



กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน):  
บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

โดย

นายพนธ์ สิริโชติกุล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน):  
บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

โดย

นายปพนธ์ สิริโชติกุล



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

CASE STUDY THE ACQUISITION OF BIG C SUPERCENTER PUBLIC  
COMPANY LIMITED: BERLI JUCKER PUBLIC COMPANY LIMITED

BY

MR. PAPHON SIRICHOTIKUL



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

นายปพนธ์ สิริโชติกุล

เรื่อง

กรณีศึกษาการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน):  
บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

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 บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน): บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
ชื่อผู้เขียน	นายปพนธ์ สิริโชติกุล
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

ในปี พ.ศ. 2559 บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้เข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ เพื่อเป็นการเริ่มดำเนินการธุรกิจค้าปลีกของประเทศไทย โดยบทสรุปของการทำธุรกรรมในครั้งนี้คือ บริษัทฯ ได้ลงทุนเป็นจำนวนเงินประมาณ 204,325 ล้านบาท สำหรับหุ้นสามัญของบิ๊กซี จำนวน 807,991,813 หุ้น (คิดเป็นร้อยละ 97.94 ของหุ้นที่ออกจำหน่ายทั้งหมดของบิ๊กซี ณ วันที่ 30 เมษายน 2559) หรือคิดเป็นมูลค่าต่อหุ้นเท่ากับ 252.88 บาท แต่จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่า การคำนวณมูลค่ากิจการบิ๊กซี ผ่านวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) มีมูลค่าต่อหุ้นเท่ากับ 273.47 บาท

นอกจากนี้การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ยังก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่มหลากหลายประการ การศึกษานี้จึงทำการวิเคราะห์และคำนวณผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้นผ่านการวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ พบว่าบริษัทฯ วัตถุมูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้นได้เท่ากับ 38,927.25 ล้านบาท ดังนั้นการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้จึงถือว่าประสบความสำเร็จ

**คำสำคัญ:** การคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ, ผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม

Independent Study Title	CASE STUDY: THE ACQUISITION OF BIG C SUPERCENTER PUBLIC COMPANY LIMITED: BERLI JUCKER PUBLIC COMPANY LIMITED
Author	Mr. Paphon Sirichotikul
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Suthikorn Kingkaew, Ph.D.
Academic Years	2016

### ABSTRACT

In 2016, Berli Jucker PCL took over Big C Supercenter PCL in order to be operate in Thai retail market. The deal cost approximately 204,325 million THB for the Big C 807,991,813 ordinary shares (which is around 97.94% of issued shares of Big C as at 30 April 2016.) or 252.88 THB price/share. However, the calculation Big C's firm value by using Discounted Free Cash Flow to Firm method shows that Big C's share price stands for 273.47 THB.

Moreover, the acquisition of Big C also creates many synergies for BJC. This study analyze and calculate the synergies by using Discounted Cash Flow to Firm method. The result shows that BJC gain the synergies of 38,927.25 million THB. Hence, this acquisition transaction successfully enhances BJC's value in long-term.

**Keywords:** Discounted Free Cash Flow to Firm, Synergy

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จในครั้งนี้จะเกิดขึ้นไม่ได้หากขาดความอนุเคราะห์ของอาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว ที่ได้ให้คำแนะนำและคำปรึกษาที่เป็นประโยชน์อย่างมาก รวมถึงการให้ความช่วยเหลือในด้านต่าง ๆ ที่ช่วยให้การศึกษานี้สำเร็จลุล่วง

ขอขอบคุณรองศาสตราจารย์สุพจน์ ชววิวรรธน์ กรรมการสอบการศึกษานี้สำหรับคำแนะนำและข้อเสนอแนะต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษานี้ เพื่อนำไปใช้ปรับแก้ไขและทำให้การศึกษานี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่หลักสูตรควตรี-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือทุกอย่างจนทำให้การศึกษานี้สำเร็จลุล่วง

สุดท้ายนี้ขอขอบคุณทุกคนในครอบครัว และเพื่อน ๆ ทุกคนที่ให้การสนับสนุนและให้กำลังใจในการทำการศึกษานี้มาโดยตลอด จนทำให้การศึกษานี้สำเร็จลุล่วง

นายพนธ์ สิริโชติกุล

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(8)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 ภาพรวมอุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย (Retail Business Overview)	2
1.3 ภาพรวมบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	4
1.4 การดำเนินการกิจการของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	5
1.4.1 กลุ่มสินค้าและบรรจุภัณฑ์	5
1.4.1.1 บรรจุภัณฑ์แก้ว	6
1.4.1.2 บรรจุภัณฑ์กระป๋องอะลูมิเนียม	6
1.4.2 กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค	7
1.4.2.1 ธุรกิจอาหาร	7
1.4.2.2 ธุรกิจเครื่องใช้ส่วนตัวและเครื่องใช้ในครัวเรือน	7
1.4.2.3 ธุรกิจด้านการจัดการโลจิสติกส์	8
1.4.2.4 ธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าในประเทศเวียดนาม	9
1.4.2.5 ธุรกิจเครื่องเขียนและเครื่องใช้สำนักงาน	9
1.4.2.6 ธุรกิจผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์	9
1.4.3 กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค	10
1.4.3.1 ธุรกิจด้านเวชภัณฑ์และการแพทย์	10



1.4.3.2	ธุรกิจด้านสินค้าและบริการทางเทคนิค	11
1.4.4	กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ	11
1.4.4.1	ธุรกิจต่างประเทศ	11
1.4.4.2	ธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์เชิงพาณิชย์	11
1.4.4.3	ธุรกิจจำหน่ายหนังสือและนิตยสาร	12
1.4.4.4	ธุรกิจร้านค้าปลีกเพื่อสุขภาพและความงาม	12
1.4.4.5	ธุรกิจออนไลน์	12
1.5	โครงสร้างรายได้ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	13
1.6	ภาพรวมบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนถูกเข้าซื้อกิจการ	14
1.7	แรงจูงใจในการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	17
1.8	รายละเอียดหลักทรัพย์ที่ซื้อ	18
1.9	วัตถุประสงค์ของการศึกษา	19
1.10	ประโยชน์ของการศึกษา	20
บทที่ 2	กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา	21
2.1	กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา	21
2.1.1	กรอบทฤษฎีเกี่ยวกับรูปแบบการควบรวมกิจการ	21
2.1.1.1	การควบรวมกิจการแบบแนวนอน (Horizontal Integration)	21
2.1.1.2	การควบรวมกิจการแบบแนวตั้ง (Vertical Integration)	22
2.1.1.3	การควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกัน (Conglomerate)	22
2.1.2	กรอบทฤษฎีเกี่ยวกับวิธีการควบรวมกิจการ	22
2.1.2.1	การได้มาซึ่งหุ้น (Share Acquisition)	23
2.1.2.2	การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/Business Acquisition)	25
2.1.2.3	การควบรวมกิจการ (Amalgamation)	26
2.2	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	27
บทที่ 3	ระเบียบวิธีการวิจัย	31
3.1	การเก็บรวบรวมข้อมูล	31
3.2	วิธีการศึกษา	31

3.3	ขั้นตอนในการศึกษา	31
3.3.1	การคำนวณต้นทุนที่เหมาะสมสำหรับการเข้าซื้อกิจการ	31
3.3.1.1	การคำนวณอัตราคิดลด	32
3.3.1.2	การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke)	32
3.3.2	การวัดมูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการ	33
	<b>บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล</b>	<b>34</b>
4.1	การประเมินมูลค่าการเข้าซื้อที่เหมาะสม	34
4.1.1	การจัดทำประมาณการงบการเงินบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	34
4.1.1.1	การประมาณการรายได้ของกิจการ	34
4.1.1.2	ต้นทุนขาย	35
4.1.1.3	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	36
4.1.1.4	เงินทุนหมุนเวียน	36
4.1.1.5	ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	36
4.1.1.6	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และการคำนวณค่าเสื่อมราคา	37
4.1.1.7	สินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น	37
4.1.1.8	ต้นทุนทางการเงิน	37
4.1.1.9	สมมติฐานอื่น ๆ	38
4.1.1.10	การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis)	40
4.2	ผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดจากการเข้าซื้อกิจการ	41
4.2.1	การจัดทำประมาณการงบการเงินบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการบิ๊กซี	41
4.2.1.1	การประมาณการรายได้ของกิจการ	41
4.2.1.2	ต้นทุนขาย	43
4.2.1.3	ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	44
4.2.1.4	เงินทุนหมุนเวียน	44
4.2.1.5	ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	45
4.2.1.6	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และการคำนวณค่าเสื่อมราคา	45
4.2.1.7	สินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น	45
4.2.1.8	ต้นทุนทางการเงิน	46

4.2.1.9 สมมติฐานอื่น ๆ	46
4.2.1.10 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis)	48
4.2.2 เปรียบเทียบผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้น	49
4.2.2.1 ผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุน	49
4.2.2.2 การประสานผลประโยชน์กับธุรกิจปัจจุบันของบริษัทฯ	50
4.2.2.3 เริ่มดำเนินธุรกิจค้าปลีกได้อย่างรวดเร็ว	51
4.2.2.4 เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน	51
4.2.2.5 กระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ	51
4.2.2.6 สนับสนุนเป้าหมายหลักของบริษัทฯ	51
4.2.3 การประเมินผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม	52
4.3 ผลประโยชน์จากการเข้าซื้อกิจการต่อผู้บริโภค	52
4.3.1 ผู้บริโภคได้รับสินค้าและบริการในราคาที่ถูกลง	52
4.3.2 ผู้บริโภคได้รับสินค้าและบริการที่ตรงกับความต้องการมากยิ่งขึ้น	52
4.3.3 การเข้าถึงสินค้าอุปโภคและบริโภคในบางพื้นที่	53
4.3.4 ลดการผูกขาดในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ	53
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	54
5.1 สรุปผลการศึกษา	54
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับกรณีศึกษา	55
5.3 ข้อจำกัดของกรณีศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาขึ้นไป	55
รายการอ้างอิง	56
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	59
ภาคผนวก ข	64
ภาคผนวก ค	69
ประวัติผู้เขียน	74

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ	24
2.2 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ	26
2.3 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีการควบรวมกิจการ	27
4.1 การประมาณการรายได้ของกิจการปีกษี (ช่วงปี 2558 – 2562)	35
4.2 การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการปีกษี	36
4.3 การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกิจการปีกษี	37
4.4 การประมาณการกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการปีกษี (ช่วงปี 2559 – 2564)	39
4.5 การคำนวณมูลค่าต่อหุ้นของปีกษี	40
4.7 การประมาณการรายได้ของบริษัทฯ (ช่วงปี 2558 – 2562)	43
4.8 การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ	44
4.9 การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัทฯ	45
4.10 การประมาณการกระแสเงินสดอิสระสำหรับบริษัทฯ (ช่วงปี 2559 – 2564)	47
4.11 การคำนวณมูลค่าต่อหุ้นของบริษัทฯ	48
4.12 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญของบริษัทฯ	48
4.13 มูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้	52

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 ภาพรวมโครงสร้างอุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย	2
1.2 จำนวนสาขาของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทยในปี 2557	3
1.3 จำนวนสาขาของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทยในปี 2558	3
1.4 โครงสร้างรายได้ของบริษัทฯ ในปี 2558	13
1.5 สัดส่วนรายได้ของบิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ในปี 2558	17
1.6 การเข้าทำรายการการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	19
2.1 การซื้อหุ้นโดยชำระเป็นเงินสดหรือการออกหุ้นใหม่	23
2.2 การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company)	23
2.3 การควบรวมกิจการโดยวิธีการได้มาซึ่งสินทรัพย์	25
2.4 การควบรวมกิจการโดยวิธีการควบรวมกิจการ	26



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการเป็นหนึ่งในกลยุทธ์การเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของธุรกิจในปัจจุบัน การเข้าควบรวมและการเข้าซื้อกิจการจะส่งผลให้ธุรกิจที่เป็นผู้ซื้อเพิ่มศักยภาพในด้านต่าง ๆ เช่น การได้ทรัพยากรสำคัญของบริษัทที่ซื้อมา การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพดียิ่งขึ้น สร้างโอกาสในการเข้าถึงตลาดใหม่ ๆ รวมถึงการลดจำนวนคู่แข่งในอุตสาหกรรมด้วยเช่นกัน

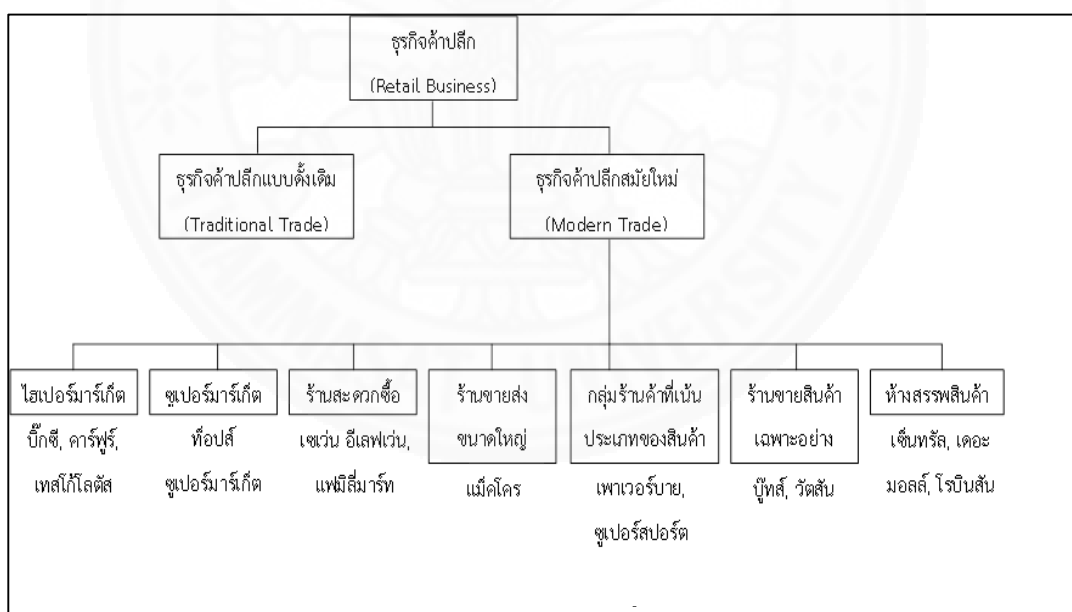
เมื่อพิจารณาจากข้อมูลสถิติมูลค่าการควบรวมและการเข้าซื้อกิจการจากทั่วโลกภายในปี 2559 ที่มีมูลค่าถึง 3.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ แม้ว่าจะมีมูลค่าลดลงจากปี 2558 อยู่ร้อยละ 19 แต่ก็ยังถือว่าเป็นมูลค่าที่มหาศาลและเป็นตัวเลขที่น่าสนใจสำหรับการศึกษา

การเข้าควบรวมกิจการในประเทศไทยก็มีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดในทุก ๆ ปี โดยนับว่าในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2559 เป็นปีทองของการควบรวมกิจการ เนื่องจากมีมูลค่าในการเสนอซื้อกว่า 120,189 ล้านบาท ประเด็นหลักที่เป็นตัวผลักดันให้ธุรกิจเกิดการควบรวมกิจการมากขึ้นมาจากสภาพการแข่งขันในปัจจุบัน ผู้ประกอบการต้องการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและกำลังการผลิตเพื่อที่จะขยายกิจการทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่การสร้างความแข็งแกร่งในธุรกิจให้เชี่ยวชาญในด้านใดด้านหนึ่งจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาที่ยาวนาน ดังนั้นการเข้าไปควบรวมกิจการที่มีความเชี่ยวชาญและแข็งแกร่งในธุรกิจนั้น ๆ อยู่แล้ว จึงเป็นอีกทางเลือกที่น่าสนใจและง่ายต่อการขยายธุรกิจของผู้ประกอบการรายใหม่ ๆ

ในปี 2559 การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการของบริษัทในประเทศไทย คงไม่มีใครไม่นึกถึงการเข้าซื้อกิจการของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ที่เข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นมูลค่ามหาศาลถึง 2.08 แสนล้านบาท ซึ่งถือว่าเป็นการเข้าซื้อกิจการที่จะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) ในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ผู้ศึกษาจึงเล็งเห็นว่ากรณีศึกษานี้มีความน่าสนใจและจะก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อธุรกิจค้าปลีกในประเทศไทย จึงเลือกมาทำการศึกษากรณีศึกษานี้ โดยกรณีศึกษาชิ้นนี้ทำการรวบรวมข้อมูลภาพรวมของอุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย รายละเอียดการเข้าทำธุรกรรม ประเมินมูลค่าการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ที่เหมาะสม รวมถึงการประเมินมูลค่าของผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) เพื่อประเมินความคุ้มค่าของการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้

## 1.2 ภาพรวมอุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย (Retail Business Overview)

ธุรกิจค้าปลีกในประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) เริ่มมีบทบาทมากขึ้นในประเทศไทย การเข้ามาของธุรกิจดังกล่าวนับว่าเป็นการมายกระดับธุรกิจการค้าปลีกในรูปแบบเดิม ๆ โดยเน้นพัฒนาให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้น ง่ายขึ้น และเกิดการประหยัดเนื่องจากขนาด แต่นับว่าในปี 2559 เป็นปีที่ค่อนข้างลำบากต่ออุตสาหกรรมค้าปลีกอีกปีหนึ่ง เนื่องจากเกิดปัจจัยเชิงลบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นหนี้ภาคครัวเรือนที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ค่าครองชีพที่ปรับตัวสูงขึ้นในทุก ๆ ปี รวมถึงภัยธรรมชาติที่ส่งผลต่อราคาพืชผลทางการเกษตรให้ราคาตกต่ำ ซึ่งส่งผลให้ตัวเลขเศรษฐกิจการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่ในประเทศไทยเติบโตในปี 2556 - 2558 เพียง 2.7% ต่อปี เมื่อเทียบกับในอดีตที่เติบโตกว่า 10% ในทุก ๆ ปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการค้าปลีกที่เน้นลูกค้ากลุ่มระดับกลางถึงระดับล่างอย่างบิ๊กซี และเทสโก้ โลตัส ค่อนข้างเจอผลกระทบที่รุนแรงจากสภาพเศรษฐกิจมากกว่าผู้ประกอบการค้าปลีกที่เน้นกลุ่มลูกค้าระดับบน จึงส่งผลให้ผู้ประกอบการค้าปลีกดังกล่าวต้องปรับตัวและหากลยุทธ์เพื่อรับมือกับปัญหาที่กำลังเกิดขึ้น

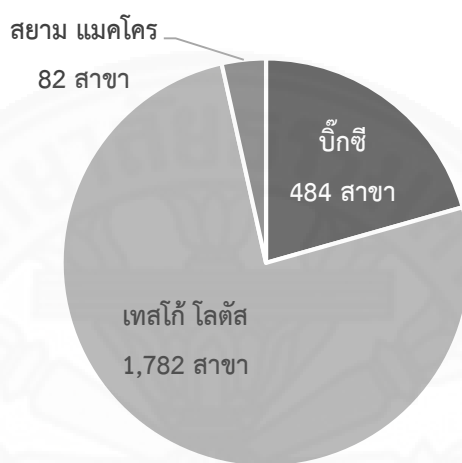


ภาพที่ 1.1 ภาพรวมโครงสร้างอุตสาหกรรมค้าปลีกในประเทศไทย

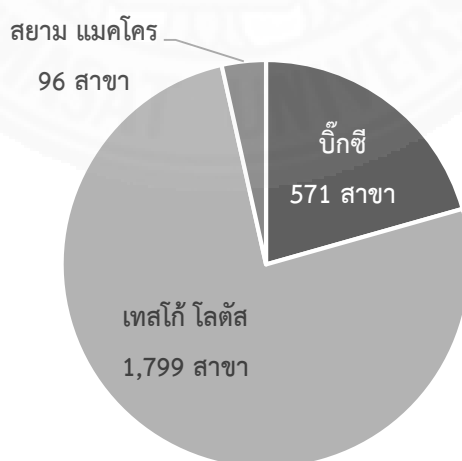
ที่มา: รายงานที่ปรึกษาอิสระของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

จากภาพที่ 1.1 พบว่าธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) สามารถจำแนกออกได้อีกหลายประเภทย่อย เช่น ไฮเปอร์มาร์เก็ต ซูเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ เป็นต้น กลุ่มที่ผู้ศึกษานำมาพิจารณา คือ กลุ่มไฮเปอร์มาร์เก็ตที่มีผู้ประกอบการรายใหญ่ในปัจจุบันทั้งหมด 3 รายดังนี้

- บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ ห้างไฮเปอร์มาร์เก็ตขนาดใหญ่สำหรับลูกค้ารายได้ปานกลางถึงล่าง
- เทสโก้ โลตัส ห้างไฮเปอร์มาร์เก็ตขนาดใหญ่ที่เกิดจากการร่วมทุนระหว่างบริษัทในเครือเจริญโภคภัณฑ์ร่วมกับกลุ่มเทสโก้ บริษัทค้าปลีกข้ามชาติจากสหราชอาณาจักร
- สยาม แม็คโคร ห้างไฮเปอร์มาร์เก็ตค้าปลีกขนาดใหญ่ ที่เน้นขายสินค้าส่งสำหรับผู้ประกอบการรายย่อย



ภาพที่ 1.2 จำนวนสาขาของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทยในปี 2557  
ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ปี 2557



ภาพที่ 1.3 จำนวนสาขาของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทยในปี 2558  
ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ปี 2558



จากข้อมูลจำนวนสาขาที่เปิดให้บริการข้างต้นสะท้อนได้ถึงการเติบโตของบีกซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ ที่มีสาขาเพิ่มมากขึ้น จาก 484 สาขาภายในปี 2557 เป็น 571 ภายในปี 2558 ซึ่งเมื่อเทียบเป็นร้อยละจะเท่ากับร้อยละ 18 ซึ่งมากกว่าเทสโก้ โลตัส และสยาม แม็คโคร ที่เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 1 และร้อยละ 17 ตามลำดับ

### 1.3 ภาพรวมบริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้ก่อตั้งขึ้นในประเทศไทยปี 2425 โดยนาย อัลเบิร์ต ยุคเกอร์ และนายเฮนรี ชิกก์ โดยเริ่มดำเนินกิจการภายใต้ชื่อ “ห้างยุคเกอร์ แอนด์ ชิกก์ แอนด์ โก” ในขณะนั้นได้ประกอบธุรกิจตัวแทนบริษัทเดินเรือในต่างประเทศ ตัวแทนธนาคารต่าง ๆ ในต่างประเทศ รวมถึงตัวแทนบริษัทประกันภัย เมื่อนายอัลเบิร์ต เบอร์ลี ผู้เป็นบุตรเขยของนาย อัลเบิร์ต ยุคเกอร์เข้ามารับช่วงต่อของกิจการ รูปแบบการดำเนินธุรกิจก็เริ่มเปลี่ยนไป เริ่มดำเนินธุรกิจส่งออกสินค้าทางการเกษตรจำพวก ข้าว ไม้ ยางสน และนำเข้าสินค้า เช่น นมกระป๋องในประเทศ สวิสเซอร์แลนด์ โกโก้จากประเทศเดนมาร์ก กระดาษชำระจากประเทศสหรัฐอเมริกา ฯลฯ เข้ามาจำหน่ายในประเทศไทยเป็นเจ้าแรก

ต่อมาในปี 2508 บริษัทฯ ได้พิจารณาว่าการดำเนินรูปแบบธุรกิจในครอบครัวจะมีผลกระทบต่อความก้าวหน้าและการเติบโตในอนาคต จึงได้มีความเห็นชอบให้เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2517 โดยเป็น 1 ใน 7 บริษัทแรกที่เข้าจดทะเบียนเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในปี 2544 บริษัทในเครือไทยเจริญคอร์เปอร์เรชั่น หรือทีซีซี กรุ๊ป ได้เข้าซื้อหุ้นของบริษัทฯ ที่ถือครองโดยเฟิร์สแปซิฟิก ทำให้กลายเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทฯ แต่เพียงผู้เดียว โดยคิดเป็นสัดส่วนทั้งสิ้นร้อยละ 83.50 ของหุ้นที่ออกจำหน่ายทั้งหมดของบริษัทฯ

ในปัจจุบันบริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ บริษัท ทีซีซีโฮลดิ้ง จำกัด ที่ถือหุ้นเป็นสัดส่วนร้อยละ 73.8 ซึ่งบริษัท ทีซีซีโฮลดิ้ง จำกัด เป็นบริษัทด้านการลงทุนภายใต้ผู้ถือหุ้นใหญ่คือ บริษัทในเครือคุณเจริญ สิริวัฒนภักดี ที่มีบริษัทในเครือหลากหลายหมวดหมู่ธุรกิจ ตัวอย่างบริษัทขนาดใหญ่ในเครือ ได้แก่

#### กลุ่มธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม

- บริษัท ไทย เบฟเวอเรจ จำกัด (มหาชน) ผลิตภัณฑ์หลักคือ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์และไม่มีแอลกอฮอล์ ซ้ำ
- เฟรเซอร์แอนด์นีฟ กรุ๊ป ผลิตภัณฑ์หลักคือ อาหารและเครื่องดื่ม F&N

- บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ผลิตภัณฑ์หลักคือ ชาเขียว ร้านอาหารและอาหารสำเร็จรูป โออิชิ

- บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน) ผลิตภัณฑ์หลักคือ เครื่องดื่มน้ำอัดลม Est **กลุ่มธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร**

- บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ผลิตภัณฑ์หลักคือ บรรจภัณฑ์ สินค้าอุปโภคและบริโภค

- บริษัท ที.ซี.ซี เทคโนโลยี จำกัด บริการหลักคือ บริการระบบสารสนเทศเชิงพาณิชย์ (Data Center)

#### **กลุ่มธุรกิจประกันและการเงิน**

- อาคเนย์ กลุ่มธุรกิจประกันและการเงิน บริการหลักคือ ธุรกิจประกันภัย

#### **กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์**

- บริษัท ทีซีซี แลนด์ จำกัด ธุรกิจหลักคือ พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการ

พาณิชย์

#### **กลุ่มธุรกิจเกษตรและอุตสาหกรรมเกษตร**

- บริษัท พรรณธอร จำกัด ผลิตภัณฑ์หลักคือ น้ำตาล โมลาส น้ำมันปาล์ม ยาง

กาแฟ

โดยบริษัทมีความมุ่งมั่นในการพัฒนาคุณภาพในการผลิตสินค้าและบริการ และเป็นผู้นำตลาดในด้านการจัดจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภคที่ใช้ในชีวิตประจำวัน เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคให้ดีที่สุด

### **1.4 การดำเนินการกิจการของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)**

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ได้ดำเนินธุรกิจในฐานะเป็นผู้ดำเนินการจัดจำหน่ายสินค้าและบริการอุปโภคและบริโภคให้แก่ลูกค้าในภูมิภาคอาเซียน ทั้งนี้สามารถจำแนกประเภทของธุรกิจได้เป็น 4 กลุ่ม ดังต่อไปนี้

#### **1.4.1 กลุ่มสินค้าและบรรจภัณฑ์**

บริษัทฯ ได้จำแนกรูปแบบของสินค้าในกลุ่มสินค้าและบรรจภัณฑ์เป็น 2 ประเภท ดังนี้

#### 1.4.1.1 บรรจุกณ์ท์แก้ว

กลุ่มธุรกิจบรรจุกณ์ท์แก้วในเครือบริษัท เบอรัลลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบไปด้วยบริษัท อุตสาหกรรม ทำเครื่องแก้วไทย จำกัด (มหาชน) มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 1,745 ตันต่อวัน และบริษัท ไทย มาลาया กลาส จำกัด มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 990 ตันต่อวัน นอกจากนี้ยังมีบริษัทในต่างประเทศซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนของบริษัทฯ คือ บริษัท มาลาया กลาสโปรดักส์ เอสดีเอ็น บีเอชดี ในประเทศมาเลเซีย มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 510 ตันต่อวัน และบริษัท มาลาयाเวียดนาม กลาส ลิมิเต็ด ในประเทศเวียดนาม มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 280 ตันต่อวัน และในทุกบริษัทยังมีศักยภาพในการขยายกำลังการผลิตต่อไปในอนาคต

ในด้านการตลาดมีการแข่งขันที่ไม่รุนแรงมากนักจากการที่อุตสาหกรรมต้องใช้งบลงทุนเริ่มแรกที่สูง แต่อุตสาหกรรมมีความต้องการใช้ขวดแก้วเพิ่มขึ้นในทุก ๆ ปี โดยเฉพาะสินค้าในกลุ่มเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ บริษัทฯ จึงดำเนินกลยุทธ์ด้วยการขยายฐานลูกค้าและสร้างความพึงพอใจให้แก่ลูกค้า ควบคุมคุณภาพวัตถุดิบให้ได้อย่างสม่ำเสมอ สร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้า รวมถึงนำกำไรส่วนหนึ่งไปช่วยเหลือสังคมอย่างต่อเนื่อง

#### 1.4.1.2 บรรจุกณ์ท์กระป๋องอะลูมิเนียม

ในปัจจุบันกลุ่มธุรกิจบรรจุกณ์ท์กระป๋องอะลูมิเนียมดำเนินการผลิตและจัดจำหน่ายภายใต้บริษัท ไทยเบเวอเรจ แคน จำกัด โดยมีสำนักงานและโรงงานผลิตในเขตประกอบการอุตสาหกรรมเหมราชสระบุรี อำเภอหนองแค จังหวัดสระบุรี โดยมีสายการผลิตดังนี้

- สายการผลิตกระป๋อง 3 สายการผลิต ผลิตกระป๋องขนาด 330 มิลลิลิตรและขนาด 250 มิลลิลิตร และกระป๋อง Sleek ขนาด 330 มิลลิลิตรและขนาด 250 มิลลิลิตร
- สายการผลิตฝากระป๋อง 4 สายการผลิต ผลิตฝา Stay-on-Tab และ Large Opening End.
- สายการตัดและการเคลือบแผ่นอะลูมิเนียมสำหรับการผลิตฝา 1 สายการผลิต

นอกจากโรงงานในประเทศไทยแล้ว บริษัทยังมีกลุ่มโรงงานในเครือในประเทศเวียดนามคือ บริษัท TBC-Ball Beverage Can Vietnam Limited ซึ่งปัจจุบันมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 850 ล้านกระป๋องต่อปี เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่ธุรกิจหลักของบริษัทฯ

ในด้านการตลาด กลุ่มธุรกิจบรรจุกณ์ท์กระป๋องอะลูมิเนียมเป็นอุตสาหกรรมที่ต้องใช้งบลงทุนค่อนข้างสูงจากเทคโนโลยีการผลิตขั้นสูง เพื่อช่วยลดต้นทุนในการผลิตและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้านราคา แต่ธุรกิจดังกล่าวก็ยังคงเติบโตต่อเนื่องในทุก ๆ ปี มีความต้องการในกระป๋องอะลูมิเนียมเพิ่มขึ้นจากผลิตภัณฑ์รูปแบบใหม่ ๆ ไม่ว่าจะเป็น เครื่องดื่ม

ชูกำลัง น้ำผลไม้ หรือแม้แต่ Functional Drink จึงคาดว่าธุรกิจยังสามารถเติบโตไปได้อย่างดีในอนาคต

#### 1.4.2 กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค

กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภคเน้นการดำเนินธุรกิจครบวงจรตั้งแต่การพัฒนาและวิจัยผลิตภัณฑ์ตลอดจนผลิตสินค้าภายใต้ตราสินค้าของปีเจซี การรับจ้างผลิตภายใต้ตราสินค้าอื่น ๆ รวมถึงการขนส่งและจัดจำหน่ายสินค้าผ่านช่องทางที่หลากหลาย เช่น ห้างไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ ร้านค้าปลีกในต่างจังหวัด รวมถึงให้บริการโลจิสติกส์โดยเฉพาะสินค้าภายใต้เครื่องหมายการค้าอื่น ๆ บริษัทฯ ได้จำแนกสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภคออกเป็น 6 ธุรกิจย่อย ดังนี้

##### 1.4.2.1 ธุรกิจอาหาร

กลุ่มธุรกิจอาหารดำเนินธุรกิจด้านการผลิตและการจัดจำหน่ายสินค้าประเภทอาหารทั้งในประเทศและต่างประเทศ ประกอบไปด้วยบริษัท เบอรัลลี่ ยุคเกอร์ ฟูดส์ จำกัด บริษัท ปีเจซี ฟูดส์ (มาเลเซีย) เอสดีเอ็น บีเอสดี และบริษัท ไทย แดรี่ จำกัด ผลิตภัณฑ์ในธุรกิจอาหารสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 กลุ่มย่อย คือ

- กลุ่มขนมคบเคี้ยว ได้แก่ มันฝรั่งทอดกรอบ เทสต์โต ฟิต ขนมอบกรอบ เคลือบช็อกโกแลต แคมป์ส มันผสมทอดกรอบเคลือบคาราเมล ปาร์ตี้ ข้าวอบกรอบ โดโซะ
- กลุ่มเครื่องดื่ม ได้แก่ ผลิตภัณฑ์น้ำผลไม้พร้อมดื่ม กาโตะ คูโคโค เครื่องดื่มว่านหางจระเข้ในน้ำผึ้งผสมมะนาว ซัมเมอร์ น้ำบวยผสมเนื้อบวย ซัมเมอร์
- กลุ่มผลิตภัณฑ์ผลไม้ในบรรจุภัณฑ์ ได้แก่ ผลไม้บรรจุกระป๋อง โดลมะม่วงหิมพานต์ผสมผลไม้อบแห้ง โดล มินิครันซ์
- กลุ่มผลิตภัณฑ์นมและนมเปรี้ยว ได้แก่ ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มยูเอชที แคมป์ส มอลล์ นมเปรี้ยวพร้อมดื่ม ปาร์ตี้แดรี่ ผลิตภัณฑ์โยเกิร์ตถ้วย ปาร์ตี้แดรี่

กลุ่มธุรกิจอาหารยังคงมุ่งเน้นพัฒนาผลิตภัณฑ์อาหารให้มีความหลากหลายและตอบสนองความต้องการผู้บริโภคให้มากขึ้น รวมถึงคิดค้นและพัฒนาสูตรอาหารใหม่ ๆ ออกมาสู่ตลาดเพื่อเป็นการสร้างฐานลูกค้าให้แข็งแกร่งและมุ่งสู่ความยั่งยืนในการดำเนินธุรกิจ

##### 1.4.2.2 ธุรกิจเครื่องใช้ส่วนตัวและเครื่องใช้ในครัวเรือน

กลุ่มธุรกิจเครื่องใช้ส่วนตัวและเครื่องใช้ในครัวเรือนประกอบไปด้วย ฝ่ายผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ส่วนตัวและเครื่องใช้ในครัวบริษัท เบอรัลลี่ ยุคเกอร์ เซลลือกซ์ จำกัด และบริษัท รูเบีย อุตสาหกรรม จำกัด ผลิตภัณฑ์ในกลุ่มสามารถจำแนกได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้

- กลุ่มเครื่องใช้ส่วนตัว ได้แก่ สบู่ทรานกแก้ว เครื่องสำอาง เบอรัลลี่ อปส์ ผลิตภัณฑ์บำรุงผิวหน้า ปริเมติกา ผลิตภัณฑ์เด็ก เดอร์มาฟอน และยากันยุง เบลล์

- กลุ่มเครื่องใช้ในครัวเรือน ได้แก่ กระจาดชกชู่และผลิตภัณฑ์ทำความสะอาด เซลล์ล็อกซ์ ซิลค์ เบลล์ แมกซ์โม้ และ บีเจซีไฮจีนิสท์
- กลุ่มเครื่องสินค้าที่รับจ้างจัดจำหน่ายจากคู่ค้าภายนอกบริษัททั้งในประเทศและต่างประเทศ ได้แก่ แปรงสีฟัน วิกตอรี ผ้าอ้อมเด็ก ดรายเพอร์ส ผลิตภัณฑ์ทำความสะอาด เป็ด มิสเตอร์มัสเชิล และ เพนกวิน เป็นต้น

กลุ่มธุรกิจดังกล่าว จะเน้นสร้างจุดขายให้มีความแตกต่างกับคู่แข่งรวมถึงเพิ่มความถี่ในการทำการตลาดให้ตราสินค้าเข้าไปอยู่ในใจของลูกค้า ประกอบกับในกลุ่มสินค้าประเภทเครื่องสำอางจะเน้นการทำตลาดออนไลน์และโปรโมชั่นส่งเสริมการขายอย่างรุนแรงและต่อเนื่อง

#### 1.4.2.3 ธุรกิจด้านการจัดการโลจิสติกส์

ธุรกิจด้านการจัดการโลจิสติกส์ให้บริการทั้งกลุ่มลูกค้าในบริษัทฯ และภายนอกบริษัทฯ การดำเนินธุรกิจสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทใหญ่คือ

- บริการรับฝากและบริหารสินค้าคงคลัง ให้บริการตรวจรับสินค้าเข้า การจัดเก็บตามการดูแลรักษาสินค้า การจัดสินค้าตามใบสั่งขาย การบรรจุสินค้าเตรียมส่งมอบ และการเตรียมส่งไปสินค้า ซึ่งในปัจจุบันบริษัทฯ มีคลังสินค้ารวม 9 แห่ง คิดเป็นพื้นที่จัดเก็บกว่า 100,540 ตารางเมตร
- บริการขนส่งสินค้า ให้บริการขนส่งสินค้าเพื่อกระจายสินค้าในทั่วภูมิภาค ให้บริการทั้งแบบควบคุมความเย็นและไม่ควบคุมความเย็น การขนส่งทั้งหมดถูกจัดการด้วยเทคโนโลยีการขนส่งที่ทันสมัย (Transport management system: TMS) เพื่อให้สามารถส่งสินค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพและตรงเวลา
- บริการตัวแทนพิธีการศุลกากรและตัวแทนบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ ให้บริการดำเนินพิธีการทางศุลกากรแบบครบวงจร ทุกหมวดการขนส่ง โดยการบริการครอบคลุมไปถึงการจดทะเบียนสินค้าสำหรับสินค้าส่งออกและสินค้านำเข้า การดำเนินพิธีการสินค้าผ่านแดน การจัดตั้งและดำเนินพิธีการเขตปลอดภาษีอากร เป็นต้น ซึ่งบริษัทฯ มีใบรับรองเป็นตัวแทนระดับมาตรฐาน AEO (Authorized Economic Operator) ทำให้ลูกค้ามั่นใจในคุณภาพและมาตรฐานของการบริการ

บริษัทฯ ได้มุ่งเน้นพัฒนาการบริการให้ใกล้ชิดกับลูกค้าเพื่อพัฒนาความสัมพันธ์และสร้างความพึงพอใจกับลูกค้ามากขึ้น ปัจจุบันนี้ลูกค้าหลักของของบริษัทฯ มาจากลูกค้าในเครือบริษัทเอง ประมาณร้อยละ 70 โดยมาจากสินค้ากลุ่มอุปโภคและบริโภค กลุ่มเวชภัณฑ์ และอุปกรณ์การแพทย์ กลุ่มเทคนิคและอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าไอทีและอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ บริษัทฯ จึงวางแผนขยายขอบเขตการให้บริการครอบคลุมกลุ่มลูกค้าภายนอกบริษัทให้มากขึ้น

#### 1.4.2.4 ธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าในประเทศเวียดนาม

บริษัทฯ ได้ดำเนินการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าในประเทศเวียดนาม ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ดังต่อไปนี้

- อิจิบัง คัมปะนี ลิมิเต็ด เป็นบริษัทฯ ผู้ประกอบการรายแรกและรายเดียวในประเทศเวียดนามที่ผลิตเต้าหู้สดในบรรจุภัณฑ์หลากหลายรูปแบบ ภายใต้มาตรฐานสากลด้านคุณภาพ สุขอนามัย และความปลอดภัยต่อผู้บริโภค บริษัทฯ ยังเป็นผู้นำในตลาดของสินค้าประเภทเต้าหู้มากกว่า 15 ปี ครองส่วนแบ่งทางการตลาดถึงร้อยละ 75 ของตลาดโดยรวม
- บริษัท ไทยคอร์ป อินเตอร์เนชั่นแนล (เวียดนาม) จำกัด เป็นบริษัทฯ ที่ได้รับใบอนุญาตลงทุน (Investment License) จากรัฐบาลเวียดนาม ให้ดำเนินธุรกิจขนส่งและกระจายสินค้าทั่วทั้งประเทศเวียดนาม โดยเน้นในสินค้าประเภทอุปโภคบริโภคและสินค้าอื่น ๆ ทั่วไป รายได้หลักของบริษัทฯ มาจากสินค้าเครื่องดื่มชูกำลัง กระจกแดง และปลากระป๋อง สามแม่ครัว ทำให้สามารถครองส่วนแบ่งทางการตลาดได้มากถึงร้อยละ 75 ของตลาดโดยรวม
- บริษัท ไทอัน กรุ๊ป จำกัด เป็นบริษัทฯ ที่ดำเนินการจัดจำหน่ายสินค้าในกลุ่มธุรกิจอาหาร กลุ่มสินค้าเครื่องใช้ส่วนตัว และกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า ตัวอย่างสินค้า เช่น เต้าแก๊สจากประเทศญี่ปุ่น ขนมอบเคี้ยว และเครื่องตีมันจากประเทศไทย บริษัทฯ จะมีการดูแลและติดตามสินค้าอยู่ตลอดเวลา เพื่อหาสินค้าที่ได้รับการตอบรับเป็นอย่างดีจากผู้บริโภคและลดการจำหน่ายสินค้าที่ไม่สร้างผลกำไร

#### 1.4.2.5 ธุรกิจเครื่องเขียนและเครื่องใช้สำนักงาน

บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจเป็นผู้นำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้าเครื่องเขียนและเครื่องใช้สำนักงานต่าง ๆ โดยมีทั้งผลิตภัณฑ์ที่ผลิตภายในประเทศและผลิตภัณฑ์ที่นำเข้ามาจากต่างประเทศ ได้แก่ เครื่องเขียนและเครื่องใช้สำนักงาน Scotch Post-it Stabilo ผลิตภัณฑ์กลุ่มสมุดและกระดาษ Double A ผลิตภัณฑ์กาวทั้งประเภทเครื่องเขียนและประเภทซ่อมแซมของใช้ในครัวเรือน UHU จากประเทศเยอรมนี

#### 1.4.2.6 ธุรกิจผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์

ฝ่ายผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์เป็นตัวแทนจัดจำหน่ายและทำการตลาดภายใต้เครื่องหมายการค้าบริษัทอื่น ได้แก่ ซัมซุง แอปเปิล อิเล็กทรอนิกส์ แอลจี โซนี่ เดล เป็นต้น รวมถึงให้บริการแก้ไขปัญหาด้านเทคนิคสำหรับโรงแรมหรือที่อยู่อาศัยเชิงพาณิชย์ โดยมีหน่วยธุรกิจเสริม 2 ธุรกิจ คือ

- ศูนย์บริการ (Service Center) สำหรับการบริการหลังการขายของสินค้าประเภท โทรศัพท์มือถือและแท็บเล็ต

- ธุรกิจบริการถ่ายภาพ (Photo & Printing) ให้บริการขายสินค้าเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พิมพ์ภาพ และให้บริการจัดถ่ายรูปติดบัตรสำหรับทำ VISA ON ARRIVAL ในสนามบินสุวรรณภูมิและสถานที่ท่องเที่ยว เป็นต้น

บริษัทฯ ได้ใช้กลยุทธ์ในการดำเนินงานที่แตกต่างจากคู่แข่ง โดยให้การเข้าตลาดแบบ Business to Business ทั้งบริษัทภายในเครือ บริษัทพันธมิตร หรือการนำเสนอขายเข้าบริษัท สถาบันการศึกษา เพื่อเป็นสิทธิพิเศษสำหรับสมาชิกในองค์กรนั้น ๆ ซึ่งบริษัทฯ มีความได้เปรียบจากความแข็งแกร่งทางการเงินและเครือข่ายธุรกิจที่กว้างขวางมากกว่าคู่แข่งในธุรกิจเดียวกัน

### 1.4.3 กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค

กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์คือฝ่ายที่ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับสุขภาพและความงาม โดยให้บริการที่ครอบคลุมทางเวชภัณฑ์ เครื่องมืออุปกรณ์ทางการแพทย์ และผลิตภัณฑ์ทางด้านสุขภาพ บริษัทฯ แบ่งกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์เป็น 2 ฝ่าย ดังนี้

#### 1.4.3.1 ธุรกิจด้านเวชภัณฑ์และการแพทย์

ฝ่ายเวชภัณฑ์ให้บริการจำหน่ายยาเวชภัณฑ์ เครื่องสำอาง อาหารเสริม และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพในประเทศไทยและประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค โดยผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายใช้วัตถุดิบคุณภาพสูงที่นำเข้ามาจากต่างประเทศ รวมถึงบริษัทฯ ยังมีผลิตภัณฑ์ที่ครอบคลุมการบำบัดรักษาโรคที่หลายสาขา เพื่อยกระดับคุณภาพชีวิตของผู้บริโภคให้สามารถเข้าถึงยาคุณภาพสูงในราคาที่เหมาะสม ส่วนฝ่ายการแพทย์จะดำเนินการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ทางการแพทย์ที่มีคุณภาพสูงและเป็นนวัตกรรมสมัยใหม่ โดยแบ่งสินค้าได้เป็น 3 กลุ่มหลักคือ

- สินค้าด้านนวัตกรรมทางการแพทย์และเวชสารสนเทศ ผลิตภัณฑ์หลัก เช่น เครื่องเอกซเรย์คอมพิวเตอร์ เครื่องตรวจอวัยวะภายใต้คลื่นความถี่สูง เครื่องฉีดสารทึบรังสีแบบอัตโนมัติ เป็นต้น

- สินค้าด้านการผ่าตัด ผลิตภัณฑ์หลัก เช่น หุ่นยนต์ช่วยในการผ่าตัด กล้องจุลศัลยกรรม กล้องส่องสำหรับใช้ในการผ่าตัด เตียงผ่าตัด เป็นต้น

- สินค้าด้านฟื้นฟูสุขภาพและช่วยชีวิตครบวงจร ผลิตภัณฑ์หลัก เช่น เครื่องกระตุ้นหัวใจ หุ่นฝึกจำลองเพื่อปฏิบัติการทางการแพทย์ อุปกรณ์ฝึกอบรมความรู้ CPR ขั้นพื้นฐาน เป็นต้น

สินค้าในกลุ่มธุรกิจดังกล่าว เป็นสินค้าที่ค่อนข้างมีความเฉพาะทาง (Niche Market) การทำการตลาดจึงมีความแตกต่างไปกับผลิตภัณฑ์ทั่วไป การทำการตลาดจึงมุ่งเน้นในการฝึกอบรมและสอนการใช้งานเครื่องมือแพทย์เป็นหลัก เพื่อให้ลูกค้าได้เกิดการใช้งานจริงอย่าง

ถูกวิธีและมีประสิทธิภาพ ประกอบกับผลิตภัณฑ์มีกฎหมายควบคุมในการโฆษณาและส่งเสริมการขาย บริษัทฯ จึงให้ความระมัดระวังในการทำการตลาดเป็นอย่างยิ่ง

#### 1.4.3.2 ธุรกิจด้านสินค้าและบริการทางเทคนิค

สามารถจำแนกสินค้าและบริการทางเทคนิคออกเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

- ฝ่ายเคมีภัณฑ์อุตสาหกรรม ได้แก่ วัตถุดิบส่วนผสมเบเกอรี่ สินค้าแผนกฟู้ดเซอวิส ส่วนผสมในอาหาร ส่วนผสมในเครื่องสำอาง เป็นต้น
- ฝ่ายเทคโนโลยีอุตสาหกรรม ได้แก่ บริการด้านออกแบบผลิตภัณฑ์วิศวกรรมให้กับลูกค้าภาคอุตสาหกรรมทั้งในประเทศและต่างประเทศในระบบสายพานต่าง ๆ เช่น ระบบลำเลียงสินค้า ระบบจัดเก็บสินค้า รวมถึงจัดจำหน่ายสินค้าและให้บริการในหมวดอุตสาหกรรม การพิมพ์ด้วยเช่นกัน เช่น โปรแกรมซอฟต์แวร์การพิมพ์ วัสดุสิ้นเปลือง เป็นต้น
- ฝ่ายผลิตและออกแบบโครงสร้างเหล็ก ดำเนินธุรกิจผลิตและออกแบบโครงสร้างเหล็กผ่านบริษัท ไทย-สแกนดิค สตีล จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจออกแบบ ผลิต และซัพซังกะสีโครงสร้างเหล็กเพื่อใช้กับเสาไฟฟ้าแรงสูง เสาสายสื่อสารโทรคมนาคม และอุตสาหกรรมทั่วไป

#### 1.4.4 กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ

กลุ่มธุรกิจอื่น ๆ เป็นธุรกิจที่ไม่สามารถจัดเข้าประเภทธุรกิจข้างต้นได้ แม้ว่าจะเป็นกลุ่มธุรกิจที่สร้างรายได้ให้บริษัทฯ เป็นสัดส่วนที่น้อยที่สุด แต่บริษัทฯ ก็ยังให้ความสำคัญและวางแผนถึงการเพิ่มสัดส่วนรายได้จากกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ มากขึ้นในอนาคต สามารถจำแนกกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ ได้ ดังนี้

##### 1.4.4.1 ธุรกิจต่างประเทศ

ฝ่ายธุรกิจต่างประเทศมีความมุ่งมั่นในการสร้างความเชื่อมโยงในธุรกิจและสร้างเครือข่ายทางธุรกิจเพื่อพัฒนาการกระจายสินค้าให้ทั่วในภูมิภาคอาเซียน ในปัจจุบันฝ่ายธุรกิจต่างประเทศมีสำนักงานใหญ่อยู่ในประเทศไทย และมีสำนักงานตัวแทนใน 4 ประเทศ ได้แก่ เวียดนาม กัมพูชา สปป. ลาว และเมียนมาร์ เพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์ความต้องการของตลาด ฎาระเบียบข้อปฏิบัติในแต่ละประเทศ และสร้างความสัมพันธ์อันดีแก่นักลงทุนในประเทศนั้น ๆ เพื่อเป็นการสนับสนุนการขายและต่อยอดธุรกิจของบริษัทฯ ในภูมิภาคนี้

##### 1.4.4.2 ธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์เชิงพาณิชย์

กลุ่มธุรกิจดาต้าเซ็นเตอร์เชิงพาณิชย์ได้ดำเนินงานภายใต้บริษัท ที.ซี.ซี. เทคโนโลยี จำกัด ซึ่งมีบริการหลักคือ

- บริการ Infrastructure Services ได้แก่ บริการดาต้าเซ็นเตอร์ศูนย์หลัก และศูนย์สำรอง บริการเครือข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสงเชื่อมต่อทั้งภายในประเทศและระหว่างประเทศ



- บริการจัดการระบบ Cloud Services
- บริการที่ปรึกษาและดูแลระบบไอทีครบวงจรให้กับลูกค้า

บริษัทฯ ทำการตลาดในรูปแบบเน้นคุณภาพและการบริการเป็นหลัก ไม่ได้ทำการแข่งขันในด้านของราคา โดยการดำเนินงานของบริษัทฯ จะเน้นให้บริการแบบพรีเมียม ด้วยมาตรฐานระดับโลก การส่งเสริมการขาย และการหาลูกค้าผ่านบริษัทพันธมิตรเป็นหลัก

#### 1.4.4.3 ธุรกิจจำหน่ายหนังสือและนิตยสาร

บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจจำหน่ายหนังสือและนิตยสารภายใต้การดำเนินงานของบริษัท เอเชียบุ๊กส์ จำกัด โดยเป็นผู้นำอันดับ 1 ในด้านการจำหน่ายหนังสือและนิตยสารภาษาอังกฤษผ่านช่องทางค้าปลีกครอบคลุมทั่วประเทศ ผ่านร้านหนังสือ Asia Books และ Bookazine มากกว่า 70 สาขาทั่วประเทศ อีกทั้งยังมีช่องทางขายส่งหนังสือครอบคลุมกว่า 300 ร้านค้าอื่น ๆ ทั่วประเทศ บริษัทฯ จึงตั้งเป้ารักษาความเป็นผู้นำในธุรกิจหนังสือและนิตยสารภาษาอังกฤษในประเทศไทยต่อไป

#### 1.4.4.4 ธุรกิจร้านค้าปลีกเพื่อสุขภาพและความงาม

บริษัทฯ ให้บริการสินค้าเพื่อสุขภาพและความงามผ่านร้าน OGENKI โดยให้บริการสินค้าเพื่อดูแลสุขภาพและความงามมากกว่า 6,000 รายการ ได้แก่ ยา วิตามิน อาหารเสริม เวชสำอาง ของใช้ส่วนตัว ผลิตภัณฑ์บำรุงผิว และสินค้าเบ็ดเตล็ด โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ สุภาพสตรี อายุ 25-35 ปี อาศัยอยู่ในเมือง และใส่ใจสุขภาพและความงาม ในปัจจุบันร้าน OGENKI มีสาขาทั้งสิ้น 5 สาขา ได้แก่ เซ็นทรัลชลบุรี เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ เดอะมอลล์งามวงศ์วาน โรบินสันบางรัก และ ซีคอนสแควร์

แม้สถานการณ์การแข่งขันในธุรกิจผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงามจะค่อนข้างรุนแรง มีผู้เล่นรายใหม่เข้ามาในตลาดเพิ่มขึ้น ทำให้ธุรกิจค้าปลีกต้องปรับตัวให้ทันกับตลาดทันต่อพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป จากการที่ผู้บริโภคมีความถี่มากขึ้นในการซื้อ ดังนั้นจึงเป็นโอกาสทางธุรกิจที่ดีที่จะขยายฐานลูกค้าเพิ่มขึ้น

#### 1.4.4.5 ธุรกิจออนไลน์

หน่วยงานธุรกิจออนไลน์ดำเนินธุรกิจประเภทพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (E-Commerce) ในรูปแบบของการจัดจำหน่ายสินค้าผ่านช่องทางออนไลน์ ในปัจจุบันประกอบไปด้วย 2 ช่องทาง คือ

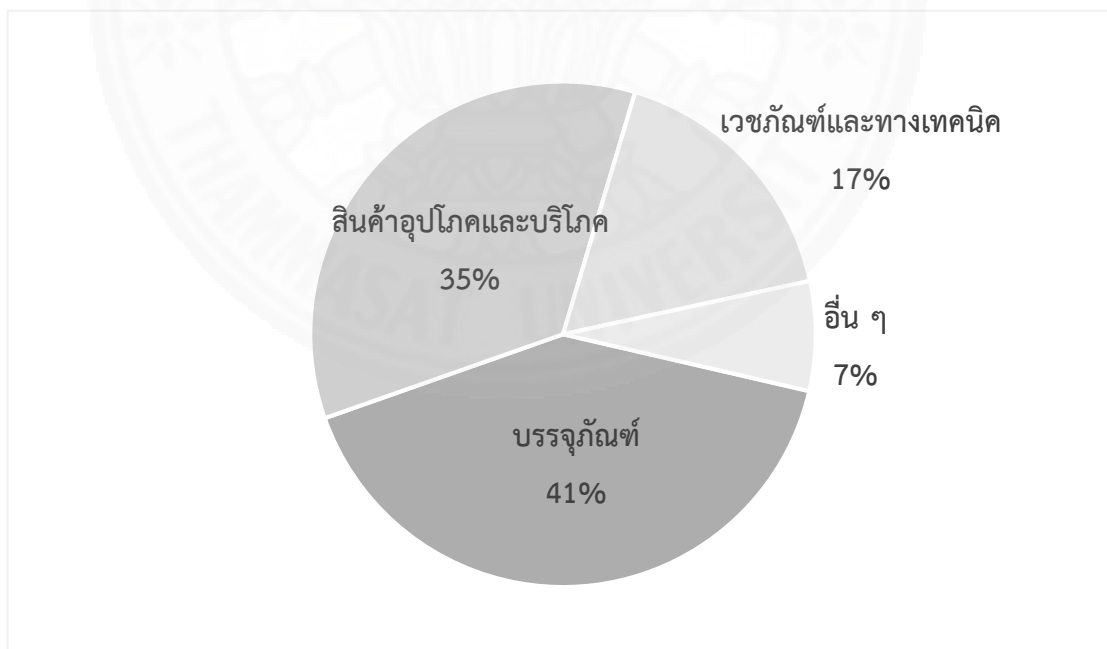
- [www.asiabooks.com](http://www.asiabooks.com) เว็บไซต์ที่จำหน่ายหนังสือภาษาอังกฤษที่มากที่สุดในประเทศไทย นอกจากนี้ยังมีการจัดจำหน่ายสินค้าประเภทเครื่องเขียน และอุปกรณ์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องด้วยเช่นกัน

- [www.berlivery.com](http://www.berlivery.com) เว็บไซต์ที่จำหน่ายสินค้าที่ผลิตและจัดจำหน่าย โดยบริษัทฯ รวมถึงสินค้าในเครือ TCC Group โดยจัดจำหน่ายผ่านช่องทางออนไลน์ให้กับลูกค้าทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ

ปัจจุบันบริษัทฯ ได้พัฒนาช่องทางการซื้อสินค้าผ่านสมาร์ทโฟนและแท็บเล็ตให้ลูกค้าเข้าถึงได้รวดเร็วยิ่งขึ้นและได้รับความสะดวกสบายในการสั่งซื้อ และยังคงเดินหน้าพัฒนาสินค้าและบริการทางออนไลน์รูปแบบใหม่ ๆ อย่างต่อเนื่อง

### 1.5 โครงสร้างรายได้ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

ในปี 2558 บริษัทฯ มีรายได้จากการดำเนินงานเท่ากับ 43,260 ล้านบาท โดยกลุ่มธุรกิจที่สร้างรายได้ให้แก่บริษัทฯ มากที่สุดคือ กลุ่มธุรกิจสินค้าและบรรจุภัณฑ์ สามารถสร้างรายได้ทั้งสิ้น 17,692 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 41 รองลงมาคือ กลุ่มธุรกิจสินค้าและบริการทางอุปโภคและบริโภค สร้างรายได้เท่ากับ 15,417 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 35 กลุ่มธุรกิจสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค สร้างรายได้เท่ากับ 7,204 ล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละเท่ากับ 17 และพบว่ากลุ่มธุรกิจอื่น ๆ เป็นกลุ่มธุรกิจที่สร้างรายได้น้อยที่สุดให้แก่บริษัทฯ เท่ากับ 2,947 ล้านบาทหรือเพียงร้อยละ 7 ของสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานทั้งหมด



ภาพที่ 1.4 โครงสร้างรายได้ของบริษัทฯ ในปี 2558

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ปี 2558

## 1.6 ภาพรวมบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนถูกเข้าซื้อกิจการ

บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ เป็นห้างค้าปลีกรายใหญ่ที่เน้นจำหน่ายสินค้าอุปโภคและบริโภคเป็นหลัก ได้แก่ อาหารสด สินค้าอุปโภคและบริโภค เสื้อผ้าและเครื่องประดับ เครื่องใช้ไฟฟ้า และอุปกรณ์ตกแต่งและของใช้ภายในบ้าน โดยของที่จำหน่ายส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ผลิตในประเทศไทย ภายใต้ตราสินค้าอื่น ๆ รวมถึงสินค้าแฮนด์แบรนด์ (House Brand) ภายใต้ตราสินค้าบิ๊กซี ที่จ้างผลิตขึ้นมา โดยรวมแล้วจะเป็นสินค้าคุณภาพใกล้เคียงกันแต่มีราคาถูกกว่า เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคทุกระดับ

บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ ได้จำแนกรูปแบบของร้านค้าใหม่ ๆ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าออกเป็นหลากหลายประเภท ประเภทของรูปแบบร้านค้านี้มีดังนี้

- บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ (Big C Supercenter)

เป็นห้างไฮเปอร์มาร์เก็ตที่มีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือลูกค้าที่มีรายได้ปานกลางถึงล่าง โดยมุ่งเน้นการนำเสนอสินค้าและบริการที่หลากหลาย ราคาประหยัด และมีคุณภาพ ภายใต้บรรยากาศในการซื้อสินค้าที่น่าประทับใจ ในปี 2558 บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ มีสาขามากถึง 107 สาขาทั่วประเทศ

- บิ๊กซี เอ็กซ์ตรา (Big C Extra)

เป็นห้างไฮเปอร์มาร์เก็ตที่มีเป้าหมายเป็นลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงระดับบน โดยนำเสนอสินค้าระดับพรีเมียม อาหารสดและอาหารแห้งที่หลากหลาย รวมถึงสินค้านำเข้าจากต่างประเทศที่แตกต่างจากสินค้าที่นำเสนอในบิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ ในปี 2558 บิ๊กซี เอ็กซ์ตรา มีสาขาทั้งสิ้น 15 สาขาทั้งในกรุงเทพฯ และหัวเมืองใหญ่

- บิ๊กซี จัมโบ้ (Big C Jumbo)

เป็นห้างที่เกิดจากการผสมผสานระหว่างไฮเปอร์มาร์เก็ตและร้านขายส่งที่มีกลุ่มเป้าหมายเป็นลูกค้าทั้งซื้อส่งและซื้อปลีก และกลุ่มครอบครัวใหญ่ที่เน้นการจับจ่ายสินค้าครั้งละมาก ๆ ในปี 2558 บิ๊กซี จัมโบ้ มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 3 สาขาทั่วประเทศ

- บิ๊กซี มาร์เก็ต (Big C Market)

เป็นซูเปอร์มาร์เก็ตที่มีจุดแข็งด้านสินค้าคัมค่าและราคาประหยัด จำหน่ายสินค้าตั้งแต่อาหารสด ไปจนถึงเครื่องใช้ไฟฟ้า โดยเน้นกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงล่าง ด้วยขนาดของร้านค้าที่เล็ก ทำให้สามารถเข้าถึงกลุ่มผู้บริโภคที่อาศัยอยู่รอบ ๆ ตัวเมืองได้อย่างลงตัว ในปี 2558 บิ๊กซี มาร์เก็ต มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 55 สาขาในกรุงเทพฯ และปริมณฑล

- มินิ บิ๊กซี (Mini Big C)

เป็นร้านค้าชุมชนและร้านสะดวกซื้อที่มีเป้าหมายเป็นลูกค้าที่มีรายได้ระดับปานกลางถึงระดับล่าง มินิ บิ๊กซี เป็นร้านค้าที่มีสินค้าหลากหลายมากกว่าร้านสะดวกซื้อทั่วไปและมีสินค้าโปรโมชันเช่นเดียวกับร้านค้าไฮเปอร์มาร์เก็ต ประกอบกับสถานที่ตั้งส่วนใหญ่ ตั้งอยู่ในสถานบริการน้ำมันบางจาก จึงเหมาะแก่การจับจ่ายใช้สอยในเวลาเร่งรีบของผู้บริโภค ในปี 2558 มินิ บิ๊กซี มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 391 สาขา โดยตั้งอยู่ในสถานบริการน้ำมันบางจากจำนวน 154 สาขา

- ร้านขายยาเพรียว (Pure)

เป็นรูปแบบร้านจำหน่ายเวชภัณฑ์และผลิตภัณฑ์บำรุงสุขภาพและความงาม ร้านขายยาเพรียวส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในไฮเปอร์มาร์เก็ต และบิ๊กซี มาร์เก็ต แต่ยังมีบางสาขาที่แยกเป็นเอกเทศเช่นกัน ในปี 2558 ร้านขายยาเพรียว มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 163 สาขา

นอกจากนี้ยังมีร้านค้าออนไลน์ในรูปแบบต่าง ๆ ดังนี้

- บิ๊กซี ช้อปปิง ออนไลน์ (Big C Shopping Online)

เป็นร้านค้าออนไลน์ที่นำสินค้าของบิ๊กซี มาให้บริการลูกค้าถึงประตูบ้าน ผ่านนวัตกรรมและเทคโนโลยีที่ทันสมัย โดยบิ๊กซี เป็นไฮเปอร์มาร์เก็ตเจ้าแรกในประเทศไทยที่นำระบบการซื้อสินค้าออนไลน์เต็มรูปแบบมาสู่ผู้บริโภค ปัจจุบันบิ๊กซี ช้อปปิง ออนไลน์ ให้บริการลูกค้าเฉพาะในประเทศไทยเท่านั้น แต่ในอนาคตอันใกล้บริษัทฯ มีแผนเปิดให้บริการลูกค้าในประเทศใกล้เคียงได้

- ซีดีสเคาท์ (Cdiscount)

เป็นผู้ขายสินค้าและผู้ให้บริการซื้อสินค้าผ่านอินเทอร์เน็ตอย่างเต็มรูปแบบ โดยบิ๊กซี ได้ร่วมเป็นพันธมิตรกับซีดีสเคาท์ อินเทอร์เน็ตชั้นแนล เมื่อวันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2558 โดยเปิดตัวเว็บไซต์จำหน่ายสินค้าที่ไม่ใช่กลุ่มอาหาร เพื่อช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้แก่ธุรกิจ บิ๊กซี ช้อปปิง ออนไลน์ ที่เน้นขายสินค้าอุปโภคบริโภคที่จำเป็นต่อชีวิตประจำวัน

- แฮปปี้ เฟรช (Happy Fresh)

เป็นร้านค้าออนไลน์ที่เน้นขายสินค้าประเภทอาหารสดของบิ๊กซี ผ่านเว็บไซต์ แฮปปี้ เฟรช ทำให้บิ๊กซี สามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าในการขายอาหารสดทางออนไลน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากธุรกิจค้าปลีกแล้ว บิ๊กซี ยังมีธุรกิจอื่น ๆ ที่ช่วยส่งเสริมธุรกิจค้าปลีก เพื่อดำเนินตามโมเดลธุรกิจ “ศูนย์การจับจ่ายแบบครบวงจร” เนื่องจากร้านค้าและบริการที่หลากหลายจะช่วยดึงดูดและเพิ่มจำนวนลูกค้าให้มาใช้บริการมากขึ้น นอกจากนี้รายได้จากการให้เช่าพื้นที่ยังเป็นส่วนสำคัญ โดยแบ่งได้เป็น 5 กลุ่ม ตามลักษณะประเภทการเช่า ดังนี้

- ร้านค้า (Commercial Retail Unit)

ประกอบด้วยผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และบริการต่าง ๆ อาทิ ร้านค้าเครื่องแต่งกาย ร้านอาหาร ร้านกาแฟ ธนาคาร ซึ่งบิกซี ต้องการให้ร้านค้าเหล่านี้ช่วยเพิ่มศักยภาพในการดึงดูดลูกค้าและส่งเสริมภาพลักษณ์ความหลากหลายของสินค้าและบริการให้แก่บริษัทฯ ผู้เช่ารายใหญ่ (Junior Anchor)

ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจซึ่งต้องการพื้นที่ขนาดใหญ่ช่วยตอบสนองความต้องการของลูกค้าที่มีความต้องการเฉพาะทาง เช่น ร้านจำหน่ายอุปกรณ์ตกแต่งภายในบ้าน โรงภาพยนตร์ สถานออกกำลังกาย สำนักงานหนังสือเดินทาง เป็นต้น ซึ่งผู้เช่ารายใหญ่มิบทบาทในการดึงดูดลูกค้าเป็นอย่างมาก และช่วยเติมเต็มบิกซี ให้เป็นจุดหมายปลายทางที่ครบครันทางด้านสินค้าและบริการสำหรับลูกค้า

- ศูนย์อาหาร (Food court)

ศูนย์การค้าของบิกซี ทุกแห่งจะมีศูนย์อาหารคุณภาพ ราคาประหยัด เป็นทางเลือกในการลดค่าใช้จ่ายในชีวิตประจำวันให้แก่ผู้บริโภค

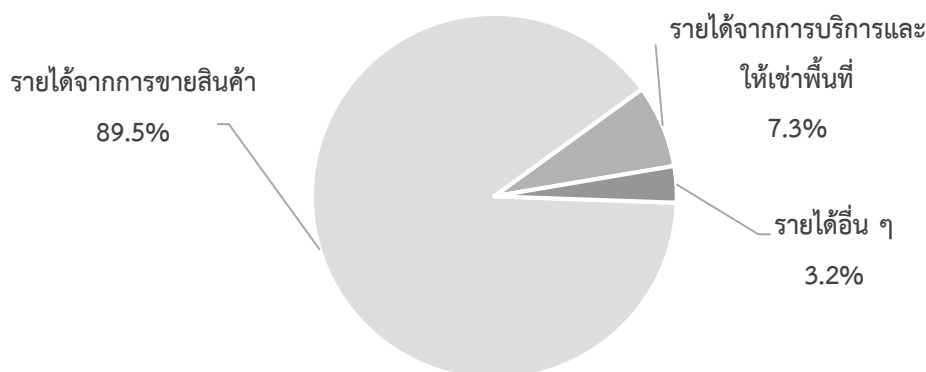
- บิ๊ก บาซาร์ (Big Bazaar)

ประกอบด้วยผู้ประกอบการร้านค้ารายเล็กที่จำหน่ายสินค้าหลากหลาย เช่น เครื่องประดับ เครื่องแต่งกาย ของเล่นเด็ก เป็นต้น

- พื้นที่เช่าชั่วคราว (Casual Leasing)

ประกอบด้วยผู้เช่ารายย่อย มีรูปแบบเป็นบูธขายสินค้าขนาดเล็กที่จำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่ปรับเปลี่ยนไปตามกระแสและความนิยมตามความต้องการของลูกค้า โดยจะมีพื้นที่เช่าอยู่ทั้งด้านในและด้านนอกของอาคารเพื่อสร้างบรรยากาศและความสนุกสนานในการจับจ่ายใช้สอย

ด้านโครงสร้างรายได้ของบริษัทฯ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2558 ที่ผ่านมา มีรายได้รวมทั้งสิ้น 133,709 ล้านบาท ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายสินค้าเป็นหลักเท่ากับ 119,620 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 89.5 รองลงมาคือรายได้จากการบริการและให้เช่าพื้นที่ 9,787 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 7.3 และรายได้อื่น ๆ 4,302 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 3.2



ภาพที่ 1.5 สัดส่วนรายได้ของบีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ในปี 2558

ที่มา: รายงานประจำปีบริษัท บีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ปี 2558

### 1.7 แรงจูงใจในการเข้าซื้อบริษัท บีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

จากการพิจารณาภาพรวมบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) จะเห็นได้ว่าบริษัทฯ มีธุรกิจที่หลากหลายและครอบคลุมวงจรธุรกิจตั้งแต่ ต้นน้ำ ถึงกลางน้ำ สิ่งเดียวที่บริษัทฯ ยังขาดอยู่คือ พื้นที่ในการจำหน่ายสินค้าที่บริษัทฯ เป็นผู้ผลิตเอง บริษัทฯ จึงมีความต้องการในการเข้าซื้อบริษัท บีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เพื่อที่จะช่วยเพิ่มช่องทางในการจัดจำหน่ายสินค้าและบริการ และทำให้ในอนาคตบริษัทฯ กลายเป็นหนึ่งในบริษัทที่มีช่องทางการจำหน่ายครบวงจรมากที่สุด เช่นเดียวกับคู่แข่งอย่างกลุ่มธุรกิจเครือเซ็นทรัลและกลุ่มเครือเจริญโภคภัณฑ์ (CP)

การเข้าซื้อบริษัท บีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) จะก่อให้เกิดการประสานประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจในปัจจุบันของบริษัทฯ เช่น การเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคให้เข้าถึงผู้บริโภคได้อย่างกว้างขวางผ่านสาขาของบีคซี ที่มีสาขารอบคลุมทุกภูมิภาคทั่วประเทศ เพิ่มรายได้และความสามารถในการทำกำไรจากการต่อยอดการขายสินค้าและบริการของบริษัทฯ ที่มีอยู่ในปัจจุบันให้แก่ฐานลูกค้าของบีคซี ผ่านการประสานความร่วมมือทางธุรกิจในการจัดกิจกรรมทางการตลาด แลกเปลี่ยนความรู้และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ของบีคซี มาประยุกต์ใช้กับร้านค้าปลีกของบริษัทฯ รวมถึงโอกาสในการที่จะรวมธุรกิจทางด้านขนส่งและการใช้ศูนย์กระจายสินค้าร่วมกันระหว่างบีคซี และบริษัทฯ

นอกจากนี้การขยายการลงทุนของบริษัทฯ ไปยังธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ครั้งนี้ เป็นการเพิ่มความหลากหลายในการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ซึ่งเป็นการช่วยลดความเสี่ยงหรือผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นต่อบริษัทฯ ในกรณีที่ธุรกิจหลักอย่างใดอย่างหนึ่งมีผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ และยังเป็นการสนับสนุนเป้าหมายของบริษัทฯ ในด้าน “การเป็นผู้นำในการผลิตและจัด

จำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคที่ใช้ในชีวิตประจำวันให้แก่ลูกค้าในภูมิภาคอาเซียน” ของบริษัทฯ ให้บรรลุผลสำเร็จได้ในอนาคต เนื่องจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ บริษัทฯจะมีช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าผ่านร้านค้าปลีกสมัยใหม่ของตนเอง และมีศูนย์กระจายสินค้าเพิ่มขึ้นอีก 4 แห่งในประเทศ ส่งผลให้บริษัทฯ มีโครงสร้างพื้นฐานในการผลิตและการกระจายสินค้าอย่างครบวงจรในประเทศไทย

## 1.8 รายละเอียดหลักทรัพย์ที่ซื้อ

จากการเปิดเผยของคณะกรรมการบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ในการประชุมคณะกรรมการของบริษัทฯ ณ วันที่ 12 กุมภาพันธ์ 2559 ได้มีการเปิดเผยรายละเอียดหลักทรัพย์ที่ซื้อ มีข้อสรุปดังต่อไปนี้

1. เข้าซื้อหุ้นบิกซี เป็นจำนวน 264,797,600 หุ้น จาก Geant International BV
2. เข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของบริษัท เสาวนีย์โฮลดิ้งส์ จำกัด จำนวน 202,000 หุ้น (ซึ่งเสาวนีย์เป็นผู้ถือหุ้นบิกซี จำนวน 218,280,000 หุ้น)
3. ราคาซื้อขายหุ้น เท่ากับ 252.88 บาทต่อหุ้น (ในกรณีที่ Geant และเสาวนีย์ได้รับหรือจะได้รับเงินปันผลปี 2558 จากบิกซีให้นำจำนวนเงินปันผลที่ได้รับหรือจะได้รับดังกล่าวมาหักออกจากราคาซื้อขายหุ้น)
4. ราคาซื้อขายหุ้นบิกซี ทั้งหมดที่ต้องชำระคิดเป็นเงินจำนวนไม่เกิน 122,160,663,488 บาท โดยจะชำระเป็นเงินสดยูโร
5. เข้าซื้อหุ้นสามัญของ C-Distribution Asia Pte Ltd. เป็นจำนวนทั้งสิ้น 2,700,000 หุ้น (คิดเป็นร้อยละ 60 ของหุ้นทั้งหมดของ C-Distribution) จาก Cdiscount International BV (บริษัทในกลุ่มเดียวกับ Geant) ในราคาซื้อขายเป็นเงินรวมทั้งสิ้นจำนวนประมาณ 856,000,015 บาท โดยจะชำระราคาให้แก่ผู้ขายเป็นเงินสดยูโร

นอกจากนี้บริษัทฯ ยังทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบิกซี เพื่อปฏิบัติให้เป็นไปตามหน้าที่ภายหลังการเข้าเป็นผู้ถือหุ้นของบิกซี เกินกว่าจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ (Mandatory Tender offer) โดยทำคำเสนอซื้อหุ้นสามัญส่วนที่เหลือทั้งหมดในบิกซี เป็นจำนวนทั้งสิ้น 341,922,400 หุ้น (คิดเป็นร้อยละ 41.44 ของหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของบิกซี) ในราคาหุ้นละ 252.88 บาท

จากแบบรายงานผลการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 16 พฤษภาคม 2559 ได้รายงานว่ จากการที่บริษัทฯ ได้ทำการเสนอซื้อหุ้นสามัญส่วนที่เหลือเป็นจำนวน 341,922,400 หุ้น พบว่ามีผู้แสดงเจตนาขายหุ้นบิกซี ทั้งหมด 324,913,213 หุ้น คิด





### 1.10 ประโยชน์ของการศึกษา

1. เพื่อให้นักลงทุนได้ศึกษาวิธีการประเมินมูลค่าการเข้าซื้อกิจการที่เหมาะสม พร้อมทั้งนำไปประยุกต์ใช้เป็นแนวทางในการประเมินมูลค่ากิจการอื่น ๆ ในอนาคต
2. เพื่อเป็นกรณีศึกษาให้นักลงทุนในการประเมินมูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) ที่เกิดขึ้นในการเข้าซื้อกิจการ



## บทที่ 2

### กรอบทฤษฎีที่ใช้ในกรณีศึกษา

#### 2.1 กรอบทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

##### 2.1.1 กรอบทฤษฎีเกี่ยวกับรูปแบบการควบรวมกิจการ

การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการ (Merger and Acquisitions) คือ การที่กิจการแห่งหนึ่ง ได้มาซึ่งสินทรัพย์ของกิจการอีกแห่งหนึ่ง โดยสินทรัพย์ดังกล่าวอาจหมายถึง หุ้น หน่วยธุรกิจ หรือสินทรัพย์อื่น ๆ เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการบริหารจัดการ โดยมีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันให้แก่กิจการ ให้สามารถเติบโตต่อไปได้ในอนาคต

การควบรวมกิจการที่เหมาะสมจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการได้ คือ กิจการที่ควบรวมต้องมีทรัพยากรทั้งทางด้านบุคลากร เทคโนโลยี เครื่องจักร อาคาร ที่สามารถนำมาใช้ประโยชน์ร่วมกันได้ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ร่วมกันในหลาย ๆ ด้าน ไม่ว่าจะเป็น การเพิ่มความสามารถในการแข่งขันขององค์กร การเกิดองค์ความรู้ใหม่ในองค์กร การแชร์ความรู้และทักษะซึ่งกันและกัน การประหยัดเนื่องจากขนาด (Economy of Scale) รวมถึงอำนาจต่อรองกับคู่ค้าเพิ่มขึ้น โดยก่อนการควบรวมกิจการ ต้องมีการประเมินบริษัทเป้าหมายเพื่อให้มั่นใจได้ว่าการลงทุนครั้งนี้คุ้มค่าแก่การลงทุน ก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางใดทางหนึ่ง ไม่ว่าจะเป็นประโยชน์ในรูปของตัวเงินหรือไม่ใช้ตัวเงิน

การเข้าควบรวมกิจการก่อให้เกิดทั้งประโยชน์และโทษเช่นกันหากผู้บริหารไม่มีการศึกษาข้อมูล ความเสี่ยง และความเป็นไปได้ของกิจการอย่างเพียงพอก่อนทำการควบรวมกิจการ โดยข้อเสียที่อาจเกิดขึ้น ได้แก่ การที่กิจการไปควบรวมกิจการที่ไม่ใช่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกัน

การควบรวมกิจการมีหลากหลายรูปแบบขึ้นอยู่กับการใช้เกณฑ์ใดในการแบ่งรูปแบบ หากใช้เกณฑ์รูปแบบลักษณะการประกอบธุรกิจเป็นเกณฑ์ จะสามารถแบ่งได้เป็น 3 รูปแบบ ดังนี้

##### 2.1.1.1 การควบรวมกิจการแบบแนวนอน (Horizontal Integration)

เป็นการควบรวมกิจการที่เหมือนกัน คล้ายกัน หรืออยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน การเข้าควบรวมกิจการแบบแนวนอนมักเกิดขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาด ต้องการองค์ความรู้และเทคโนโลยีจากกิจการคู่แข่ง ลดคู่แข่งในอุตสาหกรรม และเกิดการประหยัดเนื่องจากขนาด (Economy of Scale)

ตัวอย่างการควบรวมกิจการในลักษณะนี้ในประเทศไทย ได้แก่ การเข้าซื้อกิจการบริษัท เซ็นคาร์ จำกัด หรือที่รู้จักกันในนามของห้างคาร์ฟูร์ ของกิจการบิกซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์

หรือที่รู้จักกันในนามห้างบิ๊กซี (ปี 2553) ทั้งสองบริษัทประกอบกิจการห้างค้าปลีกในประเทศไทย ซึ่งถือว่าการเข้าควบรวมกิจการแบบแนวนอน (Horizontal Integration)

### 2.1.1.2 การควบรวมกิจการแบบแนวตั้ง (Vertical Integration)

เป็นการควบรวมกิจการระหว่างธุรกิจที่เกี่ยวข้องกัน กล่าวคือ อาจจะเป็นธุรกิจในสายผลิตเดียวกันประเภทต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ การเข้าควบรวมกิจการแบบแนวตั้งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต สามารถควบคุมต้นทุนของราคาวัตถุดิบได้ดีกว่ากิจการอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน รวมถึงการควบคุมคุณภาพของวัตถุดิบที่ใช้ในการผลิตที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

ตัวอย่างการควบรวมกิจการในลักษณะนี้ในประเทศไทย ได้แก่ บริษัทปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย จำกัด (มหาชน) หรือ ปตท. ได้เข้าซื้อหุ้นจากบริษัท เซลล์ แห่งประเทศไทย ในส่วนของธุรกิจเกี่ยวกับโรงกลั่นน้ำมัน RRC ทำให้กลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การเข้าควบรวมลักษณะนี้เกิดผลประโยชน์ต่อ ปตท. เนื่องจาก ปตท. ซื่อน้ำมันดิบจากต่างประเทศและมีปัมน้ำมันเป็นของตนเอง จึงต้องการโรงกลั่นน้ำมันดิบเป็นของตนเอง ซึ่งจะก่อให้เกิดธุรกิจแบบครบวงจร การเข้าซื้อหุ้นในลักษณะนี้จึงถือว่าการเข้าควบรวมกิจการแบบแนวตั้ง (Vertical Integration)

### 2.1.1.3 การควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกัน (Conglomerate)

เป็นการควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกันมาก่อน การเข้าควบรวมกิจการประเภทนี้เป็นที่คาดเดากันว่าจะก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่มได้น้อยมาก หรืออาจจะมีเลย แต่ยังมีประโยชน์ในด้านการกระจายความเสี่ยงให้แก่ธุรกิจหลักอยู่บ้าง แต่การควบรวมลักษณะนี้ย่อมมีความเสี่ยงเช่นกัน เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจแตกต่างกัน ผู้บริหารอาจไม่มีความเชี่ยวชาญ ไม่มีประสบการณ์ ส่งผลให้ตัดสินใจผิดพลาด จนถึงขั้นไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้

ตัวอย่างการควบรวมกิจการในลักษณะนี้ในประเทศไทย ได้แก่ การควบรวมกิจการของบริษัท แอปโซลูท อิมแพค จำกัด (มหาชน) (AIM) ซึ่งประกอบธุรกิจให้บริการและผลิตสื่อโฆษณา ควบรวมเข้ากับบริษัท อี ฟอ์แอล จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจเป็นตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์และเครื่องมือทางการแพทย์ จะเห็นได้ว่าลักษณะการประกอบธุรกิจของบริษัททั้งสองไม่มีความเกี่ยวข้องกัน ดังนั้นจึงเป็นการควบรวมแบบการควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความเกี่ยวข้องกัน (Conglomerate Integration)

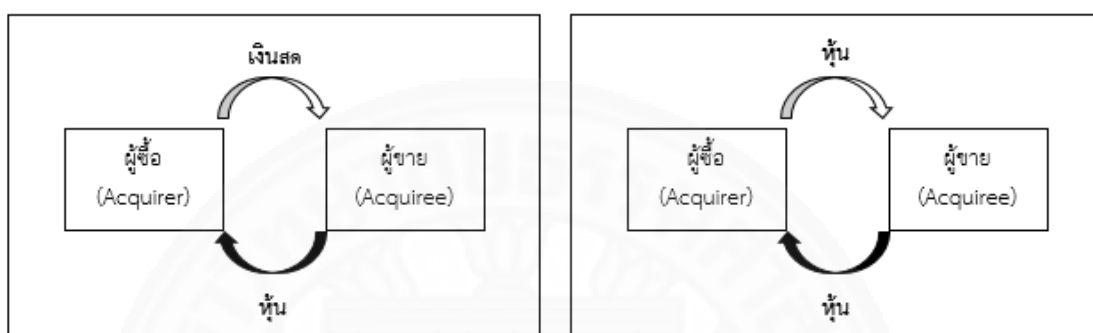
## 2.1.2 กรอบทฤษฎีเกี่ยวกับวิธีการควบรวมกิจการ

การควบรวมกิจการสามารถทำได้ 3 วิธี ดังนี้

### 2.1.2.1 การได้มาซึ่งหุ้น (Share Acquisition)

เป็นการได้มาซึ่งหุ้นหรือสิทธิออกเสียงของกิจการเป้าหมายส่วนหนึ่งหรือทั้งหมด เพื่อให้เกิดอำนาจควบคุม โดยกิจการที่เข้าไปซื้อหุ้น อาจจะมีส่วนในอำนาจควบคุมหรือไม่มีส่วนก็ได้ ขึ้นอยู่กับการข้อตกลงในขั้นตอนการทำสัญญา การดำเนินการได้มาซึ่งหุ้นดำเนินตามวิธี ดังนี้

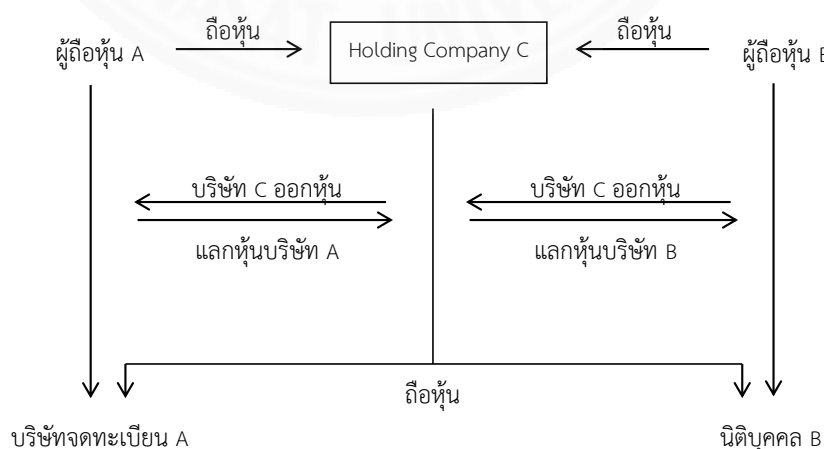
วิธีที่ 1 การซื้อหุ้น โดยเลือกได้ว่าชำระเป็นเงินสดหรือการออกหุ้นใหม่ โดยผู้ซื้อจะชำระเป็นเงินสดหรือการออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ขาย แลกกับการที่ผู้ขายนำหุ้นของบริษัทตนเองมาแลก ดังรูปต่อไปนี้



ภาพที่ 2.1 การซื้อหุ้นโดยชำระเป็นเงินสดหรือการออกหุ้นใหม่

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีที่ 2 การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company) จัดตั้งได้โดยผู้ถือหุ้น A และผู้ถือหุ้น B ทำการจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้ง C ขึ้นมา โดยผู้ถือหุ้น A และผู้ถือหุ้น B จะนำหุ้นของบริษัทตนเองไปแลกกับหุ้นใหม่ที่ออกมาของบริษัทโฮลดิ้ง C หรือในการเข้าควบรวมกิจการบางครั้งบริษัทมีบริษัทโฮลดิ้งอยู่ก่อนแล้ว ก็ไม่จำเป็นต้องจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้งใหม่อีก การเข้าควบรวมดังกล่าวสามารถอธิบายโดยรูปได้ ดังนี้



ภาพที่ 2.2 การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้ง (Holding Company)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

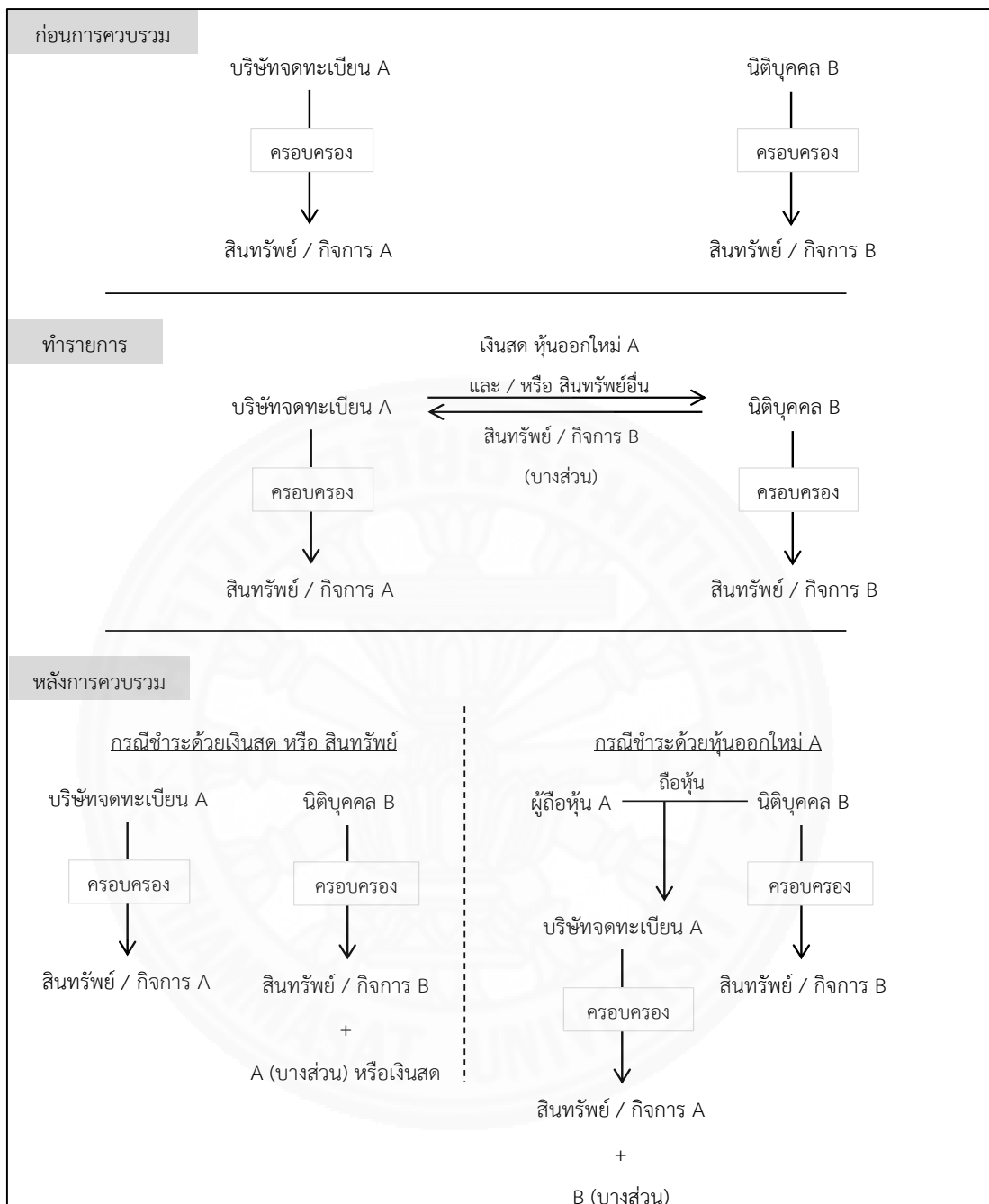
การเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีการได้มาซึ่งหุ้น (Share Acquisition) มีข้อดีข้อเสีย ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ

ข้อดี	ข้อเสีย
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ขั้นตอนทางกฎหมายไม่ซับซ้อน ทำให้สามารถดำเนินการควบรวมกิจการได้อย่างรวดเร็ว และสามารถประกอบธุรกิจของ บริษัทที่ซื้อมาได้ต่อเนื่องทันที</li> <li>- ผู้ซื้อสามารถใช้ประโยชน์จากผลขาดทุนสะสมทางภาษีของบริษัทที่ถูกควบรวมได้</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผู้ซื้อจะได้รับทั้งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบทั้งหมดของบริษัทที่ถูกควบรวม (ผู้ขาย) รวมทั้งหนี้สินและภาระผูกพันนอกงบการเงิน</li> <li>- การประเมินราคาหุ้นที่เหมาะสมในการจ่ายซื้อกิจการ ทำได้ยากและอาจมีข้อโต้แย้ง</li> </ul>

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2.1.2.2 การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/Business Acquisition)



ภาพที่ 2.3 การควบรวมกิจการโดยวิธีการได้มาซึ่งสินทรัพย์

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ หน่วยธุรกิจที่สำคัญ หรือกิจการทั้งหมดของผู้ขาย โดยสิทธิ ความรับผิดชอบทั้งหมดของกิจการผู้ขายจะไม่ส่งต่อไปสู่ผู้ซื้อ ภายหลังจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของผู้ซื้อแล้ว ผู้ขายอาจจะประกอบธุรกิจเดิมต่อไปหรือเลิกกิจการก็เป็นได้

การควบรวมกิจการด้วยวิธี การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/Business Acquisition) มีข้อดีข้อเสีย ดังนี้

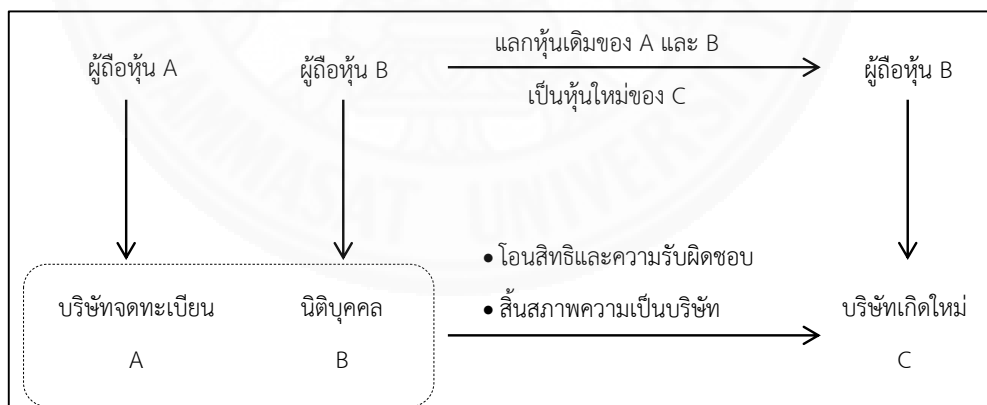
ตารางที่ 2.2 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ

ข้อดี	ข้อเสีย
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผู้ซื้อสามารถเลือกเฉพาะส่วนของสินทรัพย์ที่ต้องการได้ โดยไม่ต้องรับผิดชอบหนี้สินหรือภาระผูกพันอื่นใดของผู้ขาย</li> <li>- ขั้นตอนทางกฎหมายไม่ซับซ้อน สามารถดำเนินการได้อย่างรวดเร็ว และได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีตามเกณฑ์ของกรมสรรพากร</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผู้ซื้ออาจต้องดำเนินการกิจการภายใต้ชื่อและภาพลักษณ์ใหม่ ทำให้การดำเนินงานไม่ต่อเนื่องและอาจมีค่าใช้จ่ายในการสร้างตราสินค้าใหม่เพิ่มขึ้น</li> <li>- ผู้ซื้อไม่สามารถใช้ประโยชน์จากผลขาดทุนสะสมทางภาษีของผู้ขายได้</li> </ul>

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2.1.2.3 การควบรวมกิจการ (Amalgamation)

เป็นการที่บริษัทสองบริษัท (AและB) หรือมากกว่า ต้องการควบรวมกิจการเกิดเป็นบริษัทใหม่ (C) โดยบริษัท A และ B จะไม่มีอยู่อีกต่อไป พันสภาพการเป็นนิติบุคคลส่งผลให้บริษัท C ที่เกิดขึ้นใหม่มีสิทธิและความรับผิดชอบที่มีอยู่ของบริษัทเดิมทั้งหมด ดังรูปต่อไปนี้



ภาพที่ 2.4 การควบรวมกิจการโดยวิธีการควบรวมกิจการ

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การควบรวมกิจการด้วยวิธี การควบรวมกิจการ (Amalgamation) มี  
ข้อดีข้อเสีย ดังนี้

ตารางที่ 2.3 ข้อดี/ข้อเสียของการเข้าควบรวมกิจการด้วยวิธีการควบรวมกิจการ

ข้อดี	ข้อเสีย
<ul style="list-style-type: none"> <li>- บริษัทเดิมได้รับยกเว้นค่าธรรมเนียมในการโอนอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทใหม่ได้รับโอนสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบโดยไม่จำเป็นต้องขอความยินยอมจากเจ้าหนี้หรือบุคคลที่สาม</li> <li>- ผู้ถือหุ้นทุกรายมีสิทธิออกเสียงในการอนุมัติการควบเนื่องจากถือว่าไม่มีส่วนได้เสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ขั้นตอนทางกฎหมายซับซ้อน ต้องใช้เวลาในการดำเนินการนาน เนื่องจากจะต้องได้รับความเห็นชอบจากเจ้าหนี้ รวมทั้งต้องกำหนดมาตรการรับซื้อหุ้นคือจากผู้ถือหุ้นที่คัดค้านการควบรวม และขั้นตอนอื่นๆ</li> <li>- ผู้ซื้อไม่สามารถใช้ประโยชน์จากผลขาดทุนสะสมทางภาษีของบริษัทเดิมได้</li> <li>- ต้องยื่นขอใบอนุญาตหรือการได้รับสิทธิประโยชน์ต่างๆ ใหม่</li> </ul>

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ประจวบ ศิริรัตน์บุญขจร (2543) ได้ทำการศึกษาการควบรวมกิจการ : กรณีศึกษา บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท ดิจิตอล โฟน จำกัด ผลการศึกษาพบว่า การเข้าควบรวมกิจการในกรณีศึกษาดังกล่าวส่งผลประโยชน์ทั้งต่อผู้ซื้อ (Acquirer) และ ผู้ขาย (Acquiree) เนื่องจากก่อนเข้าไปซื้อกิจการบริษัทผู้ซื้อเล็งเห็นถึงประโยชน์และศักยภาพในการเติบโตของบริษัทผู้ขาย และยังคงมองเห็นประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) จากการเข้าไปซื้อกิจการดังกล่าว ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการเข้าควบรวมกิจการเป็นหนึ่งกิจกรรมที่ทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรการผลิตให้มีประสิทธิภาพก่อให้เกิดความสมดุลในหน่วยผลิต ให้สามารถผลิตสินค้าและบริการที่สามารถตอบสนองผู้บริโภคได้มากขึ้น

สุภาวัฒน์ สมุทรสาคร (2548) ได้ทำการศึกษาการควบรวมกิจการจำหน่ายกระแสไฟฟ้าในพื้นที่อำเภอสตึก จังหวัดชลบุรี ศึกษาถึงผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ ความพร้อมขององค์กร ตลอดจนผลกระทบที่อาจจะตามมาจากการเข้าควบรวมกิจการ โดยการศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากเอกสารข้อมูลต่าง ๆ จากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และจากการสัมภาษณ์กลุ่มผู้ให้ข้อมูลสำคัญ ผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการจำหน่ายกระแสไฟฟ้าของกองทัพเรือ ในพื้นที่อำเภอสตึก



จังหวัดชลบุรี ทำให้กิจการไฟฟ้าสวัสดิการสหทัยมีรายได้เพิ่มขึ้น การดำเนินงานแบบธุรกิจเอกชนทำให้เกิดความคล่องตัว ยืดหยุ่น รวดเร็ว ส่งผลให้ไม่เสียค่าปรับให้กับกิจการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย อีกทั้งยังเป็นการตอบสนองต่อนโยบายรัฐบาลในการรวมกิจการที่เหมือนกันไว้ด้วยกัน

กนกทิพย์ จินต์โชติกุล (2549) ได้ศึกษาศักยภาพการแข่งขันหลังจากการควบรวมกิจการ กรณีศึกษาธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษามูลเหตุจูงใจในการควบรวมของสถาบันการเงินในประเทศไทย โดยศึกษาเปรียบเทียบฐานะการดำเนินงานของกิจการก่อนและหลังการควบรวมกิจการ และการบริหารเชิงกลยุทธ์ของธนาคารหลังการควบรวม

ผลการศึกษาพบว่า การควบรวมเป็นไปตามแบบแผนและขั้นตอนการวางกลยุทธ์ ทำให้ธนาคารสามารถทำกำไรได้หลังจากการควบรวมกิจการ ประกอบกับธนาคารได้ใช้หลักการบริหารเชิงกลยุทธ์โดยใช้ Balance Scorecard ซึ่งเป็นการประเมินประสิทธิภาพแบบสมดุล ส่งเสริมให้ธนาคาร ทหารไทย จำกัด (มหาชน) เป็นสถาบันการเงินขนาดใหญ่อันดับ 5 ก่อให้เกิดการประหยัดเนื่องจากขนาดและการบริหารที่มีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันในปัจจุบัน

Gartner Group (2549) ได้ทำการศึกษา กรณีศึกษา: การควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ฮิวเลตต์ แพคการ์ด จำกัด (Hewlett-Packard) และบริษัท คอมแพค คอมพิวเตอร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (Compaq Computer Corporation) จากการศึกษาพบว่า การเข้าควบรวมครั้งนี้ส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น จากการลดลงของต้นทุนขายและต้นทุนในการดำเนินงาน เกิดการใช้ทรัพยากรร่วมกันอย่างมีประสิทธิภาพ เกิดการประหยัดเนื่องจากขนาด (Economy of Scale) แต่การควบรวมในครั้งนี้อาจมีอุปสรรคอยู่บ้างในเรื่องของวัฒนธรรมองค์กรที่ไม่สอดคล้องกัน ดังนั้นก่อนทำการควบรวมต้องทำการศึกษาและมองถึงความเป็นไปได้ให้ดี

เรวัตร สมรูป (2551) ได้ทำการวิเคราะห์ตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเปรียบเทียบก่อน-หลังการเข้าควบรวมกิจการ โดยใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินจำนวน 8 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น อัตรากำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร การศึกษาในครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการแจ้งควบรวมกิจการทั้งเป็นผู้ควบรวมกิจการและผู้ถูกควบรวม ตั้งแต่ มกราคม 2548 ถึง ธันวาคม 2550

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อกำไรในช่วงภายหลังการควบรวมมีแนวโน้มสูงขึ้นกว่าในช่วงก่อนควบรวมกิจการ ในส่วนของอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ภายหลังการเข้าควบรวมกิจการมีค่าใกล้เคียงกับก่อนการควบรวมกิจการ จึงสามารถสรุปได้ว่าการควบรวมกิจการส่งผลให้กิจการมีอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นและราคาต่อกำไรสูงขึ้น ในส่วนของอัตราส่วน

อื่น ๆ ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมเนื่องจากกิจการส่วนใหญ่ต้องใช้ระยะเวลายาวนานในการปรับตัวภายหลังจากการควบรวมกิจการถึงจะเกิดผลประโยชน์เพิ่มเติม

ณัฐนิชา วรพิบูลย์ศักดิ์ (2557) ได้ทำการศึกษาศึกษาการเข้าซื้อกิจการคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย) ของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ทำการศึกษาโดยประเมินมูลค่าของกิจการคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย) ผ่านวิธีการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า บิ๊กซี ทำการเข้าซื้อกิจการคาร์ฟูร์ (ประเทศไทย) ที่มูลค่า 34,450 ล้านบาท แต่จากการประเมินการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตที่คาดว่าจะได้รับพบว่ามีมูลค่าเพียง 26,515 ล้านบาทเท่านั้น ส่งผลให้กิจการมีต้นทุนส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการจำนวน 8,935 ล้านบาท

แต่การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) ต่อบิ๊กซี เป็นจำนวนเฉลี่ยปีละ 2,600 ล้านบาท ซึ่งส่งผลให้บิ๊กซี สามารถชดเชยมูลค่าต้นทุนส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการได้ภายในระยะเวลาเพียง 3.34 ปีเท่านั้น ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ก่อให้เกิดผลประโยชน์ที่คุ้มค่าแก่บิ๊กซี และถือว่าเป็นการควบรวมกิจการที่ประสบความสำเร็จ

พิมพ์ณัฐชยา เนยสูงเนิน (2557) ได้ทำการศึกษาศึกษาการควบรวมกิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในด้านปัจจัยทางการเงินที่ก่อให้เกิดการควบรวมกิจการ โดยทำการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน มูลค่ากิจการ และอายุกิจการ ที่ทำให้กิจการมีแนวโน้มที่จะเกิดการควบรวมกิจการขึ้น กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการควบรวมกิจการหรือเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในภายหลังการควบรวมกิจการ ผลการศึกษาพบว่า อายุและมูลค่ากิจการเป็นตัวแปรสำคัญที่ทำให้กิจการตัดสินใจควบรวมกิจการ ในทางตรงกันข้าม อายุกิจการที่เพิ่มขึ้นเป็นตัวแปรที่ส่งผลให้เกิดการควบรวมกิจการน้อยลง

รัชชนันท์ ตันตินราววัฒน์ (2557) ได้ทำการศึกษาศึกษาการเข้าซื้อกิจการบริษัท สยามแมคโคร จำกัด (มหาชน) โดยบริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) โดยศึกษาในด้านมูลค่าในการจ่ายซื้อกิจการในครั้งนี้เป็นมูลค่าที่เหมาะสมหรือไม่ พร้อมทั้งคำนวณหามูลค่าของกิจการที่เหมาะสม และผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่จะได้รับภายหลังการเข้าซื้อกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ เป็นการเข้าซื้อที่เหมาะสม มูลค่าหุ้นสยามแมคโคร ที่เหมาะสมคือ 787 บาท ทั้ง ๆ ที่ในขณะนั้น มูลค่าหุ้นของสยามแมคโครเพียง 526 บาท ซึ่งถือว่าเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการทั้งผู้ซื้อและผู้ขาย ในแง่ของประโยชน์ส่วนเพิ่มที่ได้รับคือการที่ต้นทุนในการดำเนินงานของกิจการสยามแมคโครลดลงและส่งผลให้ในระยะยาวนั้นกิจการซีพีออลดำเนินการได้ดีขึ้นกว่าเดิม

นันทน์ภัส ลิขิตเจริญพันธ์ (2558) ได้ทำการศึกษาศึกษาการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) และบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) โดยศึกษาผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการควบรวม ผ่านการประเมินมูลค่าและการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ผล

การศึกษาพบว่า ภายหลังจากการควบรวมแล้วบริษัทฯ มีอัตราส่วนทางการเงินที่ดีขึ้นและยังก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่มแก่กิจการกว่า 44,786 ล้านบาท จึงสามารถสรุปได้ว่าการควบรวมในครั้งนี้เป็นการควบรวมที่ประสบความสำเร็จ



## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีการวิจัย

#### 3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูล

รวบรวมข้อมูลของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) จากแหล่งที่มา ดังนี้

- รายงานประจำปี (Annual Report)
- แบบรายงานข้อมูลประจำปี (56-1)
- ข้อมูลจากการเผยแพร่ผ่านเว็บไซต์ของบริษัทฯ
- ข้อมูลเผยแพร่โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- งบการเงินของบริษัทฯ ที่เปิดเผยโดยบริษัทฯ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ข่าวสารเผยแพร่จากสื่อออนไลน์และหนังสือพิมพ์ต่าง ๆ
- ข้อมูลบทวิเคราะห์หุ้นของบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ

#### 3.2 วิธีการศึกษา

กรณีศึกษาการเข้าซื้อกิจการบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อตอบคำถามงานวิจัยที่สำคัญ 2 คำถาม คือ

คำถามที่ 1 ราคาที่บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นราคาที่เหมาะสมหรือไม่ ศึกษาผ่านการคำนวณราคาบริษัทเป้าหมายภายใต้สมมติฐานที่สมเหตุสมผล

คำถามที่ 2 การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นการเข้าซื้อกิจการที่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) แก่บริษัทฯ หรือไม่

#### 3.3 ขั้นตอนในการศึกษา

##### 3.3.1 การคำนวณต้นทุนที่เหมาะสมสำหรับการเข้าซื้อกิจการ

การคำนวณหาต้นทุนที่เหมาะสมในการเข้าซื้อกิจการจะสามารถคำนวณได้จากการประเมินการคิดลดกระแสเงินสดอิสระที่คาดว่าจะได้รับของกิจการ (Discounted Cash Flow Approach: DCF) ซึ่งการคำนวณด้วยวิธีนี้เป็น การประเมินมูลค่าของบริษัทโดยคำนวณจากกระแสเงินสดอิสระของบริษัทที่สามารถสร้างได้ สามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

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

กำหนดให้

มูลค่ากิจการ	คือ มูลค่าของกิจการที่ทำการคิดลดมาเป็นมูลค่า ณ ปัจจุบัน
FCFF	คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการที่สามารถสร้างได้
Discount Rate	คือ ต้นทุนทางการเงินในการคิดลดกระแสเงินสด
i	คือ จำนวนปี

วิธีในการประเมินการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ใช้การประมาณการกระแสเงินสดอิสระที่กิจการคาดว่าจะได้รับในอนาคต ทำการคิดลดด้วยอัตราคิดลดที่สมเหตุสมผล ในการประเมินมูลค่าการคิดลดกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการครั้งนี้ ใช้กระแสเงินสดจำนวนทั้งสิ้น 5 ปี นับตั้งแต่ปี 2560 – 2564 และใช้อัตราคิดลดคือต้นทุนทางการเงินแบบถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของกิจการในการคิดลด

### 3.3.1.1 การคำนวณอัตราคิดลด

ในการคำนวณอัตราคิดลดที่สมเหตุสมผลต่อการประเมินมูลค่าของกิจการ ใช้ต้นทุนทางการเงินแบบถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของกิจการในการคำนวณ โดยสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

$$(\text{WACC}) = [\text{Ke} * (1-\text{D/V})] + [\text{Kd} * (1-\text{T}) * (\text{D/V})]$$

กำหนดให้

D/V	คือ สัดส่วนของหนี้สินที่คำนวณเฉพาะหนี้สินที่มีภาระในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt) ต่อ หนี้สินที่คำนวณเฉพาะหนี้สินที่มีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยบวกส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (Interest Bearing Debt plus Equity) ของกิจการ
T	คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (กำหนดให้เท่ากับ ร้อยละ 20)
Kd	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของกิจการ สำหรับหนี้สินที่มีภาระในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Bearing Debt)
Ke	คือ อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น หรือ ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

### 3.3.1.2 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke)

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke) สามารถคำนวณได้จากแบบจำลองในการตั้งราคาสินทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model) โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Ke} = \text{Rf} + [\text{E}(\text{Rm}) - \text{Rf}] \beta_i$$

กำหนดให้

$R_f$	คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง โดยใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (ที่มา: สมาคมตราสารหนี้ไทย)
$E(R_m)$	คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด โดยใช้ใช้อัตราการลงทุนในดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 30 ปี ในการอ้างอิง เนื่องจากคาดว่าจะครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสามารถนำไปใช้อ้างอิงได้
$B_i$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่สะท้อนความเสี่ยงของกิจการเปรียบเทียบกับดัชนีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3.3.2 การวัดมูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการ

การวัดมูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการสามารถประเมินได้จากการพิจารณาผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) ที่เกิดขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการ สามารถประเมินผ่านการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ (Discounted Cash Flow Synergy) ได้ ดังสมการต่อไปนี้

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

กำหนดให้

มูลค่ากิจการ	คือ มูลค่าของกิจการที่ทำการคิดลดมาเป็นมูลค่า ณ ปัจจุบัน
FCFF	คือ กระแสเงินสดอิสระของกิจการที่สามารถสร้างได้
Discount Rate	คือ ต้นทุนทางการเงินในการคิดลดกระแสเงินสด
$i$	คือ จำนวนปี

สามารถคำนวณการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับผลประโยชน์ส่วนเพิ่มของกิจการ (Synergy) โดยเปรียบเทียบมูลค่า ณ ปัจจุบันของบริษัทฯ ก่อนการเข้าซื้อกิจการและภายหลังการเข้าซื้อกิจการ ผ่านการประมาณการกระแสเงินสดอิสระ ภายใต้สมมุติฐานที่สมเหตุสมผลจำนวนทั้งสิ้น 5 ปี นับตั้งแต่ปี 2560 - 2564 และใช้อัตราคิดลดคือ ต้นทุนทางการเงินแบบถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของกิจการเป้าหมายในการคิดลด

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

#### 4.1 การประเมินมูลค่าการเข้าซื้อที่เหมาะสม

การประเมินมูลค่าการจ่ายซื้อที่เหมาะสมจากการเข้าซื้อกิจการ บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ดำเนินการผ่านวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) โดยผู้จัดทำได้ทำการประมาณการกระแสเงินสดอิสระของบริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นระยะเวลา 5 ปี (ตั้งแต่ปี 2560 – 2564) ประกอบกับการใช้ข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยแก่สาธารณะ ตั้งแต่ปี 2557 – 2559 ในการจัดทำประมาณการกระแสเงินสดอิสระในครั้งนี้

#### 4.1.1 การจัดทำประมาณการงบการเงินบริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด

(มหาชน)

##### 4.1.1.1 การประมาณการรายได้ของกิจการ

จากการเปิดเผยข้อมูลสาธารณะ พบว่า ขนาดของสาขาที่จะเปิดให้บริการในอนาคตจะมีขนาดของสาขาเฉลี่ยเทียบเท่ากับสาขาที่มีอยู่ในปัจจุบัน ดังนั้นจึงน่าจะรายได้ต่อพื้นที่มาเป็นเกณฑ์ในการคำนวณรายได้ โดยคาดการณ์ว่า ในอนาคตอันใกล้ กิจการจะเน้นการเปิดให้บริการสาขานขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีความคล่องตัว และสะดวกสบายต่อผู้บริโภคมากกว่าสาขานขนาดใหญ่ และรายได้ต่อสาขาในสาขานขนาดกลางและขนาดเล็กจะเพิ่มขึ้นในอนาคต

- ไฮเปอร์มาร์เก็ต

##### รายได้ต่อสาขา

ร้อยละ 3 ในปี 2560 เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจในประเทศที่ได้รับผลกระทบภายในปี พ.ศ. 2559 จะเริ่มฟื้นฟูลูกกลับมาสู่สภาวะปกติ

ร้อยละ 2 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่าแม้ว่าภาพรวมเศรษฐกิจมีแนวโน้มดีขึ้น แต่แนวโน้มอุตสาหกรรมค้าปลีกสมัยใหม่ จะไม่เติบโตอย่างโดดเด่นเหมือนแต่ก่อนจากพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป

##### จำนวนสาขา

ร้อยละ 3 ในปี 2560 เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจในปีที่ผ่านมา ๆ มาจึงเกิดการชะลอการขยายสาขานขนาดใหญ่ แต่จะกลับมาสู่สภาพปกติในปีนี้

ร้อยละ 2 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่าจำนวนสาขาจะเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนเล็กน้อย โดยจะเน้นไปที่การเพิ่มจำนวนของสาขาขนาดเล็กมากกว่า

- สาขาขนาดกลางและขนาดเล็ก

#### รายได้ต่อสาขา

ร้อยละ 5 ต่อปี ในปี 2560 เนื่องจากคาดการณ์ว่าภาพรวมเศรษฐกิจในประเทศที่ได้รับผลกระทบภายในปี 2559 จะเริ่มฟื้นฟูกลับมาสู่สภาวะปกติ และพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไปเป็นการกระตุ้นให้เกิดการใช้บริการสาขาขนาดกลางและขนาดเล็กมากขึ้น

ร้อยละ 4 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปในระยะยาว ส่งผลให้มีอัตราการเติบโตมากกว่าสาขาขนาดใหญ่

#### จำนวนสาขา

ร้อยละ 10 ในปี 2560 เนื่องจากอ้างอิงจากอัตราการเติบโตในปีที่ผ่านมา ที่เปิดให้บริการสาขาใหม่ ๆ เป็นจำนวนมาก เพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการ

ร้อยละ 7 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่ากิจการจะยังคงเน้นการเปิดบริการสาขาขนาดเล็กอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการ

- รายได้อื่น ๆ

ร้อยละ 1 ในปี 2560 เป็นต้นไป

ตารางที่ 4.1 การประมาณการรายได้ของกิจการบีกซี (ช่วงปี 2558 – 2562)

ประมาณการรายได้	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F
ไฮเปอร์มาร์เก็ต	115,566.0	101,437.0	107,670.3	112,264.3	116,998.9
ร้านค้าขนาดกลาง/เล็ก	13,356.0	15,057.0	17,400.3	19,355.4	21,541.8
รายได้จากการดำเนินการ	128,922.00	116,494.00	125,070.67	131,619.71	138,540.71
รายได้อื่น ๆ	4,302.00	3,577.00	3,612.77	3,648.90	3,685.39
รายได้รวม	133,224.00	120,071.00	128,683.44	135,268.61	142,226.10

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.1.1.2 ต้นทุนขาย

ต้นทุนขายในการจัดทำประมาณการงบการเงิน จะคำนวณเป็นสัดส่วนร้อยละต่อรายได้ โดยในปี 2557 – 2559 ต้นทุนขายมีสัดส่วนเท่ากับ 79.39 80.03 และ 78.58 ของ



รายได้จากการขายสินค้าตามลำดับ ดังนั้นจึงคาดการณ์ว่าในอนาคต ต้นทุนขายจะค่อย ๆ ลดลงเป็นร้อยละ 77 ของรายได้จากการขายสินค้า เนื่องจากผู้บริหารจะเน้นการขายสาขาในรูปแบบร้านค้าขนาดกลางและขนาดเล็ก เช่น มินิบิ๊กซี ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูงกว่าสาขาขนาดใหญ่ในรูปแบบไฮเปอร์มาร์เก็ต

#### 4.1.1.3 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เช่น เงินเดือนพนักงาน ค่าโฆษณาสินค้า เป็นต้น โดยในปี 2557 – 2559 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีสัดส่วนเป็นร้อยละ 16.70 16.55 และ 18.18 ของรายได้จากการขายสินค้าตามลำดับ ซึ่งคาดว่าในอนาคต สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะมีสัดส่วนค่อย ๆ ลดลงเหลือร้อยละ 15 ของรายได้รวม เนื่องจากการประหยัดเนื่องจากขนาดของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในบางค่าใช้จ่าย เช่น การใช้สำนักงานแห่งเดียวกัน การใช้ศูนย์กระจายสินค้าแห่งเดียวกัน เป็นต้น

#### 4.1.1.4 เงินทุนหมุนเวียน

การประมาณการเงินทุนหมุนเวียน สามารถจัดทำได้จากการประมาณการณสินทรัพย์หมุนเวียน (Working Capital Assets) ซึ่งประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า ลูกหนี้คู่ค้า ลูกหนี้อื่น สินค้าคงเหลือ เจ้าหนี้การค้า และเจ้าหนี้อื่น โดยอ้างอิงจากข้อมูลในอดีต สามารถสรุปได้ดังตารางด้านล่างนี้

ตารางที่ 4.2 การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการบิ๊กซี

	ข้อมูลในอดีต		ประมาณการ	หมายเหตุ
	2558	2559	2560 เป็นต้นไป	
ลูกหนี้การค้า	2.1	1.3	1.7	ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)
ลูกหนี้คู่ค้าและอื่น ๆ	2.3	3.8	3.0	ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)
สินค้าคงเหลือ	38.6	48.4	43.2	ระยะเวลาสินค้าคงเหลือเฉลี่ย(วัน)
เจ้าหนี้การค้าและอื่น ๆ	94.1	81.6	88.3	ระยะเวลาจ่ายหนี้เฉลี่ย(วัน)

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.1.1.5 ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนจะผันแปรตามรายได้ของธุรกิจค้าปลีก โดยอ้างอิงจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนในอดีต ในปี 2557 – 2559 มีสัดส่วนเป็นร้อยละ 2.76 3.34 และ 2.41 ของรายได้จากการขายสินค้า โดยจะประมาณการเป็นสัดส่วนของรายได้จากการขายสินค้า ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3 การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกิจการบีก็ซี

	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564
<b>ร้อยละ</b>	3.34	2.41	3.00	2.80	2.60	2.40	2.20
<b>จำนวน (ล้านบาท)</b>	4,461.1	2,916.0	3,860.5	3,787.5	3,697.9	3,589.9	3,461.7

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.1.1.6 ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และการคำนวณค่าเสื่อมราคา

การประมาณการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สามารถประมาณการได้จากที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิจากค่าเสื่อมราคาสะสม บวกด้วยค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพื่อการขยายสาขา ในแต่ละปี หักด้วยค่าเสื่อมราคาสะสมสำหรับสินทรัพย์ที่ได้มาในปีนั้น ๆ

การประมาณการค่าเสื่อมราคาสำหรับปี มีสมมติฐานให้มีการคำนวณค่าเสื่อมราคาแบบเส้นตรงในสินทรัพย์ทุกประเภท โดยกำหนดให้ค่าเสื่อมราคาเฉลี่ยสำหรับสินทรัพย์เท่ากับ 22.9 ปี โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่คืออาคารสำนักงาน พื้นที่ขายสินค้า อุปกรณ์ตกแต่ง และระบบสาธารณูปโภค

#### 4.1.1.7 สินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น

การประมาณการสินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น ในที่นี้หมายถึงสินทรัพย์และหนี้สินที่ไม่ใช่สินทรัพย์และหนี้สินจากการดำเนินกิจการหลัก ได้แก่ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ค่าความนิยม สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น ภาษีเงินได้ค้างจ่าย สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น จะกำหนดให้มีค่าคงที่เป็นมูลค่าเท่าเดิมกับมูลค่าสุทธิในปี 2559

#### 4.1.1.8 ต้นทุนทางการเงิน

การประมาณการต้นทุนทางการเงิน อ้างอิงจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของกิจการ โดยปกติแล้วธุรกิจค้าปลีกจะมีจำนวนหนี้สินที่ก่อให้เกิดภาระดอกเบี้ยในสัดส่วนที่ต่ำ เนื่องจากสินค้าส่วนใหญ่ขายเป็นเงินสด ทำให้มีเงินสดหมุนเวียนในกิจการค่อนข้างสูง ดังนั้นการประมาณการต้นทุนทางการเงินของกิจการในอนาคต สามารถประมาณการจากต้นทุนทางการเงินสำหรับหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีอยู่ในปัจจุบันบวกด้วยต้นทุนทางการเงินสำหรับสินทรัพย์ที่จะได้มาในอนาคต

สำหรับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในอนาคต คาดการณ์ว่ามีการก่อหนี้โดยยังคงสัดส่วนอัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อหนี้สินรวมที่สัดส่วนเดิม โดยอ้างอิงในปี 2559 ที่ร้อยละ 29.7 ของหนี้สินรวม และมีระยะเวลาในการชำระหนี้คืนเฉลี่ยที่ 5 ปี

#### 4.1.1.9 สมมติฐานอื่น ๆ

นอกเหนือจากสมมติฐานข้างต้น ยังมีสมมติฐานอื่น ๆ ที่สำคัญดังนี้

- อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ร้อยละ 20
- การคำนวณค่าเสื่อมราคาเป็นรูปแบบเส้นตรง
- รายการพิเศษ (Extraordinary Item) ไม่นำมารวมในการคำนวณ



การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการ โดยการประมาณกระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวน 5 ปี จากปี 2560 – 2564 ได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.4 การประมาณการกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการปึกซี่ (ช่วงปี 2559 – 2564)

หน่วย : ล้านบาท	2559	2560	2561	2562	2563	2564
รายได้รวม	120,918.00	128,683.44	135,268.61	142,226.10	149,579.18	157,352.58
ต้นทุนขายและให้บริการ	(91,540.61)	(98,180.48)	(102,663.37)	(108,061.75)	(113,768.41)	(119,802.63)
กำไรขั้นต้น	29,377.39	30,502.96	32,605.23	34,164.34	35,810.77	37,549.95
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(21,182.59)	(21,262.01)	(21,059.15)	(20,781.11)	(21,149.26)	(21,503.04)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	8,194.80	9,240.95	11,546.08	13,383.24	14,661.51	16,046.91
ภาษี	20%	20%	20%	20%	20%	20%
กำไรก่อนดอกเบี้ย	6,555.84	7,392.76	9,236.86	10,706.59	11,729.21	12,837.53
ค่าเสื่อมราคา	3,859.63	4,378.33	4,567.71	4,752.60	4,932.10	5,105.19
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	(7,812.81)	7,556.59	728.06	769.23	812.97	859.44
ค่าใช้จ่ายลงทุน	(2,915.98)	(3,860.50)	(3,787.52)	(3,697.88)	(3,589.90)	(3,461.76)
กระแสเงินสดอิสระของกิจการ	(313.32)	15,467.18	10,745.12	12,530.54	13,884.37	15,340.40

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

ตารางที่ 4.5 การคำนวณมูลค่าต่อหุ้นของบิกซี

หน่วย : ล้านบาท	31 ธันวาคม 2559
อัตราคิดลด (WACC)	10.05%
อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดในระยะยาว	5.00%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	50,983.10
มูลค่าปัจจุบันของมูลค่าสุดท้าย	187,428.43
<b>มูลค่ากิจการ</b>	<b>238,411.53</b>
หัก หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย	15,230.00
เพิ่ม เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	2,431.80
<b>มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>225,613.33</b>
หาร จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	825.00
<b>มูลค่าต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)</b>	<b>273.47</b>

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

จากการประเมินมูลค่าต่อหุ้นของบริษัท บิกซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) ได้มูลค่าต่อหุ้นที่ 273.47 บาท

#### 4.1.1.10 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis)

เนื่องจากผลการประเมินมูลค่าต่อหุ้นของกิจการ ขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่สำคัญหลากหลายประการ ดังนั้นจึงได้จัดทำการวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis) ต่อมูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น) ดังนี้

ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญของกิจการบิกซี

หน่วย : บาทต่อหุ้น		WACC (%)					
Terminal Growth (%)		8.00%	9.00%	10.00%	10.05%	11.00%	12.00%
	3.5%	333.94	270.08	225.89	223.99	193.50	168.74
	4.0%	367.93	291.11	239.92	237.75	203.35	175.94
	4.5%	411.65	316.83	256.50	254.00	214.73	184.11
	5.0%	469.97	349.00	276.41	<b>273.47</b>	228.02	193.45
	5.5%	551.63	390.37	300.76	297.23	243.73	204.23
	6.0%	674.14	445.54	331.21	326.88	262.59	216.82

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

## 4.2 ผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดจากการเข้าซื้อกิจการ

การประเมินผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการ สามารถประเมินได้จากการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) หามูลค่าของกิจการ (Firm Value) เพื่อเปรียบเทียบมูลค่ากิจการก่อนการเข้าซื้อ และหลังการเข้าซื้อ โดยผู้จัดทำได้ทำการประมาณการกระแสเงินสดอิสระของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นระยะเวลา 6 ปี (ตั้งแต่ปี 2559 – 2564 เนื่องจากการเข้าทำธุรกรรมในครั้งนี้งเกิดขึ้นเมื่อต้นปี 2559 ทำให้ต้องประมาณงบการเงินในบางส่วนในปี 2559 ที่ไม่ได้เปิดเผยแก่สาธารณะ) ประกอบกับการใช้ข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยแก่สาธารณะ ตั้งแต่ปี 2557 – 2559 ในการจัดทำประมาณการกระแสเงินสดอิสระในครั้งนี

### 4.2.1 การจัดทำประมาณการงบการเงินบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการปีกษี

#### 4.2.1.1 การประมาณการรายได้ของกิจการ

จากการเปิดเผยข้อมูลสาธารณะ พบว่ารายได้ของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) มีสัดส่วนรายได้จาก 4 กลุ่มธุรกิจหลัก คือ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์ กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค และกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ โดยการประมาณการรายได้ของกิจการในปี 2559 จะใช้รายได้ของกิจการที่เปิดเผยแก่สาธารณะ หักด้วย รายได้จากธุรกิจค้าปลีกและรายการระหว่างกัน ส่วนในปีอื่น ๆ จะมีการประมาณการรายได้แยกในแต่ละอุตสาหกรรมได้ ดังนี้

- กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจภัณฑ์

##### บรรจภัณฑ์แก้ว

ร้อยละ 5 ต่อปี ในปี 2560 – 2561 ปรับตัวลงจากในปี 2559 (ร้อยละ 10.6) เนื่องจากคาดการณ์ว่าในช่วงเวลาดังกล่าว ปริมาณความต้องการใช้บรรจภัณฑ์แก้วจะน้อยกว่าปริมาณบรรจภัณฑ์แก้วในตลาด

ร้อยละ 8 ต่อปี ในปี 2562 เป็นต้นไป เนื่องจากมีการลงทุนในการติดตั้งเตาหลอมบรรจภัณฑ์แก้ว เตาที่ 4 และ 5 ในช่วงก่อนหน้านี้ ส่งผลให้ในช่วงเวลาดังกล่าวความสามารถในการผลิตจะเพิ่มขึ้น

##### บรรจภัณฑ์กระป๋อง

ร้อยละ 8 ต่อปี ในปี 2560 เป็นต้นไป เนื่องจากอ้างอิงจากการเติบโตย้อนหลังในช่วงปี 2558 – 2559 (ร้อยละ 7.3) ประกอบกับในกลุ่มธุรกิจบรรจภัณฑ์กระป๋อง มีจำนวนคู่แข่งในอุตสาหกรรมค่อนข้างน้อย กิจการเป็นผู้เล่นรายใหญ่ในอุตสาหกรรม จากการที่อุตสาหกรรม

ต้องใช้เครื่องจักรและเทคโนโลยีที่ทันสมัย ส่งผลให้ต้นทุนในการลงทุนเริ่มแรกสูงมาก ในระยะยาว กิจการจะช่วงชิงความได้เปรียบจากความสามารถในการผลิตของกิจการและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป คือ หันมาบริโภคเครื่องดื่มจากบรรจุภัณฑ์กระป๋อง เช่น เครื่องดื่มชูกำลัง ส่งผลให้มีความต้องการในตลาดบรรจุภัณฑ์มากขึ้น สร้างรายได้ให้แก่กิจการมากขึ้น

- **กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค**

- **สินค้าบริโภค**

- ร้อยละ 1 ต่อปี ในปี 2560 เนื่องจากคาดการณ์ว่าจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวในปีที่ผ่านมาที่ส่งผลให้ยอดขายไม่เป็นไปตามที่ตั้งเป้าไว้ ปัญหาดังกล่าวจะเริ่มคลี่คลายและยอดขายจะเริ่มฟื้นตัว

- ร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่า ในระยะยาว แม้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าบริโภคจะมีการแข่งขันที่สูงมาก แต่ด้วยเทคโนโลยี แปรนติ และการโฆษณาส่งเสริมการขายของกิจการ จะช่วยในการสร้างยอดขายให้เติบโตต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง

- **สินค้าอุปโภค**

- ร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2560 เนื่องจากคาดการณ์ว่าการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ชะลอตัวในปีที่ผ่านมาจะเริ่มฟื้นตัว และเมื่ออ้างอิงจากอัตราการเติบโตย้อนหลังในปีที่ผ่านมา ๆ มา กลุ่มธุรกิจดังกล่าวยังสามารถเติบโตต่อไปได้ แม้จะมีการแข่งขันที่สูงมากในกลุ่มอุตสาหกรรม

- ร้อยละ 5 ต่อปี ในปี 2561 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่า ในระยะยาว การแข่งขันในประเทศจะรุนแรงอย่างต่อเนื่อง แต่กิจการยังมีธุรกิจรับจ้างผลิตสินค้าให้กับสินค้าของเจ้าอื่นที่ช่วยเป็นการสนับสนุนยอดขาย ประกอบกับกิจการเล็งเพิ่มสัดส่วนยอดขายจากต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศในกลุ่มอาเซียน โดยคาดการณ์ว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดี

- **กลุ่มธุรกิจต่างประเทศ**

- ร้อยละ 8 ต่อปี ในปี 2560 เป็นต้นไป เนื่องจากอ้างอิงจากการเติบโตที่โดดเด่นในปีที่ผ่านมา (ร้อยละ 12.9 ในปี 2559) ประกอบกับสินค้าและบริการในกลุ่มธุรกิจต่างประเทศล้วนเป็นสินค้าที่โดดเด่นและเป็นผู้นำในตลาดของประเทศเวียดนาม ซึ่งกิจการยังคงมั่นใจว่ายอดขายของกลุ่มธุรกิจนี้จะเติบโตอย่างก้าวกระโดดภายในระยะเวลา 3 ปี

- **กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค**

- ร้อยละ 3 ต่อปี ในปี 2560 – 2561 เนื่องจากในอุตสาหกรรมสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิคมีการแข่งขันด้านราคาที่สูงมาก ส่งผลให้ฝ่ายเวชภัณฑ์และทางการแพทย์ของกิจการมีการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ ที่มีคุณภาพสู่ตลาดอย่างสม่ำเสมอ ส่งผลให้ทางด้านยอดขายในระยะสั้นยังคงเติบโต

ร้อยละ 5 ต่อปี ในปี 2562 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดการณ์ว่า ในระยะยาว การแข่งขันในประเทศจะรุนแรงอย่างต่อเนื่องในอุตสาหกรรมยาและทางการแพทย์ แต่กิจการจะมีการปรับตัวโดยมองหาหุ้นส่วนทางธุรกิจที่มีศักยภาพเพื่อช่วยในการเติบโตในระยะยาว พร้อมทั้งมองหาโอกาสในการขยายธุรกิจไปยังประเทศในกลุ่มอาเซียนที่ยังขาดผลิตภัณฑ์ทางเวชภัณฑ์และการแพทย์ที่มีคุณภาพในราคาที่เหมาะสม นอกจากนี้การเติบโตที่โดดเด่นของสินค้าและบริการทางเทคนิคของกิจการจะเป็นตัวแปรสำคัญในการช่วยเพิ่มยอดขายให้แก่กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวอย่างต่อเนื่องในระยะยาว

- รายได้อื่น ๆ

ร้อยละ 3 ในปี 2560 เป็นต้นไป

ตารางที่ 4.7 การประมาณการรายได้ของบริษัทฯ (ช่วงปี 2558 – 2562)

ประมาณการรายได้	2558A	2559F	2560F	2561F	2562F
บรรจุภัณฑ์	17,692.0	18,948.0	20,137.6	21,406.0	23,118.4
สินค้าอุปโภคและบริโภค	16,322.0	16,340.0	16,000.9	16,879.5	17,812.5
เวชภัณฑ์และทางเทคนิค	7,204.0	7,406.0	7,628.2	7,857.0	8,249.9
ธุรกิจอื่น ๆ	1,674.8	1,725.0	1,776.8	1,830.1	1,885.0
รายได้จากการดำเนินการ	42,892.78	44,419.03	45,543.45	47,972.58	51,065.82
รายได้อื่น ๆ	1,616.43	1,648.76	1,681.74	1,715.37	1,749.68
รายได้รวม	44,509.22	46,067.79	47,225.18	49,687.96	52,815.50

ที่มา: จำนวนและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.2.1.2 ต้นทุนขาย

ต้นทุนขายในการจัดทำประมาณการงบการเงิน จะคำนวณเป็นสัดส่วนร้อยละต่อรายได้ โดยในปี 2557 – 2558 ต้นทุนขายมีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 77.48 และ 77.10 ของรายได้จากการขายสินค้าตามลำดับ ดังนั้นจึงคาดการณ์ว่าในอนาคต ต้นทุนขายจะค่อย ๆ ลดลงเป็นร้อยละ 76 ของรายได้จากการขายสินค้า เนื่องจากในกลุ่มธุรกิจบรรจุภัณฑ์ ความต้องการในการใช้บรรจุภัณฑ์แก้วและบรรจุภัณฑ์กระป๋องเพิ่มมากขึ้นทุกปี ประกอบกับการลงทุนในการสร้างเตาหลอม



บรรจุภัณฑ์แก้วใหม่อีก 2 เตา ที่คาดว่าจะเสร็จในช่วงปลายปี 2560 และ 2561 ตามลำดับ จะเป็นตัวแปรสำคัญที่ก่อให้เกิดการประหยัดเนื่องจากขนาด ช่วยในการลดต้นทุนการผลิตสินค้า

ในด้านกลุ่มธุรกิจสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค บริษัทฯ มีความมุ่งมั่นในการพัฒนา ปรับปรุง ยกระดับประสิทธิภาพการผลิตและเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่อง เพื่อช่วยควบคุมต้นทุนของสินค้า ประกอบกับบริษัทฯ ยังมีการเลือกผู้จำหน่ายวัตถุดิบหลายราย เพื่อจะได้สามารถซื้อวัตถุดิบได้ในราคาที่ดีที่สุด

#### 4.2.1.3 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เช่น เงินเดือนพนักงาน ค่าโฆษณาและการส่งเสริมการขาย ค่าใช้จ่ายทั่วไป เป็นต้น โดยในปี 2557 – 2558 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร มีสัดส่วนเป็นร้อยละ 17.56 และ 16.74 ของรายได้จากการขายสินค้าตามลำดับ ซึ่งคาดว่าในอนาคต สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารจะมีสัดส่วนค่อย ๆ ลดลงเล็กน้อยเหลือร้อยละ 16 ของรายได้รวม เนื่องจากการประหยัดเนื่องจากขนาดของรายการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารบางรายการ แต่ทางบริษัทฯ ยังจำเป็นต้องกักงบไว้สำหรับค่าโฆษณาและการส่งเสริมการขายสำหรับสินค้าในกลุ่มที่มีการแข่งขันในตลาดสูง

#### 4.2.1.4 เงินทุนหมุนเวียน

การประมาณการเงินทุนหมุนเวียน สามารถจัดทำได้จากการประมาณการสินทรัพย์หมุนเวียน (Working Capital Assets) ซึ่งประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า ลูกหนี้อื่น สินค้าคงเหลือ เจ้าหนี้การค้า และเจ้าหนี้อื่น โดยอ้างอิงจากข้อมูลในอดีต สามารถสรุปได้ดังตารางด้านล่างนี้

ตารางที่ 4.8 การประมาณการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ

	ข้อมูลในอดีต		ประมาณการ	หมายเหตุ
	2557	2558	2559 เป็นต้นไป	
ลูกหนี้การค้า	66.0	70.7	68.4	ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)
ลูกหนี้อื่น	11.3	9.4	10.3	ระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)
สินค้าคงเหลือ	80.4	79.9	80.2	ระยะเวลาสินค้าคงเหลือเฉลี่ย(วัน)
เจ้าหนี้การค้า	50.4	52.8	51.6	ระยะเวลาจ่ายหนี้เฉลี่ย(วัน)
เจ้าหนี้อื่น	30.7	30.5	30.6	ระยะเวลาจ่ายหนี้เฉลี่ย(วัน)

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.2.1.5 ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนขึ้นอยู่กับแผนการลงทุนของบริษัทฯ ตามข้อมูลที่เปิดเผยแก่สาธารณะ ประกอบกับการประมาณการกำลังและปริมาณการผลิตในแต่ละปี เพื่อพิจารณาว่าถึงเวลาที่เหมาะสมแก่การลงทุนเพิ่มเติมหรือไม่ จากข้อมูลที่เปิดเผยแก่สาธารณะ พบว่า บริษัทฯ มีแผนลงทุนเพิ่มเติมในเตาหลอมบรรจุภัณฑ์แก้วในปี 2560 – 2561 จำนวนทั้งสิ้น 2 เตา ส่งผลให้ปีดังกล่าวมีค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่สูงเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับปีอื่น ๆ และหากพิจารณาถึงการใช้กำลังการผลิต พบว่า นอกจากกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์แล้ว ยังไม่มีความจำเป็นเพิ่มเติมในการเพิ่มกำลังการผลิตในระยะเวลาดังกล่าวอันใกล้นี้ สามารถสรุปค่าใช้จ่ายในการลงทุนได้ดังตารางด้านล่างนี้

ตารางที่ 4.9 การประมาณการค่าใช้จ่ายในการลงทุนของบริษัทฯ

	2558	2559	2560	2561	2562	2563	2564
จำนวน (ล้านบาท)	1,705.09	4,245.00	3,840.00	1,705.00	1,460.00	2,214.00	2,386.00

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.2.1.6 ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และการคำนวณค่าเสื่อมราคา

การประมาณการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สามารถประมาณการได้จากที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิจากค่าเสื่อมราคาสะสม เพิ่มขึ้นตามค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพื่อการขยายสาขาในแต่ละปี หักด้วยค่าเสื่อมราคาสะสมสำหรับสินทรัพย์ที่ได้มาในปีนั้น ๆ

การประมาณการค่าเสื่อมราคาสำหรับปี มีสมมติฐานให้มีการคำนวณค่าเสื่อมราคาแบบเส้นตรงในสินทรัพย์ทุกประเภท โดยกำหนดให้ค่าเสื่อมราคาเฉลี่ยสำหรับสินทรัพย์เท่ากับ 18.17 ปี โดยสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทฯ คือ เครื่องจักรและอุปกรณ์ อาคารและส่วนปรับปรุงอาคาร

#### 4.2.1.7 สินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น

การประมาณการสินทรัพย์อื่นและหนี้สินอื่น ในที่นี้หมายถึงสินทรัพย์และหนี้สินที่ไม่ใช่สินทรัพย์และหนี้สินจากการดำเนินกิจการหลัก ได้แก่ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น เงินลงทุนในบริษัทร่วม เงินลงทุนในการร่วมค้า เงินลงทุนระยะยาวอื่น อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ค่าความนิยม สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น จะกำหนดให้มีค่าคงที่เท่าเดิมเท่ากับมูลค่าสุทธิในปี 2558

#### 4.2.1.8 ต้นทุนทางการเงิน

การประมาณการต้นทุนทางการเงิน อ้างอิงจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ โดยปกติแล้วบริษัทฯ จะมีการลงทุนในเครื่องจักรและเทคโนโลยีใหม่ ๆ อย่างสม่ำเสมอ รวมถึงการเข้าซื้อกิจการอื่น ๆ ที่บริษัทเล็งเห็นถึงความสามารถในการเติบโต ส่งผลให้กิจการมักจะมีการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์ดังกล่าว ดังนั้นการประมาณการต้นทุนทางการเงินของกิจการในอนาคต สามารถประมาณการจากต้นทุนทางการเงินสำหรับหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีอยู่ในปัจจุบันบวกด้วยต้นทุนทางการเงินสำหรับสินทรัพย์ที่จะได้มาในอนาคต

สำหรับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในอนาคต คาดการณ์ว่ามีการก่อหนี้โดยยังคงสัดส่วนอัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อหนี้สินรวมที่สัดส่วนเดิม โดยอ้างอิงในปี 2558 ที่ร้อยละ 58.4 ของหนี้สินรวม และมีระยะเวลาในการชำระหนี้คืนเฉลี่ยที่ 5 ปี

#### 4.2.1.9 สมมติฐานอื่น ๆ

นอกเหนือจากสมมติฐานข้างต้น ยังมีสมมติฐานอื่น ๆ ที่สำคัญดังนี้

- อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ร้อยละ 20
- การคำนวณค่าเสื่อมราคาเป็นรูปแบบเส้นตรง
- รายการพิเศษ (Extraordinary Item) ไม่นำมารวมในการคำนวณ

การคำนวณกระแสเงินสดอิสระของกิจการ โดยการประมาณกระแสเงินสดอิสระเป็นจำนวน 6 ปี จากปี 2559 – 2564 ได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.10 การประมาณการกระแสเงินสดอิสระสำหรับบริษัทฯ (ช่วงปี 2559 – 2564)

หน่วย : ล้านบาท	2559	2560	2561	2562	2563	2564
รายได้รวม	46,067.79	47,225.18	49,687.96	52,815.50	56,160.12	59,783.79
ต้นทุนขายและให้บริการ	(34,131.58)	(34,840.74)	(36,459.16)	(38,810.02)	(41,325.34)	(44,052.20)
กำไรขั้นต้น	11,936.21	12,384.45	13,228.79	14,005.48	14,834.78	15,731.59
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(7,231.42)	(7,286.95)	(7,675.61)	(8,170.53)	(8,700.07)	(9,274.15)
กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี	4,704.79	5,097.50	5,553.18	5,834.95	6,134.71	6,457.44
ภาษี	20%	20%	20%	20%	20%	20%
กำไรก่อนดอกเบี้ย	3,763.83	4,078.00	4,442.54	4,667.96	4,907.77	5,165.95
ค่าเสื่อมราคา	2,230.52	2,422.52	2,507.77	2,580.77	2,691.47	2,810.77
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	(287.73)	(245.73)	(522.27)	(661.58)	(707.50)	(766.52)
ค่าใช้จ่ายลงทุน	(4,245.00)	(3,840.00)	(1,705.00)	(1,460.00)	(2,214.00)	(2,386.00)
<b>กระแสเงินสดอิสระของกิจการ</b>	<b>1,461.62</b>	<b>2,414.78</b>	<b>4,723.05</b>	<b>5,127.14</b>	<b>4,677.74</b>	<b>4,824.21</b>

ที่มา: จำนวนและประมาณการจากผู้วิจัย

ตารางที่ 4.11 การคำนวณมูลค่าต่อหุ้นของบริษัทฯ

หน่วย : ล้านบาท	31 ธันวาคม 2559
อัตราคิดลด (Wacc)	12.34%
อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดในระยะยาว	6.00%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด	16,603.06
มูลค่าปัจจุบันของมูลค่าสุดท้าย	53,700.86
<b>มูลค่ากิจการ</b>	<b>70,303.91</b>
หัก หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย	13,599.46
เพิ่ม เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	2,252.27
<b>มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>58,956.73</b>
หาร จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	1,592.21
<b>มูลค่าต่อหุ้น (บาทต่อหุ้น)</b>	<b>37.03</b>

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

จากการประเมินมูลค่าต่อหุ้นของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) ได้มูลค่ากิจการอยู่ที่ 70,303.91 ล้านบาท

#### 4.2.1.10 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis)

เนื่องจากผลการประเมินมูลค่าต่อหุ้นของกิจการ ขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่สำคัญหลากหลายประการ ดังนั้นจึงได้จัดทำการวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญ (Sensitivity Analysis) ต่อมูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น) ดังนี้

ตารางที่ 4.12 การวิเคราะห์ความไวต่อตัวแปรที่สำคัญของบริษัทฯ

หน่วย : บาทต่อหุ้น		WACC (%)					
		10.00%	11.00%	12.00%	12.34%	13.00%	14.00%
Terminal Growth (%)	4.5%	30.97	30.97	30.97	30.97	30.97	30.97
	5.0%	32.71	32.71	32.71	32.71	32.71	32.71
	5.5%	34.71	34.71	34.71	34.71	34.71	34.71
	6.0%	37.03	37.03	37.03	<b>37.03</b>	37.03	37.03
	6.5%	39.74	39.74	39.74	39.74	39.74	39.74
	7.0%	42.97	42.97	42.97	42.97	42.97	42.97

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

## 4.2.2 เปรียบเทียบผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้น

ผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้นภายหลังการเข้าซื้อบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) มีดังต่อไปนี้

### 4.2.2.1 ผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุน

การเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ ทำให้บริษัทฯ ได้มาซึ่งกิจการค้าปลีกสินค้าอุปโภคบริโภคสมัยใหม่ที่มีช่องทางการจัดจำหน่ายและรูปแบบศูนย์จำหน่ายสินค้าที่ครบทุกรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็นรูปแบบร้านค้าประเภทไฮเปอร์มาร์เก็ต เช่น บิ๊กซี เอ็กซ์ตรา (Big C Extra) และบิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ (Big C Supercenter) ร้านค้าประเภทซูเปอร์มาร์เก็ต เช่น บิ๊กซี มาร์เก็ต (Big C Market) ร้านค้าประเภทค้าปลีกขนาดใหญ่ เช่น บิ๊กซี จัมโบ้ (Big C Jumbo) ร้านค้าประเภทร้านสะดวกซื้อ เช่น มินิบิ๊กซี (Mini Big C) รวมถึงร้านขายยาที่เปิดดำเนินงานภายใต้ชื่อร้านขายยาเพรียว (Pure Drugstore) โดยการเข้าซื้อในครั้งนี้ มีปัจจัยสนับสนุนให้บริษัทฯ มีโอกาสได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุน ดังนี้

- จำนวนร้านค้าขยายตัวต่อเนื่องในทุก ๆ ปี

ณ เดือน ธันวาคม 2559 บิ๊กซี มีจำนวนร้านค้ารวมทุกรูปแบบทั้งสิ้น 797 ร้านค้า ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 734 ร้านค้า ในปี 2558 และ 636 ร้านค้า ในปี 2557 นอกจากนี้ บิ๊กซี ยังมีพื้นที่ให้เช่าภายในร้านค้าประเภทไฮเปอร์มาร์เก็ตเพื่อให้เกิดความหลากหลายในศูนย์การค้า และยังเป็น การเพิ่มตัวเลือกในการใช้บริการต่าง ๆ เช่น โรงภาพยนตร์ ร้านอาหาร ร้านเครื่องตกแต่งบ้าน เป็นต้น ซึ่งความหลากหลายดังกล่าวจะช่วยตอบสนองความต้องการและความพึงพอใจของลูกค้า ส่งผลให้สามารถเพิ่มจำนวนลูกค้าที่มาใช้บริการ

- ผลการดำเนินงานที่ดีอย่างสม่ำเสมอ

อ้างอิงจากข้อมูลทางการเงินของกิจการสำหรับรอบปี 2557 – 2559 พบว่า บิ๊กซี มีรายได้รวมจำนวน 135,394.53 ล้านบาท 133,709.11 ล้านบาท และ 120,918.45 ล้านบาท ตามลำดับ และมีกำไรสุทธิรวม 7,247.6 ล้านบาท 6,902.43 ล้านบาท และ 6,381.80 ล้านบาท ตามลำดับ ทั้งนี้กำไรสุทธิรวมของกิจการบิ๊กซี จะช่วยชดเชยภาระต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากเงินกู้ที่บริษัทฯ ต้องกู้มาเข้าทำรายการ และในกรณีที่ผลการดำเนินงานของบิ๊กซี สูงกว่าต้นทุนทางการเงิน จะมีความเป็นไปได้ที่บริษัทฯ จะได้ผลตอบแทนรวมสูงขึ้น

- ระบบงานและเทคโนโลยีสารสนเทศที่มีประสิทธิภาพ

ในปัจจุบัน บิ๊กซี มีฐานลูกค้าที่เป็นสมาชิกบัตรบิ๊กคาร์ดมากกว่า 8 ล้านราย ซึ่งเป็นผลมาจากการพัฒนาด้านสิทธิประโยชน์สำหรับสมาชิก โดยทำการวิเคราะห์พฤติกรรมและความต้องการของสมาชิกผู้ถือหุ้น เพื่อให้สามารถตอบสนองความต้องการของลูกค้าแต่ละกลุ่มได้อย่างเหมาะสม ในอนาคตข้อมูลของผู้บริโภคดังกล่าวจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทฯ อย่างแน่นอน

- ศูนย์กระจายสินค้าที่มีประสิทธิภาพและทันสมัย

การจัดส่งสินค้าสำหรับเพื่อวางขายในร้านค้าของบิ๊กซี ซึ่งมีที่ตั้งกระจายอยู่ในภูมิภาคต่าง ๆ ทั่วประเทศนั้น สินค้าส่วนใหญ่จะถูกจัดส่งผ่านศูนย์กระจายสินค้าของกิจการที่มีระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพและทันสมัย สามารถจัดส่งสินค้าได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำส่งผลให้ระบบการขนส่งมีความคล่องตัวและสามารถลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องได้

ด้วยศักยภาพและปัจจัยสนับสนุนในการประกอบธุรกิจของบิ๊กซีข้างต้น จะส่งผลให้การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ เป็นการลงทุนในกิจการที่มีศักยภาพในการประกอบธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทฯ มีโอกาสที่ดีที่จะได้รับผลตอบแทนที่ดีจากการดำเนินกิจการของบิ๊กซีในอนาคต

#### 4.2.2.2 การประสานผลประโยชน์กับธุรกิจปัจจุบันของบริษัทฯ

การลงทุนใน บิ๊กซี ครั้งนี้ของบริษัทฯ จะช่วยก่อให้เกิดการประสานประโยชน์หลายประการ ดังนี้

- เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าของบริษัทฯ ผ่านร้านค้าของ บิ๊กซี

แม้ว่าในปัจจุบัน บริษัทฯ จะมีช่องทางการจัดจำหน่ายสินค้าที่กว้างขวางอยู่แล้วก็ตาม แต่อย่างไรก็ดี ภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ อาจเพิ่มโอกาสให้แก่บริษัทฯ สามารถจัดจำหน่ายสินค้าและจัดกิจกรรมทางการตลาดสินค้าของบริษัทฯ ร่วมกับร้านค้าของบิ๊กซี เพิ่มมากยิ่งขึ้น ผ่านการร่วมมือประสานธุรกิจภายในกลุ่ม

- นำความเชี่ยวชาญด้านธุรกิจค้าปลีกมาประยุกต์กับร้านค้าของบริษัทฯ

ปัจจุบัน นอกจากการเป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภคแล้ว บริษัทฯ ยังดำเนินธุรกิจค้าปลีกทั้งในประเทศไทย ได้แก่ ร้านจำหน่ายหนังสือ เอเชียบุ๊กส์ ร้านค้าปลีกผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพและความงาม Ogenki รวมไปถึงธุรกิจการบริหารร้านค้าปลีกในภูมิภาคอาเซียน ได้แก่ ร้านสะดวกซื้อในประเทศเวียดนาม B's mart และร้านสะดวกซื้อในสปป.ลาว M-point Mart โดยภายหลังจากการทำรายการ บริษัทฯ อาจประสานความร่วมมือทางธุรกิจกับบิ๊กซี เพื่อแลกเปลี่ยนความรู้และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจค้าปลีกของบิ๊กซี มาประยุกต์ใช้กับธุรกิจร้านค้าปลีกของบริษัทฯ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัทฯ ในอนาคต

- เพิ่มโอกาสในการเป็นผู้ผลิตสินค้า Private Brand ให้แก่บิ๊กซี

ภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ บริษัทฯ ในฐานะผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคภายใต้ตราสินค้าของตนเองและรับจ้างผลิตสินค้าภายใต้ตราสินค้าที่ลูกค้ากำหนด อาจมีโอกาสร่วมมือทางธุรกิจดังกล่าว ซึ่งจะเอื้อประโยชน์ให้บริษัทฯ มีรายได้จากการผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้นในอนาคต

- การใช้ศูนย์กระจายสินค้าร่วมกัน

ภายหลังการเข้าซื้อกิจการ มีโอกาสที่บริษัทฯ และบีคซี สามารถใช้ศูนย์กระจายสินค้าร่วมกัน ซึ่งจะทำให้การกระจายสินค้ามีประสิทธิภาพและสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายได้ในระยะยาว

#### 4.2.2.3 เริ่มดำเนินธุรกิจค้าปลีกได้อย่างรวดเร็ว

การเข้าทำรายการดังกล่าว จะทำให้บริษัทฯ ก้าวสู่การเป็นผู้ประกอบการร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่มีความหลากหลายของรูปแบบและมีสาขามากกว่า 700 แห่งทั่วประเทศ ซึ่งมีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับ 2 ในกลุ่มร้านค้ารูปแบบไฮเปอร์มาร์เก็ต ดังนั้น การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ จะทำให้บริษัทฯ สามารถเริ่มต้นธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ในประเทศไทยได้อย่างรวดเร็ว เมื่อเทียบกับการเริ่มต้นธุรกิจดังกล่าวด้วยตนเอง ซึ่งใช้ระยะเวลา เงินทุน ความรู้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของบุคลากร ตลอดจนความพร้อมด้านระบบการบริหารจัดการในด้านต่าง ๆ เช่น ระบบการขนส่งและกระจายสินค้า เพื่อให้ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่กลุ่มบริษัทจะจัดตั้งขึ้นสามารถมีขีดความสามารถในการแข่งขันทัดเทียมกับผู้ประกอบการรายเดิมที่มีอยู่ในปัจจุบัน

#### 4.2.2.4 เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน

ตามที่บริษัทฯ มีแผนงานที่จะประสานความร่วมมือทางธุรกิจระหว่างกันภายในบริษัทฯ ในหลายด้าน จะก่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เกิดความคุ้มค่า และประโยชน์สูงสุดต่อบริษัทฯ โดยรวมนั้น นับเป็นกลยุทธ์อย่างหนึ่งที่จะช่วยลดต้นทุนในการประกอบธุรกิจและเพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไรโดยรวมของกลุ่มบริษัท ส่งผลให้กลุ่มบริษัทมีศักยภาพในการดำเนินธุรกิจและขีดความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้นในยุคประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน นอกจากนี้ การเข้าลงทุนในบีคซี ยังทำให้บริษัทฯ มีขนาดทางธุรกิจเพิ่มขึ้น สามารถเพิ่มความน่าสนใจและชื่อเสียงของบริษัทฯ เพื่อดึงดูดนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศอีกด้วย

#### 4.2.2.5 กระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

การเข้าลงทุนในบีคซี ในครั้งนี้เป็นการเพิ่มความหลากหลายของประเภทธุรกิจและแหล่งที่มาของรายได้ของบริษัทฯ ซึ่งเป็นแนวทางหนึ่งที่จะช่วยลดความเสี่ยงหรือผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อบริษัทฯ กรณีธุรกิจหลักอย่างใดอย่างหนึ่งของบริษัทฯ ในปัจจุบัน มีผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามแผนงานหรือเป้าหมายที่วางไว้ ไม่ว่าจะด้วยสาเหตุใดก็ตาม

#### 4.2.2.6 สนับสนุนเป้าหมายหลักของบริษัทฯ

หนึ่งในเป้าหมายการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ คือ การเป็นผู้นำในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคที่ใช้ในชีวิตประจำวันให้แก่ลูกค้าในภูมิภาคอาเซียน ดังนั้น การเข้าทำรายการในครั้งนี้ จะทำให้กลุ่มบริษัทมีช่องทางการจัดจำหน่าย สินค้าอุปโภคบริโภคของตนเอง รวมไปถึงมีศูนย์การกระจายสินค้าเพิ่มขึ้นจำนวน 4 แห่งในประเทศ ส่งผลให้บริษัทฯ มี



โครงสร้างพื้นฐานในการผลิตและกระจายสินค้า (Supply Chain Infrastructure) อย่างครบวงจรในประเทศไทย เพื่อให้เป็นรากฐานในการเชื่อมโยงการค้าสู่ตลาดอื่นในภูมิภาคอาเซียน จึงเป็นการลงทุนที่จะช่วยสนับสนุนให้เป้าหมายดังกล่าวของบริษัทฯ บรรลุผลสำเร็จได้ในอนาคต

#### 4.2.3 การประเมินผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม

ตารางที่ 4.13 มูลค่าผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี

บริษัท	มูลค่ากิจการ (ล้านบาท)
บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (ก่อนซื้อ)	70,303.91
บริษัท บีจี ซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	238,411.53
รวมมูลค่า BIGC และ BJC	308,715.44
บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (หลังซื้อ)	347,642.69
<b>ผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม</b>	<b>38,927.25</b>

ที่มา: คำนวณและประมาณการจากผู้วิจัย

#### 4.3 ผลประโยชน์จากการเข้าซื้อกิจการต่อผู้บริโภค

การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี นอกจากจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทฯ แล้ว ยังก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้บริโภคด้วยเช่นกัน โดยสามารถสรุปได้ ดังนี้

##### 4.3.1 ผู้บริโภคได้รับสินค้าและบริการในราคาที่ถูกลง

การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี ผลประโยชน์ที่ผู้บริโภคได้รับอย่างเห็นได้ชัดที่สุดคือการได้รับสินค้าและบริการในราคาที่ถูกลง เนื่องจากภายหลังการเข้าซื้อกิจการ บริษัทฯ จะมีความสามารถในการผลิต บริหารจัดการ เทคโนโลยีและระบบขนส่งสินค้าที่มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น รวมถึงช่องทางในการจัดแสดงและขายสินค้า ทำให้ประหยัดต้นทุนสินค้าและต้นทุนในการดำเนินงานของกิจการ ส่งผลให้กิจการสามารถกำหนดราคาขายสินค้าได้ต่ำลง เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งรายอื่นในอุตสาหกรรม และท้ายที่สุดเมื่อเกิดการแข่งขันทางด้านราคา คนที่จะได้ประโยชน์สูงสุดคือ ผู้บริโภคนั่นเอง

##### 4.3.2 ผู้บริโภคได้รับสินค้าและบริการที่ตรงกับความต้องการมากยิ่งขึ้น

การที่บริษัทฯ ได้มาซึ่งเทคโนโลยีสารสนเทศและระบบสมาชิกบัตรบีกการ์ดที่มีผู้ใช้บริการในปัจจุบันมากกว่า 8 ล้านราย ทำให้บริษัทฯ สามารถวิเคราะห์ข้อมูลและพฤติกรรมผู้บริโภคของลูกค้า เพื่อนำมาพัฒนาสินค้าและบริการ รวมถึงกิจกรรมส่งเสริมการขาย ให้สามารถตอบสนองความต้องการของผู้บริโภคแต่ละกลุ่มได้อย่างดียิ่งขึ้น และพร้อมสำหรับการทำการตลาดเชิงลึกเพื่อปรับตัวให้เข้ากับแนวโน้มพฤติกรรมของลูกค้าในอนาคตได้อย่างตรงกลุ่มเป้าหมาย ผลที่

ตามมาคือ ผู้บริโภคจะได้รับสินค้าและบริการ รวมถึงกิจกรรมส่งเสริมการขายที่ตรงกับความต้องการของแต่ละคนยิ่งขึ้น และสามารถพัฒนาต่อยอดได้ยิ่ง ๆ ขึ้นไป

#### 4.3.3 การเข้าถึงสินค้าอุปโภคและบริโภคในบางพื้นที่

ในปัจจุบัน แม้ว่าเทคโนโลยีและระบบการขนส่งจะพัฒนาไปมากเพียงใด แต่ก็ไม่สามารถปฏิเสธได้ว่า ยังมีบางพื้นที่ไม่สามารถเข้าถึงสินค้าและบริการที่มีคุณภาพได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางการแพทย์ที่ยังมีอีกหลากหลายแห่งที่ยังไม่สามารถเข้าถึงยาและเวชภัณฑ์ที่มีคุณภาพในราคาที่เหมาะสม เช่น ประเทศในกลุ่มอาเซียน การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ บริษัทฯ จะได้มาซึ่งศูนย์กระจายเพิ่มขึ้นอีก 4 แห่งในประเทศไทย เพื่อเตรียมความพร้อมเข้าสู่การเชื่อมโยงตลาดในระดับภูมิภาคอาเซียน ส่งผลให้ผู้บริโภคสามารถเข้าถึงยาและเวชภัณฑ์ที่มีคุณภาพของบริษัทฯ ในราคาที่เหมาะสม

#### 4.3.4 ลดการผูกขาดในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ

ในปัจจุบัน ธุรกิจร้านสะดวกซื้อโดนผูกขาดอยู่ด้วยผู้เล่นหลักเพียงคนเดียว นั่นคือ เซเว่น อีเลฟเว่น ของเครือเจริญโภคภัณฑ์ ซึ่งการผูกขาดในธุรกิจย่อมส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคหลายประการ เช่น การขาดอำนาจต่อรองของผู้บริโภค ร้านสะดวกซื้อสมัยเก่า (โชว์ห่วย) ไม่สามารถแข่งขันได้จากการมีต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่า ไม่มีการแข่งขันด้านราคาเนื่องจากไม่มีคู่แข่งที่ทัดเทียมกัน เป็นต้น ดังนั้นการที่บริษัทฯ ได้มาซึ่งกิจการบิ๊กซี ที่มีร้านสะดวกซื้อ มินิบิ๊กซี อยู่ในการครอบครองแล้ว เชื่อว่าจะช่วยลดปัญหาการผูกขาดของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และก้าวขึ้นมาเป็นผู้เล่นคนสำคัญในธุรกิจนี้ได้ในอนาคต ลดการผูกขาดและก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้บริโภคในระยะยาว

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

กรณีศึกษา การเข้าซื้อบริษัท บีคซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน): บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินความคุ้มค่าของการเข้าซื้อกิจการ และผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) ที่เกิดขึ้นจากการเข้าซื้อกิจการ

การประเมินความคุ้มค่าของการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ จัดทำขึ้นเพื่อให้นักลงทุนได้ศึกษาวิธีการประเมินมูลค่าการเข้าซื้อกิจการที่เหมาะสม เพื่อหามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ เพื่อพิจารณาว่าการจ่ายซื้อกิจการในครั้งนี้เป็นมูลค่าที่เหมาะสมหรือไม่ นอกจากนี้ยังประเมินผลประโยชน์ส่วนเพิ่ม (Synergy) ที่เกิดขึ้นในการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ เพื่อให้นักลงทุนประกอบการตัดสินใจลงทุนในอนาคต การศึกษาในครั้งนี้ ใช้วิธีการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดอิสระสำหรับกิจการ (Discounted Free Cash Flow to Firm) ผ่านการตั้งสมมติฐานที่สมเหตุสมผล ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าที่เหมาะสมในการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้คือ 273.47 บาทต่อหุ้น โดยที่มูลค่าที่บริษัทฯ เข้าทำการซื้อจริงคือ 252.88 บาทต่อหุ้น ดังนั้นการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้เป็นการเข้าซื้อกิจการที่คุ้มค่า เนื่องจากเข้าซื้อในราคาต่ำกว่ามูลค่ากิจการที่ควรจะเป็น

ผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดขึ้นในการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ ทำให้เกิดทั้งผลประโยชน์แก่ตัวบริษัทฯ เอง เช่น กิจการมีโอกาสดำเนินการแทนจากการลงทุนที่ตีจากการเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ การประสานผลประโยชน์กับธุรกิจปัจจุบันของบริษัทฯ การเริ่มดำเนินการในธุรกิจใหม่ได้อย่างรวดเร็ว แม้ไม่มีประสบการณ์มาก่อน เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งรายอื่น ๆ การกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ และเป็นการสนับสนุนเป้าหมายหลักในการดำเนินกิจการของบริษัท นั่นคือการเป็นผู้นำในการผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคในกลุ่มภูมิภาคอาเซียน ในด้านผลประโยชน์แก่ผู้บริโภคที่เกิดขึ้น ได้แก่ ผู้บริโภคได้รับสินค้าและบริการในราคาที่ถูกลง และตรงกับความต้องการในแต่ละบุคคลมากขึ้น การเข้าถึงสินค้าและบริการที่มีคุณภาพของลูกค้าในบางพื้นที่ รวมถึงลดการผูกขาดธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ซึ่งจะส่งผลประโยชน์แก่ผู้บริโภคในระยะยาว เมื่อนำผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่กล่าวมาข้างต้นมาวัดมูลค่า โดยเปรียบเทียบของบริษัทฯ ก่อนการเข้าซื้อกิจการและภายหลังเข้าซื้อกิจการ พบว่า การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ก่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่วัดมูลค่าได้เท่ากับ 38,927.25 ล้านบาท โดยเมื่อพิจารณาทั้งสองปัจจัยที่กล่าวไปข้างต้นแล้ว การเข้าซื้อกิจการในครั้งนี้ถือว่า เป็นการเข้าซื้อกิจการที่ประสบความสำเร็จ

## 5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับกรณีศึกษา

กรณีศึกษาชิ้นนี้เป็นประโยชน์อย่างมากต่อผู้ที่สนใจศึกษาเกี่ยวกับการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทต่าง ๆ ทั้งที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยสามารถนำวิธีการศึกษาของกรณีศึกษาชิ้นนี้ไปประยุกต์ใช้กับธุรกรรมการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการอื่น ๆ ที่กำลังจะเกิดขึ้นในอนาคต

นอกจากนี้นักลงทุนยังสามารถนำวิธีการศึกษาในกรณีศึกษาชิ้นนี้มาประเมินความคุ้มค่าของการตัดสินใจเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และนำวิธีการประเมินมูลค่ากิจการและผลประโยชน์ส่วนเพิ่มไปใช้ในการพิจารณาการลงทุนในครั้งต่อ ๆ ไปในอนาคต

## 5.3 ข้อจำกัดของกรณีศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาขั้นต่อไป

เนื่องจากการเข้าซื้อกิจการ บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลทางการเงินในบางรายละเอียด ทำให้ในบางส่วนของการศึกษาครั้งนี้ต้องใช้สมมติฐานของผู้ศึกษาเอง ซึ่งสมมติฐานอาจแตกต่างกันไปในแต่ละรายของผู้ศึกษาและวิธีการประเมินมูลค่าของกิจการ

สำหรับงานศึกษาขั้นต่อไป อาจทำการประเมินความสำเร็จในการตัดสินใจเข้าซื้อกิจการหรือรวบรวมกิจการของบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ เพื่อเปรียบเทียบความเหมือนและความแตกต่างของวิธีการประเมินมูลค่าธุรกิจ

## รายการอ้างอิง

### หนังสือและบทความในหนังสือ

David Harding, Karen Harris, Richard Jackson and Phil Leung. “The renaissance in mergers and acquisitions: What to do with all that cash?” Bain & Company. 13 March 2013.

กิติพงษ์ อรุณพัฒน์พงศ์. “การควบรวมกิจการโอกาสของธุรกิจไทย.” บริษัท เจ เอส ที พับลิชชิ่ง จำกัด. 2550.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. “M&A Merger and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย.”

### บทความหนังสือพิมพ์

กรุงเทพธุรกิจ. “ทำไม...เจ้าสัว'เจริญ' กล้าซื้อ 'บีทีซี' ราคาแพง” ออนไลน์.

<http://www.thansettakij.com/content/30785> (สืบค้นเมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2560).

ฐานเศรษฐกิจ. “ทำไม...เจ้าสัว'เจริญ' กล้าซื้อ 'บีทีซี' ราคาแพง” ออนไลน์.

<http://www.thansettakij.com/content/30785> (สืบค้นเมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2560).

ฐานเศรษฐกิจ. “เจริญ'ปิดดีลซื้อบีทีซี2แสนล้าน 'ปีเจซี'ถือหุ้นเบ็ดเสร็จ 97.94%” ออนไลน์.

<http://www.thansettakij.com/content/31325> (สืบค้นเมื่อวันที่ 17 มีนาคม 2560).

ไทยรัฐ. “บอร์ด ปีเจซี อนุมัติเพิ่มทุน-ออกหุ้นกู้ ระดมจ่ายหนี้ซื้อบีทีซี” ออนไลน์.

<http://www.thansettakij.com/content/30785> (สืบค้นเมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2560).

### วิทยานิพนธ์

กนกทิพย์ จินตโชติกุล (2549). “ศักยภาพการแข่งขันหลังการควบรวมกิจการ: กรณีศึกษาธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน).” มหาวิทยาลัยรามคำแหง

ณัฐนิชา วรพิบูลย์ศักดิ์ (2557). “กรณีศึกษาการเข้าซื้อกิจการคารฟูร(ประเทศไทย): บริษัท บีทีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน).” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประจวบ ศิริรัตน์บุญขจร (2543). “การควบรวมและการครอบงำกิจการ = Mergers and acquisition: กรณีศึกษา บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท ดิจิตอล โฟน จำกัด.” คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เรวัตร์ สมรูป (2551). “การวิเคราะห์ตัวแปรทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายหลังการควบรวมกิจการ.” มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

ประจวบ ศิริรัตน์บุญขจร (2543). “การควบรวมและการครอบงำกิจการ = Mergers and acquisition: กรณีศึกษา บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่นส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท ดิจิตอล โฟน จำกัด.” คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พิมพ์ฉัตรชญา เนยสูงเนิน (2557). “การวิเคราะห์ปัจจัยทางการเงินที่ส่งผลกับการควบรวมกิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สุภาวัฒน์ สมุทรสาคร. (2549). “การควบรวมกิจการจำหน่ายกระแสไฟฟ้า: ศึกษากรณีพื้นที่อำเภอ สัตหีบ จังหวัดชลบุรี.” มหาวิทยาลัยบูรพา

Ratchanan Tantinarawat (2557). “Does Merger and Acquisition Enhance or Destroy Value?: A Study of CP ALL Acquisition of Siam Makro.” Thammasat University

### สื่ออิเล็กทรอนิกส์

“การควบรวมกิจการ กลยุทธ์เสริมความแกร่งให้หน่วยธุรกิจ.” ออนไลน์.

<https://www.l3nr.org/posts/130255> (สืบค้นเมื่อวันที่ 4 เมษายน 2560).

“เบอร์ลี่ ยุคเกอร์เข้าซื้อบิกซี แทนกลุ่ม TCC รุกธุรกิจค้าปลีก.” ออนไลน์.

<http://news.voicetv.co.th/business/325728.html> (สืบค้นเมื่อวันที่ 12 มีนาคม 2560)

### เอกสารอื่น ๆ

บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (2557). รายงานประจำปี 2557. กรุงเทพมหานคร

บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (2558). รายงานประจำปี 2558. กรุงเทพมหานคร

บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (2559). รายงานประจำปี 2559. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2557). รายงานประจำปี 2557. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2558). รายงานประจำปี 2558. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2559). รายงานประจำปี 2559. กรุงเทพมหานคร

บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) (2559). รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ  
เกี่ยวกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ กรณีการเข้าซื้อหุ้นสามัญของบริษัท บีจี ซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์  
จำกัด (มหาชน) และการเข้าซื้อหุ้นสามัญของกิจการที่เกี่ยวข้อง. กรุงเทพมหานคร



ภาคผนวก





ภาคผนวก ก

ข้อมูลสำหรับการประเมินมูลค่าบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

(1ก) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงินของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	2,431.80	2,397.53	17,548.20	27,908.93	39,796.60	52,792.61	67,012.80
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	769.18	414.71	598.32	628.94	661.29	695.47	731.62
ลูกหนี้คู่ค้าและลูกหนี้ร้านค้าเช่า	835.58	1,252.96	1,055.51	1,109.52	1,166.59	1,226.90	1,290.66
สินค้าคงเหลือ	10,918.35	12,131.15	15,233.01	16,012.53	16,836.13	17,706.56	18,626.74
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>15,950.54</b>	<b>17,321.56</b>	<b>73,593.46</b>	<b>79,285.11</b>	<b>98,927.05</b>	<b>120,850.46</b>	<b>144,734.68</b>
อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	16,003.14	16,126.39	16,126.39	16,126.39	16,126.39	16,126.39	16,126.39
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	27,035.90	26,634.07	32,479.82	35,516.08	38,277.81	40,752.07	42,925.09
ค่าความนิยม	26,722.03	26,722.03	26,722.03	26,722.03	26,722.03	26,722.03	26,722.03
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น	146.19	194.24	194.24	194.24	194.24	194.24	194.24
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	826.35	820.52	820.52	820.52	820.52	820.52	820.52
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>76,911.23</b>	<b>76,323.72</b>	<b>82,169.47</b>	<b>85,205.73</b>	<b>87,967.46</b>	<b>90,441.71</b>	<b>92,614.74</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>92,861.77</b>	<b>93,645.28</b>	<b>117,729.70</b>	<b>131,990.85</b>	<b>147,553.27</b>	<b>163,988.46</b>	<b>181,401.76</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

เงินเบิกเกินบัญชี	-	-	12,160.10	15,332.71	18,510.64	21,694.99	24,886.94
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	26,610.21	20,469.65	31,114.25	32,706.47	34,388.71	36,166.61	38,046.13
ส่วนของเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน - ที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	5,675.00	3,300.00	829.17	1,054.01	1,273.53	1,486.63	1,692.13
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>34,818.69</b>	<b>34,723.40</b>	<b>52,858.45</b>	<b>57,848.12</b>	<b>62,927.82</b>	<b>68,103.16</b>	<b>73,380.13</b>
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน - สุทธิจากส่วนที่ถึงกำหนดชำระภายใน	6,300.00	3,000.00	3,316.68	3,386.86	3,210.92	2,789.82	2,125.19
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	11,372.33	8,586.50	8,259.27	8,329.45	8,153.51	7,732.41	7,067.78
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>46,191.02</b>	<b>43,309.91</b>	<b>61,117.72</b>	<b>66,177.57</b>	<b>71,081.33</b>	<b>75,835.57</b>	<b>80,447.91</b>
ทุนจดทะเบียน	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00
ทุนออกจำหน่ายและชำระเต็มมูลค่าแล้ว	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00	8,250.00
ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสามัญ	5,955.65	5,955.65	5,955.65	5,955.65	5,955.65	5,955.65	5,955.65
กำไรสะสม	32,690.24	36,886.00	43,645.56	52,427.86	62,667.52	73,929.46	86,311.41
จัดสรรแล้ว - สํารองตามกฎหมาย	901.96	901.96	901.96	901.96	901.96	901.96	901.96
ยังไม่ได้จัดสรร	31,788.28	35,984.04	42,743.60	51,525.90	61,765.56	73,027.50	85,409.45
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>46,670.75</b>	<b>50,335.37</b>	<b>56,192.98</b>	<b>64,975.27</b>	<b>75,214.93</b>	<b>86,476.87</b>	<b>98,858.83</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>92,861.77</b>	<b>93,645.28</b>	<b>117,729.70</b>	<b>131,990.85</b>	<b>147,553.27</b>	<b>163,988.46</b>	<b>181,401.76</b>

(2ก) ประมาณการงบกำไรขาดทุนของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้รวม	133,709.00	120,918.00	128,683.44	135,268.61	142,226.10	149,579.18	157,352.58
ต้นทุนขายและบริการ	(103,173.99)	(91,540.61)	(98,180.48)	(102,663.37)	(108,061.75)	(113,768.41)	(119,802.63)
กำไรขั้นต้น	30,535.01	29,377.39	30,502.96	32,605.23	34,164.34	35,810.77	37,549.95
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(21,334.58)	(21,182.59)	(21,262.01)	(21,059.15)	(20,781.11)	(21,149.26)	(21,503.04)
กำไรก่อนภาษีเงินได้และต้นทุนทางการเงิน	9,200.43	8,194.80	9,240.95	11,546.08	13,383.24	14,661.51	16,046.91
ต้นทุนทางการเงิน	(677.00)	(491.00)	(791.50)	(568.21)	(583.66)	(584.08)	(569.47)
ภาษีเงินได้	(1,621.00)	(1,322.00)	(1,689.89)	(2,195.57)	(2,559.91)	(2,815.49)	(3,095.49)
<b>กำไรสุทธิสำหรับปี</b>	<b>6,902.43</b>	<b>6,381.80</b>	<b>6,759.56</b>	<b>8,782.30</b>	<b>10,239.66</b>	<b>11,261.94</b>	<b>12,381.95</b>

(3ก) ประมาณการงบกระแสเงินสดของบริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน</b>							
กำไรก่อนภาษี	8,523.12	7,703.76	8,449.45	10,977.87	12,799.57	14,077.43	15,477.44
รายการปรับกระทบยอดกำไรก่อนภาษีเป็นเงินสดรับ (จ่าย) จากกิจกรรมดำเนินงาน							
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	3,773.28	3,859.63	4,378.33	4,567.71	4,752.60	4,932.10	5,105.19
ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	656.98	470.78	791.50	568.21	583.66	584.08	569.47
สินทรัพย์ดำเนินงาน (เพิ่มขึ้น) ลดลง							
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	(8.50)	351.78	(183.61)	(30.62)	(32.35)	(34.19)	(36.14)
ลูกหนี้คู่ค้าและลูกหนี้ร้านค้าเช่า	1,961.46	(371.91)	197.45	(54.01)	(57.07)	(60.31)	(63.76)
สินค้าคงเหลือ	589.12	(1,210.65)	(3,101.86)	(779.52)	(823.60)	(870.43)	(920.18)
หนี้สินดำเนินงานเพิ่มขึ้น (ลดลง)							
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	(1,810.25)	(6,702.39)	10,644.60	1,592.22	1,682.24	1,777.89	1,879.52
เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	14,031.97	4,424.15	21,175.87	16,841.86	18,905.07	20,406.58	22,011.54
จ่ายดอกเบี้ย	(860.54)	(475.31)	(791.50)	(568.21)	(583.66)	(584.08)	(569.47)
จ่ายภาษีเงินได้	(1,764.31)	(1,467.38)	(1,689.89)	(2,195.57)	(2,559.91)	(2,815.49)	(3,095.49)
<b>เงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน</b>	<b>11,387.18</b>	<b>2,463.41</b>	<b>18,694.48</b>	<b>14,078.07</b>	<b>15,761.49</b>	<b>17,007.01</b>	<b>18,346.58</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน</b>							
ซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์และอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	(4,461.12)	(2,915.98)	(3,860.50)	(3,787.52)	(3,697.88)	(3,589.90)	(3,461.76)
<b>เงินสดสุทธิใช้ไปในกิจกรรมลงทุน</b>	<b>(5,575.76)</b>	<b>(3,320.30)</b>	<b>(3,860.50)</b>	<b>(3,787.52)</b>	<b>(3,697.88)</b>	<b>(3,589.90)</b>	<b>(3,461.76)</b>
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน</b>							
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น (ลดลง)	(6,000.00)	6,555.00	1,145.85	1,124.19	1,097.58	1,065.53	1,027.50
ชำระคืนเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	(6,675.00)	(5,675.00)	(829.17)	(1,054.01)	(1,273.53)	(1,486.63)	(1,692.13)
<b>เงินสดสุทธิจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมจัดหาเงิน</b>	<b>(14,857.25)</b>	<b>703.00</b>	<b>316.68</b>	<b>70.18</b>	<b>(175.94)</b>	<b>(421.10)</b>	<b>(664.63)</b>
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเลดลงสุทธิ</b>	<b>(9,045.83)</b>	<b>(153.88)</b>	14,731.66	9,941.73	11,468.67	12,577.01	13,801.18
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันต้นปี	11,477.63	2,431.80	2,397.53	17,129.19	27,070.92	38,539.59	51,116.59
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันสิ้นปี</b>	<b>2,431.80</b>	<b>2,397.53</b>	<b>17,129.19</b>	<b>27,070.92</b>	<b>38,539.59</b>	<b>51,116.59</b>	<b>64,917.78</b>

ภาคผนวก ข

ข้อมูลสำหรับการประเมินมูลค่าบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการ

(1ข) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงินของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	1,130.36	2,252.27	3,893.35	7,256.95	10,866.40	12,307.25	17,712.15
ลูกหนี้การค้า	8,626.57	8,635.24	8,852.19	9,313.83	9,900.07	10,527.01	11,206.25
ลูกหนี้อื่น	1,144.11	1,303.83	1,336.58	1,406.28	1,494.80	1,589.46	1,692.02
สินค้าคงเหลือ	7,243.64	7,497.17	7,652.94	8,008.43	8,524.81	9,077.31	9,676.28
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>18,380.32</b>	<b>19,804.14</b>	<b>21,850.70</b>	<b>26,101.13</b>	<b>30,901.72</b>	<b>33,616.67</b>	<b>40,402.34</b>
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	18,589.28	22,536.78	25,887.27	27,017.52	27,829.76	29,285.31	30,793.55
ค่าความนิยม	2,187.54	2,187.54	2,187.54	2,187.54	2,187.54	2,187.54	2,187.54
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น	714.80	714.80	714.80	714.80	714.80	714.80	714.80
สินทรัพย์ภายใต้การตัดบัญชี	557.53	557.53	557.53	557.53	557.53	557.53	557.53
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	281.29	281.29	281.29	281.29	281.29	281.29	281.29
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>26,320.24</b>	<b>30,267.74</b>	<b>33,618.23</b>	<b>33,618.23</b>	<b>33,618.23</b>	<b>33,618.23</b>	<b>33,618.23</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>44,700.56</b>	<b>50,071.88</b>	<b>55,468.93</b>	<b>59,719.36</b>	<b>64,519.95</b>	<b>67,234.90</b>	<b>74,020.58</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

เงินเบิกเกินบัญชี	-	3,089.41	5,299.05	6,378.45	7,775.85	8,529.95	9,231.35
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	3,668.38	3,668.38	3,668.38	3,668.38	3,668.38	3,668.38	3,668.38
เจ้าหนี้การค้า	4,787.68	4,827.05	4,927.34	5,156.23	5,488.70	5,844.42	6,230.07
เจ้าหนี้อื่น	2,766.65	2,861.46	2,920.91	3,056.60	3,253.68	3,464.56	3,693.17
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	2,853.04	2,434.36	2,185.20	2,355.58	2,613.97	906.21	1,154.79
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>15,313.49</b>	<b>17,118.63</b>	<b>19,238.86</b>	<b>20,853.22</b>	<b>23,038.55</b>	<b>22,651.50</b>	<b>24,215.73</b>
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	7,454.03	7,944.86	7,751.22	6,560.93	5,057.29	3,735.24	4,221.31
หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี	463.82	463.82	463.82	463.82	463.82	463.82	463.82
ภาระผูกพันผลประโยชน์พนักงาน	603.85	603.85	603.85	603.85	603.85	603.85	603.85
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	115.00	115.00	115.00	115.00	115.00	115.00	115.00
<b>รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน</b>	<b>8,636.70</b>	<b>9,127.53</b>	<b>8,933.90</b>	<b>7,743.60</b>	<b>6,239.96</b>	<b>4,917.91</b>	<b>5,403.98</b>
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>23,950.19</b>	<b>26,246.17</b>	<b>28,172.76</b>	<b>28,596.82</b>	<b>29,278.51</b>	<b>27,569.41</b>	<b>29,619.71</b>
ทุนจดทะเบียน							
หุ้นสามัญ 2,014,389,444 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 1 บาท	2,014.39	2,014.39	2,014.39	2,014.39	2,014.39	2,014.39	2,014.39
ทุนที่ออกและชำระแล้ว							
หุ้นสามัญ 1,592,221,000 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 1 บาท ชำระครบแล้ว	1,592.22	1,592.22	1,592.22	1,592.22	1,592.22	1,592.22	1,592.22
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,952.39	3,952.39	3,952.39	3,952.39	3,952.39	3,952.39	3,952.39
กำไรสะสม							
จัดสรรแล้ว							
ทุนสำรองตามกฎหมาย	201.44	201.44	201.44	201.44	201.44	201.44	201.44
ทุนสำรองเพื่อขยายกิจการ	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40
ยังไม่ได้จัดสรร	11,776.84	14,852.18	18,322.64	22,149.02	26,267.90	30,691.96	35,427.33
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>20,750.37</b>	<b>23,825.71</b>	<b>27,296.17</b>	<b>31,122.55</b>	<b>35,241.43</b>	<b>39,665.49</b>	<b>44,400.86</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>44,700.56</b>	<b>50,071.88</b>	<b>55,468.93</b>	<b>59,719.36</b>	<b>64,519.95</b>	<b>67,234.90</b>	<b>74,020.58</b>

(2ข) ประมาณการงบกำไรขาดทุนของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้รวม	44,509.22	46,067.79	47,225.18	49,687.96	52,815.50	56,160.12	59,783.79
ต้นทุนขายและบริการ	(33,071.26)	(34,131.58)	(34,840.74)	(36,459.16)	(38,810.02)	(41,325.34)	(44,052.20)
กำไรขั้นต้น	11,437.96	11,936.21	12,384.45	13,228.79	14,005.48	14,834.78	15,731.59
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(7,179.39)	(7,231.42)	(7,286.95)	(7,675.61)	(8,170.53)	(8,700.07)	(9,274.15)
กำไรก่อนภาษีเงินได้และต้นทุนทางการเงิน	4,258.56	4,704.79	5,097.50	5,553.18	5,834.95	6,134.71	6,457.44
ต้นทุนทางการเงิน	(492.51)	(860.61)	(759.42)	(770.21)	(686.33)	(604.64)	(538.23)
ภาษีเงินได้	(400.07)	(768.84)	(867.62)	(956.59)	(1,029.72)	(1,106.01)	(1,183.84)
กำไรสุทธิสำหรับปี	3,365.98	3,075.34	3,470.46	3,826.38	4,118.89	4,424.06	4,735.37



(3ข) ประมาณการงบกระแสเงินสดของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ก่อนการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน</b>							
กำไรก่อนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	3,853.15	3,844.18	4,338.08	4,782.97	5,148.61	5,530.07	5,919.21
รายการปรับปรุง							
ค่าเสื่อมราคา	2,018.27	2,230.52	2,422.52	2,507.77	2,580.77	2,691.47	2,810.77
ต้นทุนทางการเงิน	492.51	860.61	759.42	770.21	686.33	604.64	538.23
หนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ (กลับรายการ)	30.87	30.87	30.87	30.87	30.87	30.87	30.87
ขาดทุนจากสินค้าล้าสมัยและเคลื่อนไหวช้า (กลับรายการ)	59.48	59.48	59.48	59.48	59.48	59.48	59.48
ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน	150.24	150.24	150.24	150.24	150.24	150.24	150.24
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน							
ลูกหนี้การค้า	(679.53)	(8.67)	(216.95)	(461.64)	(586.25)	(626.94)	(679.24)
ลูกหนี้อื่น	41.37	(159.72)	(32.76)	(69.70)	(88.52)	(94.66)	(102.56)
สินค้าคงเหลือ	145.13	(253.53)	(155.77)	(355.50)	(516.38)	(552.50)	(598.97)
เจ้าหนี้การค้า	12.06	39.37	100.29	228.89	332.47	355.73	385.65
เจ้าหนี้อื่น	107.69	94.81	59.45	135.68	197.09	210.87	228.61
เงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน	5,139.89	6,924.21	7,550.91	7,815.31	8,030.76	8,395.31	8,778.32
จ่ายภาษีเงินได้	(446.71)	(768.84)	(867.62)	(956.59)	(1,029.72)	(1,106.01)	(1,183.84)
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน</b>	<b>4,693.18</b>	<b>6,155.37</b>	<b>6,683.30</b>	<b>6,858.72</b>	<b>7,001.04</b>	<b>7,289.30</b>	<b>7,594.48</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน</b>							
เงินสดจ่ายซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	(1,705.09)	(4,245.00)	(3,840.00)	(1,705.00)	(1,460.00)	(2,214.00)	(2,386.00)
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมลงทุน</b>	<b>(1,611.05)</b>	<b>(4,245.00)</b>	<b>(3,840.00)</b>	<b>(1,705.00)</b>	<b>(1,460.00)</b>	<b>(2,214.00)</b>	<b>(2,386.00)</b>
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน</b>							
จ่ายต้นทุนทางการเงิน	(508.77)	(860.61)	(759.42)	(770.21)	(686.33)	(604.64)	(538.23)
เงินสดรับจากเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	21,377.89	(418.68)	(249.16)	170.39	258.38	(1,707.76)	-
เงินสดรับจากเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	7,100.63	2,477.05	2,240.72	994.90	851.94	1,291.92	1,392.28
ชำระคืนเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	(4,599.06)	(1,986.21)	(2,434.36)	(2,185.20)	(2,355.58)	(2,613.97)	(906.21)
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมจัดหาเงิน</b>	<b>(3,151.07)</b>	<b>(788.46)</b>	<b>(1,202.22)</b>	<b>(1,790.11)</b>	<b>(1,931.59)</b>	<b>(3,634.44)</b>	<b>196.42</b>
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิ</b>	<b>(68.94)</b>	1,121.91	1,641.08	3,363.60	3,609.44	1,440.85	5,404.90
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันที่ 1 มกราคม	1,123.40	1,130.36	2,252.27	3,893.35	7,256.95	10,866.40	12,307.25
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันที่ 31 ธันวาคม</b>	<b>1,130.36</b>	<b>2,252.27</b>	<b>3,893.35</b>	<b>7,256.95</b>	<b>10,866.40</b>	<b>12,307.25</b>	<b>17,712.15</b>

ภาคผนวก ค

ข้อมูลสำหรับการประเมินมูลค่าบริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หลังการเข้าซื้อกิจการ

(1ค) ประมาณการงบแสดงฐานะการเงินของบริษัท เบอร์ลี่ ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หลังการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	1,130.36	3,485.93	19,731.81	35,071.63	28,407.76	26,617.03	23,379.97
ลูกหนี้การค้า	8,626.57	8,355.08	10,273.95	10,815.32	11,392.26	12,009.52	12,644.05
ลูกหนี้อื่น	1,144.11	2,966.94	3,648.35	3,840.59	4,045.46	4,264.66	4,489.98
ลูกหนี้คู่ค้าและลูกหนี้ร้านค้าเช่า	-	1,226.24	1,507.87	1,587.32	1,671.99	1,762.59	1,855.71
สินค้าคงเหลือ	7,243.64	19,882.41	23,371.67	24,632.22	25,840.73	27,306.70	28,625.68
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	115.63	71.82	71.82	71.82	71.82	71.82	71.82
<b>รวมสินทรัพย์หมุนเวียน</b>	<b>18,380.32</b>	<b>35,993.21</b>	<b>58,605.46</b>	<b>76,018.90</b>	<b>71,430.03</b>	<b>72,032.31</b>	<b>71,067.22</b>
เงินลงทุนในบริษัทร่วม	84.48	87.48	87.48	87.48	87.48	87.48	87.48
เงินลงทุนในการร่วมค้า	3,313.43	3,535.19	3,535.19	3,535.19	3,535.19	3,535.19	3,535.19
อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	112.62	16,233.18	16,233.18	16,233.18	16,233.18	16,233.18	16,233.18
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	18,589.28	46,125.80	49,651.12	54,868.92	60,092.76	65,330.42	70,569.99
ค่าความนิยม	2,187.54	191,275.39	191,275.39	191,275.39	191,275.39	191,275.39	191,275.39
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น	714.80	898.35	898.35	898.35	898.35	898.35	898.35
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	281.29	595.10	595.10	595.10	595.10	595.10	595.10
<b>รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน</b>	<b>26,320.24</b>	<b>265,850.13</b>	<b>269,375.45</b>	<b>269,375.45</b>	<b>269,375.45</b>	<b>269,375.45</b>	<b>269,375.45</b>
<b>รวมสินทรัพย์</b>	<b>44,700.56</b>	<b>301,843.34</b>	<b>327,980.91</b>	<b>345,394.35</b>	<b>340,805.48</b>	<b>341,407.76</b>	<b>340,442.67</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

เงินเบิกเกินบัญชี	-	-	11,278.83	13,094.37	13,253.81	13,367.97	12,431.67
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	3,668.38	15,966.49	15,966.49	15,966.49	15,966.49	15,966.49	15,966.49
เจ้าหนี้การค้า	4,787.68	21,651.91	25,451.72	26,824.46	28,140.52	29,736.96	31,173.33
เจ้าหนี้อื่น	2,766.65	8,834.70	10,385.14	10,945.27	11,482.27	12,133.67	12,719.75
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	2,853.04	4,674.72	6,338.77	7,839.83	9,422.23	11,088.24	4,508.52
หุ้นกู้ที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	999.77	-	-	22,000.00	17,920.00	12,050.00	-
<b>รวมหนี้สินหมุนเวียน</b>	<b>15,313.49</b>	<b>51,851.47</b>	<b>70,091.37</b>	<b>97,340.84</b>	<b>96,855.75</b>	<b>95,013.75</b>	<b>77,470.18</b>
เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	7,454.03	49,440.79	49,941.95	50,728.43	50,393.93	48,883.69	46,125.49
หุ้นกู้	-	81,920.71	81,920.71	59,920.71	42,000.71	29,950.71	29,950.71
<b>รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน</b>	<b>8,636.70</b>	<b>138,134.44</b>	<b>138,420.72</b>	<b>117,207.19</b>	<b>98,952.70</b>	<b>85,392.46</b>	<b>82,634.26</b>
<b>รวมหนี้สิน</b>	<b>23,950.19</b>	<b>189,985.92</b>	<b>208,512.09</b>	<b>214,548.04</b>	<b>195,808.45</b>	<b>180,406.21</b>	<b>160,104.43</b>
ทุนจดทะเบียน							
หุ้นสามัญ 4,053,955,000 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 1 บาท	-	4,053.96	4,053.96	4,053.96	4,053.96	4,053.96	4,053.96
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว							
หุ้นสามัญ 3,989,524,299 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 1 บาท ชำระครบแล้ว	-	3,989.52	3,989.52	3,989.52	3,989.52	3,989.52	3,989.52
เงินรับล่วงหน้าค่าหุ้น	-	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81	22.81
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,952.39	85,045.04	85,045.04	85,045.04	85,045.04	85,045.04	85,045.04
กำไรสะสม							
จัดสรรแล้ว							
ทุนสำรองตามกฎหมาย	201.44	405.40	405.40	405.40	405.40	405.40	405.40
ทุนสำรองเพื่อขยายกิจการ	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40	87.40
ยังไม่ได้จัดสรร	11,776.84	14,186.72	21,798.12	33,175.61	47,326.33	63,330.85	82,667.53
<b>รวมส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>20,750.37</b>	<b>111,857.43</b>	<b>119,468.83</b>	<b>130,846.31</b>	<b>144,997.03</b>	<b>161,001.55</b>	<b>180,338.24</b>
<b>รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>44,700.56</b>	<b>301,843.34</b>	<b>327,980.91</b>	<b>345,394.35</b>	<b>340,805.48</b>	<b>341,407.76</b>	<b>340,442.67</b>

(2ค) ประมาณการงบกำไรขาดทุนของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หลังการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
รายได้รวม	44,509.22	137,597.68	169,199.14	178,114.72	187,616.24	197,781.70	208,231.66
ต้นทุนขายและบริการ	(33,071.26)	(102,769.45)	(120,804.98)	(127,320.59)	(133,567.22)	(141,144.61)	(147,962.23)
กำไรขั้นต้น	11,437.96	34,828.23	48,394.16	50,794.13	54,049.02	56,637.08	60,269.43
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(7,179.39)	(23,530.80)	(28,203.50)	(28,936.50)	(29,681.61)	(29,520.44)	(29,203.07)
กำไรก่อนภาษีเงินได้และต้นทุนทางการเงิน	4,258.56	11,297.43	20,190.66	21,857.63	24,367.41	27,116.64	31,066.36
ต้นทุนทางการเงิน	(492.51)	(5,202.83)	(10,676.41)	(7,635.77)	(6,679.01)	(7,110.99)	(6,895.50)
ภาษีเงินได้	(400.07)	(1,245.59)	(1,902.85)	(2,844.37)	(3,537.68)	(4,001.13)	(4,834.17)
กำไรสุทธิสำหรับปี	3,365.98	4,849.02	7,611.40	11,377.49	14,150.72	16,004.52	19,336.69

(3ค) ประมาณการงบกระแสเงินสดของบริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) หลังการเข้าซื้อกิจการ

(หน่วย: ล้านบาท)

	2558A	2559A	2560F	2561F	2562F	2563F	2564F
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน</b>							
กำไรก่อนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้	3,853.15	6,276.06	18,287.81	19,013.26	20,829.73	23,115.51	26,232.19
รายการปรับปรุง							
ค่าเสื่อมราคา	2,018.27	4,826.93	5,165.33	5,610.62	6,079.66	6,574.11	7,094.69
ค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและสิทธิการเช่า	123.15	510.05	510.05	510.05	510.05	510.05	510.05
ต้นทุนทางการเงิน	492.51	5,202.83	10,676.41	7,635.77	6,679.01	7,110.99	6,895.50
การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน							
ลูกหนี้การค้า	(679.53)	392.29	(1,918.87)	(541.36)	(576.94)	(617.26)	(634.53)
ลูกหนี้อื่น	41.37	(314.65)	(681.40)	(192.24)	(204.88)	(219.19)	(225.33)
ลูกหนี้คู่ค้าและลูกหนี้ร้านค้าเช่า	(1,642.85)	(103.50)	(281.63)	(79.45)	(84.68)	(90.59)	(93.13)
สินค้าคงเหลือ	145.13	471.65	(3,489.26)	(1,260.55)	(1,208.51)	(1,465.97)	(1,318.98)
เจ้าหนี้การค้า	(1,507.79)	410.67	3,799.80	1,372.74	1,316.07	1,596.44	1,436.37
เจ้าหนี้อื่น	107.69	169.11	1,550.45	560.12	537.00	651.40	586.08
เงินสดได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน	5,139.89	19,757.33	33,427.90	32,438.16	33,685.73	36,974.71	40,292.13
จ่ายภาษีเงินได้	(446.71)	(1,819.79)	(1,902.85)	(2,844.37)	(3,537.68)	(4,001.13)	(4,834.17)
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมดำเนินงาน</b>	<b>4,693.18</b>	<b>17,937.54</b>	<b>31,525.05</b>	<b>29,593.79</b>	<b>30,148.05</b>	<b>32,973.58</b>	<b>35,457.96</b>

(หน่วย: ล้านบาท)

<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน</b>							
เงินสดจ่ายซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	(1,705.09)	(5,072.06)	(6,767.97)	(8,905.74)	(9,380.81)	(9,889.08)	(10,411.58)
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมลงทุน</b>	<b>(1,611.05)</b>	<b>(208,512.19)</b>	<b>(6,767.97)</b>	<b>(8,905.74)</b>	<b>(9,380.81)</b>	<b>(9,889.08)</b>	<b>(10,411.58)</b>
<b>กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน</b>							
จ่ายต้นทุนทางการเงิน	(508.77)	(4,661.09)	(10,676.41)	(7,635.77)	(6,679.01)	(7,110.99)	(6,895.50)
เงินสดรับจากเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	21,377.89	111,205.75	1,664.05	1,501.07	1,582.40	1,666.01	-
ชำระคืนเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	(23,542.51)	(108,284.36)	-	-	-	-	(6,579.72)
เงินสดรับจากเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	7,100.63	67,873.16	5,414.87	7,125.24	7,505.34	7,912.00	8,330.03
ชำระคืนเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน	(4,599.06)	(35,328.87)	(4,913.72)	(6,338.77)	(7,839.83)	(9,422.23)	(11,088.24)
เงินสดรับจากการออกหุ้นกู้	-	82,000.00	-	-	-	-	-
จ่ายเงินไถ่ถอนหุ้นกู้	(1,900.00)	(1,000.00)	-	-	(22,000.00)	(17,920.00)	(12,050.00)
เงินสดรับจากการเพิ่มทุนหุ้นสามัญสุทธิ	-	83,070.02	-	-	-	-	-
<b>เงินสดสุทธิได้มาจาก (ใช้ไปใน) กิจกรรมจัดหาเงิน</b>	<b>(3,151.07)</b>	<b>192,912.19</b>	<b>(8,511.21)</b>	<b>(5,348.22)</b>	<b>(27,431.11)</b>	<b>(24,875.23)</b>	<b>(28,283.43)</b>
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง) สุทธิ</b>	<b>(68.94)</b>	<b>2,337.53</b>	<b>16,245.87</b>	<b>15,339.83</b>	<b>(6,663.87)</b>	<b>(1,790.73)</b>	<b>(3,237.06)</b>
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันที่ 1 มกราคม	1,123.40	1,130.36	3,485.93	19,731.81	35,071.63	28,407.76	26,617.03
<b>เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันที่ 31 ธันวาคม</b>	<b>1,130.36</b>	<b>3,485.93</b>	<b>19,731.81</b>	<b>35,071.63</b>	<b>28,407.76</b>	<b>26,617.03</b>	<b>23,379.97</b>

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นายพนธ์ สิริโชติกุล

วันเดือนปีเกิด

21 มกราคม พ.ศ. 2537

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

