



กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)
โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น

โดย

นางสาวเข็มจิรา ชื่นเจริญสุข

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)
โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น

โดย

นางสาวเข็มจิรา ชื่นเจริญสุข



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

CASE STUDY: THE ACQUISITION OF FRASER AND NEAVE LIMITED
BY THAI CHAROEN CORPORATION GROUP

BY

MISS KHEMJIRA CHUENCHAROENSOOK



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 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวเข็มจิรา ชื่นเจริญสุข

เรื่อง

กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)
โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



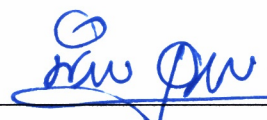
(รองศาสตราจารย์สุพจน์ ชววีวรรณ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น
ชื่อผู้เขียน	นางสาวเข็มจิรา ชื่นเจริญสุข
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินความคุ้มค่ากรณีการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ในการศึกษาได้ทำการเปรียบเทียบราคาของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายเพื่อซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) กับมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัทดังกล่าว รวมถึงมูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มและต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจำหน่ายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรวิเวอร์ จำกัด ซึ่งประเมินมูลค่าด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ วิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล และวิธีตัวคูณราคา

ผลการศึกษาพบว่าในการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้มีความคุ้มค่าโดยรวมคิดเป็นมูลค่าเท่ากับ 571,480,440 สิงคโปร์ดอลลาร์ หากพิจารณาความคุ้มค่าในธุรกิจเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนมพบว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นขาดทุน ซึ่งเป็นผลมาจากการขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เมียนมา บรวิเวอร์ จำกัด สำหรับธุรกิจสังหาริมทรัพย์ พบว่ามีความคุ้มค่าซึ่งเกิดจากการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศมากขึ้น ในส่วนของประโยชน์ส่วนเพิ่มพบว่าการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ก่อให้เกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อส่วนงานบรรจุกิจภัณฑ์ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือกลุ่มไทยเจริญ คิดเป็นมูลค่า 629,022,676 สิงคโปร์ดอลลาร์ อย่างไรก็ตามการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้มีต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจำหน่ายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรวิเวอร์ จำกัด คิดต้นทุนค่าเสียโอกาสเป็นมูลค่า 502,574,207 สิงคโปร์ดอลลาร์

คำสำคัญ: การควบรวมหรือซื้อกิจการระหว่างประเทศ, ผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม

Independent Study Title	CASE STUDY: THE ACQUISITION OF FRASER AND NEAVE LIMITED BY THAI CHAROEN CORPORATION GROUP
Author	Miss Khemjira Chuencharoensook
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Suthikorn Kingkaew, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

The case study was conducted to evaluate the worth of the acquisition of Fraser and Neave Limited (F&N) by Thai Charoen Corporation Group (TCC Group). The research methodology draws a comparison between the acquisition price and the intrinsic value of F&N including the synergy value and the opportunity cost from disposing interest in Asia Pacific Breweries Limited. The values are calculated by Discounted Free Cash Flow Method, Discounted Dividend Method and Price Multiples Method.

The result of this study indicated that TCC Group has worth in the amount of 571,480,440 SGD in this acquisition. Considered by business segment, TCC Group had loss in beverages and diaries segment because of disposing interest in Myanmar Breweries Limited. In part of real estate, TCC Group had gain since expanding this business to abroad. Moreover, this acquisition created synergies to packaging segment of Berli Jucker PLC, an associated company in TCC Group, this synergy value in the amount of 629,022,676 SGD. Nevertheless, this acquisition had an opportunity cost from disposing interest in Asia Pacific Breweries Limited in the amount of 502,574,207 SGD.

Keywords: Cross-border Merger and Acquisition, Synergies

กิตติกรรมประกาศ

งานค้นคว้าอิสระ “กรณีศึกษาการเข้าสู่บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น” เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ซึ่งการทำงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องด้วยการสนับสนุนและความอนุเคราะห์ของหลายฝ่าย ซึ่งผู้ศึกษาขอขอบพระคุณมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ที่ให้คำแนะนำ รับฟังปัญหาและชี้แนะแนวทางการศึกษา อีกทั้งขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ สุพจน์ ชววิวรรณ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาอันมีค่าเพื่อรับฟังการรายงานการค้นคว้าอิสระตั้งแต่เริ่มต้นจนเสร็จสมบูรณ์ และให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์

ขอขอบพระคุณครอบครัวที่คอยสนับสนุน ให้กำลังใจ และให้การอบรมเลี้ยงดูมาโดยตลอด และขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ให้ความรู้ซึ่งสามารถนำมาใช้ในการค้นคว้าอิสระได้อย่างมาก รวมถึงขอบคุณเพื่อนนักศึกษาในหลักสูตรควบบริหารธุรกิจและบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือและเป็นกำลังใจให้สามารถทำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้เสร็จสมบูรณ์

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณผู้อ่านงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้ทุกท่านที่ให้ความสนใจ และหวังว่างานวิจัยฉบับนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจทุกท่าน

นางสาวเขมจิรา ชื่นเจริญสุข

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย (1)

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ (2)

กิตติกรรมประกาศ (3)

สารบัญตาราง (8)

สารบัญภาพ (9)

บทที่ 1 บทนำ 1

1.1 ที่มาและความสำคัญ 1

1.2 ภาพรวมกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น 4

1.2.1 ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม 4

1.2.2 ธุรกิจอุตสาหกรรมและการค้า 5

1.2.3 ธุรกิจประกันและการเงิน 6

1.2.4 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 6

1.2.5 ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร 6

1.3 ภาพรวมบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) 7

1.3.1 ธุรกิจเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนม 7

1.3.2 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ 9

1.3.3 ธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ 10

1.4 กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญ
คอร์ปอเรชั่น 10

1.4.1 สถานการณ์อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม 10

1.4.2 แรงจูงใจในการเข้าซื้อกิจการ 12

1.4.3 รายละเอียดของธุรกรรม 13

1.4.4 สถานการณ์หลังการซื้อกิจการ 14

	(5)
1.4.4.1 ด้านโครงสร้างการบริหารและโครงสร้างองค์กร	14
1.4.4.2 ด้านกลยุทธ์การตลาดและการบริหารจัดการ	15
1.4.4.3 ด้านโครงสร้างเงินทุน	15
1.5 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	15
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	15
บทที่ 2 กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา	17
2.1 กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา	17
2.1.1 กรอบทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมและซื้อกิจการ	17
2.1.1.1 แรงจูงใจในการควบรวมและซื้อกิจการ	17
2.1.1.2 รูปแบบในการควบรวมและซื้อกิจการ	18
2.1.1.3 วิธีการควบรวมและซื้อกิจการ	19
2.1.2 การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการ	19
2.1.2.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value)	20
2.1.2.2 วิธีมูลค่ายุติธรรม (Fair Value)	20
2.1.2.3 วิธีตัวคูณราคา (Price Multiples)	20
2.1.2.4 วิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล (Discounted Dividend)	20
2.1.2.5 วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discounted Free Cash Flow)	21
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	22
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	25
3.1 ข้อมูลและวิธีการรวบรวมข้อมูล	25
3.2 วิธีการศึกษา	25
3.2.1 กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to Firm: FCFF)	27
3.2.2 กระแสเงินสดจากเงินปันผล (Cash Flow from Dividend)	28
3.2.3 อัตราคิดลด (Discount Rate)	28
3.2.3.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of Debt)	28
3.2.3.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)	28
3.2.3.3 โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)	29
3.2.4 ตัวคูณราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings ratio)	30

บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	31
4.1 การประเมินมูลค่าบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)	31
4.1.1 กระแสเงินสดอิสระของกิจการ	32
4.1.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	33
4.1.2.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้	33
4.1.2.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	33
4.1.3 มูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ	35
4.1.4 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)	35
4.2 การประเมินมูลค่าบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	36
4.2.1 การประเมินมูลค่าด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล	37
4.2.1.1 กระแสเงินสดจากเงินปันผล	37
4.2.1.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	37
4.2.1.3 มูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ	38
4.2.1.4 มูลค่าที่เหมาะสมจากวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล	38
4.2.2 การประเมินมูลค่าด้วยวิธีตัวคูณราคา (Price Multiples)	39
4.2.3 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	39
4.3 การประเมินประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการซื้อกิจการ	40
4.3.1 กระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	40
4.3.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	41
4.3.2.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้	41
4.3.2.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	42
4.3.3 มูลค่าหลังช่วงระยะเวลาประมาณการ	43
4.3.4 มูลค่าที่ของประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	43
4.4 การประเมินต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอร์รี่ จำกัด (มหาชน)	43
4.4.1 กระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอร์รี่ จำกัด	44
4.4.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	45
4.4.3 มูลค่าหลังช่วงระยะเวลาประมาณการ	45
4.4.4 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอร์รี่ จำกัด	45
4.5 สรุปผลการเข้าซื้อกิจการ	46

	(7)
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	48
5.1 สรุปผลการศึกษา	48
5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา	50
5.3 ข้อเสนอแนะ	51
รายการอ้างอิง	52
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	55
ประวัติผู้เขียน	67



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 มูลค่าการซื้อขายกิจการในต่างประเทศโดยกิจการในภูมิภาคอาเซียน (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)	2
4.1 การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)	32
4.2 การคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้ในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ	33
4.3 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ	34
4.4 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มกิจการภายหลังการเข้าซื้อกิจการ	34
4.5 การคำนวณอัตราต้นทุนของเงินกู้ถั่วเหลืองถ่วงน้ำหนัก	35
4.6 การคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)	35
4.7 การคำนวณกระแสเงินสดจากเงินปันผลของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	37
4.8 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	38
4.9 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) จากวิธีคิดลดกระแสเงินสดปันผล	38
4.10 ข้อมูลอ้างอิงการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธีตัวคูณราคา	39
4.11 การคำนวณกระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	41
4.12 การคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	42
4.13 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	42
4.14 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	42
4.16 การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอรี่ จำกัด	44
4.17 การคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอรี่ จำกัด	45
4.18 การคำนวณต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอรี่ จำกัด	46
4.19 การคำนวณความคุ้มค่าของการเข้าซื้อกิจการ	47

สารบัญภาพ

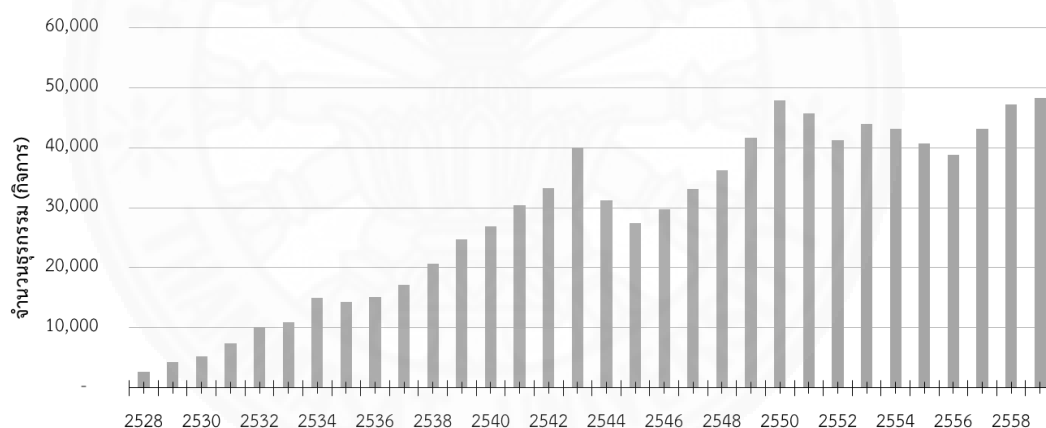
ภาพที่	หน้า
1.1 จำนวนธุรกรรมการควบรวมและซื้อกิจการทั่วโลก	1
1.2 ราคาหุ้นสามัญบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ช่วง ม.ค. 2555 – ก.พ. 2556	3
1.3 รายได้ของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)	5
1.4 ส่วนแบ่งการตลาดผลิตภัณฑ์ของ F&N ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย	8
1.5 ส่วนแบ่งการตลาดเบียร์ของ F&N ในประเทศสิงคโปร์ และพม่า	8
1.6 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) เฉพาะส่วนเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์ 9 จากนม	9
1.7 ค่าใช้จ่ายด้านอาหารและเครื่องดื่มรายปีต่อคนของประเทศในอาเซียน	11
1.8 ปริมาณการบริโภคเบียร์จำแนกตามภูมิภาค	12
4.1 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)	31
4.2 รายได้เฉพาะส่วนเครื่องดื่มของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)	32
4.3 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ปี 2555 – 2559	36
4.4 กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ของบริษัท เอเซีย แปซิฟิค บรีวเวอรี่ จำกัด	44

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

การเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการและผู้ถือหุ้นเป็นเป้าหมายสูงสุดในการดำเนินธุรกิจ โดยการเพิ่มมูลค่าเกิดจากการขยายธุรกิจให้เติบโตทั้งจากการขยายฐานลูกค้า ขยายประเภทสินค้าและบริการ นำนวัตกรรมมาใช้เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าและบริการ รวมถึงผู้บริหารยังสามารถเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้จากการบริหารต้นทุน บริหารสินทรัพย์ และทรัพยากรต่าง ๆ ให้มีประสิทธิภาพ การควบรวมหรือซื้อกิจการ (Merger and Acquisition: M&A) ถือเป็นวิธีการเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการอย่างก้าวกระโดด เพราะนอกจากจะช่วยขยายตลาดได้อย่างรวดเร็วแล้ว ยังส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพจากการใช้ทรัพยากรร่วมกันอีกด้วย จะเห็นได้จากจำนวนธุรกรรมการควบรวมและซื้อกิจการทั่วโลกที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องที่แสดงดังภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 1.1 จำนวนธุรกรรมการควบรวมและซื้อกิจการทั่วโลก

ที่มา: Institute for Merger, Acquisition and Alliances

สำหรับกิจการในประเทศไทยมีการใช้กลยุทธ์การควบรวมหรือซื้อกิจการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมามีธุรกรรมการควบรวมหรือซื้อกิจการเกิดขึ้นหลายครั้งในหลากหลายอุตสาหกรรม ไม่ว่าจะเป็น การควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมคมนาคมระหว่างบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) กับบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) อุตสาหกรรมค้าปลีก ได้แก่ กรณิบริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) ซื้อบริษัท สยาม แม็คโคร จำกัด (มหาชน) และบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ธุรกิจโรงพยาบาลมี

การเข้าซื้อกิจการกลุ่มโรงพยาบาลพญาไท โรงพยาบาลเปาโล และโรงพยาบาลเมโย โดยบริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) หรือกลุ่มโรงพยาบาลกรุงเทพ เป็นต้น นอกจากการควบรวมหรือซื้อกิจการระหว่างธุรกิจในประเทศไทยกันเองแล้ว (Domestic M&A) บริษัทของไทยยังมีการเติบโตมากขึ้นด้วยการควบรวมหรือซื้อกิจการในต่างประเทศ (Cross-border M&A) อีกด้วย ซึ่งหากพิจารณาเฉพาะกลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ประเทศไทยเป็นประเทศอันดับต้น ๆ ที่มีการควบรวมหรือซื้อกิจการในต่างประเทศ

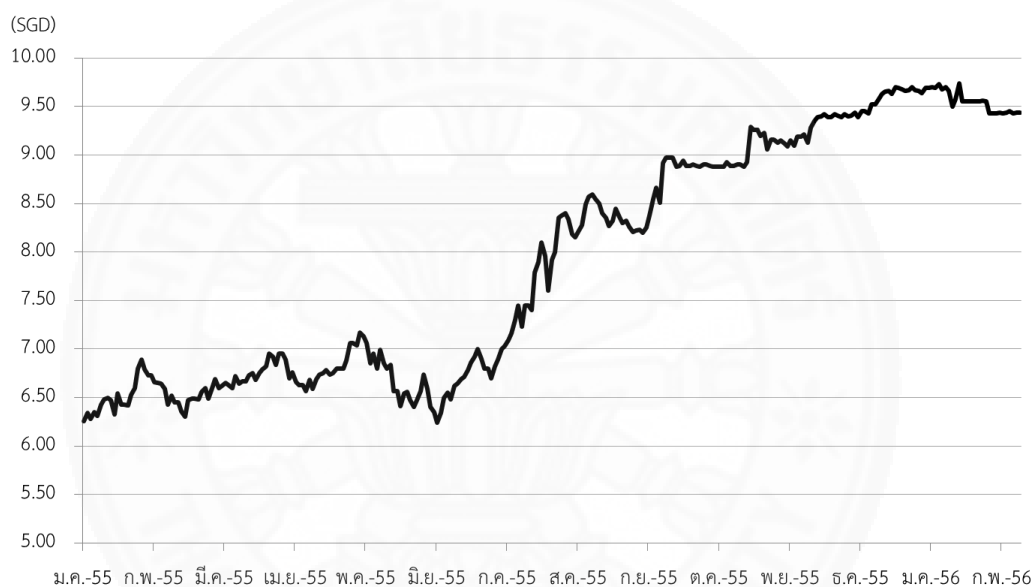
ตารางที่ 1.1 มูลค่าการซื้อกิจการในต่างประเทศโดยกิจการในภูมิภาคอาเซียน (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

ประเทศผู้ซื้อกิจการ	2555	2556	2557	2558
ไทย	3,950	13,077	1,617	1,805
สิงคโปร์	2,355	2,376	2,336	3,537
อินโดนีเซีย	936	1,321	1,992	2,069
มาเลเซีย	383	3,454	1,344	365
ฟิลิปปินส์	705	108	27	133
กัมพูชา	100	-	-	-
บรูไน	-	-	-	47
เวียดนาม	31	2	-	-
รวม	8,460	20,338	7,316	7,956

ที่มา: UNCTAD M&A Database

ตัวอย่างการควบรวมหรือซื้อกิจการระหว่างประเทศของบริษัทในประเทศไทยที่สำคัญ ได้แก่ ไทยยูเนี่ยนกรุ๊ป เข้าซื้อบริษัทผู้ผลิตและจำหน่ายปลาทูน่ากระป๋องรายใหญ่ในสหรัฐฯ และยุโรป ภายใต้ชื่อ Chicken of the Sea และ MW Brands ตามลำดับ การซื้อกิจการค้าปลีก Metro Cash & Carry ประเทศเวียดนาม โดยบริษัท ทีซีซี โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด จากกลุ่มบริษัทเมโทร ประเทศเยอรมนี และการซื้อบริษัท เวียดนาม ของกลุ่มบริษัทคาสโน ประเทศฝรั่งเศส โดยกลุ่มเซ็นทรัล และธุรกรรมการซื้อกิจการระหว่างประเทศโดยบริษัทไทยครั้งสำคัญที่สุดครั้งหนึ่ง คือ กรณีการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในประเทศสิงคโปร์ โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น รวมมูลค่าการซื้อทั้งหมดประมาณ 12,000 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ หรือประมาณ 302,300 ล้านบาท ทำให้ในปี 2557 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น มีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) คิดเป็นร้อยละ 87.93

ก่อนที่การเข้าซื้อกิจการครั้งนี้จะสำเร็จ มีเรื่องราวการแข่งขันราคากันระหว่างกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น บริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน) ในการครอบครองส่วนได้เสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) ในช่วงปี 2555 และการแข่งขันราคากับกลุ่มบริษัท โอเวอร์ซีส์ ยูเนียน เอ็นเตอร์ไพรส์ (OUE) เพื่อครอบครองบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในช่วงปี 2556 การแข่งขันราคาเกิดขึ้นจนราคาเสนอซื้อสูงกว่าราคาหุ้นของ F&N ก่อนหน้านั้นถึงร้อยละ 50 อีกทั้งยังมีข้อตกลงระหว่างกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นกับไฮเนเก้นในการให้กลุ่มไทยเจริญขายหุ้นทั้งหมดที่ F&N มีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) หรือ APB ให้กับไฮเนเก้น แลกกับการที่ไฮเนเก้นจะไม่เสนอราคาซื้อ F&N แข่งกับกลุ่มไทยเจริญ



1.2 ภาพรวมกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น

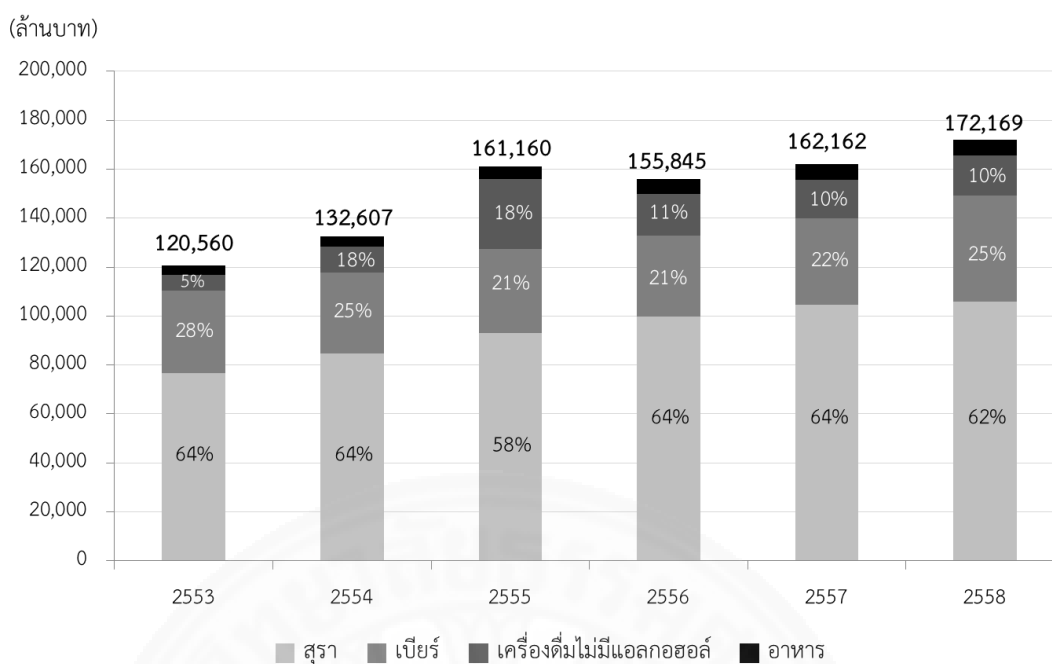
กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น หรือ ทีซีซี กรุ๊ป (TCC Group) เป็นกลุ่มธุรกิจที่รวมกิจการที่เป็นของผู้ถือหุ้นและผู้ร่วมทุนเข้ามาเป็นกลุ่มบริษัทเดียวกัน โดยมีผู้ถือหุ้นและผู้บริหารหลัก คือ คุณเจริญ และคุณหญิงวรรณ สิริวัฒนภักดี โดยบริษัทในเครือทีซีซี กรุ๊ป ดำเนินธุรกิจที่ครอบคลุมหลากหลายอุตสาหกรรม สามารถจำแนกได้เป็น 5 ธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม ธุรกิจอุตสาหกรรมและการค้า ธุรกิจประกันและการเงิน ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร

1.2.1 ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทหลักในธุรกิจนี้ โดยถือเป็นบริษัทผู้ผลิตเครื่องดื่มรายใหญ่ที่สุดในไทยและเอเชีย บริษัทก่อตั้งขึ้นในประเทศไทยเมื่อปี 2546 และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2549 มีวัตถุประสงค์เพื่อรวมกิจการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจสุราและเบียร์เข้ามาเป็นกลุ่มบริษัทเดียวกัน นอกจากนี้บริษัทยังขยายธุรกิจไปยังอุตสาหกรรมเครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์และอาหารอีกด้วย ภายหลังจากการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในปี 2556 ทำให้ในปัจจุบันไทยเบฟเวอเรจดำเนินการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ F&N ประกอบด้วยเครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ ผลิตภัณฑ์จากนม ไอศกรีม เป็นต้น

ผลิตภัณฑ์ในเครือไทยเบฟเวอเรจ และ เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ มีการจำหน่ายทั้งในไทยและประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคอาเซียน ไม่ว่าจะเป็น พม่า เวียดนาม มาเลเซีย สิงคโปร์ เป็นต้น โดยสามารถจำแนกผลิตภัณฑ์ในเครือไทยเบฟเวอเรจได้เป็น 5 กลุ่มหลัก ได้แก่

1. เบียร์ เช่น เบียร์ช้าง เบียร์อาชา เบียร์เฟดเดอร์บรอย เป็นต้น
2. สุรา เช่น แสงโสม หงส์ทอง แม่โขง เบลนด์ รวงข้าว ไม้ทอง เป็นต้น
3. เครื่องดื่มที่ไม่มีแอลกอฮอล์ เช่น น้ำดื่มช้าง โซดาช้าง เอส ชาเขียวโออิชิ เป็นต้น
4. อาหาร ได้แก่ ร้านอาหารและอาหารพร้อมทานภายใต้แบรนด์โออิชิ
5. ผลิตภัณฑ์ในเครือ F&N



ภาพที่ 1.3 รายได้ของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) ปี 2553 – 2558

1.2.2 ธุรกิจอุตสาหกรรมและการค้า

ธุรกิจอุตสาหกรรมและการค้า มีบริษัท เบอร์ลี่ ยูเคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หรือ บีเจซี เป็นบริษัทหลักในธุรกิจนี้ ปัจจุบันบีเจซีจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินธุรกิจผลิต ค้าปลีกค้าส่ง สินค้าต่าง ๆ ในปี 2559 บีเจซีได้เข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ห้างค้าปลีกขนาดใหญ่ของไทย ปัจจุบันสามารถจำแนกการดำเนินธุรกิจของบีเจซีออกเป็น 5 กลุ่ม ได้แก่

1. ค้าปลีก ได้แก่ ไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ตภายใต้บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เช่น บิ๊กซีเอ็กซ์ตรา มินิบิ๊กซี บิ๊กซีจัมโบ้ ร้านขายยาเฟรียว เป็นต้น รวมถึงดำเนินการค้าปลีกในประเทศเวียดนาม

2. บรรจุภัณฑ์ ผลิตและจัดจำหน่ายบรรจุภัณฑ์ประเภทแก้ว กระจงอลูมิเนียม และพลาสติกแข็ง ให้กับผู้ผลิตเครื่องดื่มรายใหญ่ในไทยและต่างประเทศ และบริษัทในกลุ่มไทยเจริญ คอร์ปอเรชั่นด้วยกันอย่าง ไทยเบฟเวอเรจ และ F&N

3. สินค้าอุปโภคบริโภค ผลิตและจัดจำหน่าย ขนมขบเคี้ยว เช่น เทสโต ปาร์ตี้ ลูกอม ผลิตภัณฑ์จากนม ของใช้ส่วนตัวและของใช้สำนักงาน เช่น สบู่ตรานกแก้ว กระดาษทิชชู Cellox กระดาษ Double A กาว UHU เป็นต้น รวมถึงจัดจำหน่าย บริการคลังสินค้า และขนส่ง ผลิตภัณฑ์ของบริษัทในกลุ่มไทยเจริญและบริษัทอื่น ๆ อีกด้วย

4. สินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค นำเข้าและจำหน่ายเครื่องมือ และวัสดุทางการแพทย์แก่โรงพยาบาลรัฐและเอกชนทั่วประเทศ รวมถึงเครื่องมือและอุปกรณ์ที่ใช้ใน โรงงานอุตสาหกรรม

5. กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ นำเข้าและจำหน่ายหนังสือ นิตยสาร โดยมีร้านหนังสือ Asia Book รวมถึงมีบริการศูนย์ข้อมูลคอมพิวเตอร์เชิงพาณิชย์ให้แก่บริษัทในกลุ่มไทยเจริญและบริษัทอื่น

1.2.3 ธุรกิจประกันและการเงิน

ธุรกิจประกันและการเงิน มีบริษัทในกลุ่มอาคเนย์ประกันภัย เป็นบริษัทหลักใน ธุรกิจนี้ โดยมีผลิตภัณฑ์ด้านประกันวินาศภัยทั้งรถยนต์และทรัพย์สิน และประกันอุบัติเหตุส่วนบุคคล และอุตสาหกรรม รวมถึงมีผลิตภัณฑ์ประกันชีวิต และรถยนต์ให้เช่าเพื่อการดำเนินงานอีกด้วย

1.2.4 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มีการดำเนินธุรกิจมากกว่า 30 ปี ภายใต้ที่ซีซีแลนด์ กรุ๊ป แบ่งเป็น 6 สายธุรกิจย่อย ได้แก่ โรงแรม ศูนย์การค้า อาคารสำนักงาน โครงการที่อยู่อาศัย ศูนย์ประชุม สโมสรกีฬาและสุขภาพ และโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ ตัวอย่างโครงการ ภายใต้ที่ซีซี แลนด์ กรุ๊ป ได้แก่ เอเชียทีก เดอริเวอร์ฟรอนท์ ศูนย์ประชุมแห่งชาติสิริกิติ์ สโมสร ราชพฤกษ์ อาคารสำนักงานปาร์ควอเตอร์ อีโคเพล็กซ์ และโรงแรม ดิ โอกระ เพรสทีจ เป็นต้น

1.2.5 ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร

ธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตรของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ดำเนินการตั้งแต่ธุรกิจต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ โดยมีบริษัท อาหารสยาม จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจ เพาะปลูกสัปะรด รวมถึงผลิต จำหน่าย และส่งออกสัปะรดกระป๋องรายใหญ่ในประเทศ นอกจากนี้ ยังมีกลุ่มธุรกิจน้ำตาล ภายใต้ชื่อ Cristalla ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลและกากน้ำตาลส่งให้ โรงงานผลิตเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ภายใต้กลุ่มไทยเจริญอย่างไทยเบฟเวอเรจ และบริษัทอื่น ๆ

การดำเนินธุรกิจของบริษัทในเครือไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นทั้ง 5 สายธุรกิจ มีการเติบโต ทั้งในประเทศและต่างประเทศอย่างต่อเนื่องทุกปี โดยมีกลยุทธ์หลักในการดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ ตั้งแต่การสรรหาและผลิตวัตถุดิบ แปรรูปเป็นผลิตภัณฑ์ ไปจนถึงการขนส่ง และจัดจำหน่ายผ่านช่องทางของบริษัทในเครือ อีกทั้งยังมีการใช้กลยุทธ์การควบรวมและซื้อกิจการ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ เพื่อการขยายตลาดและการเติบโตอย่างก้าวกระโดดอีกด้วย

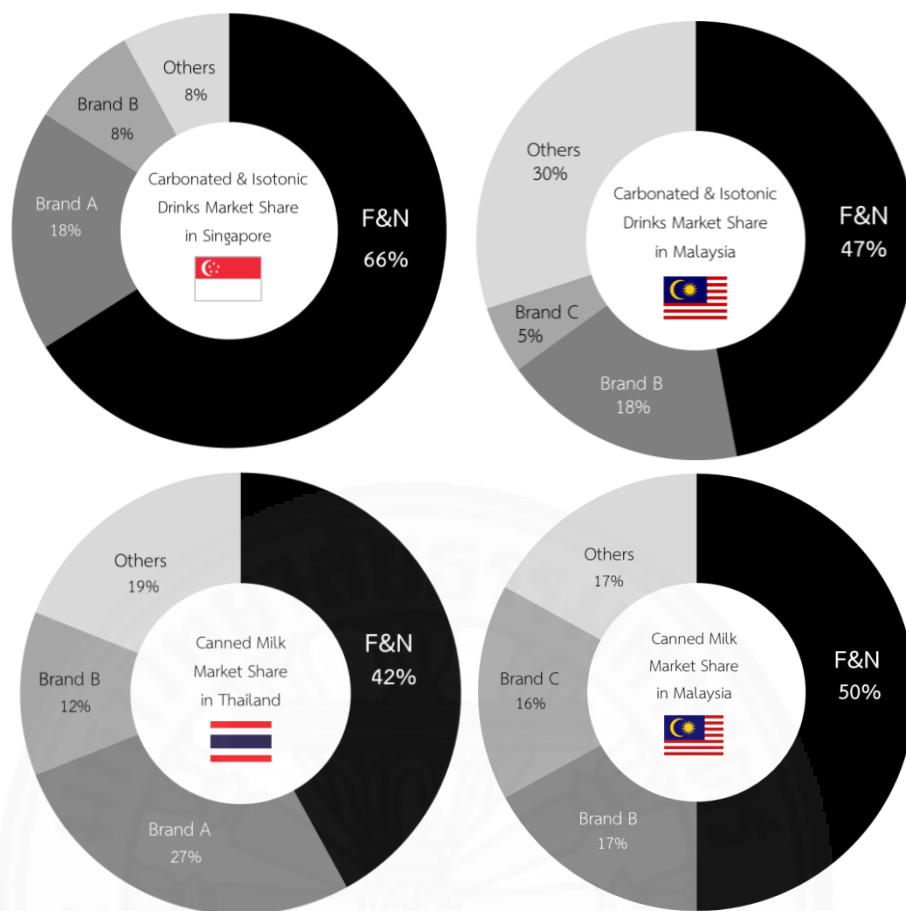
1.3 ภาพรวมบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) หรือ F&N ก่อตั้งเมื่อปี 2426 ในประเทศ สิงคโปร์ โดย John Fraser และ David Neave ภายใต้ชื่อบริษัท The Singapore and Straits Aerated Water ดำเนินการผลิตเครื่องดื่มประเภท Carbonated Soft Drinks ต่อมาในปี 2441 ได้นำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ โดยได้เปลี่ยนชื่อเป็นบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ปัจจุบัน F&N ดำเนินงานภายใต้กลุ่มบริษัทไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น หลังจากมีการเข้าซื้อบริษัทในปี 2556 โดยสามารถแบ่งการดำเนินการของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ได้เป็น 3 ธุรกิจหลัก ดังต่อไปนี้

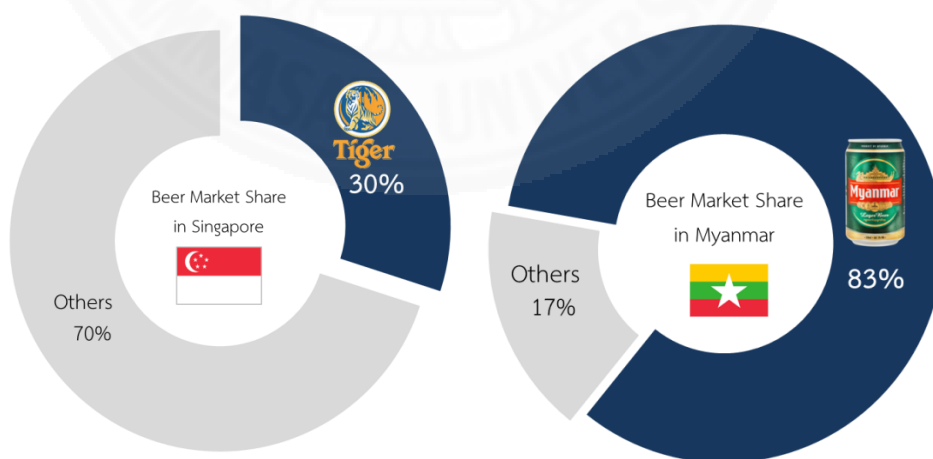
1.3.1 ธุรกิจเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนม

F&N เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนมรายใหญ่ในประเทศ สิงคโปร์ ไทย และมาเลเซีย โดยมีบริษัทย่อยอย่าง Fraser and Neave Holding Bhd จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย นอกจาก F&N จะผลิตและจำหน่ายสินค้าภายใต้แบรนด์ของบริษัท ในเครือแล้ว ยังได้รับใบอนุญาต (Licenses) ในการผลิตและจำหน่ายสินค้าในอาเซียนภายใต้แบรนด์ ของเนสท์เล่ (Nestlé) ซึ่งเป็นบริษัทผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์นมขนาดใหญ่จากประเทศ สวิตเซอร์แลนด์อีกด้วย

นอกจากนี้ F&N เริ่มเข้าสู่ธุรกิจเบียร์ในปี 2474 โดยร่วมกับบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน) เพื่อจัดตั้งบริษัทร่วมทุน (Joint Venture) ในชื่อบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) หรือ APB จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ ดำเนินธุรกิจ ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ประเภทเบียร์ไปยังหลายประเทศในอาเซียน ทั้งสิงคโปร์ และ มาเลเซีย ภายใต้แบรนด์ Tiger Anchor ซึ่งเป็นผู้นำตลาดเบียร์ในประเทศดังกล่าว นอกจากนี้ F&N ยังมีบริษัทย่อย คือ บริษัท เมียนมา บรีวเวอรี่ จำกัด ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเบียร์ Myanmar มี ส่วนแบ่งการตลาดในพม่าถึงกว่าร้อยละ 83



ภาพที่ 1.4 ส่วนแบ่งการตลาดผลิตภัณฑ์ของ F&N ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย
ที่มา: Jack Phang Investment



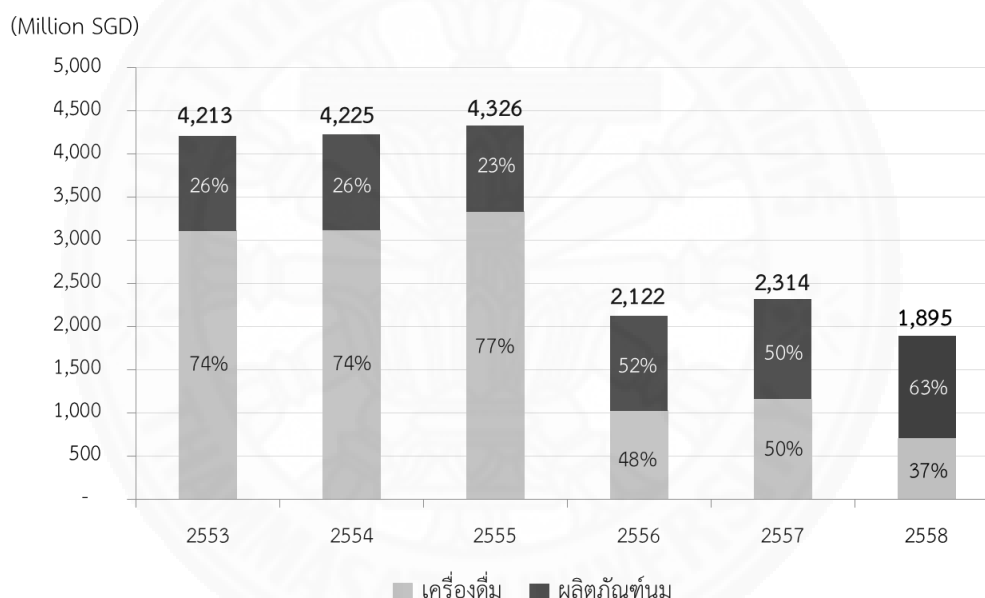
ภาพที่ 1.5 ส่วนแบ่งการตลาดเบียร์ของ F&N ในประเทศสิงคโปร์ และพม่า
ที่มา: Jack Phang Investment

ปัจจุบัน F&N ไม่ได้ดำเนินธุรกิจเครื่องดื่มประเภทเบียร์แล้ว โดยได้จำหน่าย ส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดทั้งหมดในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) ให้กับบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน) ในปี 2556

ผลิตภัณฑ์ภายใต้การดำเนินงานของ F&N ในปัจจุบัน สามารถจำแนกได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

1. เครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ (Soft Drinks) ได้แก่ 100PLUS Nutrisoy น้ำดื่ม ICE Mountain น้ำผลไม้ F&N Tree Fresh เป็นต้น

2. ผลิตภัณฑ์จากนม (Dairies Product) ได้แก่ นม วิปครีม โยเกิร์ต ตรา Magnolia ไอศกรีม ตรา Magnolia King's และ JWEL รวมถึงผลิตภัณฑ์ภายใต้แบรนด์ของบริษัท เนสท์เล่ ได้แก่ นมสดและนมข้นหวาน Carnation Teapot และนมตราหมี



ภาพที่ 1.6 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)

เฉพาะส่วนเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนม

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ปี 2553 - 2558

1.3.2 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) หรือ FCL ซึ่งเป็นบริษัทที่ ดำเนินการธุรกิจเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ในเครือของ F&N จัดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ ตั้งในปี 2557 โดยประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นอาคารสำนักงาน ศูนย์การค้า โรงแรม และเซอร์วิสอพาร์ทเมนต์ โรงงานอุตสาหกรรม เป็นต้น มีอสังหาริมทรัพย์ภายใต้การดำเนินงานอยู่ใน ประเทศสิงคโปร์ ไทย จีน มาเลเซีย เวียดนาม ออสเตรเลีย และอังกฤษ

1.3.3 ธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์

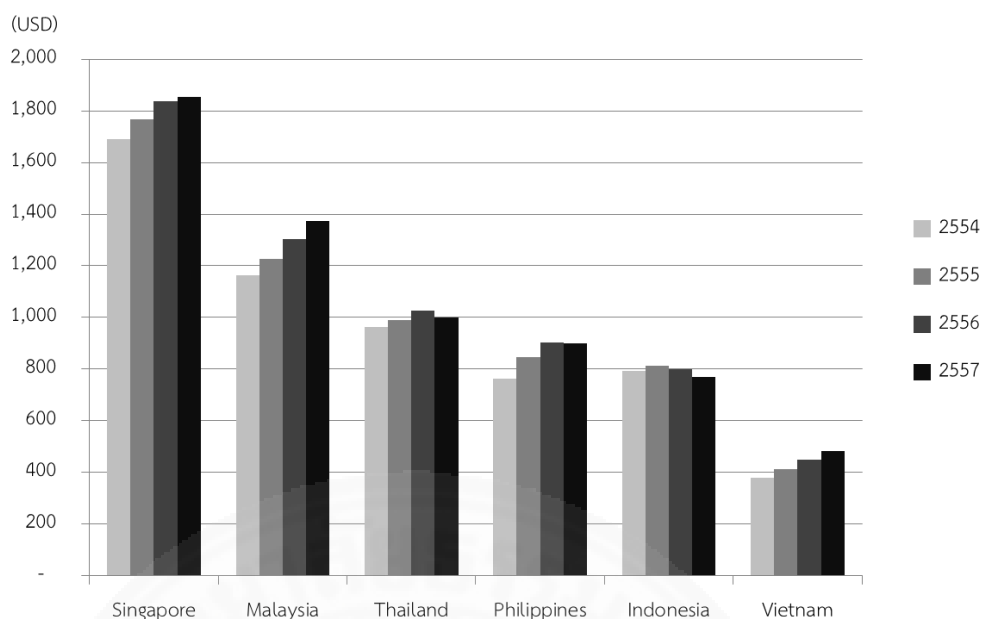
การดำเนินการในธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ มี Times Publishing Group เป็นผู้ผลิตคอนเทนต์ในสื่อและสิ่งพิมพ์ ให้บริการด้านการพิมพ์กับนิตยสารชั้นนำระดับโลก เช่น Time The Economist และ Forbes เป็นต้น โดยมีโรงพิมพ์ตั้งอยู่ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และจีน อีกทั้งยังมีช่องทางการจำหน่ายสิ่งพิมพ์ของตนเองภายใต้ร้านหนังสือ Time Bookstores ซึ่งเป็นผู้นำการจำหน่ายหนังสือภาษาอังกฤษในสิงคโปร์และมาเลเซีย

นอกจากนี้ยังมีกลุ่มบริษัทภายใต้ชื่อ Marshall Cavendish ผู้ผลิตคอนเทนต์และสิ่งพิมพ์ด้านการศึกษาและธุรกิจผ่าน 13 ภาษา และจำหน่ายไปยัง 50 ประเทศทั่วโลก เช่น สหรัฐอเมริกา แอฟริกา อินโดนีเซีย มาเลเซีย สิงคโปร์ ไทย เป็นต้น

1.4 กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น

1.4.1 สถานการณ์อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

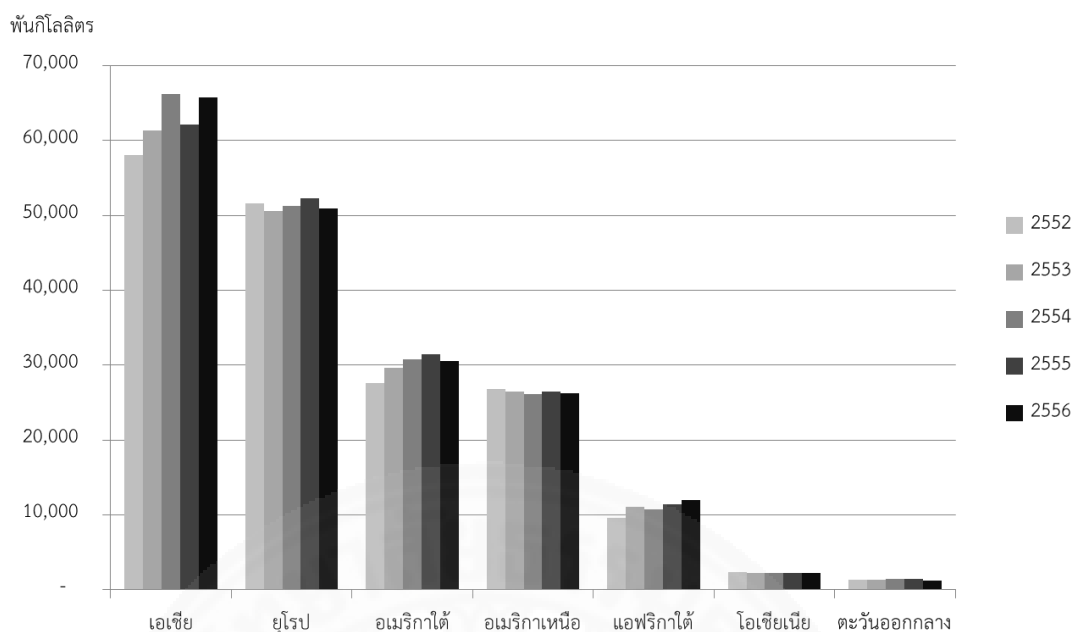
อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มมีการเติบโตต่อเนื่องทุกปี เนื่องจากเป็นสินค้าจำเป็นสำหรับผู้บริโภค แนวโน้มผลิตภัณฑ์ที่มีอัตราการเติบโตสูง คือ อาหารพร้อมทาน และเครื่องดื่มพร้อมดื่ม ซึ่งเป็นผลมาจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่มีการดำเนินชีวิตอย่างเร่งรีบ รวมถึงอาหารและเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพที่มีแนวโน้มเติบโตสูง จากกระแสรักสุขภาพและการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (ศุณย์วิจักสกรไทย, 2558) สำหรับสถานการณ์อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในกลุ่มประเทศอาเซียนมีการเติบโตเล็กน้อยตามสภาพเศรษฐกิจ โดยประชากรในประเทศสิงคโปร์มีค่าใช้จ่ายด้านอาหารและเครื่องดื่มรายปีสูงที่สุด เฉลี่ยประมาณ 1,787 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคน รองลงมาได้แก่ มาเลเซีย 1,267 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคน และประเทศไทยมีการใช้จ่ายด้านอาหารและเครื่องดื่มเป็นอันดับ 3 ของอาเซียน เฉลี่ยประมาณ 995 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคน ดังนั้นตลาดอาหารและเครื่องดื่มในสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย จึงถือเป็นตลาดในอาเซียนที่มีศักยภาพและมีกำลังซื้อค่อนข้างสูง ส่งผลให้บริษัทที่ทำธุรกิจด้านอาหารและเครื่องดื่มต้องการเข้ามาขยายตลาดในประเทศดังกล่าวเป็นจำนวนมาก



ภาพที่ 1.7 ค่าใช้จ่ายด้านอาหารและเครื่องใช้รายปีต่อคนของประเทศในอาเซียน

ที่มา: United States Department of Agriculture

สำหรับเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ โดยเฉพาะเบียร์เป็นธุรกิจหลักของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) ในเครือไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น โฮเนกัน และบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ ซึ่งเป็นต้นเหตุของการแข่งขันราคาเสนอซื้อ F&N สถานการณ์การบริโภคเบียร์ทั่วโลกมีการเติบโตเล็กน้อย โดยในช่วงปี 2552 – 2556 การบริโภคของภูมิภาคเอเชียมีปริมาณสูงที่สุด คิดเป็นประมาณร้อยละ 34 ของการบริโภคเบียร์ทั่วโลก รวมถึงมีการอัตราเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 3.15 ต่อปี ในขณะที่ภูมิภาคยุโรป อเมริกาเหนือ โอเชียเนีย และตะวันออกกลางมีปริมาณการบริโภคลดลง ดังนั้น เอเชียจึงถือเป็นตลาดหลักของบริษัทผู้ผลิตและจำหน่ายเบียร์ที่จำเป็นต้องครอบครองส่วนแบ่งการตลาดไว้ให้ได้มากที่สุด



ภาพที่ 1.8 ปริมาณการบริโภคเบียร์จำแนกตามภูมิภาค

ที่มา: Kirin Beer University Report 2009-2013

1.4.2 แรงจูงใจในการเข้าซื้อกิจการ

จากสถานการณ์อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งมีประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และประเทศไทย เป็นตลาดที่มีศักยภาพ บวกกับมูลค่าตลาดและการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจเบียร์ในเอเชีย ทำให้กิจการที่ดำเนินธุรกิจในอุตสาหกรรมนี้ อย่างบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) ของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ต้องการเข้ามาเปิดตลาดเครื่องดื่ม รวมถึงครอบครองส่วนแบ่งการตลาดของธุรกิจเบียร์ในอาเซียนให้มากขึ้น

บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) หรือ F&N เป็นผู้นำตลาดเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย ดังแสดงในภาพที่ 1.4 รวมทั้งก่อนการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ F&N ยังมีบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเบียร์รายใหญ่ในประเทศสิงคโปร์ และมาเลเซีย ภายใต้เบียร์ตรา Tiger และ Anchor รวมถึง Myanmar Beer ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ F&N ดังนั้นการเข้าซื้อ F&N จึงเป็นกลยุทธ์การขยายตลาดและเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในอาเซียนของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นได้อย่างรวดเร็ว และทำให้บริษัทในเครือไทยเจริญอย่าง ไทยเบฟเวอเรจ กลายเป็นผู้นำตลาดอาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงตลาดเบียร์ในอาเซียนได้ทันที

นอกจากแรงจูงใจด้านการตลาดแล้ว คาดว่าการเข้าซื้อ F&N ยังสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และเพิ่มอำนาจการต่อรองให้กับกลุ่มไทยเจริญได้เป็นอย่างดี เนื่องจากการมีผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มเช่นเดียวกัน การรวมธุรกิจเข้าด้วยกันจะทำให้เกิดการประหยัดจาก

ขนาด (Economies of Scale) ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตและการดำเนินงานลดลง อีกทั้งยังเพิ่มอำนาจการต่อรองกับคู่ค้าจากการจัดซื้อและการจำหน่ายในช่องทางต่าง ๆ ในปริมาณที่มากขึ้น นอกจากนี้ การเข้าซื้อ F&N ยังเป็นการเอื้อประโยชน์ต่อธุรกิจอื่น ๆ ในเครือไทยเจริญ ไม่ว่าจะเป็น การจำหน่ายบรรจุภัณฑ์ขวดแก้ว กระป๋อง และพลาสติกแข็ง ซึ่งเป็นธุรกิจของบริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ให้กับ F&N และการจำหน่ายน้ำตาลและกากน้ำตาลเพื่อเป็นวัตถุดิบในการผลิตเครื่องดื่มให้กับ F&N รวมถึงการเปิดตลาดสินค้าอุปโภคบริโภคอื่น ๆ ในเครือไทยเจริญไปยังประเทศซึ่งเป็นตลาดของ F&N อีกด้วย

1.4.3 รายละเอียดของธุรกรรม

การเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญ คอร์ปอเรชั่น เริ่มตั้งแต่การทยอยเข้าซื้อหุ้นสามัญของ F&N ในช่วงก่อนเดือนสิงหาคม ปี 2555 โดยผู้ถือหุ้นและบริษัทในกลุ่มไทยเจริญจำนวน 62,624,547 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 4.35 ของหุ้นสามัญทั้งหมดของ F&N รวมถึงมีการทยอยซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) หรือ APB คิดเป็นร้อยละ 8.6 ของหุ้นสามัญทั้งหมดของ APB โดยบริษัท ไคเนสท์เพลส กรุ๊ป จำกัด (Kindest Place Groups Ltd.) ซึ่งจดทะเบียนในประเทศไทยสิงคโปร์ และมีคุณโชติพัฒน์ พิษานนท์ บุตรชายของคุณเจริญ สิริวัฒนภักดี เป็นผู้บริหารบริษัทดังกล่าว

ในวันที่ 14 สิงหาคม 2555 มีการเสนอซื้อหุ้น F&N ในราคา 8.88 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น เป็นจำนวน 313,036,775 หุ้น โดยบริษัท อินเตอร์เนชั่นแนล เบฟเวอเรจ โฮลดิ้ง จำกัด หรือ IBHL ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) รวมมูลค่าประมาณ 2,800 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ หรือประมาณ 71,000 ล้านบาท โดยใช้เงินทุนของบริษัทและเงินกู้จากสถาบันการเงิน และหลังจากนั้นไม่นานมีการซื้อหุ้น F&N โดยเครือไทยเจริญเพิ่มอีก 36,762,500 หุ้น ส่งผลใน ณ เดือนกันยายน ปี 2555 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีส่วนถือหุ้นในบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ประมาณร้อยละ 28.63 อีกทั้งยังมีส่วนได้ส่วนเสียทั้งทางตรงและทางอ้อมในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) รวมร้อยละ 19.97 (F&N มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งทางตรงและทางอ้อมใน APB ร้อยละ 39.7)

กลุ่มบริษัทไฮเนเก้น ซึ่งเดิมมีส่วนได้ส่วนเสียใน APB ร้อยละ 41.89 เริ่มกังวลกับการเข้ามามีส่วนได้ส่วนเสียใน APB ของกลุ่มไทยเจริญ ไฮเนเก้นจึงเสนอซื้อร้อยละ 39.7 ของ APB ในส่วนที่ F&N มีส่วนได้ส่วนเสียอยู่ทั้งหมดในราคา 50 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น รวมถึงเสนอซื้อหุ้น APB ส่วนที่เหลือจากผู้ถือหุ้นรายอื่นทั้งหมดด้วย ต่อมาทางกลุ่มไทยเจริญได้เสนอซื้อหุ้น APB แข่งกับไฮเนเก้น โดยเสนอราคาสูงถึง 55 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น อย่างไรก็ตามทั้งสองฝ่ายไม่ต้องการให้มีการแข่งขันราคาไปสูงกว่านี้ จึงร่วมกันเจรจาและตกลงการซื้อตกลงร่วมเมื่อวันที่ 18 กันยายน 2555 ให้กลุ่มไทยเจริญลงมติอนุมัติให้ F&N ขายส่วนได้ส่วนเสียใน APB ทั้งหมดร้อยละ 39.70

รวมถึงส่วนที่ Kindest Place Groups ถือ APB อยู่ร้อยละ 8.60 ให้กับไฮเนเก้น ในราคา 53 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น ในการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นที่จะเกิดขึ้นในวันที่ 28 กันยายน 2555 และทางไฮเนเก้นจะไม่เสนอซื้อหุ้นของ F&N เพื่อเปิดทางให้กลุ่มไทยเจริญเข้าซื้อ F&N ได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้ไฮเนเก้นยังได้ทยอยซื้อหุ้น APB จากผู้ถือรายอื่นรวมคิดเป็นร้อยละ 5.10 ส่งผลให้ ณ สิ้นปี 2555 ไฮเนเก้นมีสัดส่วนการถือหุ้นใน APB รวมทั้งสิ้นร้อยละ 95.29 ของหุ้น APB ทั้งหมด

หลังจากความพยายามเข้าซื้อ APB เพื่อครอบครองเบียร์ Tiger ของกลุ่มไทยเจริญไม่ประสบความสำเร็จ กลุ่มไทยเจริญจึงดำเนินการเข้าซื้อ F&N เพื่อหวังได้สิทธิในการดำเนินงานทั้งหมด โดยมีการแข่งขันราคาระหว่างกลุ่มบริษัทโอเวอร์ซีส์ ยูเนียน เอ็นเตอร์ไพรส์ หรือ OUE บริษัทอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ในสิงคโปร์ ที่ได้เสนอซื้อ F&N ในราคา 9.08 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น จนสุดท้ายกลุ่มไทยเจริญเพิ่มราคาเสนอซื้อหุ้น F&N สูงถึง 9.55 ดอลลาร์สิงคโปร์ต่อหุ้น และสามารถซื้อหุ้นสามัญของ F&N เกินร้อยละ 50 ได้สำเร็จ ในเดือนมกราคม ปี 2556 โดยทำการซื้อผ่านบริษัท ทีซีซี แอสเสท จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ในขณะที่ OUE ได้ถอนตัวจากการประมูลซื้อหุ้น F&N ไปก่อนหน้านี้

จากความสำเร็จในการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) โดย ณ สิ้นปี 2556 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีสัดส่วนการถือหุ้นใน F&N รวมร้อยละ 87.93 ของหุ้นสามัญทั้งหมด ซึ่งแบ่งเป็นการถือหุ้นโดยบริษัท ทีซีซี แอสเสท จำกัด ร้อยละ 59.39 และบริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เบฟเวอเรจ โฮลดิ้ง จำกัด ร้อยละ 28.54 รวมมูลค่าธุรกรรมนี้ประมาณ 11,900 ล้านดอลลาร์สิงคโปร์ หรือเท่ากับ 302,300 ล้านบาท

1.4.4 สถานการณ์หลังการซื้อกิจการ

ภายหลังจากการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ได้มีการเปลี่ยนแปลงในหลายด้าน โดยสามารถจำแนกเป็น 3 ด้านหลัก มีรายละเอียด ดังนี้

1.4.4.1 ด้านโครงสร้างการบริหารและโครงสร้างองค์กร

ด้านโครงสร้างการบริหาร คุณเจริญ สิริวัฒนภักดี ผู้บริหารบริษัทในกลุ่มไทยเจริญทั้งหมดได้ขึ้นดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) หลังการเข้าซื้อกิจการดังกล่าว

ด้านโครงสร้างองค์กรได้มีการแยกธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในเครือของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ออกมาจัดตั้งเป็นบริษัทมหาชนและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ ภายใต้ชื่อบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ในปี 2557

1.4.4.2 ด้านกลยุทธ์การตลาดและการบริหารจัดการ

ด้านการตลาดได้ดำเนินกลยุทธ์เพื่อสร้างประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากการซื้อกิจการ ไม่ว่าจะเป็น การขยายช่องทางตลาดที่ได้นำเข้าเขียวโออิชิเปิดตลาดในประเทศมาเลเซีย โดยเข้าจำหน่ายในร้านสะดวกซื้อเซเว่น-อีเลฟเว่น ในประเทศมาเลเซีย ผ่านบริษัทในเครือของ F&N ในมาเลเซีย การใช้ฐานการผลิตเครื่องดื่มของ F&N ในประเทศมาเลเซีย ซึ่งเป็นโรงงานผลิตเครื่องดื่มฮาลาล (Halal) เพื่อผลิตสินค้าจำหน่ายไปยังกลุ่มผู้บริโภคสินค้าฮาลาลในอาเซียน รวมถึงได้นำผลิตภัณฑ์ของ F&N เข้ามาเปิดตลาดในประเทศไทย

ในด้านการบริหารจัดการที่ได้ใช้ประโยชน์จากเครือข่ายการกระจายสินค้าในภูมิภาคอาเซียนร่วมกัน และการประหยัดค่าใช้จ่ายผ่านการจัดซื้อร่วมกัน รวมถึงมีการแลกเปลี่ยนความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจเครื่องดื่มระหว่างกันอีกด้วย

1.4.4.3 ด้านโครงสร้างเงินทุน

ในช่วงปลายปี 2556 บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ได้มีการประกาศลดส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทโดยการจ่ายเงินคืนแก่ผู้ถือหุ้น 0.42 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อหุ้น รวมเป็นเงินทั้งหมด 606,860,640 ดอลลาร์สหรัฐฯ และทำการจ่ายเงินคืนผู้ถือหุ้นในเดือนกรกฎาคม ปี 2557 โดยผู้บริหารบริษัทได้ชี้แจงว่าการลดส่วนของผู้ถือหุ้น จะทำให้การบริหารเงินทุนของ F&N มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

1.5 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อประเมินผลกรณีการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นว่ามีความคุ้มค่าหรือไม่ โดยเปรียบเทียบระหว่างราคาที่กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายเพื่อซื้อหุ้นบริษัทเฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) กับมูลค่าของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) รวมถึงมูลค่าของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจส่วนเพิ่ม (Synergy Value) จากการซื้อกิจการในครั้งนี้

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. สามารถประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของการเข้าซื้อกิจการ และประโยชน์เชิงเศรษฐกิจส่วนเพิ่ม (Synergy Value) เพื่อนำไปใช้ในการประเมินมูลค่ากรณีการควบรวมหรือซื้อกิจการในอนาคต

2. เข้าใจถึงแรงจูงใจและประโยชน์ที่ได้จากการควบรวมหรือซื้อกิจการระหว่างประเทศ (Cross-border M&A) เพื่อเป็นข้อมูลให้กับผู้ประกอบการธุรกิจที่ต้องการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ ด้วยกลยุทธ์การควบรวมหรือซื้อกิจการ

3. เพื่อเป็นข้อมูลให้กับนักลงทุนทั่วไปสำหรับการตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทในกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น และบริษัทอื่น ๆ ที่มีการควบรวมหรือซื้อกิจการในลักษณะเดียวกันกับกรณีศึกษาในครั้งนี้



บทที่ 2

กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา

2.1 กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

2.1.1 กรอบทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมและซื้อกิจการ

การควบรวมและซื้อกิจการ (Merger and Acquisition) คือ การที่กิจการได้สินทรัพย์ของกิจการอื่น ซึ่งอาจเป็นหุ้น หน่วยธุรกิจ หรือสินทรัพย์อื่น ๆ เพื่อนำมาสู่การมีอำนาจในการควบคุมการดำเนินธุรกิจหรือการครอบครองสินทรัพย์ของกิจการอื่น ในการควบรวมหรือซื้อกิจการมีวัตถุประสงค์เพื่อการเติบโต การเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจ การเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน หรือเพื่อความอยู่รอดของกิจการ โดยคาดว่าภายหลังการควบรวมหรือซื้อจะสามารถเพิ่มมูลค่าของแต่ละกิจการได้ กล่าวคือ มูลค่าของกิจการหลังการควบรวมหรือซื้อจะสูงกว่ามูลค่าของแต่ละกิจการรวมกัน ซึ่งมูลค่าที่เพิ่มขึ้นนี้เรียกว่า “Synergy Value”

2.1.1.1 แรงจูงใจในการควบรวมและซื้อกิจการ

มูลค่าเพิ่มภายหลังการควบรวมหรือซื้อกิจการ หรือ Synergy Value มีหลากหลายรูปแบบ ซึ่งการควบรวมหรือซื้อกิจการในแต่ละกรณีมี Synergy Value ที่แตกต่างกันตามแรงจูงใจในการควบรวมหรือซื้อกิจการ โดยสามารถสรุปแรงจูงใจหรือเหตุผลในการควบรวมและซื้อกิจการได้ 4 ประเด็น ดังนี้

1. เหตุผลเชิงกลยุทธ์และการดำเนินงาน (Operation Synergy) คือ การควบรวมหรือซื้อกิจการที่ผู้ควบรวมหรือผู้ซื้อคาดว่าจะส่งผลให้การดำเนินกลยุทธ์หรือการดำเนินงานด้านต่าง ๆ ของกิจการดีขึ้น เช่น การขยายฐานลูกค้า เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่าย การใช้ทรัพยากรร่วมกันเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Economy of Scope) การเพิ่มจำนวนผลิตเพื่อให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) การได้มาซึ่งองค์ความรู้ในการประกอบธุรกิจ (Know How) การพัฒนาด้านการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) การได้มาซึ่งลิขสิทธิ์ สิทธิบัตร เครื่องหมายการค้า หรือใบอนุญาตในการประกอบธุรกิจ เป็นต้น

2. เหตุผลเชิงการบริหารการเงิน (Financial Synergy) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการที่ผู้ควบรวมหรือผู้ซื้อคาดว่าจะทำให้มีผลด้านการบริหารการเงินที่ดีขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการที่มีหนี้สินต่ำเพื่อให้อัตราส่วนทางการเงินด้านความเสี่ยงของกิจการดีขึ้น สามารถกู้ยืมได้โดยมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง หรือสามารถระดมทุนได้เพิ่มเติม เป็นต้น

3. การกระจายการดำเนินงานธุรกิจ (Diversification) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการเพื่อกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกัน หรืออาจกระจายการดำเนินงานธุรกิจไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ กลุ่มลูกค้าเป้าหมายใหม่

4. ผลประโยชน์ทางด้านภาษี (Tax Benefits) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการเพื่อสิทธิประโยชน์ทางภาษี เช่น การเข้าซื้อกิจการที่มีผลประกอบการขาดทุนสะสม เพื่อใช้ผลขาดทุนสะสมในการลดภาษี การควบรวมหรือซื้อกิจการที่ได้รับการสนับสนุนการลงทุน โดยได้รับสิทธิประโยชน์ในการชำระภาษีในอัตราที่ต่ำกว่า เป็นต้น

2.1.1.2 รูปแบบในการควบรวมและซื้อกิจการ

การควบรวมและซื้อกิจการสามารถเกิดขึ้นได้หลายรูปแบบ ดังนี้

1. การควบรวมหรือซื้อกิจการแนวนอน (Horizontal M&A) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการที่มีสินค้าและบริการ ลักษณะการดำเนินงานธุรกิจ หรือโครงสร้างการดำเนินงานที่คล้ายกัน โดยมักมีแรงจูงใจในการควบรวมหรือซื้อกิจการเพื่อการขยายฐานลูกค้า เพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาด เพิ่มปริมาณการผลิตเพื่อให้มีการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) เป็นต้น ตัวอย่างของการควบรวมหรือซื้อกิจการในแนวนอนในประเทศไทย เช่น กรณี บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) หรือกลุ่มโรงพยาบาลกรุงเทพ เข้าซื้อกลุ่มโรงพยาบาลพญาไท และโรงพยาบาลเปาโล เป็นต้น

2. การควบรวมหรือซื้อกิจการแนวตั้ง (Vertical M&A) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการที่มีสินค้าและบริการ หรือลักษณะการดำเนินงานธุรกิจอยู่ในห่วงโซ่อุปทานเดียวกัน เช่น ผู้จำหน่ายวัตถุดิบกับโรงงานผลิตสินค้า หรือโรงงานผลิตสินค้ากับห้างค้าปลีก เป็นต้น โดยการควบรวมหรือซื้อกิจการในรูปแบบนี้มีเหตุผลเพื่อการลดต้นทุนในการดำเนินงาน เช่น การซื้อวัตถุดิบได้ในราคาต่ำลง ลดค่าใช้จ่ายในการขนส่งและขายสินค้า เป็นต้น หรืออาจมีเหตุผลที่ต้องการควบคุมคุณภาพของสินค้าหรือบริการตั้งแต่การผลิตวัตถุดิบจนถึงการจัดจำหน่าย ตัวอย่างของการควบรวมหรือซื้อกิจการในแนวตั้งในไทย คือ กรณีการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) โดยบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

3. การควบรวมหรือซื้อกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate M&A) เป็นการควบรวมหรือซื้อกิจการที่มีสินค้าและบริการ หรือลักษณะการดำเนินงานธุรกิจที่แตกต่างกันโดยสิ้นเชิง หรือดำเนินงานธุรกิจในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน โดยส่วนใหญ่มีแรงจูงใจในการซื้อหรือควบรวมเพื่อการกระจายความเสี่ยง ลดความผันผวนของรายได้ หรือต้องการเข้าสู่ธุรกิจใหม่ ตัวอย่างการควบรวมหรือซื้อในรูปแบบนี้ ได้แก่ กรณีการควบรวมกิจการของบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) และบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

2.1.1.3 วิธีการควบรวมและซื้อกิจการ

วิธีการควบรวมหรือซื้อกิจการ สามารถแบ่งได้เป็น 3 วิธี ได้แก่

1. การซื้อกิจการโดยได้มาซึ่งหุ้นสามัญ หรือเรียกว่า Share Acquisition คือ ผู้ซื้อกิจการได้หุ้นสามัญของผู้ถูกซื้อ โดยการมีหุ้นสามัญของกิจการที่ถูกซื้อ หมายถึง มีการมีสิทธิออกเสียงในการตัดสินใจดำเนินธุรกิจ โดยการถือหุ้นในกิจการในสัดส่วนที่สูงกว่าร้อยละ 25 แต่ไม่เกินร้อยละ 50 ถือว่าเป็นผู้มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อกิจการนั้น และหากถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงกว่าร้อยละ 50 ถือว่าเป็นผู้มีอำนาจควบคุมกิจการนั้น

การซื้อกิจการโดยได้มาซึ่งหุ้นสามัญสามารถทำได้โดยการชำระเป็นเงินสด คือ การซื้อหุ้นสามัญจากผู้ถือหุ้นเดิม หรือออกหุ้นใหม่โดยกิจการที่ถูกซื้อ และชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด หรืออาจใช้การชำระค่าหุ้นสามัญด้วยหุ้น ซึ่งเป็นการซื้อหุ้นสามัญจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่ถูกซื้อ และบริษัทที่เป็นผู้ซื้อทำการออกหุ้นสามัญใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นเดิมเป็นการตอบแทน นอกจากนี้ยังสามารถได้มาซึ่งหุ้นสามัญผ่านการจัดตั้ง Holding Company ซึ่งเป็นบริษัทที่จัดตั้งขึ้นเพื่อออกหุ้นใหม่แลกกับหุ้นเดิมของบริษัทที่มีการควบรวมหรือซื้อกิจการทั้ง 2 ฝ่าย โดยผู้ถือหุ้นเดิมของทั้ง 2 ฝ่ายจะเปลี่ยนมาถือหุ้นใน Holding Company ที่จัดตั้งขึ้นใหม่ และ Holding Company นี้จะถือหุ้นในบริษัททั้ง 2 ฝ่ายอีกต่อหนึ่ง

2. การซื้อกิจการโดยได้มาซึ่งสินทรัพย์ หรือเรียกว่า Asset Acquisition เป็นการโอนสินทรัพย์ หนี้สิน ทรัพยากร หรือหน่วยธุรกิจ ของบริษัทที่ถูกซื้อให้กับบริษัทผู้ซื้อ เพื่อให้สิทธิในการครอบครองและดำเนินงานแก่บริษัทผู้ซื้อ โดยสามารถซื้อกิจการโดยได้มาซึ่งสินทรัพย์ผ่านการชำระด้วยเงินสด หุ้นสามัญ หรือการจัดตั้ง Holding Company เช่นเดียวกับการซื้อกิจการโดยการได้มาซึ่งหุ้นสามัญ

3. การควบรวมกิจการ หรือเรียกว่า Amalgamation เป็นการควบรวมกิจการเข้าด้วยกันเป็นกิจการใหม่ หรือเป็นกิจการใดกิจการหนึ่ง เช่น บริษัท A ควบรวมกับ บริษัท B เกิดเป็น บริษัท C หรือ บริษัท A ควบรวมกับ บริษัท B เหลือบริษัท A หรือ B โดยบริษัทเดิมจะสิ้นสภาพการเป็นนิติบุคคล และโอนสิทธิในการครอบครองและดำเนินงานให้กับบริษัทที่ยังคงอยู่

2.1.2 การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการ

สำหรับนักลงทุนหรือผู้ประกอบการที่ต้องการลงทุนทำธุรกิจหรือหุ้นสามัญของกิจการใด ๆ ย่อมต้องการมีการประเมินมูลค่าของกิจการนั้นว่ามีมูลค่าที่เหมาะสมเท่าใด เพื่อเปรียบเทียบกับเงินที่ลงทุนว่ามีความคุ้มค่าในการลงทุนหรือไม่ โดยการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการสามารถทำได้หลายวิธี ดังต่อไปนี้

2.1.2.1 วิธีมูลค่าตามบัญชี (Book Value)

วิธีมูลค่าตามบัญชี เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการ ภายใต้สมมติฐานว่ากิจการจะสิ้นสุดการดำเนินงานและทำการชำระบัญชี (Liquidation Method) โดยในการชำระบัญชี จะประเมินจากมูลค่าสินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น ตามที่ได้บันทึกบัญชีไว้ วิธีนี้ไม่ได้รับความนิยมมากนัก เนื่องจากมูลค่าของกิจการจะเป็นมูลค่าตามบัญชีซึ่งอาจไม่สะท้อนมูลค่าตลาดในขณะนั้น

2.1.2.2 วิธีมูลค่ายุติธรรม (Fair Value)

วิธีมูลค่ายุติธรรม เป็นการพัฒนาจากวิธีมูลค่าตามบัญชี โดยสามารถกำจัดข้อเสียของวิธีมูลค่าตามบัญชีได้ ในการประเมินมูลค่าของกิจการด้วยวิธีนี้จะทำการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น ให้เป็นมูลค่ายุติธรรม หรือมูลค่าตลาดในขณะนั้น วิธีดังกล่าวถึงแม้จะสะท้อนมูลค่าตลาดได้ แต่ยังเป็นวิธีการประเมินภายใต้สมมติฐานว่ากิจการจะสิ้นสุดการดำเนินงาน (Liquidation Method) จึงไม่เหมาะในการประเมินมูลค่ากิจการที่ยังมีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง

2.1.2.3 วิธีตัวคูณราคา (Price Multiples)

วิธีตัวคูณราคา เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้น ภายใต้สมมติฐานว่ามีตัวแปรที่สามารถเทียบเคียงมูลค่าของกิจการที่ต้องการประเมินสามารถกับกิจการอื่นได้ โดยส่วนใหญ่นิยมใช้ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings per share: P/E ratio) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value per share: P/BV ratio) วิธีนี้นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าแบบคร่าว แต่ไม่นิยมระบุมูลค่าที่เหมาะสมแบบชัดเจน เนื่องจากในความเป็นจริงลักษณะการดำเนินงานของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกัน ไม่สามารถใช้เทียบเคียงมูลค่าได้อย่างชัดเจนมากนัก

2.1.2.4 วิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล (Discounted Dividend)

วิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของผู้ถือหุ้น ภายใต้สมมติฐานการดำเนินกิจการอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Method) โดยคาดว่าผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นเงินปันผลจากกิจการอย่างต่อเนื่อง มูลค่าที่เหมาะสมของผู้ถือหุ้น จะเป็นมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในแต่ละปี คิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

$$\text{มูลค่าของผู้ถือหุ้น} = \frac{D_1}{(1+Ke)^1} + \frac{D_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{D_i}{(1+Ke)^i}$$

โดย D คือ เงินปันผลสุทธิที่คาดว่าจะจ่ายในแต่ละปี

Ke คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

i คือ จำนวนงวด

วิธีดังกล่าวมีข้อจำกัดในการประมาณการเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต เนื่องจากบางบริษัทมีการจ่ายปันผลไม่สม่ำเสมอ หรือไม่มีการจ่ายเงินปันผลคืนแก่ผู้ถือหุ้น

2.1.2.5 วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discounted Free Cash Flow)

วิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระ เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของกิจการภายใต้สมมติฐานการดำเนินกิจการอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Method) กล่าวคือ คาดว่ากิจการจะดำเนินต่อไปอย่างไม่มีที่สิ้นสุด โดยผู้ลงทุนคาดว่ามูลค่าปัจจุบันของกิจการเกิดจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับการดำเนินการในอนาคต และคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน

$$\text{มูลค่ากิจการ} = \frac{FCFF_1}{(1+\text{Discount Rate})^1} + \frac{FCFF_2}{(1+\text{Discount Rate})^2} + \dots + \frac{FCFF_i}{(1+\text{Discount Rate})^i}$$

โดย FCFF คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการในแต่ละปี

Discount Rate คือ อัตราคิดลด

i คือ จำนวนงวด

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) หมายถึง กระแสเงินสดของกิจการที่เป็นอิสระสามารถจ่ายคืนเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นได้ การคำนวณกระแสเงินสดอิสระจะเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ปรับด้วยกระแสเงินสดที่กิจการกันไว้สำหรับใช้ลงทุน และกระแสเงินสดส่วนที่กันไว้สำหรับเป็นเงินทุนหมุนเวียน

อัตราคิดลด (Discount Rate) หมายถึง อัตราที่ใช้ในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระและกระแสเงินสดงวดสุดท้ายให้เป็นมูลค่าปัจจุบัน โดยอัตราคิดลดมีสมมติฐานว่าเป็นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ซึ่งในลงทุนดำเนินธุรกิจมีเป้าหมายว่าผลตอบแทนที่ต้องการ ต้องไม่ต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุน ในการดำเนินธุรกิจโดยทั่วไป ผู้ประกอบการมีแหล่งเงินทุนมาจาก 2 แหล่ง ได้แก่ เงินลงทุนจากการกู้ยืม และเงินลงทุนจากเจ้าของ ดังนั้นต้นทุนของเงินทุนจึงเป็นผลตอบแทนจากที่เจ้าหนี้และจากเจ้าของแล้วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการควบรวมหรือซื้อกิจการที่เริ่มมีความแพร่หลายในประเทศไทย ทำให้มีการศึกษาถึงผลกระทบต่อผลการดำเนินงานจากการควบรวมหรือซื้อกิจการของบริษัทในประเทศไทย ภายในช่วงปี 2542 – 2550 โดยใช้วิธีการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและอัตราส่วนทางการเงินในช่วง 3 ปี ก่อนและหลังการควบรวมหรือซื้อกิจการ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทโดยส่วนใหญ่มีผลการดำเนินงานในทิศทางที่ดีขึ้นภายหลังจากการควบรวมหรือซื้อกิจการ ซึ่งปัจจัยหลักที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ได้แก่ ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น และความสามารถในการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน หลังจากการควบรวมหรือซื้อกิจการ (Whangsatian, 2010)

นันทน์ภัส ลิขิตเจริญพันธ์ (2558) ได้ศึกษากรณีการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) กับบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) โดยการควบรวมครั้งนี้ ไม่เกิดความอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetry Information) ซึ่งการควบรวมหรือซื้อกิจการในหลายกรณีมักจะมีข้อมูลแอบแฝงระหว่างกัน เพื่อวัตถุประสงค์บางประการที่จะส่งผลต่อมูลค่าการควบรวมหรือซื้อกิจการค่อนข้างมาก แต่เนื่องจากกรณีการควบรวมในครั้งนี้ ทั้งสองบริษัทมี บริษัท ช. การช่าง จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดังนั้นการตัดสินใจควบรวมกิจการจึงได้รับความเห็นชอบจาก บริษัท ช. การช่าง จึงจำเป็นต้องทราบข้อมูลทั้งสองบริษัทเพื่อใช้ในการตัดสินใจ จึงไม่มีข้อมูลแอบแฝงระหว่างกัน ซึ่งผู้วิจัยคาดว่า การไม่เกิดความอสมมาตรของข้อมูลในครั้งนี้ ส่งผลให้สามารถประเมินมูลค่าการควบรวมที่เหมาะสมได้อย่างชัดเจน โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ประเมินผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้นจากการควบรวมโดยใช้วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ และการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเปรียบเทียบก่อนและหลังการควบรวมกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการในครั้งนี้สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ได้เป็นจำนวน 44,786 ล้านบาท นอกจากนี้ยังได้ประเมินมูลค่าของโครงการสัมปทานรถไฟฟ้าส่วนต่อขยายสีน้ำเงิน ด้วยวิธีการประเมินมูลค่าทางเลือก (Real Option) โดยคาดว่าโครงการดังกล่าวจะก่อให้เกิดรายได้แก่บริษัทประมาณ 3,722 ล้านบาท

ณัฐนิชา วรพิบูลย์ศักดิ์ (2557) ได้ทำการศึกษากรณีการเข้าซื้อกิจการคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย) ของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เมื่อปี 2553 ซึ่งมีแรงจูงใจสำคัญเพื่อการก้าวเป็นผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทย ในการศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาความคุ้มค่าในการซื้อกิจการดังกล่าว โดยทำการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของคาร์ฟูร์ ผ่านวิธีการคิดลดกระแสเงินสด เพื่อเปรียบเทียบกับราคาที่จ่ายซื้อ ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย) มีมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 26,515 ล้านบาท ในขณะที่บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ ตัดสินใจซื้อในราคา 35,450 ล้านบาท ซึ่งทำให้มีต้นทุนส่วนเพิ่มในการซื้อครั้งนี้สูงถึง 8,935 ล้านบาท อย่างไรก็ตามได้มีการศึกษาต่อถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มที่บิ๊กซี

ได้รับจากการซื้อคาร์ฟูร์ ทั้งในแง่ของรายได้ที่เพิ่มขึ้น ต้นทุนที่ลดลง ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น การบริหารสินทรัพย์และการบริหารจัดการห่วงโซ่อุปทานที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น โดยการวิเคราะห์เปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินในช่วงก่อนการซื้อกิจการและหลังการซื้อกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ ส่งผลให้บิกซีได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มเฉลี่ยปีละ 2,600 ล้านบาท ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้น บิกซีจะคืนทุนโดยใช้ระยะเวลาเพียง 3.34 ปี จึงสรุปได้ว่าการเข้าซื้อคาร์ฟูร์ของบิกซีในครั้งนี้มีความคุ้มค่า

Tantinarawat (2014) ได้ศึกษากรณีการเข้าซื้อบริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) โดยบริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) ในปี 2556 ซึ่งเป็นกรณีที่ใช้เงินกู้ยืมเพื่อซื้อกิจการครั้งใหญ่ที่สุดครั้งหนึ่งของไทย ประเด็นในการศึกษาครั้งนี้ คือ การเข้าซื้อแม็คโครของซีพีออล เป็นการเพิ่มหรือทำลายมูลค่าของซีพีออล ผลการศึกษาพบว่าหลังจากที่ได้มีการประกาศข่าวการซื้อกิจการในครั้งนี้สู่สาธารณชน ราคาหุ้นของซีพีออลตกลงอย่างมาก เนื่องจากนักลงทุนคาดว่าระยะเวลาในการคืนทุนจากการซื้อกิจการครั้งนี้ค่อนข้างนาน อีกทั้งมีการกู้ยืมมาซื้อกิจการระดับสูง ทำให้เกิดความเสี่ยงกับกิจการค่อนข้างมาก

ศุจิรัตน์ ภัทร์กุลบุตร (2554) ได้ศึกษาถึงผลการดำเนินงานจากการควบรวมกิจการระหว่างธนาคารซีไอเอ็มบีกับธนาคารไทยธนาคาร โดยใช้การเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินระหว่างช่วงก่อนและหลังการควบรวมกิจการ และการวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) จากการลงทุนในหุ้นสามัญของธนาคารดังกล่าวในช่วงที่มีการประกาศการควบรวมกิจการ ผลการศึกษาพบว่าภายหลังการควบรวมกิจการ ธนาคารมีอัตราส่วนด้านสภาพคล่อง ด้านความสามารถในการทำกำไร และความเพียงพอของเงินกองทุนของธนาคาร ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่อัตราส่วนด้านคุณภาพสินเชื่อด้อยลง ซึ่งเป็นผลมาจากการเกิดวิกฤตของไทย ธนาคารตั้งแต่มีก่อนเกิดการควบรวม และการที่ไทยธนาคารตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญต่ำกว่าที่ควร เมื่อรวมสินเชื่อกับธนาคารซีไอเอ็มบีแล้วจึงทำให้มีคุณภาพสินเชื่อด้อยลง สำหรับการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม พบว่าการประกาศข่าวการควบรวมส่งผลในเชิงบวกต่อราคาหุ้นสามัญของไทยธนาคาร แต่หลังจากการควบรวมกิจการไม่มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นนักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติระยะสั้นในระหว่างการควบรวมกิจการได้

นอกจากนี้ยังมีการศึกษาแรงจูงใจและผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากกรณีการควบรวมกิจการในธุรกิจโรงภาพยนตร์ ระหว่างบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) กับบริษัท อีจิวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งดำเนินธุรกิจโรงภาพยนตร์ โดยจากการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการในครั้งนี้สามารถสร้างอำนาจต่อรองกับบริษัทผู้ผลิตภาพยนตร์ซึ่งเป็นบริษัทต้นน้ำของอุตสาหกรรมนี้ได้มากขึ้น จากการที่มีจำนวนโรงภาพยนตร์เพิ่มมากขึ้น (อุษา ไวยเจริญ, 2550) และมีงานวิจัยที่ได้ศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท เมเจอร์

ซีนีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน) และผลประกอบการในด้านการเงินภายหลังจากการควบรวมกิจการดังกล่าว ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าวทั้งในช่วงก่อนระหว่าง และหลังการประกาศควบรวมกิจการ อีกทั้งกรณีการควบรวมกิจการในครั้งนี้นี้ยังส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้นในหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็น ด้านสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจากการรับชำระเงินสดจากการควบรวมกิจการ ด้านความสามารถในการทำกำไร มีอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น จากการใช้ทรัพยากรร่วมกัน รวมถึงมีแนวโน้มจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจากการมีอำนาจต่อรองกับคู่ค้ามากขึ้น อย่างไรก็ตามบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน) มีหนี้สินระยะสั้นเป็นจำนวนมาก ซึ่งทำให้การควบรวมครั้งนี้อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัท เมเจอร์ซีนีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ฉัฐภูมิ ชันติวิริยะ, 2548)

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมในการควบรวมหรือซื้อกิจการ ส่วนใหญ่ใช้วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) ซึ่งเป็นวิธีที่สะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมได้ดีที่สุด ในส่วนของประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการควบรวมหรือซื้อกิจการ พบว่ามีการประเมินโดยใช้การคิดลดกระแสเงินสดอิสระ และการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเปรียบเทียบก่อนและหลังการควบรวมหรือซื้อกิจการเพื่อแสดงถึงผลการดำเนินงาน และการบริหารจัดการที่เปลี่ยนแปลงไป ผลลัพธ์ส่วนใหญ่ของการควบรวมหรือซื้อกิจการเกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มทั้งที่สามารถวัดมูลค่าได้และไม่สามารถวัดมูลค่าได้ เช่น รายได้เพิ่มสูงขึ้น เกิดการประหยัดต้นทุน การใช้ทรัพยากรร่วมกัน อำนาจต่อรองของกิจการต่อลูกค้าหรือคู่ค้าสูงขึ้น เป็นต้น อย่างไรก็ตามการควบรวมหรือซื้อกิจการในบางครั้งก่อให้เกิดผลเสีย เช่น เกิดความเสี่ยงด้านการเงิน เนื่องจากบริษัทที่เข้าซื้อมีหนี้สินจำนวนมาก คุณภาพของลูกค้าหนี้โดยรวมต่ำลงจากการที่บริษัทที่เข้าซื้อมีมูลค่าหนี้สูญค่อนข้างสูง เป็นต้น

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

3.1 ข้อมูลและวิธีการรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ จะใช้ข้อมูลเกี่ยวกับการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ที่บริษัท นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และสื่อต่าง ๆ รวมถึงใช้ข้อมูลทางการเงินที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชน โดยมีรายละเอียดข้อมูลที่ใช้ ดังต่อไปนี้

- งบการเงินของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) บริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด และบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน)
- รายงานประจำปีของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) บริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด และบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน)
- เว็บไซต์และสื่อออนไลน์ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) บริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด และบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน)
- ข้อมูลที่เผยแพร่ผ่านฐานข้อมูล Bloomberg Datastream และ Euromonitor
- ข้อมูลดัชนีและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ
- ข่าวสารเผยแพร่ผ่านสื่อต่าง ๆ

3.2 วิธีการศึกษา

จากวัตถุประสงค์ของการศึกษาที่ต้องการประเมินผลการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นในครั้งนี้ว่ามีความคุ้มค่าหรือไม่ เนื่องจากการเข้าซื้อกิจการได้มีการแยกธุรกิจในส่วนอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ออกมาเป็นอีกหนึ่งบริษัท และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2557 ภายใต้ชื่อบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จะทำการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เฟรเซอร์

เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) เปรียบเทียบกับราคาของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายซื้อเพื่อให้ได้มาซึ่งหุ้นสามัญ

ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) จะใช้วิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสูตรต่อไปนี้

$$\text{มูลค่ากิจการ} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+\text{Discount Rate})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+\text{Discount Rate})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_i}{(1+\text{Discount Rate})^i}$$

โดย FCFF คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการในแต่ละปี

Discount Rate คือ อัตราคิดลด

i คือ จำนวนงวด

มูลค่ากิจการที่คำนวณได้จากสูตรดังกล่าว จะเป็นมูลค่าที่รวมส่วนของเจ้าหนี้และเจ้าของ ซึ่งในการซื้อกิจการโดยการได้มาซึ่งหุ้นสามัญ เป็นการซื้อเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ดังนั้นจะต้องหักมูลค่าหนี้สินในปัจจุบันออกจากมูลค่ากิจการเพื่อนำมาเปรียบเทียบกับราคาที่จ่ายซื้อ และสรุปได้ว่าการซื้อกิจการในครั้งนี้คุ้มหรือไม่

สำหรับการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) เนื่องจากบริษัทดำเนินธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow) ติดลบเป็นลักษณะเฉพาะของธุรกิจ ทำให้ไม่สามารถใช้การประเมินมูลค่าด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระได้ ดังนั้นจะใช้มูลค่าเฉลี่ยระหว่างการประเมินด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล (Discounted Dividend Model) และวิธีตัวคูณราคา (Price Multiples) ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) โดยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล สามารถคำนวณได้จากสูตรต่อไปนี้

$$\text{มูลค่าของผู้ถือหุ้น} = \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_i}{(1+K_e)^i}$$

โดย D คือ เงินปันผลสุทธิที่คาดว่าจะจ่ายในแต่ละปี

K_e คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

i คือ จำนวนงวด

สำหรับวิธีตัวคูณราคาจะใช้ P/E ratio โดยสามารถคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมได้จากสูตรต่อไปนี้

$$\text{มูลค่าที่เหมาะสม} = \text{P/E ratio} \times \text{EPS}$$

โดย P/E ratio คือ ตัวคูณราคาที่วัดจากกำไรต่อหุ้น

EPS คือ ประเมินการกำไรต่อหุ้นของบริษัทที่ต้องการประเมินมูลค่า

3.2.1 กระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow to Firm: FCFF)

กระแสเงินสดอิสระสามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$\text{FCFF}_i = \text{NOPAT}_i + \text{DEP}_i \pm \text{CAPX}_i \pm \text{NOWC}_i$$

โดย NOPAT คือ กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้

DEP คือ ค่าเสื่อมราคาหรือค่าตัดจำหน่าย

CAPX คือ เงินลงทุนเพื่อขยายกิจการ

NOWC คือ เงินทุนหมุนเวียนเพื่อการดำเนินงาน

ในการศึกษาครั้งนี้ จะทำการคำนวณกระแสเงินสดอิสระ 2 ส่วนหลัก ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) และกระแสเงินสดอิสระส่วนเพิ่มหลังการเข้าซื้อกิจการ ซึ่งหมายถึงประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในการเพิ่มรายได้หรือลดต้นทุน รวมทั้งมีการคำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจำหน่ายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอรี่ จำกัด ด้วย โดยในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลกระแสเงินสดอิสระภายหลังจากการซื้อกิจการเป็นเวลา 4 ปี คือ ปีพ.ศ. 2556 – 2559 และหลังจากนั้นจะคำนวณโดยใช้กระแสเงินสดงวดสุดท้าย (Terminal Cash Flow) ซึ่งเป็นการคาดการณ์อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดอิสระในระยะยาวจากแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม และสถานการณ์ในอดีตและปัจจุบันของบริษัทดังกล่าว

3.2.2 กระแสเงินสดจากเงินปันผล (Cash Flow from Dividend)

กระแสเงินสดจากเงินปันผลที่จะนำมาคำนวณมูลค่าที่เหมาะสม จะใช้กระแสเงินสดจากเงินปันผลสุทธิ (Net Dividend) ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสูตรดังต่อไปนี้

$$\text{เงินปันผลสุทธิ} = \text{เงินปันผล} + \text{เงินซื้อหุ้นคืน} - \text{เงินจากการออกหุ้นใหม่}$$

ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นคืน และการออกหุ้นสามัญเพิ่มเติมจากของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) เพื่อประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัทดังกล่าว

3.2.3 อัตราคิดลด (Discount Rate)

อัตราในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระเพื่อมูลค่าปัจจุบัน จะใช้ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของกิจการ ซึ่งมีวิธีการคำนวณดังนี้

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

โดย K_d คือ อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้

K_e คือ อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

D/V คือ สัดส่วนของหนี้ต่อสินทรัพย์

E/V คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่อสินทรัพย์

T คือ อัตราภาษี

3.2.3.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้ (Cost of Debt)

อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้คำนวณด้วยวิธีส่วนชดเชยความเสี่ยงของเจ้าหนี้ (Credit Risk Premium) ซึ่งคำนวณจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) บวกด้วยอัตราต้นทุนชดเชยความเสี่ยง (Credit Spread) ที่กำหนดจากการจัดอันดับความเสี่ยง (Credit Rating) ในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระเพื่อประเมินมูลค่าที่เหมาะสม จะใช้การถัวเฉลี่ยอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้และถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าหนี้สินของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) โดยจะใช้ข้อมูล 4 ปี หลังจากซื้อกิจการ คือ ปี 2556 - 2559 ในการคำนวณ

3.2.3.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น เทียบเท่าได้กับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจะคำนวณโดยใช้แบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) มีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_i$$

โดย R_f คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง
 $E(R_m)$ คือ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์
 β_i คือ ค่าเบต้าของกิจการ

อัตราผลตอบแทนการจากลงทุนในสินทรัพย์ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate: R_f) และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ (Average Market Return: $E(R_m)$) จะคำนวณจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลประเทศสิงคโปร์ และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในดัชนี FTSE ST All Share ซึ่งเป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ได้กว้างร้อยละ 98 เนื่องจากบริษัทที่ศึกษาจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ ดังนั้นการใช้อัตราผลตอบแทนของประเทศสิงคโปร์จะสะท้อนความเสี่ยงของกิจการได้ดี สำหรับการประเมินมูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อกิจการในกลุ่มไทยเจริญที่จดทะเบียนในประเทศไทย จะใช้ Risk Free Rate เท่ากับ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทย และใช้ Average Market Return เท่ากับ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในดัชนี SET

ค่าเบต้า (Beta: β) เป็นค่าที่สะท้อนความเสี่ยงของกิจการเปรียบเทียบกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) ระหว่างราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่ต้องการศึกษากับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ โดยในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) จะใช้ค่าเบต้าถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) โดยจะใช้ข้อมูล 4 ปี หลังจากซื้อกิจการ คือ ปี 2556 - 2559 ในการคำนวณ

สำหรับการประเมินมูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัทในกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น จะใช้ข้อมูลเบต้าในช่วงปี 2556 - 2559 ของบริษัทนั้น ๆ เพื่อสะท้อนความเสี่ยงของบริษัท

3.2.3.3 โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

โครงสร้างเงินทุน หรือสัดส่วนของหนี้สินและเจ้าของที่บริษัทใช้เป็นเงินทุน จะพิจารณาจากค่าเฉลี่ยหลังจากการเข้าซื้อกิจการเป็นเวลา 4 ปี คือ ปีพ.ศ. 2556 - 2559 เนื่องจากคาดว่าโครงสร้างเงินทุนในช่วงเวลาดังกล่าว เป็นโครงสร้างทุนที่คำนึงถึงผลกระทบหลังการซื้อกิจการแล้ว ซึ่งจะสะท้อนความเสี่ยงของแต่ละบริษัทได้เป็นอย่างดี

3.2.4 ตัวคูณราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings ratio)

ในการประเมินมูลค่าของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีตัวคูณราคาต่อกำไร หรือ Price to Earnings ratio (P/E ratio) จะใช้ค่าเฉลี่ย P/E ratio ของบริษัทในอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และรายได้ต่อปี (Revenue) ใกล้เคียงกับบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) และจะใช้ข้อมูล P/E ratio ในปี 2556 ในการคำนวณเพื่อให้สามารถสะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท ณ สิ้นปี 2555 ได้ ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนการเข้าซื้อกิจการ



บทที่ 4

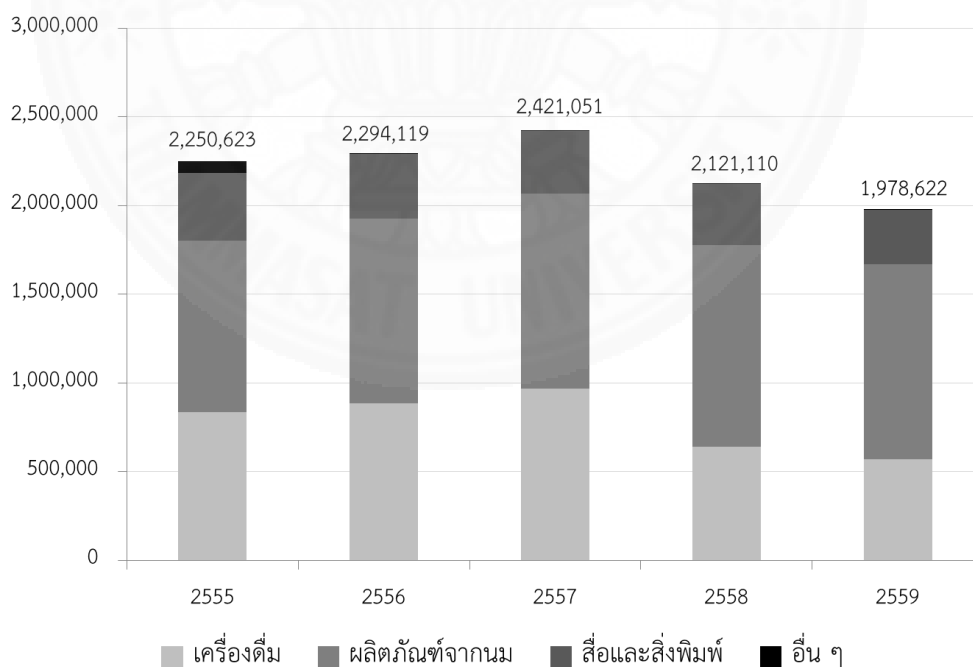
ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 การประเมินมูลค่าบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)

จากข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) (ไม่รวมรายได้จากบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอรี่ จำกัด) ในช่วงหลังจากการเข้าซื้อกิจการแล้ว พบว่าในปี 2556 และ 2557 รายได้จากการจำหน่ายสินค้ามีการเติบโตขึ้นประมาณร้อยละ 6 ซึ่งเป็นผลมาจากการเติบโตของรายได้ทั้งในส่วนธุรกิจเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนม

อย่างไรก็ตามในปี 2558 รายได้จากการจำหน่ายเครื่องดื่มลดลงประมาณร้อยละ 34 จากการจำหน่ายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทย่อยอย่าง บริษัท เมียนมา บรืวเวอรี่ จำกัด ผู้ครองส่วนแบ่งการตลาดเบียร์อันดับ 1 ในพม่าให้กับบริษัท เมียนมา อีโคโนมิก โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจของประเทศพม่า ในเดือนสิงหาคมปี 2558 เนื่องจากเกิดความไม่พอใจกลุ่มไทยเจริญในการเข้าควบคุมการดำเนินงานของบริษัทแทน F&N จึงเกิดการฟ้องร้องและสิ้นสุดการเป็นบริษัทย่อยของ F&N

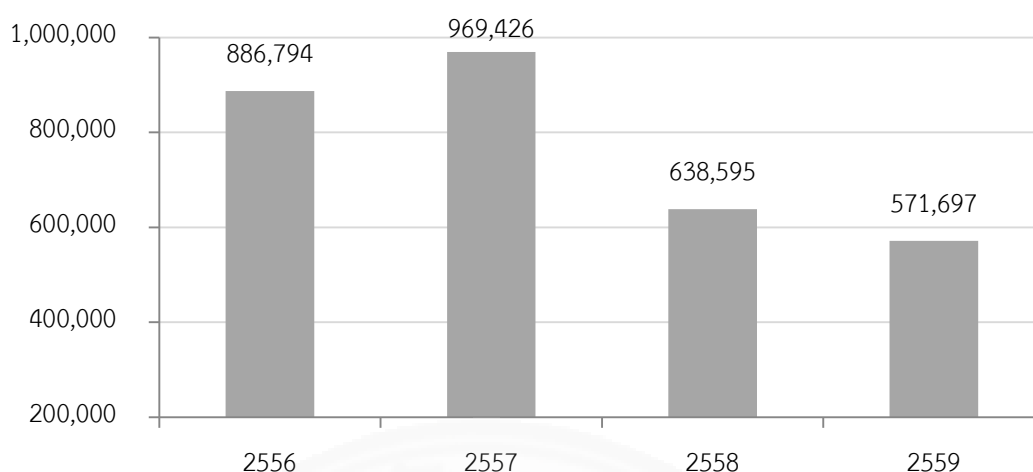
(พันสิงคโปร์ดอลลาร์)



ภาพที่ 4.1 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ปี 2555 -2559

(พันสิงคโปร์ดอลลาร์)



ภาพที่ 4.2 รายได้เฉพาะส่วนเครื่องตีของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)

ที่มา: รายงานประจำปี บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ปี 2556 - 2559

4.1.1 กระแสเงินสดอิสระของกิจการ

จากข้อมูลทางการเงินของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในช่วงปี 2556 – 2559 สามารถคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการได้ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 4.1 การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)

รายการ (หน่วย: 000 SGD)	2556	2557	2558	2559
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	213,871	276,504	131,563	179,151
อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล	17%	17%	17%	17%
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี	177,513	229,498	109,197	148,695
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	97,400	69,601	92,106	47,417
เงินลงทุนเพื่อขยายกิจการ	5,813,512	(1,479,164)	492,761	(89,017)
การเปลี่ยนแปลงของเงินทุน หมุนเวียนเพื่อการดำเนินงาน	(360,434)	(92,085)	(65,889)	524
กระแสเงินสดอิสระของกิจการ	5,727,991	(1,272,150)	628,175	107,619

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)

จากการคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในปี 2556 – 2559 จะเห็นได้ว่าการกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีในปี 2558 และ 2559 ลดลงจากปี 2556 และ 2557 กว่าร้อยละ 50 ซึ่งเป็นผลมาจากการสิ้นสุดการเป็นบริษัทย่อยของ เมียนมา บริวเวอรี่ ดังที่ได้กล่าวข้างต้น นอกจากนี้ในส่วนของเงินลงทุนในการขยายกิจการในปี 2556 และ

2558 มีมูลค่าเป็นบวก เกิดจากการที่ F&N ได้รับเงินจากการขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทย่อย ซึ่งได้แก่ บริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด และ บริษัท เมียนมา บรีวเวอรี จำกัด ตามลำดับ

4.1.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

ในการคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพื่อใช้เป็นอัตราคิดลด กระแสเงินสดอิสระของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) จะคำนวณโดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2556 – 2559 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากการเข้าซื้อกิจการแล้ว เพื่อสะท้อนให้เห็นอัตราต้นทุนของเงินทุนที่เกิดจากการบริหารจัดการภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ

4.1.2.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้

จากการศึกษาสามารถคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้หลังจากการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับร้อยละ 5.17 โดยคำนวณจากการถัวเฉลี่ยอัตราต้นทุนขดเชยความเสี่ยงในส่วนของเจ้าหนี้ (Credit Spread) และถ่วงน้ำหนักด้วยสัดส่วนหนี้สินของกลุ่มกิจการ เพื่อสะท้อนความเสี่ยงและอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้หลังจากการเข้าซื้อกิจการ

จากข้อมูลการจัดอันดับความเสี่ยง หรือ Credit Rating ของ Thomson Reuter ที่มีการรวบรวม จากสถาบันจัดอันดับต่าง ๆ ทั้ง Moody's Standard & Poor และมาปรับเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบ Credit Rating ระหว่างบริษัทได้ พบว่าหลังจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) มีอันดับ Credit Rating เท่ากับ BB+ AA+ และ BBB+ ตามลำดับ โดยการคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้จาก Credit Rating มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.2 การคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้ในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ

บริษัท	Credit Rating	Credit Spread	สัดส่วนหนี้สิน
บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)	BB+	3.51%	19.10%
บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)	AA+	0.78%	8.82%
บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	BBB+	2.74%	72.07%
Credit Spread ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก		2.72%	
อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง		2.45%	
อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้		5.17%	

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.1.2.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาสามารถคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับร้อยละ 5.52 โดยคำนวณจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยใช้ข้อมูลค่าเบต้าถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของกลุ่มกิจการภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ เพื่อสะท้อนความเสี่ยงและอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ

ตารางที่ 4.3 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นในการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ

บริษัท	เบต้า	สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาด
บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)	0.67	67.93%
บริษัท เพอร์เซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน)	0.23	13.83%
บริษัท เพอร์เซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	0.70	18.24%
เบต้าถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	0.61	
อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง	2.45%	
อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์	7.46%	
อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	5.52%	

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

จากการคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น สามารถคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักได้เท่ากับร้อยละ 5.16 ภายใตสมมติฐานว่าโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มกิจการเท่ากับโครงสร้างเงินทุนของทั้ง 3 บริษัท เฉลี่ยตั้งแต่ปี 2556 – 2559 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากการเข้าซื้อกิจการ และใช้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเท่ากับร้อยละ 17 ซึ่งเป็นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลของประเทศสิงคโปร์ รายละเอียดการคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีดังนี้

ตารางที่ 4.4 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มกิจการภายหลังการเข้าซื้อกิจการ

บริษัท	มูลค่าหนี้สิน (SGD)	มูลค่าตามราคาตลาด (SGD)
บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)	2,069,828,899	17,960,774,486
บริษัท เพอร์เซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน)	955,952,500	3,657,940,013
บริษัท เพอร์เซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	7,809,302,750	4,821,353,992
รวม	10,835,084,149	26,440,068,491
โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มกิจการ	29.07%	71.93%

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4.5 การคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

รายการ	ส่วนของหนี้สิน	ส่วนของผู้อถือหุ้น
อัตราต้นทุนของเงินทุน	5.17%	5.52%
โครงสร้างเงินทุน	29.07%	71.93%
อัตราภาษีเงินได้	17%	
อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	5.16%	

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.1.3 มูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ (Terminal Value) ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ได้เท่ากับ 2,611,655,114 สิงคโปร์ดอลลาร์ โดยคำนวณภายใต้สมมติฐานอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal Growth) เท่ากับร้อยละ 1 ซึ่งคาดการณ์จากอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ทั่วโลกซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.7 ในปี 2560 และร้อยละ 2.9 ในปี 2561 และ 2562 ปรับลดด้วยอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาของบริษัท ซึ่งไม่มีการเติบโต และคาดว่าในระยะยาวอาจมีคู่แข่งเข้ามาแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทเพิ่ม

4.1.4 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน) ณ สิ้นปี 2555 หรือก่อนการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับ 7,060,046,586 สิงคโปร์ดอลลาร์ และเมื่อหักมูลค่าหนี้สินจำนวน 3,907,943,000 สิงคโปร์ดอลลาร์ จะได้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 3,152,103,586 สิงคโปร์ดอลลาร์ หรือเท่ากับ 2.19 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

ตารางที่ 4.6 การคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)

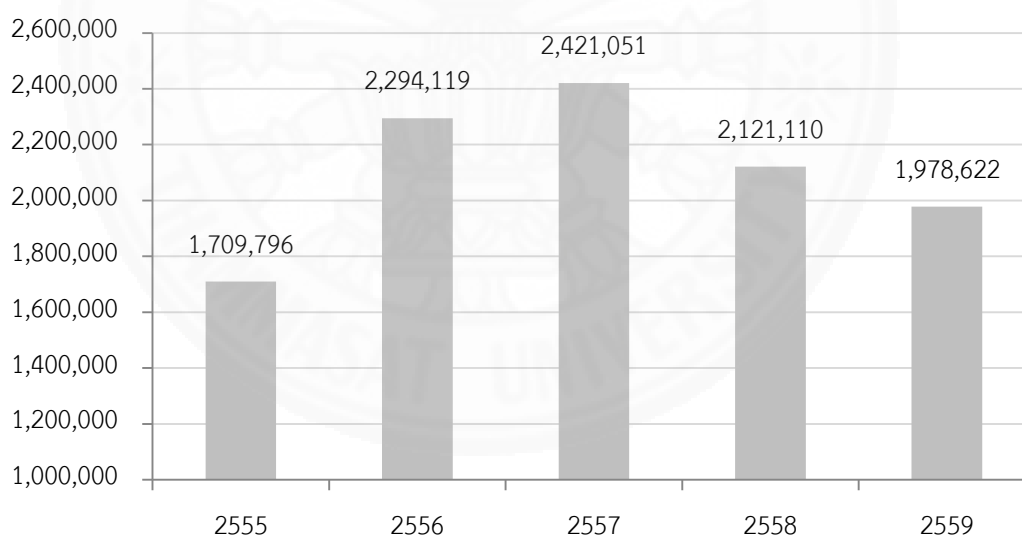
มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนฟ จำกัด (มหาชน)	7,060,046,586 SGD
มูลค่าหนี้สิน ณ 31 ธันวาคม 2555	3,907,943,000 SGD
มูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	3,152,103,586 SGD
จำนวนหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	1,440,517,280 หุ้น
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	2.19 SGD

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.2 การประเมินมูลค่าบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในหลากหลายรูปแบบ ทั้งสำหรับการพักอาศัย สำหรับภาคธุรกิจและภาคอุตสาหกรรม โดยภายหลังจากเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ได้มีการแยกบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2557 โดยได้ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากเดิม ณ สิ้นปี 2555 มีจำนวนหุ้นสามัญ 753,292,000 หุ้นเพิ่มเป็น 2,457,316,000 หุ้น ณ สิ้นปี 2557 และเพิ่มเป็น 2,898,893,000 หุ้น ณ สิ้นปี 2559 รวมถึงยังได้นำอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทเข้าจดทะเบียนกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust: REIT) ในปีเดียวกันอีกด้วย นอกจากนี้ภายใต้การบริหารงานของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ยังได้มีการดำเนินกลยุทธ์การเติบโตไปยังต่างประเทศมากขึ้นด้วยการเข้าซื้อกิจการ Australand ซึ่งเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ในออสเตรเลีย ส่งผลให้บริษัทมีสินทรัพย์และรายได้เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก

(พันสิงคโปร์ดอลลาร์)



ภาพที่ 4.3 รายได้ของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ปี 2555 – 2559

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ปี 2555 - 2559

4.2.1 การประเมินมูลค่าด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล

บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของกำไรสำหรับปี แสดงให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากเงินปันผลมีความสอดคล้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท และสามารถใช่วิธีนี้ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ได้

4.2.1.1 กระแสเงินสดจากเงินปันผล

จากข้อมูลการจ่ายเงินปันผล และการออกหุ้นสามัญ ของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) สามารถคำนวณกระแสเงินสดจากเงินปันผลสุทธิ ได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.7 การคำนวณกระแสเงินสดจากเงินปันผลของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)

รายการ (หน่วย: 000 SGD)	2556	2557	2558	2559
เงินปันผลจ่าย	151,268	119,350	248,971	249,400
เงินรับจากการออกหุ้นสามัญ	-	(1,000,000)	-	-
เงินสดปันผลสุทธิ	151,268	(880,650)	248,971	249,400

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)

4.2.1.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล จะใช้อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นเป็นอัตราคิดลด โดยจากการศึกษาสามารถคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นหลังจากการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับร้อยละ 5.52 โดยคำนวณจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยใช้ข้อมูลค่าเบต้าถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของกลุ่มกิจการหลังจากการเข้าซื้อกิจการ เพื่อสะท้อนความเสี่ยงและอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นหลังจากการเข้าซื้อกิจการ

ตารางที่ 4.8 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

บริษัท	เบต้า	สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาด
บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน)	0.67	67.93%
บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน)	0.23	13.83%
บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)	0.70	18.24%
เบต้าถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก		0.61
อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง		2.45%
อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์		7.46%
อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น		5.52%

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.2.1.3 มูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value) ของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ได้เท่ากับ 6,912,756,306 สิงคโปร์ดอลลาร์ โดยคำนวณภายใต้สมมติฐานอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal Growth) ของกระแสเงินสดจากเงินปันผล เท่ากับร้อยละ 1.5 ซึ่งคาดการณ์จากอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ทั่วโลกซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.7 ในปี 2560 และร้อยละ 2.9 ในปี 2561 และ 2562 ปรับลดด้วยอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาของบริษัท ซึ่งมีการเติบโตเพียงเล็กน้อย และคาดว่าในระยะยาวอาจมีคู่แข่งเข้ามาแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทเพิ่ม

4.2.1.4 มูลค่าที่เหมาะสมจากวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล

จากการคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผลสามารถคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้น บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ณ สิ้นปี 2555 หรือก่อนการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับ 5,341,360,098 สิงคโปร์ดอลลาร์ หรือเท่ากับ 7.09 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

ตารางที่ 4.9 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) จากวิธีคิดลดกระแสเงินสดปันผล

มูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	5,341,360,098 SGD
จำนวนหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	753,292,000 หุ้น
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	7.09 SGD

หมายเหตุ: มูลค่าที่เหมาะสมเทียบจากจำนวนหุ้นหลังการเพิ่มทุน ณ สิ้นปี 2559 ซึ่งมีจำนวนหุ้นทั้งหมด

2,898,893,000 หุ้น เท่ากับ 1.84 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

4.2.2 การประเมินมูลค่าด้วยวิธีตัวคูณราคา (Price Multiples)

จากการประเมินมูลค่าบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีตัวคูณราคา มูลค่าที่เหมาะสม ณ สิ้นปี 2555 เท่ากับ 8.34 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น รายละเอียดข้อมูลบริษัทที่นำมาอ้างอิงในการคำนวณ P/E ratio และการประเมินมูลค่าที่เหมาะสม มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.10 ข้อมูลอ้างอิงการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธีตัวคูณราคา

บริษัท	รายได้ ปี 2556 (ล้าน SGD)	มูลค่าตามราคาตลาด ปี 2556 (ล้าน SGD)	P/E ratio ปี 2556
Fraser Centrepont	2,052.75	3,673.69*	-
CapitaLand Limited	3,977.50	14,333.35	13.3
City Developments Limited	3,162.15	9,673.45	12.5
Hongkong Land Holdings Limited	2,640.02	16,048.09	9.8
UOL Group Limited	1,058.61	5,058.36	4.5
Yanlord Land Group Limited	2,280.85	2,601.56	2.5
เฉลี่ยอุตสาหกรรม			8.52
กำไรต่อหุ้นของ FCL ปี 2556 (SGD/Share)			0.98
มูลค่าที่เหมาะสม ณ 31 ธันวาคม 2555 (SGD/Share)			8.34

ที่มา: Thomson Reuter

*ข้อมูลปี 2557 เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ในปี 2557

หมายเหตุ: มูลค่าที่เหมาะสมเทียบจากจำนวนหุ้นหลังการเพิ่มทุน ณ สิ้นปี 2559 ซึ่งมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 2,898,893,000 หุ้น เท่ากับ 2.17 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

4.2.3 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)

จากการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) จากวิธีคิดลดกระแสเงินสดจากเงินปันผล และวิธีตัวคูณราคา จะได้มูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 เฉลี่ยระหว่าง 2 วิธี เท่ากับ 5,810,360,900 สิงคโปร์ดอลลาร์ หรือเท่ากับ 7.71 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น (มูลค่าที่เหมาะสมเทียบจากจำนวนหุ้นหลังการเพิ่มทุน ณ สิ้นปี 2559 ซึ่งมีจำนวนหุ้นทั้งหมด 2,898,893,000 หุ้น เท่ากับ 2.00 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น)

4.3 การประเมินประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการซื้อกิจการ

จากการศึกษาข้อมูลของบริษัทในกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น พบว่าการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นในครั้งนี้ ส่งผลให้เกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อธุรกิจบรรจภัณฑ์ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น ซึ่งทำการผลิตและจำหน่ายบรรจภัณฑ์ จำพวกขวดแก้ว ขวดพลาสติก และกระป๋องอะลูมิเนียม สำหรับใส่เครื่องดื่ม เมื่อ F&N ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องดื่มและผลิตภัณฑ์จากนมรายใหญ่เข้ามาเป็นบริษัทในเครือเดียวกัน ส่งผลให้ F&N สั่งซื้อบรรจภัณฑ์ทั้งหมดจาก BJC

จากข้อมูลพบว่ารายได้จากต่างประเทศในส่วนงานบรรจภัณฑ์ของ BJC เพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 50 ในปี 2556 หรือปีที่มีการเข้าซื้อกิจการ นอกจากนี้ยอดขายที่เพิ่มขึ้นยังส่งผลให้เกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ซึ่งทำให้ต้นทุนการผลิตและค่าใช้จ่ายต่อหน่วยลดลง และมีอัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากเดิมในช่วงปี 2552 - 2555 ส่วนงานบรรจภัณฑ์ของ BJC มีอัตรากำไรก่อนภาษีเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 10.38 ในขณะที่ช่วงปี 2556 - 2559 มีอัตรากำไรก่อนภาษีเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 12.25

4.3.1 กระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด

(มหาชน)

ในการคำนวณกระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) จะคำนวณจากกำไรหลังภาษีที่เพิ่มขึ้นในส่วนงานบรรจภัณฑ์ที่เกิดจากการประหยัดต้นทุนจากการเข้าซื้อกิจการ ซึ่งคำนวณได้ตามสมการดังต่อไปนี้

$$\text{กำไรที่เพิ่มขึ้น} = \text{กำไรหลังภาษี} - (\text{อัตรากำไรหลังภาษีเฉลี่ยก่อนเข้าซื้อกิจการ} \times \text{รายได้})$$

โดยในการคำนวณจะใช้ข้อมูลรายได้และกำไรหลังภาษีหลังการเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นจริงในปี 2556 - 2559 และใช้อัตรากำไรหลังภาษีเฉลี่ยของปี 2552 - 2555 ซึ่งสะท้อนอัตรากำไรก่อนการเข้าซื้อเข้าซื้อกิจการ รายละเอียดในการคำนวณมีดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.11 การคำนวณกระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด
(มหาชน)

รายการ	2556	2557	2558	2559
รายได้ส่วนงานบรรจุภัณฑ์ (ล้านบาท)	17,748	18,074	17,692	18,948
กำไรสุทธิส่วนงานบรรจุภัณฑ์ (ล้านบาท)	1,742	1,391	1,843	2,134
ประมาณการกำไรสุทธิ กรณีไม่มีการซื้อกิจการ (ล้านบาท)	1,474	1,501	1,470	1,574
ประโยชน์ส่วนเพิ่ม (ล้านบาท)	268	(110)	373	560
อัตราแลกเปลี่ยน SGD/THB เฉลี่ย	24.62	25.62	24.95	25.50
ประโยชน์ส่วนเพิ่ม (ล้าน SGD)	10.87	(4.29)	14.96	21.95

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ปี 2556 - 2559

4.3.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

ในการคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเพื่อใช้เป็นอัตราคิดลดกระแสเงินสดจากประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) จะคำนวณโดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2556 - 2558 ซึ่งเป็นช่วงหลังจากการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ (จำกัด) มหาชน โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นแล้ว แต่ยังไม่รวมช่วงเวลาที่บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เพื่อสะท้อนให้เห็นอัตราต้นทุนของเงินทุนที่เกิดจากการบริหารจัดการภายหลังเฉพาะจากการเข้าซื้อ F&N เท่านั้น

4.3.2.1 อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้

จากการศึกษาสามารถคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้หลังจากการเข้าซื้อกิจการได้เท่ากับร้อยละ 6.48 โดยคำนวณจากอัตราต้นทุนชดเชยความเสี่ยงในส่วน of เจ้าหนี้ (Credit Spread) ซึ่งจากข้อมูลการจัดอันดับความเสี่ยง หรือ Credit Rating ของ Thomson Reuter พบว่าภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีอันดับ Credit Rating เท่ากับ BBB โดยการคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้จาก Credit Rating มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.12 การคำนวณอัตราต้นทุนของเจ้าหนี้บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท	Credit Rating	Credit Spread
บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	BBB	3.02%
อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยงประเทศไทย	3.46%	
อัตราต้นทุนของเจ้าหนี้	6.48%	

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.3.2.2 อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาสามารถคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้เท่ากับร้อยละ 10.07 โดยคำนวณจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนโดยปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) จากอัตราผลตอบแทนในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลประเทศไทยอายุ 30 ปี และใช้อัตราต้นทุนชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนในตราสารทุน (Equity Risk Premium) จากการคำนวณของ Damodaran (2017)

ตารางที่ 4.13 การคำนวณอัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้นบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

ค่าเบต้า บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	0.83
อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยงของประเทศไทย	3.46%
ส่วนชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนในตราสารทุนของประเทศไทย	7.96%
อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น	10.07%

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

จากการคำนวณต้นทุนของเจ้าหนี้และต้นทุนของผู้ถือหุ้น สามารถคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ได้เท่ากับร้อยละ 9.14 ภายใต้โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ในปี 2558 และใช้อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลเท่ากับร้อยละ 20 ซึ่งเป็นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลของประเทศไทย รายละเอียดการคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 4.14 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

รายการ	มูลค่า (ล้านบาท)	สัดส่วน (%)
ส่วนหนี้สิน	13,599.46	19.07%
ส่วนของผู้ถือหุ้น	57,717.61	80.93%

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4.15 การคำนวณอัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

รายการ	ส่วนของหนี้สิน	ส่วนของผู้อถือหุ้น
อัตราต้นทุนของเงินทุน	6.48%	10.07%
โครงสร้างเงินทุน	19.07%	80.93%
อัตราภาษีเงินได้	20%	
อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก	9.14%	

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.3.3 มูลค่าหลังช่วงระยะเวลาประมาณการ

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หลังจากช่วงระยะเวลาการประมาณการ ได้เท่ากับ 845,050,736 สิงคโปร์ดอลลาร์ โดยคำนวณภายใต้สมมติฐานอัตราการเติบโตระยะยาวเท่ากับร้อยละ 2.5 ซึ่งคาดการณ์จากอัตราการเติบโตของรายได้ส่วนงานบรรจุภัณฑ์ของบริษัท เฉลี่ยช่วงปี 2556 – 2559

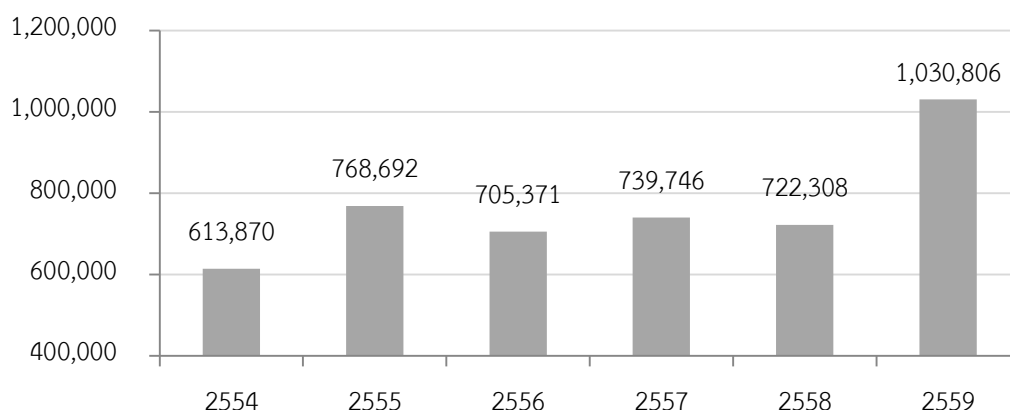
4.3.4 มูลค่าที่ของประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

จากการประเมินมูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มในการประหยัดต้นทุนต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) จากวิธีคิดลดกระแสเงินสด จะได้มูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มเท่ากับ 629,022,676 สิงคโปร์ดอลลาร์

4.4 การประเมินต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัท เอเซีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน)

จากข้อตกลงที่กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นต้องขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเซีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด (มหาชน) ให้กับบริษัท ไฮเนเก้น จำกัด (มหาชน) ทำให้กลุ่มไทยเจริญเสียโอกาสในการขยายตลาดเบียร์ค่อนข้างมาก เพราะนอกจากตลาดเดิมที่ APB มีทั้งในสิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และอีกหลายประเทศในเอเชีย ก่อนที่ไฮเนเก้นจะเข้าซื้อกิจการทั้งหมดแล้ว หลังการเข้าซื้อกิจการ APB ยังประสบความสำเร็จในการขยายตลาดให้กับ Tiger Beer ไปยังประเทศเวียดนาม ซึ่งสร้างรายได้และกำไรเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก

(พันสิงคโปร์ดอลลาร์)



ภาพที่ 4.4 กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด

ที่มา: รายงานประจำปี บริษัท ไฮเนเก้น เอ็น. วี. จำกัด (มหาชน) ปี 2554 - 2559

4.4.1 กระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด

ในการคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด เพื่อประเมินต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายส่วนได้ส่วนเสียของ APB ให้กับ Heineken จะใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น. วี. จำกัด (มหาชน) เฉพาะภูมิภาคเอเชีย แปซิฟิก โดยไม่รวมผลการดำเนินงานภายใต้แบรนด์ไฮเนเก้น เนื่องจากมีสมมติฐานว่าหากกลุ่มไทยเจริญและ F&N ได้สิทธิในการบริหารจัดการ APB จะส่งผลให้ Heineken ไม่นำสินค้าของบริษัทมาจำหน่ายภายใต้บริษัท APB อีกต่อไป โดยจากข้อมูลสามารถคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด เพื่อคำนวณต้นทุนค่าเสียโอกาสได้ดังนี้

ตารางที่ 4.16 การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี จำกัด

รายการ (หน่วย: 000 SGD)	2556	2557	2558	2559
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	705,371	739,746	722,308	1,030,806
อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล	17%	17%	17%	17%
กำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี	585,458	613,989	599,516	855,569
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	78,960	82,362	69,287	87,275
เงินลงทุนเพื่อขยายกิจการ	(153,995)	(160,629)	(135,131)	(170,211)
การเปลี่ยนแปลงของเงินทุน หมุนเวียนเพื่อการทำงาน	(29,115)	(30,369)	(25,548)	(32,181)
กระแสเงินสดอิสระของกิจการ	481,308	505,352	508,124	740,452

ที่มา: รายงานประจำปี บริษัท ไฮเนเก้น เอ็น. วี. จำกัด (มหาชน)

4.4.2 อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

อัตราต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ใช้คิดลดกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ ใช้อัตราเท่ากับร้อยละ 5.16 ซึ่งเท่ากับอัตราที่ใช้คิดลดกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เพอร์เชอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ภายใต้สมมติฐานว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น และ F&N ไม่ได้ขายส่วนได้ส่วนเสียให้กับ Heineken เนื่องจากหากกลุ่มไทยเจริญ และ F&N ไม่ขายส่วนได้ส่วนเสียใน APB ให้กับ Heineken APB จะมีโครงสร้างต้นทุนและความเสี่ยงเท่ากับกลุ่มบริษัท

4.4.3 มูลค่าหลังช่วงระยะเวลาประมาณการ

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ได้เท่ากับ 17,968,933,904 สิงคโปร์ดอลลาร์ โดยคำนวณภายใต้สมมติฐานว่ากลุ่มไทยเจริญ และ F&N ไม่ได้ขายส่วนได้ส่วนเสียใน APB ให้กับ Heineken และใช้อัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal Growth) ของกระแสเงินสดจากเงินปันผล เท่ากับร้อยละ 1 ซึ่งคาดการณ์จากอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวม (GDP) ทั่วโลกซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.7 ในปี 2560 และร้อยละ 2.9 ในปี 2561 และ 2562 ปรับลดด้วยการคาดการณ์ว่าในระยะยาวอาจมีคู่แข่งเข้ามาแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทเพิ่ม

4.4.4 มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด

จากการศึกษาสามารถคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ณ สิ้นปี 2555 ภายใต้สมมติฐานว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น และ บริษัท เพอร์เชอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ไม่ได้ขายส่วนได้ส่วนเสียใน APB ให้กับ Heineken ได้มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัทเท่ากับ 16,649,220,036 สิงคโปร์ดอลลาร์ และเมื่อหักมูลค่าหนี้สินจำนวน 450,000,000 สิงคโปร์ดอลลาร์ จะได้มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 16,199,220,036 สิงคโปร์ดอลลาร์ หรือเท่ากับ 62.73 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

ตารางที่ 4.17 การคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด

มูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด	16,649,220,036 SGD
มูลค่าหนี้สิน ณ 31 ธันวาคม 2555	450,000,000 SGD
มูลค่าที่เหมาะสมของส่วนของผู้ถือหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	16,199,220,036 SGD
จำนวนหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	258,233,000 หุ้น
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	62.73 SGD

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

จากการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด ภายใต้สมมติฐานว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นและบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ไม่ได้ขายส่วนได้ส่วนเสียใน APB ให้กับ Heineken ได้มูลค่าที่เหมาะสม ณ สิ้นปี 2555 เท่ากับ 62.73 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น เมื่อเทียบกับราคาได้รับจากการขาย APB ให้กับ Heineken ในราคา 53 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ดังนั้นจึงมีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการขาย APB ให้กับ Heineken เท่ากับ 9.73 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ซึ่ง ณ ช่วงเวลาที่ขาย กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีส่วนได้ส่วนเสียใน APB รวมร้อยละ 20 ของส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของ APB โดยรวมเท่ากับกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีต้นทุนค่าเสียโอกาสทั้งหมดเป็นมูลค่าประมาณ 502,574,207 สิงคโปร์ดอลลาร์

ตารางที่ 4.18 การคำนวณต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด

มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด	62.73 SGD/Share
ราคาขายหุ้นบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด ให้ Heineken	53.00 SGD/Share
จำนวนหุ้น ณ 31 ธันวาคม 2555	258,233,000 หุ้น
ส่วนได้ส่วนเสียของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นใน APB	20%
ต้นทุนค่าเสียโอกาส	502,574,207 SGD

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

4.5 สรุปผลการเข้าซื้อกิจการ

จากการศึกษามูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท และ เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) มูลค่าของประโยชน์ส่วนเพิ่มที่กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นได้รับจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ รวมถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรีวเวอรี่ จำกัด และเปรียบเทียบกับราคาจ่ายเพื่อการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ คือ 9.55 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น สามารถสรุปได้ว่าการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีความคุ้มค่า โดยคิดเป็นมูลค่าความคุ้มค่าทั้งหมดเท่ากับ 571,480,440 สิงคโปร์ดอลลาร์ มีรายละเอียดในการคำนวณดังนี้

ตารางที่ 4.19 การคำนวณความคุ้มค่าของการเข้าซื้อกิจการ

รายการ	มูลค่าที่ เหมาะสม (SGD/หุ้น)	มูลค่าที่ (จ่าย)/ได้รับ (SGD/หุ้น)	จำนวนหุ้น (หุ้น)	ส่วนได้ ส่วนเสีย (%)	ความคุ้มค่า (SGD)
เฟอร์เซอร์ แอนด์ นีฟ	2.19	(9.55)	1,440,517,280	87.9%	445,031,971
เฟอร์เซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์	7.71				
ประโยชน์ส่วนเพิ่ม					629,022,676
ต้นทุนค่าเสียโอกาส	(62.73)	53.00	258,233,000	20%	(502,574,207)
รวมมูลค่าความคุ้มค่า					571,480,440

ที่มา: คำนวณและประมาณการโดยผู้วิจัย

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

การเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น มีแรงจูงใจสำคัญในการขยายตลาดของผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มให้ครอบคลุมทั่วภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ก่อนการเข้าซื้อกิจการดังกล่าว กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นได้เข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ผู้ผลิตและจำหน่าย Tiger Beer จนมีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทดังกล่าว ทั้งทางตรงและทางอ้อมรวมร้อยละ 20 ของหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด อย่างไรก็ตามบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ไม่ยอมเสียสิทธิในการควบคุมและบริหารบริษัทดังกล่าว จึงเกิดการแข่งขันราคากันระหว่างกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น และบริษัท ไฮเนเก้น เอ็น.วี. จำกัด (มหาชน) สุดท้ายมีการเจรจาขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ทั้งหมดให้กับไฮเนเก้น แลกกับการเปิดทางให้กลุ่มไทยเจริญเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน)

ในการซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายซื้อหุ้นสามัญประมาณร้อยละ 87.9 ของหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) ในราคา 9.55 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าราคาตลาดก่อนหน้าถึงกว่าร้อยละ 50

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่าในการศึกษาผลจากการควบรวมหรือซื้อกิจการส่วนใหญ่ใช้การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Discounted Free Cash Flow) ซึ่งผลการจากควบรวมหรือซื้อกิจการส่วนมากเกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มทั้งจากการเพิ่มขึ้นของรายได้ การประหยัดต้นทุน การใช้ทรัพยากรร่วมกัน และการเพิ่มอำนาจการต่อรองกับคู่ค้า อย่างไรก็ตามมีการควบรวมหรือซื้อกิจการในบางกรณีที่เกิดผลเสีย เช่น มีความเสี่ยงด้านหนี้สินเพิ่มขึ้น คุณภาพลูกหนี้ต่ำลง เป็นต้น จึงนำมาสู่ความสำคัญในการศึกษาความคุ้มค่าและประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้

ผลการศึกษากรณีการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น พบว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นมีความคุ้มค่าคิดเป็นมูลค่าได้เท่ากับ 571,480,440 สิงคโปร์ดอลลาร์ หรือคิดเป็นประมาณ 14,385,762,000 บาท

จากมูลค่าความคุ้มค่าดังกล่าว หากพิจารณาเฉพาะส่วนของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) หลังจากแยกส่วนงานอสังหาริมทรัพย์ออกจากบริษัท เหลือเฉพาะธุรกิจเครื่องดื่มผลิตภัณฑ์จากนม และธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ พบว่าไม่เกิดความคุ้มค่าในการซื้อธุรกิจส่วนนี้ เนื่องจาก

มูลค่าที่เหมาะสมเฉพาะธุรกิจเครื่องดื่ม ผลิตภัณฑ์จากนม และธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ ที่คำนวณได้เท่ากับ 2.17 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ในขณะที่ราคาหุ้นหลังปรับการแยกธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ณ 30 กันยายน 2555 หรือช่วงก่อนการเข้าซื้อกิจการเท่ากับ 2.60 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ซึ่งแสดงว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายซื้อธุรกิจในส่วนนี้แพงเกินไป

การสูญเสีย บริษัท เมียนมา บริวเวอรี่ จำกัด หรือผู้จำหน่าย Myanmar Beer เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความคุ้มค่าในการเข้าซื้อส่วนธุรกิจเครื่องดื่ม ผลิตภัณฑ์จากนม และสื่อและสิ่งพิมพ์ จากบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ของกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น เนื่องจาก Myanmar Beer เป็นผู้ครองส่วนแบ่งการตลาดเบียร์ในประเทศพม่ากว่าร้อยละ 80 อีกทั้งตลาดเครื่องดื่มในพม่ายังมีแนวโน้มจะเติบโตได้อีกมาก โดยการสูญเสีย Myanmar Beer ส่งผลให้รายได้จากการจำหน่ายเครื่องดื่มของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ลดลงประมาณร้อยละ 34 นอกจากนี้ผลการขยายตลาดเครื่องดื่มของ F&N ในประเทศไทยยังไม่ประสบความสำเร็จมากเท่าที่ควร โดยรายได้ในส่วนเครื่องดื่มของ F&N ไม่ได้มีการเติบโตมากกว่าช่วงก่อนการเข้าซื้อกิจการ

ในส่วนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งประเมินความคุ้มค่าในการซื้อผ่านมูลค่าของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) พบว่ามีความค่าในการเข้าซื้อธุรกิจส่วนนี้ เนื่องจากมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ที่คำนวณได้เท่ากับ 7.71 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ในขณะที่ราคาหุ้นของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) เฉพาะส่วนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ณ 30 กันยายน 2555 หรือช่วงก่อนการเข้าซื้อกิจการ เท่ากับ 6.28 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น (คำนวณราคาจากส่วนต่างของราคาหุ้นบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) ก่อนปรับการแยกธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเท่ากับ 8.88 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น และราคาหุ้นหลังปรับการแยกธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเท่ากับ 2.60 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น) ซึ่งแสดงว่ากลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจ่ายซื้อธุรกิจในส่วนนี้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่เหมาะสม

ปัจจัยสำคัญของความคุ้มค่าในการซื้อกิจการในส่วนอสังหาริมทรัพย์ คือ กลยุทธ์การนำบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ และจดทะเบียนกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพื่อสามารถระดมทุนเพิ่มเติมและนำไปขยายกิจการผ่านการเข้าซื้อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในต่างประเทศ ซึ่งส่งผลต่อรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการมีมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

เมื่อพิจารณาถึงความคุ้มค่าในส่วนของบริษัท ไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นจากการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน) พบว่าเกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ในส่วนงานบรรจุกัญท์ โดยการเข้าซื้อกิจการทำให้มียอดจำหน่าย

บรรจุภัณฑ์ขวดแก้ว ขวดพลาสติก และกระป๋องสำหรับใส่เครื่องดื่มให้กับ F&N มากขึ้น จนทำให้เกิดการประหยัดจากการขนาดในการผลิต และทำให้มีต้นทุนการผลิตลดลง คิดประโยชน์ส่วนเพิ่มดังกล่าวเป็นมูลค่า 629,022,676 สิงคโปร์ดอลลาร์

อย่างไรก็ตามผู้ศึกษามีความเห็นว่าประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ น้อยกว่าที่กลุ่มไทยเบียร์คอร์ปอเรชั่นได้คาดไว้ก่อนเข้าซื้อ โดยกลุ่มไทยเบียร์คอร์ปอเรชั่นคาดว่า การเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) จะช่วยขยายตลาดธุรกิจเครื่องดื่มไปยังประเทศที่เป็นตลาดของ F&N ได้ ไม่ว่าจะเป็นการขยายเครื่องดื่มชาเขียวโออิชิ ไปยังสิงคโปร์ มาเลเซีย และการเข้าสู่ตลาดเบียร์ในพม่า โดยอาศัยบริษัทย่อยของ F&N อย่าง Myanmar Beer ซึ่งการขยายตลาดเครื่องดื่มตามการคาดการณ์ดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จเท่าที่ควร

สำหรับการประเมินความคุ้มค่าในส่วนของต้นทุนค่าเสียโอกาสในการขายส่วนได้ ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด ให้บริษัท ไฮเนเก้น เอ็น. วี. จำกัด (มหาชน) พบว่ามีต้นทุนค่าเสียโอกาสคิดเป็นมูลค่าเท่ากับ 502,574,207 สิงคโปร์ดอลลาร์ โดยจากการศึกษาพบว่ามูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด เท่ากับ 62.73 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น ในขณะที่ได้รับเงินจากการขายส่วนได้ส่วนเสียให้ไฮเนเก้นเท่ากับ 53 สิงคโปร์ดอลลาร์ต่อหุ้น

ปัจจัยสำคัญที่ส่งให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้มาจากการขยายตลาดของ Tiger Beer ไปยังประเทศต่าง ๆ มากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขยายไปยังกำลังพัฒนาในอาเซียนอย่างเวียดนาม และพม่า ซึ่งเป็นตลาดที่มีโอกาสเติบโตสูง ส่งผลให้รายได้ของบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บริวเวอรี่ จำกัด เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังมีโอกาสเติบโตอย่างต่อเนื่อง

5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

การประเมินผลการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเบียร์คอร์ปอเรชั่นในครั้งนี้ มีข้อจำกัดในด้านการใช้เฉพาะข้อมูลทุติยภูมิ หรือใช้เฉพาะข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนเท่านั้น ในขณะที่บริษัทในกลุ่มไทยเบียร์คอร์ปอเรชั่นหลายบริษัทไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีการเปิดเผยข้อมูลต่าง ๆ มากนัก จึงไม่สามารถหาข้อมูลที่เพียงพอต่อการศึกษได้ ในการศึกษาครั้งนี้จึงไม่ได้ทำการศึกษาความคุ้มค่าหรือประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการต่อบริษัทในกลุ่มไทยเบียร์คอร์ปอเรชั่นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

นอกจากนี้การศึกษานี้ใช้ข้อมูลของบริษัทต่าง ๆ ในอดีตจนถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2559 ซึ่งภายหลังจากช่วงเวลาดังกล่าวอาจมีเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงการดำเนินงาน หรือการใช้กลยุทธ์ต่าง ๆ ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นิฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) ประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อกลุ่มบริษัท

และต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท เอเชีย แปซิฟิก บรืวเวอร์ จำกัด ซึ่งจะส่งผลให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เปลี่ยนแปลงไป

5.3 ข้อเสนอแนะ

ในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้ศึกษาสามารถประเมินผลการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นในเชิงลึกมากขึ้น โดยใช้ข้อมูลที่ไม่ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณชน เช่น การศึกษาประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อกลุ่มบริษัท Cristalla ซึ่งเป็นบริษัทผลิตและจำหน่ายกากน้ำตาลสำหรับผลิตเครื่องดื่มในเครือไทยเจริญคอร์ปอเรชั่น โดยบริษัทดังกล่าวอาจได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มในการจำหน่ายกากน้ำตาลในการผลิตเครื่องดื่มให้กับบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) มากขึ้น รวมถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มต่อกลุ่มบริษัท ทีซีซี แอสเสท ซึ่งอาจได้ประโยชน์จากการใช้ทรัพยากรด้านอสังหาริมทรัพย์ร่วมกับบริษัท เป็นต้น

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าการเข้าซื้อ Australand ซึ่งเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ในประเทศออสเตรเลียสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกลุ่มบริษัทได้มาก ซึ่งหากกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นดำเนินกลยุทธ์โดยการเข้าซื้อ Australand แทนการซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) อาจสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้มากกว่านี้ กรณีดังกล่าวจึงถือเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสอย่างหนึ่งที่สามารถศึกษาเพิ่มเติมในอนาคตได้

นอกจากนี้ในช่วงเดือนเมษายน 2560 กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นได้เปิดตัวโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แห่งใหม่ใจกลางกรุงเทพมหานครภายใต้ชื่อ “One Bangkok” ซึ่งเป็นโครงการที่กลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นดำเนินงานร่วมกับบริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน) มูลค่ากว่า 120,000 ล้านบาท ซึ่งโครงการดังกล่าวอาจก่อให้เกิดประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อบริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ นีฟ จำกัด (มหาชน) โดยกลุ่มไทยเจริญคอร์ปอเรชั่นที่อยู่นอกเหนือขอบเขตของการศึกษาในครั้งนี้

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2549). “การบริหารการเงินเชิงกลยุทธ์เพื่อสร้างมูลค่ากิจการ.”
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). “การลงทุนในตราสารทุน”

วิทยานิพนธ์

- ฉัฐภูมิ ชันติวิริยะ (2548). “การศึกษาผลตอบแทนส่วนเกิน และผลประกอบการเชิงการเงิน: กรณีศึกษาการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และ บริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน).” มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
- ณัฐนิชา วรพิบูลย์ศักดิ์ (2557). “กรณีศึกษาการเข้าซื้อกิจการคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย): บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน).” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- นันทน์ภัส ลิขิตเจริญพันธ์ (2558). “กรณีศึกษาการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) และบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน).” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ศุจิรัตน์ ภัทร์กุลบุตร (2555). “ผลการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์จากการควบรวมกิจการ: กรณีศึกษาธนาคารซีไอเอ็มบี – ธนาคารไทยธนาคาร.” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- อุษา ไวยเจริญ (2550). “การควบรวมกิจการในธุรกิจโรงภาพยนตร์.” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- Paowarin Whangsatian (2010). “How does Merger and Acquisition influence the operating performance of companies? – study case in Thailand during year 1999-2007.” Thammasat University
- Ratchanan Tantinarawat (2014). “Does Merger and Acquisition Enhance or Destroy Value? : A Study of CP ALL Acquisition of Siam Makro.” Thammasat University

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- Heineken Company. “Announcement by ThaiBev, TCC Assets and HEINEKEN regarding F&N and APB.” Online. <http://www.theheinekencompany.com/media/media-releases/press-releases/2012/09/1641898>. (accessed March 12, 2017)

Institute for Merger, Acquisition and Alliances. “Worldwide M&A Statistics.” Online. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>. (accessed March 10, 2017)

Jack Phang Investment. “F&N road show with CLSA summary – June 2014.” Online. <http://www.jackphanginvestment.com/2014/06/f-road-show-with-clsa-summary-june-2014.html>. (accessed March 10, 2017)

Kirin Beer University Report. “Global beer consumption by region 2009-2013.” Online. <http://www.kirinholdings.co.jp/>. (accessed March 12, 2017)

United Nations Conference on Trade and Development. “Asean M&A Statistics.” Online. <http://unctad.org/>. (accessed March 10, 2017)

United States Department of Agriculture. “Food and Beverage Expenditure.” Online. <https://www.ers.usda.gov/data-products/>. (accessed March 10, 2017)

เอกสารอื่น ๆ

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2554). *รายงานประจำปี 2554*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2555). *รายงานประจำปี 2555*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2556). *รายงานประจำปี 2556*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2557). *รายงานประจำปี 2557*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2558). *รายงานประจำปี 2558*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท ไทยเบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) (2559). *รายงานประจำปี 2559*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2552). *รายงานประจำปี 2552*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2553). *รายงานประจำปี 2553*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2554). *รายงานประจำปี 2554*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2555). *รายงานประจำปี 2555*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2556). *รายงานประจำปี 2556*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2557). *รายงานประจำปี 2557*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2558). *รายงานประจำปี 2558*. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2559). *รายงานประจำปี 2559*. กรุงเทพมหานคร

Asia Pacific Breweries Limited (2009). *Annual Report 2009*. Singapore

Asia Pacific Breweries Limited (2010). *Annual Report 2010*. Singapore

Asia Pacific Breweries Limited (2011). *Annual Report 2011*. Singapore

Asia Pacific Breweries Limited (2012). *Annual Report 2012*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2010). *Annual Report 2010*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2011). *Annual Report 2011*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2012). *Annual Report 2012*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2013). *Annual Report 2013*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2014). *Annual Report 2014*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2015). *Annual Report 2015*. Singapore

Fraser and Neave Limited (2016). *Annual Report 2016*. Singapore

Fraser Centrepoint Limited (2014). *Annual Report 2014*. Singapore

Fraser Centrepoint Limited (2015). *Annual Report 2015*. Singapore

Fraser Centrepoint Limited (2016). *Annual Report 2016*. Singapore

Heineken N.V. Limited (2013). *Annual Report 2013*. Global

Heineken N.V. Limited (2014). *Annual Report 2014*. Global

Heineken N.V. Limited (2015). *Annual Report 2015*. Global

Heineken N.V. Limited (2016). *Annual Report 2016*. Global

Singapore Exchange. *Stock price statistics*. Singapore

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

งบการเงินของบริษัทที่ศึกษา

1. บริษัท เฟรเซอร์ แอนด์ เนืฟ จำกัด (มหาชน)

1.1 งบกำไรขาดทุนสำหรับปี

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Revenue	2,294,119	2,421,051	2,121,110	1,978,622
Cost of sales	(1,520,310)	(1,597,811)	(1,425,111)	(1,250,256)
Gross profit	773,809	823,240	695,999	728,366
Other income/expenses	(3,886)	23,559	12,749	12,917
Operating expenses				
Distribution	(187,591)	(197,920)	(174,867)	(176,754)
Marketing	(233,906)	(249,248)	(295,748)	(299,640)
Administration	(162,955)	(148,768)	(150,962)	(136,950)
Trading profit	185,471	250,863	87,171	127,939
Share of joint venture company	-	-	(1,229)	(540)
Share of associated companies	9,747	2,739	3,930	3,186
Gross income from investments	18,653	22,902	41,691	48,566
EBIT	213,871	276,504	131,563	179,151
Finance income	77,773	21,089	6,479	14,779
Finance expense	(38,746)	(12,093)	(6,300)	(4,969)
Net finance cost	39,027	8,996	179	9,810
Profit before fair value adjustment, taxation and exceptional items	252,898	285,500	131,742	188,961
Fair value adjustment of investment properties	5,509	265	(2,311)	(1,532)
PROFIT BEFORE TAXATION AND EXCEPTIONAL ITEMS	258,407	285,765	129,431	187,429
Exceptional items	(183,429)	(100,886)	(27,706)	735
PROFIT BEFORE TAXATION	74,978	184,879	101,725	188,164
Taxation	(48,564)	(49,698)	(19,316)	(22,506)
PROFIT FROM CONTINUING OPERATIONS AFTER TAXATION	26,414	135,181	82,409	165,658

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Discontinued operations				
PROFIT FROM DISCONTINUED OPERATIONS AFTER TAXATION	735,738	138,121	95,289	-
Gain on disposal of discontinued operations	4,751,514	-	541,531	-
Loss on distribution in specie of discontinued operations	-	(17,661)	-	-
PROFIT AFTER TAXATION	5,513,666	255,641	719,229	165,658

1.2 งบแสดงฐานะการเงิน

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Current Assets				
Properties held for sale	4,688,968	48,199	-	-
Inventories	249,406	274,245	253,918	247,332
Trade receivables	527,188	309,187	278,792	267,178
Other receivables	133,733	50,480	53,670	53,894
Prepaid land costs	398,033	-	-	-
Related parties	146	5,163	1,742	4,565
Joint venture companies	4,520	25,670	756	558
Associated companies	12,710	5	3,403	3
Short term investments	100	1	-	-
Bank fixed deposit	876,333	91,003	446,462	563,282
Cash and Bank Balances	1,068,389	265,084	515,243	479,347
Assets held for sale	7,961	-	11,412	10,375
Total Current Assets	7,967,487	1,069,037	1,565,398	1,626,534
Non-Current Assets				
Fixed Assets	699,109	661,118	464,388	490,886
Investment properties	3,155,404	40,702	35,018	42,863
Properties held for development	20,984	21,276	17,848	18,232
Joint venture company	-	-	43,736	46,011
Associated companies	1,278,877	49,866	41,860	43,003
Intangible Assets	148,315	93,039	78,750	96,764
Brands	30,836	31,033	27,481	27,892

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Other investments	675,236	701,613	844,780	1,363,389
Other receivables	91,614	1,295	1,580	1,131
Other assets	43,200	-	-	-
Deferred tax assets	34,325	26,083	18,156	13,267
Bank fixed deposit	-	4,672	3,874	2,900
Total Non-Current Assets	6,177,900	1,630,697	1,577,471	2,146,338
Total Assets	14,145,387	2,699,734	3,142,869	3,772,872
Current Liabilities				
Trade payables	526,379	198,261	201,113	180,548
Other payables	948,595	225,334	192,845	210,973
Related parties	1,652	27,772	14,523	12,650
Joint venture companies	8	-	-	-
Associated companies	1,669	1,854	1,843	1,565
Borrowing	862,019	22,990	2,551	12,223
Provision for taxation	161,076	42,456	31,712	30,851
Liabilities held for sale	1,845	-	1,802	2,339
Total Current Liabilities	2,503,243	518,667	446,389	451,149
Non-Current Liabilities				
Other payables	17,022	15,114	3,874	2,900
Related parties	-	1,265	1,265	1,265
Borrowing	2,582,525	118,753	97,924	124,825
Provision for employee benefits	18,356	19,495	18,201	20,671
Deferred tax liabilities	146,358	25,499	19,139	19,518
Total Non-Current Liabilities	2,764,261	180,126	140,403	169,179
Total Liabilities	5,267,504	698,793	586,792	620,328
Share Capital and Reserves				
Share capital	1,441,520	844,585	849,301	849,301
Treasury shares	(23)	(23)	(5,759)	(2,655)
Reserves	7,063,163	760,266	1,424,507	1,996,438
Non-Controlling interests	373,223	396,113	288,028	309,460
Total Share Capital and Reserves	8,877,883	2,000,941	2,556,077	3,152,544
Total Liabilities and Equity	14,145,387	2,699,734	3,142,869	3,772,872

1.3 งบกระแสเงินสด

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES				
Profit before taxation and exceptional items	1,044,319	452,060	252,957	187,429
Adjustments for:				
Depreciation of fixed assets	78,317	67,759	75,431	46,804
Impairment of fixed assets and intangible assets	19,908	2,677	17,682	1,052
Impairment reversal of fixed assets and intangible assets	(855)	(865)	(1,039)	(464)
Impairment of other investment	30	30	32	25
Fixed assets and Intangible assets written off	810	615	638	430
Provision for employee benefits	2,380	2,212	1,498	1,526
Write back of provision for employee benefits	-	-	(342)	(140)
Valuation gain on interest retained in a joint venture company	-	(21,392)	-	-
Allowance for foreseeable losses on properties held for sale (net)	8,452	-	-	-
(Gain)/Loss on disposal of fixed assets	669	(568)	389	309
Amortization of intangible assets	15,863	16,987	16,445	14,943
Interest income	(38,972)	(10,941)	(6,479)	(14,779)
Interest expenses	58,395	14,764	6,300	4,969
Share of joint venture company's loss	-	351	1,229	540
Share of associated companies' profits	(69,283)	(13,719)	(3,930)	(3,186)
Investment income	(18,943)	(23,027)	(41,691)	(48,566)
Profit on properties held for sale	(408,711)	(135,735)	-	-
Employee share-based expense	13,317	3,280	6,935	6,057
Fair value adjustment of financial instruments	5,010	(3,952)	(2,425)	(422)
Fair value adjustment of investment properties	(281,252)	(265)	2,311	1,532
Loss on disposal of financial instruments	6,134	3,478	698	2,124
Operating cash before working capital changes	435,588	353,749	326,639	200,183

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Change in inventories	16,793	(24,722)	(4,700)	7,066
Change in receivables	35,201	(102,538)	(13,213)	20,263
Change in prepaid land costs	(398,033)	(300,205)	-	-
Change in joint venture and associated companies' balances	5,512	8,557	13,290	(6,722)
Change in payables	(57,272)	(66,083)	(15,027)	(9,063)
Progress payment received/receivable on properties held for sale	1,282,779	605,826		
Development expenditure on properties held for sale	(1,255,835)	(208,026)	(206)	(8)
Currency realignment	10,421	(4,894)	(46,033)	(11,012)
Cash generated from operations	75,154	261,664	260,750	200,707
Interest income received	41,631	11,136	6,306	14,300
Interest expenses paid	(48,459)	(22,166)	(6,383)	(4,864)
Income taxes paid	(126,752)	(50,085)	(34,230)	(24,417)
Payment of employee benefits	(2,174)	(1,923)	(1,603)	(1,059)
Net cash from operating activities	(60,600)	198,626	224,840	184,667
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES				
Investment income	18,943	23,027	41,691	48,566
Dividends from associated companies	62,528	15,829	1,129	5,779
Proceeds from sale of fixed assets	1,591	1,578	728	414
Proceeds from sale of other and short term investments	63,599	101	-	-
Net cash outflow on acquisition of subsidiary companies	-	(13,169)	-	(24,921)
Payment for intangible assets	(12,095)	(12,217)	(11,768)	(10,887)
Development expenditure on investment properties under construction	(13,329)	(705,772)	-	-
Investments in associated companies	(34,114)	(2,526)	-	-
Purchase of fixed assets and investment properties	(142,732)	(62,484)	(56,075)	(65,471)
Net cash outflow on distribution in specie and liquidation of subsidiary companies	-	(700,504)	-	-
Proceeds from redemption of units by an associated company	306,158	-	-	6,069
Net cash inflow from disposal of joint venture companies	5,581,906	-	558,747	-

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Purchase of other investments	-	(110,024)	-	-
Loan to a joint venture company	-	(17,001)	(2,163)	-
Repayment of loans from associated companies	(71,688)	8,071.00	-	-
Net cash from investing activities	5,741,824	(1,598,118)	490,598	(89,017)
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES				
Repayment of term loans and bank borrowings	(435,044)	(1,067,955)	(17,235)	32,594
Capital reduction	(4,728,183)	(606,861)	-	-
Purchase of Treasury Shares	-	-	(5,736)	-
Purchase of shares by a subsidiary company	-	-	(3,851)	(3,978)
Repayment of loans by a related party	-	1,715,714	-	-
Redemption of preference shares held by non-controlling interests	(595)	-	-	-
Capital repayment to non-controlling interests	(290)	-	-	-
Proceeds from issue of shares:				
by subsidiary companies to non-controlling interests	9,214	7,056	2,870	630
by the Company to shareholders	46,280	-	-	-
Payment of dividends:				
by subsidiary companies to non-controlling interests	(60,606)	(54,300)	(29,213)	(33,875)
by the Company to shareholders	(223,425)	(202,286)	(72,353)	(65,060)
Net cash used in financing activities	(5,392,649)	(208,632)	(125,518)	(69,689)
Net (decrease)/increase in cash and cash equivalents	288,575	(1,608,124)	589,920	25,961
Cash and cash equivalents at beginning of year	1,647,477	1,942,507	331,299	896,318
Reclassified to assets held for sale	-	-	(101)	-
Effects of exchange rate changes on cash and cash equivalents	(11,925)	(3,084)	(24,800)	2,308
Cash and cash equivalents at end of year	1,924,127	331,299	896,318	924,587

2. บริษัท เฟรเซอร์ เซ็นเตอร์พ้อยท์ จำกัด (มหาชน)

2.1 งบกำไรขาดทุนสำหรับปี

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Revenue	2,052,749	2,203,026	3,561,525	3,439,592
Cost of sales	(1,241,094)	(1,431,541)	(2,479,360)	(2,406,856)
Gross profit	811,655	771,485	1,082,165	1,032,736
Other income/expenses	(2,561)	(8,063)	(8,400)	(6,527)
Operating expenses				
Operation	(144,771)	(70,683)	(122,782)	(128,196)
Marketing	(60,599)	(26,139)	(45,405)	(47,407)
Administration	(92,122)	(46,196)	(80,246)	(83,785)
Trading profit	511,602	620,404	825,332	766,822
Share of associated companies' profits	59,536	144,583	279,430	171,377
EBIT	571,138	764,987	1,104,762	938,199
Finance income	18,459	44,885	36,799	25,296
Finance expense	(79,428)	(88,668)	(186,157)	(167,504)
Net finance cost	(60,969)	(43,783)	(149,358)	(142,208)
Profit before fair value adjustment, taxation and exceptional items	510,169	721,204	955,404	795,991
Fair value adjustment of investment properties	165,883	234,537	243,350	159,711
Share of associates' fair value change on investment properties	109,860	-	-	-
PROFIT BEFORE TAXATION AND EXCEPTIONAL ITEMS	785,912	955,741	1,198,754	955,702
Exceptional items	46,409	(148,454)	(2,205)	4,641
PROFIT BEFORE TAXATION	832,321	807,287	1,196,549	960,343
Taxation	(96,583)	(127,520)	(184,174)	(194,197)
PROFIT FROM CONTINUING OPERATIONS AFTER TAXATION	735,738	679,767	1,012,375	766,146

2.2 งบแสดงฐานะการเงิน

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Current Assets				
Inventory	3,578	4,119	7,473	5,679
Properties held for sale	4,737,053	4,188,067	3,922,672	3,997,551
Prepaid land and development costs	398,033	480,143	19,877	60,455
Other prepayments	11,901	31,292	41,328	52,602
Trade and other receivables	302,763	811,573	843,505	677,821
Derivative financial instruments	1,478	30,366	20,167	9,361
Bank deposits	-	-	-	437,337
Cash and cash equivalents	506,784	873,378	1,373,140	1,731,343
Assets held for sale	-	-	112,123	-
Total Current Assets	5,961,590	6,418,938	6,340,285	6,972,149
Non-Current Assets				
Investment properties	3,115,234	11,423,373	12,951,192	13,494,019
Property, plant and equipment	31,599	1,414,902	1,991,014	1,972,282
Investments in:				
- joint ventures	-	589,385	334,928	240,213
- associates	1,055,983	216,226	250,460	552,800
Financial assets	2,164	2,164	2,165	2,162
Intangible assets	64,478	503,413	721,164	681,736
Prepayments	-	4,530	8,349	3,074
Other receivables	211,304	598,657	241,476	228,644
Deferred tax assets	2,937	112,226	169,724	55,160
Derivative financial instruments	-	7,256	55,935	2,136
Total Non-Current Assets	4,483,699	14,872,132	16,726,407	17,232,226
Total Assets	10,445,289	21,291,070	23,066,692	24,204,375
Current Liabilities				
Trade and other payables	1,725,158	1,593,939	1,314,648	1,694,961
Derivative financial instruments	3,232	11,520	24,602	46,924
Provision for taxation	112,674	145,794	192,953	236,971
Loans and borrowings	629,135	1,537,757	1,020,137	1,470,116
Total Current Liabilities	2,470,199	3,289,010	2,552,340	3,448,972

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Non-Current Liabilities				
Other payables	1,200,444	347,414	253,751	290,426
Derivative financial instruments	3,059	9,077	36,592	89,994
Deferred tax liabilities	117,928	198,067	317,736	206,078
Loans and borrowings	1,175,373	7,823,952	9,255,320	8,325,421
Total Non-Current Liabilities	2,496,804	8,378,510	9,863,399	8,911,919
Total Liabilities	4,967,003	11,667,520	12,415,739	12,360,891
Share Capital and Reserves				
Share capital	1,083,977	1,753,977	1,759,858	1,766,800
Retained earnings	4,363,384	4,543,167	4,995,420	5,222,073
Other reserves	3,725	117,154	(245,798)	(327,733)
NON-CONTROLLING INTERESTS – PERPETUAL SECURITIES	-	597,654	1,293,254	1,391,783
NON-CONTROLLING INTERESTS – OTHERS	27,200	2,611,598	2,848,219	3,790,561
Total Share Capital and Reserves	5,478,286	9,623,550	10,650,953	11,843,484
Total Liabilities and Equity	10,445,289	21,291,070	23,066,692	24,204,375

2.3 งบกระแสเงินสด

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
CASH FLOW FROM OPERATING ACTIVITIES				
Profit before taxation and exceptional items	785,912	955,741	1,198,754	955,702
Adjustments for:				
Depreciation of property, plant and equipment	7,655	12,496	40,027	52,877
Amortization of intangible assets	498	544	741	1,646
Development profit	(408,711)	-	-	-
Write-down to net realizable value of properties held for sale	8,452	4,199	45,417	47,110
Fair value change on investment properties	(165,883)	(234,537)	(243,350)	(159,711)
Share of associates' fair value change on investment properties	(109,860)	-	-	-

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Loss on disposal of property, plant and equipment	625	2,820	388	849
Employee share-based expense	5,384	5,259	9,003	10,189
Share of results of associates and equity – accounted entities	(59,536)	(144,583)	(279,430)	(171,377)
Mark-to-market (losses)/gains on derivatives	3,922	(7,257)	10,346	(13,960)
Write-back of provision for impairment of an associate	-	(177)	-	-
Allowance for/(write-back of) doubtful trade receivables	-	(860)	154	2,504
Bad debts written off	-	3	10	103
Gain on acquisition of an associate	-	-	-	(954)
Gain on disposal of a subsidiary	-	-	(37,506)	-
Gain on disposal of joint ventures and associates	-	-	(13,954)	(15,483)
Goodwill on acquisition of subsidiaries written off	-	4,441	-	1,129
Write-back of over provision of bank profit share	-	(3,114)	-	-
Exceptional items	-	(148,454)	(2,205)	4,641
Exchange difference	24,925	(49,903)	(234,493)	29,835
Interest expense	79,428	88,668	186,157	167,504
Interest income	(18,459)	(44,885)	(36,799)	(25,296)
Operating cash flow before working capital changes	154,352	440,401	643,260	887,308
Progress payments received from sale of residential units	1,282,779	-	-	-
Development expenditure – properties held for sale	(996,030)	58,987	327,262	(241,446)
Payment of land premium	(256,054)	-	-	-
Change in prepaid project costs	(398,033)	-	-	-
Change in rental deposits	632	-	-	-
Change in inventory	597	(635)	(155)	4,172
Change in trade and other receivables	(31,687)	(439,107)	436,097	156,698
Change in trade and other payables	65,864	(485,482)	(628,293)	424,654
Change in joint ventures and associates' balances	6,585	-	-	-
Change in related companies' balances	6,521	-	-	-
Cash from operations	(164,474)	(425,836)	778,171	1,231,386

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Interest expense paid	(78,485)	-	-	-
Interest income received	27,098	-	-	-
Income taxes paid	(87,017)	(65,564)	(94,107)	(134,407)
Net cash from operating activities	(302,878)	(491,400)	684,064	1,096,979
CASH FLOW FROM INVESTING ACTIVITIES				
Proceeds from disposal of available-for-sale financial assets	60,709	-	-	-
Proceeds from disposal of investment property	-	(994,738)	-	452,141
Development expenditure – investment properties under construction	(13,329)	-	(1,526,508)	(717,619)
Purchase of property, plant and equipment	(5,364)	(1,017,621)	(45,280)	(62,269)
Proceeds from disposal of property, plant and equipment	-	11,106	2	88
Additions of investment properties	(83,784)	-	-	-
Purchase of intangible assets	(143)	(5,564)	-	-
Acquisition of subsidiaries, net of cash acquired	-	(3,140,349)	(257,698)	(77,010)
Disposal of a subsidiary, net of cash disposed of	-	-	(9,820)	78,933
Proceeds from disposal of joint ventures and associates	-	-	86,307	17,875
Proceeds from disposal of assets held for sale	-	-	-	112,746
Investment in / Loans to joint ventures and associates	(105,802)	-	(151,823)	(374,725)
Redemption of Series A CPPUs	306,158	-	-	-
Repayment by/(loans to) associates	-	164,038	93,896	40,223
Purchase of structured deposits	-	-	-	(437,337)
Settlement of hedging instruments	-	(21,954)	25,489	31,176
Interest received	-	42,795	34,981	17,547
Dividend income from associates	61,068	70,372	349,924	196,535
Net cash from investing activities	219,513	(4,891,915)	(1,400,530)	(721,696)
CASH FLOW FROM FINANCING ACTIVITIES				
Proceeds from issue of new shares by subsidiary to non-controlling interests	300	818,820	-	-

รายการ (หน่วย: '000 SGD)	2556	2557	2558	2559
Contributions from non-controlling interests of subsidiaries without change in control	-	113,702	236,861	1,000,475
Redemption of non-controlling interest's preference shares	(595)	(5,455)	-	(26,487)
Proceeds from bank loans drawn down	591,924	6,680,079	4,319,825	2,335,102
Repayment of bank loans	(356,426)	(1,590,434)	(3,881,100)	(3,275,214)
Repayment of long-term loans to a related company	(697,045)	(1,197,275)	-	-
Proceeds from issue of new shares	-	1,000,000	-	-
Redemption of preference shares	-	(330,000)	-	-
Proceeds from issue of retail bonds, net of costs	-	-	497,518	521,401
Proceeds from issue of perpetual securities	-	597,654	695,600	98,529
Distributions to perpetual securities holders	-	-	(46,924)	(64,456)
Payment of dividends by a subsidiary to non-controlling interest	-	(101,776)	(185,938)	(206,821)
Payment of dividends to shareholders	(151,268)	(119,350)	(248,971)	(249,400)
Interest paid	-	(70,303)	(166,057)	(165,687)
Issuance costs	-	(20,254)	(1,788)	(23,665)
Net cash from financing activities	(613,110)	5,775,408	1,219,026	(56,223)
Net change in cash and cash equivalents	(696,475)	392,093	502,560	319,060
Cash and cash equivalents at beginning of year	1,202,222	478,983	867,938	1,367,505
Effects of exchange rate on opening cash	(3,138)	(3,138)	(2,993)	41,632
Cash and cash equivalents at end of year	502,609	867,938	1,367,505	1,728,197

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวเข็มจิรา ชื่นเจริญสุข

วันเดือนปีเกิด

8 กันยายน พ.ศ. 2537

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

