต่ำ โดย Marsh (1982) พบว่ากิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สิน (Leverage ratio) ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีแนวโน้มในการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อนำเงินที่ได้ไปชำระหนี้สินที่มีอยู่ และเพื่อปรับโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับเป้าหมาย (Target)

### 2.2.3 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetry of Information)

ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสารคือการที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดแต่ละฝ่ายมีข้อมูลข่าวสารไม่เท่ากัน โดย Myers and Majluf (1984) ได้อธิบายถึงเหตุผลที่นักลงทุนรายใหม่ตอบสนองต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนในทางลบ ซึ่งมาสาเหตุมาจากการที่นักลงทุนรายใหม่เชื่อว่าผู้บริหารต้องการรักษาผลประโยชน์ของกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมไว้ให้ได้มากที่สุด กล่าวคือ หากราคาหุ้นในตลาดมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงผู้บริหารจะไม่ออกหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากจะทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียประโยชน์ แต่หากราคาหุ้นบริษัทในตลาดมีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง ผู้บริหารจะเลือกการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เนื่องจากจะไม่กระทบต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมในกรณีที่ผู้ถือหุ้นเดิมทำการใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งนั้นๆ นอกจากนี้ Kim and Weisbach (2008) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของกิจการ ซึ่งพบว่าเป็นการหาเงินทุนมารองรับการลงทุนในอนาคตและในขณะเดียวกันคือเพื่อใช้โอกาสจากการที่หุ้นของกิจการในตลาดมีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยกิจการที่มีอัตราส่วน Market-to-book Ratio สูง จะมีแนวโน้มในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมากกว่ากิจการที่มีอัตราส่วน Market-to-book Ratio ต่ำ



## 2.3 การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศข่าวเพิ่มทุนของบริษัท

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา พบว่านักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตอบสนองในทางลบต่อการประกาศข่าวการตัดสินใจเพิ่มทุนของบริษัท โดยพลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์ (2554) ได้ทำการศึกษากการเพิ่มทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลระหว่างปีพ.ศ. 2542-2549 พบว่านักลงทุนตอบสนองต่อการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในทางลบจากการที่ราคาของหุ้นในตลาดลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทออกเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนมักจะมีผลประกอบการที่ย่ำแย่ในช่วงหลังเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Underperformed)

พิมาน ลิมปพยอมและอัญชลี งามวุฒิกุล (2547) ศึกษาบริษัทจำนวน 62 แห่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงปีพ.ศ. 2534 – 2537 พบว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานลดลงหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยสนับสนุนทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารที่มีข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนซึ่งเป็นบุคคลภายนอกและปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

ชนกพรธณ เนื้อไม้ (2556) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจในการประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลตัวอย่างตั้งแต่ปีพ.ศ. 2546 – 2552 จำนวน 81 ตัวอย่าง จาก 77 บริษัท ซึ่งไม่รวมการเพิ่มทุนของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจภาคการเงิน ผลการศึกษาพบว่าผู้บริหารไม่ได้อาศัยการจับจิ้งหะตลาดเพื่อตัดสินใจเพิ่มทุนในช่วงเวลาที่ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นสูงเกินปกติ แต่จะตัดสินใจเพิ่มทุนเมื่อพบว่ามีโอกาสในการลงทุน ต้องการปรับโครงสร้างทุน และมีสภาพคล่องต่ำ นอกจากนี้ยังพบว่านักลงทุนตอบสนองต่อการประกาศเพิ่มทุนของบริษัทในทางลบเนื่องจากมองว่าผู้บริหารอาศัยการจับจิ้งหะตลาดในการประกาศเพิ่มทุนซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาชิ้นนี้โดยมีสาเหตุมาจากความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารที่มีข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนที่เป็นบุคคลภายนอก

สลิลลา ตูลยะเสถียร (2553) ได้ทำการศึกษาถึงแรงจูงใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยได้ศึกษาบริษัทจำนวน 129 แห่งที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2548-2552 พบว่าผู้บริหารไม่มีจุดประสงค์ในการส่งสัญญาณใดๆแก่นักลงทุนจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและพบว่าผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะขายหุ้นของบริษัททั้งในช่วงระยะเวลาสองเดือนก่อนและหลังเหตุการณ์การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากการที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีแนวโน้มลดลงหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอย่างชัดเจน

ธนพล กมลเสถียรรัตน์ (2556) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทที่มีการประกาศเพิ่มทุนระหว่างปีพ.ศ. 2551-2555 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งหมด 71 เหตุการณ์ 61 บริษัท เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ รวมทั้งศึกษาปัจจัยทางบริษัทที่บริษัทสามารถอธิบายผลที่เกิดขึ้นในกรณีที่ผลการทดสอบพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในช่วงการประกาศเพิ่มทุน พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุน อันมีสาเหตุมาจากปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนซึ่งทำให้นักลงทุนตอบสนองต่อราคาของหุ้นของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนในทิศทางลบ นอกจากนี้พบว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสามารถตีความได้ว่านักลงทุนมองว่าความเป็นอิสระของประธานกรรมการ เป็นปัจจัยสำคัญที่สะท้อนถึงบริษัทที่ดีของบริษัทจากการลดลงของความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนมีความมั่นใจในการประกาศเพิ่มทุนของบริษัทมากยิ่งขึ้น

ดวงกมล ลิ้มวิจิตสุข (2556) ได้ศึกษาเกี่ยวกับระดับของหุ้นเพิ่มทุนที่ออกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2547 -2556 รวม 10 ปี โดยได้ทำการควบคุม Dilution Effect ที่เกิดขึ้นจากการขายหุ้นที่ราคาคิดลดและจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น และสถานะของตลาด ณ วันที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งพบว่าหุ้นเพิ่มทุนมีผลตอบแทนเริ่มแรกโดยเฉลี่ยเป็นบวก (Underpricing) และพบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับการ Underpricing ได้แก่ ราคาคิดลดของราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน (SEO Offer Discount) กำไรที่ประกาศก่อนวันจองซื้อหุ้น (EPS Announcement) ขนาดของหุ้นเพิ่มทุน (Relative Offer Size) สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุน (Portion of Secondary Shares) และความไม่แน่นอนของกิจการ (Ex-Ante Uncertainty)

ประณต ธีระตันติกุล (2555) ได้ศึกษาการลดผลกระทบทางลบในการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยศึกษาความสัมพันธ์ของสัญญาณและปัจจัยต่างๆ คือ การประกาศกำไร การแตกหุ้น การประกาศจ่ายเงินปันผล ช่วงเวลาในการออกขายหลักทรัพย์และรูปแบบการเสนอขาย กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหุ้น โดยศึกษาผ่านเหตุการณ์การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 141 เหตุการณ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2545 – เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2554 โดยกำหนดให้วันเกิดเหตุการณ์ (Event Date) คือวันที่เริ่มมีข่าวการออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วตลอดสู่สาธารณชนเป็นครั้งแรก การศึกษาครั้งนี้พบว่า ส่วนใหญ่การออกหุ้นเพิ่มทุนจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วง (-1,+3) วันในช่วงก่อนและหลังการเกิดเหตุการณ์ และเมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของสัญญาณและปัจจัยต่างๆ กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมใน

ช่วงเวลาเหตุการณ์เพิ่มทุนพบว่า การประกาศกำไร การประกาศแตกหุ้น การประกาศจ่ายเงินปันผล รูปแบบการเสนอขายและสถานะตลาด ล้วนเป็นเครื่องมือในการสื่อสารกับนักลงทุนเพื่อลดผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ แต่เครื่องมือดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทขนาดเล็กหรือสถานการณ์ที่มีความเหมาะสมมาตราของข้อมูลเท่านั้น

## 2.4 กรณีศึกษาของการเพิ่มทุนโดยออกใบแสดงสิทธิการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้ (Transferable Subscription Rights: TSR)

### 2.4.1 บริษัท เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ จำกัด (มหาชน) (ENERGY EARTH PUBLIC COMPANY LIMITED)

เมื่อวันที่ 13 สิงหาคม พ.ศ. 2557 ที่ประชุมคณะกรรมการอนุมัติการเพิ่มทุนของบริษัทจำนวน 200,000,000 บาท โดยการออกหุ้นสามัญใหม่จำนวน 200,000,000 หุ้น โดยมีมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท เพื่อออกใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหุ้นสามัญของบริษัทเอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ จำกัด (มหาชน) ต่อประชาชนในประเทศไต้หวัน (Taiwan Depositary Receipts: TDR) จำนวนไม่เกิน 200,000,000 หน่วย ซึ่งราคาเสนอขายของ TDR จะอ้างอิงกับสภาพของตลาดและสภาพเศรษฐกิจโดยรวม และเป็นไปตามอุปสงค์ของนักลงทุนในระหว่างกระบวนการ Book Building ทั้งนี้ราคาเสนอขายจะต้องไม่ต่ำกว่า 6.37 บาทต่อหุ้นซึ่งเป็นราคาที่กำหนดจากราคาถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 15 วันทำการติดต่อกันระหว่างวันที่ 21 กรกฎาคม พ.ศ. 2557 ถึงวันที่ 8 สิงหาคม พ.ศ. 2557 และจะนำ TDR ดังกล่าวจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน (Taiwan Stock Exchange-TWSE) เพื่อให้ให้นักลงทุนที่ถือ TDR ของบริษัทสามารถทำการซื้อขาย TDR ในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน

การออกเสนอขาย TDR ในครั้งนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นของบริษัทเนื่องจาก TDR เป็นทางเลือกของการลงทุนที่สามารถดึงดูดนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนในไต้หวันให้เข้ามาลงทุนและซื้อขายหุ้นของบริษัท ซึ่งจะเป็นการสร้างสภาพคล่องและขยายฐานผู้ถือหุ้นของบริษัทให้มีความหลากหลายมากขึ้น และยังเป็นการส่งเสริมภาพลักษณ์ของบริษัทในไต้หวัน ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันในไต้หวันและเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาของกลุ่มบริษัทสืบไป

อย่างไรก็ตาม เมื่อวันที่ 27 ตุลาคม พ.ศ. 2558 ที่ประชุมคณะกรรมการได้มีมติอนุมัติยกเลิกการออกเสนอขาย TDR เนื่องจากได้ทำการพิจารณาแล้วว่าจะก่อให้เกิด Dilution Effect ต่อผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นไปอีก เนื่องจากบริษัทมีแผนที่จะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อการเข้าซื้อ

เหมืองถ่านหิน และในปัจจุบันบริษัทได้รับการสนับสนุนวงเงินกู้จากธนาคารในวงเงินที่มีความเพียงพอ  
กับการดำเนินธุรกิจของบริษัทอยู่แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องออก TDR เพิ่มเติมอีก

ตารางที่ 2.3 สรุปการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น. EARTH ในช่วงเหตุการณ์การประกาศเพิ่มทุน

วันที่	เหตุการณ์	ราคาปิด (บาท)
20 มิ.ย. พ.ศ. 2557	1 เดือนก่อนวันแรกที่คำนวณราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน	5.75
21 ก.ค. พ.ศ. 2557	วันแรกที่เริ่มคำนวณราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน	5.80
8 ส.ค. พ.ศ. 2557	วันสุดท้ายที่ใช้ในการคำนวณราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน	6.95
13 ส.ค. พ.ศ. 2557	วันประกาศข่าวออกหุ้นเพิ่มทุน	7.05
12 ก.ย. พ.ศ. 2557	1 เดือนหลังวันประกาศข่าวออกหุ้นเพิ่มทุน	5.50
27 ต.ค. พ.ศ. 2558	วันที่มีมติอนุมัติยกเลิกการเพิ่มทุน	4.86
27 พ.ย. พ.ศ. 2558	1 เดือนหลังวันที่มีมติอนุมัติยกเลิกการเพิ่มทุน	4.64

## บทที่ 3 วิธีการศึกษา

### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

รวบรวมข้อมูลของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) จากข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน อันได้แก่

- รายงานประจำปี และแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)
- รายงานการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี
- เว็บไซต์และสื่อออนไลน์ของบริษัท
- ข้อมูลที่เผยแพร่ผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสำนักงาน

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

- ข้อมูลราคาหุ้นและอัตราส่วนทางการเงินย้อนหลัง จากฐานข้อมูล SETSMART DataStream Bloomberg และ eFinance
- ข่าวสารเผยแพร่ จากหนังสือพิมพ์ต่างๆ

### 3.2 วิธีการศึกษา

#### 3.2.1 การประเมินหาราคาใช้สิทธิ TSR ที่เหมาะสมของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ในการศึกษาเพื่อหาราคาใช้สิทธิ TSR ที่เหมาะสมของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ผู้ศึกษาจะใช้วิธีการประเมินหามูลค่าของหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) และการประเมินอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจะใช้อัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital) ของบริษัทในการคิดลดหามูลค่าของกระแสเงินสดในอนาคตกลับมาเป็นมูลค่าในปัจจุบัน

##### 3.2.1.1 วิธีการประเมินหามูลค่าของหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow)

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Model) เป็นวิธีการประเมินมูลค่าโดยการพยากรณ์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด

สดในอนาคตของกิจการ ซึ่งคำนึงถึงค่าเงินตามเวลาโดยจะต้องปรับมูลค่าของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตกลับมาให้เป็นมูลค่าในปัจจุบันด้วยอัตราคิดลดที่เหมาะสม

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าของกิจการ} &= \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \\ &= \frac{FCF_1}{(1+k)^1} + \frac{FCF_2}{(1+k)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k)^n} \end{aligned}$$

CF คือ กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละปี

k คือ อัตราคิดลดหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

### 3.2.1.2 วิธีการคำนวณอัตราต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted

Average Cost of Capital: WACC)

$$WACC = W_d K_d (1 - T_c) + W_{ps} K_{ps} + W_{ce} K_{ce}$$

$W_d$  สัดส่วนของเจ้าหนี้ต่อมูลค่าของบริษัท

$K_d(1 - T_c)$  อัตราผลตอบแทนที่เจ้าหนี้ต้องการ (หลังภาษีเงินได้นิติบุคคล)

$W_{ps}$  สัดส่วนของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิต่อมูลค่าของบริษัท

$K_{ps}$  อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิต้องการ

$W_{ce}$  สัดส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อมูลค่าของบริษัท

$K_{ce}$  อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญต้องการ

### 3.2.1.3 วิธีการคำนวณค่าเบต้า (Beta)

เนื่องด้วยสภาพของเศรษฐกิจที่มีความผันผวนสูงและนโยบายของบริษัทที่มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางเงินทุนอย่างต่อเนื่องในอดีตที่ผ่านมา จึงต้องนำ Hamada's Equation เข้ามาประยุกต์ใช้ในการหาค่าเบต้า โดยมีขั้นตอนการคำนวณดังนี้

ขั้นที่ 1 นำค่าเบต้าของบริษัท หรือ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มาเข้าสู่สูตร Hamada's Equation เพื่อให้ได้ค่า Unlevered Beta ( $\beta_U$ )

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T_c) \left( \frac{D}{S_L} \right)}$$

โดยที่

$\beta_U$  คือ ค่าเบต้าของบริษัทซึ่งมีแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (ไม่มีหนี้สิน)

$\beta_L$  คือ ค่าเบต้าของบริษัทซึ่งมีแหล่งเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

$T_c$  คือ อัตราภาษีนิติบุคคล (ร้อยละ 20 ณ ปี พ.ศ. 2559)

$\frac{D}{S_L}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีการก่อหนี้ ณ ปัจจุบัน

ขั้นที่ 2 คำนวณค่าเบต้าใหม่ซึ่งมีการปรับด้วยโครงสร้างเงินทุน

เป้าหมาย (New Levered Beta)

$$\beta_L = \beta_U \left[ 1 + (1 - T_c) \left( \text{Target} \frac{D}{S_L} \right) \right]$$

โดยที่

$\text{Target} \frac{D}{S_L}$  คือ ระดับของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป้าหมายของบริษัทในช่วงระยะเวลาประมาณการ

### 3.2.2 การประเมินผลประโยชน์ทางการเงินหลังการออกขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนสำเร็จ

#### 3.2.2.1 อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นอัตราส่วนที่ใช้บ่งบอกถึงความสามารถในการสร้างกำไรผ่านการบริหารยอดขาย ต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่างๆ ที่เกิดขึ้นในบริษัท โดยบริษัทควรรักษาระดับของอัตราส่วนนี้ให้อยู่ในระดับที่สูงเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจพร้อมกับสามารถจ่ายผลตอบแทนแก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นได้

อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) =  $\frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{รายได้}}$

อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) =  $\frac{\text{กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษี}}{\text{รายได้}}$

อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) =  $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้}}$

#### 3.2.2.1 อัตราส่วนความสามารถในการบริหารหนี้สิน (Leverage Ratio)

อัตราส่วนความสามารถในการบริหารหนี้สินเป็นอัตราส่วนที่ใช้บ่งบอกถึงการตัดสินใจของบริษัทเกี่ยวกับโครงสร้างเงินลงทุน หากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสูงหมายความว่าบริษัทใช้แหล่งเงินทุนในรูปของหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้บริษัทมีความ

เสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระหนี้สินและความเสี่ยงที่บริษัทจะล้มละลายมากขึ้น สำหรับอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Net Debt to EBITDA) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้สินของบริษัท ซึ่งบริษัทควรรักษาอัตราส่วนนี้ให้อยู่ในระดับที่ต่ำเพื่อลดความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระหนี้สินและความเสี่ยงที่บริษัทจะล้มละลาย ในส่วนของอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย บริษัทที่มีอัตราส่วนนี้ในระดับที่สูงจะถือว่ามีความคล่องและมีสามารถในการชำระดอกเบี้ย

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	$= \frac{\text{หนี้สิน}}{\text{สินทรัพย์}}$
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	$= \frac{\text{หนี้สิน}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
อัตราส่วนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	$= \frac{\text{หนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ย}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงิน ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Net Debt to EBITDA)	$= \frac{\text{หนี้สินสุทธิ}}{\text{กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักต้นทุนทางการเงินค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย}}$
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย	$= \frac{\text{กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงิน}}{\text{ดอกเบี้ยจ่าย}}$



## บทที่ 4

### ผลการศึกษาและอภิปรายผล

#### 4.1 การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ในครั้งนี้ ผู้ศึกษาใช้วิธีการประมาณการด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (Discounted Cash flow) โดยใช้ข้อมูลงบการเงินปี 2558 และข้อมูลข่าวสารอื่นๆที่เปิดเผยสู่สาธารณชนจนถึงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2559 ซึ่งเป็นวันที่บริษัทประกาศจำนวนและราคาการใช้สิทธิ TSR ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

##### 4.1.1 สมมติฐานที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดในอนาคต

###### 4.1.1.1 ประมาณการรายได้

###### (1) ประมาณการรายได้จากการให้บริการ

โครงสร้างรายได้ของบริษัทประกอบด้วยตัวแปรสองตัว ได้แก่ จำนวนผู้ใช้งาน และรายได้เฉลี่ยของผู้ให้บริการต่อลูกค้าหนึ่งราย ซึ่งมาจากการดำเนินธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจ อันประกอบไปด้วย โทรโมบาย โทรออนไลน์ และทริววิชั่นส์ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงจำเป็นต้องประมาณการตัวแปรทั้งสองตัวแยกกันเพื่อคำนวณรายได้ในอนาคตของบริษัท แล้วจึงนำจำนวนผู้ใช้งานคูณกับรายได้เฉลี่ยของผู้ให้บริการต่อลูกค้าหนึ่งรายของแต่ละธุรกิจมาประกอบกันเป็นรายได้จากการดำเนินงาน

###### (1.1) ประมาณการจำนวนผู้ใช้งาน (Number of Subscribers)<sup>6</sup>

###### (1) กลุ่มโทรโมบาย (TRUEMOVE-H)

จำนวนของผู้ใช้งานโทรศัพท์เคลื่อนที่ของกลุ่มทรูในปี พ.ศ. 2558 มีจำนวน 19.1 ล้านราย<sup>7</sup> โดยแบ่งออกเป็น ผู้ใช้งานในระบบเติมเงินจำนวน 14.4 ล้านราย และ ผู้ใช้งานในระบบรายเดือนจำนวน 4.7 ล้านราย

จำนวนผู้ใช้งานในระบบรายเดือนมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมในตลอดระยะ 3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่ผู้ให้บริการในระบบเติมเงินมีจำนวนลดลงซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับอุตสาหกรรมซึ่งได้รับผลกระทบจากข้อบังคับ

<sup>6</sup> ที่มา: ข้อมูลจากรายงานสภาพตลาดโทรคมนาคมปี พ.ศ. 2558, สำนักคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.)

<sup>7</sup> ที่มา: ข้อมูลจากรายงานประจำปี 2558 ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ลงทะเบียนซิมโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระบบเติมเงินตามประกาศของสำนักคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.)

ในปัจจุบัน จำนวนผู้ใช้งานโทรศัพท์เคลื่อนที่มีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 124 ของประชากรไทย<sup>8</sup> ผู้ศึกษาจึงประมาณให้จำนวนของผู้ใช้งานในประเทศไทยคงที่โดยผู้ใช้งานในระบบเติมเงินของบริษัทมีการเติบโตขึ้นปีละร้อยละ 5 ระหว่างปี พ.ศ. 2559 - 2563 และลดลงเหลือร้อยละ 2.5 ต่อปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 - 2573 เป็นต้นไป ผู้ใช้งานในระบบรายเดือนเติบโตขึ้นปีละร้อยละ 10 ระหว่างพ.ศ. 2559 - 2563 และลดลงเหลือร้อยละ 5 ต่อปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 - 2573 เป็นต้นไป ซึ่งในปี พ.ศ. 2573 บริษัทจะมีฐานลูกค้าคิดเป็นร้อยละประมาณ 50 ของตลาดผู้ใช้งานโทรศัพท์เคลื่อนที่ในประเทศไทย

#### (2) กลุ่มทรูออนไลน์ (TRUE ONLINE)

จำนวนผู้ใช้งานของทรูออนไลน์ ณ ปี พ.ศ. 2558 สามารถแบ่งออกเป็น (1) ผู้ใช้งานโทรศัพท์พื้นฐานจำนวน 1.51 ล้านราย (2) ผู้ใช้โทรศัพท์สาธารณะจำนวน 30,000 คู่ (3) ผู้ใช้งานเครือข่ายอินเทอร์เน็ตจำนวน 2.39 ล้านราย

ในระยะ 10 ปีที่ผ่านมา อัตราการเข้าถึงของบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้งานโทรศัพท์พื้นฐานลดลงอย่างต่อเนื่อง ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้จำนวนผู้ใช้งานโทรศัพท์พื้นฐานลดลงในอัตราร้อยละ 5.73 ซึ่งสอดคล้องกับสถิติจำนวนผู้ใช้งานโทรศัพท์พื้นฐานของบริษัทที่ลดลงในระยะ 3 ปี ที่ผ่านมา ในส่วนของตู้โทรศัพท์สาธารณะ บริษัทมีแนวโน้มที่จะรื้อถอนตู้โทรศัพท์สาธารณะออกจากการสิ้นสุดสัญญาการร่วมการทำงานที่ได้ทำไว้กับ TOT ภายในปี พ.ศ. 2561 ในส่วนของผู้ใช้งานเครือข่ายอินเทอร์เน็ตมีการเติบโตขึ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 14.86 ในระยะ 3 ปี ที่ผ่านมา ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้จำนวนของผู้ใช้งานเครือข่ายอินเทอร์เน็ตมีการเติบโตเท่ากับร้อยละ 14.80 ต่อปี ในปี พ.ศ. 2559 - 2561 ตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2562 เป็นต้นไป กำหนดให้จำนวนผู้ใช้งานคงที่เพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 5 ต่อปี เพื่อให้สะท้อนถึงการเติบโตบนพื้นฐานของความเป็นไปได้

#### (3) กลุ่มทรูวิชั่นส์ (TRUE VISIONS)

จำนวนผู้ใช้งานของทรูวิชั่นส์ ณ ปี พ.ศ. 2558 สามารถแบ่งออกเป็น (1) ผู้ใช้งาน Premium Package จำนวน 2.92 แสนราย (2) ผู้ใช้งาน Standard Package จำนวน 1.11 ล้านราย (3) ผู้ใช้งาน Free to Air Box จำนวน 1.18 ล้านราย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติของบริษัท พบว่าจำนวนผู้ใช้งาน Premium Package มีอัตราการลดลงเฉลี่ยร้อยละ 7.72 ในขณะที่จำนวนผู้ใช้งาน

<sup>8</sup> ที่มา: รายงานสภาพตลาดโทรคมนาคมประจำไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2558

Standard Package มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 63 ต่อปี จากการออกโปรโมชั่นควบคู่กับการใช้งานโทรศัพท์เคลื่อนที่ จำนวนผู้ใช้งาน Free to Air Box (ไม่มีค่าบริการรายเดือน) มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 16.94 ต่อปี ในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา

ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้จำนวนผู้ใช้งาน Premium Package มีอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปี คงที่ตลอดระยะเวลาการประมาณการ ผู้ใช้งาน Standard Package มีอัตราการเพิ่มขึ้นร้อยละ 60 ต่อปีในช่วงปี พ.ศ. 2559 – 2560 และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไป กำหนดให้เพิ่มขึ้นในอัตราลดลงคือร้อยละ 40 ร้อยละ 20 ร้อยละ 10 และคงที่ ณ ระดับร้อยละ 5 ต่อปี ตลอดระยะเวลาการประมาณการ นอกจากนี้ ส่วนของผู้ใช้งาน Free to Air Box ที่เพิ่มขึ้นยังสามารถใช้เป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในอนาคตได้ เนื่องจากผู้ใช้งานสามารถอัพเกรดแพคเกจการรับชม และเข้าร่วมเป็นสมาชิกที่ต้องเสียค่าบริการรายเดือนได้ในอนาคต

(1.2) ประมาณการรายได้เฉลี่ยของผู้ให้บริการต่อลูกค้าหนึ่งราย (Average Revenue Per User: ARPU)

(1) กลุ่มทรูโมบาย (TRUEMOVE-H)

คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ได้ออกมาตรการเพื่อคุ้มครองผู้บริโภค โดยกำหนดให้อัตราค่าบริการ 4G จะต้องมียอดค่าบริการสูงกว่าอัตราค่าบริการ 3G และจะต้องจัดให้มีแพ็คเกจราคาประหยัดสำหรับผู้พิการ ผู้ด้อยโอกาส และผู้มีรายได้น้อยไม่เกิน 10,000 บาท และยังคงต้องดำเนินการตามแผนภายใน 1 ปี นับจากวันที่เริ่มให้บริการ

ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้รายได้การให้บริการเฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งรายของทรูโมบายลดลงในอัตราร้อยละ 5 ต่อปี จากการออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายเพื่อเพิ่มจำนวนผู้ใช้งานในระบบตลอดระยะเวลาการประเมิน

(2) กลุ่มทรูออนไลน์ (TRUE ONLINE)

รายได้การให้บริการเฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งรายของทรูออนไลน์มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากการออกโปรโมชั่นส่งเสริมทางการตลาดและนโยบาย Convergence และด้วยกระแสความนิยมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ ผู้ศึกษาจึงทำการประเมินให้รายได้การให้บริการของทรูออนไลน์ลดลงในอัตราร้อยละ 5 ต่อปี ตลอดระยะเวลาการประเมิน

## (3) กลุ่มทรูวิชั่นส์ (TRUE VISIONS)

รายได้การให้บริการเฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งรายของทรูวิชั่นส์มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากการออกโปรโมชั่นส่งเสริมทางการตลาดและนโยบาย Convergence ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้รายได้การให้บริการเฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งรายของในส่วนของทรูวิชั่นส์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 – 2562 ลดลงในอัตราร้อยละ 5 ต่อปี และหลังจากปี พ.ศ. 2562 กำหนดให้มีค่าคงที่ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

## (2) ประมาณการรายได้จากการขาย

ผู้ศึกษากำหนดให้รายได้จากการขายมีอัตราเติบโตสูงขึ้นร้อยละ 1.90 ต่อปี ซึ่งสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ยย้อนหลังระหว่างปี พ.ศ. 2549 – 2558

## (3) รายการระหว่างกัน

จากการวิเคราะห์งบการเงิน พบว่าอัตราส่วนรายการระหว่างกันต่อรายได้รวมของบริษัทเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี เท่ากับร้อยละ 8.33 ต่อปี ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้รายการระหว่างกันมีอัตราส่วนเท่ากับร้อยละ 8.33 ต่อรายได้รวมต่อปี ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

**4.1.1.2 ประมาณการต้นทุนการให้บริการและต้นทุนขาย**

ต้นทุนในการประกอบธุรกิจของบริษัทแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ต้นทุนการให้บริการและต้นทุนขาย เนื่องจากรายได้หลักของกิจการมาจากการให้บริการ

## (1) ต้นทุนการให้บริการ

ต้นทุนการให้บริการของบริษัทประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแล ค่าใช้จ่ายเชื่อมต่อโครงข่าย ต้นทุนการให้บริการ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย มีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นจากการที่บริษัทมี्यानความถี่เพื่อรองรับการให้บริการที่เพิ่มมากขึ้นและมีแผนในการลงทุนขยายโครงข่ายอย่างต่อเนื่องในอนาคต โดยจากการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทย้อนหลังจำนวน 3 ปี พบว่าบริษัทมีอัตราส่วนต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย) ต่อรายได้รวมเท่ากับร้อยละ 45.02 ต่อปี ผู้ศึกษาจึงประมาณการต้นทุนการให้บริการ (ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย) ของบริษัทเท่ากับร้อยละ 45.02 ของรายได้รวมบริษัทในปี พ.ศ. 2559 - 2563 และลดลงในอัตราร้อยละ 0.50 ต่อปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นไป เพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่เพิ่มมากขึ้น

## (2) ต้นทุนขาย

จากการวิเคราะห์งบการเงินของบริษัทย้อนหลัง 3 ปี พบว่าอัตราส่วนของต้นทุนขายต่อรายได้รวมของบริษัทเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 15.69 ต่อปี ผู้ศึกษาจึงประมาณต้นทุนขายเท่ากับร้อยละ 16.00 ของรายได้รวมในปี พ.ศ. 2559 – 2563 และลดลงในอัตราร้อยละ

0.50 ต่อปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นไป เพื่อแสดงถึงความสามารถในการเจรจาต่อรองกับซัพพลายเออร์ที่เพิ่มขึ้น

#### 4.1.1.3 ประมาณการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

จากการวิเคราะห์งบการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2558 พบว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย) ต่อรายได้รวมเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 17 ผู้ศึกษาจึงประมาณให้ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย) ในปี พ.ศ. 2559 - 2563 เท่ากับร้อยละ 17 ของรายได้รวมต่อปี และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นไป กำหนดให้ลดลงในอัตราร้อยละ 0.5 ต่อปีคงที่ เพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่เพิ่มมากขึ้นในอนาคต

#### 4.1.1.4 ประมาณการค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในอนาคต

การประมาณการค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในอนาคตจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในการจ่ายซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในการจ่ายซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน

(1) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2558 บริษัทมีภาระในการจ่ายซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ดังนี้

จากการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปี 2559 นายศุภชัย เจียรนวนนท์ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของบริษัท ได้ให้ข้อมูลเกี่ยวกับงบลงทุนของบริษัทโดยคาดว่าจะใช้เงินลงทุน 5.7 หมื่นล้านบาทในอนาคตระยะ 3 ปี ไม่รวมการจ่ายค่าใบอนุญาต เพื่อลงทุนขยายโครงข่ายมือถือและติดตั้งอุปกรณ์ในการให้บริการ 4G ตามข้อตกลงของ กสทช. ซึ่งกำหนดให้บริษัทต้องขยายโครงข่ายให้ครอบคลุมประชากรร้อยละ 50 ภายใน 4 ปี และต้องครอบคลุมประชากรร้อยละ 80 ภายใน 8 ปี โดยงบลงทุนดังกล่าวจะมาจากกระแสเงินสดทั้งหมด แบ่งเป็นการลงทุนในปี พ.ศ. 2559 เป็นเงินจำนวน 4.7 หมื่นล้านบาท

ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงประมาณให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในการจ่ายซื้อที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ในปี พ.ศ. 2559 เท่ากับ 4.7 หมื่นล้านบาท ในปี พ.ศ. 2560 - 2561 เท่ากับปีละ 15,000 ล้านบาท และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 เป็นต้นไปเท่ากับปีละ 10,000 ล้านบาทคงที่ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

(2) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2558 บริษัทมีภาระในการจ่ายซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนี้

- การจ่ายชำระใบอนุญาตให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระบบดิจิทัล สำหรับระยะเวลา 15 ปี จำนวน 2,544.80 ล้านบาท ซึ่งจะถูกแบ่งชำระเป็น 4 งวด งวดละ 680.73 ล้านบาท ระหว่าง พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2562

- ในปี พ.ศ. 2558 บริษัทชนะการประมูลคลื่นความถี่สำหรับกิจการโทรคมนาคม ย่าน 1800 MHz และย่าน 900 MHz โดย กสทช. กำหนดให้ชำระเงินงวดแรกเป็นจำนวนร้อยละ 50 ของราคาประมูล ภายใน 90 วันนับจากวันที่ได้รับหนังสือแจ้งเป็นผู้ชนะการประมูล และในงวดที่สองและงวดที่สาม กำหนดให้แบ่งชำระเป็นจำนวนร้อยละ 25 ในแต่ละปี ซึ่งบริษัทได้ทำชำระเงินงวดที่ 1 สำหรับย่าน 1800 MHz ในปี พ.ศ. 2558 เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

ดังนั้น หลังจากชำระค่าใบอนุญาตในการให้บริการทั้งหมดปี พ.ศ. 2562 บริษัทจะมีย่านความถี่ครอบครองมากที่สุดในบรรดาคู่แข่ง และจะมีใช้ไปจนถึงปี พ.ศ. 2570 (สิ้นสุดใบอนุญาตของย่านความถี่ 2100 MHz) ผู้ศึกษาจึงประมาณให้เงินลงทุนจ่ายซื้อสินทรัพย์ไม่มีตัวตนคงที่หลังจากปี พ.ศ. 2562 เท่ากับ 3,000 ล้านบาท เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายเงินลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นๆ และเพื่อเป็นค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษา

#### 4.1.1.5 ประมาณการเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด

จากการวิเคราะห์งบการเงิน พบว่าอัตราส่วนเงินสดต่อยอดขายเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี เท่ากับร้อยละ 10.09 ผู้ศึกษาจึงประมาณให้รายการเงินสดต่อยอดขายเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 10.09 คงที่ตลอดระยะเวลาการประเมิน

#### 4.1.1.6 ประมาณการลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือและเจ้าหนี้การค้า

เนื่องจากในอดีตที่ผ่านมา รูปแบบในการดำเนินธุรกิจมีพัฒนาและปรับเปลี่ยนอย่างต่อเนื่อง ผู้ศึกษาจึงประมาณการรายการลูกหนี้การค้า รายการสินค้าคงเหลือและรายการเจ้าหนี้การค้าโดยใช้อัตราการหมุนเวียนเฉลี่ยย้อนหลังจากงบการเงินระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 จำนวน 3 ปี และกำหนดให้ใช้อัตราคงที่ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

โดยอัตราการหมุนเวียนเฉลี่ยของรายการลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable Turnover) เท่ากับ 2.83 วัน อัตราการหมุนเวียนเฉลี่ยของรายการสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover) เท่ากับ 19.18 วัน และอัตราการหมุนเวียนของเจ้าหนี้การค้า (Accounts Payable Turnover) เท่ากับ 3.22 วัน

#### 4.1.1.7 ประมาณการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และสินทรัพย์ไม่มีตัวตน

ผู้ศึกษาใช้ข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ในสื่อสาธารณะ เช่น จากการให้สัมภาษณ์ของกรรมการผู้จัดการใหญ่ของบริษัท รายงานประจำปี บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ และข้อมูลข่าวสารจากเว็บไซต์ต่างๆ ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

#### 4.1.1.8 ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization)

ผู้ศึกษาใช้วิธีการคำนวณค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายด้วยวิธีเส้นตรงตามนโยบายของบริษัท โดยกำหนดให้อาคารและอุปกรณ์มีอายุการใช้งานเฉลี่ยเท่ากับ 20 ปี รายการที่ดินจะไม่มีการคิดค่าเสื่อมราคา และในส่วนของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจะมีอายุการใช้งานเฉลี่ยเท่ากับ 15 ปี

#### 4.1.1.9 ประมาณการภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน

จากการวิเคราะห์งบการเงินย้อนหลัง 3 ปี พบว่ารายการภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงานเพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 10 ต่อปีโดยเฉลี่ย ผู้ศึกษาจึงกำหนดให้การเพิ่มขึ้นของรายการภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงานมีการเพิ่มขึ้นในอัตราร้อยละ 10 ต่อปีคงที่ตลอดระยะเวลาการประมาณการ

#### 4.1.1.10 นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายในการจ่ายเงินปันผลในอัตราอย่างน้อยร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากงบการเงินเฉพาะของบริษัทในแต่ละปีภายหลังการจัดสรรเป็นสำรองต่างๆและหากมีเงินสดคงเหลือ รวมทั้งเป็นไปตามข้อกำหนดกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และสัญญาเงินกู้ต่างๆ ในอดีตที่ผ่านมา บริษัทยังไม่เคยจ่ายเงินปันผลนับตั้งแต่เปิดดำเนินกิจการ

อย่างไรก็ตาม ที่ประชุมกรรมการของบริษัทมีมติให้จ่ายเงินปันผลจำนวน 1,640.6 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นการจ่ายเงินสดปันผลจำนวน 164.1 ล้านบาท และจ่ายหุ้นปันผลคิดเป็นจำนวนเงิน 1,476.5 ล้านบาท จากกำไรสุทธิของบริษัทในปี พ.ศ. 2558

#### 4.1.1.11 สมมติฐานอื่น

(1) ระยะเวลาประมาณการเท่ากับ 15 ปี (พ.ศ. 2559 – 2573) เท่ากับระยะเวลาสัมปทานคลื่นความถี่สำหรับกิจการโทรคมนาคม ย่าน 900 MHz ที่บริษัทได้รับล่าสุดและเป็นสาเหตุสำคัญของการเพิ่มทุนครั้งนี้

(2) การประมาณการตั้งอยู่บนข้อสมมติที่ว่าบริษัทจะดำรงอยู่ตลอดไป และกำหนดให้อัตราการเติบโตของบริษัทหลังระยะเวลาการประมาณการเท่ากับร้อยละ 3.40 ซึ่งคำนวณจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ย 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2558 บวกด้วยร้อยละ 1.50

(3) อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลคิดเป็นอัตราส่วนร้อยละ 20 ของกำไรจากการดำเนินงานหลังหักต้นทุนทางการเงิน

#### 4.1.2 การคำนวณหาอัตราต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

จากการศึกษาขงการเงินปี พ.ศ. 2558 พบว่าบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ไม่มีรายการหุ้นบุริมสิทธิ ผู้ศึกษาจึงทำการคำนวณอัตราต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) โดยใช้ข้อมูลจากการประมาณการในปี พ.ศ. 2559 โดยใช้สูตรในการคำนวณดังนี้

$$WACC = \left[ (K_d \times (1 - T_c) \times \frac{D}{V}) \right] + \left[ K_{ce} \times \left( 1 - \frac{D}{V} \right) \right]$$

##### 4.1.2.1 อัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อมูลค่าบริษัท (D/V Ratio)

ผู้ศึกษาใช้ตัวเลขจากการประมาณการขงการเงินปี พ.ศ. 2559 เพื่อให้สะท้อนถึงโครงสร้างการเงินภายหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยพบว่าบริษัทมีอัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อมูลค่าบริษัทลดลงจากปี พ.ศ. 2558 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 56.60 เป็น ร้อยละ 42.50 ในปี พ.ศ. 2559 โดยมีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของส่วนของผู้ถือหุ้นภายหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

ตารางที่ 4.1 คำนวณอัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อมูลค่าบริษัท (D/V Ratio)

รายการ	พ.ศ. 2558	พ.ศ. 2559
หนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ย (D)	98,052.10	108,142.43
ส่วนของผู้ถือหุ้น (E)	75,206.53	155,645.32
รวมมูลค่าของบริษัท (V)	173,258.63	263,787.76
อัตราส่วนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยต่อมูลค่าของบริษัท (D/V)	0.566	0.410

##### 4.1.2.2 การคำนวณหาอัตราต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืม (K<sub>d</sub>)

การคำนวณอัตราต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืม (K<sub>d</sub>) ผู้ศึกษาได้แบ่งส่วนของหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ย (Interest-Bearing Debt) ออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ (1) วงเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน (2) สัญญาเช่าการเงิน (3) หุ้นกู้

ผู้ศึกษากำหนดให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักของรายการวงเงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นของบริษัทในปี พ.ศ. 2559 เท่ากับอัตราดอกเบี้ย MLR ของเดือนมกราคม พ.ศ. 2559 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.50 สำหรับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงถ่วงน้ำหนัก



ของรายการสัญญาเช่าการเงินกำหนดให้เท่ากับร้อยละ 4.84 ซึ่งลดลงตามค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงระหว่างปี พ.ศ. 2556 – 2558 ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักของรายการหุ้นกู้ออกใหม่ที่มีอายุไม่เกิน 1 ปีกำหนดให้เท่ากับร้อยละ 3.02 โดยคำนวณดังนี้

- อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 15 ปี ( $R_f$ ) ของเดือนธันวาคม พ.ศ. 2558 เท่ากับร้อยละ 2.90 ต่อปี

- Credit Spread ของหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ A เท่ากับร้อยละ 0.57

- Credit Spread ของหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ BBB เท่ากับร้อยละ 2.02

ในเดือนตุลาคม พ.ศ. 2558 บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้รับการปรับอันดับจากการจัดอันดับเครดิตเรตติ้งของหุ้นกู้ที่มีการออกใหม่เป็นระดับ A- ดังนั้น ในการคำนวณ Credit Spread ของหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ A- ผู้ศึกษาจึงทำการถัวเฉลี่ย Credit Spread ได้เท่ากับร้อยละ 1.53

การประมาณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงถ่วงน้ำหนักของรายการหุ้นกู้ออกใหม่ที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี ของปี พ.ศ. 2559 เท่ากับร้อยละ 1.49 บวก ร้อยละ 1.53 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 3.02

ดังนั้น ดอกเบี้ยจากหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยในปีพ.ศ. 2559 เท่ากับ 4,576.36 ล้านบาท จากหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยทั้งหมดจำนวน 108,142.43 ล้านบาท ส่งผลให้อัตราต้นทุนทางการเงินของเจ้าหนี้ถัวเฉลี่ย ( $K_d$ ) มีค่าเท่ากับ 4.23%

#### 4.1.2.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ( $K_{ce}$ )

ผู้ศึกษาเลือกใช้แบบจำลอง CAPM ในการหาอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$K_{ce} = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta$$

(1) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 15 ปี ( $R_f$ ) ณ เดือนมกราคม พ.ศ. 2559 เท่ากับร้อยละ 2.90

(2) อัตราส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  $[E(R_m) - R_f]$  เท่ากับร้อยละ 8.38<sup>9</sup>

<sup>9</sup> EQUITY RISK PREMIUM, Damodaran, January 2016

(3) ค่าเบต้า ( $\beta$ ) ของบริษัทเท่ากับ 1.001 จากการคำนวณโดยใช้สูตร

Hamada's Equation

ตารางที่ 4.2 การคำนวณค่าเบต้า

การคำนวณค่าเบต้า ( $\beta$ ) โดยใช้ Hamada's Equation	
Levered Beta	1.532 <sup>10</sup>
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2558	2.76
Unlevered Beta	0.477
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) หลังการเพิ่มทุน	1.37
New Levered Beta	1.001

ดังนั้น อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ( $K_{ce}$ ) เท่ากับร้อยละ 11.29

จากองค์ประกอบทั้งหมดข้างต้น ผลจากการคำนวณหาอัตราต้นทุนทาง

การเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เท่ากับร้อยละ 8.05

ตารางที่ 4.3 คำนวณอัตราต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

การคำนวณอัตราต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)	
อัตราต้นทุนทางการเงินของเจ้าหนี้ ( $K_d$ )	4.23%
อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ( $K_{ce}$ )	11.29%
WACC	8.05%

<sup>10</sup> Adjusted Beta, Bloomberg, January 2016

ตารางที่ 4.4 ประมาณการกระแสเงินสดอิสระของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดระหว่างปี พ.ศ. 2559 – 2573

หน่วย: ล้านบาท

	2559	2560	2561	2562	2563	2564	2565
กำไรสุทธิ	5,667.44	4,414.30	4,558.33	4,924.49	5,445.31	6,162.35	6,684.18
ดอกเบี้ยจ่ายหลักหักภาษีเงินได้นิติบุคคล	3,661.09	4,082.55	3,714.18	3,417.16	3,074.75	2,690.68	2,558.36
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้นิติบุคคล (NOPAT)	9,328.53	8,496.85	8,272.51	8,341.65	8,520.06	8,853.03	9,242.54
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (DA)	15,252.64	18,060.12	20,157.98	21,036.69	21,736.69	22,436.69	23,136.69
ค่าใช้จ่ายการลงทุนเพิ่ม (CAPEX)	(97,399.35)	(45,862.22)	(35,217.86)	(15,680.73)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)
เงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานสุทธิ (NOWC)	(11,037.44)	(756.75)	(777.95)	(413.13)	(395.10)	(253.10)	(274.61)
มูลค่าภายหลังระยะเวลาประมาณการ (TV)							
กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow to Firm)	(83,855.63)	(20,062.00)	(7,565.33)	13,284.48	16,861.65	18,036.62	19,104.62

ตารางที่ 4.4 ประมาณการกระแสเงินสดอิสระของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดระหว่างปีพ.ศ. 2559 – 2573 (ต่อ)

หน่วย: ล้านบาท

	2566	2567	2568	2569	2570	2571	2572	2573
กำไรสุทธิ	7,963.84	8,959.31	9,930.19	10,995.50	11,677.54	12,280.08	12,941.57	13,664.92
ดอกเบี้ยจ่ายหลักหักภาษีเงินได้นิติบุคคล	1,726.50	1,239.25	708.82	135.80	-	-	-	-
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้นิติบุคคล (NOPAT)	9,690.35	10,198.56	10,639.01	11,131.30	11,677.54	12,280.08	12,941.57	13,664.92
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (DA)	23,836.69	24,536.69	25,236.69	25,936.69	26,636.69	27,336.69	28,036.69	28,736.69
ค่าใช้จ่ายการลงทุนเพิ่ม (CAPEX)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)	(13,000.00)
เงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานสุทธิ (NOWC)	(296.04)	(317.56)	(274.61)	(291.95)	(309.56)	(327.54)	(346.01)	(365.06)
มูลค่าภายหลังระยะเวลาประมาณการ (TV)								646,061.72
กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow to Firm)	20,231.00	21,417.69	22,601.09	23,776.04	25,004.67	26,289.23	27,632.25	675,098.27

## 4.2 ผลประโยชน์ทางการเงินจากการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

### 4.2.1 การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร

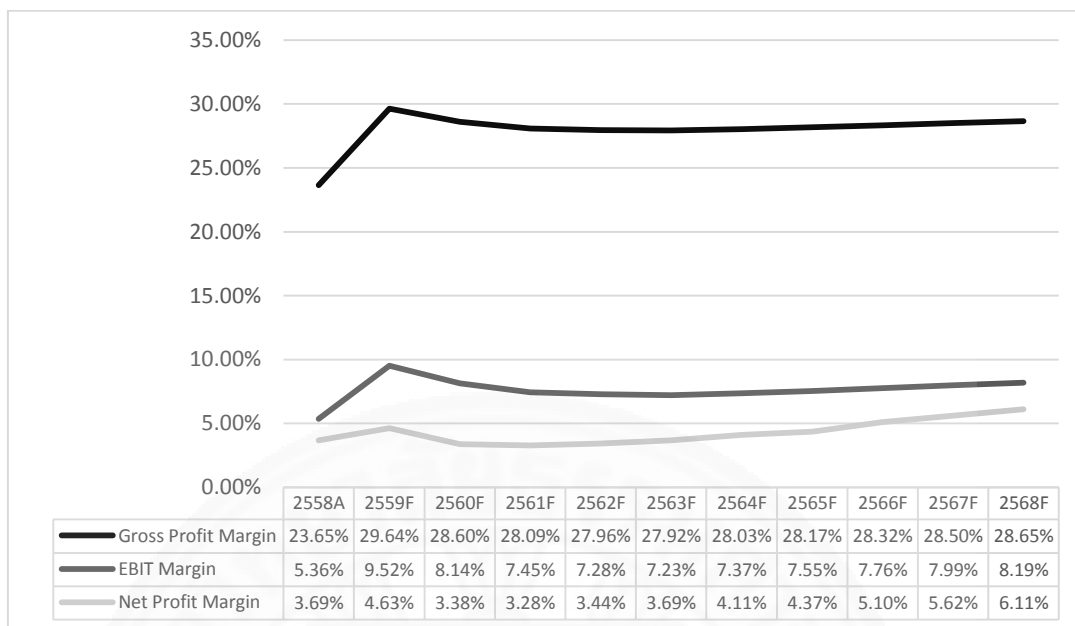
ผู้ศึกษาได้คำนวณอัตราส่วนอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) อัตรากำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษี (EBIT Margin) และอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์และเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรก่อนและหลังจากเหตุการณ์การออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน พบว่าทั้งสามอัตราส่วนมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิมีแนวโน้มลดลงชัดเจนที่สุดคือ จากร้อยละ 3.69 ในปีพ.ศ. 2558 ลดลงเหลือร้อยละ 3.28 ในปี พ.ศ. 2561 และเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นปี พ.ศ. 2562 เป็นต้นมา

เมื่อทำการวิเคราะห์หาสาเหตุที่ทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลงในระยะ 4 ปีแรก หลังการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน สามารถสรุปได้เป็น 3 เหตุผลหลักดังนี้

(1) รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้านึ่งรายมีแนวโน้มที่จะเติบโตในอัตราที่ต่ำลง เนื่องจากกลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจของบริษัท คือ กลยุทธ์ Convergence ซึ่งเป็นการผสมผสานสินค้าและบริการต่างๆ ภายในกลุ่มซึ่งเป็นผลให้บริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายในราคาที่คุ้มค่ามากขึ้นแก่ผู้ใช้งาน ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง

(2) การเพิ่มขึ้นของค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่เกิดขึ้นหลังจากการประมูลใบอนุญาตให้บริการต่างๆ และการลงทุนเพิ่มเติมในอุปกรณ์โครงข่ายอย่างต่อเนื่องส่งผลให้อัตรากำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษีลดลง

(3) การเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายทางการเงิน สืบเนื่องจากการลงทุนเพิ่มอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้บริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องทำการจัดหาทุนเพิ่มขึ้น โดยผู้ศึกษาสมมติให้บริษัทไม่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มเติมในอนาคต และพึ่งพาแหล่งเงินจากการกู้ยืมระยะสั้นตลอดระยะเวลาการประมาณการ ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิลดต่ำลง

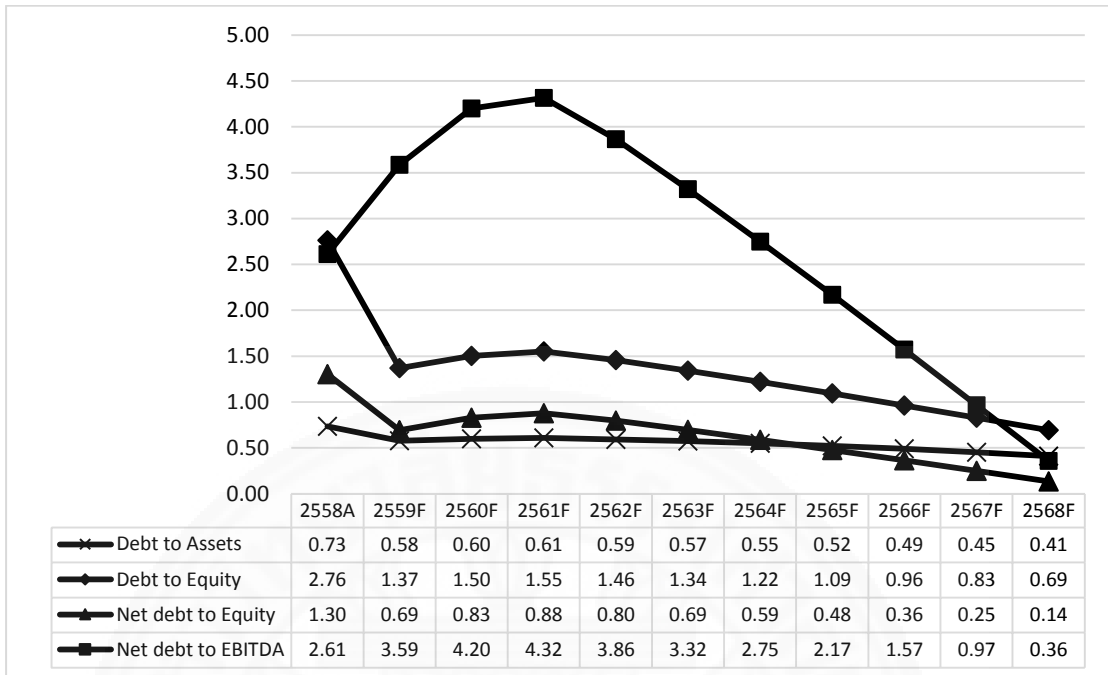


ภาพที่ 4.1 ความสามารถในการทำกำไร

#### 4.2.2 การวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้

ผู้ศึกษาได้คำนวณอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity) และอัตราส่วนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Net Debt to Equity) พบว่าอัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นผลจากการปรับโครงสร้างโดยการออกขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน

สำหรับอัตราส่วนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนต้นทุนทางการเงิน ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจ่ายหน่วย (Net Debt to EBITDA) บริษัทมีนโยบายที่จะรักษาให้อยู่ในระดับที่ไม่เกิน 2 ต่อ 1 แต่หลังการเพิ่มทุนอัตราส่วนนี้ก็กลับเพิ่มสูงขึ้นในช่วงแรกจากการกู้เงินเพิ่มเติมเพื่อจ่ายเงินค่าใบอนุญาตฯ และการขยายโครงข่ายรวมถึงเสาสัญญาณตามข้อกำหนดของการได้มาซึ่งใบอนุญาตฯ แล้วจึงเริ่มลดต่ำลงหลังจากปี พ.ศ. 2561 เป็นต้นไปจากภาระในการจ่ายลงทุนที่ลดลง จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2566 บริษัทจึงมี Net Debt to EBITDA ต่ำกว่า 2 ซึ่งเท่ากับ 1.63 ใช้เวลาในการลดระดับอัตราส่วนนี้ทั้งหมดรวม 7 ปี



ภาพที่ 4.2 ความสามารถในการชำระหนี้

## บทที่ 5

### ผลกระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท

#### 5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้น บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

วันที่	เหตุการณ์
วันที่ 9 มิถุนายน พ.ศ. 2557	<p>บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อให้บริษัทมีโครงสร้างทางการเงินที่เข้มแข็งขึ้น จำนวน 10,077,712,886 หุ้น ในราคาหุ้นละ 6.45 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่ตราไว้ของบริษัท โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนแรก เพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) จำนวน 5,648,285,818 หุ้น ส่วนที่สอง เพื่อเสนอขายแบบเจาะจง (Private Placement) ให้กับ China Moblie จำนวน 4,429,427,068 หุ้น</p> <p>จากเหตุการณ์ดังกล่าว บริษัทสามารถขายหุ้นเพิ่มทุนได้ทั้งจำนวน เนื่องจากราคาเสนอขายเท่ากับ 6.45 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่ตราไว้ของบริษัทที่เท่ากับหุ้นละ 10 บาท และได้รับเงินจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้ ทั้งสิ้นจำนวน 65,001 ล้านบาท โดยบริษัทได้นำเงินดังกล่าวไปชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินต่างๆ จำนวน 55,700 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 85.69 ของเงินที่ได้รับจากการขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับการขยายธุรกิจและหมุนเวียนภายในบริษัทจำนวน 9,301 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 14.31 ของเงินที่ได้รับจากการขายหุ้นสามัญเพิ่ม</p>



ตารางที่ 5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท ทู  
คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

<p>วันที่ 24 เมษายน พ.ศ. 2558</p>	<p>ที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นอนุมัติการล้างขาดทุนสะสมของบริษัท โดยการโอนทุนสำรองตามกฎหมายและจำนวนสุทธิของส่วนเกินมูลค่าหุ้นและส่วนต่ำกว่ามูลค่าหุ้น รวมทั้งทำการลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วของบริษัท โดยการลดมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นเพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสม ส่งผลให้ทุนจดทะเบียนของบริษัทลดลง จากจำนวน 246,079,281,500 บาท เป็นจำนวน 98,431,712,600 บาท จากมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท ลดลงเหลือหุ้นละ 4 บาท</p> <p>ซึ่งการลดทุนจดทะเบียนดังกล่าวข้างต้น ถือเป็นเพียงการหักกลบตัวเลขทางบัญชีเพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัท ซึ่งไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท</p>
<p>วันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2559</p>	<p>ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทมีมติเสนอให้บริษัทเพิ่มทุนจดทะเบียนของบริษัทอีกจำนวน 60,000 ล้านบาท เพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งของสถานะการเงินของบริษัท และรองรับการเติบโตทางธุรกิจเพื่อประโยชน์ระยะยาวของบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยยังไม่ได้กำหนดราคาเสนอขายเป็นราคาตายตัว แต่ได้กำหนดวิธีการคำนวณ โดยราคาเสนอขายเท่ากับ ผลลัพธ์ของ 0.9 คูณด้วย ราคาเฉลี่ยการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่วันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2559 จนถึงวันที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2559 รวมเป็นเวลา 20 วันทำการ</p>

ตารางที่ 5.1 สรุปเหตุการณ์สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

วันที่ 29 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559	ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทมีมติแก้ไขรายละเอียดการเพิ่มทุน โดยเสนอให้บริษัทออก "ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้" (Transferable Subscription Rights: TSR) ในจำนวนที่คำนวณจาก 60,000 ล้านบาท หารด้วยราคาใช้สิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) โดยราคาการใช้สิทธิเท่ากับร้อยละ 90 ของราคาตลาดที่คำนวณตั้งแต่วันที่ 3 - 30 มีนาคม พ.ศ. 2559
วันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2559	บริษัทแจ้งข้อมูลจำนวน TSR ที่จะออกเท่ากับ 8,391,608,391 หน่วย ราคาการใช้สิทธิของ TSR เท่ากับ 7.15 บาท มีอัตราส่วนการจัดสรรเท่ากับ 2.932445 หุ้นสามัญเดิมต่อ 1 หน่วย TSR โดยวันใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนตาม TSR จะกำหนดในภายหลัง

5.2 ผลกระทบที่เกิดขึ้นกับราคาหุ้นของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ในช่วงเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

5.2.1 ช่วงก่อนประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

สำหรับช่วงก่อนประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนย้อนหลัง 3 เดือน (ตั้งแต่วันที่ 29 ตุลาคม พ.ศ. 2558 ถึงวันที่ 28 มกราคม พ.ศ. 2559) พบว่าราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องจากราคา 9.85 บาทต่อหุ้น เหลือ 6.55 บาท คิดเป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบร้อยละ 50.38

5.2.2 ช่วงหลังการประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

บริษัทได้มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น ณ วันที่ 29 มกราคม พ.ศ. 2559 ราคาหุ้นมีทิศทางเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจากราคา 6.99 บาท ณ วันประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน กลายเป็นราคา 7.54 บาท ณ วันสุดท้ายก่อนเข้าช่วงคำนวณราคาการใช้สิทธิ คิดเป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกร้อยละ 7.87

### 5.2.3 ช่วงคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR

ในช่วงการคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR ตั้งแต่วันที่ 3 - 30 มีนาคม พ.ศ. 2559 ราคาหุ้นสามัญ TRUE ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่วันแรกของการคำนวณ (วันที่ 3 มีนาคม พ.ศ. 2559) โดยมีราคาปิดอยู่ที่ 7.59 บาท และวันสุดท้ายของการคำนวณ (วันที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2559) ราคาปิดอยู่ที่ 7.78 บาท คิดเป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางบวกร้อยละ 2.50 โดยราคาการใช้สิทธิที่คำนวณได้เท่ากับ 7.15 บาทต่อหุ้น

### 5.2.4 ช่วงหลังการคำนวณราคา TSR

ราคาของหุ้นสามัญ TRUE มีการปรับตัวลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่วันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2559 ถึงวันที่ 8 เมษายน พ.ศ. 2559 จากราคาปิดของวันเท่ากับ 7.49 บาท ลดลงเหลือ 7.14 บาท คิดเป็นการเปลี่ยนแปลงในทิศทางลบร้อยละ 4.67

ตารางที่ 5.2 สรุปราคาหุ้นระหว่างเหตุการณ์การประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

เหตุการณ์	วันที่	ราคาเริ่มต้น	ราคาสุดท้าย	เปลี่ยนแปลง
ช่วงก่อนประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	9 ต.ค. 58 - 28 ม.ค. 59	9.85	6.55	-50.38%
ช่วงหลังการประกาศข่าวการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	9 ม.ค. 59 - 2 มี.ค. 59	6.99	7.54	+7.87%
ช่วงคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR	3 มี.ค. 59 - 30 มี.ค. 59	7.59	7.78	+2.50%
ช่วงหลังการคำนวณราคา TSR	31 มี.ค. 59 - 8 เม.ษ. 59	7.49	7.14	-4.67%

จากการสรุปเหตุการณ์ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมาข้างต้น พบว่าหุ้น TRUE เป็นหุ้นที่มีความผันผวนในตลาดสูง ดังนั้น การใช้วิธีคำนวณโดยใช้ราคาตลาดย้อนหลังเพียง 20 วัน เพื่อกำหนดราคาใช้สิทธิของ “ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนที่โอนสิทธิได้” (TSR) ถือเป็นช่องทางที่บริษัทสามารถอาศัยใช้ช่วงจังหวะที่ราคาหุ้นเพิ่มสูงในการบิดเบือนราคาใช้สิทธิได้

### 5.3 ผลกระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นเดิมจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ประกอบด้วยผู้ถือหุ้นหลัก 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเครือเจริญโภคภัณฑ์ (C.P. Group) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทซึ่งถือเป็นสัดส่วนร้อยละ 51 ลำดับต่อมาคือ กลุ่ม China Mobile ถือหุ้นบริษัทในสัดส่วนร้อยละ 18 และผู้ถือหุ้นรายย่อยถือหุ้นบริษัทในสัดส่วนร้อยละ 31

ดังนั้น การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้จะถูกจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยเพียงร้อยละ 31 ของหุ้นสามัญที่ออกทั้งหมด ซึ่งการอภิปรายเรื่องผลประโยชน์จากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้นี้ ผู้ศึกษาจะทำการวิเคราะห์ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 กลุ่มดังนี้

#### (1) เครือเจริญโภคภัณฑ์ (C.P. Group)

เนื่องจากเครือเจริญโภคภัณฑ์เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจในการควบคุมการบริหารงานของบริษัทรวมถึงการออกเสียงลงคะแนนในที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายความว่า การตัดสินใจออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้อยู่ภายใต้ความต้องการของเครือเจริญโภคภัณฑ์

ซึ่งหลังจากการได้มาซึ่งใบอนุญาตให้ใช้คลื่นความถี่สำหรับกิจการโทรคมนาคม ย่าน 1800 MHz และย่าน 900 MHz บริษัทมีภาระผูกพันที่จะต้องลงทุนมหาศาลภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ที่ กสทช. กำหนด โดยจะต้องขยายโครงข่ายให้ครอบคลุมประชากรร้อยละ 50 ภายในระยะเวลา 4 ปี และร้อยละ 80 ภายในระยะเวลา 8 ปี ซึ่งบริษัทจะต้องเตรียมเงินลงทุนในเฟสแรกเพิ่มเติมอีกจำนวนประมาณ 32,631 ล้านบาท และเมื่อรวมกับราคาใบอนุญาตฯ แล้ว มูลค่าของรายการจะคิดเป็นจำนวนเงินประมาณ 108,929 ล้านบาท

ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าบริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องใช้จ่ายเงินลงทุนในอนาคตอีกมหาศาล การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้นี้ บริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในราคาที่สูงกว่าราคาที่คุณศึกษาได้ประเมินไว้ โดยผู้ศึกษาได้ประเมินไว้เท่ากับ 4.88 บาทต่อหุ้น บริษัทกำหนดราคาใช้สิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนเท่ากับ 7.15 บาทต่อหุ้น ดังนั้นส่วนต่างของราคาที่คุณศึกษาได้ทำการประเมินและราคาเสนอขายที่กำหนดโดยบริษัทจึงเท่ากับ 2.27 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็น 1.47 เท่า ซึ่งบริษัทจะมีกระแสเงินสดไหลเข้าที่เกิดจากรายการส่วนเกินมูลค่าหุ้น และสามารถนำมาชำระค่าใช้จ่ายและหนี้สินที่มีอยู่ และส่งผลให้เครือเจริญโภคภัณฑ์ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัทได้รับผลประโยชน์ทางการเงินจากการที่มีภาระผูกพันในการจ่ายลงทุนที่ลดลง

นอกจากนี้ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ใช้สิทธิที่ได้รับในการซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน บริษัทสามารถใช้สิทธิจองหุ้นสามัญที่เหลือเพื่อขยายสัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัทเพื่อเพิ่มการควบคุมในบริษัทได้

## (2) China Mobile

ในปี พ.ศ. 2557 China Mobile ได้เข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัทในราคาหุ้นละ 6.45 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่ตราไว้ของบริษัท จำนวน 4,429 ล้านหุ้น ส่งผลให้ China Mobile เข้าเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นอันดับสองรองจากเครือเจริญโภคภัณฑ์ โดยถือในสัดส่วนร้อยละ 18 ของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายแล้วทั้งหมดของบริษัท

โดยการเข้าซื้อหุ้นเพิ่มทุนของ China Mobile เมื่อปี พ.ศ. 2557 บริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้รับความช่วยเหลือด้านธุรกิจหลายด้าน เช่น การจัดซื้ออุปกรณ์โครงข่ายที่มีต้นทุนลดลงถึงร้อยละ 30 และมีเงื่อนไขการชำระเงินที่ดีกว่าในอดีต นอกจากนี้บริษัทยังได้ลูกค้าจากสาธารณรัฐประชาชนจีนเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก และบริษัทยังสามารถจ้างผลิตอุปกรณ์โทรศัพท์เคลื่อนที่โดยมีต้นทุนที่ต่ำลง รวมถึงความร่วมมือทางด้านนวัตกรรมและข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการดำเนินงานของบริษัท

ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่า China Mobile สามารถได้รับประโยชน์จากการที่บริษัททำการออกขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้ เนื่องจากราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน (7.15 บาท) อยู่สูงกว่าราคาต้นทุนที่บริษัทได้จ่ายซื้อหุ้น (6.45 บาท) ซึ่งจะทำให้มูลค่าการถือครองของบริษัทไม่ได้รับผลกระทบในแง่ลบ นอกจากนี้ หากผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ใช้สิทธิที่ได้รับในการซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุน China Mobile สามารถซื้อหุ้นเพิ่มเพื่อให้สัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัทสูงขึ้น

## (3) ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

จากอดีตในปีพ.ศ. 2557 ที่มีการประกาศออกขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ผู้ถือหุ้นต้องจ่ายเงินจำนวน 6.45 บาทต่อหุ้นเพื่อรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัท และในครั้งนี้ผู้ถือหุ้นจะต้องจ่ายเงินจำนวน 7.15 บาท เพื่อรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าหุ้นที่ตราไว้ของบริษัทที่เท่ากับหุ้นละ 4 บาท และสูงกว่าราคาของผู้ศึกษาประเมินได้ซึ่งเท่ากับหุ้นละ 4.88 บาท

ดังนั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยเสียประโยชน์จากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้ เนื่องจากมูลค่าการใช้สิทธิ TSR สูงกว่ามูลค่าหุ้นที่ตราไว้ของบริษัท และสูงกว่าราคาของผู้ศึกษาประเมินได้ หากผู้ถือหุ้นต้องการรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในบริษัท ผู้ถือหุ้นจะต้องจ่ายเงินซื้อหุ้นสามัญเพิ่มทุนในราคาที่สูงกว่าราคาที่แท้จริง

## บทที่ 6

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 6.1 สรุปผลการศึกษา

กรณีศึกษาการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) จัดทำขึ้นเพื่อประเมินราคาการใช้สิทธิ TSR ที่เหมาะสม ผ่านเครื่องมือและข้อสมมติทางการเงินจากการศึกษาข้อมูลข่าวสารที่ได้เปิดเผยสู่สาธารณะจนถึงวันที่ 8 เมษายน พ.ศ. 2559

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่ว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเมื่อมองเห็นว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทในตลาดมีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง จึงทำให้นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะตอบสนองต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในทางลบ ซึ่งจากการคำนวณหาราคาใช้สิทธิที่เหมาะสมผ่านวิธีประเมินมูลค่ากระแสเงินสดคิดลด (Discounted Cash Flow Model) ผู้ศึกษาพบว่าราคาที่เหมาะสมของหุ้นดังกล่าวอยู่ที่ 4.88 บาทต่อหุ้น ซึ่งต่ำกว่าราคาใช้สิทธิที่คำนวณโดยบริษัทในราคา 7.15 บาท ถึง 2.27 บาท หรือคิดเป็น 1.47 เท่าตัว

โดยการที่บริษัทเลือกใช้วิธีคำนวณราคาการใช้สิทธิ TSR ด้วยราคาตลาดเฉลี่ยย้อนหลัง 20 วันและยังไม่ได้มีการกำหนดวันใช้สิทธิที่แน่นอน สามารถสรุปความเป็นไปได้ คือ เพื่อใช้โอกาสระดมทุนในขณะที่ราคาหุ้นในตลาดสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overpriced) ซึ่งถือเป็นการเอาเปรียบเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อยจากการมีสัดส่วนการถือหุ้นเพียงร้อยละ 31 ของจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่มีสิทธิออกเสียงในบริษัท

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาราคาหุ้นของบริษัท พบว่าหากการออกขายหุ้นสามัญครั้งนี้ผู้ถือหุ้นรายย่อยใช้สิทธิเต็มจำนวนแล้ว เครือเจริญโภคภัณฑ์และ China Mobile เป็นผู้ที่จะได้รับผลประโยชน์สูงสุดเนื่องจากการเพิ่มขึ้นของรายการส่วนเกินมูลค่าหุ้น ซึ่งทำให้บริษัทสามารถมีสภาพคล่องในรับมือกับภาระผูกพันก้อนใหญ่ในอนาคตสำหรับการลงทุนภายหลังการได้รับใบอนุญาตให้ใช้คลื่นความถี่สำหรับกิจการโทรคมนาคม ย่าน 1800 MHz และ ย่าน 900 MHz ซึ่งจะต้องจัดให้มีโครงข่ายโทรคมนาคมเพื่อประกอบกิจการภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ที่ สำนักคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) กำหนด

## 6.2 ข้อเสนอแนะสำหรับกรณีศึกษา

เนื่องจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ไม่ได้มีข้อบังคับในการตั้งราคาเสนอขายสำหรับกรณีการออกเสนอขายเพื่อจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Rights Offering) เนื่องจากมองว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้รับผลกระทบด้านสัดส่วนการถือครองหากทำการซื้อหุ้นเพิ่มตามสิทธิ ซึ่งเมื่อปี พ.ศ. 2557 บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งใหญ่ ทำให้ผู้ถือหุ้นที่ต้องการรักษาสัดส่วนการถือครองจำเป็นต้องจ่ายเงิน 6.45 บาทต่อหุ้น และในปี พ.ศ. 2559 ผู้ถือหุ้นที่ต้องการรักษาสัดส่วนการถือครองจำเป็นต้องจ่ายเงินเพื่อรักษาสัดส่วนการถือครองอีกครั้งถึง 7.15 บาทต่อหุ้น

นอกจากนี้ การใช้ระยะเวลาคำนวณราคาใช้สิทธิเพียง 20 วัน ยังถือเป็นการเปิดช่องทางให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียบิดเบือนราคาที่เหมาะสมได้ไม่ยาก ผู้ศึกษาจึงมีข้อเสนอแนะต่อ ก.ล.ต. ให้ทำการทบทวนข้อกำหนดในการตั้งราคาเสนอขายสำหรับกรณีการออกเสนอขายเพื่อจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้นเพื่อปกป้องสิทธิและสร้างความเป็นธรรมให้แก่นักลงทุนรายย่อยในภายภาคหน้า

## 6.3 ข้อจำกัดของกรณีศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาขั้นต่อไป

เนื่องด้วยบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงินในอดีตที่ผ่านมาหลายครั้งอย่างต่อเนื่อง ซึ่งอาจส่งผลให้รายงานกรณีศึกษาขั้นตอนนี้มีความคลาดเคลื่อนเคลื่อนได้

ในส่วน of ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาขั้นต่อไป อาจทำการประเมินมูลค่าบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ที่ใช้วิธีการคำนวณราคาการออกเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนด้วยวิธีที่คล้ายคลึงหรือแตกต่างกัน เพื่อทดสอบหาวิธีการคำนวณราคาหุ้นเพิ่มทุนที่สามารถลดความเอารัดเอาเปรียบของนักลงทุนรายใหญ่และมีความเป็นธรรมกับนักลงทุนรายย่อย รวมถึงสามารถนำผลการศึกษาที่ได้นำเสนอแก่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และหน่วยงานอื่นๆ ที่มีหน้าที่ดูแลกำกับกับการออกเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อเป็นแนวทางในการพิจารณาออกกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมในอนาคต

## รายการอ้างอิง

### หนังสือและบทความในหนังสือ

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). “ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์.”  
สำนักคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.).  
(2558). “รายงานสภาพตลาดโทรคมนาคม ไตรมาสที่ 3 ปี 2558.”

### วิทยานิพนธ์

- ชนกพรรณ เนื้อไม้ (2556). “ความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจในการประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญช่วงประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ธนพล กมลเสถียรรัตน์ (2556). “ความสัมพันธ์ระหว่างบรรษัทภิบาลกับอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.”  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ดวงกมล ลิ้มวิจิตสุข (2556). “ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับการ Underpricing ของหุ้นเพิ่มทุน.”  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ประณต ธีระตันติกุล (2555). “กลยุทธ์การส่งสัญญาณเพื่อลดผลกระทบจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.”  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- Piman Limpaphayom and Anchalee Ngamwutikul (2547). “Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand.” *Journal of Economics and Finance*
- Polwat Lerskullawat (2554). “Warrant SEOS in an emerging market: evidence from Thailand.” *Kasetsart University*
- Salinla Tulyasatien (2553). “Why do companies issue seasoned equity? : a case study of Thailand.” *Thammasat University*



## สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “การเพิ่มทุนหุ้นสามัญ.” ออนไลน์.

[http://www.set.or.th/th/regulations/simplified\\_regulations/increase\\_capital\\_p1.html](http://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/increase_capital_p1.html). (สืบค้นเมื่อวันที่ 2559).

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. “ออกทุน.” ออนไลน์.

[http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/link-Laws\\_Regulations/Fund.aspx](http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/EquityDebt/Pages/link-Laws_Regulations/Fund.aspx). (สืบค้นเมื่อวันที่ 2559).

## เอกสารอื่นๆ

บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (2558). *รายงานประจำปี 2558*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (2557). *รายงานประจำปี 2557*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (2556). *รายงานประจำปี 2556*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (2558). *รายงานประจำปี 2558*.

กรุงเทพมหานคร

บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (2558). *รายงานประจำปี 2558*.

กรุงเทพมหานคร

บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน). (2557) *รายงานการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 2/2557*.

กรุงเทพมหานคร

บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน). (2558) *รายงานการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558*.

กรุงเทพมหานคร

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

ข้อมูลสำหรับการประมาณการรายได้ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) แยกตามกลุ่มการดำเนินงานตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559-2573

(1ก) กลุ่มทรูโมบาย

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)							
Pre-paid	15.10	15.86	16.65	17.48	18.35	18.81	19.28
Post-paid	5.20	5.72	6.29	6.92	7.61	7.99	8.39
รวม	20.30	21.57	22.94	24.40	25.97	26.80	27.67
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)							
Pre-paid	85.50	81.23	77.16	73.31	69.64	66.16	62.85
Post-paid	467.40	444.03	421.83	400.74	380.70	361.67	343.58
รายได้จากการให้บริการ	44,650.56	45,923.93	47,256.45	48,650.76	50,109.65	49,620.09	49,141.32
รายได้ค่าเชื่อมต่อโครงข่าย (IC)	4,992.75	5,242.39	5,504.51	5,779.73	6,068.72	6,372.15	6,690.76
รายได้ค่าเช่าโครงข่าย	16,322.34	16,632.47	16,948.48	17,270.50	17,598.64	17,933.02	18,273.75
รายได้จากการขายสินค้า	17,166.07	17,492.23	17,824.58	18,163.25	18,508.35	18,860.01	19,218.35
<b>รวมรายได้จากกลุ่มทรูโมบาย (ล้านบาท)</b>	<b>83,131.72</b>	<b>85,291.02</b>	<b>87,534.02</b>	<b>89,864.25</b>	<b>92,285.37</b>	<b>92,785.28</b>	<b>93,324.18</b>

(1ก) กลุ่มทรูโมบาย (ต่อ)

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)								
Pre-paid	19.77	20.26	20.77	21.29	21.82	22.36	22.92	23.49
Post-paid	8.81	9.25	9.71	10.20	10.71	11.25	11.81	12.40
รวม	28.58	29.51	30.48	31.49	32.53	33.61	34.73	35.89
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)								
Pre-paid	59.71	56.72	53.89	51.19	48.63	46.20	43.89	41.70
Post-paid	326.40	310.08	294.58	279.85	265.86	252.56	239.94	227.94
รายได้จากการให้บริการ	48,673.06	48,215.03	47,766.98	47,328.64	46,899.78	46,480.13	46,069.48	45,667.57
รายได้ค่าเชื่อมต่อโครงข่าย (IC)	7,025.30	7,376.57	7,745.39	8,132.66	8,539.30	8,966.26	9,414.57	9,885.30
รายได้ค่าเช่าโครงข่าย	18,620.95	18,974.74	19,335.27	19,702.64	20,076.99	20,458.45	20,847.16	21,243.25
รายได้จากการขายสินค้า	19,583.50	19,955.58	20,334.74	20,721.10	21,114.80	21,515.98	21,924.79	22,341.36
รวมรายได้จากกลุ่มทรูโมบาย (ล้านบาท)	93,902.80	94,521.93	95,182.38	95,885.04	96,630.86	97,420.82	98,255.99	99,137.49

(2ก) กลุ่มทรูออนไลน์

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)							
Fixed Line - Voice	1.42	1.34	1.26	1.19	1.12	1.06	1.00
Payphone	0.03	0.03	-	-	-	-	-
Broadband	2.74	3.15	3.61	3.79	3.98	4.18	4.39
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)							
Fixed Line - Voice	272.12	258.51	245.59	233.31	221.64	210.56	200.03
Payphone	8.85	3.56	-	-	-	-	-
Broadband	634.6	602.87	572.7265	544.09018	516.88567	516.88567	516.88567
รายได้จากการให้บริการ	25,518.60	26,923.54	28,551.08	28,100.39	27,690.44	28,614.10	29,632.09
รายได้จากการทำ Convergence และอื่นๆ	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00
รายได้จากการขายสินค้าทรูออนไลน์	6,152.72	6,269.62	6,388.75	6,510.13	6,633.83	6,759.87	6,888.31
<b>รวมรายได้จากกลุ่มทรูออนไลน์ (ล้านบาท)</b>	<b>33,664.32</b>	<b>35,186.16</b>	<b>36,932.83</b>	<b>36,603.52</b>	<b>36,317.27</b>	<b>37,366.97</b>	<b>38,513.39</b>

(2ก) กลุ่มทรูออนไลน์ (ต่อ)

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)								
Fixed Line - Voice	0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62
Payphone	-	-	-	-	-	-	-	-
Broadband	4.61	4.84	4.96	5.09	5.21	5.34	5.48	5.61
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)								
Fixed Line - Voice	190.03	180.53	171.50	162.93	154.78	147.04	139.69	132.71
Payphone	-	-	-	-	-	-	-	-
Broadband	516.88567	516.88567	516.88567	516.88567	516.88567	516.88567	516.88567	516.88567
รายได้จากการให้บริการรวม	30,744.08	31,950.29	32,500.60	33,090.61	33,718.63	34,383.15	35,082.93	35,816.89
รายได้จากการทำ Convergence และอื่นๆ	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00	1,993.00
รายได้จากการขายสินค้าทรูออนไลน์	7,019.18	7,152.55	7,288.45	7,426.93	7,568.04	7,711.83	7,858.36	8,007.66
<b>รวมรายได้จากกลุ่มทรูออนไลน์ (ล้านบาท)</b>	<b>39,756.27</b>	<b>41,095.83</b>	<b>41,782.04</b>	<b>42,510.54</b>	<b>43,279.66</b>	<b>44,087.98</b>	<b>44,934.28</b>	<b>45,817.55</b>

(3ก) กลุ่มทรูวิชั่นส์

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)							
Premium package	0.31	0.32	0.34	0.35	0.37	0.39	0.41
Standard package	1.77	2.84	3.97	4.77	5.24	5.50	5.78
FreeView package	0.39	0.31	0.25	0.20	0.16	0.13	0.10
Free to Air box	1.38	1.62	1.89	2.21	2.59	3.03	3.54
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)	504.787564	479.548186	455.570777	432.792238	432.792238	432.792238	432.792238
รายได้จากการให้บริการรวม	14,930.63	19,960.11	24,921.55	27,634.84	29,998.14	31,292.15	32,691.09
รายได้จากการขายสินค้า	243.05	277.34	316.48	361.13	412.08	470.22	536.56
<b>รวมรายได้จากกลุ่มทรูวิชั่นส์ (ล้านบาท)</b>	<b>15,173.69</b>	<b>20,237.45</b>	<b>25,238.03</b>	<b>27,995.96</b>	<b>30,410.22</b>	<b>31,762.37</b>	<b>33,227.65</b>

(3ก) กลุ่มทรูวิชั่นส์ (ต่อ)

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
จำนวนผู้ใช้งาน (ล้านคน)								
Premium package	0.43	0.45	0.48	0.50	0.52	0.55	0.58	0.61
Standard package	6.07	6.37	6.69	7.02	7.38	7.74	8.13	8.54
FreeView package	0.08	0.07	0.05	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02
Free to Air box	4.14	4.84	5.66	6.62	7.74	9.05	10.59	12.38
รายได้เฉลี่ยต่อลูกค้าหนึ่งราย (ต่อเดือน)	432.792238	432.792238	432.792238	432.792238	432.792238	432.7922379	432.792238	432.792238
รายได้จากการให้บริการรวม	34,192.33	35,794.67	37,498.08	39,303.53	41,212.81	43,228.48	45,353.71	47,592.27
รายได้จากการขายสินค้า	612.27	698.65	797.23	909.71	1,038.06	1,184.52	1,351.64	1,542.35
<b>รวมรายได้จากกลุ่มทรูวิชั่นส์ (ล้านบาท)</b>	<b>34,804.59</b>	<b>36,493.32</b>	<b>38,295.31</b>	<b>40,213.23</b>	<b>42,250.87</b>	<b>44,412.99</b>	<b>46,705.35</b>	<b>49,134.62</b>



ภาคผนวก ข

ข้อมูลสำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัท ทู คอรัปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

หน่วย: ล้านบาท

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
<b>สินทรัพย์หมุนเวียน</b>							
เงินฝากและรายการเทียบเท่าเงินสด	11,656.89	12,422.61	13,209.78	13,627.81	14,027.59	14,283.69	14,561.56
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	43,204.60	46,042.63	48,960.20	50,509.56	51,991.30	52,940.49	53,970.37
เงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00
สินค้าคงเหลือ	6,386.36	6,805.87	7,237.13	7,466.15	7,685.18	7,825.48	7,977.72
เงินลงทุน	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>102,740.66</b>	<b>106,763.92</b>	<b>110,899.92</b>	<b>113,096.34</b>	<b>115,196.87</b>	<b>116,542.48</b>	<b>118,002.45</b>
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>							
เงินสดฝากที่มีภาระผูกพัน	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96
อาคาร ที่ดินและอุปกรณ์-สุทธิ	138,184.08	145,161.24	151,388.39	152,115.54	152,342.70	152,069.85	151,297.00
ค่าความนิยม-สุทธิ	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	111,717.06	132,542.02	141,374.75	135,291.64	126,327.79	117,163.95	107,800.10
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>266,141.70</b>	<b>293,943.80</b>	<b>309,003.69</b>	<b>303,647.73</b>	<b>294,911.04</b>	<b>285,474.35</b>	<b>275,337.66</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>368,882.36</b>	<b>400,707.72</b>	<b>419,903.61</b>	<b>416,744.07</b>	<b>410,107.92</b>	<b>402,016.83</b>	<b>393,340.11</b>

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
<b>หนี้สินหมุนเวียน</b>							
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	38,070.69	40,571.49	43,142.36	44,507.62	45,813.28	46,649.69	47,557.18
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	48,275.11	109,322.95	128,625.56	119,857.67	107,134.91	92,690.73	89,808.08
ส่วนของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	36,283.36	7,395.87	856.88	856.88	856.88	13,617.46	-
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>151,280.07</b>	<b>185,941.22</b>	<b>201,275.71</b>	<b>193,873.08</b>	<b>182,455.98</b>	<b>181,608.79</b>	<b>166,016.17</b>
<b>หนี้สินไม่หมุนเวียน</b>							
หนี้สินระยะยาว - สุทธิจากส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	23,583.96	16,188.09	15,331.21	14,474.34	13,617.46	-	-
ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	1,501.51	1,647.30	1,807.25	1,982.73	2,175.24	2,386.45	2,618.17
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49
<b>รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน</b>	<b>61,956.96</b>	<b>54,706.88</b>	<b>54,009.95</b>	<b>53,328.55</b>	<b>52,664.19</b>	<b>39,257.94</b>	<b>39,489.66</b>
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>213,237.03</b>	<b>240,648.10</b>	<b>255,285.66</b>	<b>247,201.63</b>	<b>235,120.17</b>	<b>220,866.73</b>	<b>205,505.83</b>

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท

	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>							
ทุนที่ออกและชำระเต็มมูลค่าแล้ว	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71
ส่วนเกิน (ต่ำกว่า) มูลค่าหุ้น	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
กำไร (ขาดทุน) สะสม	(21,648.17)	(17,233.87)	(12,675.54)	(7,751.05)	(2,305.74)	3,856.61	10,540.79
องค์ประกอบอื่นของส่วนของผู้ถือหุ้น	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่</b>	<b>154,986.24</b>	<b>159,400.54</b>	<b>163,958.87</b>	<b>168,883.36</b>	<b>174,328.67</b>	<b>180,491.02</b>	<b>187,175.20</b>
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>155,645.32</b>	<b>160,059.62</b>	<b>164,617.95</b>	<b>169,542.44</b>	<b>174,987.75</b>	<b>181,150.10</b>	<b>187,834.28</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>368,882.36</b>	<b>400,707.72</b>	<b>419,903.61</b>	<b>416,744.07</b>	<b>410,107.92</b>	<b>402,016.83</b>	<b>393,340.11</b>

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
<b>สินทรัพย์หมุนเวียน</b>								
เงินฝากและรายการเทียบเท่าเงินสด	14,861.11	15,182.44	15,460.31	15,755.72	35,516.66	62,209.93	90,285.46	119,808.32
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	55,080.60	56,271.56	57,301.44	58,396.36	59,557.31	60,785.71	62,083.35	63,452.45
เงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00
สินค้าคงเหลือ	8,141.83	8,317.87	8,470.10	8,631.95	8,803.56	8,985.14	9,176.95	9,379.33
เงินลงทุน	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05	15,887.05
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76	25,458.76
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>119,576.35</b>	<b>121,264.68</b>	<b>122,724.66</b>	<b>124,276.84</b>	<b>145,370.34</b>	<b>173,473.58</b>	<b>203,038.57</b>	<b>234,132.90</b>
<b>สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>								
เงินสดฝากที่มีภาระผูกพัน	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96	47.96
อาคาร ที่ดินและอุปกรณ์-สุทธิ	150,024.16	148,251.31	145,978.47	143,205.62	139,932.77	136,159.93	131,887.08	127,114.23
ค่าความนิยม-สุทธิ	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09	11,403.09
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	98,236.26	88,472.41	78,508.57	68,344.72	57,980.88	47,417.03	36,653.19	25,689.34
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50	4,789.50
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>264,500.97</b>	<b>252,964.28</b>	<b>240,727.59</b>	<b>227,790.89</b>	<b>214,154.20</b>	<b>199,817.51</b>	<b>184,780.82</b>	<b>169,044.13</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>384,077.31</b>	<b>374,228.96</b>	<b>363,452.25</b>	<b>352,067.74</b>	<b>359,524.54</b>	<b>373,291.09</b>	<b>387,819.39</b>	<b>403,177.03</b>

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

หน่วย : ล้านบาท

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
<b>หนี้สินหมุนเวียน</b>								
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	48,535.49	49,584.93	50,492.43	51,457.25	52,480.24	53,562.67	54,706.12	55,912.53
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	71,348.92	51,212.91	29,292.53	5,612.01	-	-	-	-
ส่วนของหนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	-	-	-	-	-	-	-	-
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91	28,650.91
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>148,535.31</b>	<b>129,448.75</b>	<b>108,435.87</b>	<b>85,720.17</b>	<b>81,131.15</b>	<b>82,213.58</b>	<b>83,357.03</b>	<b>84,563.44</b>
<b>หนี้สินไม่หมุนเวียน</b>								
หนี้สินระยะยาว - สุทธิจากส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	-	-	-	-	-	-	-	-
ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	2,872.38	3,151.28	3,457.26	3,792.95	4,161.23	4,565.28	5,008.55	5,494.86
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49	36,871.49
<b>รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน</b>	<b>39,743.87</b>	<b>40,022.77</b>	<b>40,328.75</b>	<b>40,664.44</b>	<b>41,032.72</b>	<b>41,436.77</b>	<b>41,880.04</b>	<b>42,366.35</b>
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>188,279.19</b>	<b>169,471.52</b>	<b>148,764.62</b>	<b>126,384.61</b>	<b>122,163.88</b>	<b>123,650.35</b>	<b>125,237.07</b>	<b>126,929.79</b>

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ).

หน่วย : ล้านบาท

	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>								
ทุนที่ออกและชำระเต็มมูลค่าแล้ว	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71	158,431.71
ส่วนเกิน (ต่ำกว่า) มูลค่าหุ้น	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
กำไร (ขาดทุน) สะสม	18,504.63	27,463.94	37,394.13	48,389.63	60,067.17	72,347.26	85,288.83	98,953.75
องค์ประกอบอื่นของส่วนของผู้ถือหุ้น	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)	(1,797.30)
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่</b>	<b>195,139.05</b>	<b>204,098.36</b>	<b>214,028.54</b>	<b>225,024.05</b>	<b>236,701.59</b>	<b>248,981.67</b>	<b>261,923.24</b>	<b>275,588.16</b>
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08	659.08
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>195,798.13</b>	<b>204,757.44</b>	<b>214,687.62</b>	<b>225,683.13</b>	<b>237,360.67</b>	<b>249,640.75</b>	<b>262,582.32</b>	<b>276,247.24</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>384,077.31</b>	<b>374,228.96</b>	<b>363,452.25</b>	<b>352,067.74</b>	<b>359,524.54</b>	<b>373,291.10</b>	<b>387,819.39</b>	<b>403,177.03</b>

(ข) ประมาณการงบกำไรขาดทุนสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

	หน่วย : ล้านบาท						
	พ.ศ. 2559	พ.ศ. 2560	พ.ศ. 2561	พ.ศ. 2562	พ.ศ. 2563	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565
<b>รายได้</b>							
รายได้รวม	122,474.10	130,519.20	138,789.76	143,181.82	147,382.16	150,072.89	152,992.32
<b>ต้นทุนการให้บริการ และต้นทุนขาย</b>							
ต้นทุนการให้บริการ							
ค่าใช้จ่ายด้านการกำกับดูแล	3,954.74	4,214.52	4,481.58	4,623.40	4,759.03	4,845.92	4,940.19
ค่าใช้จ่ายเชื่อมต่อโครงข่าย	5,927.11	6,316.45	6,716.70	6,929.25	7,132.53	7,262.74	7,404.03
ต้นทุนการให้บริการไม่รวมค่าใช้จ่ายเชื่อมต่อโครงข่าย	45,258.31	48,231.24	51,287.49	52,910.51	54,462.67	55,179.71	55,970.46
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	11,439.48	13,545.09	15,118.48	15,777.52	16,302.52	16,827.52	17,352.52
ต้นทุนขาย	19,595.86	20,883.07	22,206.36	22,909.09	23,581.14	23,891.60	24,233.98
<b>รวมต้นทุนการให้บริการ และต้นทุนขาย</b>	<b>86,175.49</b>	<b>93,190.37</b>	<b>99,810.62</b>	<b>103,149.77</b>	<b>106,237.90</b>	<b>108,007.49</b>	<b>109,901.18</b>
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>36,298.61</b>	<b>37,328.83</b>	<b>38,979.14</b>	<b>40,032.05</b>	<b>41,144.26</b>	<b>42,065.40</b>	<b>43,091.14</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	24,637.95	26,707.76	28,638.51	29,604.98	30,494.19	30,999.12	31,537.97
<b>กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษีเงินได้</b>	<b>11,660.66</b>	<b>10,621.06</b>	<b>10,340.64</b>	<b>10,427.06</b>	<b>10,650.07</b>	<b>11,066.28</b>	<b>11,553.17</b>
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	4,576.36	5,103.19	4,642.73	4,271.45	3,843.43	3,363.34	3,197.95
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>7,084.30</b>	<b>5,517.87</b>	<b>5,697.91</b>	<b>6,155.61</b>	<b>6,806.64</b>	<b>7,702.94</b>	<b>8,355.22</b>
ภาษีเงินได้	1,416.86	1,103.57	1,139.58	1,231.12	1,361.33	1,540.59	1,671.04
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>5,667.44</b>	<b>4,414.30</b>	<b>4,558.33</b>	<b>4,924.49</b>	<b>5,445.31</b>	<b>6,162.35</b>	<b>6,684.18</b>

(ข) ประมาณการงบกำไรขาดทุนสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2566 – พ.ศ. 2573 ของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ต่อ)

	หน่วย : ล้านบาท							
	พ.ศ. 2566	พ.ศ. 2567	พ.ศ. 2568	พ.ศ. 2569	พ.ศ. 2570	พ.ศ. 2571	พ.ศ. 2572	พ.ศ. 2573
<b>รายได้</b>								
รายได้รวม	156,139.54	159,515.61	162,435.06	165,538.89	168,829.89	172,312.08	175,990.57	179,871.62
<b>ต้นทุนการให้บริการและต้นทุนขาย</b>								
ต้นทุนการให้บริการ								
ค่าใช้จ่ายด้านการกำกับดูแล	5,041.81	5,150.83	5,245.10	5,345.32	5,451.59	5,564.03	5,682.81	5,808.13
ค่าใช้จ่ายเชื่อมต่อโครงข่าย	7,556.34	7,719.72	7,861.01	8,011.22	8,170.49	8,339.00	8,517.02	8,704.85
ต้นทุนการให้บริการไม่รวมค่าใช้จ่ายเชื่อมต่อโครงข่าย	56,833.34	57,767.47	58,524.60	59,337.03	60,204.74	61,128.11	62,107.90	63,145.19
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	17,877.52	18,402.52	18,927.52	19,452.52	19,977.52	20,502.52	21,027.52	21,552.52
ต้นทุนขาย	24,607.59	25,012.05	25,339.87	25,691.64	26,067.34	26,467.13	26,891.36	27,340.49
<b>รวมต้นทุนการให้บริการและต้นทุนขาย</b>	<b>111,916.60</b>	<b>114,052.58</b>	<b>115,898.09</b>	<b>117,837.72</b>	<b>119,871.67</b>	<b>122,000.80</b>	<b>124,226.61</b>	<b>126,551.18</b>
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>44,222.94</b>	<b>45,463.03</b>	<b>46,536.97</b>	<b>47,701.16</b>	<b>48,958.22</b>	<b>50,311.27</b>	<b>51,763.96</b>	<b>53,320.44</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	32,110.01	32,714.83	33,238.21	33,787.03	34,361.30	34,961.17	35,587.00	36,239.29
<b>กำไรก่อนค่าใช้จ่ายทางการเงินและภาษีเงินได้</b>	<b>12,112.93</b>	<b>12,748.20</b>	<b>13,298.76</b>	<b>13,914.13</b>	<b>14,596.92</b>	<b>15,350.10</b>	<b>16,176.96</b>	<b>17,081.15</b>
ค่าใช้จ่ายทางการเงิน	2,158.13	1,549.06	886.03	169.75	-	-	-	-
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>9,954.80</b>	<b>11,199.14</b>	<b>12,412.73</b>	<b>13,744.38</b>	<b>14,596.92</b>	<b>15,350.10</b>	<b>16,176.96</b>	<b>17,081.15</b>
ภาษีเงินได้	1,990.96	2,239.83	2,482.55	2,748.88	2,919.38	3,070.02	3,235.39	3,416.23
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>7,963.84</b>	<b>8,959.31</b>	<b>9,930.19</b>	<b>10,995.50</b>	<b>11,677.54</b>	<b>12,280.08</b>	<b>12,941.57</b>	<b>13,664.92</b>



ภาคผนวก ค

(1ค) อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญของบริษัททรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) สำหรับปีพ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2573

	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F	2573F
<b>ความสามารถในการทำกำไร</b>															
Gross Profit Margin	29.64%	28.60%	28.09%	27.96%	27.92%	28.03%	28.17%	28.32%	28.50%	28.65%	28.82%	29.00%	29.20%	29.41%	29.64%
EBIT Margin	9.52%	8.14%	7.45%	7.28%	7.23%	7.37%	7.55%	7.76%	7.99%	8.19%	8.41%	8.65%	8.91%	9.19%	9.50%
Net Profit Margin	4.63%	3.38%	3.28%	3.44%	3.69%	4.11%	4.37%	5.10%	5.62%	6.11%	6.64%	6.92%	7.13%	7.35%	7.60%
	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F	2573F
<b>อัตราผลตอบแทน</b>															
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)	1.54%	1.10%	1.09%	1.18%	1.33%	1.53%	1.70%	2.07%	2.39%	2.73%	3.12%	3.25%	3.29%	3.34%	3.39%
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	3.64%	2.76%	2.77%	2.90%	3.11%	3.40%	3.56%	4.07%	4.38%	4.63%	4.87%	4.92%	4.92%	4.93%	4.95%
	2559F	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F	2571F	2572F	2573F
<b>ความสามารถในการชำระหนี้</b>															
Debt to Assets	0.58	0.60	0.61	0.59	0.57	0.55	0.52	0.49	0.45	0.41	0.36	0.34	0.33	0.32	0.31
Debt to Equity	1.37	1.50	1.55	1.46	1.34	1.22	1.09	0.96	0.83	0.69	0.56	0.51	0.50	0.48	0.46
Net debt to Equity	0.69	0.83	0.88	0.80	0.69	0.59	0.48	0.36	0.25	0.14	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
Net debt to EBITDA	3.59	4.20	4.32	3.86	3.32	2.75	2.17	1.57	0.97	0.36	-0.25	-0.86	-1.46	-2.04	-2.61

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวนารณลิน ธีรชัย
วันเดือนปีเกิด	29 มิถุนายน พ.ศ. 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

