

รายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
เกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์

โดย

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)



จัดทำโดย

บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)



20 พฤษภาคม 2556

สารบัญ

	หน้า
1. ลักษณะและรายละเอียดของสินทรัพย์ที่เข้าทำรายการ	1
ลักษณะการเข้าทำรายการ	
1.1 คู่กรณีที่เกี่ยวข้องในการทำรายการ	1
1.2 ขนาดรายการ	2
1.3 รายละเอียดของสินทรัพย์ที่จะซื้อ	3
1.4 รายละเอียดของบริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)	4
1.5 โครงสร้างการถือหุ้นหลังการเข้าซื้อหุ้น	8
1.6 เงื่อนไขบังคับก่อนที่สำคัญ	9
1.7 มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน	9
1.8 แหล่งที่มาของเงินทุน	10
2. ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน	11
2.1 ภาพรวมภาวะอุตสาหกรรม	11
2.2 อุตสาหกรรมค้าปลีกและขายส่ง	13
3. เหตุผลในการเข้าซื้อหุ้นและนโยบายในการดำเนินงานหลังจากการเข้าซื้อ	17
3.1 เหตุผลในการเข้าซื้อหุ้นและนโยบายในการดำเนินงานหลังจากการเข้าซื้อ	17
3.2 ประโยชน์จากการเข้าทำรายการ	18
3.3 ผลกระทบต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นจากการเข้าทำรายการ	20
4. เงื่อนไขและความเป็นธรรมของราคาเสนอซื้อ	25
4.1 วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)	26
4.2 ค่าเฉลี่ยราคาตลาดย้อนหลัง (Historical Market Price Approach)	27
4.3 วิธีการเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียง (Market Comparables Approach)	28
4.4 วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)	41
4.5 วิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่น (Precedent Transaction Comparable Approach)	48
4.6 บทรวมประมาณการโดยนักวิเคราะห์ (Research Analyst Consensus)	50
สรุปผลการประเมินมูลค่าหุ้น Makro	51
5. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการลงมติของผู้ถือหุ้น	53

วันที่ 20 พฤษภาคม 2556

เรื่อง ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์โดยบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

เรียน ผู้ถือหุ้น บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

เมื่อวันที่ 22 เมษายน 2556 ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) ครั้งที่ 3/2556 มีมติอนุมัติให้บริษัทดำเนินการเข้าซื้อหุ้น บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) (“Makro” หรือ “บริษัทเป้าหมาย”) โดยเข้าซื้อหุ้นใน Makro บริษัท สยามแม็คโคร โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด (“Makro Holding”) และ บริษัท โอเอชที จำกัด (“OHT”) รวมเป็นหุ้นของ Makro ที่จะได้มาทั้งทางตรงและทางอ้อม เป็นจำนวน 154,429,500 หุ้น คิดเป็นจำนวนร้อยละ 64.35 และเข้าลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้นข้างต้น กับ บริษัท เอสเอชวี เนเธอร์แลนด์ บี.วี. (“SHV”) ตามรูปแบบ ข้อตกลง และเงื่อนไขที่คู่สัญญาได้ตกลงร่วมกัน นอกจากการเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดดังกล่าวบริษัทยังได้มาซึ่งสิทธิในการใช้ทรัพย์สินทางปัญญา (“IP”) และสิทธิในการใช้เทคโนโลยีสารสนเทศ (“IT”) นอกจากนี้ คณะกรรมการบริษัทยังได้มีมติอนุมัติให้ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ Makro (“คำเสนอซื้อหลักทรัพย์”)

วันที่ 23 เมษายน 2556 บริษัทได้เข้าลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน (“สัญญาซื้อขายหุ้น” หรือ “SPA”) กับบริษัท เอสเอชวี เนเธอร์แลนด์ บี.วี. (“SHV”) ดังนั้นภายใต้ความสำเร็จของเงื่อนไขตามที่ระบุไว้ในสัญญาซื้อขายหุ้น บริษัทจะถือหุ้นใน Makro ทั้งทางตรงและทางอ้อมจำนวน 154,429,500 หุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราประมาณร้อยละ 64.35 ของจำนวนหุ้นที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของ Makro ที่ราคาหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ณ อัตราแลกเปลี่ยน 28.6181 บาทต่อ 1.0 เหรียญสหรัฐ ซึ่งเป็นอัตราที่คู่สัญญาตกลงกันตามสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน นอกจากการเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดดังกล่าว บริษัทยังได้มาซึ่งสิทธิในการใช้ทรัพย์สินทางปัญญา (“IP”) และสิทธิในการใช้เทคโนโลยีสารสนเทศ (“IT”) มูลค่ารวมของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้น รวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ประมาณ 121,536 ล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 4,247 ล้านเหรียญสหรัฐ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการลงวันที่ 13 พฤษภาคม 2554 และได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม กำหนดให้มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ บริษัทจึงต้องมีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ Makro ตามหลักเกณฑ์ของการเข้ามามีอำนาจควบคุมอย่างมีนัยสำคัญในนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของกิจการอยู่ก่อนแล้ว (Chain Principle) และการได้หุ้นของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Mandatory Tender Offer)

การเข้าซื้อหุ้นของ Makro ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวจัดเป็นรายการการได้มาซึ่งทรัพย์สินประเภทที่ 1 เมื่อคำนวณขนาดของรายการตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนซึ่งเป็นเกณฑ์ที่ได้ผลลัพธ์เป็นมูลค่าสูงสุด ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน ลงวันที่ 31 สิงหาคม 2551 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 ลงวันที่ 29 ตุลาคม 2547 (“ประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป”) ซึ่งกำหนดให้บริษัทมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามสารสนเทศเกี่ยวกับการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด

(มหาชน) ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ และจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติการซื้อหุ้นดังกล่าว โดยมีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่อนุมัติการซื้อหุ้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย แต่การเข้าซื้อหุ้นของ Makro ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT นี้ ไม่จัดเป็นรายการประเภทการเข้าจดทะเบียนทางอ้อม (Back Door Listing) บริษัทจึงไม่มีหน้าที่ที่จะต้องยื่นขออนุญาตจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัท เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์อีกครั้งหนึ่ง

นอกจากนี้ การเข้าซื้อหุ้นซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวยังถือเป็นรายการการซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นมาเป็นของบริษัท ตามมาตรา 107(2)(ข) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ.2535 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) ซึ่งกำหนดให้บริษัท มีหน้าที่ จัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติการรับโอนธุรกิจโดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่อนุมัติการซื้อหุ้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่ได้มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียพิเศษ

อย่างไรก็ตาม การเข้าซื้อหุ้นซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวไม่ถือเป็นการเข้าทำรายการระหว่างบริษัท กับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ดังนั้น จึงไม่ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกัน ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม 2551 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ.2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน 2546 และได้แก้ไขเพิ่มเติม

บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“MBKET”) ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของบริษัท (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ” หรือ “IFA”) ได้ทำการสอบถามข้อมูล ระหว่างวันที่ 26 เมษายน 2556 ถึงวันที่ 10 พฤษภาคม 2556 โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ยึดถือข้อมูลที่บริษัทและ Makro ได้มีการเปิดเผยต่อสาธารณะหรือจัดทำให้แก่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ รวมถึงข้อมูลบริษัท งบการเงิน ข้อมูลสาธารณะ ประมาณการทางการเงินและแผนธุรกิจ ที่จัดทำโดยฝ่ายบริหารของบริษัท และข้อมูลอื่น ๆ นอกเหนือจากที่กล่าวไปข้างต้น นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังได้ตั้งข้อสมมติฐานและยึดถือตามข้อมูลที่ได้รับระหว่างการสัมภาษณ์ฝ่ายบริหารของบริษัท ซึ่งได้รวมถึงข้อมูล ประมาณการ และความเห็นของฝ่ายบริหารบริษัทต่อธุรกิจและฐานะทางการเงินของ Makro ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ตรวจสอบ (Due Diligence) สัญญาซื้อขายหุ้นที่ได้ลงนามโดยบริษัทกับ SHV อย่างไรก็ตามในการจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ข้อมูลและเอกสารดังกล่าวอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ข้อมูลเอกสารมีความถูกต้องและครบถ้วน ในขณะที่ SPA อยู่บนสมมติฐานที่ว่า SPA มีผลบังคับใช้และมีผลทางกฎหมาย โดยไม่มีข้อสงสัยอื่นใดที่ส่งผลกระทบต่อความมีนัยสำคัญต่อความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่มีเหตุอันควรสงสัยว่า ข้อมูลดังกล่าวขาดความถูกต้องและความครบถ้วนในสาระสำคัญอันจะส่งผลกระทบต่อความมีนัยสำคัญต่อการวิเคราะห์ข้อมูล นอกเหนือจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้ทำการตีราคาหรือประเมินมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินของ Makro ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้เป็นผู้เข้าร่วมในการเจรจาหรือเป็นที่ปรึกษาให้แก่ CPALL ซึ่งมีบริษัทอื่นเป็นที่ปรึกษาทางการเงินและที่ปรึกษาด้านต่างๆ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่มีเหตุอันควรให้สงสัยว่าสมมติฐานที่จัดทำขึ้นไม่มีความถูกต้อง หรือไม่เป็นข้อมูลปัจจุบัน หรือไม่สะท้อนความเห็นของฝ่ายบริหารของบริษัท นอกเหนือจากสมมติฐานดังกล่าว รายงานของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังจัดทำขึ้นภายใต้เงื่อนไขทางเศรษฐกิจและปัจจัยอื่นๆที่เป็นไปในขณะที่จัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเท่านั้น ดังนั้น ภายใต้สถานการณ์ที่เงื่อนไขทางเศรษฐกิจและปัจจัยที่มีความสำคัญอาจเปลี่ยนแปลงหลังจากการศึกษาเพื่อจัดทำรายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ที่ปรึกษาทางการเงิน

เงินอิสระจะไม่สามารถประเมินผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลง และไม่มีภาวะผูกพันในการปรับปรุง หรือทบทวนหรือยืนยันข้อมูลในรายงานให้เป็นปัจจุบัน นอกเหนือจากสมมติฐานดังกล่าวความเห็นของปรึกษาทางการเงินอิสระจัดทำภายใต้การวิเคราะห์ทางการเงินเท่านั้น และไม่ได้รับการประเมินมูลค่าด้าน การประกอบธุรกิจ กฎหมาย ภาษี และปัจจัยอื่นซึ่งอาจเกิดขึ้นจากผลการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ได้รวมถึงการประเมินราคาของ Makro ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ปัจจัยดังกล่าวอยู่นอกเหนือจากขอบเขตของการสอบทานข้อมูลและไม่ได้อยู่ภายใต้ข้อตกลงเกี่ยวกับการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่เกี่ยวข้องกับวัตถุประสงค์ในการลงทุน การเงิน ความเสี่ยง ภาษีหรือข้อจำกัดอื่นๆของผู้ถือหุ้นของบริษัท

ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นของบริษัทควรศึกษารายละเอียดข้อมูลในความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพร้อมกับเอกสารต่างๆที่แนบมากับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อใช้ในการประกอบการพิจารณาตัดสินใจและลงมติได้อย่างเหมาะสม อย่างไรก็ตามการตัดสินใจทั้งหมดอยู่ภายใต้ความเห็นของผู้ถือหุ้นของบริษัทแต่ละคนทั้งสิ้น

ส่วนที่ 1 ลักษณะและรายละเอียดของสินทรัพย์ที่เข้าทำรายการ

ลักษณะการเข้าทำรายการ

วันที่ 23 เมษายน 2556 บริษัทได้เข้าลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน (“สัญญาซื้อขายหุ้น” หรือ “SPA”) กับบริษัทเอสเอชวี เนเธอร์แลนด์ บี.วี. (“SHV”) ดังนั้นภายใต้ความสำเร็จของเงื่อนไขตามที่ระบุไว้ในสัญญาซื้อขายหุ้น บริษัทจะถือหุ้นใน Makro ทั้งทางตรงและทางอ้อมจำนวน 154,429,500 หุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราประมาณร้อยละ 64.35 ของจำนวนหุ้นที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของ Makro ที่ราคาหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ณ อัตราแลกเปลี่ยน 28.6181 บาทต่อ 1.0 เหรียญสหรัฐ ซึ่งเป็นอัตราที่คู่สัญญาตกลงกันตามสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน นอกจากการเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดดังกล่าวบริษัทยังได้มาซึ่งสิทธิในการใช้ทรัพย์สินทางปัญญา (“IP”) และสิทธิในการใช้เทคโนโลยีสารสนเทศ (“IT”) อีกด้วย ทั้งนี้ มูลค่ารวมของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้น รวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ประมาณ 121,536 ล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 4,247 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 12/2554 เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการลงวันที่ 13 พฤษภาคม 2554 และที่ได้มีการแก้ไขเพิ่มเติม กำหนดให้มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ บริษัทจึงต้องมีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ Makro ตามหลักเกณฑ์ของการเข้ามามีอำนาจควบคุมอย่างมีนัยสำคัญในนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นของกิจการอยู่ก่อนแล้ว (Chain Principle) และการได้หุ้นของกิจการจนถึงหรือข้ามจุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Mandatory Tender Offer)

บริษัทได้เปิดเผยสารสนเทศสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“SET”) ดังนี้

1.1 คู่กรณีที่เกี่ยวข้องในการทำรายการ

- กรณีของการซื้อหุ้น Makro ทั้งทางตรงและทางอ้อมจาก SHV โดยการเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้น บริษัทและผู้ขายได้เข้าลงนามสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อนเมื่อวันที่ 23 เมษายน 2556 การเข้าซื้อหุ้นจึงเกิดขึ้นภายใต้เงื่อนไขบังคับก่อนที่สำเร็จครบถ้วน

ผู้ซื้อ : บริษัท

ผู้ขาย : SHV ซึ่งจะทำการซื้อขายหุ้นดังต่อไปนี้ให้แก่บริษัท ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT

- กรณีของการทำคำเสนอซื้อ บริษัทจะเริ่มดำเนินการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ Makro ภายหลังจากที่เงื่อนไขบังคับก่อนตามสัญญาซื้อขายหุ้นสำเร็จครบถ้วนและมีการซื้อขายหุ้นเกิดขึ้นแล้ว

ผู้ซื้อ : บริษัท

ผู้ขาย : ผู้ถือหุ้นอื่นทุกรายของ Makro ในฐานะผู้ตอบรับคำเสนอซื้อ

บริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับผู้ขาย ดังนั้นรายการดังกล่าวไม่ถือเป็นการเข้าทำรายการระหว่างบริษัทและบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

1.2 ขนาดรายการ

การคำนวณขนาดของรายการตามประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป โดยอ้างอิงข้อมูลจากงบการเงินรวมของบริษัท และ Makro ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 รายละเอียดการคำนวณเป็นดังต่อไปนี้

1. เปรียบเทียบมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (Net Tangible Assets)

$$\begin{aligned}
 \text{ขนาดของรายการ} &= \frac{\text{ร้อยละของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ Makro ตามสัดส่วนที่จะได้มา}}{\text{มูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัท}} \\
 &= \frac{10,419.7 \text{ ล้านบาท}}{25,710.4 \text{ ล้านบาท}} \\
 &= \text{ร้อยละ 40.53}
 \end{aligned}$$

2. เปรียบเทียบกำไรสุทธิ

$$\begin{aligned}
 \text{ขนาดของรายการ} &= \frac{\text{ร้อยละของกำไรสุทธิของ Makro ตามสัดส่วนที่จะได้มา}}{\text{กำไรสุทธิของบริษัท}} \\
 &= \frac{3,555.9 \text{ ล้านบาท}}{11,023.2 \text{ ล้านบาท}} \\
 &= \text{ร้อยละ 32.26}
 \end{aligned}$$

3. เปรียบเทียบมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

$$\begin{aligned}
 \text{ขนาดของรายการ} &= \frac{\text{จำนวนเงินที่จ่าย}}{\text{สินทรัพย์รวมของบริษัท}} \\
 &= \frac{188,880 \text{ ล้านบาท*}}{71,798.4 \text{ ล้านบาท}} \\
 &= \text{ร้อยละ 263.07}
 \end{aligned}$$

*จำนวนเงินที่ต้องจ่ายทั้งสิ้น 188,880 ล้านบาท ประกอบด้วย

- มูลค่าของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาจากการเข้าซื้อหุ้น Makro ด้วยการซื้อหุ้นของ ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT โดยวิธีการเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน ซึ่งคิดเป็นหุ้นของ Makro จำนวนทั้งสิ้น 154,429,500 หุ้น คิดเป็นมูลค่าจำนวนหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ดังนั้นคิดเป็นจำนวนรวมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้น ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ประมาณ 121,536 ล้านบาท หรือเทียบเท่า ประมาณ 4,247 ล้านเหรียญสหรัฐ
- มูลค่าของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาจากการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ ภายหลังจากการเข้าซื้อหุ้นตามสัญญาซื้อขายหุ้นเสรีสมบูรณ์ และหากผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอบรับคำเสนอซื้อเป็นจำนวนทั้งสิ้น 85,570,500 หุ้น คิดเป็น

มูลค่าจำนวนหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ดังนั้น คิดเป็นจำนวนรวมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้นประมาณ 67,344 ล้านบาท หรือเทียบเท่า ประมาณ 2,353 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

เนื่องจากขนาดธุรกรรมที่คำนวณตามหลักเกณฑ์ข้อ 3 ซึ่งเปรียบเทียบมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนได้ผลลัพธ์เป็นมูลค่าสูงสุด บริษัทจะใช้ผลการคำนวณขนาดของรายการตามเกณฑ์การเปรียบเทียบมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนดังกล่าว เป็นเกณฑ์ในการวัดขนาดของรายการ

การเข้าซื้อหุ้นของ Makro ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวจัดเป็นรายการการได้มาซึ่งทรัพย์สินประเภทที่ 1 เมื่อคำนวณขนาดของรายการตามเกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนซึ่งเป็นเกณฑ์ที่ได้ผลลัพธ์เป็นมูลค่าสูงสุด ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทอ. 20/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน ลงวันที่ 31 สิงหาคม 2551 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 ลงวันที่ 29 ตุลาคม 2547 (“ประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป”) ซึ่งกำหนดให้บริษัทมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลตามสารสนเทศเกี่ยวกับการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระและจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติการซื้อหุ้นดังกล่าว โดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่อนุมัติการซื้อหุ้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย แต่การเข้าซื้อหุ้นของ Makro ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT นี้ ไม่จัดเป็นรายการประเภทการเข้าจดทะเบียนทางอ้อม (Back Door Listing) บริษัทจึงไม่มีหน้าที่ที่จะต้องยื่นขออนุญาตจดทะเบียนหลักทรัพย์ของบริษัท เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์อีกครั้งหนึ่ง

นอกจากนี้ การเข้าซื้อหุ้นซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวยังถือเป็นรายการการซื้อหรือรับโอนกิจการของบริษัทอื่นมาเป็นของบริษัท ตามมาตรา 107(2)(ข) แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ.2535 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) ซึ่งกำหนดให้บริษัท มีหน้าที่จัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อพิจารณาอนุมัติการรับ โอนธุรกิจ โดยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่อนุมัติการซื้อหุ้นจะต้องได้รับคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่ได้มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียพิเศษ

อย่างไรก็ตาม การเข้าซื้อหุ้นซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ดังกล่าวไม่ถือเป็นการเข้าทำรายการระหว่างบริษัทกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัท ดังนั้น จึงไม่ถือเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกัน ตามที่กำหนดในประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทอ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม 2551 และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ.2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน 2546 และได้แก้ไขเพิ่มเติม

1.3 รายละเอียดของสินทรัพย์ที่จะซื้อ

ภายหลังการเข้าซื้อหุ้นสามัญของ Makro จาก SHV และการทำคำเสนอซื้อเสร็จสิ้นบริษัทจะถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมใน Makro รวมร้อยละ 100 หากผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอบรับคำเสนอซื้อ หรือถือหุ้นจำนวนทั้งสิ้น 240,000,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจำนวนการตอบรับและระดับความสำเร็จในการทำคำเสนอซื้อ โดยแบ่งเป็น

ส่วนที่ 1 : ซื้อจาก SHV อันได้แก่ หุ้นของ ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT คิดเป็นหุ้น Makro จำนวน 154,429,500 หุ้น คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 64.35 ของจำนวนหุ้นที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของ Makro มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท

ส่วนที่ 2 : ทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือทั้งหมดของ Makro จำนวน 85,570,500 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 35.65 หากการดำเนินการในส่วนที่ 1 เสร็จสมบูรณ์และหากผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอรับข้อเสนอซื้อ โดยเมื่อรวมสัดส่วนของหุ้นที่ถือหลักการซื้อในส่วนที่ 1 สัดส่วนของหุ้นที่ถือ หลังการซื้อทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณร้อยละ 100.00 ทั้งนี้ รายการเข้าซื้อหุ้นรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT อย่างไรก็ตาม Makro Holding และ OHT ไม่มีภาระหนี้สินอื่นใดที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์ได้มา

1.4 รายละเอียดของบริษัทสยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)

บริษัทสยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) (“Makro”) เป็นผู้ประกอบการจำหน่ายสินค้าแบบค้าส่งสมัยใหม่ ซึ่งมุ่งเน้นกลยุทธ์ชำระเงินสดและบริการตนเอง (Cash and Carry) ลูกค้านักกลุ่มเป้าหมายของ Makro ได้แก่ผู้ประกอบการขนาดกลางและขนาดย่อม ผู้ค้าปลีกรายย่อย และ โฮเรก้า ซึ่งได้แก่ผู้ประกอบการธุรกิจ โรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยง ธุรกิจบริการอื่นๆ ณ สิ้นสุดปี 2555 Makro มีศูนย์จำหน่ายสินค้าทั้งสิ้น 57 สาขา ทั้งในกรุงเทพฯและต่างจังหวัด และมีร้านสยามโพรเซ่น 5 สาขา Makroมีโครงสร้างกลุ่มและบริษัทย่อยดังนี้



1.4.1 ความเป็นมาและพัฒนาการที่สำคัญ

- 2531 : จัดทะเบียนก่อตั้งบริษัทด้วยทุนจดทะเบียน 750 ล้านบาท
- 2537 : บริษัทเพิ่มทุนจดทะเบียนเป็น 2,400 ล้านบาท
 - : เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2548 : เข้าลงทุนร้อยละ 99.9 ในบริษัท สยามฟู้ด เซอร์วิส จำกัด
- 2550 : ดำเนินโครงการ “แม็คโครมิตรแท้โฮว์ห่วย” เพื่อพัฒนาด้านลูกค้าสมาชิกอย่างต่อเนื่อง ให้มีความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจมากขึ้น
- 2552 : โอนกิจการของบริษัท แม็คโครฟร็อพเพอร์ตี้ จำกัด ให้กับบริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
- 2553 : เปิดร้านจำหน่ายอาหารแช่แข็งสาขานำร่อง ภายใต้ชื่อ “สยามโพรเซ่น” ที่จังหวัดเชียงใหม่
- 2554 : ได้เริ่มดำเนินการสร้างสาขานำร่องของแม็คโคร ฟู้ดเซอร์วิส ซึ่งเป็นรูปแบบสาขาใหม่ เพื่อตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าผู้ประกอบการธุรกิจ โรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยง (โฮเรก้า) โดยได้เปิดให้บริการเมื่อวันที่ 11 มกราคม 2555
- 2555 : เข้าลงทุนในประเทศเวียดนามโดยจัดตั้งบริษัทขึ้นใหม่ที่ประเทศเวียดนาม และใช้ชื่อบริษัทใหม่ดังกล่าวว่า “บริษัท วินาสยาม ฟู้ด จำกัด” โดยถือหุ้นร้อยละ 100

1.4.2 สรุปฐานะการเงินและผลการดำเนินงานในอดีต

(ล้านบาท)	งบการเงินรวม ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2553-2555 และ			
	2553	2554	2555	ไตรมาสที่ 1/2556
ข้อมูลจากงบกำไรขาดทุน				
รายได้:				
รายได้จากการขาย	86,459	97,154	112,140	30,711
รายได้ค่าบริการ	1,728	1,948	2,193	593
รายได้อื่น	476	568	623	164
รวมรายได้	88,664	99,670	114,956	31,468
ต้นทุนและค่าใช้จ่าย:				
ต้นทุนขาย	80,148	89,402	102,760	28,087
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,538	4,747	5,758	1,627
ค่าใช้จ่ายในการบริหาร	936	1,152	1,500	388
ค่าตอบแทนผู้บริหาร	166	176	160	40
ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับสถานการณ์ น้ำท่วม	-	238	-	-
รวมค่าใช้จ่าย	85,789	95,717	110,179	30,141
กำไรก่อนหักต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	2,875	3,953	4,777	1,327
ต้นทุนทางการเงิน	-35	-63	-85	-20
กำไรก่อนภาษีเงินได้	2,840	3,890	4,692	1,307
ภาษีเงินได้	-959	-1,286	-1,136	-297
กำไรสุทธิสำหรับปี	1,881	2,604	3,556	1,010
กำไรต่อหุ้น (บาท)				
กำไรต่อหุ้นขั้นพื้นฐาน (บาท)	7.84	10.85	14.82	4.21
ข้อมูลจากงบแสดงฐานะการเงิน				
สินทรัพย์รวม	25,492	30,319	32,085	34,299
สินทรัพย์หมุนเวียน	12,227	14,585	14,688	16,115
สินทรัพย์อื่น	13,265	15,734	17,397	18,184
หนี้สินรวม	16,316	20,639	21,428	22,427
หนี้สินหมุนเวียน	15,949	20,249	21,001	21,998
หนี้สินอื่น	367	390	427	428
ส่วนของผู้ถือหุ้น	9,176	9,681	10,657	11,872

ข้อมูลจากงบกระแสเงินสด

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	4,851	5,597	5,166	1,990
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	-1,481	-3,319	-2,831	-766
กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน	-1,084	-1,282	-2,567	7
เงินสดเพิ่มขึ้น(ลดลง)สุทธิ	2,286	995	-232	1,231
เงินสดคงเหลือสิ้นงวด	5,294	6,288	6,056	7,287

รายได้

ยอดขายรวมของ Makro ในปี 2555 มีจำนวน 112,140 ล้านบาท เติบโตขึ้นร้อยละ 15.4 เมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของยอดขายทั้งของ Makro และบริษัทย่อย โดยการเติบโตของยอดขายรวมดังกล่าวเป็นผลสืบเนื่องมาจากการพัฒนาการดำเนินงานในหลาย ๆ ด้านอย่างต่อเนื่อง ได้แก่

- การพัฒนาลูกค้า การพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่ตรงต่อความต้องการของลูกค้าสมาชิกหลัก อันได้แก่ ร้านอาหารปลีกย่อย ร้านอาหาร ภัตตาคาร ผู้ประกอบการเกี่ยวกับอาหารและโรงแรม รีสอร์ทต่าง ๆ
- การเปิดสาขาใหม่ในระหว่างปีอีก 5 สาขา การขยายพื้นที่ขายของสาขาที่เกิดขึ้น การมีสินค้าพร้อมให้บริการแก่ลูกค้า โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีแรก แม้ว่าศูนย์กระจายสินค้าของบริษัทจะได้รับกระทบจากน้ำท่วมในปี 2554 ต่อเนื่องถึงช่วงแรกของปี 2555
- ความทุ่มเทของพนักงาน Makro ที่มุ่งมั่นให้บริการแก่ลูกค้าสมาชิกอย่างเต็มที่ ณ สิ้นปี 2555 Makro มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 57 สาขา และร้านสยาม โพรเซ่นอีก 5 แห่ง

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

Makro มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารรวมทั้งสิ้น 7,419 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 1,343 ล้านบาท หรือร้อยละ 22.1 เมื่อเทียบกับปี 2554 ซึ่งมีจำนวน 6,076 ล้านบาท (ไม่รวมค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับสถานการณ์น้ำท่วม จำนวน 238 ล้านบาท) โดยค่าใช้จ่ายในการขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 21.3 จากปีที่ผ่านมา เป็นผลจากค่าใช้จ่ายของสาขาใหม่ 9 สาขาที่เปิดตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2554 (4 สาขาเปิดในปี 2554 และ 5 สาขาในปี 2555) การเพิ่มขึ้นของค่าไฟฟ้า ค่าแรงขั้นต่ำ และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับค่าแรงขั้นต่ำที่เพิ่มขึ้น อาทิ ค่าใช้จ่ายพนักงานรักษาความปลอดภัย และพนักงานทำความสะอาด ทั้งนี้ การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำได้มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือนเมษายน 2555 ค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้นร้อยละ 25.0 เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายเพื่อรองรับการขยายธุรกิจของบริษัทและการสร้างบุคลากร ตลอดจนการพัฒนาผลิตภัณฑ์ โดยมุ่งเน้นตอบสนองความต้องการของกลุ่มลูกค้าหลักที่เป็นผู้ประกอบการด้านอาหาร อีกทั้งยังเป็นการเสริมสร้างความแข็งแกร่งของ Makro เพื่อเป็นคู่ค้าอันดับหนึ่งของลูกค้าสมาชิกผู้ประกอบการด้านอาหาร (To be the 1st Choice Supplier to our Registered Food Professionals) นอกจากนี้บริษัทได้มีการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นสำหรับผลประโยชน์ของพนักงานตามวิธีทางคณิตศาสตร์ (Actuarial Method) ซึ่งเป็นผลจากการปรับค่าแรงขั้นต่ำ รวมทั้งค่าใช้จ่ายด้านการพัฒนาและการฝึกอบรมบุคลากร ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการบริหารดังกล่าวเพิ่มขึ้น

กำไรสุทธิ

ในปี 2555 Makro มีกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี 4,777 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 823 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 20.8 เมื่อเทียบกับปี 2554 การปรับลดภาษีนิติบุคคลจากอัตราร้อยละ 30.0 เป็น 23.0 ส่งผลให้ Makro มีกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้เท่ากับ 3,556 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีก่อนร้อยละ 36.5

1.4.3 โครงสร้างการถือหุ้นและการบริหาร

รายชื่อผู้ถือหุ้น Makro ณ วันที่ 19 มีนาคม 2556

รายชื่อผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 19 มีนาคม 2556		จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้นต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด
1	บริษัท สยามแม็คโคร โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด ("Makro Holding")	132,015,140	55.01
2	Orkam Holding Asia N.V.	22,414,360	9.34
3	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	9,062,985	3.78
4	BNP Paribas Securities Services Luxembourg	7,703,800	3.21
5	สำนักงานประกันสังคม (2 กรณี)	6,737,100	2.81
6	State Street Bank and Trust Company	5,035,311	2.10
7	HSBC (Singapore) Nominees PTE Ltd.	3,323,395	1.38
8	Chase Nominees Limited	3,258,200	1.36
9	กองทุนเปิด กรุงศรีหุ้นระยะยาวปันผล	2,698,800	1.12
10	Chase Nominees Limited 1	2,430,640	1.01

กลุ่มผู้ถือหุ้น

รายชื่อกลุ่มผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 19 มีนาคม 2556

รายชื่อ	จำนวนหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้นต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด
1) กลุ่ม SHV - Orkam Holding Asia N.V.	22,414,360	9.34
2) บริษัทร่วมทุนระหว่างกลุ่ม SHV และผู้ถือหุ้นอื่น - บริษัท สยามแม็คโคร โฮลดิ้ง (ประเทศไทย) จำกัด	132,015,140	55.01

หมายเหตุ: กลุ่ม SHV เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ และได้แต่งตั้งตัวแทนเพื่อดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการในบริษัท

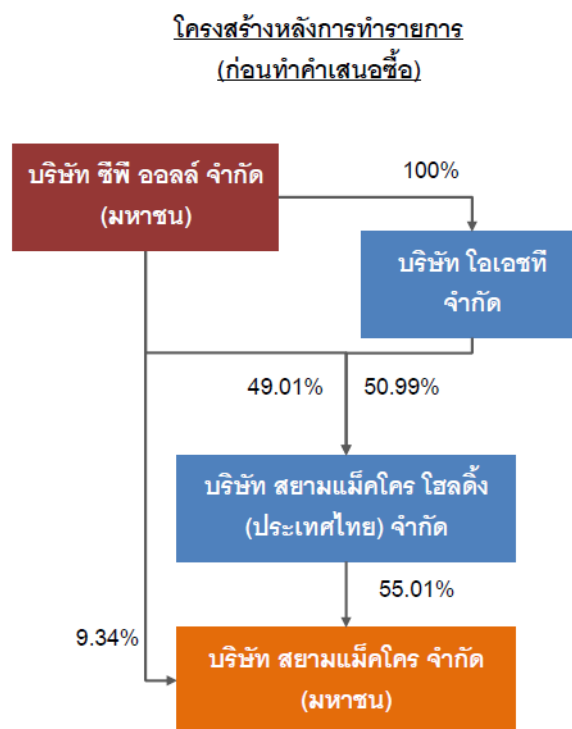
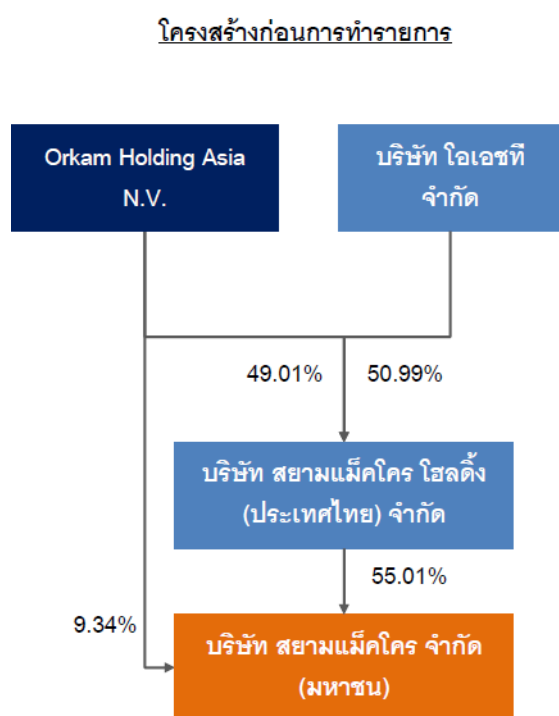
โครงสร้างการบริหาร

รายชื่อคณะกรรมการ ณ วันที่ 29 เมษายน 2556

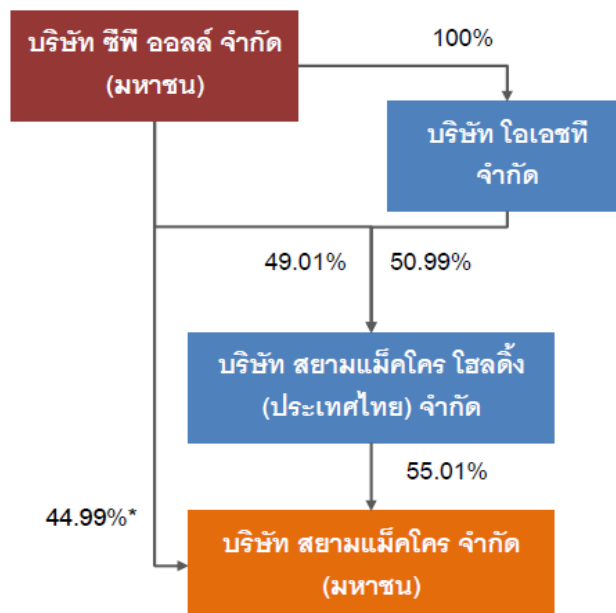
ชื่อ	ตำแหน่ง
1 นาย อาสา สารสิน	ประธานกรรมการและกรรมการอิสระ
2 นาง สุชาดา อธิจิรากุล	รองประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการ
3 นาง เสาวลักษณ์ ธิฐาพันธ์	กรรมการ
4 นาย สเตฟาน โรนัลด์ นานนิงก้า	กรรมการ
5 นาย วิลเลียม เฮนดริคัส แวน ลิวเวิน	กรรมการ
6 นาย เวเตอร์ แวน เดอร์ เวิร์ด	กรรมการ
7 ดร. ประเสริฐ จารุพนิช	กรรมการ
8 นาย อรรถพร ช่างม่าน	กรรมการอิสระ/ประธานกรรมการตรวจสอบ
9 นาย ชวลิต อรรถศาสตร์	กรรมการอิสระ/กรรมการตรวจสอบ
10 นาย ชีระ วิภูษิน	กรรมการอิสระ/กรรมการตรวจสอบ
11 นายฟิลลิป วิลเลียม ค็อกซ์	กรรมการ

1.5 โครงสร้างการถือหุ้นหลังการเข้าซื้อหุ้น

หลังการเข้าซื้อหุ้นสามัญของ Makro บริษัทจะถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมใน Makro รวมร้อยละ 100 หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ Makro ขายหุ้นทั้งหมดแก่ CPALL และผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอรับคำเสนอซื้อในการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ส่วนที่เหลือทั้งหมดของ Makro



**โครงสร้างหลังการทำรายการ
(หลังทำข้อเสนอซื้อ)**



หมายเหตุ: *สัดส่วนดังกล่าวขึ้นอยู่กับความสำเร็จในการทำข้อเสนอซื้อ หลักทรัพย์ส่วนที่เหลือทั้งหมดของ Makro หากผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอบรับข้อเสนอซื้อ โดยเมื่อรวมสัดส่วนของหุ้นซื้อจาก SHV สัดส่วนของหุ้นที่ถือหลังการซื้อทั้งหมด จะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณร้อยละ 100.00

1.6 เงื่อนไขบังคับก่อนที่สำคัญ

- 1) บริษัทได้รับมติจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นอนุมัติการซื้อหุ้นของ ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT ตามมาตรา 107 แห่งพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน และประกาศรายการได้มาหรือจำหน่ายไป
- 2) บริษัทจะต้องจัดให้มีการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น โดยชอบด้วยกฎหมาย ไม่ช้ากว่า 8 สัปดาห์นับแต่วันที่ลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้น
- 3) คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายจะต้องไม่ก่อให้เกิดเหตุการณ์ที่มีผลในทางลบต่อการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นในการอนุมัติการเข้าซื้อหุ้น รวมทั้งจะต้องไม่ทำให้ธุรกรรมที่จะมีผลในทางลบต่อการเข้าซื้อหุ้น
- 4) บริษัทจะต้องได้รับการยืนยันการใช้เงินทุนจากธนาคารและสถาบันการเงินในจำนวนที่เพียงพอต่อการเข้าซื้อหุ้น บริษัทคาดว่าบริษัทจะไม่มีข้อจำกัดอื่นใดในการเข้าทำรายการ

1.7 มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

มูลค่าสิ่งตอบแทนสำหรับการเข้าซื้อหุ้น Makro โดยการซื้อหุ้นใน ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT คิดเป็นมูลค่าหุ้น Makro หุ้นละ 787.00 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ณ อัตราแลกเปลี่ยน 28.6181บาทต่อ 1.0 เหรียญสหรัฐ ซึ่งเป็นอัตราที่คู่สัญญาตกลงกันตามสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อนทั้งหมดจำนวน 240,000,000 หุ้น รวมเป็นมูลค่าสิ่งตอบแทนประมาณ 188,880 ล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 6,600 ล้านดอลลาร์สหรัฐซึ่งแบ่งเป็น

- มูลค่าของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาจากการเข้าซื้อหุ้น Makro ด้วยการซื้อหุ้นของ ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT โดยวิธีการเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นแบบมีเงื่อนไขบังคับก่อน

สินทรัพย์ที่จะมีการได้มาเป็นหุ้นของ ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT คิดเป็นหุ้นของ Makro จำนวนทั้งสิ้น 154,429,500 หุ้น คิดเป็นมูลค่าจำนวนหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ดังนั้น คิดเป็นจำนวนรวมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้น ซึ่งรวมถึงการได้มาซึ่งสิทธิการใช้ IP และ IT ประมาณ 121,536 ล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 4,247 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

- มูลค่าของสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาจากการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ ภายหลังจากการเข้าซื้อหุ้นตามสัญญาซื้อขายหุ้นเสร็จสมบูรณ์ และหากผู้ถือหุ้นทุกรายของ Makro ตอบรับข้อเสนอซื้อ

สินทรัพย์ที่จะมีการได้มาเป็นหุ้นสามัญของ Makro เป็นจำนวนทั้งสิ้น 85,570,500 หุ้น คิดเป็นมูลค่าจำนวนหุ้นละ 787 บาท หรือเทียบเท่าหุ้นละ 27.50 เหรียญสหรัฐ ดังนั้น คิดเป็นจำนวนรวมของมูลค่าสินทรัพย์ที่จะมีการได้มาทั้งสิ้นประมาณ 67,344 ล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 2,353 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

1.8 แหล่งที่มาของเงินทุน

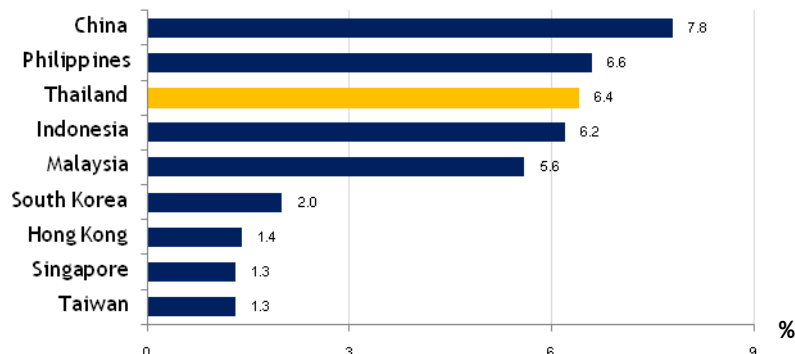
แหล่งที่มาของเงินทุนในการเข้าซื้อหุ้น Makro ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัท และวงเงินตามสัญญาในการสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารและสถาบันการเงิน โดยมีระยะเวลา 1 ปี อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอัตรา LIBOR บวกด้วยอัตราผลตอบแทนส่วนต่าง (margin) เพื่อชดเชยค่าความเสี่ยง (Credit Spread) โดยไม่มีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล วงเงินรวมไม่เกิน 6,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยวงเงินที่ใช้จริงจะขึ้นอยู่กับกรอบการตอบรับรับข้อเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นของ Makro

วงเงินตามสัญญาในการสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินดังกล่าว เป็นวงเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินรวม 8 แห่ง ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) ธนาคารสแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด (ไทย) จำกัด (มหาชน) Standard Chartered Bank, Singapore Branch, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) และ UBS AG สาขา Singapore

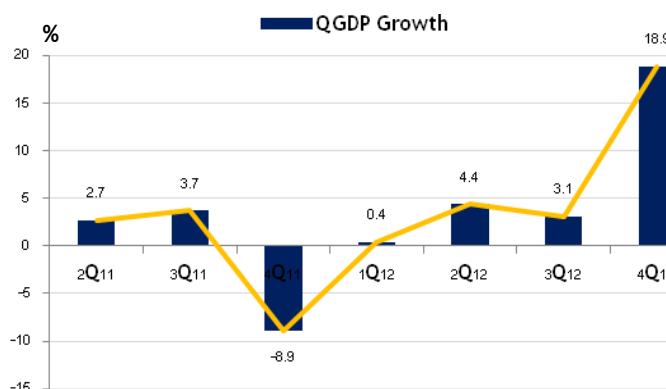
ส่วนที่ 2 ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน

2.1 ภาพรวมภาวะอุตสาหกรรม

Real GDP Growth 2555



ที่มา: Bank of Thailand

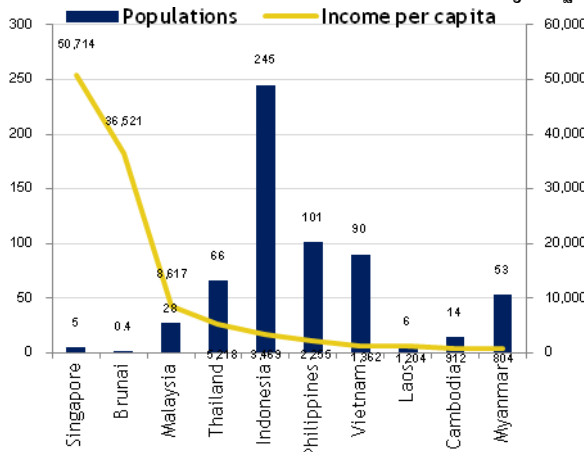


ที่มา: NESDB

เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกในปี 2555 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product หรือ จีดีพี) ของไทยมีอัตราการเติบโตร้อยละ 6.4 ซึ่งเป็นรองเพียงจีนและฟิลิปปินส์ที่มีอัตราการเติบโตร้อยละ 7.8 และ 6.6 ตามลำดับ ภายหลังจากภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ เศรษฐกิจของจีนก็เริ่มฟื้นตัวขึ้นในปี 2555 โดยมีอัตราการเติบโตร้อยละ 7.8 ซึ่งสะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อและอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ส่วนฟิลิปปินส์มีภาคการบริการเป็นภาคการอุตสาหกรรมหลักที่ช่วยเพิ่มจีดีพีของประเทศ ส่วนประเทศอื่นๆ ในเอเชียแปซิฟิกที่เป็นประเทศที่กำลังพัฒนา (Developing Country) ก็แสดงให้เห็นสัญญาณการฟื้นตัวในปี 2555 และในไตรมาสที่ผ่านมาอีกด้วย

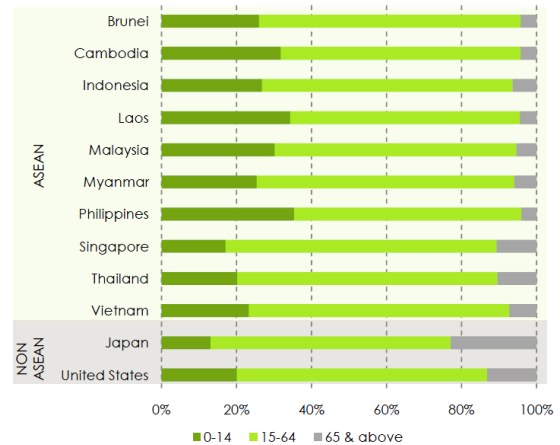
ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2555 จีดีพีของประเทศไทยมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเพิ่มขึ้นร้อยละ 18.9 เมื่อเทียบกับไตรมาศก่อนหน้า ส่งผลให้ภาพรวมจีดีพีในปี 2555 ขยายตัวร้อยละ 6.4 โดยปัจจัยที่สำคัญที่ช่วยส่งเสริมการเติบโตของจีดีพี มาจากภาคการลงทุนของภาครัฐและเอกชนภายหลังจากมหาอุทกภัยที่เกิดขึ้นในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2554 นโยบายของรัฐบาล อัตราการเพิ่มขึ้นของประชากรและรายได้เฉลี่ยต่อประชากร (Income per Capita) การส่งออกที่แข็งแกร่ง และการเพิ่มขึ้นของอัตราความเชื่อมั่นของผู้บริโภค

ประชากรและรายได้เฉลี่ยต่อประชากร (Income per Capita) ล้านคน



ที่มา: Worldbank, พฤศจิกายน 2554

การกระจายตัวของประชากรแบ่งตามอายุ



ที่มา: ASEAN Business Intelligence Report

ในกลุ่มประเทศในภูมิภาคอาเซียน ประเทศไทยเป็นอันดับ 4 ในแง่ของรายได้เฉลี่ยต่อประชากร (Income per Capita) ในขณะที่สิงคโปร์ บรูไนและมาเลเซียอยู่ใน 3 อันดับแรก เมื่อเทียบกับ 3 อันดับแรกดังกล่าวประเทศไทยมีประชากรในกลุ่มวัยทำงานสูงกว่าและรายได้เฉลี่ยต่อประชากรต่ำกว่า ซึ่งแสดงให้เห็นถึงกำลังซื้อและการบริโภคภายในประเทศซึ่งจัดอยู่ในระดับกลาง นอกจากนี้สัญญาณการฟื้นตัวของภาคเศรษฐกิจโดยรวมภายหลังจากภัยพิบัติทางธรรมชาติ เช่น การปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำตามนโยบายของรัฐบาลก็ส่งผลให้รายได้เฉลี่ยต่อประชากรเพิ่มขึ้นและทำให้เกิดการกระตุ้นของการใช้จ่ายของภาคเอกชนและการบริโภคของภาคครัวเรือนอีกด้วย

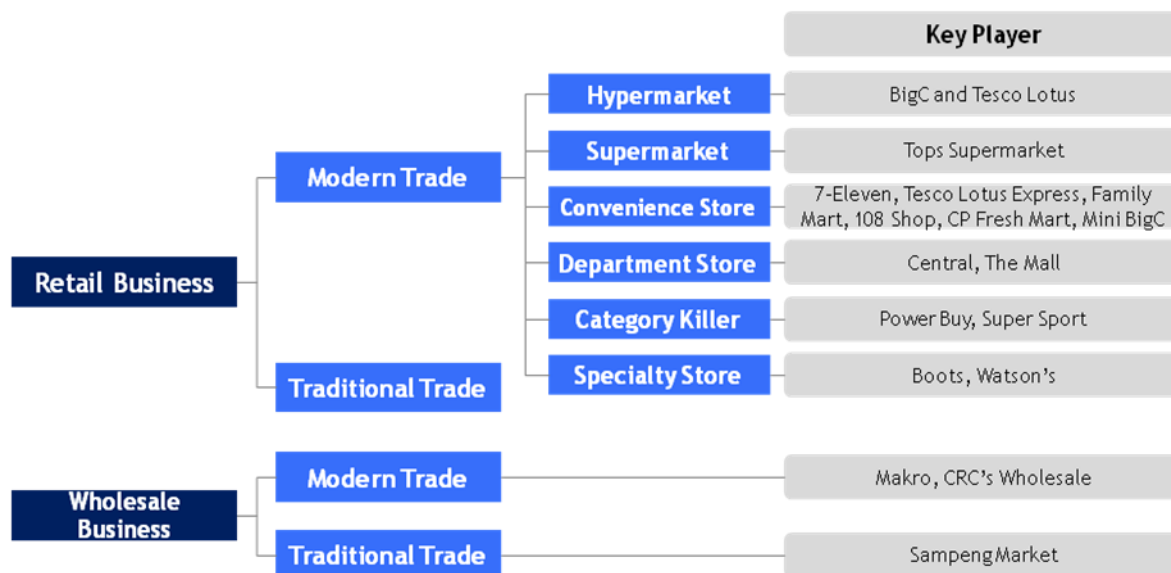
อัตราการเติบโตของค่าแรงขั้นต่ำ	2554	2555				2556
	Year	Q1	Apr	Q3	Q4	Jan
ค่าแรงขั้นต่ำ (%YoY)	-	-	39.36	-	-	21.30

ที่มา: กระทรวงแรงงานและกระทรวงพาณิชย์

การขยายตัวของการบริโภคในครัวเรือน (Household Consumption) ทั้งอุปสงค์ภายในประเทศและจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 12.2 จากปีที่ผ่านมา โดยนโยบายในการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล เช่น การปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ และนโยบายลดค่าน้ำหนัก ส่งผลโดยตรงต่อการบริโภคของภาคเอกชน โดยการปรับขึ้นของค่าจ้างขั้นต่ำจากปีก่อนถึงร้อยละ 39.36 จากปีที่ผ่านมา ซึ่งเริ่มบังคับใช้เมื่อ 1 เมษายน 2555 ใน 7 จังหวัดของประเทศไทยรวมทั้งกรุงเทพฯส่งผลให้การบริโภคในครัวเรือนขยายตัว โดย 70 จังหวัดที่เหลือเริ่มบังคับใช้เมื่อ 1 มกราคม 2556 ซึ่งส่งผลให้การปรับขึ้นของค่าจ้างขั้นต่ำปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 39.36 จากอัตราค่าจ้างขั้นต่ำในเดือนเมษายน 2554 หรือปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 21.30 จากเดือนมกราคม 2555 ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้การบริโภคขยายตัวในปี 2556 ภาคธุรกิจการค้าส่งและค้าปลีกในปี 2555 ขยายตัวร้อยละ 5.2จากปีที่ผ่านมา โดยเป็นผลมาจากการปรับฐานและการขยายตัวของการบริโภคของภาคเอกชน นอกจากนี้อุปสงค์จากต่างประเทศและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกก็เป็นปัจจัยที่สำคัญในการผลักดันการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2556

2.2 อุตสาหกรรมค้าปลีกและขายส่ง

อุตสาหกรรมค้าปลีกของประเทศไทยประกอบด้วย 2 ประเภทธุรกิจ อันได้แก่การค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) และการค้าปลีกแบบดั้งเดิมหรือโชห่วย (Traditional Trade) ซึ่งผู้ประกอบการที่สำคัญของธุรกิจทั้งสองประเภทแสดงในภาพด้านล่าง ในส่วนของธุรกิจการค้าส่ง ปัจจุบัน Makroเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ที่สุดเพียงรายเดียวในธุรกิจนี้



ที่มา: Thai Retail Industry Report

การตลาดและภาวะการแข่งขันของกลุ่มธุรกิจร้านสะดวกซื้อ

7-Eleven เป็นผู้ดำเนินธุรกิจค้าปลีกประเภทร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven โดยได้รับสิทธิให้ประกอบธุรกิจภายใต้เครื่องหมายการค้า “7-Eleven” ในประเทศไทย ภายใต้สัญญา Area License Agreement ซึ่งเป็นข้อจำกัดของ 7-Eleven ในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ

จากข้อมูลของบริษัท ณ สิ้นปี 2555 7-11 มีสาขาทั้งสิ้นประมาณ 6,822 สาขา โดยมีจำนวนร้านค้าปลีกประเภทร้านสะดวกซื้อในลักษณะกลุ่มของร้านย่อยที่อยู่ภายใต้บริษัทเดียวกัน (Chain Store) เพิ่มขึ้น 967 สาขา ซึ่งในจำนวนนี้มาจากการขยายสาขาของร้าน 7-Eleven ถึง 546 สาขา แต่เนื่องจากผู้ประกอบการบางรายหยุดการค้าดำเนินกิจการ ทำให้จำนวนร้านค้าปลีกโดยรวมลดลง ดังแสดงในตารางด้านล่าง

จำนวนสาขาของร้านสะดวกซื้อ ทั้งในชุมชนและสถานีบริการน้ำมัน

(หน่วย : ร้าน)	2552	2553	2554	2555
ร้านค้าสะดวกซื้อนอกสถานีบริการน้ำมัน	7,906	8,883	9,773	9,526
- ร้าน 7-Eleven	4,462	4,920	5,350	5,842
- ร้านอื่นๆ	3,444	3,963	4,423	3,684
ร้านค้าในสถานีบริการน้ำมันทั้งหมด	2,012	2,075	2,135	1,988
- ร้าน 7-Eleven	808	870	926	980
- ร้านอื่นๆ	1,204	1,205	1,209	1,008
รวมจำนวนร้านสะดวกซื้อ	9,918	10,958	11,908	11,514

หมายเหตุ: ร้านสะดวกซื้อรายใหญ่ในลักษณะกลุ่มของร้านย่อยที่อยู่ภายใต้บริษัทเดียวกัน (Chain Store)

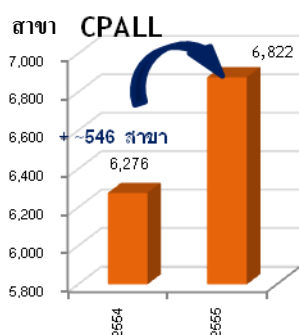
ที่มา: จากการรวบรวมและประมาณการของ บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

ผู้ประกอบการที่สำคัญของกลุ่มร้านค้าส่ง

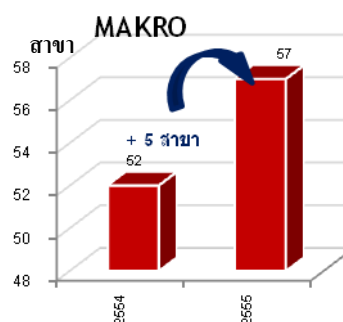
Makro เป็นผู้ประกอบการหลักเพียงรายเดียวในกลุ่มร้านค้าส่งสมัยใหม่ (Cash & Carry Modern Trade) ภายใต้ร้านค้า Makro ในขณะที่ตลาดค้าปลีกเป็นผู้ประกอบการค้าส่งแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) ในประเทศไทย ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 Makro มีสาขาทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัดในการเข้าทำรายการซื้อ Makro บริษัทจะได้รับประโยชน์จากการใช้เครื่องหมายการค้า Makro สำหรับการขยายสาขาในต่างประเทศ

การขยายตัวของผู้ประกอบการที่สำคัญในการค้าสมัยใหม่ขายกลุ่มร้านค้าปลีกและร้านค้าส่ง

แผนภาพด้านล่างแสดงการเติบโตของ CPALL (ผู้ค้าปลีกรายใหญ่) และ Makro (ผู้ค้าส่งรายใหญ่) ในปี 2554-2555 โดย CPALL ได้มีการขยายสาขา 7-11 ทั้งหมด 546 สาขาทั่วประเทศ มียอดรวมสาขาทั้งหมด 6,822 สาขาทั่วประเทศ การเพิ่มขึ้นของจำนวนสาขาอย่างรวดเร็วของ 7-11 ได้สะท้อนกลยุทธ์ที่เข้มแข็งของ CPALL และ CPALL คาดว่าจะดำรงอัตราการเติบโตไว้ได้ในปี 2556 ในขณะที่ Makro มีการขยายสาขาระหว่างปี 2554-2555 โดยเพิ่มขึ้นเป็น 57 สาขา ณ สิ้นปี 2555



ที่มา :ข้อมูลบริษัท



ที่มา :ข้อมูลบริษัท

สรุปเป้าหมายและกลยุทธ์ของธุรกิจค้าปลีกและค้าส่ง

กลยุทธ์	Hypermarket	Supermarket	Convenience Store	Cash and Carry
ชนิดผลิตภัณฑ์ที่จัดจำหน่าย	ผลิตภัณฑ์หลากหลายและมีคุณภาพปานกลาง	ผลิตภัณฑ์หลากหลายและคุณภาพดี	ผลิตภัณฑ์หลากหลาย	ผลิตภัณฑ์หลากหลายและมีคุณภาพปานกลาง
ลูกค้ากลุ่มเป้าหมาย	ลูกค้าที่มีรายได้ต่ำถึงระดับปานกลาง	ลูกค้าทุกประเภท	ลูกค้าที่ต้องการความสะดวกสบาย	ธุรกิจค้าปลีกขนาดเล็กและลูกค้าที่ต้องการซื้อสินค้าแต่ละชนิดในปริมาณมาก
ระยะเวลาในการบริหารสินค้าคงคลัง	30-45 วัน	10-15 วัน	15-20 วัน	1 เดือน

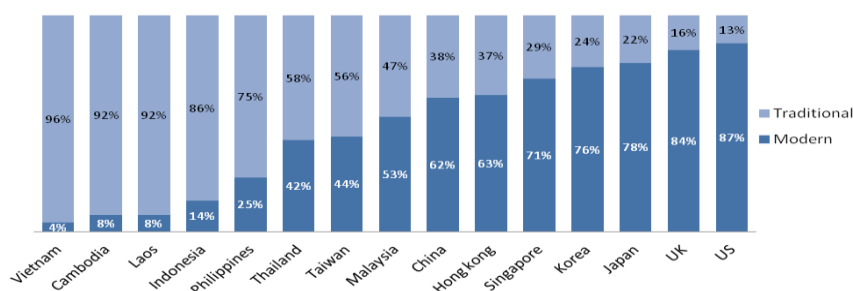
กลยุทธ์	Hypermarket	Supermarket	Convenience Store	Cash and Carry
กลยุทธ์ราคา	ราคาต่ำ	ราคาซื้อขายรายวัน	ราคาแพงกว่าราคาสินค้าใน supermarkets	ราคาขายส่ง
กลยุทธ์อื่นๆ	มีการจัดทำบัตรสมาชิก บัตรเครดิต มุ่งเน้นการขยายศูนย์กระจายสินค้า และจัดกลยุทธ์ลดราคาบ่อยครั้ง	มีการจัดทำบัตรสมาชิก จัดโปรโมชั่นส่งเสริมการขาย และกลยุทธ์ลดราคา	มุ่งเน้นการขยายศูนย์กระจายสินค้า	มีการจัดทำบัตรสมาชิก
พื้นที่ (ตารางเมตร)	4,000-12,000	1,000-3,000	16-100	5,500-12,000

ที่มา: Thai Retail Industry Report

ธุรกิจการค้าปลีกและค้าส่งภายในประเทศมีสถานะการแข่งขันที่สูง โดยมีการแข่งขันกันในการทำวิจัยเพื่อศึกษาพฤติกรรมของผู้บริโภคและวางแผนทางการตลาดให้เหมาะสมเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญของการแข่งขันเพื่อแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาด เพื่อที่จะเป็นผู้นำในอุตสาหกรรม ในขณะที่การแข่งขันในธุรกิจการค้าปลีกขนาดเล็ก เช่น Supermarket Hypermarket ต้องคำนึงถึงการแบ่งกลุ่มลูกค้า และความหลากหลายของสินค้า ทำเลที่ตั้ง การจัดวางสินค้า ประกอบกับกลยุทธ์การตั้งราคาและแผนส่งเสริมการขายที่เหมาะสม ตลอดจนการบริหารงานอย่างมีมาตรฐาน ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถลดต้นทุนในการดำเนินงานและจัดการ ในขณะที่ธุรกิจค้าส่งจะให้ความสำคัญกับกลยุทธ์ด้านราคาและความหลากหลายของสินค้าเป็นองค์ประกอบหลัก ทั้งนี้ธุรกิจค้าปลีกและค้าส่งที่ไม่สามารถปรับตัวให้เข้ากับการแข่งขันจะไม่สามารถอยู่รอดในธุรกิจได้ ในที่สุด

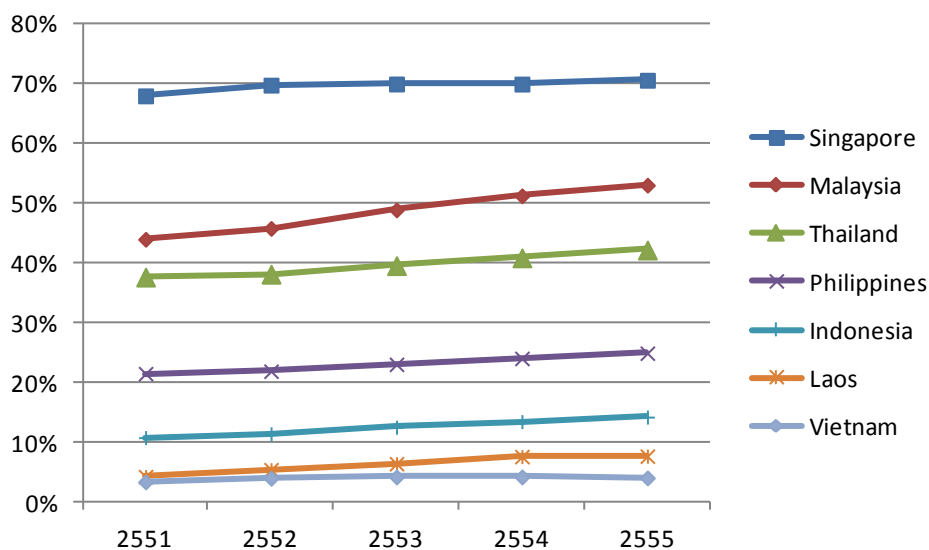
ภาพรวมธุรกิจค้าปลีกในเอเชีย

ตารางแสดงส่วนแบ่งการตลาดระหว่างธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) และแบบดั้งเดิม (Traditional Trade)



ที่มา: Euromonitor International 2012

ตารางแสดงการเติบโตของส่วนแบ่งการตลาดของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade)



ที่มา: Euromonitor International 2012

จากภาพรวมธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) และแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) ในเอเชียจะเห็นได้ว่ากลุ่มประเทศในอาเซียน ยังมีสัดส่วนตลาดแบบดั้งเดิมเป็นตลาดหลัก ประกอบกับข้อมูลอัตราการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในอาเซียนซึ่งแสดงการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ในระหว่างปี 2551 - 2555 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ยังมีโอกาสที่จะเติบโตในอนาคต

ส่วนที่ 3 เหตุผลในการเข้าซื้อหุ้นและนโยบายในการดำเนินงานหลังจากการเข้าซื้อ

3.1 เหตุผลในการเข้าซื้อหุ้นและนโยบายในการดำเนินงานหลังจากการเข้าซื้อ

บริษัทได้วางกลยุทธ์การบริหารเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเจริญเติบโตผ่านการขยายธุรกิจทั้งในและต่างประเทศ โดยตั้งเป้าหมายระยะสั้นคือการเข้าลงทุนในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เริ่มจากจากกลุ่มประเทศกลุ่มแม่น้ำโขง (CLMV) ได้แก่ กัมพูชา ลาว พม่า และเวียดนาม อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อจำกัดด้านสิทธิการใช้เครื่องหมายการค้า 7-Eleven ภายใต้สัญญา Area License Agreement ทำให้บริษัทยังไม่สามารถซื้อเครื่องหมายการค้าดังกล่าวเพื่อดำเนินธุรกิจในต่างประเทศได้ ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องพิจารณาทางเลือกการลงทุนที่สามารถทำให้บริษัทบรรลุเป้าหมายได้ ซึ่งอาจเป็นการสร้างเครื่องหมายการค้าใหม่ หรือเข้าซื้อกิจการอื่น ๆ ที่มีเครื่องหมายการค้าที่ได้รับการยอมรับ

บริษัทเห็นว่า การเข้าซื้อกิจการอื่นที่มีเครื่องหมายการค้าเป็นของตนเอง มีฐานลูกค้าและผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง จะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงน้อยกว่าการเริ่มดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างเครื่องหมายการค้าใหม่ ยิ่งไปกว่านั้น การที่สภาพตลาดเงินมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในระดับต่ำ ทำให้ต้นทุนเงินกู้เงินลงทุนของบริษัทในการเข้าซื้อกิจการอื่น ๆ ลดต่ำลง

เมื่อพิจารณาบริษัทต่างๆ ในธุรกิจค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่ (Modern Trade) แล้ว บริษัทเห็นว่า Makro เป็นบริษัทที่มีความน่าสนใจในการลงทุน เนื่องจากถือเป็นผู้นำที่ครองตลาดค้าส่งขนาดใหญ่ของประเทศไทย มีความเชี่ยวชาญในการบริหารงาน ทำให้มูลค่ากำไรสุทธิของ Makro และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเติบโตขึ้นทุกๆ ปีอย่างต่อเนื่อง การเข้าซื้อกิจการของ Makro โดย CPALL จะทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้าหลัก 3 กลุ่มของธุรกิจค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่ได้ครบถ้วนทั้งผู้บริโภค ผู้ค้าปลีก และลูกค้ากลุ่มธุรกิจ

จากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร บริษัทมีนโยบายการดำเนินกิจการ Makro หลังการเข้าซื้อหุ้น ดังต่อไปนี้

- คณะผู้บริหารของ Makro จะยังคงบริหารงานและพัฒนาโครงการต่อเนื่องภายหลังการเข้าซื้อ โดยบริษัทจะส่งตัวแทนเข้าเป็นคณะกรรมการบริษัท
- บริษัทจะนำพื้นที่ในครอบครองของ Makro ที่ยังไม่ได้มีการนำมาใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ในปัจจุบันมาใช้สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ธุรกิจ โดยอาจพัฒนาและปล่อยเช่าพื้นที่ ทั้งนี้แผนการดำเนินงานสร้างมูลค่าเพิ่มดังกล่าวนี้ยังไม่ชัดเจน และบริษัทยังมีได้จ้างผู้ประเมินราคาอสังหาริมทรัพย์มาทำการประเมินมูลค่าทรัพย์สินต่างๆ
- บริษัทจะใช้เครื่องหมายการค้า Makro ในการขยายกิจการทั้งในและต่างประเทศประมาณ 7-10 สาขาต่อปีในช่วงปี 2557-2566 โดยนโยบายการเข้าลงทุนและขยายกิจการในต่างประเทศดังกล่าว บริษัทคาดว่าอาจจะเช่าที่ดินแทนการซื้อที่ดิน หากการซื้อที่ดินมีข้อจำกัดตามกฎหมายท้องถิ่นของแต่ละประเทศ
- บริษัทอาจพิจารณาการนำสินทรัพย์ของ Makro มาใช้เพื่อเพิ่มทางเลือกการระดมทุนเพิ่มเติมในอนาคตหากเห็นว่าการกระทำดังกล่าวเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น โดยที่บริษัทจะมีทางเลือกเพิ่มเติมเช่น การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยอาจเป็นการร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ เพื่อให้เกิดการใช้ประโยชน์มากขึ้น หรืออาจเป็นในรูปแบบของการพิจารณาใช้สินทรัพย์ที่ดินและอาคาร โดยการระดมทุนผ่านการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) เป็นต้น ซึ่งถือเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นในแผนการจัดหาเงินทุน อันจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท

3.2 ประโยชน์จากการเข้าทำรายการ

- ขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่จากการเข้าประกอบธุรกิจค้าส่ง

การเข้าซื้อหุ้น Makro จะทำให้บริษัทสามารถขยายรูปแบบการดำเนินงานธุรกิจซึ่งแต่เดิมจำกัดเพียงธุรกิจค้าปลีกร้านสะดวกซื้อ (Convenient Store) ให้ครอบคลุมถึงธุรกิจร้านขายส่งขนาดใหญ่ (Cash-and-Carry) โดยการขยายขอบเขตทางธุรกิจดังกล่าวนี้จะมีผลกระทบต่อปริมาณงานของทั้ง 7-Eleven และ Makro ในด้านการแข่งขันฐานลูกค้ากันเอง (Cannibalization) เนื่องจากธุรกิจทั้งสองมีแผนธุรกิจ และกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่ต่างกันอย่างชัดเจน

ทั้งบริษัทและ Makro ถือเป็นผู้นำตลาดในธุรกิจของทั้งสองประเภท หลังจากการเข้าซื้อธุรกิจ Makro บริษัทจะเป็นหนึ่งในผู้นำในตลาดธุรกิจค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่

ยิ่งไปกว่านั้น Makro ยังเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินกิจการอยู่แล้วและมีผลการดำเนินงานที่ต่อเนื่อง โดยจะเห็นได้จากกำไรสุทธิที่มีการเติบโตเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 33 ต่อปี ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาทำให้การเข้าซื้อหุ้น Makro เป็นการลงทุนเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่ ที่สามารถสร้างรายได้ให้กับบริษัทได้ทันที อีกทั้ง Makro ยังเปิดดำเนินการในธุรกิจขายส่ง มาเป็นเวลานานทำให้มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่ง และเป็นผู้ประกอบการหลักเพียงรายเดียวในกลุ่มธุรกิจค้าส่ง ซึ่งส่งผลให้การเข้าบริหารงานหลังเข้าซื้อสามารถกระทำได้ง่ายขึ้นเนื่องจากจะไม่ต้องเผชิญกับสภาวะการแข่งขันทางธุรกิจที่สูงนัก ปัจจัยบวกเหล่านี้จึงทำให้ความเสี่ยงจากการเข้าซื้อกิจการอื่น เพื่อขยายธุรกิจให้ครอบคลุมถึงธุรกิจค้าส่งของบริษัทนั้นต่ำกว่าการเริ่มลงทุนในโครงใหม่ ภายใต้เครื่องหมายการค้า (Trademark) ของตนเอง เพราะหากเป็นเช่นนั้น การแข่งขันในธุรกิจค้าส่งกับ Makro คงเป็นเรื่องที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

อ้างอิงจากประวัติของ Makro นายธนินท์ เจียรวนนท์ นั้นเป็นหนึ่งในผู้ร่วมก่อตั้ง Makro ก่อนช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในปี 2540 ดังนั้นจึงอาจเรียกได้ว่าผู้บริหารของบริษัทมีความคุ้นเคยกับธุรกิจและรูปแบบการดำเนินงานของ Makro อยู่แล้ว ซึ่งจะเป็นเหตุทำให้กลุ่มผู้บริหารสามารถบริหารกิจการ Makro หลังการเข้าซื้อหุ้นได้อย่างต่อเนื่องและสามารถใช้จุดเด่นของธุรกิจเพื่อต่อยอดเพิ่มการเติบโตในอนาคตได้อีกด้วย

- การใช้เครื่องหมายการค้า Makro ขยายธุรกิจไปยัง 11 ประเทศในเอเชีย (รวมประเทศไทย)

บริษัทมีกลยุทธ์และเป้าหมายการเติบโตทางธุรกิจในภูมิภาคเอเชียเนื่องจากปัจจัย 2 ประการหลัก คือ การจัดตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ที่มีกำหนดแล้วเสร็จภายในปี 2558 ซึ่งจะเป็นโอกาสดีที่นักลงทุนและบริษัทในประเทศไทยจะสามารถเข้าลงทุนในต่างประเทศด้วยต้นทุนที่ถูกลง และความต้องการหรืออุปสงค์ที่มากกว่าอุปทานในอุตสาหกรรมค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่ ในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่เป็นผลมาจากการขยายตัวของสังคมเมือง (Urbanization) ในประเทศกำลังพัฒนา

อย่างไรก็ดี ธุรกิจ 7-Eleven ที่บริษัทดำเนินการอยู่ในปัจจุบันนั้นเป็นสิทธิ (Exclusive Rights) ที่บริษัทได้รับจาก 7-Eleven, Inc. ประเทศสหรัฐอเมริกา ให้ประกอบธุรกิจภายใต้เครื่องหมายการค้า “7-Eleven” ในประเทศไทย ภายใต้สัญญา Area License Agreement ดังนั้นการที่บริษัทจะใช้เครื่องหมายการค้าดังกล่าวเพื่อต่อยอดธุรกิจค้าปลีกในประเทศอื่นๆ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตจึงเป็นไปได้ยากหรืออาจจำเป็นต้องอาศัยเวลาเพื่อเจรจาต่อรอง

เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายที่ได้วางแผนไว้ การเข้าซื้อหุ้น Makro นั้นนอกจากจะเป็นการเข้าซื้อหุ้น เพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์และหนี้สินของ Makro แล้ว บริษัทจะยังได้สิทธิในการใช้เครื่องหมายการค้า Makro ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และประเทศจีนด้วย ซึ่งสิทธิประโยชน์ในการใช้เครื่องหมายการค้าดังกล่าวนี้ถือเป็นปัจจัยสำคัญประการ

หนึ่งที่จะทำให้บริษัทสามารถดำเนินแผนงานการขยายธุรกิจไปยัง 11 ประเทศในเอเชีย ซึ่งประกอบด้วย ประเทศไทย กัมพูชา จีน อินโดนีเซีย ลาว มาเลเซีย พม่า เวียดนาม ฟิลิปปินส์ ใต้หวันและปาปัวนิวกินี (“11 ประเทศในเอเชีย (รวมประเทศไทย)”) ได้และมีศักยภาพในการแข่งขันสูง เนื่องจากในปัจจุบันผู้ประกอบการที่โดดเด่นในตลาดค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่ในประเทศกลุ่มอาเซียนนั้นส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่ เช่น BigC Carrefour และ Tesco Lotus

- **โอกาสในการเพิ่มกำไรสุทธิอันเป็นประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น (Enhanced Economies of Scale)**

ในการประกอบกิจการในธุรกิจค้าปลีก-ค้าส่งสมัยใหม่นั้น อำนาจการต่อรองกับบริษัทผู้ผลิตสินค้าถือเป็นหัวใจสำคัญประการหนึ่ง เนื่องจากอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) ของธุรกิจดังกล่าวค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น เช่น อุตสาหกรรมบริการ ในปัจจุบันรายได้ของบริษัทร้อยละ 78 มาจากการจำหน่ายสินค้าประเภทอาหารแปรรูป เครื่องดื่ม และผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหาร ซึ่งถือว่าสอดคล้องกับโครงสร้างรายได้ปัจจุบันของ Makro ที่ร้อยละ 81 ของรายได้รวมมาจากการจำหน่าย อาหารแห้งและผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่อาหาร ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่าสินค้าที่มียอดการจำหน่ายสูงของบริษัทที่ทับซ้อนกับสินค้าของ Makro จึงน่าจะทำให้มีโอกาสได้รับประโยชน์ตามหลักการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น (Enhanced Economies of Scale) ซึ่งจะส่งผลทำให้อัตรากำไรสุทธิเพิ่มสูงขึ้น

โดยนอกเหนือจากปริมาณสินค้าแล้ว บริษัทจะมีช่องทางกระจายสินค้าที่ครอบคลุมซึ่งทำให้สามารถเข้าถึงผู้บริโภคได้มากขึ้น ดังนั้นหลังจากการเข้าทำรายการ บริษัทจะก้าวมาเป็นผู้ประกอบการค้าปลีก-ค้าส่งชั้นนำ และสามารถเข้าถึงกลุ่มเป้าหมายทั้งกลุ่มที่เข้ามาซื้อของใช้ในชีวิตประจำวัน ลูกค้านี้เป็นผู้ค้าปลีก รวมถึงลูกค้าผู้ประกอบการธุรกิจต่างๆ อีกด้วย ซึ่งช่วยส่งเสริมความสามารถในการดำเนินธุรกิจให้ดียิ่งขึ้น

- **ความเป็นไปได้ในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน**

แม้ Makro และบริษัท จะมีลักษณะธุรกิจและกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่แตกต่างกัน แต่ทั้งสองบริษัทยังคงจัดเป็นกลุ่มบริษัทที่ดำเนินงานธุรกิจค้าส่ง-ค้าปลีกสมัยใหม่ซึ่งพันธกิจหลักคือการเป็นคนกลางในการนำส่งสินค้าจากผู้ผลิตไปถึงมือผู้บริโภค ดังนั้นการเข้าซื้อหุ้น Makro จึงอาจยังคงก่อให้เกิดโอกาสในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการใช้โครงสร้างพื้นฐานร่วมกันกับการดำเนินงานธุรกิจ 7-Eleven เช่น การใช้ระบบกระจายสินค้าและขนส่งสินค้าร่วมกัน หรือ 7-Eleven อาจลดต้นทุนการจัดการโลจิสติกส์ (Logistics) โดยการใช้ศูนย์ของ Makro เป็นศูนย์กลางกระจายสินค้า ซึ่งการเพิ่มประสิทธิภาพการขนส่งนี้นอกจากจะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นการลดระยะเวลาการขนส่ง (Lead time) ซึ่งจะช่วยลดค่าเสียโอกาส (Opportunities Cost) จากปัญหาสินค้าที่ได้รับความนิยมขาดตลาด

- **เพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินจากทางเลือกการระดมทุนสำหรับบริษัทในอนาคต**

การเข้าซื้อหุ้นในครั้งนี้ บริษัทจะได้ครอบครองกรรมสิทธิ์ที่ดิน สิทธิการเช่าที่ดิน และอาคาร ตลอดจนสินทรัพย์ต่างๆ ของ Makro ซึ่งในอนาคต หากบริษัทมีแผนการระดมเงินทุนเพื่อลงทุนขยายกิจการต่อไป บริษัทก็จะมีทางเลือกเพิ่มเติม เช่น การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยอาจเป็นการร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ เพื่อให้เกิดการใช้ประโยชน์มากขึ้น หรืออาจเป็นในรูปแบบของการพิจารณาใช้สินทรัพย์ที่ดินและอาคาร โดยการระดมทุนผ่านการจัดตั้งกองทรัสต์เพื่อการลงทุนใน

อสังหาริมทรัพย์ (REIT) เป็นต้น ซึ่งถือเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นในแผนการจัดหาเงินทุน อันจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท

โดยสรุป ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นต่อรายการว่า การเข้าทำรายการของบริษัทนั้น จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทในด้านต่างๆดังต่อไปนี้

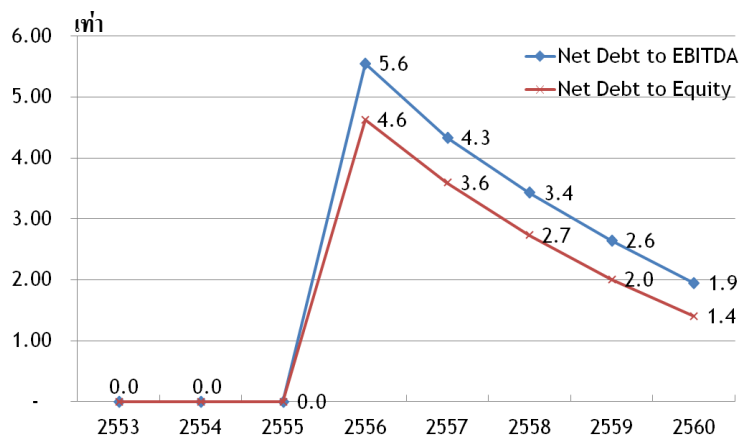
- ขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่จากการเข้าประกอบธุรกิจค้าส่ง
 - ขยายรูปแบบธุรกิจให้ครอบคลุมถึงธุรกิจค้าส่งขนาดใหญ่
 - แทบจะไม่ก่อให้เกิดการแย่งฐานลูกค้ากันเอง (Cannibalization) ระหว่าง 7-Eleven และ Makro
 - สามารถรับรู้รายได้ที่เกิดจากการลงทุนได้ทันที
 - สามารถบริหารงานในธุรกิจค้าส่งหลังเข้าซื้อหุ้น Makro ได้อย่างต่อเนื่อง เพราะผู้บริหารมีความคุ้นเคยกับ Makro เป็นอย่างดี
- สามารถใช้เครื่องหมายการค้า Makro ขยายธุรกิจไปยัง 11 ประเทศในเอเชีย (รวมประเทศไทย)
- โอกาสในการเพิ่มกำไรสุทธิอันเป็นประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น (Enhanced Economies of Scale)
- ความเป็นไปได้ในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน
- เพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินจากทางเลือกการระดมทุนสำหรับบริษัทในอนาคต

3.3 ผลกระทบต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นจากการเข้าทำรายการ

- การเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินและอัตราส่วนภาวะหนี้สิน (Leverage Ratio) จากการเข้าทำรายการ

CPALL เป็นบริษัทที่บริหารงานโดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งจะมุ่งเน้นการรักษาความสมดุลระหว่างสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ดังนั้นก่อนการเข้าซื้อ Makro บริษัทจึงมีภาระเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินต่ำมาก อย่างไรก็ตามบริษัทคาดว่าจะใช้แหล่งเงินทุนจาก 2 ประเภทในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทและวงเงินตามสัญญาในการสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินในสัดส่วนร้อยละ 10 และ ร้อยละ 90 ตามลำดับ หรือคิดเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทมูลค่า 600 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และวงเงินตามสัญญาในการสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินมูลค่า 6,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งบริษัทคาดว่าจะการกู้ยืมในวงเงินดังกล่าวจะเป็นการกู้ยืมหนี้สินระยะสั้นระยะเวลา 1 ปี โดยคาดการณ์ต้นทุนทางการเงินที่ประมาณร้อยละ 4.00 ถึงร้อยละ 5.00 ต่อปีและจะทำการเปลี่ยนจากเงินกู้ยืมระยะสั้นเป็นระยะยาว โดยบริษัทคาดว่าจะจ่ายคืนเงินกู้ดังกล่าวภายในระยะเวลาประมาณ 10 ปี

นอกจากนี้ หลังจากที่บริษัทได้เข้าซื้อ Makro แล้ว ฝ่ายบริหารของบริษัทคาดว่าจะในการขยายศูนย์จัดจำหน่ายสินค้าของ Makro ภายใต้นโยบายของกลุ่มบริษัทนั้น จะใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและแหล่งเงินทุนระยะสั้นจากสถาบันการเงิน ดังนั้นเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินที่จะใช้ในการทำรายการดังกล่าวคาดว่าจะใช้ในการขยายกิจการของ Makro ประกอบกับบริษัทไม่มีแผนเพิ่มทุนในอนาคต เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สิน สุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Net Debt to Equity Ratio) เพิ่มขึ้นจากอัตรา 0 เท่าในปี 2555 เป็น 4.6 เท่าในปี 2556 และอัตราส่วนหนี้สิน สุทธิต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (Net Debt to EBITDA) จะเพิ่มขึ้นจาก 0 เท่าในปี 2555 เป็นอัตรา 5.6 เท่าในปี 2556 ดังรูป



หมายเหตุ: อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Net Debt to Equity Ratio) และอัตราหนี้สินสุทธิต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (Net Debt to EBITDA) สำหรับปี 2553-2555 เป็นอัตราส่วนที่คำนวณจากผลการดำเนินงานจริง ในขณะที่อัตราส่วนดังกล่าวสำหรับปี 2556 เป็นต้นไป เป็นอัตราส่วนที่คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานรวมของบริษัทซึ่งจัดทำโดยฝ่ายบริหารของบริษัท ประมาณการกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคาสำหรับปี 2556 เป็นผลของรวมกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคาของ Makro และ CPALL สำหรับการดำเนินงานในระยะเวลาเต็มปี อย่างไรก็ตาม หากคำนวณจากหลักการบัญชี อาจได้ค่า Net Debt to EBITDA ที่สูงขึ้น

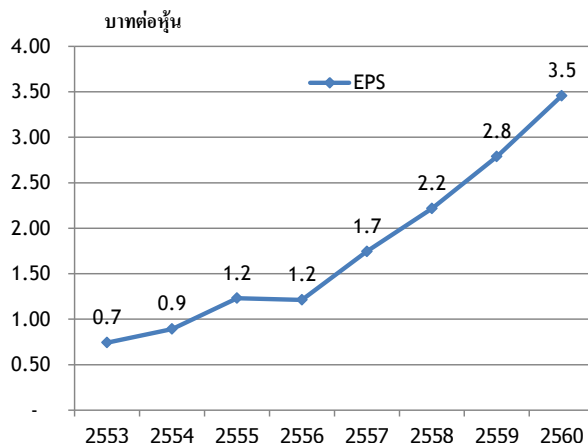
การเพิ่มขึ้นระดับหนี้สินและอัตราส่วนภาระหนี้สินของบริษัทอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการกู้ยืมของบริษัทในอนาคตรวมถึงการจัดอันดับเครดิตของบริษัท และอาจส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ลดลงเนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นทั้งนี้ยังอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดและแผนการลงทุนในอนาคตด้วย

- ผลกระทบต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per share หรือ EPS) และผลกระทบทางบัญชี

งบการเงินรวมของกลุ่มบริษัทหลังจากการเข้าทำรายการ จะสะท้อนรายได้ และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจากการรวมผลการดำเนินงานของ Makro และประโยชน์จากการเข้าซื้อกิจการ เช่น ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดและการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจากการดำเนินการร่วมกันเพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพ เช่น ต้นทุนการจัดการ โลจิสติกส์ภายใต้สมมติฐานที่ว่าบริษัทและ Makro อาจใช้โครงสร้างพื้นฐานในการดำเนินงานร่วมกันแต่เนื่องจากบริษัทคาดว่ารายการเข้าซื้อ Makro จะเสร็จสิ้นในครึ่งปีหลังของปี 2556 ผลการดำเนินงานรวมของกลุ่มบริษัทจึงจะสะท้อนผลการดำเนินงานในระยะเวลาเต็มปีของบริษัทและผลการดำเนินงานของ Makro ภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการตามระยะเวลาจริงที่บริษัทถือหุ้นใน Makro เท่านั้น

อย่างไรก็ดี เนื่องจากบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินในการเข้าทำรายการ ภาระต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืมดังกล่าว จึงส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินรวมของบริษัทเพิ่มขึ้นในปี 2556 เป็นต้นไป

การรับรู้ผลการดำเนินงานของ Makro ตามสัดส่วนดังกล่าว ในปี 2556 ประกอบกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นในการเข้าซื้อ Makro จะส่งผลให้กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นจากปี 2557 เป็นต้นไป ภายใต้สมมติฐานหลักที่ว่าบริษัทไม่มีแผนการเพิ่มทุนในอนาคต



หมายเหตุ: กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) สำหรับปี 2553-2555 คำนวณจากผลการดำเนินงานจริงของบริษัท ในขณะที่ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับปี 2556 เป็นต้นไป คำนวณจากประมาณการผลการดำเนินงานรวมของบริษัทซึ่งจัดทำโดยฝ่ายบริหารของบริษัท
 ประมาณการกำไรสุทธิต่อหุ้นสำหรับปี 2556 เป็นต้นไป คำนวณจากกำไรสุทธิของบริษัทและ Makro สำหรับการดำเนินงานในระยะเวลาครึ่งปี 2556 และเต็มปีตั้งแต่ปี 2557

ในการเข้าซื้อ Makro บริษัทจะได้รับสิทธิในการใช้ IP และ IT จากกลุ่มบริษัทในเครือ SHV ดังนั้นบริษัทจะเป็นเจ้าของเครื่องหมายการค้าของ Makro นับจากวันที่รายการเข้าซื้อเสร็จสิ้นสมบูรณ์ ทำให้ Makro ไม่ต้องจ่ายค่าใช้จ่ายในการใช้ IP และ IT ให้กับบริษัทในเครือ SHV อีกต่อไปแต่จะนำไปสู่การเกิดรายการระหว่างกันจากการจ่ายค่าธรรมเนียมการใช้เครื่องหมายการค้าระหว่าง Makro และบริษัทแทน โดยหากอ้างอิงจากค่าใช้จ่ายดังกล่าวในปี 2555 รายการค่าธรรมเนียมระหว่างกันสำหรับการใช้ทรัพย์สินทางปัญญาจะมีมูลค่าประมาณ 176.2 ล้านบาทต่อปี และเนื่องจากทั้งบริษัทและ Makro เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การทำรายการระหว่างกันจึงจะต้องเป็นไปตามประกาศของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

- **ความเสี่ยงจากการด้อยค่าความนิยม**

นอกจากนี้ ในกรณีที่ผลต่างระหว่างราคาซื้อและมูลค่ายุติธรรมของ Makro บริษัทจะต้องบันทึกค่าความนิยมจากการเข้าซื้อกิจการเป็นรายการหนึ่งในสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อสะท้อนผลต่างที่เกิดขึ้นจริงจากการจ่ายซื้อ ในกรณีที่มูลค่าเสนอซื้อ Makro มีมูลค่าทั้งสิ้น 188,880 ล้านบาท จากการประเมินในเบื้องต้น บริษัทอาจจะต้องบันทึกค่าความนิยมประมาณ 127,723 ล้านบาทเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัท อ้างอิงจากข้อมูลการประเมินมูลค่าสังหาริมทรัพย์ของ Makro ในเบื้องต้น ในงวดบัญชีที่มีการทำรายการ อย่างไรก็ตามค่าความนิยมที่บริษัทจะต้องบันทึกจริง จะขึ้นอยู่กับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิของ Makro ที่ได้รับการประเมิน ณ วันที่เข้าทำรายการ โดยค่าความนิยมดังกล่าวจะต้องได้รับการทดสอบการด้อยค่าทุกรอบระยะเวลาบัญชีโดยผู้สอบบัญชีของบริษัท ในกรณีที่เกิดค่าใช้จ่ายจากการด้อยค่า รายการดังกล่าวจะไม่มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท แต่จะส่งผลกระทบเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนและมีผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

● **ความเสี่ยงจากกฎหมายเกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้า**

จากการหารือกับที่ปรึกษาทางกฎหมายเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องภายใต้พระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้า พ.ศ.2542 ในส่วนของกฎหมายที่เกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้าซึ่งได้แก่พระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้า พ.ศ.2542 ("พรบ. การแข่งขันทางการค้า") นั้น บริษัทสามารถดำเนินการเข้าซื้อหุ้นใน ก) Makro ข) Makro Holding และ ค) OHT รวมเป็นหุ้นของ Makro ที่จะได้มาทั้งทางตรงและทางอ้อมจำนวนร้อยละ 64.35 และการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของ Makro โดยพรบ. การแข่งขันทางการค้ามิได้ห้ามการเข้าซื้อหุ้นและการดำเนินการที่เกี่ยวข้อง

นอกจากนี้ ในปัจจุบันยังไม่มีประกาศของคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้าที่กำหนดลักษณะเกี่ยวกับลักษณะการรวมธุรกิจ อันอาจก่อให้เกิดการผูกขาดหรือความไม่เป็นธรรมในการแข่งขันในส่วนของประกอบธุรกิจของ Makro (ตามมาตรา 26 ของพรบ. การแข่งขันทางการค้า) ดังนั้น การเข้าซื้อหุ้นใน Makro ของบริษัทจึงไม่ต้องยื่นคำขออนุญาตต่อคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้าก่อนการเข้าซื้อหุ้น

อย่างไรก็ตาม เช่นเดียวกับผู้ประกอบการรายอื่น บริษัทยังต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้าในส่วนอื่นที่ใช้บังคับด้วย ซึ่งรวมถึงข้อกำหนดในการประกอบกิจการของผู้ประกอบการซึ่งมีอำนาจเหนือตลาด (มาตรา 25) อันเป็นข้อกำหนดที่ใช้ทั่วไปกับผู้ประกอบการที่มีอำนาจเหนือตลาดที่เข้าตามหลักเกณฑ์ทุกราย (ไม่ว่าจะมีอำนาจเหนือตลาดจากการรวมธุรกิจ หรือไม่ก็ตาม) ซึ่งพรบ. การแข่งขันทางการค้ากำหนดว่าผู้ประกอบการซึ่งมีอำนาจเหนือตลาดจะต้องไม่ดำเนินการดังต่อไปนี้

- 1) กำหนดหรือรักษาระดับราคาซื้อหรือขายสินค้าหรือค่าบริการอย่างไม่เป็นธรรม
- 2) กำหนดเงื่อนไขในลักษณะที่เป็นการบังคับโดยทางตรงหรือโดยทางอ้อมอย่างไม่เป็นธรรม ให้ผู้ประกอบการอื่นซึ่งเป็นลูกค้าของตนต้องจำกัดการบริการ การผลิต การซื้อ หรือการจำหน่ายสินค้าหรือต้องจำกัดโอกาสในการเลือกซื้อหรือขายสินค้า การได้รับหรือให้บริการ หรือในการจัดหาสินค้าเชื่อจากผู้ประกอบการอื่น
- 3) ระวัง ลด หรือจำกัดการบริการ การผลิต การซื้อ การจำหน่าย การส่งมอบ การนำเข้ามาในราชอาณาจักร โดยไม่มีเหตุผลอันสมควร ทำลายหรือทำให้เสียหายซึ่งสินค้าเพื่อลดปริมาณให้ต่ำกว่าความต้องการของตลาด หรือ
- 4) แทรกแซงการประกอบธุรกิจของผู้อื่นโดยไม่มีเหตุผลอันสมควร

● **ความสามารถในการจ่ายปันผล**

สำหรับนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท คณะกรรมการบริษัทมีนโยบายที่จะเสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนประมาณร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานจากงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักภาษีเงินได้และสำรองตามกฎหมายในแต่ละปี โดยพิจารณาประกอบกับงบการเงินรวม ทั้งนี้ นโยบายการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากคณะกรรมการบริษัทพิจารณาฐานะการเงิน ภาวะเศรษฐกิจ และผลการดำเนินงานของบริษัทรวมทั้งโครงการในอนาคตแล้วเห็นว่าควรเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นประการอื่น

อัตราเงินปันผลในอดีต	งบการเงินเฉพาะกิจการ ณ วันที่ 31 ธันวาคม		
	2553	2554	2555
	(ปรับปรุงใหม่)		
อัตราเงินปันผล (%)	102%	139%	81%

ที่มา: ข้อมูลบริษัท

แม้ว่าบริษัทจะมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไป จากการรวมผลการดำเนินงานของ Makro ตามประมาณการที่ฝ่ายบริหารของบริษัทจัดทำขึ้นแต่กระแสเงินสด และแผนการลงทุนในอนาคตอาจจะได้รับผลกระทบจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลสำหรับการเข้าทำรายการอย่างไรก็ตามบริษัทคาดว่าจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดสำหรับการเข้าทำรายการภายในระยะเวลาประมาณ 10 ปี ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับภาวะตลาดและความเหมาะสม เพื่อรักษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนสำหรับผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ และบริษัทคาดว่าความสามารถในการจ่ายเงินปันผลจะไม่เปลี่ยนแปลงจากนโยบายปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

- **ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน**

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการดำเนินงานของบริษัทเป็นสกุลเงินบาท ในขณะที่บริษัทจะชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนเป็นเงินสดให้แก่ผู้ขายเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ในครึ่งปีหลังของปี 2556 หรือประมาณเดือนสิงหาคม 2556 ดังนั้นบริษัทอาจมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน หากสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นระหว่างวันประชุมผู้ถือหุ้นและวันที่ชำระมูลค่าสิ่งตอบแทน อย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายที่จะทำการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสัดส่วนที่เหมาะสม

- **ความเสี่ยงจากฝ่ายบริหารและการดำเนินงานหลังการเข้าทำรายการ**

เนื่องจากบริษัทมุ่งเน้นการดำเนินงานในอุตสาหกรรมค้าปลีก ในขณะที่ Makro มีความเชี่ยวชาญการดำเนินงานในธุรกิจค้าส่งขนาดใหญ่และกลยุทธ์ชำระเงินสดและบริการตนเอง (Cash and Carry) ทีมงานบริหารของ Makro จึงเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงานจากอดีตจนถึงปัจจุบัน ดังนั้นการรักษาทีมงานบริหารที่มีความเชี่ยวชาญของ Makro ไว้จะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเติบโตของ Makro ภายใต้กลุ่มบริษัทในอนาคต จากการสัมภาษณ์ทีมงานของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเชื่อว่า ทีมงานของ Makro จะไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

หลังการเข้าทำรายการ ทีมงานบริหารของบริษัทตั้งเป้าหมายในการขยายศูนย์จัดจำหน่ายสินค้าไปยังประเทศในอาเซียน โดยจะเริ่มจากกลุ่มประเทศในแถบกลุ่มแม่น้ำโขง (CLMV) อันได้แก่ กัมพูชา ลาว พม่า และเวียดนาม บริษัทคาดว่าจะใช้ศูนย์จัดจำหน่ายสินค้าของ Makro เป็นสาขาหลักในต่างประเทศดังนั้นประเด็นทางข้อกฎหมายและสิทธิการครอบครองสินทรัพย์ในแต่ละประเทศจึงเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่บริษัทพึงตระหนักถึง ทั้งนี้การเช่าสินทรัพย์จึงเป็นอีกหนึ่งทางเลือกในการขยายศูนย์จัดจำหน่าย

โดยสรุป นอกจากประโยชน์จากการเข้าซื้อ Makro แล้ว นักลงทุนควรคำนึงถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นในแง่มุมดังต่อไปนี้

- การเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินและอัตราส่วนภาระหนี้สิน (Leverage Ratio) จากการเข้าทำรายการ
- ผลกระทบต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per share หรือ EPS) และผลกระทบทางบัญชี
- ความเสี่ยงจากการค้ำค่าความนิยม
- ความเสี่ยงจากกฎหมายเกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้า
- ความสามารถในการจ่ายปันผล
- ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน
- ความเสี่ยงจากฝ่ายบริหารและการดำเนินงานหลังการเข้าทำรายการ

ส่วนที่ 4 ความเป็นธรรมของราคา และเงื่อนไขของรายการ

สมมติฐานที่สำคัญในการจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขึ้นอยู่กับสมมติฐานดังต่อไปนี้:

- ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่มีเหตุอันควรสงสัยว่าข้อมูลและเอกสารทั้งหมด อันได้แก่ งบการเงิน ข้อมูลสาธารณะ ประเมินการทางการเงินและแผนธุรกิจ ที่จัดทำโดยฝ่ายบริหารของบริษัท รวมถึงเอกสารอื่นๆ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่ได้รับจากบริษัทและ Makro รวมถึงการสัมภาษณ์ฝ่ายบริหารของบริษัท ขาดความถูกต้องและความครบถ้วน ในสาระสำคัญอันจะส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการวิเคราะห์ข้อมูล
- ไม่มีเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นแล้ว กำลังจะเกิด หรือมีความเป็นไปได้ว่าจะเกิด บนสมมติฐานที่ใช้ในการทำความเข้าใจที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ที่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อผลประกอบการและสถานะทางการเงินของบริษัทหรือบริษัทเป้าหมายรวม ไปถึงเหตุการณ์ดังต่อไปนี้:
 - ไม่มีความเสี่ยงอื่น ๆ ที่อาจส่งผลให้เกิดความล่าช้าหรือมีผลกระทบทำให้ราคาเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น
 - รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำขึ้น โดยอ้างอิงจาก สภาวะทางเศรษฐกิจและปัจจัยอื่นๆ ณ เวลาของการจัดทำเท่านั้น ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะไม่สามารถประเมินผลกระทบ ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์และองค์ประกอบต่างๆ ภายหลังช่วงเวลาในการศึกษาและไม่มีภาระผูกพันในการเปลี่ยนแปลงและปรับปรุงข้อมูลดังกล่าวให้เป็นปัจจุบัน
 - ไม่มีเหตุการณ์อื่นใด (Material Adverse Event) รวมถึงแต่ไม่จำกัด เช่น ภาวะเศรษฐกิจ การเมือง หรือ ภัยพิบัติ ที่อาจส่งผลกระทบต่อบริษัทเป้าหมายอย่างมีนัยสำคัญ

วิธีพิจารณาความสมเหตุสมผลของราคาเข้าซื้อกิจการ

ในการพิจารณาความสมเหตุสมผลของราคาเสนอซื้อ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมายด้วยวิธีดังต่อไปนี้

4.1 วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)

4.2 ค่าเฉลี่ยราคาตลาดย้อนหลัง (Historical Market Price Approach)

4.3 วิธีเปรียบเทียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียง (Market Comparables Approach)

- มูลค่ากิจการต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย (EV/EBITDA Multiple)
- ราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Multiple)
- ราคาปิดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Multiple)

4.4 การหามูลค่าปัจจุบัน โดยวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)

4.5 วิธีเปรียบเทียบราคาซื้อขายบริษัทกับรายการซื้อขายอื่น (Precedent Transaction Comparable Approach)

4.6 มูลค่าประมาณการ โดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Research Analyst Consensus)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาความเหมาะสมของวิธีการประเมินมูลค่าในแต่ละวิธีดังนี้

4.1 วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)

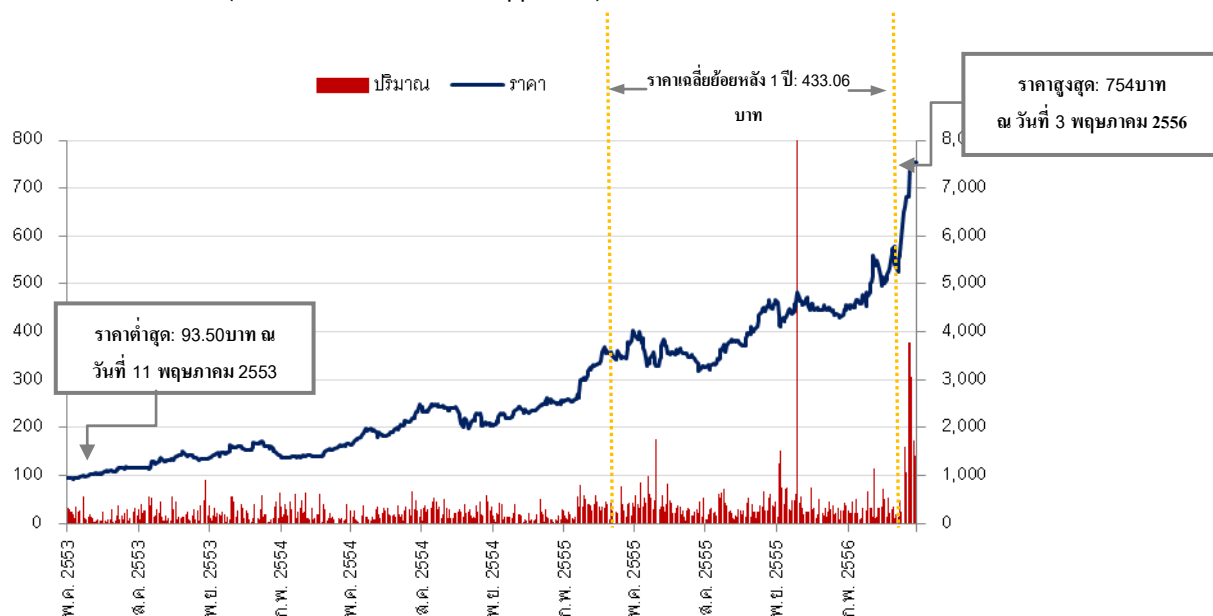
วิธีการประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach) อ้างอิงจากมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินของบริษัท เป้าหมาย ณ วันที่ 31 มีนาคม 2556 ซึ่งเป็นงบการเงินล่าสุดที่สอบทานและได้แสดงข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 ซึ่งเป็นงบการเงินที่ตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของบริษัท รายละเอียดของรายการแสดงในตารางด้านล่างดังนี้

รายการ (หน่วย: ล้านบาท)	31 ธันวาคม 2555 (ตรวจสอบ)	31 มีนาคม 2556 (สอบทาน)
1) ทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้ว มูลค่าหุ้นที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาทจำนวน 240,000,000 หุ้น ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 และ 31 มีนาคม 2556	2,400.00	2,400.00
2) ส่วนเพิ่ม (ส่วนลด) มูลค่าหุ้น	3,290.15	3,290.15
3) กำไรสะสม		
- จัดสรรแล้ว	240.00	240.00
- ยังไม่ได้จัดสรร	4,726.29	5,942.08
ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม	10,656.45	11,872.24
จำนวนหุ้นสามัญที่ออกและจำหน่ายแล้ว (ล้านหุ้น)	240.00	240.00
มูลค่าตามบัญชีของบริษัท(บาทต่อหุ้น)	44.40	49.47

หมายเหตุ: งบการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 และ 31 มีนาคม 2556 ตรวจสอบและสอบทานโดยบริษัท PricewaterhouseCooperABAS Ltd.

จากวิธีการข้างต้น มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ วันที่ 31 มีนาคม 2556 มีมูลค่ารวม 11,872.24 ล้านบาท วิธีการประเมินมูลค่าตามบัญชีเป็นการแสดงมูลค่าทางบัญชีของบริษัทเป้าหมาย ณ ช่วงเวลาหนึ่ง โดยมีคำนึงถึงประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคต แนวโน้มของอุตสาหกรรม และมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเป้าหมาย ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าวิธีประเมินมูลค่าดังกล่าวเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมสำหรับการประเมินรายการนี้

4.2 ค่าเฉลี่ยราคาตลาดย้อนหลัง (Historical Market Price Approach)



ที่มา: SetSmart ข้อมูลการซื้อขายในระหว่าง 4 พฤษภาคม 2553 ถึง 3 พฤษภาคม 2556

สำหรับวิธีการประเมินมูลค่าบริษัทเป้าหมายโดยค่าเฉลี่ยราคาตลาดย้อนหลัง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาว่า ราคาหุ้นปัจจุบันและราคาหุ้นย้อนหลัง เป็นตัวบ่งชี้ที่เหมาะสมถึงราคายุติธรรมในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งหรือไม่ และพบว่าราคาหุ้นสามัญย้อนหลังก่อนการประกาศการทำรายการ สะท้อนให้เห็นถึงการซื้อขายโดยกลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนน้อย แต่ไม่แสดงถึงส่วนเพิ่มจากการมีอำนาจควบคุม แผนภูมิข้างต้นแสดงราคาปิดและมูลค่าการซื้อขายในระหว่าง 4 พฤษภาคม 2553 ถึง 3 พฤษภาคม 2556 ทั้งนี้ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 11 พฤษภาคม 2553 ถึงวันที่ 19 เมษายน 2556 (ซึ่งเป็นวันซื้อขายวันสุดท้ายก่อนที่จะมีการประกาศการทำรายการ) ราคาหุ้นได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 629% จากราคา 93.50 บาทต่อหุ้นเป็นราคา 682 บาทต่อหุ้น

4.3 วิธีการเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียง (Market Comparables Approach)

วิธีการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparables Approach) เป็นวิธีการประเมินมูลค่าของกิจการภายใต้สมมติฐานที่ว่ากลุ่มของกิจการที่ประกอบธุรกิจลักษณะคล้ายคลึงกันควรจะมียอดราคาส่วนราคาการซื้อขายที่ใกล้เคียงกัน ทั้งนี้ เนื่องจากการประมวลผลเข้าซื้อกิจการบริษัทเป้าหมายไม่ได้จำกัดเพียงการเสนอราคาจากผู้ซื้อในประเทศเท่านั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงได้พิจารณาบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจลักษณะเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน ทั้งในประเทศ และในภูมิภาคเอเชีย โดยไม่รวมถึงบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน ในภูมิภาคสำคัญอื่นๆ เช่น ยุโรป หรือ สหรัฐอเมริกา เนื่องจากมีโครงสร้างและแนวโน้มตลาดที่แตกต่างจากบริษัทเป้าหมาย การประเมินมูลค่าโดยใช้วิธีการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparables Approach) นั้น แสดงให้เห็นถึงกลไกของตลาดและมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง แต่อย่างไรก็ตาม แต่ละบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบกับนั้น มีความแตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นด้านนโยบายทางการเงิน (การรับรู้รายได้และการบันทึกหนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ) นโยบายการลงทุน ขนาดของกิจการ โครงสร้างต้นทุน แหล่งที่มาของรายได้อื่นๆ และคุณภาพของกิจการ รวมถึงคุณภาพของสินทรัพย์อีกด้วย ทั้งนี้ เนื่องจากรายชื่อของบริษัทที่ได้นำมาเปรียบเทียบกับนั้นอาจจะไม่ได้ครอบคลุมบริษัทที่คล้ายคลึงกันทั้งหมดและอาจมีความแตกต่างกันในหลายประการดังที่อธิบายไปแล้วข้างต้น ดังนั้น การเปรียบเทียบจะถูกนำเสนออย่างจำกัดและมีจุดประสงค์เพียงเพื่อแสดงประกอบการอธิบายเท่านั้น โดยค่าที่ได้แสดงดังต่อไปนี้นี้จะสะท้อนถึงมูลค่าของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและไม่รวมส่วนเพิ่มจากการมีอำนาจควบคุม (Control Premium) เข้าในการคำนวณ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้สรุปข้อมูลบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกัน จาก SetSmart และ Bloomberg ดังนี้

บริษัทในประเทศไทย

1. บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (“BIGC”)

บริษัทบิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ถือเป็นหนึ่งของผู้ประกอบการค้าปลีกที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศ ดำเนินงานภายใต้ชื่อ “BIG C Supercenter” และมีจำนวนสาขามากเป็นอันดับที่ 2 ของผู้ประกอบการค้าปลีกในไทย ณ สิ้นปี 2555 บิ๊กซีมีจำนวนไฮเปอร์มาร์เกตทั้งสิ้น 113 สาขา ประกอบด้วย บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ 96 สาขา บิ๊กซี เอ็กซ์ตร้า 16 สาขา และบิ๊กซี จัมโบ้ 1 สาขา รวมทั้งมีร้านสะดวกซื้อขนาดเล็กอีก 126 สาขาครอบคลุมทั่วประเทศ บริษัทเริ่มดำเนินงานในประเทศไทย โดยมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่กรุงเทพฯ และมีพนักงานอยู่ราว 27,000 คน ในปี 2555 ผลประกอบการของบริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 123,732 ล้านบาท (ประมาณ 4,124.4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 6,074 ล้านบาท (ประมาณ 202.46 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

2. บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน) (“ROBINS”)

บริษัทห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน) ดำเนินการห้างสรรพสินค้าชั้นนำในอุตสาหกรรมภายใต้ชื่อทางการค้า “Robinson” ในปัจจุบัน โรบินสันมีห้างสรรพสินค้าทั้งสิ้น 30 สาขาทั่วประเทศ แบ่งเป็น 11 สาขาที่ตั้งอยู่ในเขตกรุงเทพมหานครและปริมณฑล และอีก 19 สาขาตั้งอยู่ตามจังหวัดต่างๆ ทั่วประเทศ บริษัทดำเนินกิจการหลักในประเทศไทย โดยมีสำนักงานใหญ่อยู่ที่กรุงเทพฯ และมีพนักงานราว 3,400 คน ณ สิ้นปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 23,907 ล้านบาท (ประมาณ 796.9 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 2,063 ล้านบาท (ประมาณ 68.76 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

3. บริษัท โฮมโปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (“HMPRO”)

บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าเกี่ยวกับบ้านและที่พักอาศัยครบวงจร ดำเนินงานภายใต้ชื่อทางการค้า “Home Pro” โดยภายในร้านค้าจะเน้นขายสินค้าจำพวกวัสดุก่อสร้าง อุปกรณ์ตกแต่งและปรับปรุงที่พักอาศัย บริษัทมีจำนวนสาขาทั้งหมด 45 สาขาครอบคลุมทั่วประเทศ โดยมีสำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่จังหวัดนนทบุรี และมีพนักงานกว่า 6,800 คน ณ สิ้นปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 36,969 ล้านบาท (ประมาณ 1,232.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 2,679 ล้านบาท (ประมาณ 89.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

4. บริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) (“OFM”)

บริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจจำหน่ายเครื่องเขียนและอุปกรณ์สำนักงานผ่านช่องทางออนไลน์ (e-Commerce), 콜เซ็นเตอร์ (Call Center) และระบบขายผ่านหน้าร้าน บริษัทก่อตั้งเมื่อปี 2537 โดยในปัจจุบัน บริษัทมีสาขาทั้งสิ้น 134 สาขา โดยแบ่งเป็น ออฟฟิศเมท 45 สาขา (เดิมชื่อ “Office Depot”) และสาขาของ B2S ทั้งสิ้น 89 สาขา ณ สิ้นปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 7,177 ล้านบาท (ประมาณ 239.23 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไร 287 ล้านบาท (ประมาณ 9.57 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

5. บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ประกอบกิจการจำหน่ายสินค้าวัสดุก่อสร้าง วัสดุตกแต่ง เครื่องมือ อุปกรณ์ที่ใช้ในการก่อสร้างและอุปกรณ์สำนักงาน ในปัจจุบัน บริษัทมีสาขาขนาดใหญ่ 20 สาขา ซึ่งตั้งอยู่ตามจังหวัดต่างๆ ที่มีโอกาสในการเติบโตสูงนอกกรุงเทพมหานคร ในปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 11,099 ล้านบาท (ประมาณ 369.96 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 609 ล้านบาท (ประมาณ 20.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

บริษัทในภูมิภาคเอเชีย

1. Lotte Shopping Company Limited (“LOTTE”)

Lotte Shopping ดำเนินธุรกิจห้างสรรพสินค้า discount store ซูเปอร์มาร์เก็ต และ โรงภาพยนตร์ ในหลายประเทศทั่วภูมิภาคเอเชียเช่น เกาหลีใต้จีนเวียดนามและอินโดนีเซีย โดย Lotte Shopping ถือเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในธุรกิจค้าปลีกของเกาหลีใต้ ประกอบไปด้วยห้างสรรพสินค้า 30 สาขา ร้านค้าปลีก 94 สาขา และ ซูเปอร์มาร์เก็ต 350 สาขา (ข้อมูล ณ ปี 2554) โดยบริษัทมีสำนักงานใหญ่อยู่ที่กรุงโซล เกาหลีใต้ ณ สิ้นปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 25,044 พันล้านวอน (ประมาณ 22,825 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 1,080 พันล้านวอน (ประมาณ 984 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

2. President Chain Store Corporation (“PCSC”)

President Chain Store ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อในประเทศไต้หวัน ภายใต้ชื่อทางการค้า “7-ELEVEN” รวมทั้งธุรกิจค้าปลีกจำหน่ายอาหารน้ำดื่มและของใช้ในครัวเรือน บริษัทมีสาขามากกว่า 5,000 สาขา ครอบคลุมในหลายประเทศ อาทิ เช่น ไต้หวัน ฟิลิปปินส์ แคนาดา เวียดนามและจีน ณ สิ้นปี 2555 บริษัทมีรายได้ทั้งสิ้น 134,570 ล้านดอลลาร์ไต้หวัน (ประมาณ 4,551.8 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 6,789 ล้านดอลลาร์ไต้หวัน (ประมาณ 229.6 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

3. Dairy Farm International Holding Limited (“DAIRY”)

Dairy Farm International Holding ประกอบธุรกิจหลากหลายประเภทไม่ว่าจะเป็น ซูเปอร์มาร์เก็ต ร้านค้าปลีก ร้านเสริมสวยและร้านค้าเพื่อสุขภาพ ร้านสะดวกซื้อ ร้านอุปกรณ์ตกแต่งที่พักอาศัยและร้านอาหาร โดยบริษัทมีสาขามากกว่า 5,600 สาขาครอบคลุมทั่วภูมิภาคเอเชีย ภายใต้เครื่องหมายการค้าต่างๆ อาทิเช่น “7-Eleven” และ “IKEA” โดย Dairy Farm เป็นหนึ่งใน

สมาชิกของ JardineMatheson Group ณ สิ้นปี 2555 บริษัทในกลุ่มมีรายได้ทั้งสิ้น 9,801 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมีกำไรทั้งสิ้น 599 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

4. SumberAlfariaTrijayaTbk PT (“ALFA”)

PT SumberAlfariaTrijaya ประกอบธุรกิจโลจิสติกส์สินค้าอุปโภคบริโภค โดยผ่านเครือข่ายตลาดร้านค้าสะดวกซื้อภายใต้ชื่อ “Alfamart” ในปัจจุบัน บริษัทเป็นหนึ่งในผู้นำเครือข่ายตลาดร้านค้าสะดวกซื้อในอินโดนีเซีย โดยให้บริการลูกค้ากว่า 2.3 ล้านคนต่อวัน ผ่านเครือข่ายร้านค้ากว่า 6,000 สาขาทั่วประเทศ บริษัทมีรายได้ 23,366 พันล้านรูเปีย อินโดนีเซียน (ประมาณ 2,400.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรจำนวน 481 พันล้านรูเปีย อินโดนีเซียน (ประมาณ 49.4 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ณ สิ้นปี 2555

5. Sun Art Retail Group Ltd (“SUN”)

Sun Art Retail Group เป็นบริษัท Holding Company ซึ่งถือหุ้นของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจค้าปลีกในประเทศจีน โดยประกอบธุรกิจค้าปลีกภายใต้ชื่อการค้า “Auchan” และ “RT-Mart” ณ สิ้นปี 2555 บริษัทในกลุ่มมีรายได้ทั้งสิ้น 77,851 ล้านหยวน (ประมาณ 12,611.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 2,409 ล้านหยวน (ประมาณ 390.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

6. Matahari Department Store (“LPPF”)

Matahari Department Store ดำเนินธุรกิจห้างสรรพสินค้าด้านเครื่องแต่งกาย เครื่องสำอางและของใช้ภายในบ้าน รวมถึงบริการให้คำปรึกษาด้านการจัดการ ในประเทศอินโดนีเซีย ณ สิ้นปี 2555 บริษัทในกลุ่มมีรายได้ทั้งสิ้น 5,616,932 ล้านอินโดนีเซียน รูเปีย (ประมาณ 582.9 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมีกำไรทั้งสิ้น 770,881 ล้าน อินโดนีเซียน รูเปีย (ประมาณ 80 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

ตาราง: บริษัทที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกันในประเทศและในภูมิภาคเอเชีย

หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐ

บริษัท	ราคา หุ้น	มูลค่า ตามราคา ตลาด	TEV	TEV/EBITDA			PE			PB			อัตราการเติบโต ของกำไร (2555-2557)
				2555	2556	2557	2555	2556	2557	2555	2556	2557	
Siam Makro Plc.	23.8	5,718.1	5,584.3	28.9x	24.7x	21.3x	49.2x	39.3x	33.6x	16.4x	14.6x	13.4x	51%
CP ALL Plc.	1.6	14,514.2	13,298.0	23.4x	19.4x	15.4x	40.3x	32.3x	26.5x	16.5x	14.7x	12.4x	43%
Big C Supercenter Plc.	7.4	6,138.9	6,855.2	18.7x	14.3x	12.5x	30.6x	24.4x	20.7x	5.9x	4.9x	4.2x	44%
Home Product Center Plc.	0.5	4,306.5	4,454.3	27.9x	21.2x	17.3x	49.1x	37.4x	29.1x	13.4x	10.5x	8.7x	56%
Robinson Department Store Plc.	2.6	2,880.9	2,756.8	38.0x	19.2x	15.3x	42.7x	32.8x	25.9x	8.3x	7.2x	6.3x	62%
Siam Global House Plc.	0.7	1,789.0	1,794.2	43.7x	27.4x	17.7x	75.5x	44.5x	28.5x	5.9x	5.1x	4.2x	175%
Officemate Plc.	2.5	802.1	777.0	44.6x	27.6x	27.1x	64.8x	45.6x	34.8x	5.8x	4.2x	3.9x	79%
ค่าเฉลี่ยประเทศไทย				32.7x	21.5x	17.6x	50.5x	36.2x	27.6x	9.3x	7.8x	6.6x	
Dairy Farm International Holdings Ltd.	12.2	16,516.6	16,041.9	23.7x	19.3x	17.1x	36.7x	29.3x	25.7x	13.3x	11.9x	10.2x	43%
Sun Art Retail Group Ltd.	1.3	12,877.6	11,773.0	14.5x	11.9x	10.1x	33.3x	28.7x	25.0x	4.6x	4.4x	3.9x	40%
Lotte Shopping Co., Ltd.	365.9	10,967.0	21,716.5	11.3x	9.9x	8.9x	10.5x	11.3x	10.0x	0.7x	0.8x	0.7x	8%
President Chain Store Corp.	6.0	6,279.6	5,723.0	12.4x	17.2x	16.1x	26.9x	25.1x	22.6x	8.0x	7.5x	6.8x	18%
PT Matahari Department Store Tbk	1.2	3,410.8	3,612.5	19.8x	NA	NA	42.6x	28.42 ⁽¹⁾	NA	NM	NA	NA	NA
PT SumberAlfaria TrijayaTbk	0.7	2,527.0	2,538.8	24.3x	16.5x	14.2x	49.8x	35.2x	27.9x	7.9x	6.7x	6.1x	82%

ความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์โดยบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)

บริษัท	ราคา หุ้น	มูลค่า ตามราคา ตลาด	TEV	TEV/EBITDA			PE			PB			อัตราการเติบโต ของกำไร (2555-2557)
				2555	2556	2557	2555	2556	2557	2555	2556	2557	
ค่าเฉลี่ยภูมิภาคเอเชีย				17.7x	15.0x	13.3x	33.3x	25.9x	22.3x	6.9x	6.2x	5.5x	
ค่าเฉลี่ยรวม**				25.2x	18.5x	15.6x	41.9x	31.5x	25.2x	8.2x	7.1x	6.1x	
Siam Makro (อ้างอิงตามราคา เสนอซื้อ)	787.0	6,600.0	6,465.8	31.31x	25.79x	22.25x	53.12x	41.33x	35.52x	17.72x	17.72x	17.72x	22%*

ที่มา: CapIQ, Bloomberg และข้อมูลจากบริษัท ณ วันที่ 19 เมษายน 2556

หมายเหตุ: * อัตราการเจริญเติบโตของกำไร โดยเฉลี่ยต่อปี

⁽¹⁾ จาก forward PE multiple 27.0 (เท่า) ณ ราคาที่ทำการเสนอขายครั้งแรก (IPO)

** ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 จะยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่อค่าของ EV/EBITDA ที่ได้

การประเมินมูลค่าโดยวิธีเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกันนั้น จะประเมินโดยใช้ อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparables) ดังต่อไปนี้

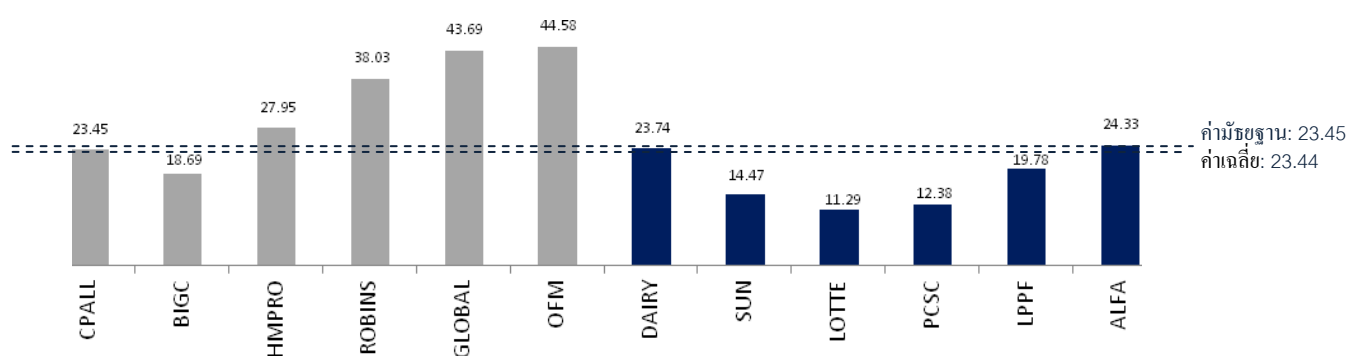
- มูลค่ากิจการต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย (EV/EBITDAMultiple)
- ราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Multiple)
- ราคาปิดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Multiple)

4.3.1 อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย (EV/EBITDA Multiple)

การประเมินมูลค่าโดยวิธีนี้คำนวณโดยการคูณกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย (EBITDA) ของบริษัทเป้าหมายกับอัตราส่วน EV/EBITDA ของบริษัทในกลุ่มที่ประกอบกิจการใกล้เคียงกันดังที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นเพื่อประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งทางที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้หักหนี้สินทั้งหมดออกและบวกเงินสด รวมทั้งรายการเทียบเท่าเงินสดและส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจากมูลค่าสุทธิของกิจการกลับเข้าไปเพื่อใช้ในการหามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยค่า EBITDA ที่ใช้คำนวณ มาจากการประมาณการของผู้บริหาร ในกรณีนี้จะแสดงช่วงราคาของบริษัทเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของ EV/EBITDA ในช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน ดังนี้

- EV/EBITDA ปี 2555 (2012 EV/EBITDA)
- ประมาณการ EV/EBITDA ปี 2556 (Forward EV/EBITDA multiple 2013E)
- ประมาณการ EV/EBITDA ปี 2557 (Forward EV/EBITDA multiple 2014E)

ตารางที่ 1.1 ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ปี 2555 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค

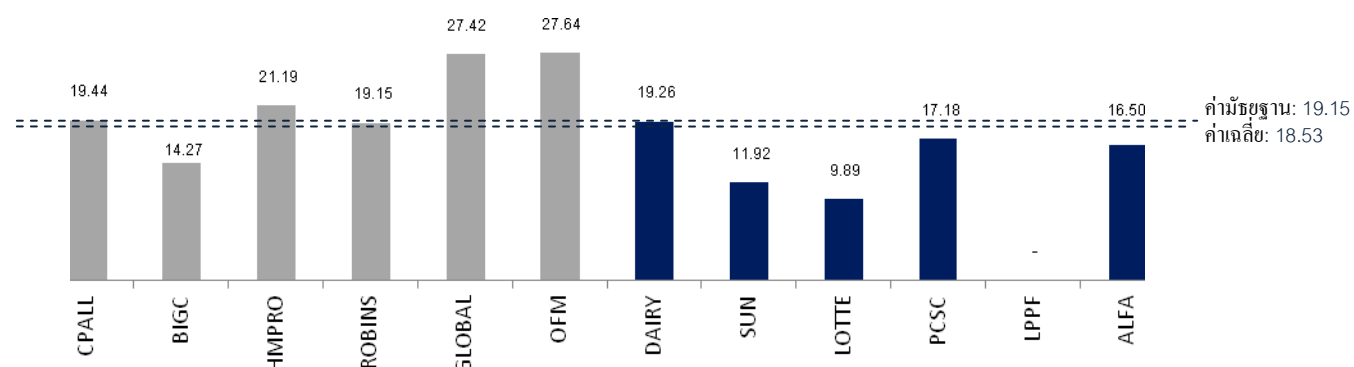


หมายเหตุ: ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่าของ EV/EBITDA ที่ได้

ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ค่าเฉลี่ยของ EV/EBITDA ปี 2555 ของบริษัทที่ใช้ในการเปรียบเทียบกับ 23.44 เท่า ในขณะที่ค่ามัธยฐานมีค่าเท่ากับ 23.45 เท่า

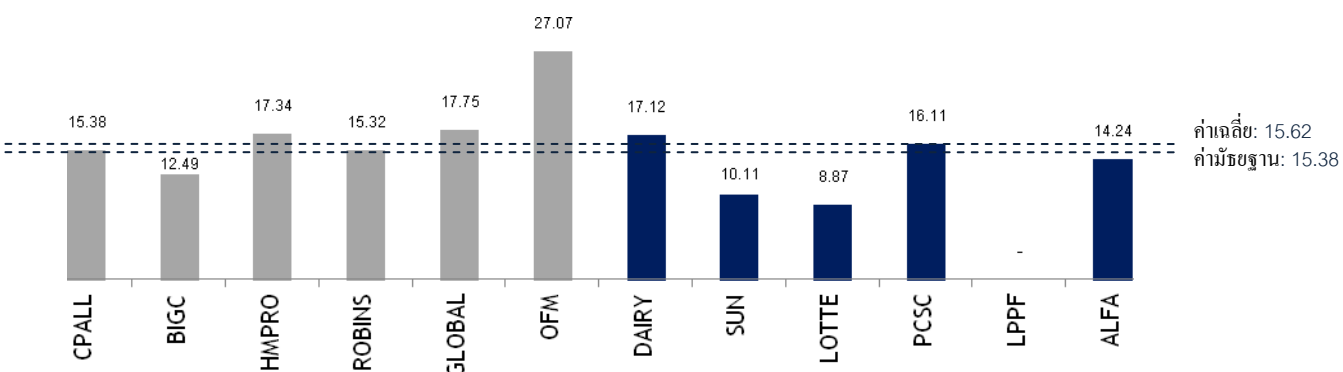
ตารางที่ 1.2 ประมาณการ EV/EBITDA ปี 2556 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ค่าเฉลี่ยของ Forward EV/EBITDA Multiple ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจในลักษณะใกล้เคียงกันในปี 2556 เท่ากับ 18.53 เท่า ในขณะที่ค่ามัธยฐานมีค่าเท่ากับ 19.15 เท่า

ตารางที่ 1.3 ประมาณการ EV/EBITDA ปี 2557 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ค่าเฉลี่ยของ Forward EV/EBITDA Multiple ของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2557 เท่ากับ 15.62 เท่า ส่วนค่ามัธยฐานเท่ากับ 15.38 เท่า

ตาราง: มูลค่าของกิจการที่ประเมินได้ด้วยวิธี EV/EBITDA

ช่วงเวลา	ข้อมูลในอดีต	ประมาณการ	
	2555	2556	2557
หน่วย: ล้านบาท	ข้อมูล EBITDA ปี 2555	ข้อมูลจากการประมาณการ EBITDA ปี 2556	ข้อมูลจากการประมาณการ EBITDA ปี 2557
ข้อสมมติฐาน			
EBITDA	5,910	7,358	8,590
ผลสรุป			

ช่วงเวลา	ข้อมูลในอดีต	ประมาณการ	
	2555	2556	2557
ค่า EV/EBITDA สูงสุด (เท่า)	43.69	27.64	27.07
ค่า EV/EBITDA ต่ำสุด (เท่า)	11.29	9.89	8.87
ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA (เท่า)	23.44	18.53	15.62
มูลค่าของกิจการสุทธิคำนวณจากค่าเฉลี่ย	138,509	136,357	134,151
ช่วงมูลค่าของกิจการสุทธิ	66,715-258,195	72,760-203,327	76,201-232,484
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากค่าเฉลี่ย	142,465	135,623	131,993
ช่วงมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น	70,671-262,151	72,027-202,594	74,043-230,326
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	294-1,092	300-844	309-960

หมายเหตุ : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่า EV/EBITDA ที่ได้

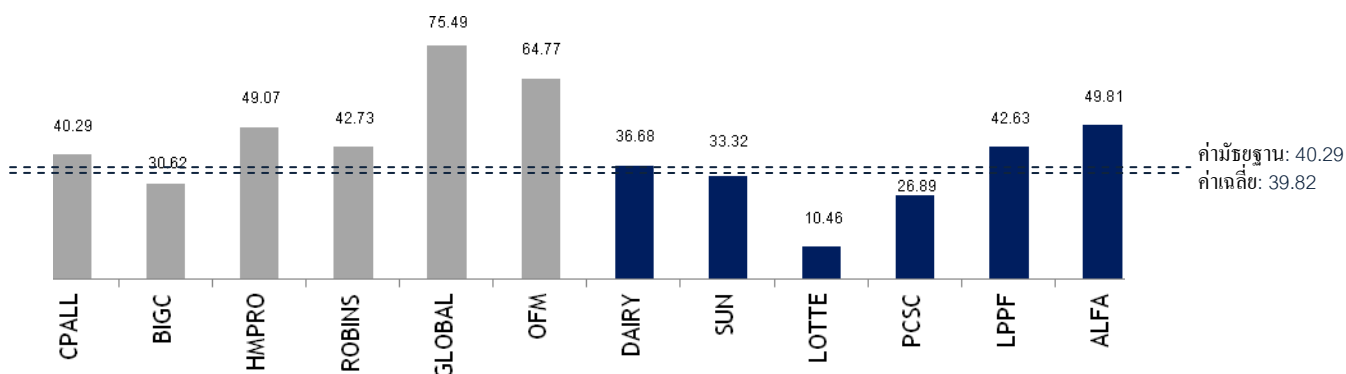
จากตารางด้านบน ค่าประมาณของมูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย คำนวณจากค่าสูงสุดและต่ำสุดของค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ยกเว้นของบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) ในปี 2555 โดยราคาที่คำนวณได้อยู่ระหว่าง 294 บาทถึง 1,092 บาท สาเหตุที่ทางที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ไม่รวมบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) เข้าไปในการคำนวณ เนื่องจากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างที่สำคัญ จากการได้มาของ B2S ซึ่งมีผลกระทบต่อค่า EV/EBITDA ของบริษัท โดยทั่วไปแล้วการคำนวณมูลค่าของกิจการด้วยวิธีอัตราส่วน EV/EBITDA นั้น ได้รับความนิยม เนื่องจากสามารถนำไปเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นๆที่มีความแตกต่างกันด้าน โครงสร้างของเงินทุนและไม่มีผลกระทบจากค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เป็นต้นทุนเช่น ค่าเสื่อมและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่าย

4.3.2 อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไร (P/E Multiple)

การประเมินมูลค่าโดยวิธีอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไร (P/E Multiple) นั้น คำนวณโดยการนำกำไรสุทธิของบริษัทเป้าหมายมาคูณกับอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไร (P/E Multiple) ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจในลักษณะใกล้เคียงกัน ซึ่งคล้ายคลึงกับการประเมินมูลค่าโดยวิธี EV/EBITDA โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้เปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Multiple) ของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจร้านค้าปลีก รวมถึงห้างสรรพสินค้าทั้งในประเทศและในภูมิภาคเอเชีย เพื่อที่จะช่วยในการประเมินมูลค่าของ Makro ทั้งนี้กำไรสุทธิที่ใช้ในการประเมินมูลค่ามาจากการประมาณการของฝ่ายบริหาร ในกรณีนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้แสดงช่วงราคาของบริษัทเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของ P/E ในช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกันดังนี้

- ราคาปิดต่อกำไร ปี 2555 (2012 P/E)
- ประมาณการ ราคาต่อกำไร (P/E)ปี 2556 (Forward P/E multiple 2013E)
- ประมาณการ ราคาต่อกำไร (P/E)ปี 2557 (Forward P/E multiple 2014E)

ตารางที่ 2.1 ราคาปิดต่อกำไร ปี 2555 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค

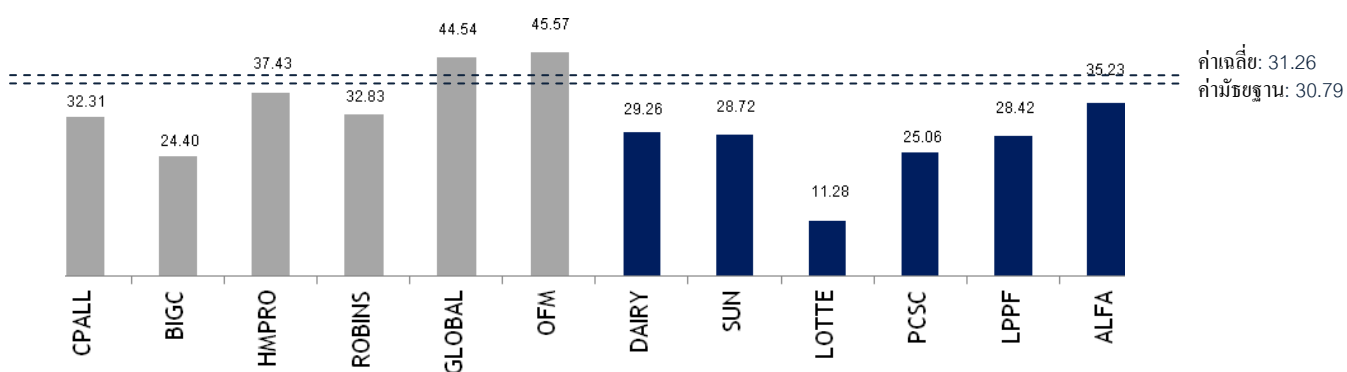


หมายเหตุ : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่าของ P/E ที่ได้

ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ค่าเฉลี่ยของราคาต่อกำไร (P/E) ปี 2555 ของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบเท่ากับ 39.82 เท่า ในขณะที่ค่ามัธยฐานเท่ากับ 40.29 เท่า

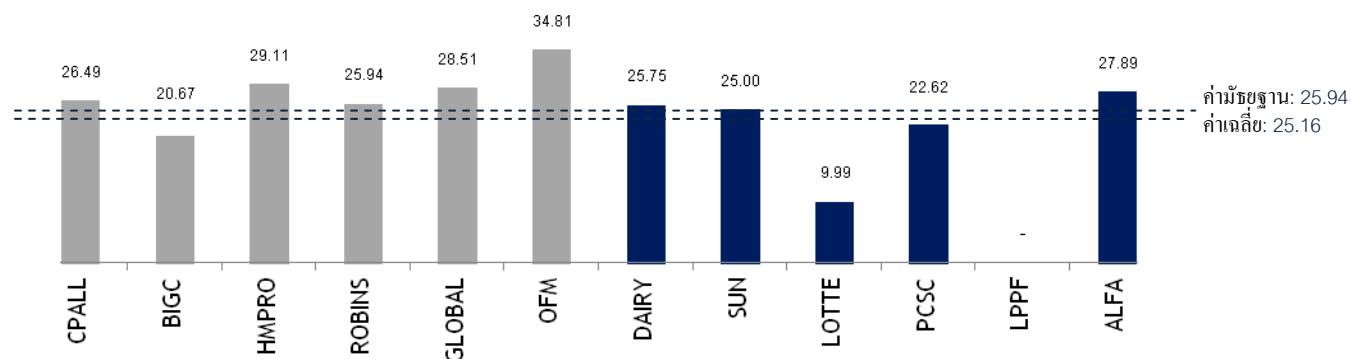
ตารางที่ 2.2 ประมาณการราคาต่อกำไร (P/E) ปี 2556 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ในประมาณการของปี 2556 ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ Forward P/E Multiple ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกันมีค่าเท่ากับ 31.26 เท่าและ 30.79 เท่า ตามลำดับ

ตาราง 2.3 ประมาณการ ราคาต่อกำไร (P/E) ปี 2557 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ในประมาณการของปี 2557 ค่ามัธยฐานและค่าเฉลี่ยของ Forward P/E Multiple ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกันมีค่าเท่ากับ 25.94 เท่าและ 25.16 เท่า ตามลำดับ

ตาราง: มูลค่าของกิจการที่ประเมินได้ด้วยวิธีราคาต่อกำไร (P/E)

ช่วงระยะเวลา	ข้อมูลในอดีต	ประมาณการ	
	2555	2556	2557
หน่วย: ล้านบาท	ข้อมูล กำไร ปี 2555	ข้อมูลจากการประมาณการ กำไร ปี 2556	ข้อมูลจากการประมาณการ กำไร ปี 2557
ข้อสมมติฐาน			
กำไรสุทธิ	3,556	4,571	5,318
ผลสรุป			
ค่า P/E สูงสุด (เท่า)	75.49	45.57	34.81
ค่า P/E ต่ำสุด (เท่า)	10.46	11.28	9.99
ค่าเฉลี่ย P/E (เท่า)	39.82	31.26	25.16
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากค่าเฉลี่ย	141,589	142,854	133,799
ช่วงมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น	37,202-268,449	51,553-208,296	53,119-185,122
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	155-1,119	215-868	221-771

หมายเหตุ: ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่า P/E ที่ได้

จากตารางด้านบน ค่าประมาณของมูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย คำนวณมาจากช่วงของค่าสูงสุดและต่ำสุดของค่าเฉลี่ย P/E โดยยกเว้นบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) ในปี 2555 พบว่าราคาที่คำนวณได้อยู่ระหว่าง 155 บาทถึง 1,119 บาท สาเหตุที่ทางที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ไม่รวมบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) เนื่องจากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง จากการได้มาของ B2S ซึ่งมีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่า P/E ของบริษัท

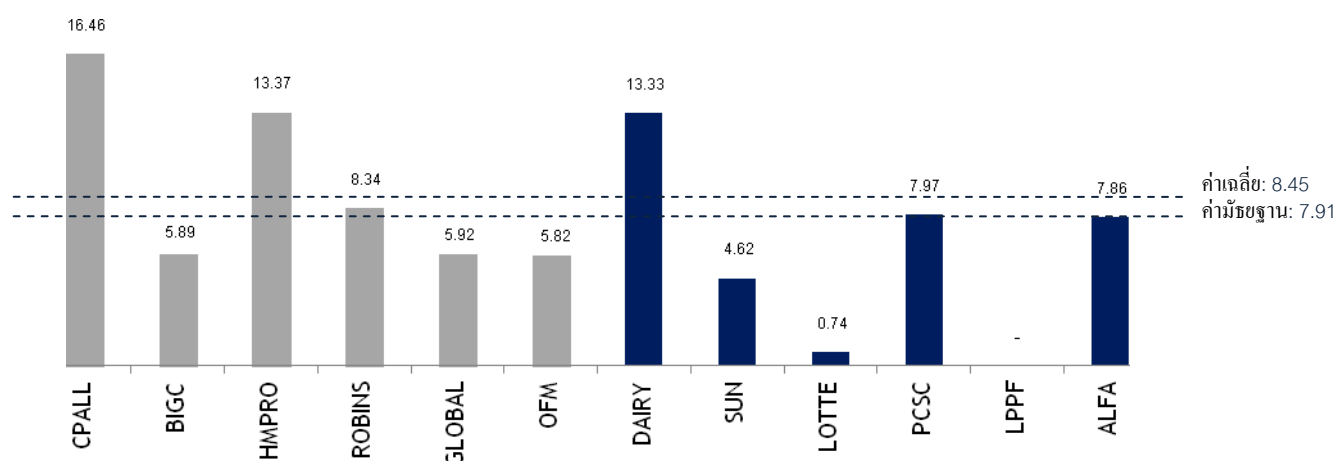
การประเมินมูลค่าด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) นั้น แสดงให้เห็นถึงกลไกของตลาดและมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง แต่อย่างไรก็ตาม จะเห็นได้ว่าแต่ละบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบนั้น มีรูปแบบการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นด้านนโยบายทางการเงิน นโยบายทางการบัญชี นโยบายทางการเงิน ขนาดของกิจการ โครงสร้างต้นทุน โครงสร้างทางการเงินและแหล่งที่มาของรายได้ เป็นต้น

4.3.3 อัตราส่วนราคาปิดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV Multiple)

การประเมินมูลค่าด้วยวิธีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีนั้นเป็นการคำนวณมูลค่าโดยการคูณมูลค่าทางบัญชี (Book Value) ของบริษัทเป้าหมายด้วยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน โดยในกรณีนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ได้แสดงช่วงราคาของบริษัทเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของ P/BV ในช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกันดังนี้

- ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2555 (2012 P/BV)
- ประมาณการราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2556 (Forward P/BV multiple 2013E)
- ประมาณการราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2557 (Forward P/BV multiple 2014E)

ตารางที่ 3.1 ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2555 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค

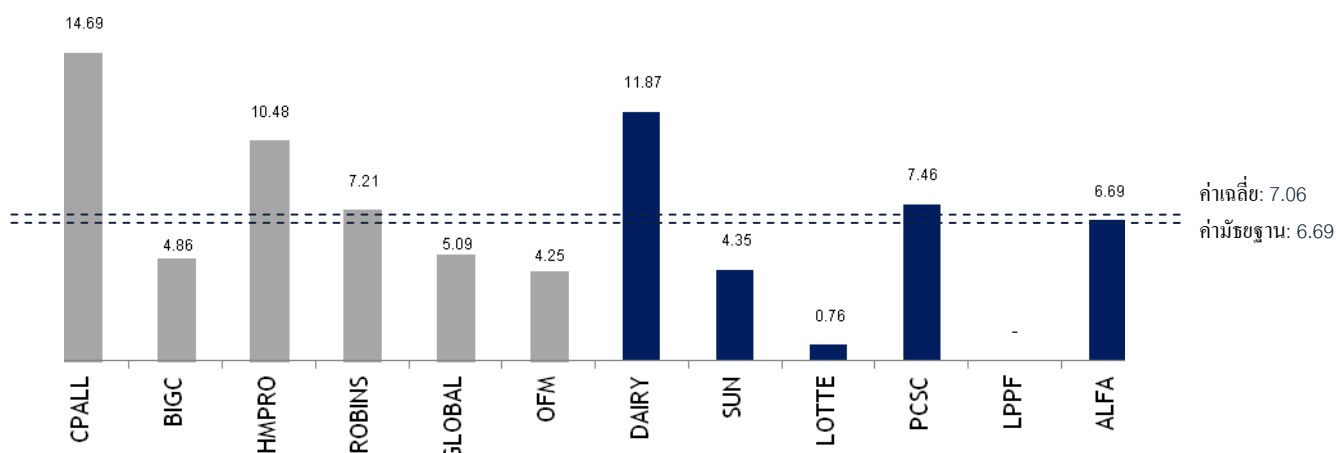


หมายเหตุ : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่อค่า P/BV ที่ได้

ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ค่าเฉลี่ยของราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2555 ของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบเท่ากับ 8.45 เท่า ในขณะที่ค่ามัธยฐานมีค่าเท่ากับ 7.91 เท่า

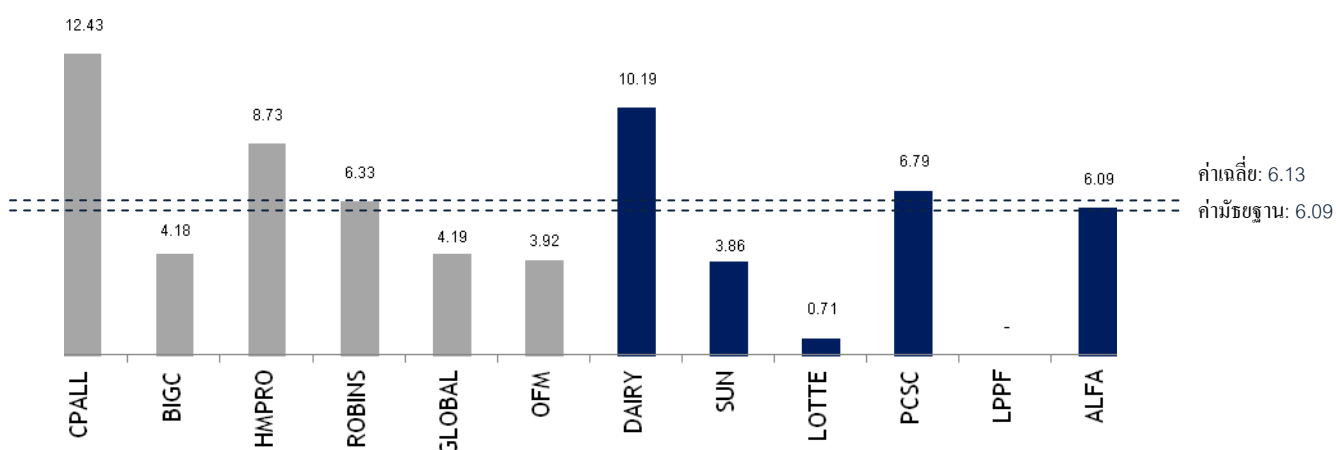
ตารางที่ 3.2 ประเมินการ ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2556 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ในปี 2556 ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ Forward P/BV Multiple ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันมีค่าเท่ากับ 7.06 เท่า และ 6.69 เท่า ตามลำดับ

ตารางที่ 3.3 ประเมินการ ราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ปี 2557 (เท่า) ลำดับตามมูลค่าตลาดของกิจการในแต่ละภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg, CapIQ

ในปี 2557 ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ Forward P/BV Multiple ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันมีค่าเท่ากับ 6.13 เท่า และ 6.09 เท่า ตามลำดับ

ตาราง: มูลค่าของกิจการที่ประเมินได้ด้วยวิธีราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

ช่วงระยะเวลา	ข้อมูลในอดีต	ประมาณการ	
	2555	2556	2557
หน่วย: ล้านบาท	ข้อมูล มูลค่าทางบัญชีปี 2555	ข้อมูลจากการประมาณการ มูลค่าทางบัญชี ปี 2556	ข้อมูลจากการประมาณการ มูลค่าทางบัญชี ปี 2557
ข้อสมมติฐาน			
มูลค่าทางบัญชี	10,657	10,656	10,656
ผลสรุป			
ค่า P/BV สูงสุด (เท่า)	16.46	14.69	12.43
ค่า P/BV ต่ำสุด (เท่า)	0.74	0.76	0.71
ค่าเฉลี่ย P/BV (เท่า)	8.45	7.06	6.13
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากค่าเฉลี่ย	90,049	75,287	65,301
ช่วงมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น	7,906-175,414	8,077-156,526	7,537-132,445
มูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้น	33-731	34-652	31-552

หมายเหตุ : ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบในปี 2555 ยกเว้น OFM เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่า P/BV ที่ได้

จากตารางด้านบน ค่าประมาณของมูลค่าที่เหมาะสมต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย จำนวนมาจากช่วงของค่าสูงสุดและต่ำสุดของค่าเฉลี่ย P/BV ในปี 2555 ยกเว้นบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) โดยราคาที่คำนวณได้อยู่ระหว่าง 33 บาทถึง 731 บาท สาเหตุที่ทางที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่รวมบริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน) เนื่องจากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างจากการได้มาของ B2S ซึ่งมีผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อค่า P/BV ของบริษัท ในกรณีนี้ มูลค่าทางบัญชีของ Makroที่ใช้ในการคำนวณอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงไป ถ้าหากมีการประเมินมูลค่าของทรัพย์สินใหม่หลังจากการเข้าซื้อกิจการ

4.4 วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach)

วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดเป็นการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากการดำเนินงานของกิจการในอนาคตมาปรับด้วยอัตราส่วนลด (Discount rate) ที่เหมาะสม ซึ่งในการประเมินหามูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นของกิจการในครั้งนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ใช้ต้นทุนทางการเงินถ่วงน้ำหนัก (Weighted average cost of capital) เป็นอัตราคิดลดในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ (Free cash flow to firm) จากประมาณการกระแสเงินสดของกิจการเป็นระยะเวลา 15 ปีตั้งแต่ปี 2556 – 2570 โดยใช้ข้อมูลสาธารณะ (Public Information) และข้อมูลประมาณการที่จัดทำโดยผู้บริหารและที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัท

โดยข้อมูลสมมติฐานที่ใช้ในการหามูลค่าปัจจุบันของ Makro ด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach; DCF) สามารถสรุปได้ดังนี้

อัตราส่วนคิดลด (Discount rate)

อัตราส่วนคิดลดที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันสุทธิเท่ากับร้อยละ 10.00 ซึ่งเป็นต้นทุนทางการเงินถ่วงน้ำหนัก (Weighted average cost of capital; WACC): ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้คำนวณอัตราคิดลด ดังนี้

$$WACC = \frac{D/E}{(1 + \frac{D}{E})} (K_d)(1 - T) + \frac{1}{(1 + \frac{D}{E})} (K_e)$$

โดยที่ K_e คือ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

K_d คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ Makro ซึ่งเท่ากับร้อยละ 4.60 ต่อปี

T คือ อัตราภาษีนิติบุคคลระยะยาว ซึ่งเท่ากับร้อยละ 20

$\frac{D}{E}$

คือ อัตราส่วนระหว่างประมาณการเป้าหมายหนี้สินทางการเงินและส่วนผู้ถือหุ้นของกลุ่มธุรกิจที่มีลักษณะใกล้เคียงกับ Makro ภายในประเทศ ซึ่งได้แก่ BIGC ROBINS HMPRO OFM GLOBAL MAKRO และ CPALL ซึ่งจากการคำนวณข้างดังกล่าว คิดเป็นโครงสร้างทางการเงินเป้าหมายของกิจการที่ 0.25 เท่า

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น โดยอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ประเมินจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) มีรายละเอียด ดังนี้

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

โดยที่ R_f คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง อ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ณ วันที่ 19 เมษายน 2556 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 3.40 (ที่มา: สมาคมตราสารหนี้ไทย) พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่นำมาอ้างอิงน่าจะสะท้อนอัตราผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้ พันธบัตรรัฐบาลอายุเกิน 10 ปี ส่วนใหญ่มีสภาพคล่องต่ำจึงไม่เหมาะที่จะนำมาอ้างอิง

β คือ ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนของหุ้นคำนวณโดยการ เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจที่มีลักษณะใกล้เคียงกับ Makroภายในประเทศ ซึ่งได้แก่ BIGC ROBINS HMPRO OFM GLOBAL MAKROและ CPALL ซึ่งมาจากการ unlevered β และ levered β เพื่อสะท้อนโครงสร้างทางการเงินโดยเฉลี่ยของกิจการ ดังนั้นค่า β ที่ได้คือ 0.96 (ที่มา: Bloomberg)

R_m คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาด ซึ่งอ้างอิงจากผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉลี่ยย้อนหลัง 30 ปี ซึ่งคาดว่าจะครอบคลุมวัฏจักรการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และสามารถนำมาใช้อ้างอิงเป็นตัวแทนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เฉลี่ยย้อนหลัง 30 ปี เท่ากับร้อยละ 11.90 (ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

K_e คือ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น คำนวณได้จากการใช้สูตร Capital Asset Pricing Model (CAPM)

มูลค่าสุดท้าย (Terminal Value)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณมูลค่าสุดท้ายดังนี้

$$T = \frac{CF_{2570} (1 + g)}{WACC - g}$$

CF_{2570} คือกระแสเงินสดของกิจการในปี 2570

g คืออัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2570 เท่ากับร้อยละ 2.00 ซึ่งอ้างอิงจากอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทย

WACC คืออัตราส่วนคิดลดซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณได้เท่ากับร้อยละ 10.00

4.4.1 สมมติฐานที่สำคัญในการทำประมาณการ

1. รายได้

ประมาณการรายได้ คำนวณมาจากจำนวนสาขาทั่วประเทศของ Makroซึ่งปัจจุบันมีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 57 สาขา คู่กับรายได้เฉลี่ยต่อสาขาผู้บริหารมีแผนที่จะขยายสาขาของ Makro ทั้งในและต่างประเทศ โดยขยายสาขาในประเทศ 5 – 8 สาขาต่อปี ตลอดปีประมาณการ และขยายสาขาต่างประเทศจำนวน 1 สาขาในปี 2558 ปีละ 2 สาขาในปี 2559 – 2564 และปีละ 3 สาขาในปี 2565 – 2566 โดยรวมเป็นการขยายสาขาทั้งสิ้น 120 สาขาตลอดประมาณการ 15 ปี ซึ่งผู้บริหารเชื่อว่า CPALL จะสามารถนำเครื่องหมายการค้า Makro ไปขยายสาขาเพิ่มเติมในประเทศต่างๆ เช่น พม่า เวียดนาม ลาวและกัมพูชา ได้เพื่อให้ CPALL บรรลุเป้าหมายในการขยายสาขาในต่างประเทศรวมทั้งสิ้น 19 สาขาภายในปี 2566 โดยประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) จะมีบทบาทสำคัญที่ช่วยส่งเสริมและเพิ่มเสรีภาพในการค้าระหว่างประเทศสมาชิกในกลุ่มอาเซียน

รายได้ต่อสาขา

ขนาดของสาขาที่จะเปิดในอนาคตมีขนาดของสาขาเฉลี่ยเทียบเท่ากับสาขาที่มีอยู่ในปัจจุบันดังนั้นจึงนำรายได้ต่อสาขามาเป็นเกณฑ์ในการคำนวณรายได้ โดยคาดการณ์ว่ารายได้ต่อสาขามีอัตราการเติบโตดังนี้

ร้อยละ 5 ต่อปีในปี 2556

ร้อยละ 7 ต่อปีในปี 2557

ร้อยละ 6 ต่อปีในปี 2558 - 2561

ร้อยละ 5 ต่อปีในปี 2562 เป็นต้นไป

โดยประมาณการในอนาคตของบริษัทอ้างอิงจากข้อมูลในอดีตและนโยบายการลงทุนของบริษัทที่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจและการขยายตัวของฐานรายได้ของประชากรในช่วงปี 2557 – 2561 ซึ่งบริษัทคาดการณ์ว่าการเติบโตของ Makro ในระยะยาวจะสอดคล้องกับข้อมูลในอดีตในปี 2553-2555 ที่เติบโตประมาณร้อยละ 5 ต่อปี

2. ต้นทุนขาย

ต้นทุนขายมาจากต้นทุนค่าสินค้าซึ่งในปี 2553-2555 ต้นทุนขายคิดเป็นร้อยละ 90.4 89.7 และ 89.4 ของรายได้รวมตามลำดับ ซึ่งต้นทุนขายต่อรายได้รวมในอนาคตคาดว่าจะลดลงในประมาณการปี 2556 – 2560 ปีละประมาณร้อยละ 0.2 ต่อปีจากนั้นประมาณการเป็นสัดส่วนคงที่ ที่ร้อยละ 88.4 ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป เนื่องจากผู้บริหารคาดการณ์ว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะสูงขึ้นกว่าเดิมเนื่องจากการขายสินค้าพรีเมียมที่มากขึ้น เช่น สินค้าสำหรับผู้ประกอบการธุรกิจ โรงแรม ร้านอาหาร และธุรกิจจัดเลี้ยง (โฮเรก้า)

3. ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เช่น เงินเดือน ค่าโสหุ้ย ค่าเช่าตามสัญญาเช่า และค่าเสื่อมราคา โดยในปี 2553-2555 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเป็นร้อยละ 6.36 6.10 และ 6.45 ของรายได้รวมตามลำดับ ซึ่งผู้บริหารคาดการณ์ว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมจะใกล้เคียงกับในอดีตที่ร้อยละ 6.40 ในปี 2556 และจะเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 6.57 ของรายได้รวมตั้งแต่ปี 2557 เป็นต้นไป เนื่องจาก Makro มีแผนที่จะติดตั้งระบบไอทีใหม่ทำให้มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น

4. ภาษีเงินได้นิติบุคคล

ภาษีเงินได้นิติบุคคลร้อยละ 20 ตลอดปีประมาณการซึ่งเป็นตามอัตราภาษีใหม่จากกรมสรรพากร

5. เงินทุนหมุนเวียน

ผู้บริหารจัดทำประมาณการเงินทุนหมุนเวียน โดยประมาณการสินทรัพย์หมุนเวียน (Working Capital Assets) ซึ่งประกอบด้วย ลูกหนี้การค้า ลูกหนี้อื่น สินค้าคงเหลือและสินทรัพย์หมุนเวียนอื่นๆ ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วนของรายได้รวม และ ประมาณการหนี้สินหมุนเวียน (Working Capital Liabilities) ซึ่งประกอบด้วย เจ้าหนี้การค้า และหนี้สินหมุนเวียนอื่น

ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วนของต้นทุนขาย ซึ่งอัตราส่วนที่ใช้ในประมาณการนั้นสอดคล้องกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนในอดีต ซึ่งสามารถสรุปได้ดังตารางด้านล่างนี้

	ข้อมูลในอดีต			ประมาณการ	
	2553	2554	2555	2556 เป็นต้นไป	หมายเหตุ
ลูกหนี้การค้า	0.16%	0.18%	0.20%	0.18%	% ของรายได้รวม
ส่วนลดรับค้างรับ	0.52%	0.55%	0.57%	0.55%	% ของรายได้รวม
สินค้าคงเหลือ	6.65%	7.24%	6.33%	6.74%	% ของรายได้รวม
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	0.48%	0.37%	0.41%	0.42%	% ของรายได้รวม
เจ้าหนี้การค้า	15.99%	17.44%	15.31%	16.25%*	% ของต้นทุนขาย
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2.32%	2.82%	3.00%	2.71%	% ของต้นทุนขาย
หมายเหตุ ภายหลังจากปี 2556 ประมาณการว่าเจ้าหนี้การค้าต่อต้นทุนขายจะลดลงร้อยละ 0.05 ต่อปี					

6. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน

ผู้บริหารคาดการณ์ว่าค่าใช้จ่ายในการลงทุน จะคิดเป็นเงินลงทุนจำนวน 500 ล้านบาทต่อสาขา (รวมที่ดิน) สำหรับปี 2555 และค่าใช้จ่ายในการลงทุนจะปรับเพิ่มร้อยละ 1.5 ต่อปีตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไปเพื่อสะท้อนกับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการก่อสร้าง โดยผู้บริหารได้ระบุว่าสาขาใหม่จะมีขนาดใกล้เคียงกับสาขาปัจจุบัน โดยมีสมมติฐานว่าสาขาใหม่ที่ซื้อหรือลงทุนในลักษณะซื้อขาด (Freehold)

7. สมมติฐานอื่นๆ

นอกเหนือจากสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นยังมีสมมติฐานที่สำคัญดังต่อไปนี้

- ในการหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ ใช้ประมาณการของกระแสเงินสดที่ Makro จะได้รับเฉลี่ยเป็นช่วงกลางปีของทุกปี
- ในขณะที่ผู้บริหารคาดว่า การซื้อหุ้น Makro ในครั้งนี้จะทำให้เกิด Synergy ซึ่งมีได้นำมาคิดรวมเป็นมูลค่าในวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด
- รายการพิเศษ (Extraordinary Item) ไม่ได้นำมาคิดรวมในประมาณการ

8. รายการปรับปรุงมูลค่าหุ้น

รายการปรับปรุงมูลค่าหุ้นมีดังนี้

- หักมูลค่าหุ้นจากการจ่ายเงินปันผลระหว่างปี 2556 เป็นจำนวนเงิน 7.25 บาทต่อหุ้น ซึ่ง Makro ประกาศวันที่ไม่ได้รับสิทธิปันผล (ex-dividend date) เมื่อวันที่ 19 มีนาคม 2556

- เพิ่มมูลค่าใบอนุญาตเครื่องหมายการค้า และระบบป้องกันไวรัสและระบบการจัดการ ซึ่งเป็นสิทธิการใช้ IP และ IT ที่ได้มาพร้อมการเข้าทำรายการครั้งนี้ของบริษัท ที่มูลค่า 12.93 บาทต่อหุ้น โดยอ้างอิงจากรายการค่าธรรมเนียมสำหรับการใช้ทรัพย์สินทางปัญญาจะมีมูลค่าประมาณ 176.2 ล้านบาทต่อปีในปี 2555
 - ค่า IP เป็นรายการค่าใช้จ่ายที่ Makroจ่ายให้กลุ่มบริษัทในเครือ SHV ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วนของรายได้โดยจะปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 ต่อปีตามประมาณการรายได้ต่อสาขา
 - ค่า IT เป็นรายการค่าใช้จ่ายที่ Makroจ่ายให้กลุ่มบริษัทในเครือ SHV ซึ่งคิดเป็นจำนวนเงิน 1.9 ล้านบาทต่อปี โดยประมาณการให้มีมูลค่าเท่ากันตลอดปีประมาณการ

โดยใช้อัตราคิดลดร้อยละ 10.00 และ Terminal growth ที่ร้อยละ 2 ในการคำนวณหามูลค่า IP และ IT
- เพิ่มมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน (ที่ดิน) ที่ราคาตามมูลค่าตามบัญชี เป็นจำนวนเงิน 112.87 ล้านบาท หรือคิดเป็นมูลค่า 0.47 บาทต่อหุ้น

4.4.2 มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ

การคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดของกิจการ โดยประมาณการกระแสเงินสดเป็นจำนวน 15 ปีจากปี 2556 – 2570 มาคิดลดที่อัตราคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555 ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

หน่วย: ล้านบาท

	ปีประมาณการ							
	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	2563
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT)	5,809.75	6,889.87	8,564.52	10,693.80	13,226.12	15,527.18	17,807.26	20,193.43
ภาษี	-1,161.95	-1,377.97	-1,712.90	-2,138.76	-2,645.22	-3,105.44	-3,561.45	-4,038.69
กำไรก่อนดอกเบี้ยหลังหักภาษี	4,647.80	5,511.90	6,851.62	8,555.04	10,580.89	12,421.74	14,245.81	16,154.74
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	1,547.83	1,699.90	2,029.08	2,357.18	2,731.29	3,087.16	3,374.60	3,631.87
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	1,712.12	1,899.76	2,478.30	3,041.76	3,427.15	3,835.53	3,759.33	3,899.65
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	7,907.76	9,111.56	11,359.00	13,953.98	16,739.33	19,344.43	21,379.73	23,686.27
ค่าใช้จ่ายลงทุน	-5,700.00	-4,769.00	-5,869.26	-6,478.64	-6,574.32	-6,671.43	-6,223.28	-6,315.13
กระแสเงินสดของกิจการ	2,207.76	4,342.56	5,489.74	7,475.34	10,165.02	12,673.00	15,156.45	17,371.14

	ปีประมาณการ						
	2564	2565	2566	2567	2568	2569	2570
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBIT)	22,773.70	25,653.14	28,859.78	31,918.91	34,787.58	37,751.94	40,808.85
ภาษี	-4,554.74	-5,130.63	-5,771.96	-6,383.78	-6,957.52	-7,550.39	-8,161.77
กำไรก่อนดอกเบี้ยหลังหักภาษี	18,218.96	20,522.51	23,087.82	25,535.13	27,830.06	30,201.56	32,647.08
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	3,835.10	4,050.86	4,088.60	4,055.52	4,041.09	3,981.93	3,937.58
ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน	4,186.01	4,643.99	5,141.03	4,839.24	4,470.17	4,577.49	4,677.09
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน	26,240.07	29,217.36	32,317.46	34,429.89	36,341.33	38,760.97	41,261.75
ค่าใช้จ่ายลงทุน	-6,408.36	-7,074.68	-7,179.30	-4,929.59	-5,002.03	-4,468.79	-4,534.32
กระแสเงินสดของกิจการ	19,831.71	22,142.68	25,138.16	29,500.30	31,339.29	34,292.18	36,727.43

สรุปการประเมินมูลค่าหุ้นของกิจการด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด

	หน่วยล้านบาท
	31 ธค 2555
อัตราคิดลด (WACC)	10.00%
อัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสดภายหลังปี 2570	2.0%
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (2556 - 2570)	111,416.27
มูลค่าสุดท้าย (Terminal Value)	117,572.79
มูลค่าของกิจการก่อนปรับปรุง	228,989.06
หัก:	
หนี้สินเฉพาะที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย	-2,227.68
เพิ่ม:	
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	6,055.83
อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	112.87
มูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้น	232,930.07
หารด้วย จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	240.00
มูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น)	970.54
รายการปรับปรุง	
- หัก เงินปันผลจ่ายในปี 2556 (บาทต่อหุ้น)	-7.25
มูลค่าหุ้นภายหลังการปรับปรุงเงินปันผลจ่าย (บาทต่อหุ้น)	963.29
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	
- เพิ่มมูลค่า IP และ IT (บาทต่อหุ้น)	12.93
มูลค่าหุ้นภายหลังการปรับปรุง (บาทต่อหุ้น)	976.22

จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจะได้มูลค่าหุ้นของ Makro เท่ากับ 976.22 บาทต่อหุ้น

4.4.3 การวิเคราะห์ความไวของสมมติฐานที่สำคัญ (Sensitivity Analysis)

เนื่องจากผลการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมายนั้นขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่สำคัญหลายประการ ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้จัดทำ Sensitivity Analysis เพื่อแสดงผลกระทบของสมมติฐานที่สำคัญต่อมูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น) ดังนี้

1. Sensitivity Analysis ระหว่างอัตราคิดลด (WACC) และอัตราการเติบโตระยะยาวของกระแสเงินสด (Terminal Growth)

หน่วย: บาทต่อหุ้น

976.22	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
0%	1,099.35	1,013.13	937.04	869.52	809.29	755.31	706.74	662.86
1%	1,179.94	1,080.19	993.25	916.94	849.54	789.65	736.18	688.21
2%	1,285.32	1,166.40	1,064.45	976.22	899.25	831.62	771.82	718.64
3%	1,429.02	1,281.36	1,157.56	1,052.44	962.23	884.09	815.84	755.82
4%	1,636.59	1,442.30	1,284.52	1,154.06	1,044.58	951.54	871.61	802.30
5%	1,962.78	1,683.71	1,467.91	1,296.34	1,156.88	1,041.47	944.53	862.06

2. Sensitivity Analysis ระหว่างอัตรากำไรขั้นต้นและอัตราการเติบโตของรายได้ต่อสาขา

หน่วย: บาทต่อหุ้น

976.22	10.2%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.6%
0%	589.84	595.86	600.97	605.17	608.48	610.91	612.51	613.29
1%	647.26	653.52	658.82	663.15	666.54	669.03	670.65	671.44
3%	784.46	791.26	796.94	801.54	805.11	807.69	809.36	810.17
5%	957.87	965.24	971.34	976.22	979.97	982.66	984.38	985.20
7%	1,176.77	1,184.76	1,191.30	1,196.49	1,200.42	1,203.21	1,204.98	1,205.82
9%	1,452.66	1,461.33	1,468.34	1,473.84	1,477.97	1,480.87	1,482.69	1,483.55

หมายเหตุ: อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นโดยปรับเพิ่มขึ้นทุกปี โดยมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงสุดไม่เกินร้อยละ 11.6

3. Sensitivity Analysis ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

หน่วย: บาทต่อหุ้น

976.22	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%
	1,080.62	1,045.82	1,011.02	976.22	941.42	906.63	871.83	837.03

หมายเหตุ: ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวม ตั้งแต่ปี 2557 เป็นต้นไป

4. Sensitivity Analysis เงินลงทุนต่อสาขา (ล้านบาทต่อสาขา)

หน่วย: บาทต่อหุ้น

976.22	400.00	500.00	550.00	600.00	650.00	700.00	750.00	800.00
	1,002.84	976.22	962.92	949.61	936.30	922.99	909.69	896.38

หมายเหตุ: เงินลงทุนต่อสาขาปรับเพิ่มร้อยละ 1.5 ต่อปีโดยคำนวณจากปีฐาน 2554

4.5 วิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่น (Precedent Transaction Comparable Approach)

วิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่น เป็นวิธีการประเมินมูลค่าโดยประมาณของ Makro โดยการเปรียบเทียบรายการเข้าซื้อ Makro กับรายการซื้อขายบริษัทอื่น ตารางข้างต้นแสดงรายละเอียดรายการซื้อขายบริษัทอื่นที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและต่างประเทศ ซึ่งนำมาใช้ประกอบการคำนวณ

วันที่ทำรายการ	วันที่ประกาศรายการ	ผู้ซื้อ	บริษัทเป้าหมาย	สัดส่วนที่เข้าซื้อ	EV (ล้านบาทหรือดอลลาร์สหรัฐ)	EV/EBITDA (เท่า)	P/E (เท่า)
16/01/2556	20/11/2555	PT CT Corp	PT Carrefour Indonesia ⁽¹⁾	60%	1,133.30	14.00	30.30
01/01/2556	22/10/2555	Lotte Shopping Co. Ltd	LotteMidopa Co Ltd ⁽¹⁾	21%	3,492.50	ND	86.40
03/12/2555	16/10/2555	Shinsegae Co Ltd	Central City Co. Ltd ⁽¹⁾	60%	NA	ND	37.40
20/08/2555	05/07/2555	J. Front Retailing Co., Ltd	Parco Co. Ltd ⁽²⁾	38%	1,862.70	9.70	26.30
31/01/2555	29/07/2554	China Resources Enterprise Ltd	Jiangxi Hongkelong Department Store Investment Co. Ltd ⁽³⁾	100%	NA	ND	40.60
31/12/2554	22/11/2554	CATIC Shenzhen Holdings Ltd	Rainbow Department Store Co. Ltd ⁽³⁾	40%	NA	ND	34.20
05/08/2554	04/11/2553	Shanghai Friendship Group Inc.	Shanghai Bailian Group Co Ltd ⁽⁴⁾	100%	2,535.10	19.80	31.60
05/01/2554	15/11/2553	Big C Supercenter PCL	Carrefour Thailand ⁽⁴⁾	100%	1,173.10	13.00	ND
01/04/2553	25/01/2553	Meadow Asia Company Ltd	Matahari Department Store Tbk PT ⁽⁴⁾	91%	900.60	NM	NM
11/01/2553	20/01/2553	Lotte Shopping Co. Ltd	Times Ltd ⁽⁵⁾	100%	729.70	18.00	36.80
17/09/2551	14/05/2551	Tesco Plc	E-Land Retail Ltd ⁽⁶⁾	100%	2,237.20	30.60	ND

แหล่งข้อมูล: Mergermarket และแบบแสดงรายการข้อมูลและร่างหนังสือชี้ชวนของบริษัท

หมายเหตุ: (1) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม 2554

(3) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม 2553

(5) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 6 มิถุนายน 2552

(7) อ้างอิงอัตราหนี้สินสุทธิต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2553

(2) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 29 กุมภาพันธ์ 2555

(4) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม 2552

(6) ข้อมูลทางการเงินสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม 2550

ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ EV/EBITDA ของรายการซื้อขายอื่นที่นำมาเปรียบเทียบมีค่า 17.52 และ 16.00 เท่า ตามลำดับ

ค่าเฉลี่ย EV/EBITDA (เท่า)	17.52
ค่าสูง EV/EBITDA (เท่า)	30.60
ค่าต่ำ EV/EBITDA (เท่า)	9.70
ค่ามัธยฐาน EV/EBITDA (เท่า)	16.00

มูลค่าโดยประมาณของ Makro คำนวณจากอัตราหนี้สินสุทธิต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (EV/EBITDA) มีมูลค่าดังต่อไปนี้

มูลค่า Makro (ล้านบาท)	
กรณีที่คำนวณจากค่าเฉลี่ย EV/EBITDA	107,346.98
กรณีที่คำนวณจากค่าสูง EV/EBITDA	184,666.00
กรณีที่คำนวณจากค่าต่ำ EV/EBITDA	61,152.56

มูลค่า Makro (บาทต่อหุ้น)	
กรณีที่คำนวณจากค่าเฉลี่ย EV/EBITDA	447.28
กรณีที่คำนวณจากค่าสูง EV/EBITDA	769.44
กรณีที่คำนวณจากค่าต่ำ EV/EBITDA	254.80

ค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของ P/E ของรายการซื้อขายอื่นที่นำมาเปรียบเทียบมีค่า 40.45 และ 35.50 เท่า ตามลำดับ

ค่าเฉลี่ย P/E (เท่า)	40.45
ค่าสูง P/E (เท่า)	86.40
ค่าต่ำ P/E (เท่า)	26.30
ค่ามัธยฐาน P/E (เท่า)	35.50

มูลค่า Makro คำนวณ โดยวิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่น มีมูลค่าดังต่อไปนี้

มูลค่า Makro (ล้านบาท)	
กรณีที่คำนวณจากค่าเฉลี่ย P/E	143,836.79
กรณีที่คำนวณจากค่าสูง P/E	307,231.11
กรณีที่คำนวณจากค่าต่ำ P/E	93,520.58

มูลค่า Makro (บาทต่อหุ้น)	
กรณีที่คำนวณจากค่าเฉลี่ย P/E	599.32
กรณีที่คำนวณจากค่าสูง P/E	1,280.13
กรณีที่คำนวณจากค่าต่ำ P/E	389.67

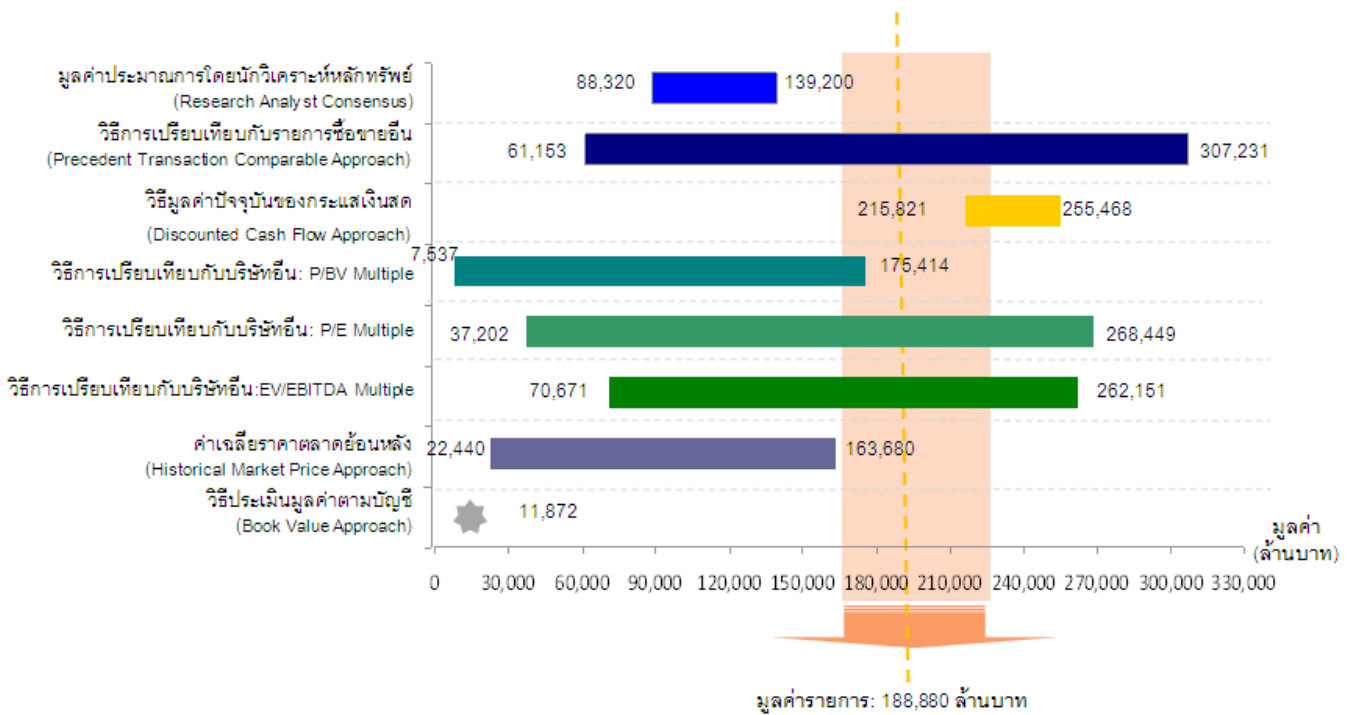
เนื่องจากรายการซื้อขายอื่นที่นำมาเปรียบเทียบสะท้อนสถานภาพรวมถึงปัจจัยเฉพาะของแต่ละรายการที่ทำการเข้าซื้อบริษัท การประเมินราคา Makro โดยวิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่นจึงอาจเป็นวิธีที่ไม่สามารถสะท้อนราคา Makro ได้อย่างเหมาะสม

4.6 มูลค่าประมาณการโดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Research Analyst Consensus)

มูลค่ายุติธรรมของหุ้น Makro โดยประมาณจากการศึกษามูลค่าประมาณการโดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์จากบริษัทต่างๆ เท่าที่ IFA เก็บรวบรวมได้และศึกษาในช่วงเวลาใกล้การประกาศการเข้าทำรายการ มีมูลค่าอยู่ในช่วง 368-580 บาทต่อหุ้น และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 509.67 บาทต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม มุมมองของนักวิเคราะห์หลายบริษัทไม่ได้รวมส่วนเพิ่มจากการมีอำนาจควบคุม (Control Premium) และความสามารถในการทำกำไรหลังจากการเข้าซื้อกิจการภายใต้มุมมองของผู้บริหารบริษัทเข้าไว้ในการคำนวณด้วย ดังนั้นราคาหุ้นที่ได้จากวิธีการดังกล่าว อาจไม่เหมาะสมเพียงพอที่จะสะท้อนมูลค่าของ Makro หลังจากการเข้าซื้อของบริษัทได้

อันดับ	วันที่ออกบทวิเคราะห์	มูลค่ายุติธรรม (บาทต่อหุ้น)	บริษัทที่ออกบทวิเคราะห์
1	26 เมษายน 2556	550	A
2	23 เมษายน 2556	471	B
3	19 เมษายน 2556	493	C
4	2 เมษายน 2556	550	D
5	2 เมษายน 2556	580	E
6	1 เมษายน 2556	368	F
7	1 เมษายน 2556	445	G
8	18 มีนาคม 2556	550	H
9	13 มีนาคม 2556	580	I
ค่าเฉลี่ย		509.67	

สรุปผลการประเมินมูลค่าหุ้น Makro



จากข้อมูลผลการประเมินมูลค่าหุ้น Makro ข้างต้น มูลค่าหุ้น Makro โดยประมาณอยู่ในช่วง 899.25 ถึง 1,064.45 บาทต่อหุ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินช่วงราคาโดยพิจารณาช่วงราคาที่จะสามารถสะท้อนวิธีการประเมินค่าทุกวิธีได้อย่างเหมาะสมที่สุด โดยที่จะอ้างอิงวิธี DCF เป็นหลัก อย่างไรก็ตาม ช่วงราคายุติธรรมของ Makro ไม่ได้รวมถึงประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการซึ่งฝ่ายบริหารของบริษัทคาดว่าจะเกิดขึ้นด้วย ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า ราคาเสนอซื้อของบริษัทเป้าหมายที่ 787 บาทต่อหุ้น เป็นราคาที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่มีเหตุอันควรสงสัยให้เชื่อว่าข้อมูลที่ได้รับการจัดทำโดยฝ่ายบริหารของบริษัทและข้อมูลที่ใช้อ้างอิงไม่ถูกต้องและไม่สมบูรณ์ในแง่ที่จะส่งผลกระทบต่อความครบถ้วนของข้อมูลที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่มีเหตุอันควรให้สงสัยว่าสมมติฐานที่ในการจัดทำข้อมูลทางการเงิน ข้อมูลการวิเคราะห์และการประมาณการ ไม่ถูกต้องและไม่สะท้อนความเห็นของฝ่ายบริหารของบริษัท

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาวิธีการประเมินราคาหลายวิธีตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นและได้ให้น้ำหนักการประเมินราคาโดยวิธี DCF เป็นหลัก เนื่องจากวิธีดังกล่าวเป็นการประเมินมูลค่าพื้นฐานโดยการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท

นอกจากนี้ ปรึกษาทางการเงินอิสระยังพิจารณาวิธีการเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงด้วย เนื่องจากวิธีดังกล่าวสะท้อนมุมมองของผู้ถือหุ้นต่ออุตสาหกรรมค้าปลีกโดยรวม รวมทั้งผลการดำเนินงานของ Makro จากการขยายขอบเขตการดำเนินงานไปสู่ธุรกิจค้าปลีก วิธีการเปรียบเทียบโดยการใช้ประมาณการค่า EV/EBITDA เป็นหนึ่งในวิธีที่นิยมใช้มากที่สุด เนื่องจากวิธีดังกล่าวทำให้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระสามารถเปรียบเทียบบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันแต่มีการดำเนินงานที่ต่างกัน เนื่องจากการมีโครงสร้างเงินทุน นโยบายทางภาษี นโยบายทางบัญชีที่แตกต่างกันตามแต่ละประเทศได้

ตามมุมมองของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ วิธีการเปรียบเทียบ โดยการใช้ประมาณการค่า P/E อาจเป็นวิธีที่ไม่เหมาะสมสำหรับการเปรียบเทียบมูลค่าโดยตรง เนื่องจากประมาณการค่า P/E ไม่ได้สะท้อนโครงสร้างเงินทุน นโยบายทางภาษี นโยบายทางบัญชี ที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงกับ Makro อื่นทั้ง วิธีการเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นที่ประกอบกิจการประเภทเดียวกันหรือใกล้เคียงเป็นการคำนวณมูลค่าจากราคาซื้อและราคาขายของผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งมิได้คำนึงถึงส่วนเพิ่มจากการมีอำนาจควบคุม (Control Premium) ดังเช่นในกรณีการเข้าทำรายการซื้อ Makro

วิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่นเป็นอีกวิธีการหนึ่ง ในการคำนวณมูลค่ากิจการของ Makro โดยวัดมูลค่าจากรายการซื้อขายบริษัทอื่นการประเมินราคา Makro โดยวิธีการเปรียบเทียบกับรายการซื้อขายอื่นจึงอาจเป็นวิธีที่ไม่สามารถสะท้อนราคา Makro ได้อย่างเหมาะสม

วิธีการวัดมูลค่าจากมูลค่าทางบัญชี ประเมินมูลค่าของบริษัท ณ จุดหนึ่งของระยะเวลาเท่านั้น โดยไม่ได้คำนึงถึงประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคต แนวโน้มอุตสาหกรรม และมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเป้าหมาย ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงเชื่อว่าการมูลค่าของ Makro ที่ได้จากวิธีการดังกล่าว ไม่สอดคล้องกับมูลค่า Makro จากการทำรายการนี้

ส่วนที่ 5 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการลงมติของผู้ถือหุ้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ตรวจสอบและวิเคราะห์ข้อมูลที่จัดทำภายใต้เงื่อนไขและข้อจำกัดตามที่ได้กล่าวไว้ในรายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระส่วนก่อนหน้า ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระให้ความเห็นว่าผู้ถือหุ้นควรอนุมัติการทำรายการ เนื่องจากมูลค่าทั้งสิ้น 188,880 ล้านบาทเป็นมูลค่ายุติธรรมตามมุมมองทางการเงิน โดยเฉพาะในแง่ของเป้าหมายของบริษัท ความสมเหตุสมผลในการทำรายการ และประโยชน์ที่คาดว่าจะเกิดจากการทำรายการ การเข้าซื้อกิจการเป้าหมาย คาดว่าจะเป็นประโยชน์ต่อกิจการและผู้ถือหุ้นของบริษัทในแง่รวมถึงต่อไปนี้

- ขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่จากการเข้าประกอบธุรกิจค้าส่ง การเข้าซื้อหุ้น Makro จะทำให้บริษัทสามารถขยายรูปแบบการดำเนินงานธุรกิจซึ่งแต่เดิมจำกัดเพียงธุรกิจค้าปลีก ร้านสะดวกซื้อ (Convenient Store) ให้ครอบคลุมถึงธุรกิจร้านขายส่งขนาดใหญ่ (Cash-and-Carry) และเป็นการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจที่สามารถสร้างรายได้ให้กับบริษัทได้ทันที อีกทั้ง Makro ยังเปิดดำเนินการในธุรกิจขายส่ง มาเป็นเวลานานทำให้มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่ง และเป็นผู้ประกอบการหลักเพียงรายเดียวในกลุ่มธุรกิจค้าส่ง ซึ่งส่งผลให้การเข้าบริหารงานหลังเข้าซื้อสามารถกระทำได้ง่ายขึ้นเนื่องจากจะไม่ต้องเผชิญกับสถานะการแข่งขันทางธุรกิจที่สูงนัก
- สามารถใช้เครื่องหมายการค้า Makro ขยายธุรกิจไป 11 ประเทศในเอเชีย (รวมประเทศไทย) นอกจากจะเป็นการเข้าซื้อหุ้น เพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์และหนี้สินของ Makro แล้ว บริษัทจะยังได้สิทธิในใช้เครื่องหมายการค้า Makro ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และประเทศจีนด้วย ซึ่งสิทธิประโยชน์ในการใช้เครื่องหมายการค้าดังกล่าวนี้ถือเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะทำให้บริษัทสามารถดำเนินแผนงานการขยายธุรกิจไปยัง 11 ประเทศในเอเชีย (รวมประเทศไทย) ได้ และมีศักยภาพในการแข่งขันสูง
- โอกาสในการเพิ่มกำไรสุทธิอันเป็นประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้น (Enhanced Economies of Scale) การรวมปริมาณการจัดซื้อสินค้าของบริษัทและ Makro เข้าด้วยกัน ช่องทางกระจายสินค้า และการเข้าถึงผู้บริโภคจะทำให้บริษัทได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่เพิ่มขึ้นจากเดิม (Enhanced Economies of Scale)
- ความเป็นไปได้ในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน การเข้าซื้อหุ้น Makro อาจก่อให้เกิดโอกาสในเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการใช้โครงสร้างพื้นฐานร่วมกันกับการดำเนินงานธุรกิจ 7-Eleven เช่น การใช้ระบบกระจายสินค้าและขนส่งสินค้าร่วมกัน ซึ่งน่าจะเป็นการช่วยเสริมประสิทธิภาพการขนส่ง อันนอกจากจะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นการลดระยะเวลาการขนส่ง (Lead time) ซึ่งจะช่วยลดค่าเสียโอกาส (Opportunities Cost) จากปัญหาสินค้าที่ได้รับความนิยมาดตลาด และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้สูงขึ้นอีกด้วย
- เพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินจากทางเลือกการระดมทุนสำหรับบริษัทในอนาคต การเข้าซื้อหุ้นในครั้งนี้ บริษัทจะได้ครอบครองกรรมสิทธิ์ที่ดิน สิทธิการเช่าที่ดิน และอาคาร ตลอดจนสินทรัพย์ต่างๆของ Makro ซึ่งในอนาคต หากบริษัทมีแผนการระดมเงินทุนเพื่อลงทุนขยายกิจการต่อไป บริษัทก็จะมีทางเลือกเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในแผนการจัดหาเงินทุน อันจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท

อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรคำนึงถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อบริษัทและผู้ถือหุ้นในแง่รวมถึงต่อไปนี้ด้วย

- การเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินและอัตราส่วนภาวะหนี้สิน (Leverage Ratio) จากการเข้าทำรายการ
บริษัทคาดว่าจะใช้แหล่งเงินทุนจาก 2 ประเภทในการเข้าทำรายการในครั้งนี้ ซึ่งประกอบด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทและวงเงินตามสัญญาในการสนับสนุนทางการเงินจากสถาบันการเงิน นอกจากนี้หลังจากที่บริษัทได้เข้าซื้อ Makro แล้ว ฝ่ายบริหารของบริษัทคาดว่าจะในการขยายศูนย์จัดจำหน่ายสินค้าของ Makro ภายใต้นโยบายของกลุ่มบริษัทนั้น จะอาศัยแหล่งเงินทุนระยะสั้นจากสถาบันการเงินเป็นหลัก ประกอบกับบริษัทไม่มีแผนเพิ่มทุนในอนาคต เป็นปัจจัยที่ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Net Debt to Equity Ratio) เพิ่มขึ้น และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคา (Net Debt to EBITDA) จะเพิ่มขึ้น
- ผลกระทบต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per share หรือ EPS) และผลกระทบต่อทางบัญชี
งบการเงินรวมของกลุ่มบริษัทหลังจากการเข้าทำรายการ จะสะท้อนรายได้ และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจากการรวมผลการดำเนินงานของ Makro และประโยชน์จากการเข้าซื้อกิจการ นอกจากนี้ ในการเข้าซื้อ Makro บริษัทจะได้รับสิทธิในการใช้ IP และ IT จากกลุ่มบริษัทในเครือ SHV ดังนั้นจะเกิดรายการระหว่างกันจากการจ่ายค่าธรรมเนียมการใช้เครื่องหมายการค้าระหว่าง Makro และบริษัทนับจากการเข้าซื้อเสร็จสิ้น
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าความนิยม
ในกรณีที่มีผลต่างระหว่างราคาซื้อและมูลค่ายุติธรรมของ Makro บริษัทจะต้องบันทึกค่าความนิยมจากการเข้าซื้อกิจการเป็นรายการหนึ่งในสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อสะท้อนผลต่างที่เกิดขึ้นจริงจากการจ่ายซื้อ และจะต้องได้รับการทดสอบการด้อยค่าทุกรอบระยะเวลาบัญชีโดยผู้สอบบัญชีของบริษัท หากมีการด้อยค่ารายการดังกล่าวจะไม่มีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท แต่จะส่งผลกระทบเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนและมีผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- ความเสี่ยงจากกฎหมายเกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้า
จากการหารือกับที่ปรึกษาทางกฎหมายในส่วนของกฎหมายที่เกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้านั้น การแข่งขันทางการค้ามิได้ห้ามการเข้าซื้อหุ้นและการดำเนินการที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ ในปัจจุบันยังไม่มีประกาศของคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้าที่กำหนดลักษณะเกี่ยวกับลักษณะการรวมธุรกิจ อันอาจก่อให้เกิดการผูกขาดหรือความไม่เป็นธรรมในการแข่งขันในส่วนของการประกอบธุรกิจของ Makro ดังนั้น การเข้าซื้อหุ้นใน Makro ของบริษัทจึงไม่ต้องยื่นคำขออนุญาตต่อคณะกรรมการการแข่งขันทางการค้าก่อนการเข้าซื้อหุ้น
อย่างไรก็ตาม บริษัทยังต้องปฏิบัติตามพระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้าในส่วนอื่นที่ใช้บังคับด้วย ซึ่งรวมถึงข้อกำหนดในการประกอบกิจการของผู้ประกอบการซึ่งมีอำนาจเหนือตลาด (มาตรา 25) อันเป็นข้อกำหนดที่ใช้ทั่วไปกับผู้ประกอบธุรกิจที่มีอำนาจเหนือตลาดที่เข้าตามหลักเกณฑ์ทุกราย (ไม่ว่าจะมีอำนาจเหนือตลาดจากการรวมธุรกิจ หรือไม่ก็ตาม) (โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมเรื่อง ความเสี่ยงจากกฎหมายเกี่ยวกับการแข่งขันทางการค้าหน้า 23)
- ความสามารถในการจ่ายปันผล
คณะกรรมการบริษัทมีนโยบายที่จะเสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนประมาณร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานจากงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักภาษีเงินได้และสำรองตามกฎหมายในแต่ละปี โดยพิจารณาประกอบกับงบการเงินรวม บริษัทคาดว่าจะหลังจากการเข้าทำรายการ ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะไม่เปลี่ยนแปลงจากนโยบายปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน
เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการดำเนินงานของบริษัทเป็นสกุลเงินบาท ในขณะที่บริษัทจะชำระมูลค่าสิ่งตอบแทนเป็นเงินสดให้แก่ผู้ขายเป็นสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ในครึ่งปีหลังของปี 2556 หรือประมาณเดือนสิงหาคม 2556 ดังนั้นบริษัทอาจมีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี บริษัทมีนโยบายที่จะทำการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนในสัดส่วนที่เหมาะสม
- ความเสี่ยงจากฝ่ายบริหารและการดำเนินงานหลังการเข้าทำรายการ
การรักษาทีมงานบริหารที่มีความเชี่ยวชาญของ Makro ไว้จะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเติบโตของ Makro ภายใต้อุปกรณ์บริษัทในอนาคต จากการสัมภาษณ์ทีมงานของบริษัท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเชื่อว่า ทีมงานของ Makro จะไม่มีมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อพิจารณาจากประโยชน์และผลกระทบจากการเข้าซื้อในแง่บวกดังกล่าว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทควรอนุมัติการทำรายการเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของ Makro โดย CPALL ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นของบริษัทควรศึกษารายละเอียดข้อมูลในความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพร้อมกับเอกสารต่างๆ ที่แนบมา กับหนังสือเชิญประชุมผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในส่วนของขอบเขต วิธีการวัดมูลค่า และสมมติฐานที่ใช้ในการประมาณการ เพื่อใช้ในการประกอบการพิจารณาตัดสินใจและลงมติได้อย่างเหมาะสม การวิเคราะห์ของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ เป็นการวิเคราะห์จากข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทและแหล่งข้อมูลสาธารณะอื่นๆ ความเห็นดังกล่าวครอบคลุมถึงการพิจารณาเนื้อหาการรายการทั้งหมด การเปิดเผย อ้างอิง การเผยแพร่ความเห็นดังกล่าวเพียงบางส่วน โดยไม่ได้รับความยินยอมจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จะไม่อยู่ภายใต้ความรับผิดชอบของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขอรับรองว่า ได้พิจารณาให้ความเห็นทางการเงินด้วยความรอบคอบตามหลักมาตรฐาน
วิชาชีพโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ขอแสดงความนับถือ

บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited



(นายมนตรี ศรีไพศาล, CFA)

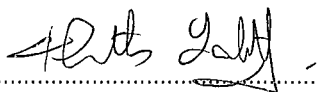
(นายภูษิต แก้วมงคลศรี)

กรรมการบริหาร

กรรมการบริหาร

บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

ในการปฏิบัติงานในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินในครั้งนี้ ได้มอบหมายให้ นายทวีสิทธิ์ สันตติกุล เป็นผู้ควบคุมการ
ปฏิบัติงานในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน



(นายทวีสิทธิ์ สันตติกุล, CFA)

ผู้ควบคุมการปฏิบัติงานในสายงานที่ปรึกษาทางการเงิน

บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)