ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวโยงกันต่อ
การเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ
C.P. Cambodia Company Limited

โดย

CPF Investment Limited

เสนอต่อ

ผู้ถือหุ้นของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)

จัดทำโดย

บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด

วันที่ 19 มีนาคม พ.ศ. 2558

เลขที่ AGC 2015/003

วันที่ 19 มีนาคม พ.ศ. 2558

เรื่อง ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวโยงกันต่อการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ C.P. Cambodia Company Limited

เรียน ท่านผู้ถือหุ้น บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)

อ้างถึง
1. มติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2558 วันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558
2. สารสนเทศการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกันโดยบริษัทย่อยเมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558

ตามมติที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (“CPF”) (อ้างถึง 1.) และสารสนเทศการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกัน (อ้างถึง 2.) ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท CPF ได้มีมติเห็นชอบนำเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558 ซึ่งจะจัดให้มีในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558 เพื่อพิจารณาให้ CPF Investment Limited (“CPFI”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นสามัญร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) ลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”) จำนวน 10,050 หุ้น หรือในสัดส่วนร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วจาก Orient Success International Limited (“OSIL”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด (“CPG”)) ในมูลค่าซื้อขายรวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท และภายหลังการเข้าทำรายการในครั้งนี้จะทำให้ CPC และบริษัทย่อยมีสถานะเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF โดยที่ CPFI จะถือหุ้นสามัญของ CPC เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (จากเดิมที่ CPFI มีสัดส่วนการถือหุ้นสามัญของ CPC ที่ร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว)

การเข้าทำรายการซื้อขายหุ้นสามัญ CPC ข้างต้นจัดเป็นรายการที่เกี่ยวโยงกันเนื่องจาก CPF และ OSIL ต่างมี CPG เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงนับเป็นรายการการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่ทำกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวโยงกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ 2551 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) และตามประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ บจ./ป 22-01 เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวโยงกัน พ.ศ. 2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 โดยที่การเข้าทำรายการในครั้งนี้มีมูลค่ารวมทั้งสิ้นเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 5.5 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ CPF ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งมีมูลค่าของรายการมากกว่า 20,000,000.0 บาทและมากกว่าร้อยละ 3.0 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ ดังนั้น การเข้าทำรายการต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ CPF ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง (โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย) ก่อนที่จะดำเนินการ

บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ได้รับแต่งตั้งจากคณะกรรมการบริษัท CPF ให้เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเพื่อทำหน้าที่แสดงความเห็นต่อการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกันต่อท่านผู้ถือหุ้นของ CPF โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาจากข้อมูลที่จัดเตรียมโดย CPF CPC และที่ปรึกษาทางการเงินของ CPF การสัมภาษณ์ผู้บริหารเกี่ยวกับลักษณะการดำเนินธุรกิจ นโยบายและแผนงานในอนาคตของ CPC และนโยบายในการดำเนินธุรกิจของ CPF รวมทั้งการรวบรวมและวิเคราะห์ของข้อมูลภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมเกษตร (ซึ่งรวมถึงภาคปศุสัตว์) ในประเทศกัมพูชาที่เปิดเผยทั่วไป เพื่อวิเคราะห์ถึงความสมเหตุสมผลของการเข้าทำรายการ พร้อมทั้งการวิเคราะห์และสอบทานการกำหนดสมมติฐานต่างๆ ในการจัดทำประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตเพื่อประเมินหามูลค่ายุติธรรมของการเข้าซื้อหุ้น CPC จำนวน 10,050 หุ้น (ร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) เทียบกับมูลค่าซื้อขายหุ้นสามัญที่ตกลงไว้ การจัดทำรายงานในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ใช้และพิจารณาข้อมูลโดยรายละเอียดดังนี้

- รายงานประจำปี (Annual Report) และแบบแสดงรายการข้อมูล (แบบ 56-1) ของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ปี 2556
- งบการเงินรวมของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ที่ผ่านการตรวจสอบแล้วโดยผู้ตรวจสอบบัญชีของบริษัท ปี 2554 - 2557 และรวมถึงคำอธิบายและวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการของบริษัทฯ
- ข้อมูลการดำเนินธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารและข้อมูลการตลาดของ CPC รวมถึงแผนธุรกิจในช่วง 5 ปีข้างหน้า
- ข้อมูลทั่วไปของ CPC ที่เปิดเผยสาธารณชนทั่วไปผ่านทางเว็บไซต์ของ CPC และของ CPF รวมถึงผ่านสื่อสิ่งพิมพ์ต่างๆ เช่น บทความ หรือข่าว
- งบการเงินของ CPC ที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้ตรวจสอบบัญชีของ CPC ปี 2553 - 2557 รวมถึงรายละเอียดของรายการในงบการเงิน (งบทดลอง)
- งบการเงินของ Cambodia Property & Trading Company Limited (“CPT”) ที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้ตรวจสอบบัญชีของ CPT ปี 2553 - 2557 รวมถึงรายละเอียดของรายการในงบการเงิน (งบทดลอง)
- งบการเงินรวมของกลุ่ม CPC ที่ผ่านการตรวจสอบโดยผู้ตรวจสอบบัญชีของ CPC ปี 2554 – 2557 ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด
- ประมาณการทางการเงิน (ซึ่งรวมแผนธุรกิจในช่วง 5 ปีข้างหน้า) และรายละเอียดเงินลงทุนในแต่ละธุรกิจ
- สัญญาที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ เช่น สัญญาว่าจ้างบริการด้านเทคนิค สัญญาเช่าที่ดินและอาคาร สัญญาเงินกู้ เป็นต้น
- เอกสารทางกฎหมายในการจัดตั้งบริษัทและรายชื่อผู้ถือหุ้นของ CPC และ CPT
- ข้อมูลบริษัท กรรมการและผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการจากข้อมูลบริษัท และข้อมูลที่เปิดเผยสาธารณชนทั่วไป (Business Online)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำรายงานความเห็นของเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวโยงกันต่อการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC และขอรับรองว่าได้ทำหน้าที่ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ตามมาตรฐานวิชาชีพและได้ให้เหตุผลบน

พื้นฐานของข้อมูลและการวิเคราะห์อย่างเที่ยงธรรม โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าข้อมูล สมมติฐาน และเอกสารที่ได้รับเป็นข้อมูลที่มีความเชื่อถือได้ ครบถ้วนและถูกต้องตามความเป็นจริง และไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงหรือแก้ไขภายหลังจากที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้รับ ดังนั้น หากข้อมูลดังกล่าวไม่ถูกต้อง และ/หรือไม่เป็นจริง และ/หรือไม่ครบถ้วน และ/หรือมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลกระทบต่อความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ อันรวมถึงมูลค่าการซื้อขาย CPC ที่เหมาะสมของเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นควรศึกษาข้อมูล การกำหนดสมมติฐานต่างๆ ข้อดี ข้อด้อย และความเห็นต่อการเข้าทำรายการด้วยความรอบครอบระมัดระวังก่อนพิจารณาอนุมัติการเข้าทำรายการ ซึ่งอยู่ในดุลพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ ทั้งนี้ การให้ความเห็นมิได้รับรองผลสำเร็จของการเข้าทำรายการต่างๆ รวมถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น และที่ปรึกษาทางการเงินอิสระไม่ต้องรับผิดชอบต่อผลกระทบใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการเข้าทำรายการดังกล่าวไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาถึงความสมเหตุสมผลของรายการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกันของ CPF โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

คำนิยาม

“CAGR”	Compound Annual Growth Rate หรือ อัตราเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปีในช่วงระยะเวลาหนึ่ง
“Country Risk Premium”	ค่าความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศเทียบกับการลงทุนในประเทศ ซึ่งเป็นผลมาจากปัจจัยเศรษฐกิจระดับมหภาพ เช่น เสถียรภาพทางการเมือง ค่าเงิน และภาวะเศรษฐกิจ เป็นต้น
“CPC”	C.P. Cambodia Company Limited
“CPF” หรือ “บริษัทฯ”	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
“CPFI”	CPF Investment Limited
“CPG”	บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด
“CPT”	Cambodia Property & Trading Company Limited (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPC)
“LIBOR”	London Interbank Offering Rate
“Median Comparables’ Beta”	ค่ามัธยฐานของค่าสัมประสิทธิ์ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงของกิจการ
“NTA”	สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ (Net Tangible Assets)
“OSIL”	Orient Success International Limited
“WACC”	อัตราต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital)
“กลุ่ม CPF”	CPF บริษัทย่อยและบริษัทร่วมของ CPF
“กลุ่มบริษัท CPG”	CPG บริษัทย่อยและบริษัทร่วมของ CPG
“กัมพูชา”	ประเทศกัมพูชา หรือราชอาณาจักรกัมพูชา
“การเข้าทำรายการ”	การเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC จำนวน 10,050 หุ้น หรือในสัดส่วนร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วจาก OSIL โดย CPFI
"สัตว์ปีก"	ไก่เนื้อ ไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง ลูกไก่เนื้อ ลูกไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง ไก่รุ่น ไก่สาว
“ตลาดหลักทรัพย์ฯ”	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ” หรือ "ที่ปรึกษา"	บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด
“ประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้”	กัมพูชา ลาว ไทย และเวียดนาม
“ส.ป.ป. ลาว”	สาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว
“สำนักงาน ก.ล.ต.”	สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สารบัญ

1. **บทสรุปผู้บริหาร** 6

2. **ลักษณะและรายละเอียดของรายการที่เกี่ยวโยงกัน** 12

2.1. วัตถุประสงค์ของการเข้าทำรายการและที่มาของรายการ 12

2.2. วัน เดือน ปี ที่เข้าทำรายการ 13

2.3. คู่สัญญาและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้อง 13

2.4. ลักษณะของสินทรัพย์ที่ได้มา 15

2.5. มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน เกณฑ์ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าสิ่งตอบแทนและเงื่อนไขการชำระเงิน 33

2.6. ขนาดของรายการ 33

2.7. แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการเข้าทำรายการ 35

2.8. เงื่อนไขในการเข้าทำรายการ 35

3. **ข้อมูลโดยสรุปของบริษัทฯ** 36

3.1. ลักษณะการประกอบธุรกิจ 36

3.2. การถือหุ้น 38

3.3. การจัดการ 39

3.4. ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน 40

3.5. ภาวะตลาดและแนวโน้มของอุตสาหกรรม 50

4. **ความเห็นของที่ปรึกษาเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC** 59

4.1. ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของการเข้าทำรายการ 59

4.2. ข้อดี - ข้อด้อยของการเข้าทำรายการ 60

4.3. เปรียบเทียบข้อดี - ข้อด้อยระหว่างการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกันกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกับการเข้าทำรายการกับบุคคลอื่น 62

4.4. ความเหมาะสมด้านราคาของการเข้าทำรายการ 63

5. **สรุปความเหมาะสมของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ** 81

6. **ภาคผนวก** 83

1. บทสรุปผู้บริหาร

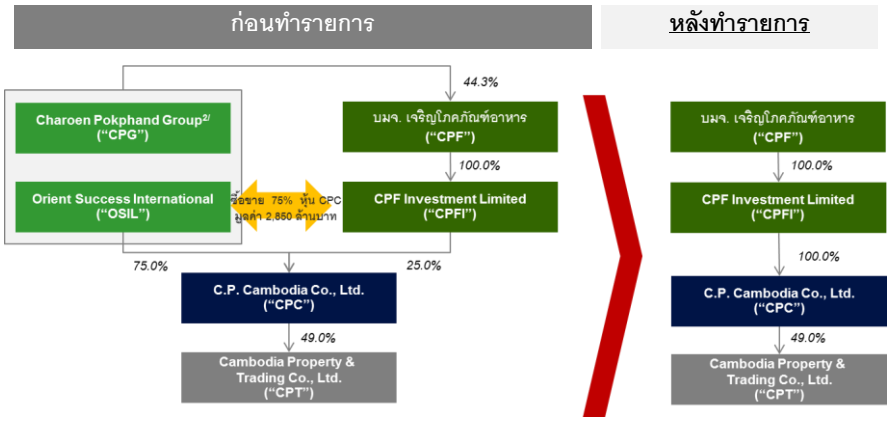
ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (“CPF”) ครั้งที่ 2/2558 เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 ได้มีมติอนุมัติเห็นชอบให้นำเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558 ซึ่งจะจัดให้มีในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558 เพื่อพิจารณาให้ CPF Investment Limited (“CPFI”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นสามัญร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) ลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”) จำนวน 10,050 หุ้น หรือในสัดส่วนร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วจาก Orient Success International Limited (“OSIL”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด (“CPG”)) ในมูลค่าซื้อขายรวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท และภายหลังการซื้อหุ้นสามัญของ CPC ในครั้งนี้ CPC และบริษัทย่อยของ CPC จะมีสถานะเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF โดยที่ CPFI จะถือหุ้นสามัญของ CPC เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (จากเดิมที่ CPFI มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) การเข้าทำรายการในครั้งนี้จัดเป็นรายการที่เกี่ยวโยงกันเนื่องจาก OSIL ถือเป็นบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง

พร้อมกันนี้ ที่ประชุมคณะกรรมการของ CPF ได้ให้ความเห็นต่อการเข้าทำรายการว่าเป็นรายการที่มีความสมเหตุสมผลและมีประโยชน์ต่อกลุ่ม CPF ทั้งนี้ เนื่องจากธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมในกัมพูชายังคงมีศักยภาพในการเติบโตของการบริโภคและยังสามารถขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจอาหารได้มากขึ้น รวมทั้งในช่วง 4 ปีที่ผ่านมาผลการดำเนินงานมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 - 2557 ของกำไรสุทธิเท่ากับร้อยละ 30.3[1]

<u>ลักษณะของการเข้าทำรายการ (โดยสังเขป)</u>

ผู้ซื้อ	CPF Investment Limited (“CPFI”) (CPFI เป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว)
ผู้ขาย	Orient Success International Limited (“OSIL”) (OSIL เป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPG - ดูรายละเอียดลักษณะความสัมพันธ์ของคู่สัญญาที่เกี่ยวข้องในข้อ 2.3)
จำนวนหุ้นสามัญที่จะซื้อ	หุ้นสามัญ CPC จำนวน 10,050 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว
มูลค่าซื้อขายหุ้นสามัญ	มูลค่าซื้อขายหุ้นสามัญรวมทั้งสิ้น 2,850,000,000.0 บาท หรือคิดเป็นราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท

[1] *คำนวณจากงบการเงินรวมของกลุ่ม CPC*

ลักษณะความสัมพันธ์	CPFI และ OSIL มีความสัมพันธ์ในลักษณะที่เกี่ยวโยงกัน โดยที่ OSIL เป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPG ในสัดส่วนร้อยละ 100.0 ของทุนเรียกชำระ และ CPG เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ CPF นอกจากนี้ กรรมการบางท่านของ CPF ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการใน CPG ด้วยเช่นกัน ดังนั้น OSILจึงเข้าข่ายบุคคลที่เกี่ยวโยงกัน **<u>โครงสร้างการเข้าทำรายการ</u>**  *หมายเหตุ: 1/ ถือหุ้นทางอ้อมผ่าน CPG Overseas Co., Ltd. ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPG ที่ถือหุ้นสามัญร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว* การเข้าซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้เป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่ทำกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งนับเป็นการเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ 2551 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) และตามประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ บจ./ป 22-01 เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวโยงกัน พ.ศ. 2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 ซึ่งขนาดของรายการ 2,850.0 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5.5 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ CPF ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งมีมูลค่ามากกว่า 20,000,000.0 บาทและมากกว่าร้อยละ 3.0 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ ดังนั้น CPF จึงมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลการเข้าทำรายการเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ CPF
เงื่อนไขในการเข้าทำรายการ	CPFI และ OSIL ตกลงให้มีการชำระค่าหุ้นสามัญของ CPC ซึ่งมีมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท ด้วยเงินสกุลเหรียญสหรัฐฯ และ OSIL จะส่งมอบหุ้นสามัญของ CPC จำนวน 10,050 หุ้นให้แก่ CPFI ภายในไตรมาสที่ 2 ของปี 2558 (โดยประมาณ) ทั้งนี้ การเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC จะดำเนินการได้ต่อเมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ CPF ด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนโดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ซึ่ง CPF จะจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558

ลักษณะของสินทรัพย์ที่ได้มา

ชื่อบริษัท	C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”)
วัน เดือน ปีที่ก่อตั้ง	วันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2539
ที่ตั้งสำนักงานใหญ่	อำเภออังสนวล จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ ประเทศกัมพูชา
เว็ปไซด์	http://www.cpcambodia.com.kh/
ทุนจดทะเบียน	ทุนจดทะเบียนและเรียกชำระ 67,402,000.0 เหรียญสหรัฐ ประกอบด้วย หุ้นสามัญ จำนวน 13,400 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5,030.0 เหรียญสหรัฐ
โครงสร้างการถือหุ้น	โครงสร้างการถือหุ้น (ก่อนและหลังการเข้าทำรายการ)

	ก่อนทำรายการ (วันที่ 26 ก.พ. 2558)		หลังทำรายการ	
ผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
1. Orient Success International Limited	10,050.0	75.0	-	-
2. CPF Investment Limited	3,350.0	25.0	13,400.0	100.0
รวม	13,400.0	100.0	13,400.0	100.0

หมายเหตุ: CPC มีสถานะเป็นนิติบุคคลต่างประเทศทั้งก่อนและหลังการทำรายการ

กรรมการ	1. นายอดิเรก ศรีประทักษ์ กรรมการ 2. นายธีรยุทธ์ พิทยาอิสรกุล กรรมการ 3. นายมนตรี สุวรรณโพธิ์ศรี กรรมการ 4. นายสกล ชีวะโกเศรษฐ กรรมการ 5. นายศุภกิตติ บุญเวช กรรมการ
ลักษณะธุรกิจ	CPC ประกอบธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ซึ่งแบ่งกลุ่มธุรกิจได้ออกเป็น

กลุ่มธุรกิจ	ลักษณะธุรกิจ	สัดส่วนรายได้ต่อรายได้รวม[2,3]
1. อาหารสัตว์	ประกอบธุรกิจผลิตอาหารสัตว์ โดยมีผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ อาหารสุกร และอาหารสัตว์ปีก (ได้แก่ ไก่เนื้อ ไก่พื้นเมือง และไก่ไข่ เป็นต้น) ปัจจุบัน โรงงานผลิตอาหารสัตว์ตั้งอยู่ที่จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ มีกำลังการผลิตประมาณ 318,000 ตันต่อปี และมีแผนที่จะขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวใน	17.9

[2] *ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557*

[3] *รายได้รวม รวมถึงรายได้อื่น ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 2.5 ของรายได้รวม*

		ระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า	
	2. ฟาร์มเลี้ยงสัตว์	ประกอบด้วย ฟาร์มเพาะพันธุ์สัตว์ และฟาร์มเลี้ยงสัตว์ โดยมีผลิตภัณฑ์หลักได้แก่ สุกรขุน ไก่เนื้อ ไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง ซึ่งมาจากฟาร์มของ CPC เอง และฟาร์มที่ CPC เข้าไปส่งเสริมการเลี้ยง ในปี 2557 CPC สามารถผลิตสุกรและไก่เนื้อเพื่อจำหน่าย รวมทั้งสิ้นประมาณ 75.0 ล้านตันต่อปี นอกจากนี้ยังมีการนำไก่ไปชำแหละ และตัดแต่งแยกชิ้นส่วนต่างๆ เพื่อนำไปจำหน่าย	77.0
	3. ธุรกิจอาหาร	เป็นผลิตภัณฑ์อาหารแปรรูป ได้แก่ ไส้กรอก ไก่จ๊อ ไก่ทอด เป็นต้น โดยผลิตผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้า CP	2.6
งบการเงิน	งบการเงินรวมของกลุ่ม CPC[1/]		

หน่วย: พันล้าน	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	เรียล	บาท[2/]	เรียล	บาท[2/]	เรียล	บาท[2/]	เรียล	บาท[2/]
สินทรัพย์รวม	353.0	2.7	463.4	3.6	489.0	3.8	566.2	4.6
หนี้สินรวม	117.2	0.9	215.8	1.7	205.3	1.6	247.6	2.0
ส่วนของผู้ถือหุ้น	23.8	1.8	247.6	1.9	283.7	2.2	318.6	2.6
รายได้รวม[3/]	586.4	4.5	714.2	5.5	903.9	7.0	1,025.8	8.3
กำไรขั้นต้น	94.3	0.7	62.0	0.5	119.8	0.9	204.2	1.7
กำไรสุทธิ	41.5	0.3	5.8	0.04	36.0	0.3	91.8	0.7

หมายเหตุ: 1/ งบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

2/ อัตราแลกเปลี่ยนกำหนดจากค่ากลางที่ประกาศโดยธปท. โดยที่

- *ปี 2554 อัตราแลกเปลี่ยน เท่ากับ 131.58 เรียลต่อบาท*
- *ปี 2555 อัตราแลกเปลี่ยน เท่ากับ 129.87 เรียลต่อบาท*
- *ปี 2556 อัตราแลกเปลี่ยน เท่ากับ 129.87 เรียลต่อบาท*
- *ปี 2557 อัตราแลกเปลี่ยน เท่ากับ 123.46 เรียลต่อบาท*

3/ รายได้จากการดำเนินธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ ธุรกิจอาหารและรายได้อื่น

<u>ความสมเหตุสมผลของการเข้าทำรายการ</u>

ในการพิจารณาความสมเหตุสมผลของการเข้าทำรายการในครั้งนี้ บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ” หรือ “ที่ปรึกษา”) ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้วิเคราะห์วัตถุประสงค์ของการเข้าทำรายการ นโยบายในการดำเนินงานของกลุ่ม CPF และภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและภาวะอุตสาหกรรมการเกษตร (ภาคปศุสัตว์) ในกัมพูชา รวมทั้งการวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานโดยพิจารณาข้อมูลของกลุ่ม CPC ในระยะเวลา 5 ปีที่ผ่านมา โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้มีความสมเหตุสมผลของการ

เข้าทำรายการ เนื่องจากเป็นการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในประเทศที่มีอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการเกษตร (ภาคปศุสัตว์) ในเกณฑ์ที่ดีและมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นการสนับสนุนการเติบโตทางธุรกิจของ CPF และการสร้างผลประโยชน์ทางด้านการเงินต่อกลุ่มบริษัท CPF และต่อผู้ถือหุ้น รวมทั้งยังเป็นการปรับโครงสร้างบริษัทให้อยู่ภายใต้กลุ่มธุรกิจเดียวกัน พร้อมกันนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้วิเคราะห์ถึงข้อดี - ข้อด้อยของการเข้าทำรายการและการไม่เข้าทำรายการ ไว้ดังนี้

การเข้าทำรายการ	
ข้อดี	▪ เป็นการลงทุนในบริษัทที่มีศักยภาพและมีอัตราการเติบโตที่ดี รวมถึงมีแผนงานการลงทุนที่ชัดเจนในช่วง 5 ปีข้างหน้า (ดูรายละเอียดในข้อ 4.1.1 และ ข้อ 4.2.1.) ▪ เพิ่มโอกาสในการสร้างรายได้และกำไรส่วนเพิ่มทั้งจำนวนจากกลุ่ม CPC ▪ สามารถขยายพื้นที่แหล่งผลิตอาหารให้ครอบคลุมทั่วประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้ซึ่งสนับสนุนต่อการสร้างความยั่งยืนให้แก่ธุรกิจ (Sustainable Business) ▪ ราคาซื้อขายหุ้น CPC ในครั้งนี้เป็นราคาที่เหมาะสม
ข้อด้อย	▪ ความเสี่ยงจากสภาพแวดล้อมที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานที่คาดการณ์ไว้ เช่น - ภาวะการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น - ความผันผวนของราคาสุกรและราคาสัตว์ปีก - ปัจจัยอื่น ๆ เช่น โรคระบาดของสัตว์ ภัยธรรมชาติ (เช่น น้ำท่วมและภัยแล้ง เป็นต้น) และปัญหาทางการเมือง ▪ การสูญเสียโอกาสการลงทุนในกิจการอื่นที่อาจให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า
การไม่เข้าทำรายการ	
ข้อดี	▪ CPF สามารถใช้เงินที่จะลงทุนใน CPC ลงทุนในธุรกิจอื่นหรือบริษัทเป้าหมายอื่นที่อาจให้อัตราผลตอบแทนที่ดีกว่าได้
ข้อด้อย	▪ ในทางตรงข้ามกรณีที่ไม่เข้าทำรายการ CPF อาจสูญเสียโอกาสการลงทุนใน CPC ซึ่งเมื่อคำนวณมูลค่าเงินลงทุน 2,850.0 ล้านบาทและประมาณการผลการดำเนินงานกรณีฐาน การลงทุนใน CPC คาดว่าให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity IRR) ประมาณร้อยละ 17.3

นอกจากนี้ CPC ถือได้ว่าเป็นผู้นำในธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารในกัมพูชา ซึ่งมีการวางพื้นฐานด้านธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องตั้งแต่ปี 2539 หรือเป็นระยะเวลาเกือบ 20 ปี และภายหลังการเข้าถือหุ้นสามัญ CPC ทั้งจำนวน CPF สามารถเข้าบริหารจัดการได้อย่างสมบูรณ์และใช้ความได้เปรียบด้านการเป็นผู้นำในการขยายธุรกิจของ CPC ในกัมพูชาได้อย่างเต็มที่

<u>ความสมเหตุสมผลของราคา</u>

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้มีการพิจารณาการประเมินมูลค่าตามวิธีต่างๆ กอปรกับการวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ภายใต้ขอบเขตเงื่อนไข ข้อดี ข้อจำกัดของแต่ละวิธีแล้วมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted

Cash Flows Approach: DCF) และวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparable Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นของ CPC

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ช่วงมูลค่ายุติธรรมของ CPC อยู่ในช่วงราคา 288,167.5 - 361,847.1 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าซื้อขายรวมประมาณ 2,896.1 – 3,636.6 ล้านบาท (ร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) ซึ่งเมื่อเทียบกับมูลค่าราคาซื้อขายหุ้นที่ 2,850.0 ล้านบาท หรือ 283,582.1 บาทต่อหุ้น ปรากฏว่ามูลค่าซื้อขายนั้นต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรมที่ร้อยละ 1.6 – 27.6 หรือคิดเป็น Implied P/E ปี 2558 ของมูลค่ายุติธรรมอยู่ที่ 8.4 - 10.5 เท่า ในขณะที่ประมาณการ P/E (ปี 2558) ของอุตสาหกรรมอยู่ที่ 11.3 เท่า ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาซื้อขายที่ 2,850.0 ล้านบาท หรือ 283,582.1 บาทต่อหุ้น จึงเป็นราคาซื้อขายหุ้นสามัญ CPC ที่เหมาะสม

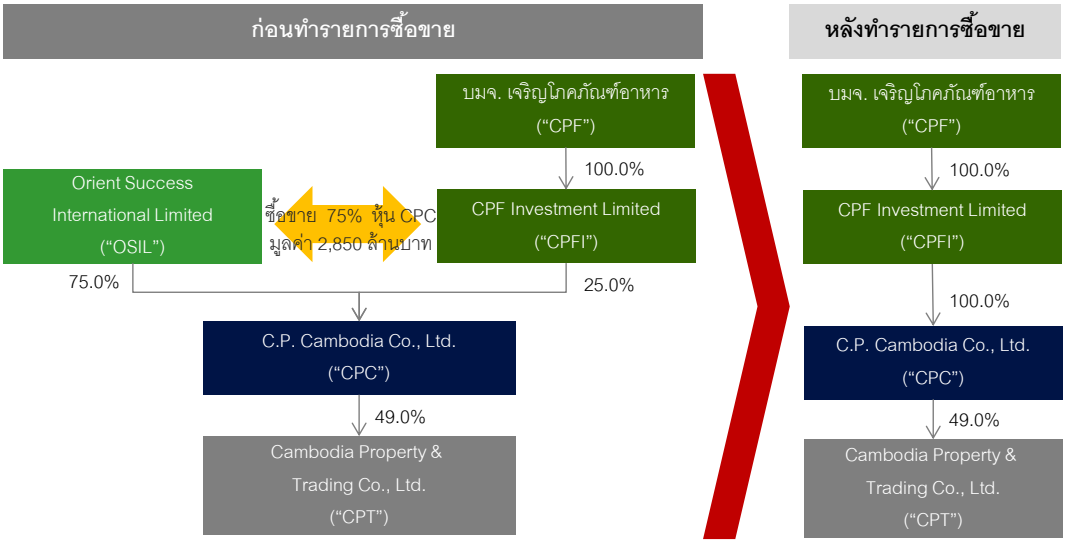
2. ลักษณะและรายละเอียดของรายการที่เกี่ยวโยงกัน

2.1. วัตถุประสงค์ของการเข้าทำรายการและที่มาของรายการ

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (“CPF”) ครั้งที่ 2/2558 เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 ได้มีมติอนุมัติเห็นชอบให้นำเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558 ซึ่งจะจัดให้มีในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558 เพื่อพิจารณาให้ CPF Investment Limited (“CPFI”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นสามัญร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) ลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”) จำนวน 10,050 หุ้น หรือในสัดส่วนร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วจาก Orient Success International Limited (“OSIL”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด (“CPG”) ในมูลค่าซื้อขายรวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท และภายหลังการซื้อหุ้นสามัญของ CPC ในครั้งนี้ CPC และบริษัทย่อยของ CPC จะมีสถานะเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF โดยที่ CPFI จะถือหุ้นสามัญของ CPC เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว (จากเดิมที่ CPFI มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) การเข้าทำรายการในครั้งนี้จัดเป็นรายการที่เกี่ยวโยงกันเนื่องจาก OSIL ถือเป็นบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง

พร้อมกันนี้ ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทฯ ได้ให้ความเห็นต่อการเข้าทำรายการว่าเป็นรายการที่มีความสมเหตุสมผลและมีประโยชน์ต่อกลุ่ม CPF ทั้งนี้ เนื่องจากธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมในกัมพูชายังคงมีศักยภาพในการเติบโตของการบริโภคและยังสามารถขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจอาหารได้มากขึ้น รวมทั้งในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา ผลการดำเนินงานมีเติบโตอย่างต่อเนื่องด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของกำไรสุทธิเท่ากับร้อยละ 30.3[4]

แผนภูมิที่ 2-1 โครงสร้างการเข้าทำรายการซื้อขายหุ้นสามัญ CPC



[4] *คำนวณจากงบการเงินรวมของกลุ่ม CPC*

2.2. วัน เดือน ปี ที่เข้าทำรายการ

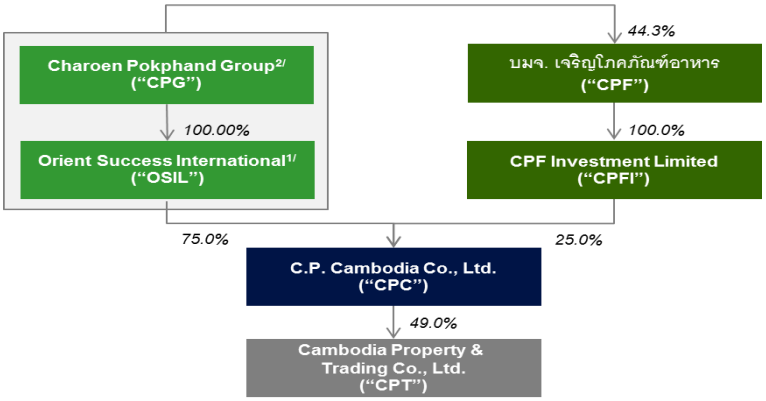
CPFI จะดำเนินการซื้อหุ้นสามัญของ CPC จำนวน 10,050 หุ้น (ร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว) เป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท จาก OSIL ภายในไตรมาสที่ 2 ของปี 2558 (โดยประมาณ)

2.3. คู่สัญญาและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้อง

ผู้ซื้อ	CPF Investment Limited (“CPFI”) (CPFI เป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว)
ผู้ขาย	Orient Success International Limited (“OSIL”) (OSIL เป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPG – รายละเอียดในหมายเหตุ 1/)
จำนวนหุ้นสามัญที่ซื้อขาย	หุ้นสามัญ CPC จำนวน 10,050 หุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว
มูลค่าซื้อขายหุ้นสามัญ	มูลค่าซื้อขายหุ้นสามัญรวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท
ลักษณะความสัมพันธ์	OSIL มีความสัมพันธ์ในลักษณะที่เกี่ยวโยงกันกับ CPFI จากการที่ต่างฝ่ายต่างมี CPG เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยที่ CPG มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นครอบครัวเจียรวนนท์ (รายละเอียดในหมายเหตุ 2/) และ CPG เป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่สุดของ CPF และถือหุ้นสามัญของ CPF ในสัดส่วนร้อยละ 44.3 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด (ทั้งทางตรงและทางอ้อม) (ข้อมูล ณ วันที่ 13 มีนาคม พ.ศ. 2558) นอกจากนี้ นายธนินท์ เจียรวนนท์ ซึ่งเป็นกรรมการของ CPF และเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ CPG รวมทั้งนายประเสริฐ พุ่งกุมาร นายมิน เธียรวร นายชิงชัย โลหะวัฒนะกุล และนายพงษ์เทพ เจียรวนนท์ ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการของ CPF และ CPG รวมทั้งนายอดิเรก ศรีประทักษ์ ซึ่งเป็นกรรมการของ CPF และ CPC (รายละเอียดในหมายเหตุ 3/) ดังนั้น การเข้าซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้จึงถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่ทำกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งนับเป็นการเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ. 2551 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) และตามประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ บจ./ป 22-01 เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวโยงกัน พ.ศ.

	2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 ซึ่งขนาดของรายการเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5.5 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทฯ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งมีมูลค่ามากกว่า 20,000,000.0 บาทและมากกว่าร้อยละ 3.0 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ ดังนั้น CPF จึงมีหน้าที่ต้องเปิดเผยข้อมูลการเข้าทำรายการเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ CPF

แผนภูมิที่ 2-2 โครงสร้างความสัมพันธ์



ที่มา: ข้อมูลบริษัท, แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 2556 (แบบ 56-1), Business Online

หมายเหตุ:

1/ OSIL เป็นบริษัทในกลุ่มบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ("CPG") ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 9 สิงหาคม พ.ศ. 2552 เพื่อประกอบธุรกิจเพื่อการลงทุน ปัจจุบัน OSIL มีจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดเท่ากับ 812,328,000 หุ้น มูลค่าหุ้นละ 1 เหรียญสหรัฐ โดยมี CPG Overseas Company Limited ถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

CPG Overseas (เดิมชื่อ C.P. International Investment Limited) เป็นบริษัทย่อยของ CPG ที่ถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด

2/ CPG ก่อตั้งบริษัทขึ้นเมื่อวันที่ 23 กันยายน พ.ศ. 2519 เพื่อประกอบธุรกิจการลงทุน นำเข้าและจำหน่ายเคมีภัณฑ์และให้บริการด้านเทคนิควิชาการ โดยมีครอบครัวเจียรวนนท์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของ CPG ได้แก่ นายสุเมธ เจียรวนนท์ ร้อยละ 13.0 นายธนินท์ เจียรวนนท์ ร้อยละ 13.0 นายจรัญ เจียรวนนท์ ร้อยละ 12.8 นายมนตรี เจียรวนนท์ ร้อยละ 12.6 นายเกียรติ์ เจียรวนนท์ ร้อยละ 5.8 นายพงษ์เทพ เจียรวนนท์ ร้อยละ 3.7 และนางยุพา เจียรวนนท์ นายประทีป เจียรวนนท์ นางภัทนีย์ เล็กศรีสมพงษ์ นายวัชรชัย เจียรวนนท์ นายมนู เจียรวนนท์ และนายมนัส เจียรวนนท์ ถือหุ้นรายละร้อยละ 3.6

3/ ตารางแสดงการถือหุ้นและการดำรงตำแหน่งของกรรมการ CPF ในบริษัทต่างๆ

	CPF		CPG		CPC
	การถือหุ้น	กรรมการ	การถือหุ้น	กรรมการ	กรรมการ
1. นายธนินท์ เจียรวนนท์ (ลูกพี่ลูกน้องนายพงษ์เทพ)	-	✓	12.9582%	-	-
2. นายอดิเรก ศรีประทักษ์1/	0.0497%	✓	0.2891%	-	✓
3. นายประเสริฐ พุ่งกุมาร (พี่เขยนายพงษ์เทพ)	0.0016%	✓	1.8182%	✓	-
4. นายมิน เธียรวร	-	✓	3.6164%	✓	-
5. นายชิงชัย โลหะวัฒนะกุล	0.0869%	✓	0.5509%	✓	-
6. นายพงษ์เทพ เจียรวนนท์ (ลูกพี่ลูกน้องนายธนินท์และน้องภรรยานายประเสริฐ)	0.0103%	✓	3.6527%	✓	-

ที่มา: ข้อมูลบริษัท, แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ปี 2556, Business Online

หมายเหตุ: 1/ นายอดิเรก ศรีประทักษ์ดำรงตำแหน่งเป็นกรรมการของ CPC โดยเป็นตัวแทนมาจาก CPF

2.4. ลักษณะของสินทรัพย์ที่ได้มา

2.4.1. ข้อมูลทั่วไป

ชื่อบริษัท	C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”)
ที่ตั้งสำนักงานใหญ่	อำเภออังสนวล จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ ประเทศกัมพูชา
ธุรกิจ	ประกอบธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ได้แก่ • ธุรกิจอาหารสัตว์ • ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ • ธุรกิจอาหาร
เว็ปไซด์	http://www.cpcambodia.com.kh/
ทุนจดทะเบียน[5]	ทุนจดทะเบียนและเรียกชำระ 67,402,000.0 เหรียญสหรัฐ ประกอบด้วย หุ้นสามัญ จำนวน 13,400 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5,030.0 เหรียญสหรัฐ
โครงสร้างการถือหุ้น	โครงสร้างการถือหุ้น (ก่อนและหลังการเข้าทำรายการ)

	ก่อนทำรายการ (วันที่ 26 ก.พ. 2558)		หลังทำรายการ	
ผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
3. Orient Success International Limited	10,050.0	75.0	-	-
4. CPF Investment Limited	3,350.0	25.0	13,400.0	100.0
รวม	13,400.0	100.0	13,400.0	100.0

หมายเหตุ: CPC มีสถานะเป็นนิติบุคคลต่างประเทศทั้งก่อนและหลังการทำรายการ

กรรมการ	นายอดิเรก ศรีประทักษ์ กรรมการ นายธีรยุทธ์ พิทยาอิสรกุล กรรมการ นายมนตรี สุวรรณโพธิ์ศรี กรรมการ นายสกล ชีวะโกเศรษฐ กรรมการ นายศุภกิตติ บุญเวช กรรมการ

2.4.2. ประวัติความเป็นมา

CPC เป็นบริษัทจำกัดก่อตั้งภายใต้กฎหมายแห่งราชอาณาจักรกัมพูชา เมื่อวันที่ 19 เมษายน พ.ศ. 2539 เพื่อประกอบธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจร ได้แก่ ธุรกิจอาหารสัตว์ และธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ และรวมถึงธุรกิจอาหาร ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 5,030,000.0 เหรียญสหรัฐ

[5] *ที่มา: เอกสารทางกฎหมายในการจัดตั้งบริษัทของ CPC*

การเข้าลงทุนของกลุ่มบริษัท CPG ในกัมพูชา ณ ขณะนั้น เนื่องมาจากปริมาณความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ในกัมพูชาที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องขณะที่ปริมาณการผลิตภายในประเทศไม่เพียงพอ กัมพูชาจึงจำเป็นต้องนำเข้าสุกร สัตว์ปีกและสัตว์ประเภทอื่นจากประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ไทยและเวียดนาม ประกอบกับรัฐบาลกัมพูชามีนโยบายสนับสนุนการพัฒนาการเกษตรภายในประเทศ (ซึ่งกว่าร้อยละ 70.0 ของจำนวนประชากรกัมพูชาประกอบอาชีพการเกษตร) เช่น การให้สิทธิพิเศษในการลดหย่อนด้านภาษีสำหรับการนำเข้าเครื่องจักรที่ใช้ในการแปรรูปและอนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติลงทุนในธุรกิจการเกษตรและเกษตรแปรรูปได้ร้อยละ 100.0 จึงทำให้นักลงทุนต่างชาติสนใจที่จะเข้าลงทุนในช่วงที่ผ่านมา

กลุ่มบริษัท CPG อาจนับได้ว่าเป็นหนึ่งในกลุ่มนักลงทุนกลุ่มแรกที่เข้าไปบุกเบิกธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจรในกัมพูชาตั้งแต่ปี 2539 และเป็นช่วงระยะเวลาก่อนที่กัมพูชาเข้าเป็นหนึ่งในสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) โดยลงทุนตั้งโรงงานผลิตอาหารสัตว์ขึ้นที่จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ และส่งเสริมการทำฟาร์มเลี้ยงสุกรและสัตว์ปีกบริเวณใกล้เคียงโรงงานผลิตอาหารสัตว์ หลังจากนั้นธุรกิจโรงงานผลิตอาหารสัตว์และธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งปัจจัยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการนำระบบส่งเสริมเพิ่มอาชีพและรายได้ให้แก่เกษตรกรในรูปแบบของฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยงมาประยุกต์ใช้สำหรับการทำฟาร์มเลี้ยงสุกรและสัตว์ปีกในกัมพูชา และทำให้ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์มีการขยายตัวและยังส่งผลถึงปริมาณความต้องการอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น

ในปี 2554 CPF ได้ลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ CPC จำนวน 1,475 หุ้น ในราคาหุ้นละ 11,030.0 เหรียญสหรัฐ มูลค่ารวม 16,269,250.0 เหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 494,910,585.0 บาท ซึ่งทำให้ CPF ถือหุ้นร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด ณ ขณะนั้น เงินเพิ่มทุนดังกล่าวใช้ในขยายธุรกิจ และในปี 2556 CPF ได้ปรับโครงสร้างกลุ่มธุรกิจและได้โอนหุ้นสามัญของ CPC ทั้งจำนวนให้แก่ CPFI[6] (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF)

ในปี 2557 CPC มีขนาดกำลังการผลิตของโรงงานผลิตอาหารสัตว์ประมาณ 318,000 ตันต่อปี โดยผลิตอาหารสัตว์สำหรับใช้เองเป็นส่วนใหญ่ (ซึ่งรวมถึงสำหรับเกษตรกรในฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยง) และจำหน่ายให้แก่เกษตรกรทั่วไป และธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ (ผลิตภัณฑ์ ได้แก่ สุกรขุน ไก่เนื้อ ไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง และเนื้อสุกรและเนื้อไก่ตัดแต่ง) สามารถผลิตและจำหน่ายได้ 75.0 ล้านตันต่อปี นอกจากนี้ CPC ได้ลงทุนตั้งโรงงานแปรรูปอาหารที่จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ ซึ่งสามารถผลิตและจำหน่ายได้ 2.6 พันตันต่อปี

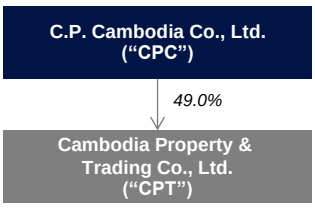
ในปี 2557 CPC สามารถสร้างรายได้จากธุรกิจหลัก (ซึ่งได้แก่ ธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และธุรกิจอาหาร) รวมเท่ากับ 1,025.8 พันล้านเรียล หรือเทียบเท่า 8.3 พันล้านบาท โดยมีสัดส่วนรายได้มาจากธุรกิจอาหารสัตว์ : ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ : ธุรกิจอาหาร : อื่นๆ ประมาณ 18 : 77 : 3 : 2 ตามลำดับ

นอกจากการลงทุนในธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแล้ว CPC จัดตั้ง Cambodia Property & Trading Company Limited (“CPT”) ขึ้นเมื่อวันที่ 26 กรกฎาคม พ.ศ. 2539 โดยลงทุนร้อยละ 49.0 ของจำนวนหุ้นที่

[6] *CPFI เป็นบริษัทเพื่อการลงทุน โดยจดทะเบียนขึ้นใน British Virgin Island ทุนจดทะเบียน 1,200.0 ล้านเหรียญสหรัฐ และถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกชำระแล้วโดย CPF*

ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด 20.0 ล้านเรียล CPT ก่อตั้งขึ้นเพื่อลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่ดินและอาคารโรงงานในกัมพูชา[7] ทั้งนี้ เพื่อให้ CPC ใช้ประโยชน์บนที่ดินดังกล่าวในการประกอบธุรกิจ

แผนภูมิ 2-3
โครงสร้างกลุ่ม CPC



ข้อมูลบริษัท CPT	
ชื่อบริษัท	Cambodia Property & Trading Co., Ltd. ("CPT")
ที่ตั้ง	อำเภออังสนวล จังหวัดกันดาล กรุงพนมเปญ ประเทศกัมพูชา
ธุรกิจ	ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
ทุนจดทะเบียน[8]	ทุนจดทะเบียนและเรียกชำระ 20,000,000.0 เรียล มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 20,000.0 เรียล ประกอบด้วย หุ้นสามัญ จำนวน 1,000 หุ้น
โครงสร้างการถือหุ้น	โครงสร้างการถือหุ้น ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557

ผู้ถือหุ้น	จำนวน (หุ้น)	ร้อยละ
1. CPC	490	49.0
2. Chin Chanthol	260	26.0
3. Mut Pisith	250	25.0
รวม	1,000	100.0

กรรมการ	1. นายศุภกิตติ บุญเวช กรรมการ 2. Mut Pisith กรรมการ
งบการเงิน	งบการเงินตรวจสอบโดย KPMG Cambodia Ltd.

หน่วย: พันล้านเรียล	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
สินทรัพย์รวม	3.0	33.0	61.6	32.8
หนี้สินรวม	1.6	14.9	43.2	30.1
ส่วนของผู้ถือหุ้น	1.5	18.2	18.4	2.8
รายได้รวม	0.2	7.9	3.4	5.6
กำไรสุทธิ	0.4	6.1	0.2	0.9

[7] *ตามกฎหมายการถือกรรมสิทธิ์ในที่ดินในกัมพูชานั้นกำหนดให้ที่ดินสงวนสิทธิไว้เฉพาะชาวกัมพูชาและ/หรือนิติบุคคลสัญชาติกัมพูชาเท่านั้น โดยต้องมีผู้ถือหุ้นสัญชาติกัมพูชาถือร้อยละ 51.0 ของทุนเรียกชำระ*

[8] *ที่มา: ข้อบังคับ CPT*

2.4.3. ลักษณะการประกอบธุรกิจ

1. ภาพรวม

CPC ประกอบธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารตั้งแต่ (ก) ธุรกิจผลิตอาหารสัตว์ (ข) ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ (ซึ่งได้แก่ ฟาร์มเพาะพันธุ์สัตว์ และฟาร์มเลี้ยงสัตว์) และ (ค) ธุรกิจอาหาร

แผนภูมิที่ 2-4 โครงสร้างการประกอบธุรกิจ

2. โครงสร้างรายได้

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา กลุ่ม CPC (ประกอบด้วย CPC และ CPT) มีรายได้หลักมาจากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์โดยเฉลี่ยกว่าร้อยละ 70 ของรายได้รวมในแต่ละปี โดยในปี 2557 CPC มีรายได้รวมเท่ากับ 1,025.8 พันล้านเรียล หรือประมาณ 8.3 พันล้านบาท และรายได้หลักยังคงมาจากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ร้อยละ 77.0 ของรายได้รวม และรองลงมาคือธุรกิจอาหารสัตว์ ซึ่งมีสัดส่วนร้อยละ 17.9 ของรายได้จากการจำหน่าย

ตารางที่ 2-1 โครงสร้างรายได้ของกลุ่ม CPC

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
ธุรกิจอาหารสัตว์	187.5	32.0%	207.8	29.1%	164.2	18.2%	184.0	17.9%
ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ปีก	157.7	26.9%	166.4	23.3%	169.6	18.8%	187.6	18.3%
ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสุกร	213.9	36.5%	307.7	43.1%	525.9	58.2%	601.9	58.7%
ธุรกิจอาหาร	9.3	1.6%	20.0	2.8%	24.8	2.7%	26.9	2.6%
รายได้อื่น[1/]	18.0	3.1%	12.2	1.7%	19.3	2.1%	25.4	2.5%
รวม	**586.4**	**100.0%**	**714.2**	**100.0%**	**903.9**	**100.0%**	**1,025.8**	**100.0%**

ที่มา: ข้อมูลจาก CPC

หมายเหตุ: 1/ รายได้อื่น เช่น การจำหน่ายยาสัตว์และเครื่องมืออุปกรณ์เป็นหลัก

3. ลักษณะผลิตภัณฑ์

<u>ธุรกิจอาหารสัตว์ (Feed)</u>

กลุ่มบริษัท CPG นับเป็นหนึ่งในผู้บุกเบิกต่างชาติกลุ่มแรกในธุรกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจรในกัมพูชาเมื่อปี 2539 โดยลงทุนตั้งโรงงานผลิตอาหารสัตว์แห่งแรกขึ้นที่จังหวัดกันดาล ซึ่งอยู่ใกล้กับกรุงพนมเปญ (เมืองหลวงของกัมพูชา) ห่างประมาณ 18.0 กิโลเมตร และดำเนินธุรกิจโดย CPC และปัจจุบันโรงงานผลิตอาหารสัตว์พนมเปญมีกำลังการผลิตประมาณ 318,000 ตันต่อปี การผลิตอาหารสัตว์เป็นการผลิตเพื่อใช้ในฟาร์มของ CPC (ซึ่งรวมถึงฟาร์มเลี้ยงสัตว์ในฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยง) และจำหน่ายให้แก่เกษตรกรภายนอก และในปี 2557 รายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์คิดเป็นสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 17.9 ของรายได้รวม

CPC ผลิตผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์สำหรับสัตว์บกและสัตว์ปีก ภายใต้ตราสินค้าต่างๆ เช่น HI-GRO โดยผลิตอาหารสุกรและอาหารไก่เป็นหลัก ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์จำหน่ายผ่านสำนักงานสาขาที่ตั้งกระจายในพื้นที่ต่างๆ ทั่วกัมพูชา ผ่านตัวแทนจำหน่าย และจำหน่ายให้แก่ลูกค้าฟาร์มเลี้ยงสัตว์โดยตรง

CPC มีการนำเทคโนโลยีมาประยุกต์ใช้ในกระบวนการผลิต โดยมีการตรวจสอบคุณภาพของกระบวนการผลิตทุกขั้นตอน โรงงานอาหารสัตว์มีห้องปฏิบัติการและอุปกรณ์ตรวจสอบคุณภาพวัตถุดิบก่อนนำเข้าสู่กระบวนการผลิต การผลิตทุกขั้นตอนจะถูกควบคุมด้วยคอมพิวเตอร์เพื่อให้ได้อาหารสัตว์ที่มีคุณภาพสม่ำเสมอ ผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ของ CPC จึงมีคุณภาพสูงและให้อัตราแลกเนื้อที่ดีสำหรับการเลี้ยงสัตว์ ซึ่งช่วยให้เกษตรกรมีต้นทุนการเลี้ยงที่ต่ำลงและสามารถแข่งขันในอุตสาหกรรมได้

CPC ผลิตอาหารสัตว์ตามหลักโภชนาการสำหรับสัตว์แต่ละประเภทและแต่ละช่วงอายุการเลี้ยง โดยให้ความสำคัญต่อการคัดสรรวัตถุดิบอาหารสัตว์ที่มีคุณภาพสูงเข้าสู่กระบวนการผลิต ซึ่ง CPC จัดซื้อวัตถุดิบ (เช่น ข้าวโพดและมันสำปะหลัง) คุณภาพจากแหล่งผลิตภายในประเทศเพื่อสนับสนุนเกษตรกรในท้องถิ่นและประหยัดค่าขนส่ง และวัตถุดิบบางประเภท (เช่น กากถั่วเหลือง) นำเข้าจากต่างประเทศ นอกจากนี้ CPC ให้ความสำคัญต่อการวิจัยพัฒนาสูตรอาหารให้สอดคล้องเหมาะสมและเพิ่มประสิทธิผลต่อการเจริญเติบโตของสัตว์ และการให้ความสำคัญต่อการตรวจสอบย้อนกลับ (Traceability) ไปยังแหล่งที่มาของวัตถุดิบที่ใช้ผลิตอาหารสัตว์ ทั้งนี้ เพื่อสร้างความมั่นใจในคุณภาพเทียบเท่าระดับมาตรฐานสากล

ณ สิ้นปี 2557 โรงงานผลิตอาหารสัตว์พนมเปญมีกำลังการผลิตประมาณ 318,000 ตันต่อปี และในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า CPC วางแผนที่จะขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอีกกว่าเท่าตัว ทั้งนี้ เพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และความต้องการของผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ในท้องตลาด

<u>ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์</u>

CPC เป็นผู้ประกอบธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์รายใหญ่ที่สุดในกัมพูชา ซึ่งประกอบด้วยฟาร์มเพาะพันธุ์สัตว์และฟาร์มเลี้ยงสัตว์ โดยมีผลิตภัณฑ์ได้แก่ สุกรขุน ไก่เนื้อ ไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง เนื้อสุกรและเนื้อไก่ตัดแต่ง และในปี 2557 รายได้จากธุรกิจเลี้ยงสัตว์เท่ากับ 789.5 พันล้านเรียล หรือประมาณ 6.4 พันล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 77.0 ของรายได้รวม โดยเป็นรายได้ที่มาจากการจำหน่ายสุกรและสัตว์ปีกในสัดส่วนเท่ากับ 76.2 : 23.8 ตามลำดับ

CPC ได้นำระบบการบริหารจัดการฟาร์มเลี้ยงสัตว์สมัยใหม่มาประยุกต์ใช้กับการทำเกษตรกรรม อาทิ โรงเลี้ยงระบบปิดซึ่งใช้ระบบ Bio-Security อุปกรณ์ให้อาหารอัตโนมัติ และระบบ Clean Farm เพื่อรักษาสิ่งแวดล้อม เป็นต้น

การทำฟาร์มเลี้ยงสัตว์ของ CPC มีการใช้ระบบส่งเสริมให้เกษตรกรในการเลี้ยงสัตว์แบบฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยง เป็นการว่าจ้างให้เลี้ยงสัตว์หรือการรับประกันรายได้ให้แก่เกษตรกรภายใต้เงื่อนไขที่กำหนดไว้ โดย CPC จะจัดหาพันธุ์สัตว์ อาหารสัตว์และยาให้แก่เกษตรกร รวมทั้งการให้คำแนะนำด้านวิชาการและเทคนิคการบริหารจัดการฟาร์มเลี้ยงสัตว์ พร้อมทั้งส่งทีมงานลงพื้นที่เพื่อให้ความรู้ด้านวิชาการทางโภชนาการสัตว์ที่สามารถประยุกต์ใช้ได้ในท้องถิ่น ในปี 2557 CPC สามารถผลิตสุกรขุน ไก่เนื้อ ไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมืองเพื่อจำหน่ายภายในประเทศได้ประมาณ 75.0 ล้านตันต่อปี ผลิตภัณฑ์จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ดังกล่าวจำหน่ายให้ตลาดสดทั่วประเทศ ผู้ค้าส่งและโรงงานชำแหละเนื้อสัตว์เพื่อนำไปตัดแต่งชิ้นเนื้อ นอกจากนี้ CPC นำผลิตผลจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์ ได้แก่ เนื้อสุกรและเนื้อไก่ ส่งไปโรงงานแปรรูป CPC (ซึ่งตั้งอยู่ในกรุงพนมเปญ) เพื่อตัดแต่งแยกชิ้นส่วนตามที่ตลาดต้องการ

อย่างไรก็ตาม ผลผลิตเนื้อสุกรและเนื้อไก่ที่ผลิตได้ในกัมพูชายังไม่เพียงพอต่อการบริโภคในประเทศ จึงยังต้องนำเข้าทุกปี อีกทั้งอัตราการบริโภคเนื้อสัตว์ต่อประชากรของกัมพูชายังต่ำเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ไทย สปป. ลาว และเวียดนาม ดังนั้น CPC วางแผนขยายกำลังการผลิตเนื้อสัตว์เพื่อรองรับตลาดการบริโภคเนื้อสัตว์ของประเทศ

<u>ธุรกิจอาหาร</u>

ผลิตภัณฑ์หลักของธุรกิจอาหาร ได้แก่ ผลิตภัณฑ์อาหารแปรรูปเป็นการเพิ่มมูลค่าแก่ผลิตภัณฑ์แปรรูปขั้นพื้นฐานโดยปรุงแต่งให้เป็นอาหารกึ่งปรุงสุกและปรุงสุก และอาหารพร้อมรับประทาน เช่น ไส้กรอก ไก่ทอด และไก่จ้อ เป็นต้น โดยปรับปรุงสูตรให้มีรสชาติให้สอดคล้องกับความต้องการของคนท้องถิ่น ปัจจุบันมีกำลังการผลิตประมาณ 7,500 ตันต่อปี

การผลิตผลิตภัณฑ์อาหาร (ทั้งเนื้อแปรรูปและอาหารกึ่งสำเร็จรูป/สำเร็จรูป) ของ CPC นั้นให้ความสำคัญตั้งแต่การคัดสรรวัตถุดิบที่มีคุณภาพและกระบวนการผลิตด้วยเทคโนโลยีอันทันสมัยและได้มาตรฐาน และการผลิตผลิตภัณฑ์ภายใต้ตราสินค้า CP ซึ่งสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้บริโภคด้านรสชาติ คุณภาพ และความปลอดภัย ปัจจุบันการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารดำเนินการในรูปแบบ (ก) ค้าปลีกแบบดั้งเดิม (Traditional Trade) (ข) ค้าปลีกแบบใหม่ (Modern Trade) เช่น ห้างสรรพสินค้า ซุปเปอร์สโตร์ และ (ค)ศูนย์บริการอาหาร (Food Service) เช่น จุดขายสินค้าเป็นซุ้ม (Kiosk) และร้านอาหาร และในปี 2557 CPC มีรายได้จากการจำหน่ายในธุรกิจอาหารเท่ากับ 26.9 พันล้านเรียล หรือประมาณ 0.2 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 2.6 ของรายได้รวม

4. ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของกลุ่ม CPC ซึ่งประกอบด้วย CPC และ CPT (บริษัทย่อยของ CPC) ซึ่งเป็นงบการเงินที่ผ่านการตรวจสอบโดย KPMG Cambodia ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

<u>สรุปรายการสำคัญในงบการเงินรวม</u>

- งบกำไรขาดทุนรวม

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
รายได้รวม	**586.4**	**100.0%**	**714.2**	**100.0%**	**903.9**	**100.0%**	**1,025.8**	**100.0%**
ต้นทุนขาย	(492.2)	(83.9%)	(652.1)	(91.3%)	(784.1)	(86.7%)	(821.6)	(80.1%)
กำไรขั้นต้น	**94.3**	**16.1%**	**62.0**	**8.7%**	**119.8**	**13.3%**	**204.2**	**19.9%**
รายได้อื่น	1.3	0.2%	1.4	0.2%	0.8	0.1%	0.5	0.1%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(42.5)	(7.2%)	(52.5)	(7.4%)	(68.6)	(7.6%)	(83.8)	(8.2%)
กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	**53.2**	**9.1%**	**10.9**	**1.5%**	**52.1**	**5.8%**	**120.8**	**11.8%**
ต้นทุนทางการเงิน	(0.8)	(0.1%)	(3.1)	(0.4%)	(6.6)	(0.7%)	(5.0)	(0.5%)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	**52.3**	**8.9%**	**7.8**	**1.1%**	**45.5**	**5.0%**	**115.8**	**11.3%**
ภาษีเงินได้	(10.6)	(1.8%)	(1.8)	(0.2%)	(9.4)	(1.0%)	(23.5)	(2.3%)
กำไรสุทธิสำหรับงวด	**41.7**	**7.1%**	**6.1**	**0.8%**	**36.1**	**4.0%**	**92.3**	**9.0%**
กำไรสุทธิของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	0.2	0.0%	0.2	0.0%	0.1	0.0%	0.5	0.0%
กำไรสุทธิของบริษัทใหญ่	**41.5**	**7.1%**	**5.8**	**0.8%**	**36.0**	**4.0%**	**91.8**	**9.0%**

ที่มา: งบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

- งบแสดงฐานะทางการเงินรวม

	31 ธ.ค. 2554		31 ธ.ค. 2555		31 ธ.ค. 2556		31 ธ.ค. 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
<u>สินทรัพย์</u>								
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	15.1	4.3%	6.7	1.4%	13.5	2.8%	12.9	2.3%
ลูกหนี้การค้าและลูกค้าอื่น	21.5	6.1%	25.7	5.5%	20.0	4.1%	38.2	6.7%
สินค้าคงเหลือ	141.5	40.0%	94.0	20.3%	77.0	15.7%	104.6	18.5%
สินทรัพย์ชีวภาพ – หมุนเวียน[1/]	-	-	118.9	25.7%	105.2	21.5%	128.4	22.7%
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	10.7	3.0%	12.4	2.7%	12.6	2.6%	17.1	3.0%
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	**188.7**	**53.5%**	**257.7**	**55.6%**	**228.4**	**46.7%**	**301.3**	**53.2%**

	31 ธ.ค. 2554		31 ธ.ค. 2555		31 ธ.ค. 2556		31 ธ.ค. 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
สินทรัพย์ชีวภาพ - ไม่หมุนเวียน	65.2	18.5%	59.4	12.8%	59.8	12.2%	72.1	12.7%
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	98.0	27.8%	144.3	31.1%	198.4	40.6%	189.9	33.5%
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	1.1	0.3%	2.0	0.4%	2.3	0.5%	2.9	0.5%
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	**164.3**	**46.5%**	**205.7**	**44.4%**	**260.5**	**53.3%**	**264.9**	**46.8%**
รวมสินทรัพย์	**353.0**	**100.0%**	**463.3**	**100.0%**	**488.9**	**100.0%**	**566.2**	**100.0%**
หนี้สิน								
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	-	-	4.7	1.0%	1.2	0.2%	4.1	0.7%
ตั๋วสัญญาแลกเงิน	-	-	159.7	34.5%	143.0	29.3%	165.4	29.2%
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	45.2	12.8%	33.9	7.3%	40.8	8.4%	55.5	9.8%
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากบริษัทที่เกี่ยวข้อง	-	-	7.2	1.6%	9.1	1.9%	-	-
เงินกู้ยืมระยะสั้นจากบริษัทอื่น	60.5	17.1%	-	-	-	-	-	-
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	8.8	2.5%	6.2	1.3%	7.0	1.4%	22.7	4.0%
รวมหนี้สินหมุนเวียน	**114.5**	**32.4%**	**211.7**	**45.7%**	**201.2**	**41.1%**	**247.6**	**43.7%**
ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี	2.6	0.8%	4.1	0.9%	4.1	0.8%	-	-
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	**2.6**	**0.8%**	**4.1**	**0.9%**	**4.1**	**0.8%**	-	-
หนี้สินรวม	**117.2**	**33.2%**	**215.8**	**46.6%**	**205.3**	**42.0%**	**247.6**	**43.7%**
ส่วนของผู้ถือหุ้น								
ทุนจดทะเบียนที่ออกและชำระแล้ว	146.9	41.6%	187.1	40.4%	187.1	38.3%	268.8	47.5%
ส่วนเกินทุน	40.7	11.5%	43.5	9.4%	43.5	8.9%	35.5	6.3%
กำไรสะสม	42.1	11.9%	7.8	1.7%	43.8	8.9%	12.9	2.3%
ส่วนของผู้ถือหุ้นก่อนส่วนของส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	**229.7**	**65.1%**	**238.3**	**51.4%**	**274.3**	**56.1%**	**317.2**	**56.0%**
ส่วนของส่วนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	6.2	1.7%	9.3	2.0%	9.4	1.9%	1.4	0.2%
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**235.8**	**66.8%**	**247.6**	**53.4%**	**283.7**	**58.0%**	**318.6**	**56.3%**
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**353.0**	**100.0%**	**463.3**	**100.0%**	**488.9**	**100.0%**	**566.2**	**100.0%**

ที่มา: งบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

หมายเหตุ: 1/ CPC มีการแยกสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนออกมาจากสินค้าคงเหลือในปี 2555 ทำให้ CPC ไม่มีมูลค่าสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนในปี 2554

- อัตราส่วนสำคัญทางการเงิน[1/]

	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนสภาพคล่อง				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.65	1.22	1.14	1.22
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.32	0.15	0.17	0.21
ระยะเวลาการเก็บหนี้ (วัน)	13	13	8	14
ระยะเวลาการเก็บสินค้าคงเหลือ (วัน)[2/]	57	53	36	46
ระยะเวลาการชำระหนี้ (วัน)	34	19	19	25
Cash Cycle (วัน)	37	47	25	35
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร				
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	16.1%	8.7%	13.3%	19.9%
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	8.8%	1.3%	5.7%	11.7%
อัตรากำไรสุทธิ (ร้อยละ)	7.1%	0.8%	4.0%	9.0%
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	17.6%	2.4%	12.7%	28.8%
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน				
อัตราการหมุนของสินทรัพย์ (เท่า)	1.66	1.54	1.85	1.81
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน				
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.50	0.87	0.72	0.78
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (เท่า)	61.95	3.08	7.77	23.92

หมายเหตุ: 1/ คำนวณจากงบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

2/ มูลค่าในปี 2554 คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์คงเหลือหัก Work in progress and livestock ในหมายเหตุประกอบงบการเงินของ CPC ปี 2555

<u>คำอธิบายผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน</u>

- ผลการดำเนินงาน

<u>รายได้</u>

รายได้จากการดำเนินงานของ CPC และบริษัทย่อย (“CPT”) (รวมเรียกว่า “กลุ่ม CPC”) มาจากการดำเนินงานของ CPC ทั้งจำนวน โดยในปี 2554 - 2557 CPC มีรายได้รวมทั้งสิ้น 586.4 พันล้านเรียล 714.2 พันล้านเรียล 903.9 พันล้านเรียล และ 1,025.8 พันล้านเรียล ตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยของรายได้รวมต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 20.5 ทั้งนี้ มีสาเหตุหลักมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสุกรและสาเหตุรองลงมาคือธุรกิจอาหาร ในปี 2557 CPC มีสัดส่วนรายได้แบ่งตามสายธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และธุรกิจอาหารคิดเป็นร้อยละ 17.9 ร้อยละ 77.0 และร้อยละ 2.6 ของรายได้รวม ตามลำดับ

ตารางที่ 2-2 โครงสร้างรายได้ของกลุ่ม CPC ปี 2554 - 2557

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
ธุรกิจอาหารสัตว์	187.5	32.0%	207.8	29.1%	164.2	18.2%	184.0	17.9%
ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ปีก	157.7	26.9%	166.4	23.3%	169.6	18.8%	187.6	18.3%
ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสุกร	213.9	36.5%	307.7	43.1%	525.9	58.2%	601.9	58.7%
ธุรกิจอาหาร	9.3	1.6%	20.0	2.8%	24.8	2.7%	26.9	2.6%
รายได้อื่น[1/]	18.0	3.1%	12.2	1.7%	19.3	2.1%	25.4	2.5%
รวม	**586.4**	**100.0%**	**714.2**	**100.0%**	**903.9**	**100.0%**	**1,025.8**	**100.0%**

ที่มา: ข้อมูลจาก CPC

หมายเหตุ: 1/ รายได้อื่น เช่น การจำหน่ายยาสัตว์และเครื่องมืออุปกรณ์เป็นหลัก

(1) รายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 ที่ลดลงเล็กน้อยเท่ากับร้อยละ -0.6 โดยในปี 2555 รายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์เพิ่มขึ้นร้อยละ 10.8 ต่อปี เทียบจากปี 2554 เนื่องจากการเพิ่มกำลังการผลิตและทำให้สามารถจำหน่ายให้แก่เกษตรกรภายนอกได้มากขึ้น หลังจากนั้น ตั้งแต่ปี 2556 จนถึงปี 2557 รายได้จากจำหน่ายอาหารสัตว์ลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากอาหารสัตว์ที่ผลิตได้ถูกนำมาใช้ในฟาร์มของ CPC และฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยงมากขึ้น ประกอบกับในช่วงระยะเวลาดังกล่าว CPC มีการขยายธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ค่อนข้างสูง จึงทำให้ปริมาณการจำหน่ายอาหารสัตว์ให้กับเกษตรกรภายนอกลดลง

(2) รายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้รายได้รวมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญ โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 28.6 ต่อปี ทั้งนี้ เป็นผลมาจากการเติบโตของธุรกิจสุกร และสัดส่วนรายได้ระหว่างธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสุกรและธุรกิจฟาร์มเลี้ยงไก่เฉลี่ยเท่ากับ 68.6 ต่อ 31.4 ของรายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ (โดยเฉลี่ย 4 ปีที่ผ่านมา)

ในปี 2555 รายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์เติบโตร้อยละ 27.6 ต่อปี เมื่อเทียบกับปี 2554 สาเหตุหลักมาจากการขยายกำลังการผลิตของสุกรและสามารถจำหน่ายสุกรได้ในปริมาณที่เพิ่มสูงขึ้นมากถึงร้อยละ 77.7 ในปี 2556 รายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสุกรยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเกิดจาก (1) การขยายฐานการตลาดของ CPC เองให้กว้างขึ้น เป็นผลมาจากการตั้งศูนย์กระจายสินค้า (Distribution Center) ตามพื้นที่ต่างๆ ของกัมพูชา ส่งผลให้ปริมาณสุกรที่จำหน่ายได้เพิ่มขึ้นร้อยละ 60.6 เมื่อเทียบกับปี 2555 และ (2) ราคาสุกรเพิ่มขึ้นเนื่องจากจำนวนอุปทานของสุกรภายในกัมพูชาลดลงทำให้ราคาสุกรต่อหน่วยเพิ่มขึ้นคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 6.4 และในปี 2557 รายได้จากธุรกิจสุกรเพิ่มขึ้นร้อยละ 14.5 เทียบกับปี 2556 มีสาเหตุมาจากราคาเฉลี่ยสุกรที่ยังคงสูงขึ้นร้อยละ 15.8 เมื่อเทียบกับปี 2556 เนื่องจากปริมาณการนำเข้าสุกรจากไทยและเวียดนามลดลง ทำให้จำนวนอุปทานในตลาดลดลงตามไปด้วย สำหรับรายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงไก่นั้นมีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 6.0

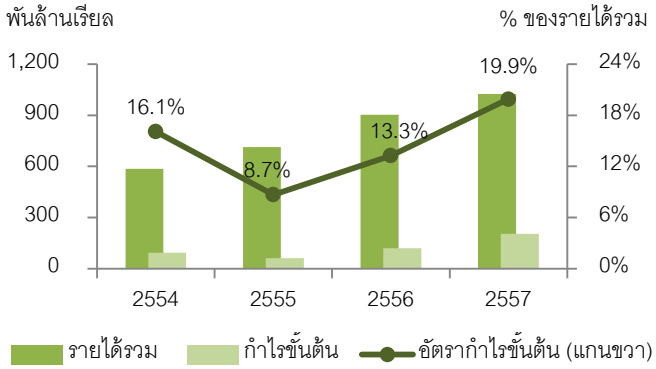
(3) รายได้จากธุรกิจอาหารประกอบด้วยรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์แปรรูป เช่น ไส้กรอก หมูยอ และไก่จ๊อ เป็นต้น มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 ร้อยละ 42.6 เนื่องจากฐานลูกค้า

ของ CPC ยังมีขนาดเล็ก ประกอบกับอยู่ระหว่างขยายฐานการตลาดให้กว้างขึ้น จึงทำให้ธุรกิจอาหารของ CPC สามารถเติบโตได้ในอัตราการเติบโตที่สูงกว่าสายธุรกิจอื่น

(4) รายได้อื่น ประกอบด้วยรายได้จากการจำหน่ายยาและเครื่องมืออุปกรณ์ที่ใช้แล้วเป็นหลัก ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมารายได้อื่นมีสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 2.3 ของรายได้รวม และในปี 2557 รายได้อื่นมีมูลค่า 25.4 พันล้านเรียลหรือคิดเป็นร้อยละ 2.5 ของรายได้รวม

<u>อัตรากำไรขั้นต้น</u>

<u>แผนภูมิที่ 2-5 รายได้ กำไรขั้นต้น และอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่ม CPC ปี 2554 - 2557</u>



ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 14.5 โดยในปี 2555 มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำที่สุดเท่ากับร้อยละ 8.7 เนื่องจากจำนวนอุปทานในตลาดเพิ่มขึ้นส่งผลให้ราคาสุกรเฉลี่ยต่ำลงทำให้ผลกำไรขั้นต้นเฉลี่ยลดลง อย่างไรก็ตาม ในปี 2556 – 2557 ราคาเฉลี่ยของสุกรปรับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง (สาเหตุระบุไว้ในส่วนรายได้) ซึ่งเมื่อเทียบกับต้นทุนขายที่ปรับขึ้นเล็กน้อย จึงส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 19.9 ในปี 2557

<u>รายได้อื่นๆ</u>

นอกเหนือจากรายได้จากการดำเนินงานของธุรกิจหลักของ CPC รายได้อื่นๆ ประกอบด้วยรายได้จากค่าเช่าที่ดินและอาคารของ CPT (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPC) กำไรจากการจำหน่ายสินทรัพย์และเงินลงทุนและดอกเบี้ยรับ

<u>ค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายและบริหาร</u>

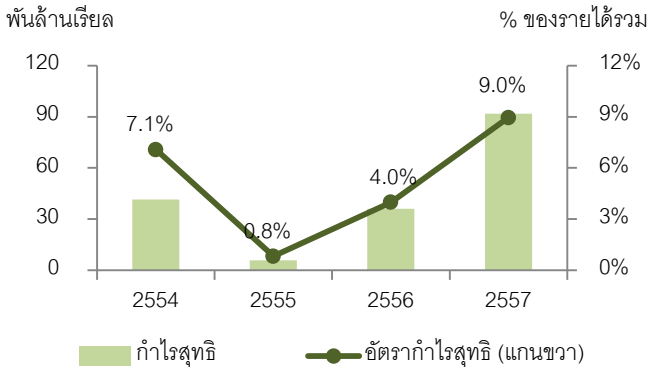
ในปี 2554 - 2557 ค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายและการบริหารเท่ากับ 42.5 พันล้านเรียล 52.5 พันล้านเรียล 68.6 พันล้านเรียล และ 83.8 พันล้านเรียล ตามลำดับ หรือคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 7.6 ของรายได้รวม โดยในปี 2554 – 2557 สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายและบริหารที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเกิดจากค่าขนส่งสินค้าที่เพิ่มขึ้นจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์ไปยังศูนย์กระจายสินค้า (Distribution Center) ในแต่ละพื้นที่

นอกจากนี้ ในปี 2554 – 2557 CPC มีต้นทุนทางการเงินจากดอกเบี้ยของตั๋วสัญญาแลกเงินระยะสั้น (Promissory notes) จากสถาบันการเงิน โดยคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยร้อยละ 0.4 ของรายได้รวม เป็นตั๋วสัญญา

แลกเงินระยะสั้นอายุ 3 เดือน และมีอัตราดอกเบี้ยต่อปีประมาณร้อยละ 3.4 และมีค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลของกลุ่ม CPC เฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 21.0 ของกำไรก่อนภาษีเงินได้ (EBT) ในปี 2554 - 2557

กำไรสุทธิ

แผนภูมิที่ 2-6 กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิของกลุ่ม CPC ปี 2554 - 2557



กำไรสุทธิในปี 2554 - 2557 เท่ากับ 41.5 พันล้านเรียล 5.8 พันล้านเรียล 36.0 พันล้านเรียล และ 91.8 พันล้านเรียล ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 7.1 ร้อยละ 0.8 ร้อยละ 4.0 และร้อยละ 9.0 ของรายได้รวม ตามลำดับ โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.2 ของรายได้รวม

- ฐานะทางการเงิน

สินทรัพย์

สินทรัพย์รวมของกลุ่ม CPC มีมูลค่าเพิ่มขึ้นจาก 353.0 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2554 เป็น 566.2 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2557 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 17.1 โดยสาเหตุหลักเกิดจากการลงทุนเพิ่มในสินทรัพย์เพื่อขยายกำลังการผลิต และมูลค่าลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นตามการขยายธุรกิจ

ณ สิ้นปี 2554 สินทรัพย์รวมของกลุ่ม CPC มีมูลค่าเท่ากับ 353.0 พันล้านเรียล และเพิ่มขึ้นเป็น 463.3 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2555 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 31.3 โดยมีสาเหตุหลักมาจากการขยายกำลังการผลิตของ CPC ทำให้มูลค่าสินทรัพย์ชีวภาพเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ CPC มีการซื้อแม่พันธุ์สุกรและไก่เพิ่มเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตให้เพียงพอต่อความต้องการของผู้บริโภคในกัมพูชา ส่งผลให้มูลค่าสินทรัพย์ชีวภาพไม่หมุนเวียนเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 13.1 ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2554

ณ สิ้นปี 2555 สินทรัพย์รวมของกลุ่ม CPC มีมูลค่าเท่ากับ 463.3 พันล้านเรียล และเพิ่มขึ้นเป็น 488.9 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2556 โดยแบ่งออกเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนมูลค่า 257.7 พันล้านเรียลและ 228.4 พันล้านเรียล และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมูลค่า 205.7 พันล้านเรียลและ 260.5 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2555 และ 2556 ตามลำดับ ณ สิ้นปี 2556 สินทรัพย์หมุนเวียนมีมูลค่าลดลงคิดเป็นร้อยละ 19.5 ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2555 โดยมีสาเหตุหลักมาจากสินค้าคงเหลือและสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนที่มีมูลค่าลดลงคิดเป็นร้อยละ 3.7 และร้อยละ 3.0 ของ

สินทรัพย์รวม ตามลำดับ เนื่องจาก CPC สามารถจำหน่ายสินค้าได้เร็วขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากการขยายช่องทางการจำหน่ายสินค้าและการควบคุมปริมาณสินค้าคงเหลือ โดยสังเกตจากระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าที่ลดลงจาก 53 วันในปี 2555 เป็น 36 วันในปี 2556 อย่างไรก็ตาม สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนของ CPC มีมูลค่าเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 11.8 ของสินทรัพย์รวม โดยมีสาเหตุหลักมาจากการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเพื่อขยายกำลังการผลิตของทั้ง 3 สายธุรกิจ ส่งผลให้มูลค่าอาคารเครื่องจักรและอุปกรณ์สุทธิของ CPC เพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 11.7 ของสินทรัพย์รวม ปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้มูลค่าสินทรัพย์รวมของ CPC เพิ่มขึ้นเท่ากับอัตราการเติบโตร้อยละ 5.5 ณ สิ้นปี 2556

ณ สิ้นปี 2557 สินทรัพย์รวมของกลุ่ม CPC เพิ่มขึ้นเป็น 566.2 ล้านเรียลหรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 15.8 โดยแบ่งออกเป็นสินทรัพย์หมุนเวียนมูลค่า 301.3 พันล้านเรียลและสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมูลค่า 264.9 พันล้านเรียล สินทรัพย์หมุนเวียน ณ สิ้นปี 2557 เพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 14.9 ของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2556 โดยมีสาเหตุหลักมาจากมูลค่าสินค้าคงเหลือและสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณการจำหน่ายอาหารสัตว์และไก่ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนในปีเดียวกันเพิ่มขึ้นเล็กน้อยคิดเป็นร้อยละ 0.9 ของสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 2-3 Cash Cycle ของกลุ่ม CPC ปี 2554 - 2557

	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
ระยะเวลาการเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	13	13	8	14
ระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	57	53	36	46
ระยะเวลาการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	34	19	19	25
Cash Cycle (วัน)	**37**	**47**	**25**	**35**

หมายเหตุ: คำนวณจากงบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด

Cash Cycle ลดลงจาก 37 วันในปี 2554 เป็น 35 วันในปี 2557 มีสาเหตุหลักมาจากการขยายช่องทางการจำหน่ายสินค้าซึ่งทำให้สินค้าสามารถจำหน่ายได้เร็วขึ้นและการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้ดีขึ้น โดยสังเกตจากระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าที่ลดลงจาก 57 วันในปี 2554 เป็น 46 วัน อย่างไรก็ตาม ระยะเวลาการชำระหนี้เฉลี่ยนั้นลดลงเช่นกันจาก 34 วันในปี 2554 เป็น 25 วัน ในปี 2557 เนื่องจากมูลค่ายอดคงค้างของวัตถุดิบอาหารสัตว์ อุปกรณ์และเครื่องจักรที่ CPC สั่งซื้อมีมูลค่าลดลง

<u>หนี้สิน</u>

หนี้สินรวมของกลุ่ม CPC เพิ่มขึ้นจาก 117.2 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2554 เป็น 247.6 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 28.3 โดยการลดลงและเพิ่มขึ้นของหนี้สินรวมในแต่ละปีเป็นผลมาจากมูลค่าเงินกู้ยืมระยะสั้นซึ่งนำมาใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ โดยเงินกู้ยืมระยะสั้นอยู่ในรูปของตั๋วสัญญาแลกเงินระยะสั้น (Promissory notes) จากสถาบันการเงิน มีอายุ 3 เดือน และมีอัตราดอกเบี้ยต่อปีประมาณร้อยละ 3.4 โดย ณ สิ้นปี 2555 2556 และ 2557 เงินกู้ยืมระยะสั้นมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 45.2 ลดลงร้อยละ 3.6 และเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.6 ของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการลดลงและเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์หมุนเวียนของ CPC

ตารางที่ 2-4 อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่ม CPC ปี 2554 - 2557

	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.65	1.22	1.14	1.22
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.50	0.87	0.72	0.78

ณ สิ้นปี 2554 – 2557 กลุ่ม CPC มีอัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ยเท่ากับ 1.30 เท่า โดย ณ สิ้นปี 2555 อัตราส่วนสภาพคล่องลดลงเนื่องจากมีการกู้ยืมตั๋วสัญญาแลกเงินระยะสั้น (Promissory notes) จากสถาบันการเงิน ในปี 2555 ทำให้มูลค่าหนี้สินหมุนเวียนเพิ่มขึ้น 159.7 พันล้านเรียล ในขณะที่การลดลงเล็กน้อย ณ สิ้นปี 2556 เกิดจากการขยายช่องทางการจำหน่ายสินค้าของ CPC ซึ่งทำให้ระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าเฉลี่ยลดลง และการเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ณ สิ้นปี 2557 เกิดจากมูลค่าสินค้าคงเหลือและสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณการจำหน่ายอาหารสัตว์และไก่ที่เพิ่มขึ้น

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC เพิ่มขึ้นจาก 0.50 เท่า ณ สิ้นปี 2554 เป็น 0.78 เท่า เนื่องจากการกู้ยืมตั๋วสัญญาแลกเงินระยะสั้น (Promissory notes) จากสถาบันการเงิน ในปี 2555 เป็นปีแรก ตามที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น

<u>ส่วนของผู้ถือหุ้น</u>

ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา โดยเพิ่มขึ้นจาก 235.8 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2554 เป็น 318.6 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 เท่ากับร้อยละ 10.5 ทั้งนี้ เป็นผลมาจากกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้นจากผลประกอบการของ CPC ในแต่ละปี และผลของกำไรที่เพิ่มขึ้นทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 17.6 ณ สิ้นปี 2554 เป็นร้อยละ 28.8 ณ สิ้นปี 2557

ในปี 2554 CPC ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 1,475 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด โดยขายให้แก่ CPF (ซึ่งปัจจุบันถือหุ้นโดย CPFI) นอกจากนี้ CPC มีการจ่ายเงินปันผลจากกำไรสะสมด้วยหุ้นสามัญของ CPC (Stock Dividend) ในปี 2555 และปี 2557 โดยมีการโอนกำไรสะสมเป็นหุ้นปันผลจำนวน 2,000 หุ้น คิดเป็นมูลค่า 40.2 พันล้านเรียล ในปี 2555 ทำให้ทุนจดทะเบียนและชำระแล้วเพิ่มขึ้นจาก 146.9 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2554 เป็น 187.1 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2555 และในปี 2557 โอนกำไรสะสมเป็นหุ้นปันผลจำนวน 4,000 หุ้น คิดเป็นมูลค่า 81.7 ล้านเรียล ทำให้ทุนจดทะเบียนและชำระแล้วเพิ่มขึ้นจาก 187.1 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2556 เป็น 268.8 พันล้านเรียล ณ สิ้นปี 2557

5. ภาวะตลาดและแนวโน้มของอุตสาหกรรมในกัมพูชา

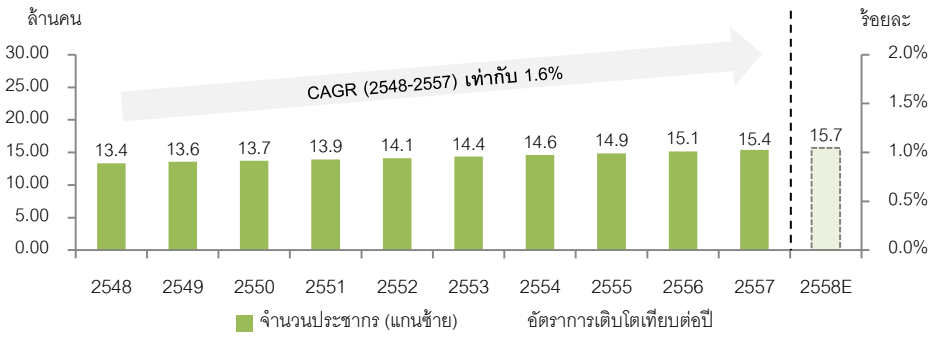
<u>ภาพรวมเศรษฐกิจ</u>

กัมพูชาเป็นประเทศที่มีความอุดมสมบูรณ์ของทรัพยากรธรรมชาติตลอดจนแหล่งท่องเที่ยวทางธรรมชาติและทางประวัติศาสตร์ที่เกื้อหนุนบทบาทการท่องเที่ยว และสร้างรายได้หลักให้กับประเทศในช่วงที่ผ่านมา ภาวะเศรษฐกิจของกัมพูชามีการเติบโตอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะภายหลังเมื่อปัญหาทางการเมืองภายในกัมพูชาเริ่มคลี่คลาย

ประกอบกับกัมพูชาได้เข้าร่วมเป็นสมาชิกของอาเซียนเมื่อปี 2542 ซึ่งเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนต่างชาติ นอกจากนี้ รัฐบาลกัมพูชายังให้ความสำคัญต่อการส่งเสริมการลงทุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจ (Economic Activities) ให้กระจายไปตามพื้นที่ต่างๆ ของประเทศ และทำให้นักลงทุนต่างชาติที่มองเห็นโอกาสของการลงทุนเพิ่มขึ้น โดยกัมพูชามีข้อได้เปรียบด้านต้นทุนแรงงานที่ต่ำและทรัพยากรธรรมชาติอุดมสมบูรณ์ รวมถึงการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีในการลดหย่อนภาษีศุลกากรจากประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหภาพยุโรปและสหรัฐอเมริกา ซึ่งช่วยเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของอุตสาหกรรมของกัมพูชา

กัมพูชามีจำนวนประชากรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 13.4 ล้านคน ในปี 2548 เป็น 15.4 ล้านคน ในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2548 - 2557 เท่ากับร้อยละ 1.6 และในปี 2558 คาดว่าจำนวนประชากรของกัมพูชาจะเพิ่มขึ้นเป็น 15.7 ล้านคน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 1.75 เมื่อเทียบกับปี 2557 ชาวกัมพูชาส่วนใหญ่นั้นประกอบอาชีพในภาคเกษตร หรือคิดเป็นประมาณร้อยละ 70.0 ของจำนวนประชากรทั้งหมด และด้วยลักษณะของภูมิประเทศและภูมิอากาศ ทำให้กัมพูชาถือเป็นแหล่งผลิตวัตถุดิบที่สำคัญได้แก่ ข้าว มันสำปะหลัง ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์ และถั่วเหลือง เป็นต้น ซึ่งเป็นส่วนของวัตถุดิบหลักในการทำอาหารสัตว์

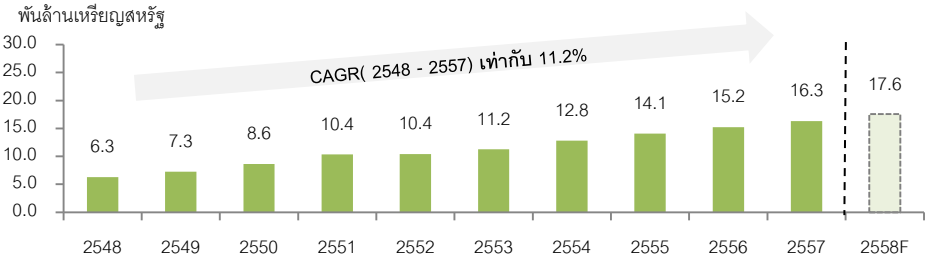
แผนภูมิที่ 2-7 จำนวนประชากรกัมพูชา ปี 2548 – 2557



ที่มา: ธนาคารโลก

ในช่วงปี 2548 - 2557 ผลิตภัณฑ์มวลรวม (Gross Domestic Product: GDP) ของกัมพูชามีการขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 6.3 พันล้านเหรียญสหรัฐในปี 2548 เป็น 16.3 พันล้านเหรียญสหรัฐในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2548 - 2557 เท่ากับร้อยละ 11.2 สืบเนื่องจากการสนับสนุนการลงทุนของภาครัฐและการเข้ามาของนักลงทุนต่างชาติ รวมถึงเสถียรภาพทางการเมืองภายในประเทศ ธนาคารโลกคาดว่า ในปี 2558 GDP ของกัมพูชาจะมีมูลค่าประมาณ 17.6 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือเพิ่มขึ้นร้อยละ 7.2 จากปีก่อน (ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตที่เท่ากับในปี 2557)

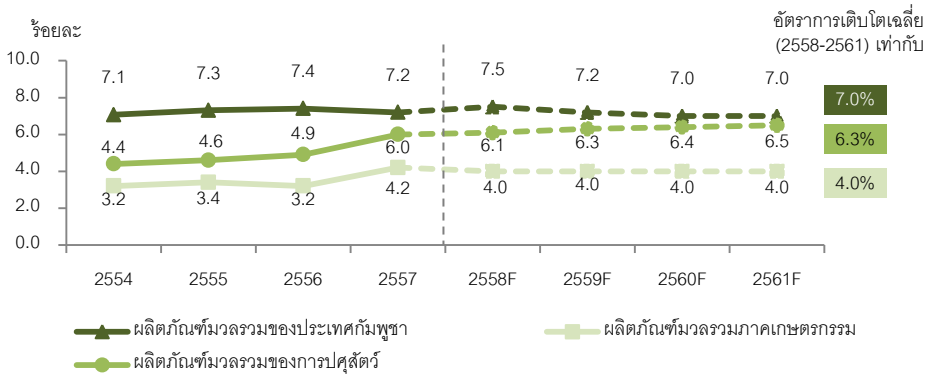
แผนภูมิที่ 2-8 ผลิตภัณฑ์มวลรวมของกัมพูชา ปี 2548 - 2557



ที่มา: ธนาคารโลก

ในช่วงที่ผ่านมาภาคอุตสาหกรรมการเกษตรของกัมพูชาเป็นธุรกิจหลักของประเทศ เกษตรกรส่วนใหญ่เป็นผู้ประกอบการรายเล็กที่ทำการเกษตรแบบดั้งเดิม ซึ่งเน้นผลิตเพื่อการบริโภคในครัวเรือนเป็นหลักและยังขาดความรู้และเทคโนโลยี รวมทั้งขาดแคลนเงินทุนในการขยายกำลังการผลิต ซึ่งรัฐบาลกัมพูชามีนโยบายสนับสนุนการลงทุนจากต่างประเทศโดยเน้นการลงทุนและการพัฒนาในภาคการเกษตร และจากข้อมูล GDP ที่จัดทำโดย Ministry of Planning ของกัมพูชา ปรากฏว่า การขยายตัวโดยรวมของ GDP (ภาคปศุสัตว์) มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย ปี 2554 - 2557 (Average Growth) เท่ากับร้อยละ 7.0 และในปี 2557 GDP (ภาคปศุสัตว์) มีอัตราการเติบโตเท่ากับร้อยละ 6.0 ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราการเติบโต GDP (ภาพรวม) ที่ร้อยละ 7.2 นอกจากนี้ยังคาดว่า ในปี 2558 - 2561 อุตสาหกรรมภาคปศุสัตว์ยังคงเติบโตต่อไปในอัตราการเติบโตเฉลี่ย (Average Growth) เท่ากับร้อยละ 6.3

แผนภูมิที่ 2-9 การขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมกัมพูชา



ที่มา: Ministry of Planning กัมพูชา

<u>ธุรกิจอาหารสัตว์</u>

อุตสาหกรรมอาหารสัตว์ในกัมพูชามีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง อันเนื่องมาจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ทำให้อุตสาหกรรมปศุสัตว์มีการเติบโตเพิ่มขึ้น จึงส่งผลให้ความต้องการอาหารสำหรับการเลี้ยงสัตว์มีมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น ธุรกิจการผลิตอาหารสัตว์จึงมีนักลงทุนเข้ามาลงทุนอย่างต่อเนื่อง ดังจะเห็นได้จากผู้ประกอบการผลิตอาหารสัตว์รายใหญ่ในกัมพูชานั้น ส่วนใหญ่เป็นบริษัทลงทุนข้ามชาติจากต่างประเทศ เช่น CPC Betagro China's East Hope เป็นต้น อย่างไรก็ตาม กัมพูชายังมีการนำเข้าอาหารสัตว์จากประเทศเพื่อนบ้าน อาทิ เวียดนาม และไทย เป็นต้น

ตารางที่ 2-5 รายชื่อผู้ผลิตอาหารสัตว์รายใหญ่ในกัมพูชา

	รายชื่อบริษัทผู้ผลิต	ประเทศ
ผู้ประกอบการจากต่างประเทศ		
1.	C.P. Cambodia	ไทย
2.	Betagro	ไทย
3.	China's East Hope	จีน
4.	Vietnam's Green Feed	เวียดนาม
5.	China's New Hope (Cambodia)	จีน
6	Korea's SCF (Cambodia)	เกาหลีใต้

	รายชื่อบริษัทผู้ผลิต	ประเทศ
ผู้ประกอบการจากในประเทศ		
7.	Cambodia's Master Feed	กัมพูชา
8.	BVB	กัมพูชา
9.	M's Pig	กัมพูชา

ที่มา: Argentine Beef Packers S.A., ปี 2556

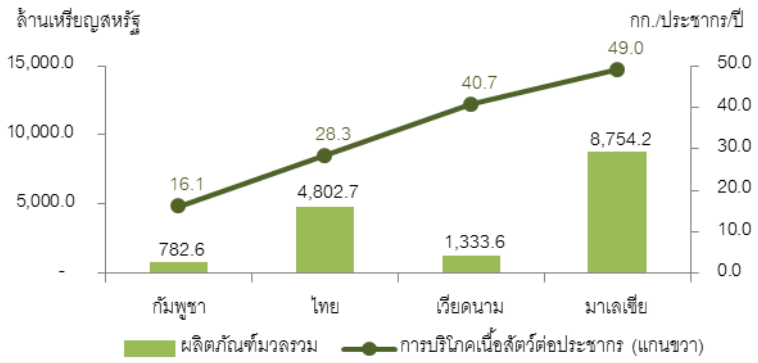
ในปี 2552 - 2557 ปริมาณการใช้อาหารสัตว์ภายในประเทศมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2552 - 2557 ประมาณร้อยละ 13.4 ซึ่งในปี 2557 มีปริมาณการใช้อาหารสัตว์ในกัมพูชาที่ประมาณการเบื้องต้น 5.0 แสนตันต่อปี และจากการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของ GDP (ภาคปศุสัตว์) (ตัวแปรหลัก) และอัตราการเติบโตของปริมาณการใช้อาหารสัตว์ระหว่างปี 2552 - 2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.5 ทั้งนี้ เพื่อประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการใช้อาหารสัตว์ในช่วงปี 2558 - 2561 ซึ่งคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตของปริมาณการใช้อาหารสัตว์ประมาณร้อยละ 15.5 - 16.5 เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโตของ GDP (ภาคปศุสัตว์) ที่คาดการณ์ข้างต้นโดย Ministry of Planning กัมพูชา

<u>ภาวะอุตสาหกรรมปศุสัตว์กัมพูชา</u>

ฟาร์มปศุสัตว์ในกัมพูชาสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทได้แก่ (1) ฟาร์มพื้นบ้าน (Smallholder) ซึ่งจะเป็นฟาร์มระบบเปิดและมีสัตว์จำนวนไม่มาก (2) ฟาร์มกึ่งพาณิชย์ (Semi - Commercial) และ (3) ฟาร์มเชิงพาณิชย์ (Commercial) โดยฟาร์มกึ่งพาณิชย์และฟาร์มเชิงพาณิชย์เพื่อการค้าจะมีการนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้ให้วิธีการเลี้ยงอย่างเป็นระบบมากขึ้นหรือเป็นการเลี้ยงแบบระบบปิด นอกจากนี้ ฟาร์มเชิงพาณิชย์มีความได้เปรียบด้านการขยายการผลิตมากกว่าฟาร์มลักษณะอื่นเนื่องจากไม่มีข้อจำกัดของเงินลงทุน อีกทั้งยังได้รับการยอมรับในด้านมาตรฐานการผลิตและผลิตภัณฑ์

อุตสาหกรรมปศุสัตว์ในกัมพูชา พบว่า ไก่ มีจำนวนการเลี้ยงมากที่สุด รองลงมา คือ วัว และสุกร ตามลำดับ แต่หากเทียบตามปริมาณการบริโภคเนื้อสัตว์บกต่อประชากรกลับพบว่าชาวกัมพูชานิยมบริโภคเนื้อสุกรมากที่สุดรองลงมาคือ วัว และไก่ตามลำดับ ในปี 2553 ชาวกัมพูชาบริโภคเนื้อสัตว์ เท่ากับ 16.1 กิโลกรัมต่อประชากร 1 คน ซึ่งมีระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน เช่น ไทย เวียดนาม และมาเลเซีย ที่มีการบริโภคเนื้อสัตว์เท่ากับ 28.3 40.7 และ 49.0 กิโลกรัมต่อประชากร 1 คน ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม การบริโภคเนื้อสัตว์ของกัมพูชามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นตามการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจ

แผนภูมิที่ 2-10 ปริมาณการบริโภคเนื้อต่อประชากรเทียบกับมูลค่าของผลิตภัณฑ์มวลรวม แต่ละประเทศ ปี 2553



ที่มา: Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries กัมพูชา, ธนาคารโลก

<u>ธุรกิจไก่</u>

ธุรกิจไก่ในกัมพูชา ผู้ผลิตส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตรายย่อยทำฟาร์มพื้นบ้านที่ไม่ได้ใช้ระบบการจัดการที่ได้มาตรฐาน ทำให้มีต้นทุนการผลิตไก่ที่สูงกว่าผู้ผลิตรายใหญ่ที่ทำฟาร์มเชิงพาณิชย์ (ผู้ประกอบการรายใหญ่ ได้แก่ CP Cambodia, Ngee Heng Master Feed และ SCF เป็นต้น[9]) อย่างไรก็ตาม ปริมาณการผลิตไก่ยังไม่เพียงต่อความต้องการบริโภคภายในประเทศจึงต้องนำเข้าจากประเทศเพื่อนบ้าน เช่น เวียดนามและไทย ซึ่งในบางครั้งการนำเข้าไก่จากประเทศเพื่อนบ้านมีปริมาณมากจนเกินไปส่งผลต่อราคาไก่หรือเนื้อไก่ภายในประเทศมีความผันผวนและส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตรายย่อยอย่างมากเนื่องจากมีความเสียเปรียบด้านต้นทุนการผลิต

การบริโภคไก่ในกัมพูชามีระดับต่ำกว่าการบริโภคเนื้อสัตว์ชนิดอื่น แต่เนื่องจากการบริโภคสัตว์ปีก (เช่น ไก่) นั้นถูกสุขภาพพลานามัยที่ดีกว่า และราคาไก่ยังมีราคาถูกกว่าเนื้อชนิดอื่นๆ จึงทำให้พฤติกรรมการบริโภคของชาวกัมพูชาหันมาบริโภคไก่เนื้อเพิ่มขึ้น ซึ่งจากการคาดการณ์ปริมาณการบริโภคไก่ของกัมพูชามีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2552 - 2557 เท่ากับร้อยละ 6.8 และในปี 2557 ปริมาณการบริโภคไก่จากประมาณการเบื้องต้น 22.8 ล้านตัว นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของ GDP (ภาคปศุสัตว์) (ตัวแปรหลัก) และอัตราการเติบโตของปริมาณการบริโภคไก่ในช่วงปี 2552 - 2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.3 ทั้งนี้ เพื่อใช้ประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการบริโภคไก่ในช่วงปี 2558 - 2561 ซึ่งปริมาณการบริโภคไก่คาดว่าจะมีอัตราการเติบโตประมาณร้อยละ 8.0 - 8.6 เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโตของ GDP (ภาคปศุสัตว์) ที่คาดการณ์ข้างต้นโดย Ministry of Planning กัมพูชา

<u>ธุรกิจสุกร</u>

ธุรกิจสุกรในกัมพูชา ผู้ผลิตสุกรประกอบด้วยผู้ผลิตรายย่อยที่มีจำนวนมากและผู้ผลิตรายใหญ่ (เช่น CP Cambodia, Mong Rethy, BVB และ Betagro เป็นต้น) ในปี 2554 การผลิตสุกรประสบปัญหาจากแพร่ระบาดโรคไข้หวัดสุกรหรือโรคพีอาร์อาร์เอส ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตสุกรเป็นอย่างมากโดยเฉพาะกับผู้ผลิตรายย่อยที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก ทำให้ปริมาณการผลิตสุกรของผู้ผลิตรายย่อยลดลงในช่วง 3 - 4 ปีที่ผ่านมา ขณะที่ผู้ผลิตรายใหญ่ที่มีความ

[9] *ที่มา: Meat Trade Daily News*

ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการผลิตและมาตรฐาน มีการเพิ่มการผลิตอย่างต่อเนื่องตามการบริโภคที่เพิ่มขึ้นและชดเชยปริมาณการผลิตของผู้ผลิตรายย่อยที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ปริมาณการผลิตสุกรยังไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภคภายในประเทศ ซึ่งข้อมูลจาก Cambodian Pig Raising Association พบว่า กัมพูชามีการนำเข้าสุกรจากประเทศเพื่อนบ้าน (เช่น ไทย และ เวียดนาม) ประมาณ 1,000 ตัวต่อวันในปี 2557

ปัจจุบันการบริโภคเนื้อสุกรยังคงเป็นเนื้อสัตว์ที่ชาวกัมพูชานิยมบริโภคมากที่สุดเมื่อเทียบกับเนื้อสัตว์บกชนิดอื่น และจากการคาดการณ์ปริมาณการบริโภคสุกรของกัมพูชามีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2552 - 2557 เท่ากับร้อยละ 5.0 และในปี 2557 ปริมาณการบริโภคสุกรประมาณการเบื้องต้น 2.0 ล้านตัว นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของ GDP (ภาคปศุสัตว์) (ตัวแปรหลัก) และอัตราการเติบโตของปริมาณการบริโภคสุกรในช่วงปี 2552 - 2557 จะมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.9 ทั้งนี้ เพื่อใช้ประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการบริโภคสุกรในช่วงปี 2558 - 2561 ซึ่งปริมาณการบริโภคสุกรคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตประมาณร้อยละ 5.8 - 6.2 เมื่อเทียบกับอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ที่คาดการณ์ข้างต้นโดย Ministry of Planning, กัมพูชา

2.5. มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน เกณฑ์ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าสิ่งตอบแทนและเงื่อนไขการชำระเงิน

การเข้าซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้เป็นการเจรจาต่อรองระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายเช่นเดียวกันกับการทำรายการกับบุคคลภายนอก (Arm's Length Negotiation) โดยอ้างอิงจากการประเมินมูลค่าของที่ปรึกษาทางการเงินของ CPF ซึ่งประเมินด้วยวิธีต่างๆ ตามหลักสากล ได้แก่ อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price-to-Earnings Ratio) อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรจากการดำเนินงานก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ยและภาษี (EV-to-EBITDA Ratio) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price-to-Book Ratio) และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow Approach (DCF))

2.6. ขนาดของรายการ

2.6.1. รายการการได้มาซึ่งสินทรัพย์

การลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC นั้นถือว่าเป็นการได้มาซึ่งกิจการทั้งหมดของ CPC จากเดิมที่ CPFI ถือหุ้นสามัญในสัดส่วนร้อยละ 25.0 เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของทุนเรียกชำระ 67,402,000.0 เหรียญสหรัฐ ซึ่งนับเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามประกาศคณะกรรมการตลาดทุนที่ ทจ. 20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน ลงวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ 2551 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) และประกาศตลาดหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) โดยเมื่อคำนวณตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ปรากฏว่าขนาดของรายการมีมูลค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 4.3 (คำนวณ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557)

สรุปข้อมูลงบการเงิน ปี 2557 (หน่วย: พันล้านบาท)

รายการ	CPF	CPC
สินทรัพย์รวม	416.8	4.6
สินทรัพย์ไม่มีตัวตน	65.4	-
หนี้สินรวม	252.8	2.0
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	46.4	0.1
สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ	52.1	2.5
กำไรสุทธิ	13.0	0.7

หมายเหตุ: 1/ ที่ปรึกษาใช้งบการเงินรวมของ CPF ในการคำนวณขนาดรายการ ทั้งนี้เพื่อให้สะท้อนถึงผลการดำเนินงานและสถานะทางการเงินของกลุ่มบริษัท CPF ซึ่งรวมถึงตัวเลขทางการเงินของ CPFI ซึ่งเป็นบริษัทย่อยและถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของทุนเรียกชำระโดย CPF

2/ ตัวเลขที่ใช้คำนวณข้างต้นมาจากงบการเงินรวมของแต่ละบริษัท

3/ ที่ปรึกษาได้คำนวณการเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการของ CPC ให้เป็นเงินสกุลบาท เพื่อประโยชน์ในการคำนวณเปรียบเทียบขนาดรายการ ซึ่ง ณ สิ้นปี 2557 อัตราแลกเปลี่ยนจากเรียล (KHR) เป็นบาท เฉลี่ยเท่ากับ 123.46 เรียลต่อบาท (ที่มา ธปท.)

4/ CPF ไม่มีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมานับจากวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 (ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติเห็นชอบให้นำเสนอการเข้าทำรายการในครั้งนี้ต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้น)

การคำนวณขนาดของรายการการได้มาซึ่งสินทรัพย์

เกณฑ์การคำนวณขนาดรายการ	ขนาดรายการ
เกณฑ์ NTA	ร้อยละ 3.6
เกณฑ์กำไรสุทธิ	ร้อยละ 4.3
เกณฑ์มูลค่ารวมสิ่งตอบแทน	ร้อยละ 0.7
เกณฑ์มูลค่าของหลักทรัพย์	ขนาดรายการไม่สามารถคำนวณได้ เนื่องจาก ไม่มีการออกหุ้นสามัญใหม่เพื่อชำระค่าหุ้นสามัญของCPC

หมายเหตุ: 1/ เนื่องจากการเข้าลงทุนใน CPC ครั้งนี้เป็นการเข้าซื้อหุ้นสามัญร้อยละ 75.0 ของทุนเรียกชำระ การคำนวณมูลค่ารายการของ CPC จึงคำนวณมูลค่าเท่ากับร้อยละ 75.0 ของมูลค่าแต่ละรายการ

2.6.2. รายการที่เกี่ยวโยงกัน

นอกเหนือจากการลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC เป็นรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามที่กล่าวข้างต้น แต่เนื่องจากเป็นการเข้าทำรายการซื้อขายหุ้น CPC กับ OSIL ซึ่งมี CPG ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทางอ้อมรายเดียวกัน ดังนั้น จึงเข้าข่ายการเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามประกาศของคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 21/2551 เรื่อง หลักเกณฑ์ในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกัน ลงวันที่ 31 สิงหาคม พ.ศ 2551 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม) และตามประกาศของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ บจ./ป 22-01 เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวโยงกัน พ.ศ. 2546 ลงวันที่ 19 พฤศจิกายน พ.ศ. 2546 ซึ่งขนาดของรายการเท่ากับ

2,850.0 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 5.5[10] ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ บริษัทฯ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งมีมูลค่ามากกว่า 20,000,000.0 บาทและมากกว่าร้อยละ 3.0 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้การเข้าทำรายการดังกล่าวถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดของรายการสูงสุดเท่ากับร้อยละ 4.3 (ตามเกณฑ์กำไรสุทธิ) ก็ตาม แต่เนื่องจากเป็นการเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันและมีขนาดของรายการเท่ากับร้อยละ 5.5 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทฯ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งเป็นขนาดของรายการที่สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนดไว้ตามข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น การเข้าซื้อหุ้นสามัญของ CPC ในครั้งนี้จะดำเนินการได้ก็ต่อเมื่อได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้นของ CPF ด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย

2.7. แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการเข้าทำรายการ

การลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC ในครั้งนี้ CPFI จะลงทุนซื้อหุ้นสามัญจำนวน 10,050 หุ้น ในราคาซื้อขายเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท (โดยประมาณ) โดยการชำระค่าหุ้นด้วยเงินจากกระแสเงินสดของภายในกลุ่ม CPF ซึ่ง ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 CPF มีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดสุทธิเท่ากับ 31,923.6 ล้านบาท (งบการเงินรวม)

2.8. เงื่อนไขในการเข้าทำรายการ

CPFI และ OSIL ตกลงให้มีการชำระค่าหุ้นสามัญของ CPC ซึ่งมีมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท ด้วยเงินสกุลเหรียญสหรัฐฯ ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น และ OSIL จะส่งมอบหุ้นสามัญของ CPC จำนวน 10,050 หุ้นให้แก่ CPFI ภายในไตรมาสที่ 2 ของปี 2558 (โดยประมาณ) ทั้งนี้ การเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC จะดำเนินการได้ต่อเมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของ CPF ด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนนโดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ซึ่ง CPF จะจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558

---

[10] *CPF ไม่มีการทำรายการใดๆ กับบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการในครั้งนี้ (ซึ่งหมายถึง OSIL และ/หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับ OSIL) ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมานับจากวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 (ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติเห็นชอบให้นำเสนอการเข้าทำรายการในครั้งนี้ต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้น)*

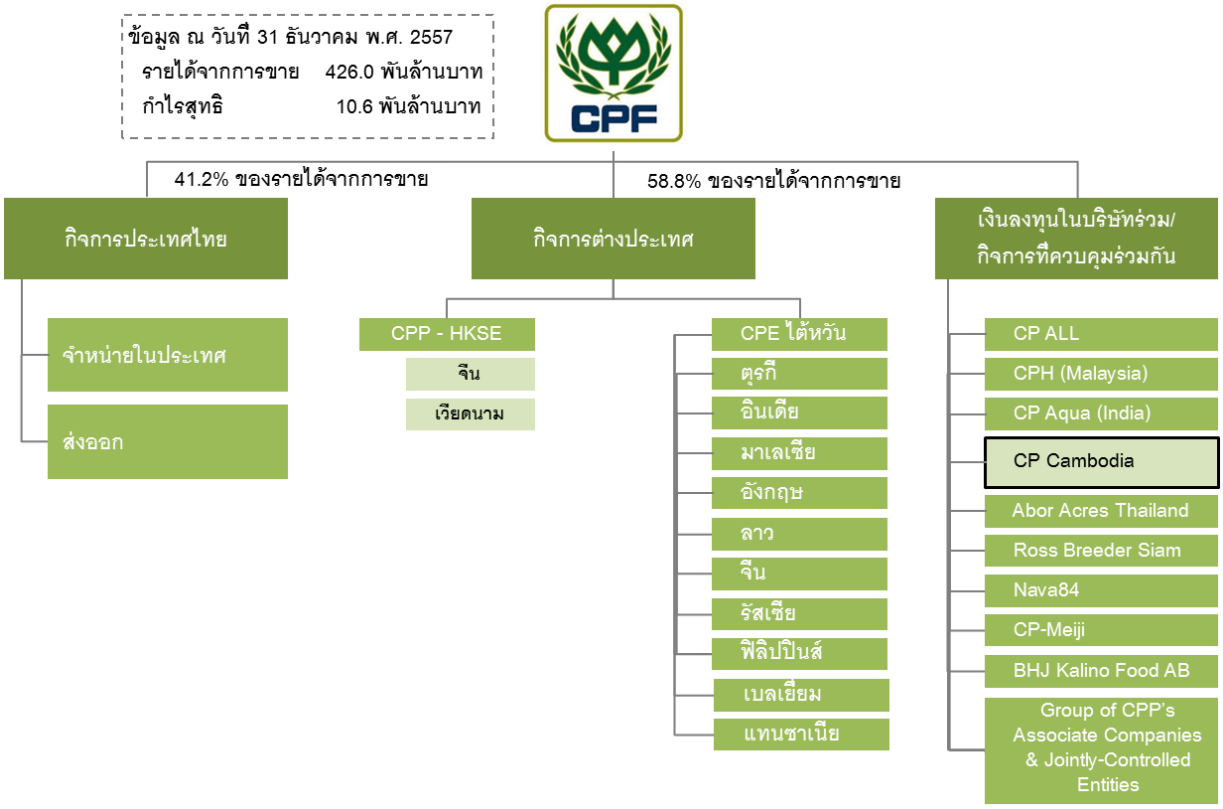
3. ข้อมูลโดยสรุปของบริษัทฯ

3.1. ลักษณะการประกอบธุรกิจ

กลุ่ม CPF ประกอบธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารแบบครบวงจร ประกอบด้วย (1) ธุรกิจอาหารสัตว์ (Feed) ได้แก่ การผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ (2) ธุรกิจการเลี้ยงสัตว์ (Farm) ได้แก่ การเพาะพันธุ์สัตว์ การเลี้ยงสัตว์เพื่อค้า และการแปรรูปเนื้อสัตว์ขั้นพื้นฐาน (3) ธุรกิจอาหาร (Food) ได้แก่ การผลิตเนื้อสัตว์แปรรูปกึ่งปรุงสุกและปรุงสุก และการผลิตสินค้าอาหารพร้อมรับประทานภายใต้ตราสินค้า CP และตราสินค้าของลูกค้าเพื่อจำหน่ายภายในประเทศไทยและเพื่อการส่งออก โดยกลุ่ม CPF มีสำนักงานตัวแทนจำหน่ายสินค้าใน 18 ประเทศทั่วโลก และ (4) ธุรกิจค้าปลีกและร้านอาหาร (Retail & Food Outlets) ได้แก่ การขยายช่องทางจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของกลุ่ม CPF ในรูปแบบร้านค้าปลีกและร้านอาหาร

กิจการของกลุ่ม CPF มีขอบเขตในการดำเนินธุรกิจตามแผนภูมิที่แสดงด้านล่าง

แผนภูมิที่ 3-1 โครงสร้างกลุ่มธุรกิจ CPF

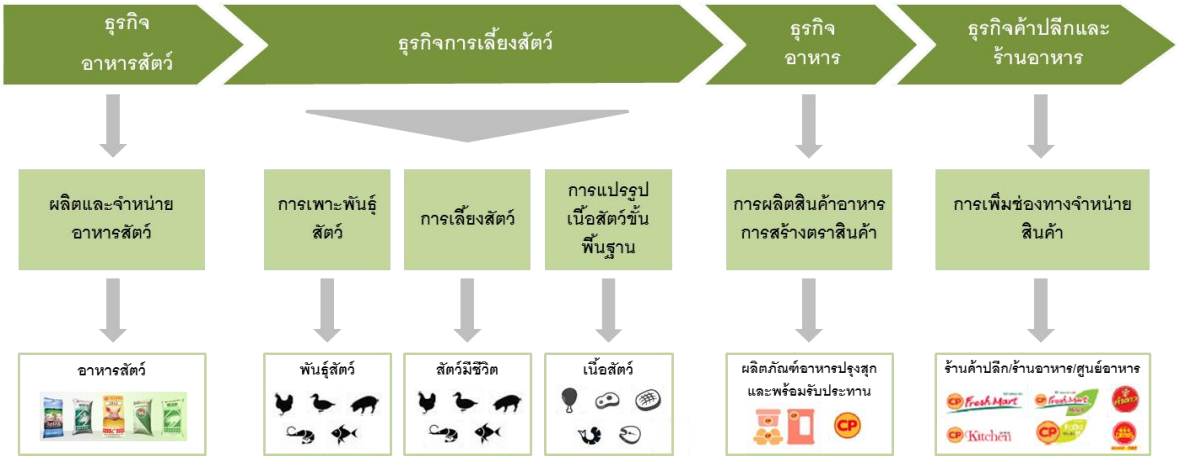


3.1.1. กิจการประเทศไทย (Thailand Operations)

เป็นการประกอบธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจรเพื่อจำหน่ายในประเทศและเพื่อส่งออกผลิตภัณฑ์ เนื้อสัตว์ เนื้อสัตว์แปรรูป และอาหารพร้อมรับประทานภายใต้ตราสินค้า CP และตราสินค้าของลูกค้า โดยจำหน่ายครอบคลุมประมาณ 40 ประเทศ ใน 5 ทวีปทั่วโลก

การดำเนินธุรกิจของ CPF ในประเทศไทยครอบคลุมประเภทของสัตว์บกและสัตว์น้ำ โดยมีสัตว์ประเภทหลัก ได้แก่ สุกร ไก่เนื้อ ไก่ไข่ เป็ด กุ้ง และปลา ซึ่งมีกระบวนการผลิตครบวงจร ตั้งแต่การผลิตอาหารสัตว์ การเพาะพันธุ์

สัตว์ การเลี้ยงสัตว์เพื่อการค้า การแปรรูปเนื้อสัตว์ขั้นพื้นฐาน การผลิตเนื้อสัตว์แปรรูปกึ่งปรุงสุกและปรุงสุก การผลิตผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปหรือผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทาน รวมถึงการดำเนินธุรกิจค้าปลีกและร้านอาหาร



3.1.2. กิจการต่างประเทศ (International Operations)

กลุ่ม CPF ขยายฐานการผลิตไปยังต่างประเทศโดยมีความมุ่งมั่นที่จะนำความเชี่ยวชาญในธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารแบบครบวงจรและเทคโนโลยีที่ทันสมัยของกิจการประเทศไทยไปประยุกต์ใช้ในประเทศที่มีศักยภาพในการพัฒนามาตรฐานการเลี้ยงสัตว์และพัฒนาประสิทธิภาพธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมเชิงพาณิชย์

3.1.3. โครงสร้างรายได้

	ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1. กิจการประเทศไทย						
ธุรกิจอาหารสัตว์[1/]	56,815	15.2	51,243	12.8	51,850	12.0
ธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสัตว์[2/]	61,600	16.4	69,922	17.5	79,212	18.3
ธุรกิจอาหาร[3/]	41,009	10.9	43,177	10.8	44,212	10.2
รวมรายได้จากกิจการประเทศไทย	**159,424**	**42.5**	**164,342**	**41.1**	**175,274**	**40.5**
2. กิจการต่างประเทศ						
ธุรกิจอาหารสัตว์[4/]	148,321	39.6	164.348	41.1	173,448	40.0
ธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสัตว์[5/]	45,679	12.2	55,583	13.9	70,036	16.2
ธุรกิจอาหาร[6/]	3,751	1.0	4,978	1.2	7,281	1.6
รวมรายได้จากกิจการต่างประเทศ	**197,751**	**52.8**	**224,909**	**56.3**	**250,765**	**57.8**
รายได้อื่น	**17,679**	**4.7**	**10,326**	**2.6**	**7,463**	**1.7**
รายได้รวม	**374,853**	**100.0**	**399,577**	**100.0**	**433,502**	**100.0**

หมายเหตุ 1/ ดำเนินงานโดย CPF, BKP, CPM, CPFT, CPF PM และ CPFTH (ก่อนวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555 เป็นการดำเนินการโดย CPNE, BAP, BFP,BPF, RBF, CPF FOOD, CPIN, IPF และ CPAI ซึ่งได้ควบเข้ากันเป็น CPFTH เมื่อวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555), CPFP และ CP LAOS

2/ ดำเนินงานโดย CPF, BKP, CPM, CPFT, CHESTER และ CPFTH (ก่อนวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555 เป็นการดำเนินการโดย CPNE, BAP, BFP, BPF, RBF CPF FOOD, CPIN และ CPAI ซึ่งได้ควบเข้ากันเป็น CPFTH เมื่อวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555), CPF PRODUCTS, CPFP, CPFFT, CPF EU, CPF UK, CPF TK, CPF DM, CPS และ CPF OVERSEAS

3/ ดำเนินงานโดย CPF, BKP, CPM, CPFT, CHESTER และ CPFTH (ก่อนวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555 เป็นการดำเนินการโดย CPNE, BAP, BFP, BPF, RBF CPF FOOD, CPIN และ CPAI ซึ่งได้ควบเข้ากันเป็น CPFTH เมื่อวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2555), CPF PRODUCTS, CPFP, CPE, CPFT, CPF EU, CPF UK, CPF TK, CPF DM, CP LAOS, CPS และ CPF OVERSEAS

4/ ดำเนินงานโดย CPB, CPH, SFM, AA, CPFP, CPE, CPF OVERSEAS, CP LAOS, CP INDIA, CPFTZ, CPS และ CPP

5/ ดำเนินงานโดย CPF PRODUCTS, CPB, CPH, CPD, CPFP, CPE, SFM, AA, MJSB, CPFFT, CPF EU, CPF UK, CPF TK, CPF DM, CPF OVERSEAS, CPF LAOS, CP INDIA, CPF TZ และ CPP

6/ ดำเนินงานโดย CPF PRODUCTS, CPB, CPD, CPE, AA, MJSB, CPF UK, CPF TK, CPF DM, CP LAOS, CP INDIA, CPS และ CPP

3.2. การถือหุ้น

3.2.1. ทุนจดทะเบียน

ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 CPF มีทุนจดทะเบียนและเรียกชำระเท่ากับ 7,742,941,932.0 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 7,742,941,932 หุ้น มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ละ 1.0 บาท

3.2.2. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่

รายชื่อผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกของ CPF ณ วันปิดสมุดทะเบียนเมื่อ วันที่ 13 มีนาคม พ.ศ. 2558 เป็นดังต่อไปนี้

	ผู้ถือหุ้น	จำนวนหุ้น (หุ้น)	สัดส่วนการถือหุ้น (ร้อยละ)
1.	กลุ่ม CPG[1/] ประกอบด้วย	3,384,866,001	44.3
	1.1 บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด[2/]	*1,935,815,835*	*25.0*
	1.2 บริษัท เจริญโภคภัณฑ์โฮลดิ้ง จำกัด[3/]	*889,229,566*	*11.5*
	1.3 Orient Success International Limited[4/]	*205,000,000*	*2.6*
	1.4 Worth Access Trading Limited[4/]	*45,331,200*	*0.6*
	1.5 บริษัท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)[5/]	*207,935,600*	*2.7*
	1.6 บริษัท กรุงเทพโปรดิ๊วส จำกัด (มหาชน)[6/]	*82,885,000*	*1.1*
	1.7 Plenty Type Ltd.[7/]	*64,000,000*	*0.8*
2.	บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด[8/]	*509,174,855*	6.6
3.	THE BANK OF NEW YORK (NOMINEES) LIMITED[9/]	*250,956,321*	3.2
4.	สำนักงานประกันสังคม (2 กรณี)[10/]	*137,527,000*	1.8
5.	STATE STREET BANK EUROPE LIMITED[11/]	*128,756,870*	1.7
6.	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY[11/]	*113,190,758*	1.5
7.	นางสาววลัยพร จิรภูมิมินทร์	*108,300,000*	1.4
8.	HSBC (SINGAPORE) NOMINEES PTE LTD.[9/]	*88,039,478*	1.1
9.	นายปริญญา เธียรวร	*84,500,000*	1.1
10.	GIC PRIVATE LIMITED - C[12/]	*81,111,500*	1.0
	รวม	4,931,753,983	63.7

หมายเหตุ 1/ กลุ่มรายงานตามมาตรา 246 และมาตรา 247 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 (รวมทั้งที่มีการแก้ไขเพิ่มเติม)

2/ ประกอบกิจการลงทุน นำเข้า และจำหน่ายเคมีภัณฑ์ และให้บริการด้านเทคนิควิชาการ มีกลุ่มครอบครัวเจียรวนนท์เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยผู้ถือหุ้น 10 รายแรกของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด ("CPG") ได้แก่ นายสุเมธ เจียรวนนท์ ร้อยละ 13.0 นายธนินท์ เจียรวนนท์ ร้อยละ

13.0 นายจรัญ เจียรวนนท์ ร้อยละ 12.8 นายมนตรี เจียรวนนท์ ร้อยละ 12.6 นายเกียรติ์ เจียรวนนท์ ร้อยละ 5.8 นายพงษ์เทพ เจียรวนนท์ ร้อยละ 3.7 และนางยุพา เจียรวนนท์ นายประทีป เจียรวนนท์ นางภัทนีย์ เล็กศรีสมพงษ์ นายวัชรชัย เจียรวนนท์ นายมนู เจียรวนนท์ และนายมนัส เจียรวนนท์ ถือหุ้นรายละร้อยละ 3.6

3/ ประกอบกิจการลงทุน โดยเป็นบริษัทย่อยทางตรงของ CPG

4/ ประกอบกิจการลงทุน โดยเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPG

5/ ประกอบกิจการเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารครบวงจร โดยเป็นบริษัทย่อยทางตรงของ CPF

6/ ประกอบกิจการซื้อและขายวัตถุดิบอาหารสัตว์ โดยเป็นบริษัทย่อยทางตรงของ CPF

7/ ประกอบกิจการลงทุน โดยเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF

8/ บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ที่อยู่ที่ติดต่อได้ 62 อาคารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถนนรัชดาภิเษก แขวงคลองเตย เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110

9/ บริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ ที่อยู่ที่ติดต่อได้ เลขที่ 968 อาคารเอช เอส บี ซี ชั้น 5 ถ. พระราม 4 เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

10/ หน่วยงานราชการไทย ที่อยู่ที่ติดต่อได้ บมจ.ธ.ไทยพาณิชย์ สายปฏิบัติการธุรกรรมการเงินและหลักทรัพย์ (ทีมควบคุมหลักทรัพย์) 1060 อาคาร 2 ชั้น 3 ถ.เพชรบุรี มักกะสัน เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400

11/ บริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ ที่อยู่ที่ติดต่อได้ ธนาคารสแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด (ไทย) จำกัด (มหาชน) SECURITIES SERVICES โซนบี อาคารสาทรนคร ชั้น 14 ถนนสาทรเหนือ สีลม 10500 กรุงเทพฯ

12/ บริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ ที่อยู่ที่ติดต่อได้ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ฝ่ายหลักทรัพย์บริการ ชั้น 1 ตึกตรีทิพย์ แขวงสีลม เขตบางรัก 10500 กรุงเทพฯ

ทั้งนี้ กลุ่ม CPG มิได้เป็นผู้ถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายที่ 2 – 6, 8 และ 10

3.3. การจัดการ

3.3.1. คณะกรรมการบริษัทฯ

ณ วันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2558 คณะกรรมการของบริษัทประกอบด้วยกรรมการจำนวน 15 คน ดังนี้

ชื่อ		นามสกุล	ตำแหน่ง
1.	นายธนินท์	เจียรวนนท์	ประธานกรรมการ
2.	นายประเสริฐ	พุ่งกุมาร	รองประธานกรรมการ
3.	นายมิน	เธียรวร	รองประธานกรรมการ
4.	นายชิงชัย	โลหะวัฒนะกุล	รองประธานกรรมการ
5.	นายอาสา	สารสิน	รองประธานกรรมการ
6.	นายอดิเรก	ศรีประทักษ์	รองประธานกรรมการ
7.	ศ.นพ.อรรถสิทธิ์	เวชชาชีวะ	กรรมการ[1/]
8.	ศ.กิตติคุณ สุภาพรรณ	รัตนาภรณ์	กรรมการ[1/]
9.	ดร.ชัยวัฒน์	วิบูลย์สวัสดิ์	กรรมการ[1/]
10.	ศ.ดร.พงษ์ศักดิ์	อังกสิทธิ์	กรรมการ[1/]
11.	นายพงษ์เทพ	เจียรวนนท์	กรรมการ
12.	ดร.วีรวัฒน์	กาญจนดุล	กรรมการ
13.	นายพงษ์	วิเศษไพฑูรย์	กรรมการ
14.	นายสุนทร	อรุณานนท์ชัย	กรรมการ
15.	นางอรุณี	วัชรานานันท์	กรรมการ

หมายเหตุ 1/ กรรมการอิสระ

3.4. ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระทำการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของ CPF ปี 2555 – 2557 ซึ่งเป็นงบการเงินรวมที่ผ่านการตรวจสอบโดย บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี จำกัด

3.4.1. สรุปรายการสำคัญในงบการเงิน

<u>งบแสดงผลการดำเนินงาน</u>

(1) งบกำไรขาดทุนรวมของ CPF และบริษัทย่อย (งบรวม)

	ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
รายได้จากการขาย	357,175.2	95.3%	389,251.0	97.4%	426,039.4	98.3%
กำไรจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนในบริษัทร่วม	8,673.4	2.3%	-	-	-	-
กำไรจากการขายเงินลงทุน	6,008.9	1.6%	8,218.5	2.1%	4,662.3	1.1%
รายได้อื่น	2,995.4	0.8%	2,107.5	0.5%	2,800.3	0.6%
รวมรายได้	**374,852.9**	**100.0%**	**399,577.1**	**100.0%**	**433,502.0**	**100.0%**
ต้นทุนขาย	315,837.8	84.3%	350,393.9	87.7%	368,759.7	85.1%
กำไร (ขาดทุน) จากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ชีวภาพ	(229.3)	(0.1%)	(523.7)	(0.1%)	(337.9)	(0.1%)
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	33,260.0	8.9%	36,962.9	9.3%	42,837.2	9.9%
ต้นทุนทางการเงิน	6,377.5	1.7%	7,937.4	2.0%	8,880.1	2.0%
อื่นๆ	51.6	0.0%	218.7	0.1%	352.9	0.1%
รวมค่าใช้จ่าย	**355,297.6**	**94.8%**	**394,989.2**	**98.9%**	**420,491.9**	**97.0%**
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมและกิจการที่ควบคุมร่วมกัน	4,138.4	1.1%	4,947.5	1.2%	4,868.7	1.1%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	**23,693.7**	**6.3%**	**9,535.4**	**2.4%**	**17,878.8**	**4.1%**
ภาษีเงินได้	2,674.7	0.7%	133.4	0.0%	3,649.4	0.8%
กำไรสุทธิ	**21,019.0**	**5.6%**	**9,401.9**	**2.4%**	**14,229.4**	**3.3%**
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	2,229.1	0.6%	2,336.7	0.6%	3,667.7	0.8%
กำไรสำหรับปีส่วนที่เป็นของบริษัทใหญ่	**18,789.9**	**5.0%**	**7,065.2**	**1.8%**	**10,561.7**	**2.4%**

(2) งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จรวมของ CPF และบริษัทย่อย (งบรวม)

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
	ล้านบาท	ล้านบาท	ล้านบาท
กำไรสำหรับปี	21,019.0	9,401.9	14,229.4
กำไร(ขาดทุน) เบ็ดเสร็จอื่น-สุทธิภาษีเงินได้	**5,339.2**	**5,292.6**	**(1,258.2)**
กำไรเบ็ดเสร็จรวมสำหรับปี	26,358.2	14,694.5	12,971.2
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(2,439.2)	(3,595.9)	(4,102.0)
กำไรเบ็ดเสร็จรวมส่วนที่เป็นของบริษัทใหญ่	**23,919.0**	**11,098.6**	**8,869.2**

งบกระแสเงินสด (งบรวม)

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
	ล้านบาท	ล้านบาท	ล้านบาท
เงินสดสุทธิได้มาจากกิจกรรมดำเนินงาน	529.0	9,451.6	23,185.2
เงินสดสุทธิใช้ไปในกิจกรรมลงทุน	-59,493.9	-24,221.7	-33,163.7
เงินสดสุทธิได้มาจากกิจกรรมจัดหาเงิน	46,449.1	17,792.0	23,533.2
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	-12,515.8	3,021.9	13,554.7
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ วันต้นปี	23,993.0	12,250.3	17,180.3
ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนของยอดคงเหลือที่เป็นเงินตราต่างประเทศ	773.1	1,908.0	1,188.6
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ สิ้นปี	**12,250.3**	**17,180.3**	**31,923.6**

งบแสดงฐานะทางการเงิน (งบรวม)

	31 ธ.ค. 2555		31 ธ.ค. 2556		31 ธ.ค. 2557	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
สินทรัพย์						
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	12,258.4	3.9%	19,457.3	5.3%	33,551.6	8.1%
เงินลงทุนชั่วคราว	-	-	3,143.1	0.9%	5,768.8	1.4%
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	23,279.2	7.5%	24,240.4	6.6%	24,953.3	6.0%
สินค้าคงเหลือ	48,333.8	15.6%	48,469.1	13.3%	49,036.0	11.8%
สินทรัพย์ชีวภาพส่วนที่หมุนเวียน	19,299.8	6.2%	22,425.2	6.1%	24,377.6	5.8%
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	6,030.3	1.9%	6,508.3	1.8%	8,566.2	2.1%
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	**109,201.4**	**35.2%**	**124,243.5**	**34.0%**	**146,253.4**	**35.1%**
เงินลงทุนระยะยาว	38,031.0	12.2%	49,597.7	13.6%	62,012.5	14.9%
อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน	1,484.4	0.5%	1,930.0	0.5%	1,168.7	0.3%
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	90,812.3	29.2%	110,930.8	30.4%	124,460.8	29.9%
สินทรัพย์ชีวภาพส่วนที่ไม่หมุนเวียน	5,199.7	1.7%	5,179.7	1.4%	5,595.0	1.3%

	31 ธ.ค. 2555		31 ธ.ค. 2556		31 ธ.ค. 2557	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
ค่าความนิยม	54,791.5	17.6%	59,293.5	16.2%	60,698.5	14.6%
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	11,023.8	3.5%	13,827.9	3.8%	16,574.8	4.0%
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	**201,342.8**	**64.8%**	**240,759.6**	**66.0%**	**270,510.4**	**64.9%**
รวมสินทรัพย์	**310,544.3**	**100.0%**	**365,003.1**	**100.0%**	**416,763.9**	**100.0%**
หนี้สิน						
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	47,660.1	15.3%	61,861.2	16.9%	63,686.6	15.3%
ตั๋วแลกเงิน	4,951.2	1.6%	3,477.5	1.0%	1,988.8	0.5%
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	20,619.8	6.6%	21,887.7	6.0%	25,632.1	6.2%
หนี้สินระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายในหนึ่งปี	9,305.8	3.0%	11,517.2	3.2%	13,432.4	3.2%
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	12,681.3	4.1%	16,258.0	4.5%	18,544.8	4.4%
รวมหนี้สินหมุนเวียน	**95,218.2**	**30.7%**	**115,001.5**	**31.5%**	**123,284.7**	**29.6%**
หนี้สินระยะยาว	84,065.8	27.1%	109,175.6	29.9%	116,425.5	27.9%
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	10,479.5	3.4%	11,253.5	3.1%	13,087.4	3.1%
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	**94,545.3**	**30.4%**	**120,429.1**	**33.0%**	**129,512.9**	**31.1%**
รวมหนี้สิน	**189,763.5**	**61.1%**	**235,430.5**	**64.5%**	**252,797.6**	**60.7%**
รวมส่วนของผู้ถือหุ้น	**120,780.8**	**38.9%**	**129,572.6**	**35.5%**	**163,966.3**	**39.3%**
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**310,544.3**	**100.0%**	**365,003.1**	**100.0%**	**416,763.9**	**100.0%**

อัตราส่วนสำคัญทางการเงิน

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนสภาพคล่อง			
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.15	1.08	1.19
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.37	0.41	0.52
ระยะเวลาการเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	20	23	21
ระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	11	12	13
ระยะเวลาการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	18	22	23
Cash Cycle (วัน)	13	13	11
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร			
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	11.6%	10.0%	13.4%
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	8.4%	4.5%	6.3%
อัตรากำไรสุทธิ (ร้อยละ)	5.0%	1.7%	2.4%
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	20.0%	5.6%	7.2%

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน			
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ถาวร (ร้อยละ)	35.4%	14.5%	16.6%
อัตราการหมุนของสินทรัพย์ (เท่า)	1.61	1.20	1.12
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน			
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.57	1.82	1.54
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (เท่า)	0.08	1.25	2.89
อัตราส่วนความสามารถในการชำระภาระผูกพัน (เท่า)	0.01	0.14	0.32
อัตราการจ่ายปันผล (ร้อยละ)	105.8%	56.3%	65.0%

3.4.2. คำอธิบายผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน

ในระหว่างปี 2557 มีเหตุการณ์สำคัญที่มีผลกระทบต่อการจัดทำและนำเสนองบการเงินรวมสำหรับสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ดังนี้

(1) การรวมกิจการโดยการซื้อหุ้น

ในระหว่างปี 2557 CPF ได้เข้าซื้อหุ้นในบริษัท 3 แห่ง ได้แก่ (1) Tops Foods NV (“Tops Foods”) (2) Hefei Chia Tai Co., Ltd. (“HCT”) และ (3) Kaifeng Chia Tai Co., Ltd. (“Kaifeng”) CPF ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมในบริษัททั้ง 3 แห่ง ณ วันที่ซื้อ เท่ากับร้อยละ 80.0 ร้อยละ 74.6 และร้อยละ 74.2 ตามลำดับ ซึ่งมีผลทำให้บริษัททั้งสามแห่งดังกล่าวเป็นบริษัทย่อยแห่งใหม่ของ CPF และในการจัดทำงบการเงินรวมสำหรับปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ได้รวมงบการเงินของบริษัททั้ง 3 แห่ง ไว้ด้วย โดย CPF ได้ถือปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 3 (ปรับปรุง 2555) เรื่อง การรวมธุรกิจในการรับรู้รายการดังกล่าว และได้เปิดเผยไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ข้อ 5 การรวมธุรกิจโดยการซื้อและการจำหน่ายส่วนได้เสียบางส่วนในบริษัทย่อย

การเข้าซื้อหุ้นในบริษัททั้งสามแห่งดังกล่าวส่งผลให้ ณ วันที่ซื้อ CPF มีสินทรัพย์ที่ได้มาและหนี้สินที่รับมาตามมูลค่ายุติธรรมดังนี้

(1.1) การซื้อหุ้นใน Tops Foods NV

	ล้านบาท
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	8
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	58
สินค้าคงเหลือ	57
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	8
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	618

สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น	17
เงินกู้ยืม	(233)
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	(53)
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	(20)
หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี	(121)
สินทรัพย์สุทธิ	**339**
หัก ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(68)
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม	**271**
ค่าความนิยม	145
สิ่งตอบแทนที่โอนให้	**416**

การซื้อหุ้นใน Tops Foods ทำให้ CPF ได้รับประโยชน์จากการมีเทคโนโลยีในการผลิตอาหารที่ทันสมัยและได้มาตรฐานซึ่งจะเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพและเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของกลุ่ม CPF และจะเป็นการขยายฐานการผลิตอาหารพร้อมรับประทานไปยังทวีปยุโรป

(1.2) การซื้อหุ้นใน Heifei Chia Tai Co., Ltd. (“HCT”) และ Kaifeng Chai Tai Co., Ltd. (“Kaifeng”)

	ล้านบาท	
	HCT	Kaifeng
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	12	55
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	21	107
สินค้าคงเหลือ	142	251
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	106	81
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	156	185
สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่น	658	656
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	89	218
เงินกู้ยืม	-	(260)
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	(79)	(58)
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	(234)	(196)
หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี	(197)	(205)
สินทรัพย์สุทธิ	**674**	**834**
ค่าความนิยม	499	781
สิ่งตอบแทนที่โอนให้	**1,173**	**1,615**

ทั้งนี้ การซื้อหุ้นใน HCT และ Kaifeng จะช่วยเสริมการเป็นผู้นำด้านธุรกิจอาหารสัตว์ของ CPF ในประเทศจีนให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น

(2) **การขายเงินลงทุนในบริษัท** C.P. Pokphand Co., Ltd. (“CPP”) **โดยอำนาจการควบคุมไม่เปลี่ยนแปลง**

ในระหว่างไตรมาสที่ 3 ปี 2557 CPF ได้ขายเงินลงทุนในหุ้นสามัญของ CPP จำนวนรวมทั้งสิ้น 6,017,959,308 หุ้น (คิดเป็นร้อยละ 25.0 ของหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่ายแล้วของ CPP หรือร้อยละ 23.8 ของหุ้นทั้งหมดที่ออกจำหน่ายแล้วของ CPP) ให้แก่ ITOCHU Corporation ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว ที่มูลค่าหุ้นละ 1.1 ดอลล่าร์ฮ่องกง ในราคารวมทั้งสิ้น 6,620.0 ล้านดอลล่าร์ฮ่องกง หรือประมาณ 27,258.0 ล้านบาท ภายหลังการเข้าทำรายการดังกล่าวทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของ CPF ใน CPP คงเหลือร้อยละ 50.4 ของหุ้นทั้งหมดที่ออกจำหน่ายแล้วของ CPP (หรือคิดเป็นร้อยละ 47.8 ของหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่ายแล้วของ CPP) และทำให้ส่วนได้เสียของบริษัทใน CPP ลดลงเป็นจำนวนเงิน 24,309.0 ล้านบาทและส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมเพิ่มขึ้นในจำนวนเดียวกัน และกำไรที่เกิดจากรายการนี้จำนวนเงิน 4,130.0 ล้านบาท ได้บันทึกไว้ในบัญชี “ส่วนเกินทุนจากการเปลี่ยนแปลงส่วนได้ในบริษัทย่อย” ในงบแสดงฐานะการเงินรวม ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557

CPF ได้รับรู้และเปิดเผยรายการดังกล่าวไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ข้อ 5 การรวมธุรกิจโดยการซื้อหุ้นและการจำหน่ายส่วนได้เสียบางส่วนในบริษัทย่อย

1. ผลการดำเนินงาน

<u>รายได้</u>

ในปี 2555 – 2557 CPF มีรายได้จากการขายรวมทั้งสิ้น 357,175.2 ล้านบาท 389,251.0 ล้านบาท และ 426,039.4 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยของรายได้รวมต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 9.2 ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของยอดขายกิจการประเทศไทยและกิจการต่างประเทศที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง (โดยเฉพาะในส่วนของผลิตผลจากฟาร์มสัตว์) หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยของรายได้รวมต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 4.9 และร้อยละ 12.6 ตามลำดับ ในปี 2557 CPF มีสัดส่วนรายได้แบ่งตามสายอาหารสัตว์ ผลิตผลจากฟาร์มสัตว์ และอาหารคิดเป็นร้อยละ 52.9 ร้อยละ 35.0 และร้อยละ 12.1 ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ

ตารางที่ 3-1 โครงสร้างรายได้จากการขายแยกตามสายธุรกิจปี 2555 – 2557

	ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ	ล้านบาท	ร้อยละ
1. กิจการประเทศไทย						
อาหารสัตว์	56,815	15.9	51,243	13.2	51,850	12.2
ผลิตผลจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์	61,600	17.2	69,922	18.0	79,212	18.5
อาหาร	41,009	11.5	43,177	11.0	44,212	10.4
รวมรายได้จากกิจการประเทศไทย	**159,424**	**44.6**	**164,342**	**42.2**	**175,274**	**41.1**
2. กิจการต่างประเทศ						
อาหารสัตว์	148,321	41.5	164.348	42.2	173,448	40.7
ผลิตผลจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์	45,679	12.8	55,583	14.3	70,036	16.5
อาหาร	3,751	1.1	4,978	1.3	7,281	1.7
รวมรายได้จากกิจการต่างประเทศ	**197,751**	**55.4**	**224,909**	**57.8**	**250,765**	**58.9**
รายได้จากการขายรวม	**357,175**	**100.0**	**389,251**	**100.0**	**426,039**	**100.0**

หมายเหตุ: ผลการดำเนินงานแยกตามที่ตั้งของกิจการ

(1) กิจการประเทศไทย

รายได้จากการขายของกิจการประเทศไทยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 4.9 ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของยอดขายจากผลิตผลจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์ เนื่องจากระดับราคาเฉลี่ยของเนื้อสัตว์ที่เพิ่มขึ้นทุกปี โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 13.4 ทั้งนี้ ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนรายได้จากกิจการในประเทศไทยแบ่งเป็นการขายภายในประเทศ : การส่งออก เฉลี่ย 3 ปีคิดเป็นอัตราร้อยละ 82.3 : ร้อยละ 17.7 ตามลำดับ

(2) กิจการต่างประเทศ

รายได้จากการขายของกิจการต่างประเทศในปี 2555 - 2557 มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 12.6 โดยมีสาเหตุมาจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจผลิตผลฟาร์มเลี้ยงสัตว์อย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 23.8 รองลงมาคือการเพิ่มขึ้นของยอดขายในธุรกิจอาหารสัตว์ ซึ่งมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 8.1

<u>อัตรากำไรขั้นต้น</u>

ในปี 2555 – 2557 อัตรากำไรขั้นต้นของ CPF เท่ากับร้อยละ 11.6 ร้อยละ 10.0 และร้อยละ 13.4 ตามลำดับ ในปี 2556 อัตรากำไรขั้นต้นลดลงร้อยละ -1.6 เมื่อเทียบกับปี 2555 ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากกำไรจากการดำเนินงานของธุรกิจสัตว์น้ำในประเทศไทยที่ลดลง โดยมีสาเหตุหลักมาจากการระบาดของโรค Early Mortality Syndrome (EMS) ที่เกิดขึ้นเมื่อปลายปี 2555 ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคอุตสาหกรรมการเลี้ยงกุ้งในประเทศไทยทำให้ยอดขายของธุรกิจสัตว์น้ำของกิจการในประเทศไทยมีจำนวนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิของ CPF ปรับตัวลดลงจากปี 2555 และในปี 2557 CPF สามารถเพิ่มประสิทธิภาพการเลี้ยงสัตว์ที่ดีขึ้น และราคาเฉลี่ยของเนื้อสัตว์ที่สูงกว่างวดเดียวกันของปีก่อนหน้า จึงส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของ CPF ในปี 2557 เพิ่มขึ้น

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร

ในปี 2555 – 2557 ค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร เท่ากับ 33,260.0 ล้านบาท 36,962.9 ล้านบาท 42,837.2 ล้านบาท ตามลำดับ

ค่าใช้จ่ายในการขาย โดยเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังมีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 4.3 เมื่อเทียบกับรายได้จากการขาย ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์ตอบแทนพนักงาน ค่าพาหนะและค่าใช้จ่ายเดินทาง และค่าโฆษณาและส่งเสริมการขาย เป็นต้น ค่าใช้จ่ายในการบริหาร โดยเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังมีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 5.3 เมื่อเทียบกับรายได้จากการขาย ซึ่งส่วนใหญ่ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์ตอบแทนพนักงาน ค่าใช้จ่ายสำนักงาน เป็นต้น

ทั้งนี้ ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา CPF มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารใกล้เคียงกันเท่ากับร้อยละ 9.3 – ร้อยละ 10.1 เมื่อเทียบกับรายได้จากการขาย

กำไรสุทธิ

กำไรสุทธิส่วนที่เป็นของ CPF ในปี 2555 – 2557 เท่ากับ 18,790.0 ล้านบาท 7,065.3 ล้านบาท และ 10,561.7 ล้านบาทตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับร้อยละ 5.3 ร้อยละ 1.8 และ ร้อยละ 2.5 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.7

ในปี 2556 การปรับตัวลดลงของกำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญนั้นมีสาเหตุมาจาก (1) ในไตรมาสที่ 1 ของปี 2555 มีการรับรู้ผลกำไรที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุน C.P. Vietnam Corporation (“CPV”) จำนวน 8,673.0 ล้านบาท ซึ่งการรับรู้ผลกำไรดังกล่าวเป็นการปฏิบัติตามมาตรฐานทางการเงินซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นครั้งเดียว (Non-recurring Transaction) และ (2) การเกิดโรคระบาด EMS ซึ่งส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อภาคอุตสาหกรรมการเลี้ยงกุ้งในประเทศไทย ทำให้ยอดขายของธุรกิจสัตว์น้ำลดลง

สำหรับกำไรสุทธิปี 2557 พบว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจากปี 2556 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโต (Growth Rate) เท่ากับร้อยละ 49.5 โดยเป็นผลมาจาก CPF มีประสิทธิภาพการเลี้ยงสัตว์ที่ดีขึ้น และราคาเฉลี่ยของเนื้อสัตว์ที่สูงกว่างวดเดียวกันของปีก่อนหน้า จึงส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2557 เพิ่มขึ้นจากปี 2556 ไปด้วย

การเปลี่ยนแปลงของกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น

การเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบอื่นของส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิจากภาษีเงินได้ที่เกี่ยวข้องในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จสำหรับปี 2557 มีจำนวนลดลง 1,258.2 ล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นผลมาจากขาดทุนจากการแปลงค่างบการเงินของบริษัทย่อยในต่างประเทศ

2. ฐานะทางการเงิน

สินทรัพย์

สินทรัพย์รวมของ CPF มีมูลค่าเพิ่มขึ้นจาก 310,544.3 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 เป็น 416,763.9 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 คิดเป็นอัตราการเติบเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 15.8

สินทรัพย์รวมของ CPF ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2556 มีมูลค่าเท่ากับ 365,003.1 ล้านบาท ประกอบด้วย สินทรัพย์หมุนเวียน 124,243.5 ล้านบาท ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ 110,930.8 ล้านบาท และอื่นๆ 129,828.8 ล้านบาท โดยมีจำนวนเพิ่มขึ้นจากปี 2555 เท่ากับร้อยละ 17.5 โดยมีสาเหตุหลักมาจากการที่ CPF เข้าซื้อ C.P. Pokphand Co., Ltd. (“CPP”) ทำให้สินทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญยังเป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 สินทรัพย์รวมของ CPF เท่ากับ 416,763.9 ล้านบาท ประกอบด้วย สินทรัพย์หมุนเวียน 146,253.5 ล้านบาท ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ 124,460.8 ล้านบาท และอื่นๆ 146,049.6 ล้านบาท โดยมีจำนวนเพิ่มขึ้นจากปี 2556 เท่ากับร้อยละ 14.2 ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และเงินลงทุนในบริษัทร่วม

ตารางที่ 3-2 Cash Cycle ของ CPF ปี 2555 – 2557

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
ระยะเวลาการเก็บหนี้เฉลี่ย (วัน)	20	23	21
ระยะเวลาการจำหน่ายสินค้าเฉลี่ย (วัน)	11	12	13
ระยะเวลาการชำระหนี้เฉลี่ย (วัน)	18	22	23
Cash Cycle (วัน)	**13**	**13**	**11**

Cash Cycle ในปี 2557 เท่ากับ 11 วัน ลดลงจาก ปี 2556 ซึ่งเท่ากับ 13 วัน เป็นผลมาจากระยะเวลาในการเก็บหนี้ลดลงจาก 23 วันเหลือ 21 วัน

<u>หนี้สิน</u>

หนี้สินรวมของ CPF ณ สิ้นปี 2555 – 2557 มีมูลค่าเท่ากับ 189,763.5 ล้านบาท 235,430.6 ล้านบาท และ 252,797.6 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 15.4

หนี้สินรวมของ CPF ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2556 มีมูลค่าเท่ากับ 235,430.6 ล้านบาท โดยหนี้สินดังกล่าวประกอบด้วย หนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย 49,025.5 ล้านบาท และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย 186,405.0 ล้านบาท ตามลำดับ โดยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ประกอบด้วย เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน 27,058.0 ล้านบาท เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินและบริษัทอื่น 51,397.0 ล้านบาท หุ้นกู้ 69,260.0 ล้านบาท และหนี้สินอื่นๆ 38,690.0 ล้านบาท ทั้งนี้ หนี้สินรวมในปี 2556 เพิ่มขึ้นจากปี 2555 เป็นจำนวน 45,667.1 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราร้อยละ 24.1 ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ยืมทั้งระยะสั้นและระยะยาวจากสถาบันการเงิน

สำหรับหนี้สินรวมในปี ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 มีมูลค่าเท่ากับ 252,797.6 ล้านบาท หนี้สินดังกล่าวประกอบด้วย หนี้สินที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย 56,868.6 ล้านบาท และหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย 195,929.0 ล้านบาท ตามลำดับ และหนี้สินอื่นๆ 39,024.0 ล้านบาท โดยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ประกอบด้วย เงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน 42,932.0 ล้านบาท เงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินและบริษัทอื่น 57,188.0 ล้านบาท หุ้นกู้

72,659.0 ล้านบาท และหนี้สินอื่นๆ 23,152.0 ล้านบาท ทั้งนี้ หนี้สินรวมในปี 2557 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2556 เป็นจำนวน 17,367.1 ล้านบาท หรือคิดเป็นอัตราร้อยละ 7.4 โดยมีสาเหตุหลักมาจาก บริษัท C.P. Foods Holdings Limited (“CPFH”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF ออกและเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์ (Exchangeable Bonds)

ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 CPF มีหุ้นกู้ซีพีเอฟชุดที่ยังไม่ถึงกำหนดไถ่ถอน มีมูลค่าคงเหลือเท่ากับ 72,659.0 ล้านบาท ซึ่งประกอบด้วย หุ้นกู้ของ CPF จำนวน 16 ฉบับ มูลค่า 63,060.0 ล้านบาท โดยมีอายุตั้งแต่ 4 – 30 ปี ดอกเบี้ยระหว่างร้อยละ 3.0 – 6.0 ต่อปี และหุ้นกู้อนุพันธ์ของบริษัทย่อยมูลค่ารวม 290.0 ล้านเหรียญสหรัฐ อายุ 5 ปี โดยมีอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0.5 ต่อปี มูลค่าตามบัญชีของหุ้นกู้ดังกล่าว ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 มีจำนวนเงิน 292.0 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือเทียบเท่า 9,599.0 ล้านบาท

ตารางที่ 3-3 อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของ CPC ปี 2555 - 2557

	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.15	1.08	1.19
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.57	1.82	1.52

อัตราส่วนสภาพคล่องของ CPF ณ สิ้นปี 2556 ลดลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปี 2555 และ 2557 นั้น มีสาเหตุมาจากการเพิ่มของหนี้สินหมุนเวียนอย่างมีนัยสำคัญจากการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPF ลดลงจาก 1.82 เท่า ณ สิ้นปี 2556 เป็น 1.52 เท่า ณ สิ้นปี 2557 เนื่องจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมในบริษัทย่อยจากการที่ CPF จำหน่ายส่วนได้เสียในบริษัทย่อยบางส่วน

<u>ส่วนของผู้ถือหุ้น</u>

ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยเพิ่มขึ้นจาก 120,780.8 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 เป็น 163,966.3 ล้านบาท ณ สิ้นที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 ร้อยละ 16.5 นอกจากการเพิ่มขึ้นตามผลประกอบการ CPF ตามปกติแล้ว ยังเกิดจากการเพิ่มขึ้นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมในบริษัทย่อย จากการที่ CPF จำหน่ายส่วนได้เสียในบริษัทย่อยบางส่วน

ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญนั้น มีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุมจากการที่บริษัทจำหน่ายส่วนได้เสียในบริษัทย่อยบางส่วน และส่วนเกินทุนจากการเปลี่ยนแปลงส่วนได้ในบริษัทย่อย

ในปี 2555 CPF ได้ดำเนินการเพิ่มทุนจดทะเบียนและชำระแล้วจาก 7,048.9 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2554 เป็น 7,742.9 ล้านบาท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555 เพื่อเข้าซื้อหุ้น CPP นอกเหนือจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

<u>นโยบายการจ่ายเงินปันผล</u>

CPF มีนโยบายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล โดยกำหนดไว้ว่าเงินปันผลที่จ่ายรวมทั้งสิ้นในแต่ละปีจะมีจำนวนประมาณร้อยละ 50.0 ของกำไรสุทธิประจำปีหลังหักภาษีเงินได้และสำรองตามกฎหมาย (ตามงบการเงินเฉพาะกิจการ) โดยในปี 2555 – 2557 CPF มีการจ่ายเงินปันผลมาอย่างต่อเนื่อง คิดเป็นอัตราการจ่ายปันผลเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังเท่ากับร้อยละ 75.7

ทั้งนี้ เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 คณะกรรมการบริษัทของ CPF มีมติอนุมัติให้จ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานของ CPF ประจำปี 2557 ให้แก่ผู้ถือหุ้นรวมทั้งสิ้นในอัตราหุ้นละ 0.75 บาท โดยเงินปันผลดังกล่าว CPF ได้มีการจ่ายครั้งแรกเป็นเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นแล้วในอัตราหุ้นละ 0.30 บาท เมื่อวันที่ 12 กันยายน พ.ศ. 2557 คงเหลือเป็นเงินปันผลที่จะจ่ายครั้งที่สองในอัตราหุ้นละ 0.45 บาท ในการนี้ คณะกรรมการบริษัทจะเสนอการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558 ซึ่งจะจัดให้มีขึ้นในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558 เพื่อพิจารณาอนุมัติต่อไป

3.5. ภาวะตลาดและแนวโน้มของอุตสาหกรรม

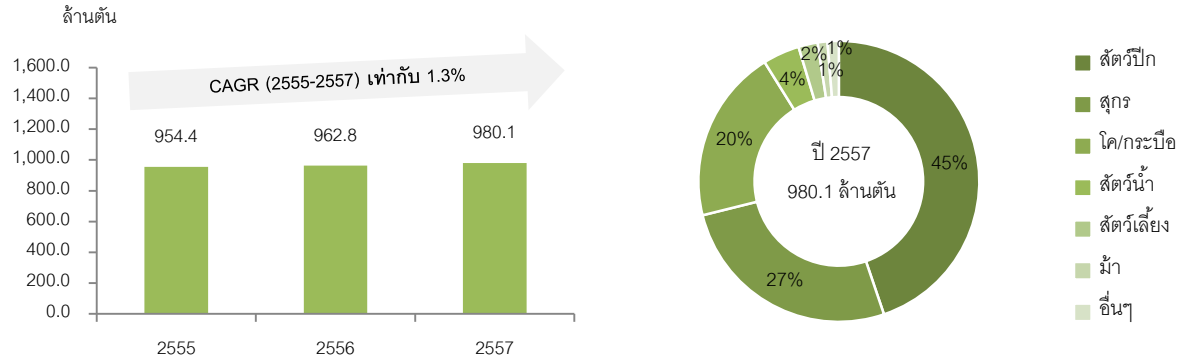
3.5.1. ธุรกิจอาหารสัตว์

อุตสาหกรรมการผลิตอาหารสัตว์ถือเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมการผลิตที่ใช้วัตถุดิบจากภาคการเกษตรภายในประเทศ (เช่น ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์ ปลายข้าว มันเส้น เป็นต้น) และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่สินค้าเกษตรกรรมดังกล่าวเพื่อใช้สำหรับการเลี้ยงสัตว์ ซึ่งเป็นแหล่งโปรตีนที่สำคัญของประชากร ดังนั้น ลักษณะการเติบโตของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์จึงขึ้นกับทิศทางการขยายตัวเชิงปริมาณของอุตสาหกรรมการเลี้ยงสัตว์ 2 อุตสาหกรรม คือ (1) อุตสาหกรรมเนื้อสัตว์ ได้แก่ ไก่ เป็ดและหมู และ (2) อุตสาหกรรมประมง

ในปี 2555 – 2557 ปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ของโลกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีปริมาณการผลิตเท่ากับ 954.4 ล้านตัน 962.8 ล้านตัน และ 980.1 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 1.3 ซึ่งเป็นในทิศทางเดียวกับปริมาณการปศุสัตว์ของโลกที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน ซึ่งที่ผ่านมาจำนวนประชากรโลกที่เพิ่มสูงขึ้นและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศจีนและอินเดียที่เติบโตอย่างรวดเร็ว ทำให้ความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์และผลิตภัณฑ์อาหารเติบโตอย่างรวดเร็ว และสะท้อนกลับมายังปริมาณการใช้อาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น

ปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ที่ผลิตมากที่สุดคืออาหารสำหรับสัตว์ปีก หรือคิดเป็นร้อยละ 44.8 ของปริมาณการผลิตรวม และรองลงมาคืออาหารสำหรับสุกร หรือคิดเป็นร้อยละ 26.3 (ตามที่แสดงในแผนภูมิที่ 3-2)

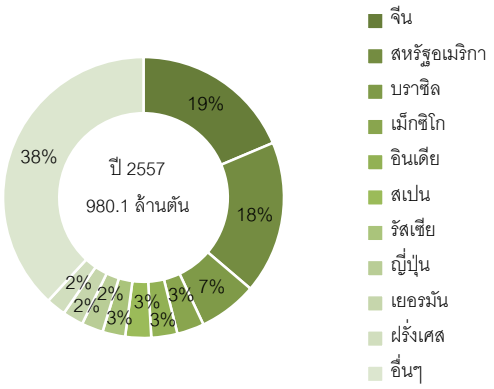
แผนภูมิที่ 3-2 ปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ของโลกปี 2555 – 2557 และการผลิตแยกรายประเภทอาหารสัตว์ที่ผลิตปี 2557



ที่มา: 2558 Global Feed Survey, Alltech

โดยในปี 2557 แหล่งประเทศผู้ผลิตอาหารสัตว์หลักของโลก ได้แก่ จีน สหรัฐอเมริกา บราซิล เม็กซิโก อินเดีย และ สเปน โดยมีปริมาณการผลิตเท่ากับ 182.7 ล้านตัน 172.5 ล้านตัน 66.2 ล้านตัน 30.7 ล้านตัน 29.4 ล้านตัน และ 29.2 ล้านตัน ตามลำดับ

แผนภูมิที่ 3-3 ปริมาณอาหารสัตว์ที่ผลิตปี 2557 แยกตามประเทศ

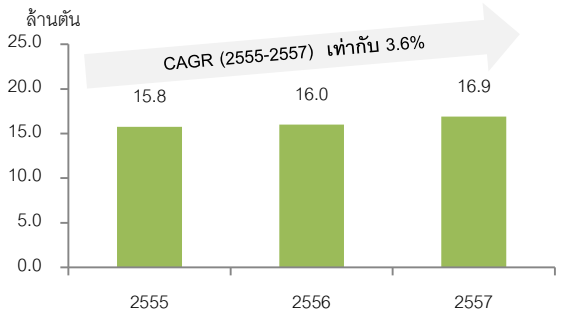


ที่มา: 2558 Global Feed Survey, Alltech

ถึงแม้ว่าจีนเป็นผู้ผลิตอาหารสัตว์เป็นอันดับใหญ่สุดของโลกก็ตามในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2555 - 2557) แต่พบว่าปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ในจีนนั้นกลับลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยลดลงจาก 198.3 ล้านตันในปี 2555 เป็น 182.7 ล้านตัน ในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการลดลงเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 - 2557 ที่ลดลงเท่ากับร้อยละ -4.0 ต่อปี โดยมีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดของไข้หวัดนกส่งผลให้ปริมาณความต้องการสัตว์ปีกของผู้บริโภคลดลงและกระทบต่อปริมาณการใช้อาหารสัตว์ และในทางกลับกันพบว่าอินเดียมีการเพิ่มปริมาณการผลิตอาหารสัตว์อย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา โดยปริมาณการผลิตอาหารสัตว์เพิ่มขึ้นจาก 26.8 ล้านตันในปี 2555 เป็น 29.4 ล้านตันในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555 – 2557 เท่ากับร้อยละ 4.7 โดยการเติบโตปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 2557 นั้นมีสาเหตุมาจากการพัฒนาเทคโนโลยีในการให้ผลผลิตภาคการเกษตรที่มีประสิทธิภาพ และสภาพภูมิอากาศที่เอื้ออำนวยกับการเติบโตของผลผลิตในภาคการเกษตร

สำหรับประเทศไทย มีปริมาณการผลิตอาหารสัตว์เป็นลำดับที่ 14 ของโลก โดยปริมาณผลิตอาหารสัตว์ที่ผลิตได้ อยู่ที่ 15.8 ล้านตัน ในปี 2555 และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็น 16.9 ล้านตัน ในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2555-2557 เท่ากับร้อยละ 3.6 เนื่องจากปริมาณความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ในประเทศเพิ่มขึ้น รวมถึงอุตสาหกรรมอาหารสัตว์และอุตสาหกรรมต่อเนื่อง อาทิ อุตสาหกรรมปศุสัตว์ อุตสาหกรรมอาหาร ที่มีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

แผนภูมิที่ 3-4 ปริมาณการผลิตอาหารสัตว์ของประเทศไทยปี 2555 - 2557



ที่มา: 2558 Global Feed Survey, Alltech

อย่างไรก็ตาม หากมองในแง่ของปริมาณการผลิตเป็นรายบริษัท พบว่าผู้ผลิตอาหารสัตว์รายใหญ่ ได้แก่ CP Group จากไทย Cargill, Land O'Lakes Purina และ Tyson Foods จากสหรัฐอเมริกา New Hope Group จากจีน และ Brazil Foods จากบราซิล[11]

3.5.2. ธุรกิจเลี้ยงสัตว์

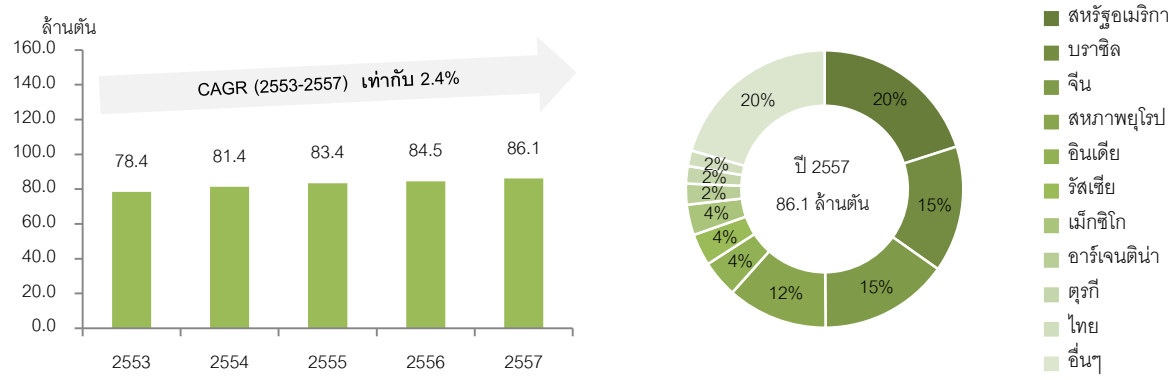
1. ไก่เนื้อ

ในปี 2553 – 2557 ปริมาณการผลิตไก่เนื้อของโลกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้นจาก 78.5 ล้านตันในปี 2553 เป็น 86.1 ล้านตันในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 2.4 โดยการเติบโตของการผลิตไก่เนื้อของโลกเป็นไปตามปริมาณการบริโภคภายในประเทศและปริมาณการส่งออกของไก่เนื้อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 - 2557 เท่ากับร้อยละ 2.2 และ ร้อยละ 4.2 ตามลำดับ

โดยในปี 2557 แหล่งประเทศผู้ผลิตไก่เนื้อหลักของโลก ได้แก่ สหรัฐอเมริกา บราซิล จีน และสหภาพยุโรป โดยมีปริมาณผลผลิตเท่ากับ 17.8 ล้านตัน 13.1 ล้านตัน 13.0 ล้านตัน และ 10.3 ล้านตัน ตามลำดับ

[11] ที่มา: Global Animal Feed Industry: Trend and Opportunities (2557 - 2562), Daedal Research and Wikipedia

แผนภูมิที่ 3-5 ปริมาณการผลิตไก่เนื้อของโลก ปี 2553 – 2557 และแยกตามประเทศปี 2557

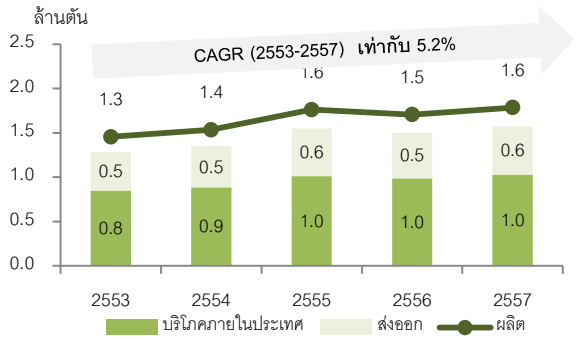


ที่มา: Livestock and Poultry: World Markets and Trade, USDA

ในช่วงปี 2553 - 2557 สหรัฐอเมริกาถือเป็นผู้ผลิตไก่เนื้ออันดับหนึ่งของโลก โดยมีปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เท่ากับ 16.6 ล้านตัน 16.7 ล้านตัน 16.6 ล้านตัน 17.0 ล้านตัน และ 17.3 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 1.0 ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากปริมาณความต้องการบริโภคในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยผลิตเพื่อบริโภคภายในประเทศเฉลี่ยร้อยละ 81.1 ของปริมาณการผลิตไก่เนื้อรวม และส่วนที่เหลือจากปริมาณการผลิตจะส่งออกไปยังต่างประเทศ ซึ่งสหรัฐอเมริกาเป็นผู้ส่งออกรายใหญ่อันดับสองของโลก

สำหรับประเทศไทย ปริมาณการผลิตไก่เนื้อเพิ่มขึ้นจาก 1.3 ล้านตันในปี 2553 เป็น 1.6 ล้านตันในปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 5.2 ขณะที่ปริมาณความต้องการบริโภคภายในประเทศเท่ากับ 0.5 – 0.6 ล้านตันต่อปี (ในช่วงปี 2553 - 2557) หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 5.0 ปริมาณบริโภคไก่เนื้อภายในประเทศเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 65.7 ของปริมาณการผลิตไก่เนื้อภายในประเทศและส่วนที่เหลือของการผลิตจะถูกส่งออกไปยังต่างประเทศ โดยไทยถือเป็นหนึ่งในผู้ส่งออกรายใหญ่อันดับสี่ของโลกในปี 2557 ทั้งนี้ ในปี 2553 - 2557 ปริมาณการส่งออกไก่เนื้อไปยังต่างประเทศเท่ากับ 0.5 ล้านตัน 0.5 ล้านตัน 0.6 ล้านตัน 0.5 ล้านตันและ 0.6 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 - 2557 เท่ากับร้อยละ 5.7 โดยการส่งออกไก่เนื้อของไทยนั้น ส่งออกไปยังประเทศญี่ปุ่น สหภาพยุโรป ลาว สิงคโปร์ และเกาหลีใต้ ตามลำดับ

แผนภูมิที่ 3-6 ปริมาณการผลิต บริโภค และส่งออกไก่เนื้อของประเทศไทย ปี 2553 - 2557



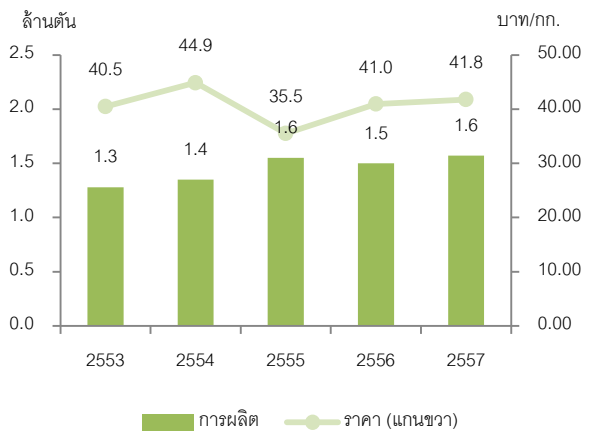
ที่มา: USDA, สมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ไทย

ในปี 2558 USDA คาดว่าปริมาณการผลิตและส่งออกไก่เนื้อของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น โดยการผลิตจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.6 ล้านตัน เพิ่มขึ้นจากการส่งออกในปี 2557 เท่ากับ 0.07 ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 4.5 เมื่อเทียบกับปี 2556 และปริมาณการส่งออกจะเพิ่มขึ้นเป็น 0.6 ล้านตัน เพิ่มขึ้นจากการส่งออกในปี 2557 เท่ากับ 0.03 ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตร้อยละ 5.6 เมื่อเทียบกับปี 2556 ซึ่งสอดคล้องกับบทวิเคราะห์ของศูนย์วิจัย ธ.ก.ส. ที่คาดว่าการส่งออกไก่เนื้อของไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากราคาอาหารที่มีไก่เป็นวัตถุดิบในตลาดต่างประเทศมีราคาถูกกว่าอาหารที่มีวัตถุดิบเป็นเนื้อหมูและเนื้อวัว ส่งผลให้ผู้บริโภคในต่างประเทศหันมาบริโภคไก่มากขึ้น และมีการสั่งไก่เนื้อในรูปแบบต่างๆ จากประเทศไทยเพิ่มขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ สถานการณ์เกี่ยวกับการนำเข้าไก่ในต่างประเทศยังเป็นปัจจัยเสริมที่ทำให้แนวโน้มการส่งออกไก่เนื้อจากประเทศไทยเป็นไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้นอีกด้วย อันได้แก่ การประกาศของรัฐบาลรัสเซียที่ห้ามนำเข้าไก่เนื้อจากสหภาพยุโรปและสหรัฐอเมริกา, การที่ญี่ปุ่นยกเลิกการนำเข้าไก่เนื้อจากไทย รวมถึง การอนุญาตนำเข้าไก่ปรุงสุกของไทยจากรัฐบาลฟิลิปปินส์ เพื่อใช้ภายในธุรกิจฟาสต์ฟูดส์ภายในประเทศ

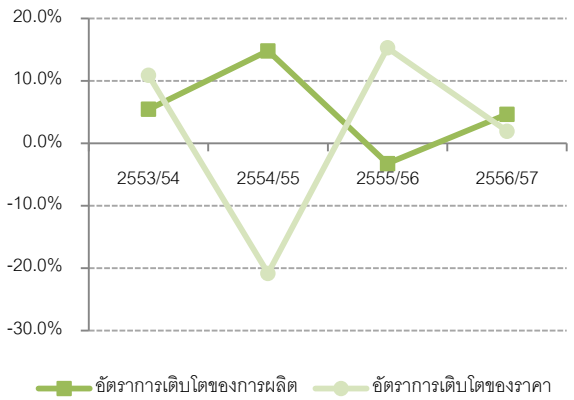
ในด้านของราคาไก่เนื้อหน้าฟาร์มในประเทศ พบว่า ราคาของไก่เนื้อจะแปรผกผันกับปริมาณการผลิตภายในประเทศ กล่าวคือหากผลผลิตไก่เนื้อเพิ่มขึ้นราคาของไก่เนื้อจะปรับตัวลดลง ทั้งนี้ การวิเคราะห์ของศูนย์วิจัย ธ.ก.ส. คาดว่าราคาไก่เนื้อจะปรับตัวลดลงเล็กน้อยจากปี 2557 อยู่ที่ 40.5 – 44.4 บาทต่อกิโลกรัม โดยมีสาเหตุมาจากการเพิ่มขึ้นของผลผลิตไก่เนื้อที่จะเข้าสู่ตลาดในอัตราที่สูงกว่าปริมาณความต้องการของผู้บริโภคทั้งในและต่างประเทศ

แผนภูมิที่ 3-7 ปริมาณการผลิตและราคาไก่เนื้อไทย ปี 2553 – 2557

<u>เปรียบเทียบปริมาณการผลิตและราคา</u>



<u>เปรียบเทียบอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลผลิตและราคา</u>



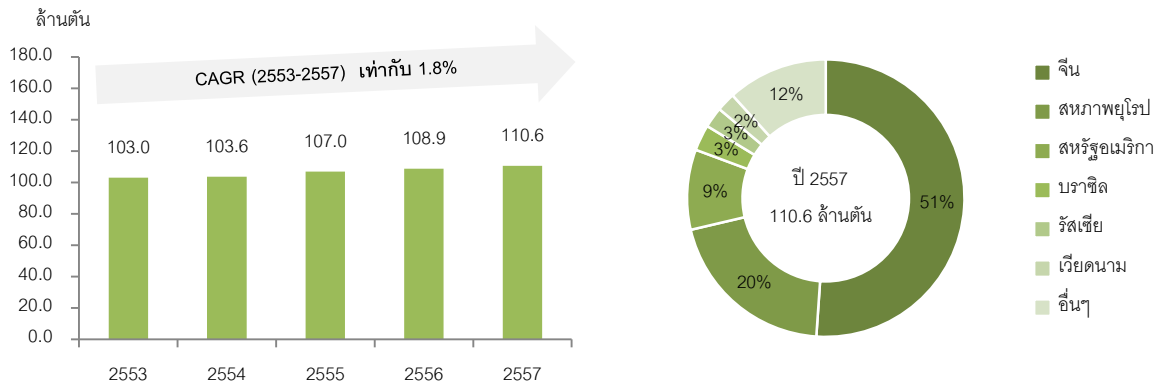
ที่มา: สมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ไทย, USDA

2. สุกร

ในปี 2553 – 2557 ปริมาณการผลิตสุกรของโลกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีปริมาณการผลิตเท่ากับ 103.0 ล้านตัน 103.6 ล้านตัน 107.0 ล้านตัน 108.9 ล้านตัน และ 110.6 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 1.8 โดยการเติบโตของการผลิตสุกรของโลกสอดคล้องตามปริมาณความต้องการบริโภคภายในประเทศที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 –

2557 เท่ากับร้อยละ 1.7 และในปี 2557 ประเทศผู้ผลิตสุกรหลักของโลก ได้แก่ จีน สหภาพยุโรป และสหรัฐอเมริกา โดยมีปริมาณการผลิตเท่ากับ 56.5 ล้านตัน 22.4 ล้านตัน และ 10.3 ล้านตัน ตามลำดับ

แผนภูมิที่ 3-8 ปริมาณการผลิตสุกรของโลก ปี 2553 – 2557 และแยกตามประเทศปี 2557

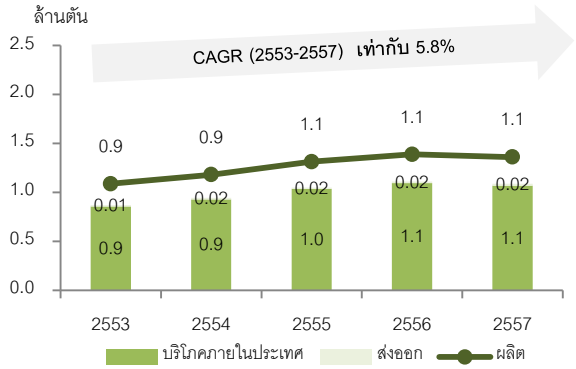


ที่มา: Livestock and Poultry: World Markets and Trade, USDA

ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา (2553 - 2557) จีน ถือเป็นผู้ผลิตสุกรอันดับ 1 ของโลก โดยมีปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เท่ากับ 50.7 ล้านตัน 50.6 ล้านตัน 53.4 ล้านตัน 54.9 ล้านตัน และ 56.5 ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 2.7 ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากปริมาณความต้องการบริโภคในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 ท่ากับร้อยละ 2.9 อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจีนจะเป็นผู้ผลิตสุกรรายใหญ่ของโลก แต่ปริมาณการผลิตสุกรยังไม่เพียงพอต่อปริมาณการบริโภคสุกรภายในประเทศ โดยพบว่าปริมาณความต้องการบริโภคสุกรเฉลี่ย 5 ปีอยู่ที่ร้อยละ 100.7 ของปริมาณการผลิตสุกรภายในประเทศ ส่งผลให้จีนกลายเป็นประเทศที่นำเข้าสุกรรายใหญ่เป็นอันดับสองของโลก รองลงมาจากญี่ปุ่น ซึ่งเป็นประเทศที่นำเข้าสุกรมากที่สุดเป็นอันดับหนึ่งของโลก ในปี 2553 - 2557 ญี่ปุ่นมีปริมาณการนำเข้าสุกรเท่ากับ 1.2 ล้านตัน 1.3 ล้านตัน 1.3 ล้านตัน 1.2 ล้านตัน และ 1.3 ล้านตัน หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 2.4 อันเป็นผลมาจากปริมาณการผลิตภายในประเทศไม่เพียงพอต่อปริมาณความต้องการบริโภคภายในประเทศ โดยพบว่าปริมาณความต้องการบริโภคสุกรเฉลี่ย 5 ปีอยู่ที่ร้อยละ 196.9 ของปริมาณการผลิตสุกรภายในประเทศ

สำหรับประเทศไทยนั้น ในปี 2553 - 2557 มีปริมาณการผลิตสุกรเท่ากับ 0.9 ล้านตัน 0.9 ล้านตัน 1.1 ล้านตัน 1.1ล้านตัน และ 1.1 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 5.8 ผลผลิตสุกรเกือบทั้งหมดผลิตเพื่อบริโภคภายในประเทศหรือเฉลี่ยร้อยละ 98.4 ของปริมาณการผลิตสุกรภายในประเทศ สำหรับการส่งออกสุกรนั้น ประเทศไทยส่งออกสุกรไม่มากนัก โดยในปี 2553-2557 มีปริมาณการส่งออกเท่ากับ 0.01 ล้านตัน 0.02 ล้านตัน 0.02 ล้านตัน 0.02 ล้านตัน และ 0.02 ล้านตัน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2553 – 2557 เท่ากับร้อยละ 11.4 โดยตลาดหลักการส่งออกของสุกรคือ ฮ่องกง และญี่ปุ่น

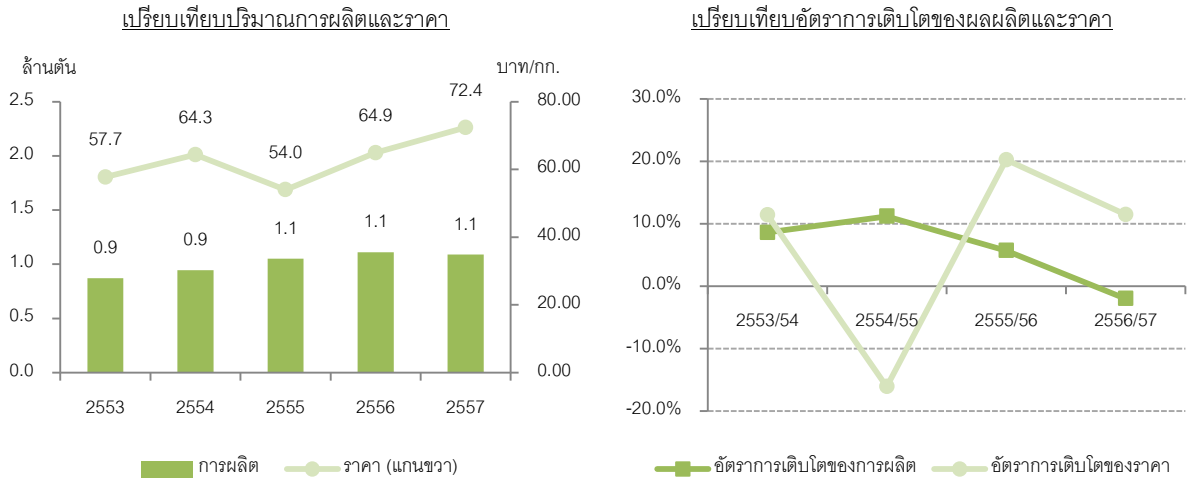
แผนภูมิที่ 3-9 ปริมาณการผลิต บริโภค และส่งออกสุกรของประเทศไทย ปี 2553 – 2557



ที่มา: USDA, สมาคมผู้ผลิตและแปรรูปสุกรเพื่อการส่งออก

ในปี 2555 - 2557 ปริมาณการผลิตสุกรในประเทศเติบโตเพียงเล็กน้อยในขณะที่ปริมาณความต้องการบริโภคเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้ราคาสุกรปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ในปี 2558 ศูนย์วิจัย ธ.ก.ส. คาดว่า ปริมาณการผลิตสุกรภายในประเทศจะขยายตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ราคาสุกรปรับตัวลดลงอยู่ในช่วง 67.0 – 72.0 บาทต่อกิโลกรัม อย่างไรก็ตาม ตลาดสุกรยังคงมีปัจจัยเสี่ยงหลายประการที่ส่งผลลบต่อการเติบโตของตลาดสุกร อาทิ ต้นทุนการผลิตสุกรที่เพิ่มสูงขึ้นตามวัตถุดิบอาหารสัตว์และค่าแรงงาน รวมถึงการระบาดของโรคท้องร่วงติดต่อ (PED) ในสุกร และโรคระบบทางเดินหายใจและระบบสืบพันธุ์ (PRRS) ซึ่งส่งผลกระทบต่อพ่อแม่พันธุ์และลูกสุกร โดยจะทำให้ผลผลิตสุกรเข้าสู่ตลาดลดลง

แผนภูมิที่ 3-10 ปริมาณการผลิตและราคาสุกรไทย ปี 2553 – 2557



ที่มา: สมาคมผู้ผลิตอาหารสัตว์ไทย, USDA

3.5.3. ธุรกิจอาหาร

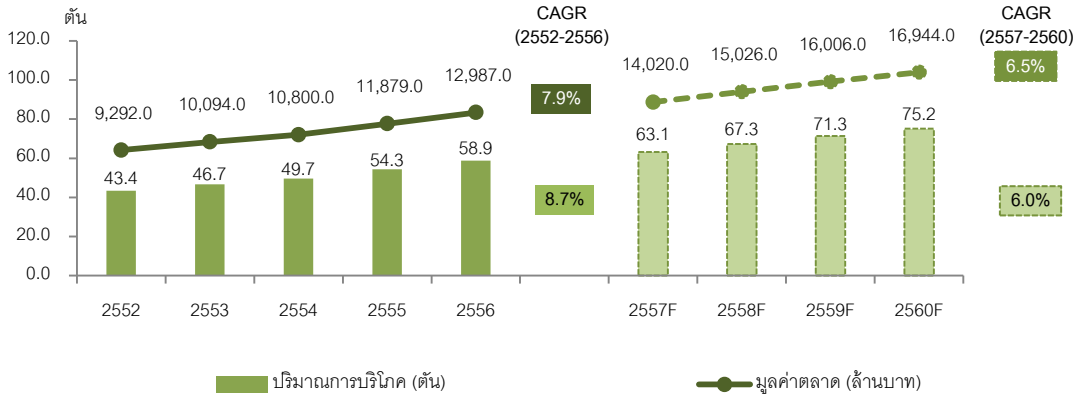
ธุรกิจอาหารพร้อมรับประทานประเภทอาหารแช่แข็ง เป็นธุรกิจที่กำลังเติบโตอย่างมากทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ อันเป็นผลมาจากรูปแบบการดำเนินชีวิตของคนยุคใหม่ที่ต้องการความสะดวกรวดเร็ว เนื่องจากข้อจำกัดด้านเวลา ทำให้ผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปพร้อมรับประทานในรูปแบบต่างๆ ได้รับความนิยมจากการที่สามารถตอบสนองต่อรูปแบบการดำเนินชีวิตของผู้บริโภคดังกล่าวได้ อีกทั้งขนาดของครอบครัวที่เล็กลงจึงนิยมหันมา

บริโภคอาหารพร้อมรับประทาน (Ready to eat) ซึ่งสะดวกและรวดเร็ว รวมถึงการขยายตัวของร้านสะดวกซื้อ ทำให้ผู้บริโภคได้รับความสะดวกในการซื้อสินค้ามากขึ้น

แนวโน้มของผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปในอนาคตนั้น ได้มีบทบาทมากโดยเฉพาะในประเทศแถบทวีปอเมริกาเหนือและยุโรปที่ปัจจุบันหันมานิยมบริโภคอาหารสำเร็จรูปในลักษณะแปรรูปแช่แข็งเป็นจำนวนมาก ในขณะที่ตลาดผลิตภัณฑ์อาหารสำเร็จรูปในประเทศแถบทวีปเอเชียกำลังเป็นตลาดที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว

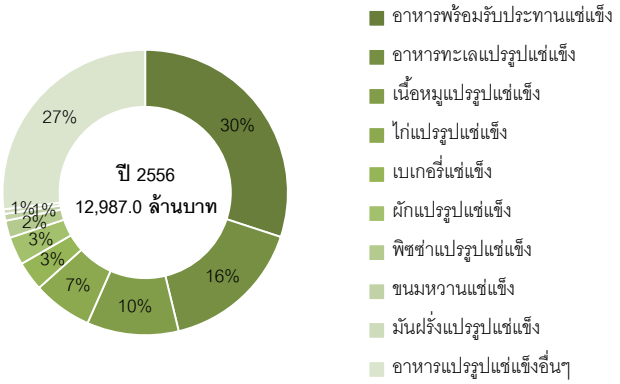
สำหรับประเทศไทยนั้น ในปี 2552 - 2556 ปริมาณการบริโภคมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2552 - 2556 เท่ากับร้อยละ 7.9 และมูลค่าตลาดอาหารแปรรูปแช่แข็งในประเทศไทยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2552 - 2556 เท่ากับร้อยละ 8.7 โดยมีสาเหตุมาจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย และการเพิ่มช่องทางการจำหน่ายที่ผู้บริโภคเข้าถึงได้อย่างสะดวกรวดเร็วมากขึ้น ทั้งนี้ในปี 2557 Euromonitor คาดการณ์ว่า การเติบโตของตลาดอาหารแปรรูปแช่แข็งปี 2557 - 2560 ทั้งในเชิงปริมาณการบริโภคและมูลค่าตลาดรวม จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2557 - 2560 เท่ากับร้อยละ 6.0 และร้อยละ 6.5 ตามลำดับ

แผนภูมิที่ 3-11 ปริมาณการบริโภคและมูลค่าตลาดอาหารแปรรูปแช่แข็งของไทย ปี 2552 – 2556 และตัวเลขประมาณการณ์ ปี 2557 - 2560



ที่มา: Euromonitor International 2556, ศูนย์อัจฉริยะเพื่ออุตสาหกรรมอาหาร

แผนภูมิที่ 3-12 มูลค่าตลาดแยกตามประเภทอาหารแปรรูปแช่แข็งปี 2556



ที่มา: Euromonitor International 2556, ศูนย์อัจฉริยะเพื่ออุตสาหกรรมอาหาร

ผลิตภัณฑ์อาหารแช่แข็งในประเทศไทยที่สำคัญ ได้แก่ อาหารพร้อมรับประทานแช่แข็ง อาหารทะเลแปรรูปแช่แข็ง เนื้อหมูแปรรูปแช่แข็ง ไก่แปรรูปแช่แข็ง ผักแปรรูปแช่แข็ง ขนมหวานแช่แข็ง ทั้งนี้ พบว่า อาหารพร้อมรับประทานแช่แข็ง อาหารทะเลแปรรูปแช่แข็ง และเนื้อหมูแปรรูปแช่แข็ง ได้รับความนิยมจากผู้บริโภคมากที่สุด

นอกจากผลิตภัณฑ์อาหารพร้อมรับประทานแช่แข็งและอาหารทะเลแปรรูปแช่แข็งจะได้รับความนิยมจากผู้บริโภคแล้ว ผลิตภัณฑ์ทั้งสองยังมีอัตราการบริโภคเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยปี 2556 มีอัตราการเติบโตจากปี 2555 เท่ากับร้อยละ 13.2 และ 13.2 ตามลำดับ อันเป็นผลมาจากการทำการตลาดของผู้ประกอบการที่พัฒนารูปแบบผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายมากขึ้น การพัฒนารสชาติของอาหารให้ใกล้เคียงกับอาหารปรุงใหม่ รวมถึงการเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายที่เข้าถึงผู้บริโภคได้สะดวกรวดเร็วยิ่งขึ้น ในขณะที่ ผลิตภัณฑ์อาหารเนื้อหมูแปรรูปแช่แข็งซึ่งได้รับความนิยมรองลงมานั้น กลับพบว่ามีอัตราการเติบโตของการบริโภคที่ค่อนข้างต่ำ โดยมีอัตราการเติบโตในปี 2556 เท่ากับร้อยละ 2.97 เมื่อเทียบกับปี 2555 ทั้งนี้ มีสาเหตุมาจากการขาดการพัฒนาผลิตภัณฑ์และการทำตลาดเชิงรุกอย่างต่อเนื่องของผู้ประกอบการ

จากการวิเคราะห์ของศูนย์อัจฉริยะเพื่ออุตสาหกรรมอาหาร และ Euromonitor พบว่าตลาดอาหารแปรรูปแช่แข็งในประเทศไทยนั้น ดำเนินการโดยผู้ประกอบการรายใหญ่ ได้แก่ CP Group, แอสแอนด์พี และ สุรพลฟู้ดส์ โดยกลุ่มผู้ประกอบการดังกล่าวครองส่วนแบ่งทางการตลาดมากกว่าร้อยละ 50.0 ในปี 2556

4. ความเห็นของที่ปรึกษาเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ CPC

4.1. ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของการเข้าทำรายการ

จากการวิเคราะห์นโยบายการดำเนินงานของ CPF ลักษณะการประกอบธุรกิจของ CPC (เช่น ผลการดำเนินงานในอดีตจนถึงปัจจุบัน และแผนงานในอนาคต) และการวิเคราะห์โอกาสของการเติบโตในธุรกิจเกษตร อุตสาหกรรมและภาวะการแข่งขัน รวมถึงการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้เพื่อเป็นการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในประเทศที่มีอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการเกษตร (ภาคปศุสัตว์) ในเกณฑ์ที่ดีและมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง เป็นการสนับสนุนการเติบโตทางธุรกิจของ CPF และการสร้างผลประโยชน์ทางด้านการเงิน (ทั้งรายได้และผลกำไร)ต่อกลุ่มบริษัท CPF และต่อผู้ถือหุ้น รวมทั้งยังถือเป็นการปรับโครงสร้างบริษัทให้อยู่ภายใต้กลุ่มธุรกิจเดียวกัน โดยมีรายละเอียดดังนี้

4.1.1. การลงทุนในประเทศที่มีอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมในเกณฑ์ที่ดี

กัมพูชาถือเป็นหนึ่งในตลาดเกิดใหม่ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และจากการวิเคราะห์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของกัมพูชาปรากฏว่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีสูงถึงร้อยละ 11.2[12] (ปี 2548 - 2557) ประกอบกับปัจจัยบวกอื่น เช่น การเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนคาดว่าจะทำให้ประเทศสมาชิกอาเซียน (ซึ่งหมายถึง ไทย กัมพูชา และประเทศสมาชิกอื่นอีก 8 ประเทศ) สามารถทำการค้าระหว่างกันได้อย่างเสรีขึ้น และการพัฒนาระบบขนส่งเชื่อมโยงระหว่างประเทศสมาชิก (เช่น เส้นทางไทย – ลาว - กัมพูชาและเวียดนาม) เพื่อสนับสนุนการค้าระหว่างประเทศสมาชิก คาดว่าจะทำให้เกิดการหมุนเวียนของเศรษฐกิจภายในกัมพูชาและภายในภูมิภาคในทิศทางที่ดีขึ้น รวมถึงความสามารถในการใช้จ่ายของชาวกัมพูชาที่คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน และหากพิจารณาเฉพาะผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) (ซึ่งประเมินโดย Ministry of Planning กัมพูชา) จะเห็นว่ามีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (Average Growth Rate) สูงถึงร้อยละ 5.0 ในช่วงปี 2554 - 2557 และคาดว่าจะยังคงมีอัตราการเติบโตต่อไปอีกเฉลี่ยร้อยละ 6.1 - 6.5 ในปี 2558 - 2561)

CPC ถือเป็นหนึ่งในผู้นำและผู้บุกเบิกในกลุ่มแรกในธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมในกัมพูชา ในช่วงปี 2554 - 2557 CPC สามารถสร้างรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องหรือมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ปี 2554 – 2557 ร้อยละ 20.5 ซึ่งถือว่ามีอัตราการเติบโตที่อยู่ในเกณฑ์ที่ดีและยังเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตราการเติบโตของ GDP และของ GDP (ภาคปศุสัตว์) ที่ประกาศโดยภาครัฐของกัมพูชา นอกจากนี้ CPC วางแผนการขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่องเพื่อรักษาความเป็นผู้นำในอุตสาหกรรม ซึ่งได้แก่การขยายธุรกิจฟาร์มเลี้ยงในลักษณะฟาร์มส่งเสริมการเลี้ยง ให้กระจายครอบคลุมภูมิภาคโดยเฉพาะทางตอนบนของประเทศ ผลการขยายตัวดังกล่าวยังสะท้อนถึงปริมาณความต้องการอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน ขณะที่ธุรกิจอาหารยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจ โดยมีสัดส่วนรายได้เพียงร้อยละ 2.6 ของรายได้รวมในปี 2557 ดังนั้น จึงคาดว่าธุรกิจอาหารจะสามารถขยายตัวได้เพิ่มขึ้น (ซึ่งเมื่อเทียบกับ CPF จะมีสัดส่วนกว่าร้อยละ 12.0 ของรายได้รวม) โดย CPC วางแผนเพิ่มจุดขายและการปรับปรุงสูตรอาหารให้ตรงกับรสนิยมของผู้บริโภคท้องถิ่นมากยิ่งขึ้น รวมถึงผลของปัจจัยบวกอื่น เช่น การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของผู้บริโภคภายในประเทศและการเปิด Modern Trade ดังนั้น การลงทุนใน CPC จึงถือเป็นการลงทุนในบริษัทที่มีศักยภาพและมีความชัดเจนด้าน

[12] *ที่มา: ธนาคารโลก*

การเติบโตของธุรกิจในช่วง 5 ปีข้างหน้า ซึ่งอาจถือได้ว่าการลงทุนดังกล่าวยังเป็นการสนับสนุนการเติบโตให้แก่กลุ่ม CPF และสอดคล้องกับหนึ่งในพันธกิจของกลุ่ม CPF ซึ่งหมายถึงการเข้าลงทุนในธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตในตลาดใหม่ (Capitalize growth opportunity in emerging markets)

4.1.2. การสร้างผลประโยชน์ทางด้านการเงินต่อกลุ่มบริษัท CPF และต่อผู้ถือหุ้น

ภายหลังจากการเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญ CPC ในครั้งนี้ CPFI จะถือหุ้นสามัญของ CPC เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด (จากเดิม CPFI ถือหุ้นร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) และมีอำนาจในการควบคุม CPC โดยสมบูรณ์ โดย CPC และบริษัทย่อยของ CPC จะมีสถานะเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF จากผลการดำเนินงานที่ผ่านมา CPC มีผลการดำเนินงานดีขึ้นตามลำดับ ดังนั้น เมื่อจัดทำงบการเงินรวมของ CPF ที่รวมผลการดำเนินงานของ CPC ทั้งจำนวน ย่อมส่งผลให้ภาพรวมผลการดำเนินงาน CPF ดีขึ้น และเมื่อผลประกอบการดีขึ้นย่อมสะท้อนไปยังราคาหุ้นและส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPF ให้ดีขึ้นตามไปด้วย

4.1.3. การปรับโครงสร้างธุรกิจ

การเข้าซื้อหุ้นสามัญในครั้งนี้โดย CPFI (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF) อาจถือเป็นการปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัทให้เหมาะสมกับลักษณะธุรกิจ เนื่องจากกลุ่มบริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์ประกอบด้วยกลุ่มธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ธุรกิจพืชครบวงจร ธุรกิจค้าปลีก ธุรกิจโทรคมนาคม ธุรกิจยา และอื่นๆ ขณะที่ CPF (ซึ่งถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมโดย CPG ร้อยละ 44.3 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) ประกอบธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมแบบครบวงจร ตั้งแต่ผลิตอาหารสัตว์ ธุรกิจการเลี้ยงสัตว์ ธุรกิจอาหาร และธุรกิจค้าปลีก และถูกจัดอยู่ภายใต้กลุ่มธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหารของกลุ่มบริษัท CPG ที่ดำเนินการโดย CPF เป็นหลัก ซึ่ง CPF มีลักษณะธุรกิจตรงกันกับของ CPC ดังนั้น การปรับโครงสร้างโดยให้ CPF ถือหุ้นทั้งจำนวนของ CPC จะทำให้ CPF สามารถควบคุมการบริหารจัดการใน CPC ได้อย่างสมบูรณ์และยังเป็นการเพิ่มคล่องตัวในการบริหารจัดการระหว่างบริษัทในกลุ่มเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร

4.2. ข้อดี - ข้อด้อยของการเข้าทำรายการ

4.2.1. ข้อดีของการเข้าทำรายการ

1. ธุรกิจที่มีศักยภาพและการเติบโตที่ดี

CPC ลงทุนในกัมพูชาตั้งแต่ปี 2539 หรือเป็นระยะเวลากว่า 20 ปี และถือเป็นหนึ่งในผู้นำด้านเกษตรอุตสาหกรรมในกัมพูชา ทั้งในธุรกิจผลิตอาหารสัตว์ และธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ และธุรกิจอาหาร ดังนั้น CPF สามารถใช้ความได้เปรียบของการเป็นผู้นำตลาดในการต่อยอดธุรกิจในกัมพูชาได้อย่างต่อเนื่อง และรวมถึงผลการดำเนินงานในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา CPC มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยของรายได้เท่ากับร้อยละ 20.5 ต่อปี และอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไรเท่ากับร้อยละ 30.3 ต่อปี และในปี 2557 CPC มีรายได้รวมเท่ากับ 1,025.8 พันล้านเรียล (เทียบเท่า 8.3 พันล้านบาท) และกำไรสุทธิเท่ากับ 91.3 พันล้านเรียล (เทียบเท่า 0.7 พันล้านบาท) ประกอบกับในช่วง 5 ปีข้างหน้า CPC วางแผนขยายกำลังการผลิตของทั้งธุรกิจผลิตอาหารสัตว์ขึ้นอีกกว่าเท่าตัวและธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ รวมทั้งยังเล็งเห็นถึง

โอกาสในการขยายธุรกิจอาหารที่สามารถเพิ่มขึ้นได้อีกมาก (ตามที่กล่าวในข้อ 4.1.1) ดังนั้นจึงคาดว่าธุรกิจของ CPC ยังคงสามารถเติบโตต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง

2. เพิ่มโอกาสในการสร้างรายได้และผลตอบแทนที่ดีในอนาคต

ภายหลังการเข้าซื้อหุ้นสามัญทั้งหมดในครั้งนี้ งบการเงินรวมของ CPF จะต้องรวมและสะท้อนถึงสถานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของ CPC โดยในช่วง 5 ปีข้างหน้า CPC คาดว่าจะสร้างผลกำไรส่วนเพิ่มเฉลี่ยประมาณปีละ 67.9 พันล้านเรียล หรือประมาณ 0.5 พันล้านบาท[13] สำหรับกรณีฐาน ทั้งนี้ หาก CPC สามารถดำเนินงานได้ตามแผนที่กำหนดไว้ อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นหรือลดลงอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆ ตามที่กล่าวในข้อด้อยหรือความเสี่ยงในการเข้าทำรายการ

3. ขยายพื้นที่แหล่งผลิตอาหารที่อุดมสมบูรณ์แห่งหนึ่งและครอบคลุมประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้

ปัจจุบัน CPF เข้าลงทุนในประเทศต่างๆ ในประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้ ซึ่งได้แก่ ไทย ลาว เวียดนาม และกัมพูชา โดยกัมพูชาถือเป็นแหล่งผลิตวัตถุดิบที่สำคัญ (ได้แก่ ข้าว ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์ มันสำปะหลัง และถั่ว เป็นต้น) แห่งหนึ่งของโลกสำหรับการผลิตอาหาร ทั้งนี้ เนื่องจากพื้นดินยังคงความสมบูรณ์และสามารถให้ผลผลิตที่มีคุณภาพและในอัตราผลผลิตที่ดี การเข้าลงทุนซื้อหุ้นสามัญ CPC ร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดโดยบริษัทย่อยของ CPF ในครั้งนี้ จะทำให้ CPF เป็นผู้ประกอบการที่มีฐานการผลิตอาหารสำหรับความต้องการบริโภคภายในกัมพูชาและอาจรวมถึงการผลิตเพื่อส่งออกระหว่างกิจการในประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้ และยังถือเป็นการสนับสนุนการทำธุรกิจแบบยั่งยืน (Sustainable Business) ของกลุ่ม CPF

		ธุรกิจ			
		อาหารสัตว์	สัตว์บก	สัตว์น้ำ	อาหาร
ประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้	ไทย	✓	✓	✓	✓
	กัมพูชา	✓	✓		✓
	ลาว	✓	✓		✓
	เวียดนาม	✓	✓	✓	✓

หมายเหตุ: ข้อมูลข้างต้นแสดงเฉพาะประเทศที่มีโรงงานและฟาร์มของกลุ่ม CPF เท่านั้น

4. ความเหมาะสมของราคาซื้อขายหุ้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินมูลค่าของ CPC ด้วยวิธีต่างๆ ได้แก่ วิธีประเมินมูลค่าหุ้นโดยอ้างอิงจากสินทรัพย์ วิธีเปรียบเทียบกับอัตราส่วนในตลาด และวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด เพื่อหาช่วงมูลค่า

[13] *คำนวณจากอัตราแลกเปลี่ยน 0.0081 บาทต่อเรียล*

หุ้นที่เหมาะสม (Range of Fair Values) ซึ่งอยู่ที่ 2,896.1 – 3,636.6 ล้านบาท (ร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) หรือคิดเป็นราคาหุ้นสามัญ 288,167.5 - 361,647.1 บาทต่อหุ้น ขณะที่มูลค่าซื้อขายหุ้นรวมทั้งสิ้นเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาหุ้นละ 283,582.1 บาท ซึ่งเป็นมูลค่าซื้อขายที่ต่ำกว่าช่วงมูลค่าหุ้นยุติธรรมที่ประเมินไว้ร้อยละ 1.6 – 21.7 รวมทั้งกรณีที่คำนวณมูลค่าเงินลงทุนเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาทและประมาณการผลประกอบการเป็นไปตามกรณีฐานคาดว่ามีอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Equity IRR) เท่ากับร้อยละ 17.3

4.2.2. ข้อด้อยของการเข้าทำรายการ

ความเสี่ยงจากสภาพแวดล้อมที่อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานที่คาดการณ์ไว้ เช่น

1. ภาวะการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากการเข้ามาลงทุนของผู้ประกอบการรายใหญ่อื่น ซึ่งอาจกระทบต่อส่วนแบ่งการตลาดของ CPC ในอนาคต

2. ความผันผวนของราคาสุกรหรือราคาไก่เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานภายในกัมพูชา ซึ่งที่ผ่านมาราคาสุกรมีความผันผวนค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับราคาไก่ ประกอบกับธุรกิจสุกรมีสัดส่วนรายได้ร้อยละ 58.7 ในปี 2557 จึงเป็นธุรกิจที่ส่งผลกระทบค่อนข้างสูงต่อผลการดำเนินงานของ CPC อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก CPC ประกอบด้วยธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมและอาหาร ตั้งแต่ ธุรกิจอาหารสัตว์ ธุรกิจเลี้ยงไก่-สุกร และธุรกิจอาหาร ดังนั้น จึงสามารถบริหารจัดการและกระจายความเสี่ยงของการทำธุรกิจได้ในระดับหนึ่ง

3. ผลกระทบภายนอกอื่นๆ เช่น โรคระบาดของสัตว์ ปัญหาภัยธรรมชาติ (ภัยแล้งหรือน้ำท่วม) และเสถียรภาพการเมือง เป็นต้น

4.2.3. ข้อดี - ข้อด้อยของการไม่เข้าทำรายการ

ข้อดี	ข้อด้อย
▪ CPF สามารถใช้เงินที่ใช้ในการลงทุนใน CPC จำนวน 2,850.0 ล้านบาท เพื่อลงทุนในธุรกิจอื่นหรือบริษัทเป้าหมายอื่นที่อาจได้รับอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่า ซึ่งอาจทำให้สูญเสียโอกาสในการลงทุนดังกล่าว	▪ ถ้าหากการดำเนินงานของ CPC เป็นไปตามที่ประมาณการไว้ในกรณีฐาน CPC จะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นได้ค่อนข้างสูง โดยคาดว่าการลงทุนใน CPC จะให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity IRR) ประมาณร้อยละ 17.3 (คำนวณอัตราผลตอบแทนกรณีฐานและเงินลงทุนเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาท)

4.3. เปรียบเทียบข้อดี - ข้อด้อยระหว่างการเข้าทำรายการที่เกี่ยวโยงกันกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกับการเข้าทำรายการกับบุคคลอื่น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้วิเคราะห์ข้อดี - ข้อด้อยเปรียบเทียบระหว่างกรณีเข้าลงทุนใน CPC ซึ่งมีผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวโยงกัน กับกรณีที่ทำการลงทุนกับกิจการที่มีลักษณะเกี่ยวกันกับบุคคลอื่น ดังนี้

	ข้อดี	ข้อด้อย
กรณีเข้าลงทุนใน CPC	▪ CPC ได้ลงทุนสร้างฐานการผลิตและการตลาดในกัมพูชาเป็นระยะเวลาเกือบ 20 ปี ซึ่งครองความเป็นผู้นำในเกษตรอุตสาหกรรม ดังนั้นการเข้าถือหุ้นสามัญทั้งจำนวนจะทำให้ CPF	-

	ข้อดี	ข้อด้อย
	สามารถควบคุมการดำเนินงานของ CPC ได้อย่างสมบูรณ์และสามารถใช้ความได้เปรียบของ CPC ในฐานะผู้นำตลาดได้อย่างเต็มที่	
กรณีเข้าลงทุนซื้อกิจการที่มีลักษณะเดียวกันจากบุคคลอื่นที่ไม่เกี่ยวข้อง	▪ กิจการดังกล่าวอาจให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า และทำให้ CPF สูญเสียโอกาสการลงทุน	▪ CPF อาจต้องใช้ระยะเวลานานกว่าในการเข้าลงทุนเพื่อขยายฐานธุรกิจ เช่น ระยะเวลาในการพิจารณาเข้าลงทุน หรือ การลงทุนก่อสร้าง/ปรับปรุง หรือ การปรับการบริหารจัดการภายในให้สอดคล้องกับระบบของ CPF เป็นต้น ▪ ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจร่วมกับบุคคลอื่นอาจสูงกว่าเมื่อเทียบกับกรณีการเข้าทำรายการกับ CPC (เช่น ความแตกต่างของระบบการบริหารจัดการ หรือ วัฒนธรรมองค์กร เป็นต้น)

4.4. ความเหมาะสมด้านราคาของการเข้าทำรายการ

4.4.1. หลักเกณฑ์และแนวคิดในการประเมินราคาหุ้น

ในการพิจารณาความเหมาะสมของด้านราคาซื้อขายหุ้นสามัญเมื่อเปรียบเทียบกับราคาหุ้นสามัญที่คำนวณได้ทางทฤษฎีนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการประเมินราคาหุ้นของ CPC ภายใต้สมมติฐานการประกอบธุรกิจปัจจุบัน (As-is) ด้วยวิธีการต่างๆ ดังต่อไปนี้

1. วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)

เป็นประเมินมูลค่าหุ้นโดยมีสมมติฐานว่ามูลค่าหุ้นเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) ของบริษัทบนพื้นฐานทางการบัญชี การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของกิจการตามวิธีนี้ สะท้อนมูลค่ากิจการ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้น ไม่ได้คำนึงถึงผลการดำเนินงานในอนาคต รวมทั้งแนวโน้มเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม อีกทั้งมูลค่าตามบัญชีของแต่ละบริษัทได้รับผลกระทบจากนโยบายบัญชีของแต่ละบริษัทที่เลือกมาปฏิบัติเช่นกัน

ดังนั้น **<u>วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach) จึงมีความเหมาะสมน้อยกว่าวิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF) และวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparable Approach)</u>**

2. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF)

การประเมินตามวิธีนี้จะแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของหุ้นที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของกิจการ โดยการคำนึงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคต โดยการนำประมาณการกระแสเงินสดสุทธิที่คาดว่าจะได้มาคำนวณหามูลค่าปัจจุบันด้วยอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เหมาะสม ซึ่งการจัดทำประมาณการทางการเงินดังกล่าวที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้ข้อมูลจากการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของกิจการและบริษัทที่เกี่ยวข้อง รวมถึงเอกสารที่ได้รับจากกิจการ และบุคคลที่เกี่ยวข้อง และตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจของกิจการและบริษัทที่เกี่ยวข้องยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) และไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้น รวมทั้งเป็นไปตาม

สภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน อีกทั้งสมมติฐานส่วนใหญ่กำหนดขึ้นจากข้อมูลหรืออัตราส่วนทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีต รวมถึงข้อมูลและนโยบายการดำเนินธุรกิจที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร และเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้องของกิจการ

นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้จัดทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของสมมติฐานหลักๆ (Sensitivity Analysis) เช่น ราคาขาย กำไรขั้นต้น เป็นต้น เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของมูลค่าหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงสมมติฐานหลักนั้นๆ

ดังนั้น **วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF) จึงเป็นวิธีที่เหมาะสมในการหามูลค่าหุ้นของ CPC**

3. วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparable Approach)

ประเมินมูลค่ากิจการโดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สะท้อนมูลค่ายุติธรรมของบริษัท โดยอาศัยกลไกของตลาด และอ้างอิงจากมูลค่าการซื้อขายที่เกิดขึ้นจริง ทั้งนี้ การประเมินมูลค่ายุติธรรมของ CPC จะอาศัยการเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่างๆ ของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกัน หรือใกล้เคียงกัน จากประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (SEA)

ทั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาเลือกบริษัทเทียบเคียงจากบริษัทที่ดำเนินธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมการเกษตรและอาหาร (Agro & Food Industry) ซึ่งมีรายได้หลักมาจากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และอาหารสัตว์ (มากกว่าร้อยละ 50.0 ของรายได้รวม) จากประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงสภาวะตลาดในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) เหมือนกัมพูชา

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ มีความเห็นว่า **อัตราส่วนตลาดที่เหมาะสมได้แก่ อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี (EV/EBITDA) และอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Multiple - P/E) เนื่องมาจากเป็นอัตราส่วนที่สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อบริษัทในอุตสาหกรรมการเกษตรและอาหารโดยรวม** ส่วนอัตราส่วนราคาปิดต่อราคาตามบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value Multiple - P/BV) มีข้อจำกัดในการประเมินมูลค่ากิจการ เพราะมูลค่าตามบัญชีของแต่ละบริษัทได้รับผลกระทบจากนโยบายบัญชีของแต่ละบริษัทที่เลือกมาปฏิบัติ ดังนั้นจึงไม่สะท้อนมูลค่าได้ดีเท่าวิธีอื่น

4.4.2. วิธีประเมินมูลค่าตามบัญชี (Book Value Approach)

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ CPC ตามวิธีนี้ เป็นการประเมินมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ (สินทรัพย์รวมหักหนี้สินรวม) ซึ่งเท่ากับส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงินรวม และนำมาหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายและเรียกชำระแล้วจำนวนรวมทั้งสิ้น 13,400 หุ้น

เนื่องจาก CPC ได้จัดทำงบการเงินรวมตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด ดังนั้น สำหรับการคำนวณมูลค่าตามบัญชีของ CPC ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณามูลค่าตามบัญชีตามงบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนด ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ตามรายละเอียด ดังนี้

ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2557	พันล้านเรียล	พันล้านบาท
ทุนจดทะเบียนที่ออกชำระแล้ว 67,402,000.0 เหรียญสหรัฐ มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5,030.0 เหรียญสหรัฐ	268.7	2.2
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	35.5	0.3
กำไรสะสม	12.9	0.1
ส่วนของผู้ถือหุ้นรวมของ CPC ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557	317.1	2.6
จำนวนหุ้น (หุ้น)	13,400	13,400
อัตราแลกเปลี่ยน (1.0 เรียลต่อบาท) ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2558	0.0081	0.0081
มูลค่าหุ้นตามบัญชี (เรียลต่อหุ้น/บาทต่อหุ้น)	23,668,098.2	191,711.6

จากงบการเงินรวมของ CPC ซึ่งผ่านการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีของ CPC ตามแนวทางที่ผู้สอบบัญชีของ CPF กำหนดมูลค่าหุ้นตามบัญชีของ CPC เท่ากับ 23,668,098.2 เรียลต่อหุ้น หรือประมาณ 191,711.6 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นมูลค่าที่ต่ำกว่าราคาซื้อขายที่ 283,582.1 บาทต่อหุ้น จำนวน 91,870.5 บาทต่อหุ้น หรือต่ำกว่าร้อยละ -32.4

การประเมินโดยวิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีของกิจการจะแสดงมูลค่าของกิจการตามมูลค่าทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินของกิจการ ณ ขณะใดขณะหนึ่ง โดยไม่คำนึงถึงความสามารถในการดำเนินงานและผลประกอบการของกิจการในอนาคต รวมถึงปัจจัยภายนอกอื่นๆ เช่น สภาพเศรษฐกิจ ภาวะอุตสาหกรรม เป็นต้น รวมถึงมิได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าตลาดที่แท้จริงของสินทรัพย์ อีกทั้งอุตสาหกรรมการเกษตรและอาหาร (Agro & Food Industry) มูลค่าของสินทรัพย์ถาวรมิได้สะท้อนผลการดำเนินงานของธุรกิจทั้งหมด ดังนั้น วิธีมูลค่าหุ้นตามบัญชีจึงไม่เหมาะสมที่จะใช้ประเมินราคาหุ้นของ CPC

4.4.3. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF)

1. สมมติฐานในการจัดทำประมาณการงบการเงินเฉพาะกิจการของ CPC

การประมาณการทางการเงินของ CPC จัดทำขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ในการพิจารณาหาราคาหุ้นที่เหมาะสมของ CPC เพื่อเปรียบเทียบกับราคาซื้อขายในครั้งนี้เท่านั้น ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจ และปัจจัยภายนอกอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานของ CPC รวมทั้งสถานการณ์ของ CPC มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานที่กล่าวข้างต้น ราคาหุ้นย่อมจะเปลี่ยนแปลงตามไปด้วยเช่นกัน และราคาหุ้นดังกล่าวจะไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ดังกล่าวข้างต้น

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้คำนวณหามูลค่าหุ้นของ CPC โดยจัดทำประมาณการทางการเงินเฉพาะกิจการและหามูลค่าปัจจุบันของ CPC ในอนาคต รวมกับมูลค่าทางบัญชี (Equity Value) ของ CPT ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557

ทั้งนี้ สมมติฐานสำคัญที่ใช้ในการประมาณการทางการเงินในอีก 5 ปีข้างหน้ากำหนดตามสภาพปัจจุบันของ CPC สะท้อนถึงแผนธุรกิจและนโยบายการลงทุนในอนาคตของ CPC อีก 5 ปีข้างหน้า (ปี 2558 - 2562) ทั้งนี้มิได้คำนึงถึงการควบรวมกิจการใดๆที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต อีกทั้งสมมติฐานส่วนใหญ่กำหนดขึ้นจากข้อมูลหรือ

อัตราส่วนทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในอดีต รวมถึงข้อมูลและนโยบายการดำเนินธุรกิจที่ได้รับจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและเจ้าหน้าที่ที่เกี่ยวข้องของ CPC สามารถสรุปได้ดังนี้

1) <u>รายได้และกำไรขั้นต้น</u> (Total Revenue and Gross Profit Margin) ประกอบด้วย (1) รายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์ (Feed) ประมาณร้อยละ 18.7 – 20.1 (2) รายได้จากธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสัตว์ปีก (Poultry Farm) ประมาณร้อยละ 14.3 – 18.2 (3) รายได้จากธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสุกร (Swine Farm) ประมาณร้อยละ 52.8 – 57.2 (4) รายได้จากธุรกิจอาหาร (Food) ประมาณร้อยละ 3.6 – 11.3 และ (5) รายได้อื่น ประมาณร้อยละ 1.5 – 2.3 คือ รายได้ดอกเบี้ยรับจากบริษัทในเครือในอัตราร้อยละ 10 ต่อปี ตามที่ระบุในสัญญากู้ยืมเงิน ตามรายละเอียดดังนี้

(ก) <u>รายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์ (Feed)</u> คือ รายได้การผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์สำหรับสัตว์บกและสัตว์ปีกภายใต้ตราสินค้าต่างๆ อาทิ HI-GRO โดยผลิตอาหารสุกรและอาหารไก่เป็นหลัก จำหน่ายให้แก่เกษตรกร ร้านค้าปลีก ร้านค้าส่ง โดยประมาณการจากปัจจัยหลัก 2 ประการ รายละเอียดดังนี้

ปริมาณการขายและอัตราการเติบโตปริมาณการขายกำหนดจากปริมาณการขายอาหารสัตว์ที่เกิดขึ้นจริงของปี 2557 เป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตเฉลี่ยของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์ในอนาคตตั้งแต่ปี 2558 - 2562 เพื่อให้ CPC สามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดให้อยู่ในระดับใกล้กับปี 2557

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวนประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการใช้อาหารสัตว์ในกัมพูชา จากการวิเคราะห์ด้วยวิธีถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของอุตสาหกรรมอาหารสัตว์ (Feed Industry) กับการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ในปี 2552 - 2557 และนำค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมาคำนวณกับประมาณการผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ในปี 2558 - 2561 ของ Ministry of Planning กัมพูชา รายละเอียดดังตารางข้างล่างนี้

ปริมาณการขายอาหารสัตว์ ปี 2557	อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี				
	ปี 2558	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561	ปี 2562
86.4 ล้านกิโลกรัม	15.5%	16.0%	16.3%	16.5%	16.5%

จากการเติบโตของปริมาณอาหารสัตว์ตามที่ได้ประมาณการข้างต้น รวมกับการผลิตเพื่อใช้ในฟาร์มเองตามประมาณการยอดขายสัตว์ปีก และสุกร ดังรายละเอียดในหัวข้อ (ข) และ (ค) และในระยะเวลา 5 ปีข้างหน้า โรงงานผลิตอาหารสัตว์ของ CPC วางแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นอีกกว่าเท่าตัว ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิต (Utilization rate) ไม่เกินร้อยละ 85.0 ในปี 2558 - 2562

ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมและอัตราการเติบโต ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมกำหนดจากราคาขายต่อกิโลกรัมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริงในปี 2557 เท่ากับ 2,129.9 เรียลต่อกิโลกรัมเป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 1.2 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ เพื่อสะท้อนความผันผวนของราคาขายเฉลี่ยในช่วงที่ผ่านมา ตามตารางข้างล่างนี้

	ปี 2553	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557	ค่าเฉลี่ย
อัตราการเติบโต	7.5%	3.7%	-5.5%	0.9%	-0.6%	1.2%

กำไรขั้นต้น กำหนดจากกำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารสัตว์ที่ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 15.3 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายของ CPC ทำให้ CPC สามารถส่งผ่านต้นทุนของวัตถุดิบที่สูงขึ้นให้ลูกค้าได้ ส่งผลให้ CPC มีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างคงที่

(ข) <u>รายได้จากธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสัตว์ปีก (Poultry Farm)</u> คือ รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ ไก่เนื้อ และไก่เนื้อพันธุ์พื้นเมือง ประมาณการจากปัจจัยหลัก 2 ประการ รายละเอียดดังนี้

ปริมาณการขายและอัตราการเติบโต ปริมาณการขายกำหนดจากปริมาณการขายสัตว์ปีกที่เกิดขึ้นจริงของปี 2557 เป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามประมาณการอัตราการเติบโตในแต่ละปีตามนโยบายและแผนธุรกิจของ CPC ในอนาคตตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 - 2562 ดังตารางข้างล่างนี้

ปริมาณการขายสัตว์ปีกและสุกรขุน	อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีของปริมาณการขายสัตว์ปีก				
ปี 2557[1/]	ปี 2558	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561	ปี 2562
75.0 ล้านกิโลกรัม	12.0%	9.5%	9.3%	9.3%	9.2%

หมายเหตุ: 1/ แบ่งออกเป็นสัดส่วนปริมาณการขายสัตว์ปีกต่อสุกรขุน 26.4 : 73.6

ซึ่งอัตราการเติบโตของปริมาณขายข้างต้นสอดคล้องกับอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคเนื้อไก่ในกัมพูชา จากการวิเคราะห์ด้วยวิธีถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคเนื้อไก่กับการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ในปี 2552 - 2557 และนำค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมาคำนวณกับประมาณการผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ในปี 2558 - 2561 ของ Ministry of Planning กัมพูชา โดยอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคเนื้อไก่ในกัมพูชาในปี 2558 - 2562 อยู่ในช่วงร้อยละ 8.0 - 8.6 ซึ่งส่งผลให้ CPC สามารถรักษาระดับส่วนแบ่งการตลาดใกล้เคียงกับส่วนแบ่งตลาดในปี 2557

ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมและอัตราการเติบโต ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมกำหนดจากราคาขายต่อกิโลกรัมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริงปี 2557 เท่ากับ 9,466.6 เรียลต่อกิโลกรัมเป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ -0.5 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ เพื่อสะท้อนความผันผวนของราคาขายเฉลี่ยในช่วงที่ผ่านมา ตามตารางข้างล่างนี้

	ปี 2553	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557	ค่าเฉลี่ย
อัตราการเติบโต	12.0%	-2.1%	-13.9%	7.6%	-5.9%	-0.5%

กำไรขั้นต้น กำหนดจากกำไรขั้นต้นของธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสัตว์ปีกที่ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 11.7 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ

(ค) <u>รายได้จากธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสุกร (Swine Farm)</u> คือ รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์หลักคือ สุกรขุน ผ่านโรงงานแปรรูปอาหารของ CPC และโรงงานแปรรูปอื่นๆ ในกัมพูชา จำหน่ายให้ผู้ค้าส่งและผู้ค้าปลีก รวมทั้งจำหน่ายให้กับตัวแทนทั่วประเทศ โดยประมาณการจากปัจจัยหลัก 2 ประการ รายละเอียดดังนี้

ปริมาณการขายและอัตราการเติบโต ปริมาณการขายกำหนดจากปริมาณการขายสุกรที่เกิดขึ้นจริงของปี 2557 เป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามประมาณการอัตราการเติบโตในแต่ละปีตามนโยบายและแผนธุรกิจของ CPC ในอนาคตตั้งแต่ปี 2558 - 2562 ดังตารางข้างล่างนี้

ปริมาณการขายสัตว์ปีกและสุกรขุน	อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีของปริมาณการขายสุกรขุน				
ปี 2557[1/]	ปี 2558	ปี 2559	ปี 2560	ปี 2561	ปี 2562
75.0 ล้านกิโลกรัม	28.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

หมายเหตุ: 1/ แบ่งออกเป็นสัดส่วนปริมาณการขายสัตว์ปีกต่อสุกรขุน 26.4 : 73.6

ซึ่งอัตราการเติบโตของปริมาณขายสุกรขุน มากกว่าอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคสุกรในกัมพูชา จากการวิเคราะห์ด้วยวิธีถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคสุกรกับการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP)ในปี 2552 - 2557 และนำค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวมาคำนวณกับประมาณการผลิตภัณฑ์มวลรวมของการปศุสัตว์ (Livestock GDP) ในปี 2558 - 2561 ของ Ministry of Planning กัมพูชา โดยอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมการบริโภคสุกรในกัมพูชาในปี 2558 - 2562 อยู่ในช่วงร้อยละ 5.8 - 6.2 ซึ่งส่งผลให้ CPC สามารถมีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 4.1 - 8.9 จากส่วนแบ่งตลาดในปี 2557 โดยส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นมาจากการชดเชยการนำเข้าจากต่างประเทศ

ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมและอัตราการเติบโต ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมกำหนดจากราคาขายต่อกิโลกรัมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริงปี 2557 เท่ากับ 10,913.1 เรียลต่อกิโลกรัมเป็นฐานในการคำนวณ เนื่องจากราคาขายหมูเฉลี่ยในปี 2557 เพิ่มขึ้นค่อนข้างมากถึงร้อยละ 15.8 จากปี 2556 เพราะปริมาณความต้องการบริโภคของประชากรในกัมพูชาเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในขณะที่ปริมาณสุกรในท้องตลาดไม่เพียงพอความต้องการ ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงใช้ราคาเฉลี่ยปัจจุบัน ณ เดือนมกราคม 2558 ซึ่งลดลงจากปี 2557 ประมาณร้อยละ -15.3 จากปีก่อนหน้า เพื่อให้สะท้อนถึงสภาวะตลาดที่แท้จริง ณ ปัจจุบัน และเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วง 6 ปีย้อนหลัง (ปี 2553 - 2558) เท่ากับร้อยละ 3.0 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ เพื่อสะท้อนความผันผวนของราคาขายเฉลี่ยในช่วงที่ผ่านมา ตามตารางข้างล่างนี้

	ปี 2553	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557	ปี 2558	ค่าเฉลี่ย
อัตราการเติบโต	9.4%	20.9%	-19.0%	6.4%	15.8%	-15.3%	3.0%

กำไรขั้นต้น กำหนดจากกำไรขั้นต้นของธุรกิจผลิตผลจากฟาร์มสุกรที่ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 18.1 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ

(ง) <u>รายได้จากธุรกิจอาหาร (Food)</u> คือรายได้จากการขายผลิตภัณฑ์หลักธุรกิจอาหารของ CPC ได้แก่ ผลิตภัณฑ์อาหารแปรรูปเป็นการเพิ่มมูลค่าแก่ผลิตภัณฑ์แปรรูปขั้นพื้นฐานโดยปรุงแต่งให้เป็นอาหารกึ่งปรุงสุก/ปรุงสุก และอาหารพร้อมรับประทาน เช่น ไส้กรอก หมูยอ และไก่จ้อ เป็นต้น โดยประมาณการจากปัจจัยหลัก 2 ประการ รายละเอียดดังนี้

ปริมาณการขายและอัตราการเติบโต ปริมาณการขายกำหนดจากปริมาณการขายอาหารที่เกิดขึ้นจริงของปี 2557 เป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามประมาณการอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วง 5 ปีย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 27.2 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังตารางข้างล่างนี้

ปริมาณการขายอาหาร	อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี					
ปี 2557	ปี 2553	ปี 2554	ปี2555	ปี 2556	ปี 2557	ค่าเฉลี่ย
2.6 ล้านกิโลกรัม	-57.2%	29.7%	153.7%	8.0%	1.9%	27.2%

CPC มีนโยบายการพัฒนาสูตรอาหารให้เข้าถึงรสชาติความคุ้นเคยของประชากรในกัมพูชาและเพิ่มช่องทางจำหน่ายให้มากขึ้น

ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมและอัตราการเติบโต ราคาขายเฉลี่ยต่อกิโลกรัมกำหนดจากราคาขายต่อกิโลกรัมเฉลี่ยที่เกิดขึ้นจริงปี 2557 เท่ากับ 10,342.9 เรียลต่อกิโลกรัมเป็นฐานในการคำนวณและเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 21.0 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ เพื่อสะท้อนความผันผวนของราคาขายเฉลี่ยในช่วงที่ผ่านมา ตามตารางข้างล่างนี้

	ปี 2553	ปี 2554	ปี2555	ปี 2556	ปี 2557	ค่าเฉลี่ย
อัตราการเติบโต	9.2%	89.5%	-15.1%	14.9%	6.5%	21.0%

กำไรขั้นต้น กำหนดจากกำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารที่ไม่รวมค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and Amortization) ที่เกิดขึ้นจริงในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 2.5 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ

(จ) <u>รายได้อื่นๆ (Others)</u> คือ รายได้ดอกเบี้ยรับจากบริษัทที่เกี่ยวข้องกัน ในอัตราร้อยละ 10.0 ต่อปี จากภาระการกู้ยืมเงินของ CPT จำนวน 30 พันล้านเรียลตามสัญญาเงินกู้ยืม จำนวน 2 ฉบับเป็นระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี 2556-2566

2) <u>ค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่าย (Distribution Expenses)</u> ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายในการขนส่งไปตามจุดจำหน่ายต่างๆ ของ CPC ค่าโฆษณาและประชาสัมพันธ์ ค่าเงินเดือนพนักงาน ค่าภาษีและธรรมเนียมต่างๆ ค่าเช่า ค่าเดินทาง ค่าเสื่อมราคา และอื่นๆ ซึ่งลักษณะค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายผันแปรตามรายได้จากธุรกิจหลัก (Total Revenue) คิดเป็นร้อยละ 2.1 - 3.1 ในช่วงปี 2553 - 2557 ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนด

อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายเทียบกับรายได้จากธุรกิจหลักจากอัตราส่วนในอดีตที่เกิดขึ้นจริงในช่วงปี 5 ย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557) เท่ากับร้อยละ 2.6 คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ

3) <u>ค่าใช้จ่ายในการบริหาร (Administative expenses)</u> ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายคงที่ ประมาณร้อยละ 45.0 – 52.0 ของค่าใช้จ่ายในการบริหาร ได้แก่ เงินเดือนพนักงานและค่าเช่าที่ดินจาก CPT เป็นต้น และค่าใช้จ่ายผันแปร ประมาณร้อยละ 48.0 – 55.0 ของค่าใช้จ่ายในการบริหาร ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับสิทธิการใช้เครื่องหมายการค้าให้กับ CPG กำหนดเป็นเปอร์เซนต์จากรายได้จากธุรกิจแต่ละประเภท ตามที่ระบุในสัญญาว่าจ้างบริการด้านเทคนิค ค่าเดินทาง ค่าซ่อมแซม ค่าธรรมเนียม ค่าเสื่อมราคาและอื่นๆ เป็นต้น ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงกำหนดสมมติฐานดังนี้

รายการ	ปีฐาน	สมมติฐานปี 2558F – 2562F
เงินเดือนพนักงาน	มูลค่าที่เกิดขึ้นจริงในปี 2557 เป็นฐานในการคำนวณ	อัตราการเติบโตร้อยละ 5.0 ต่อปี
ค่าเช่าที่ดินจาก CPT		คงที่ ตามระบุในสัญญาเช่าระยะยาว ที่อัตราค่าเช่าคงที่ตลอดอายุสัญญา
ค่าเช่าอื่นๆ		อัตราการเติบโตร้อยละ 3.5 ต่อปี ตามประมาณการอัตราเงินเฟ้อ
ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับสิทธิการใช้เครื่องหมายการค้า		เปอร์เซนต์จากรายได้จากธุรกิจแต่ละประเภท ตามที่ระบุในสัญญาว่าจ้างบริการด้านเทคนิคอายุสัญญา 2 ปี
ค่าใช้จ่ายผันแปรอื่นๆ		อัตราส่วนร้อยละ 1.5 ของรายได้จากธุรกิจหลัก (Total Revenue) ตามอัตราส่วนเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (ปี 2553 - 2557)
ค่าเสื่อมราคา		ใช้วิธีเส้นตรง (Straight-line method) สำหรับสินทรัพย์ปัจจุบันใช้ตามอายุการใช้งานคงเหลือเฉลี่ย และสินทรัพย์ใหม่ใช้ตามอายุการใช้งานของสินทรัพย์แต่ละประเภทที่ระบุไว้ในนโยบายบัญชี 1. เครื่องจักรและเครื่องมือ 4 ปี 2. อาคาร 20 ปี ซึ่งค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ทั้งหมดจะถูกจัดสรรไปยังต้นทุนขายแต่ละธุรกิจ ประมาณร้อยละ 85.3 ค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายประมาณร้อยละ 4.7 และค่าใช้จ่ายในการบริหารประมาณร้อยละ 10.0 อ้างอิงตามสัดส่วนเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง (ปี 2553 - 2557)

4) <u>ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Interest Expense)</u> ในประมาณการทางการเงินกำหนดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจากอัตรา LIBOR 6 เดือน ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2558 เท่ากับร้อยละ 0.3809 ต่อปี สำหรับเงินกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงินหลายแห่ง มีอัตราเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.4 ต่อปี โดยอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวข้างต้นจะคงที่ ตลอดระยะเวลาประมาณการ

5) <u>ภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax Expense)</u> ประมาณการอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราร้อยละ 20 ซึ่งเป็นอัตราภาษีปัจจุบันที่กำหนดไว้ตามกฎหมายของกัมพูชา

6) <u>เงินทุนหมุนเวียน (Working Capital)</u> ประมาณการเงินทุนหมุนเวียนโดยอ้างอิงจากอัตราส่วนทางการเงินที่เกิดขึ้นจริงในปี 2557 เพื่อให้สะท้อนสถานะทางการเงิน ณ ปัจจุบันของ CPC และกำหนดให้คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการ ดังนี้

รายการ	ระยะเวลาเฉลี่ย
ระยะเวลาเก็บหนี้จากลูกหนี้	21 วัน
ระยะเวลาเก็บสินค้าคงเหลือ	47 วัน
ระยะเวลาชำระหนี้จากเจ้าหนี้	29 วัน
ระยะเวลาเก็บสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียน	79 วัน

7) <u>ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure)</u> ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตสำหรับธุรกิจอาหารสัตว์ เพื่อการซื้อพันธุ์สัตว์ และเพื่อลงทุนในเครื่องจักร เครื่องมือเพิ่มเติม โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระอ้างอิงจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารซึ่งสอดคล้องกับแผนธุรกิจในอนาคตอีก 5 ปีข้างหน้า รายละเอียดค่าใช้จ่ายลงทุนรายปีของ CPC ดังตารางข้างล่างนี้

พันล้านเรียล	ปี 2558F[1/]	ปี 2559F	ปี 2560F[1/]	ปี 2561F	ปี 2562F
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	112.3	51.8	133.0	20.1	19.6

หมายเหตุ: 1/ ในปี 2558 และ 2560 ส่วนใหญ่เพื่อการลงทุนในธุรกิจอาหารสัตว์

8) <u>อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสด (Terminal Growth Rate)</u> อ้างอิงจากอัตราการขยายตัวของอัตราเงินเฟ้อของกัมพูชา (Inflation Rate) ประมาณร้อยละ 3.5 ต่อปีตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นไป จากประมาณการของ Ministry of Planning กัมพูชา

2. วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF)

การประเมินมูลค่าหุ้นสามัญของ CPC ตามวิธีนี้ เป็นการหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตของ CPC ณ วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2558 ตามสมมติฐานที่กล่าวข้างต้น และนำมาปรับด้วยอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เหมาะสมกลับมา โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาอัตราคิดลดที่เหมาะสมดังนี้

<u>อัตราคิดลด</u> (Discount Rate) อัตราคิดลดที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดว่ากิจการจะสามารถทำได้ในอนาคต คำนวณจากต้นทุนทางการเงินถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามโครงสร้างเงินทุนของ CPC

<u>การคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)</u>:

WACC = Ke(E/(D+E))+Kd(1-t)(D/D+E)

โดยที่

Ke = อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

Kd	=	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ยของ CPC (ใช้ LIBOR ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558) เท่ากับร้อยละ 3.4
t	=	ภาษีเงินได้นิติบุคคลซึ่งเท่ากับร้อยละ 20.0
E	=	ส่วนของผู้ถือหุ้น
D	=	หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย
D/E Ratio	=	อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ CPC ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 เท่ากับ 0.5 เท่า

<u>การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke):</u>

เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลในการคำนวนอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในกัมพูชา ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke) โดยอ้างอิงจาก (1) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Ke) ของ CPF เท่ากับร้อยละ 11.0 (ข้อมูลจาก Bloomberg) และ(2) การคำนวนอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Ke) จากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (“CAPM”) ดังนี้

Ke = Rf + β * (Rm - Rf)

โดยที่

Risk Free Rate (Rf)	อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอายุ 10 ปี ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 มีค่าเท่ากับร้อยละ 2.7 ซึ่งตามทฤษฎี/ทางปฏิบัติจะใช้พันธบัตรระยะยาว (T-Bond) เป็นเกณฑ์ในการกำหนด Rf เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยที่เกิดจากการลงทุนอย่างต่อเนื่อง
Market Return (Rm)	อ้างอิงข้อมูลจากผลตอบแทนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (ตั้งแต่เดือน มกราคม ปี 2549 – เดือน มกราคม ปี 2558) มีค่าเท่ากับร้อยละ 12.7
Adjusted Beta (β)	อ้างอิงจาก Leverage Beta ของ CPF ในฐานะผู้ถือหุ้นของ CPC เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (ตั้งแต่เดือน มกราคม ปี 2549 – เดือน มกราคม ปี 2558) (ข้อมูลจาก Bloomberg) เพื่อใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke) มีค่าเท่ากับ 0.71

ดังนั้น

Ke = 2.7% + 0.71 x (12.7% - 2.7%) = 9.8%

จากการคำนวณดังกล่าวข้างต้นจะได้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Ke) เท่ากับร้อยละ 9.8 (ตามทฤษฎี CAPM) และเท่ากับร้อยละ 11.0 (อ้างอิงจาก Ke ของ CPF) เมื่อปรับปรุงอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นทั้งสองวิธีด้วยค่าความแตกต่างระหว่าง Country Risk Premium ของไทยกับกัมพูชา ซึ่งประมาณร้อยละ 2.9 และร้อยละ 9.9 ตามลำดับ คูณด้วย Median Comparables' Beta ของกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่คล้ายคลึงกับ CPC ในกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (SEA) เท่ากับ 0.66 เท่า จะให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้วและหาค่าเฉลี่ยของทั้งสองวิธี ซึ่งจะได้ค่า Ke เท่ากับร้อยละ 15.0

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระคำนวณต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ตามโครงสร้างเงินทุนของ CPC เท่ากับร้อยละ 11.0

ตารางที่ 4-1 สรุปประมาณการกระแสเงินสดสุทธิของ CPC ปี 2558 - 2562

หน่วย:พันล้านเรียล	**ปี 2558F**	**ปี 2559F**	**ปี 2560F**	**ปี 2561F**	**ปี 2562F**
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน:					
EBIT * (1-tax)	62.1	63.6	69.1	78.0	101.2
บวก: ค่าเสื่อมราคา-สินทรัพย์ถาวร	23.3	36.3	46.3	54.3	46.7
ค่าเสื่อมราคา-ทรัพย์สินชีวภาพไม่หมุนเวียน	25.2	26.5	27.6	20.3	6.6
ลบ:การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน	-39.9	-37.6	-42.5	-49.2	-55.0
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	70.7	88.8	100.5	103.4	99.5
กระแสเงินสดจากการลงทุน:					
ลบ: ค่าใช้จ่ายลงทุนสินทรัพย์ถาวร	-93.0	-43.2	-124.9	-11.7	-10.9
ค่าใช้จ่ายลงทุนทรัพย์สินชีวภาพไม่หมุนเวียน	-19.3	-8.6	-8.1	-8.4	-8.7
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-112.3	-51.8	-133.0	-20.1	-19.6
กระแสเงินสดสุทธิ	-41.6	37.0	-32.5	83.3	79.9
อัตราคิดลด @11.0%	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิ	-37.5	30.0	-23.8	54.9	47.4

ตารางที่ 4-2 มูลค่าหุ้น

หน่วย:พันล้านเรียล	**วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2558**
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิตั้งแต่ปี 2558 - 2562	71.0
มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นไป	654.2[1/]
มูลค่ากิจการ (Enterprise Value)	725.2
บวก: เงินสดและเงินฝากธนาคาร ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557	11.5
เงินให้กู้ยืมแก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกัน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557	30.0
หัก: ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย	169.4
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Value) - CPC	597.3
บวก: มูลค่าตามบัญชีของ CPT ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ร้อยละ 49.0	1.3
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Equity Value) - CPC	598.6
จำนวนหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 5,030.0 เหรียญสหรัฐ	13,400 หุ้น

หน่วย:พันล้านเรียล	วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2558
มูลค่าหุ้น (เรียลต่อหุ้น)	44,672,475.5
อัตราแลกเปลี่ยน (1.0 เรียลต่อบาท) ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2558	0.0081
มูลค่าหุ้น (บาทต่อหุ้น)	361,847.1

หมายเหตุ: 1/ คำนวณด้วยอัตราการขยายตัวของกระแสเงินสด (Terminal Growth Rate) ร้อยละ 3.5 อ้างอิงมาจากอัตราการขยายตัวของเงินเฟ้อ

จากสมมติฐานในการคำนวณกระแสเงินสดของ CPC ที่คาดว่าจะได้ในอนาคตและใช้อัตราต้นทุนทางการเงินถั่วเฉลี่ย (WACC) ที่คำนวณได้เป็นอัตราคิดลด (Discount Rate) พร้อมทั้งคำนึงถึงสัดส่วนการถือหุ้นของกิจการในบริษัทที่เกี่ยวข้องในการคำนวณราคาหุ้น จะได้ราคาหุ้นที่ประเมินตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cashflow Method) เท่ากับ 361,847.1 บาทต่อหุ้นซึ่งสูงกว่าราคาซื้อขายครั้งนี้ 78,265.0 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ 27.6

นอกจากนี้ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ของการประเมินราคาหุ้นโดยใช้ต้นทุนทางการเงินถั่วเฉลี่ย (WACC) และ อัตราการขยายตัว (Terminal Growth Rate) ของกระแสเงินสดตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นไปเพิ่มขึ้นและลดลงร้อยละ 0.5 จะได้ราคาหุ้น ดังนี้

ส่วนของผู้ถือหุ้น (บาทต่อหุ้น)		อัตราการขยายตัว (Terminal Growth Rate)				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
อัตราคิดลด (Discount Rate)	10.0%	378,432.6	409,841.8	446,083.1	488,364.7	538,333.8
	10.5%	343,056.7	370,045.6	400,890.1	436,480.0	478,001.4
	11.0%	311,953.5	335,341.1	**361,847.1**	392,139.6	427,092.5
	11.5%	284,408.7	304,827.3	327,798.2	353,831.8	383,584.6
	12.0%	259,858.2	277,803.4	297,859.8	320,423.2	345,995.1

จากตารางข้างต้นจะเห็นว่าเมื่อทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ราคาหุ้นที่คำนวณได้อยู่ระหว่าง 259,858.2 - 538,333.8 บาทต่อหุ้นซึ่งต่ำกว่าและสูงกว่าราคาซื้อขายครั้งนี้ในช่วง -23,723.9 ถึง 254,751.7 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นร้อยละ -8.4 ถึงร้อยละ 89.8

<u>การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis)</u>

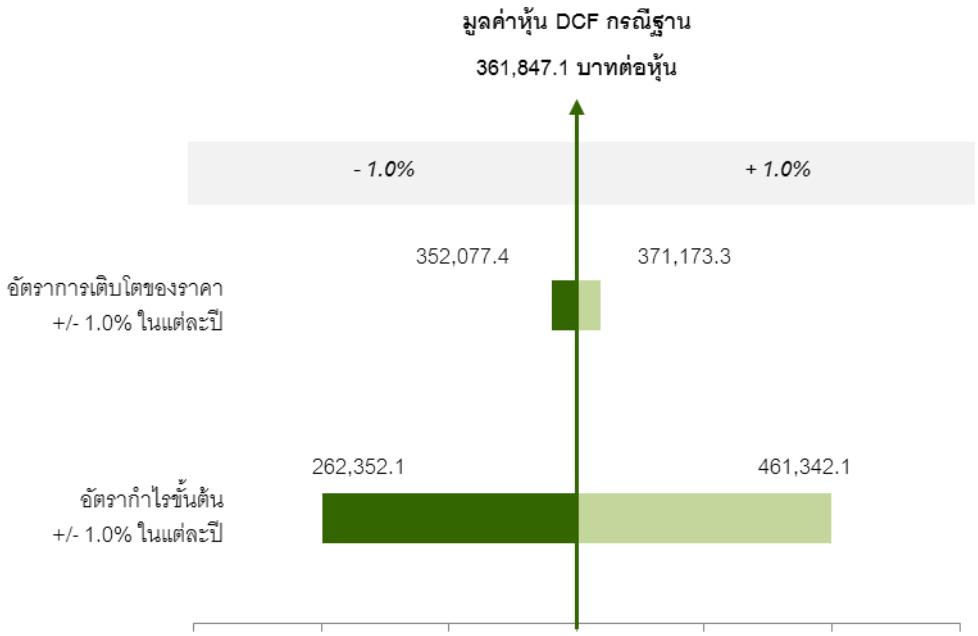
เนื่องจากลักษณะธุรกิจของ CPC เป็นธุรกิจที่มีความผันผวนค่อนข้างมาก เพราะมีปัจจัยภายนอกหลายปัจจัยที่ CPC ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ที่อาจจะเปลี่ยนแปลง ปริมาณเนื้อสัตว์ในกัมพูชา ภาวะการแข่งขันทั้งในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งอาจส่งผลต่อราคาขาย อัตรากำไรขั้นต้นของ CPC รวมทั้งการปรับตัวเพิ่มขึ้นหรือลดลงลงของราคาวัตถุดิบ ซึ่งปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ ย่อมส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นของ CPC ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงได้วิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity Analysis) ของสมมติฐานหลักที่มีผลกระทบค่อนข้างสูงต่อมูลค่าหุ้นของ CPC โดยสมมติฐานหลักที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพิจารณาเปลี่ยนแปลงสมมติฐานเฉพาะธุรกิจอาหารสัตว์และธุรกิจผลผลิตจากฟาร์มเลี้ยงสัตว์ที่เป็นรายได้หลักของ CPC ประมาณร้อยละ 87.2 – 94.1 ของรายได้รวม ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

- การประมาณการราคาขายต่อหน่วย

  ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงราคาขายต่อหน่วยซึ่งอาจจะเกิดผลกระทบของภาวะการแข่งขันทั้งในประเทศและต่างประเทศ และปริมาณเนื้อสัตว์ไม่เพียงพอหรือมากกว่าความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีการเปลี่ยนแปลงราคาขายต่อหน่วยเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 1.0 จากประมาณการกรณีฐาน ส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC ที่อัตราคิดลดร้อยละ 11.0 เท่ากับ 361,847.1 บาทต่อหุ้น เพิ่มขึ้น 9,326.2 บาทต่อหุ้น หรือ คิดเป็นร้อยละ 2.6 เป็น 371,173.3 บาทต่อหุ้น และลดลง -9,769.7 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ -2.7 เป็น 352,077.4 บาทต่อหุ้น จะเห็นว่า ทุกร้อยละ 1.0 ของการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาขายต่อหน่วยจะส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลง ประมาณ 9,326.2 - 9,769.7 บาทต่อหุ้น

- อัตรากำไรขั้นต้น

  ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรขั้นต้นที่กำหนดให้คงที่ตลอดระยะเวลาประมาณการซึ่งอาจจะเกิดผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาวัตถุดิบ การปรับเปลี่ยนสัดส่วนการขาย หรือภาวะการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีการเปลี่ยนแปลงราคาขายต่อหน่วยเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 1.0 จากประมาณการกรณีฐาน ส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC ที่อัตราคิดลดร้อยละ 11.0 เท่ากับ 361,847.1 บาทต่อหุ้น เพิ่มขึ้น 99,495.0 บาทต่อหุ้น หรือ คิดเป็นร้อยละ 27.5 เป็น 461,342.1 บาทต่อหุ้น และลดลง -99,495.0 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นร้อยละ -27.5 เป็น 262,352.1 บาทต่อหุ้น จะเห็นว่า ทุกร้อยละ 1.0 ของการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของอัตรากำไรขั้นต้น จะส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงประมาณ 99,465.1 บาทต่อหุ้น



4.4.4. วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparable Approach)

การประเมินโดยวิธีการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด เป็นการประเมินมูลค่าของกิจการโดยเทียบเคียงอัตราส่วนราคาที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์บนสมมติฐานที่ว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจ และดำเนินธุรกิจในสภาวะตลาดที่มีความคล้ายคลึงกัน ควรจะมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดที่ใกล้เคียงกัน ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงพิจารณาเลือกบริษัทเทียบเคียงจากบริษัทที่ดำเนินธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมการเกษตรและอาหาร (Agro & Food Industry) ซึ่งมีรายได้หลักมาจากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และอาหารสัตว์ (มากกว่าร้อยละ 50.0 ของรายได้รวม) จากประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (SEA) เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงสภาวะตลาดในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging market) เหมือนกัมพูชา โดยมีรายละเอียดดังนี้

บริษัท	ลักษณะการประกอบธุรกิจ	มูลค่าตามราคาตลาด[1/] (ล้านบาท)	สัดส่วนรายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และอาหารสัตว์[2/]
Charoen Pokphand Foods PCL (CPF)	ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ เพาะพันธุ์สัตว์ เลี้ยงสัตว์เพื่อการค้าและแปรรูปเนื้อสัตว์ รวมทั้งผลิตสินค้าอาหาร ค้าปลีก ดำเนินธุรกิจร้านอาหารและร้านค้าปลีก	189,702	85%
QL Resources Bhd (QL)	ผู้ประกอบธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ในมาเลเซีย อินโดนีเซีย เวียดนามและจีน ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ รวมถึงธุรกิจปาล์มน้ำมันและธุรกิจพลังงานชีวมวล	44,916	61%
San Miguel Pure Foods Company, Inc (PF)	ผู้ประกอบธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ในฟิลิปปินส์และต่างประเทศ แบ่งออกเป็นการทำฟาร์มเลี้ยงสัตว์ การแปรรูปและจำหน่ายเนื้อสัตว์และอาหาร รวมถึงการผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์จากแป้ง	25,680	73%
PT Japfa Comfeed Indonesia (JPFA)	ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ เพาะพันธุ์และฟาร์มเลี้ยงไก่ชำแหละและแปรรูปผลิตภัณฑ์จากเนื้อไก่ รวมถึงฟาร์มเลี้ยงสัตว์น้ำในอินโดนีเซีย	22,658	86%
GFPT PCL (GFPT)	ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ ธุรกิจฟาร์มเลี้ยงไก่ ธุรกิจชำแหละและแปรรูปผลิตภัณฑ์จากเนื้อไก่ในไทยและต่างประเทศ โดยผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ อาหารสัตว์บก ผลิตภัณฑ์จากเนื้อไก่และอาหารสัตว์น้ำ	19,058	95%
PW Consolidated Bhd (PW)	ผู้ประกอบธุรกิจทำฟาร์มเลี้ยงไก่ในมาเลเซีย แบ่งออกเป็นการเพาะพันธุ์ การผลิตและจำหน่ายอาหารไก่	859	99%

ที่มา: Capital IQ และงบการเงินของบริษัท ปี 2557

หมายเหตุ: 1/ มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558

2/ สัดส่วนรายได้จากธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์และอาหารสัตว์ในปี 2557

อัตราส่วนมูลค่าตลาดของแต่ละบริษัทเทียบเคียงสามารถสรุปได้ดังนี้

บริษัท	EV/EBITDA		P/E		Adjusted Beta
	2557E	2558E	2557E	2558E	
CPF	12.6x	10.6x	20.2x	21.1x	0.71
QL	15.8x	15.1x	25.8x	23.2x	0.61
PF	3.9x	3.4x	11.0x	9.6x	0.71
JPFA	9.8x	7.6x	21.5x	13.0x	1.31
GFPT	9.0x	8.0x	10.1x	9.0x	0.59
PW	n.a.	n.a.	9.2x	8.5x	0.46
ค่าเฉลี่ย (Average)	**10.2x**	**8.9x**	**16.3x**	**14.0x**	**0.73**
ค่ามัธยฐาน (Median)	**9.8x**	**8.0x**	**15.6x**	**11.3x**	**0.66**

ที่มา: Capital IQ และงบการเงินของบริษัท ปี 2557

อัตราส่วนในตลาดที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้เพื่อประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นหรือมูลค่ากิจการตามวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด มีดังนี้

- อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี (EV/EBITDA) และ
- อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Multiple - P/E)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้ผลประกอบการที่เกิดขึ้นจริงในปี 2557 และประมาณการปี 2558 ของ CPC มาเทียบกับอัตราส่วนในตลาดค่ามัธยฐาน (Median) โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ใช้วิธีการประมาณการแบบระมัดระวัง (Conservative) เพื่อประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของ CPC และได้ปรับปรุงส่วนลดสำหรับสภาพคล่อง (Lack of Marketability) ร้อยละ 30[14] เนื่องจาก CPC เป็นบริษัทจำกัด ซึ่งมีสภาพคล่องหุ้นสามัญน้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แผนภูมิที่ 4-1 อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี (EV/EBITDA)

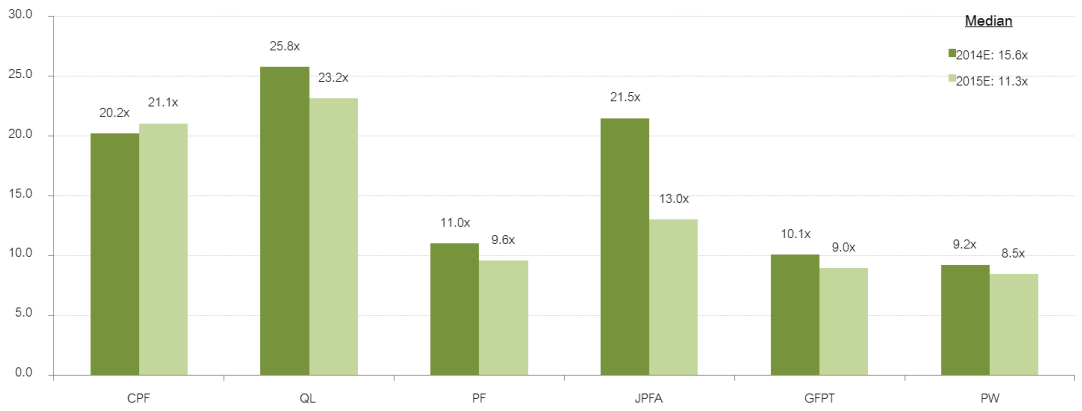
[14] *จากการคำนวณค่าเฉลี่ยของ (1) บทวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับค่าเฉลี่ยของส่วนลดสภาพคล่องในกรณีศึกษาต่างๆ ตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา และ (2) กรณีศึกษาการซื้อขายบริษัทจำกัดที่เกิดขึ้นจริงในอุตสาหกรรมการเกษตรและอาหารในปี 2557*

ตารางที่ 4-3 มูลค่าหุ้นประเมินด้วยวิธี EV/EBITDA

หน่วย:พันล้านเรียล	2557F	2558F
EV/EBITDA Multiple	9.8x	8.0x
EBITDA ที่เกิดขึ้นจริง ปี 2557 และประมาณการปี 2558	132.0	100.9
มูลค่ากิจการ (Enterprise Value)	1,299.2	807.0
บวก: เงินสดและเงินฝากธนาคาร ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557	11.5	11.5
เงินให้กู้ยืมแก่บริษัทที่เกี่ยวข้องกัน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557	30.0	30.0
หัก: ภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ย	169.4	169.4
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นก่อนส่วนลด (Equity Value) - CPC	1,171.3	679.2
ส่วนลดสำหรับสภาพคล่อง (Discount Lack of Marketability)	30%	30%
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นหลังส่วนลด (Equity Value) - CPC	819.9	475.4
บวก: มูลค่าตามบัญชีของ CPT ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ร้อยละ 49	1.3	1.3
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Equity Value) - CPC	821.2	476.7
จำนวนหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 5,030 เหรียญสหรัฐ	13,400 หุ้น	13,400 หุ้น
มูลค่าหุ้นตามบัญชี (เรียลต่อหุ้น)	61,284,683.1	35,576,231.4
อัตราแลกเปลี่ยน (1.0 เรียลต่อบาท) ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558	0.0081	0.0081
มูลค่าหุ้นตามบัญชี (บาทต่อหุ้น)	496,405.9	288,167.5

ในกรณีการประเมินราคาทางทฤษฎีด้วยวิธีอัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี (EV/EBITDA) ราคาหุ้นของ CPC อยู่ระหว่าง 288,167.5 - 496,405.9 บาทต่อหุ้นซึ่งสูงกว่าราคาซื้อขายครั้งนี้ 4,585.4 - 212,823.8 บาทต่อหุ้น หรือสูงกว่าร้อยละ 1.6 - 75.0

แผนภูมิที่ 4-2 อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Multiple - P/E)



ตารางที่ 4-4 มูลค่าหุ้นประเมินด้วยวิธี P/E

หน่วย:พันล้านเรียล	2557F	2558F
P/E Multiple	15.6x	11.3x
กำไรสุทธิที่เกิดขึ้นจริงปี 2557 ประมาณการปี 2558	90.8	56.8
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นก่อนส่วนลด (Equity Value) - CPC	1,417.5	642.2
ส่วนลดสำหรับสภาพคล่อง (Discount Lack of Marketability)	30%	30%
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นหลังส่วนลด (Equity Value) - CPC	992.2	449.5
บวก: มูลค่าตามบัญชีของ CPT ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2557 ร้อยละ 49	1.3	1.3
มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Equity Value) - CPC	993.5	450.8
จำนวนหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 5,030 เหรียญสหรัฐ	13,400 หุ้น	13,400 หุ้น
มูลค่าหุ้นตามบัญชี (เรียลต่อหุ้น)	74,142,217.0	33,644,560.0
อัตราแลกเปลี่ยน (1.0 เรียลต่อบาท) ณ วันที่ 16 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558	0.0081	0.0081
มูลค่าหุ้นตามบัญชี (บาทต่อหุ้น)	600,552.0	272,520.9

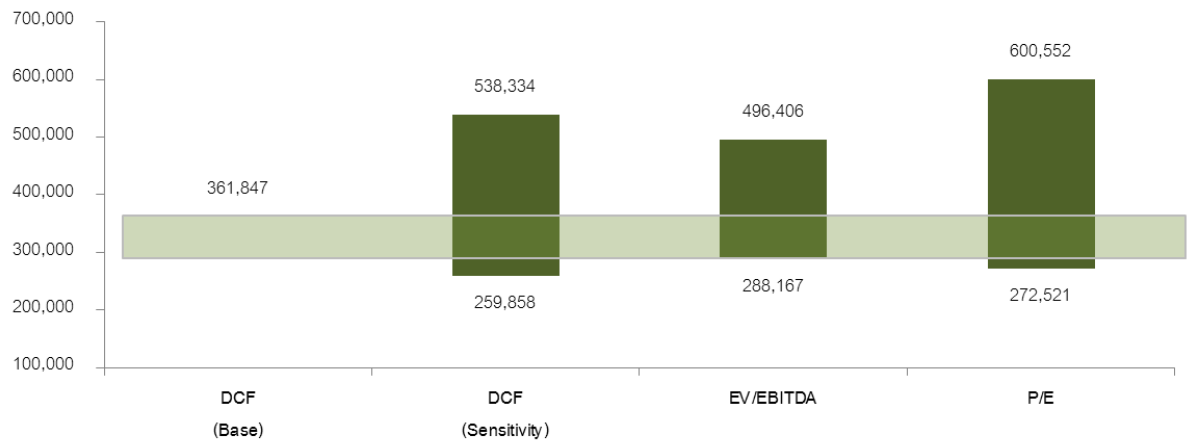
ในกรณีการประเมินราคาทางทฤษฎีด้วยอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Multiple - P/E) ราคาหุ้นของ CPC อยู่ระหว่าง 272,520.9 - 600,552.0 บาทต่อหุ้นซึ่งต่ำกว่า/สูงกว่าราคาซื้อขายครั้งนี้ -11,061.2 ถึง 316,969.9 บาทต่อหุ้นหรือคิดเป็นร้อยละ -3.9 ถึงร้อยละ 111.8

4.4.5. สรุปความเหมาะสมของราคาการเข้าซื้อเงินลงทุนของ CPC

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้มีการพิจารณาการประเมินมูลค่าตามวิธีต่างๆ ข้างต้น กอปรกับการวิเคราะห์ข้อมูลต่างๆ ภายใต้ขอบเขตเงื่อนไข ข้อดี ข้อจำกัดของแต่ละวิธีแล้วมีความเห็นว่า วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flows Approach: DCF) และวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Comparable Approach) เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้นของ CPC รายละเอียดดังตารางข้างล่างนี้

วิธีการประเมิน	**ราคาประเมิน**	**ราคาซื้อขาย**	**ราคาประเมิน สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาซื้อขาย**	
	บาทต่อหุ้น	**บาทต่อหุ้น**	**บาทต่อหุ้น**	**ร้อยละ**
1.วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด				
1.1 กรณีฐาน	361,847.1	283,582.1	78,295.0	27.6%
1.2 กรณีวิเคราะห์ความอ่อนไหว	259,858.2 - 538,333.8	283,582.1	-23,723.9 - 278,475.7	-8.4% - 89.8%
2.วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนมูลค่าตลาด				
2.1 อัตราส่วนมูลค่ากิจการต่อกำไรก่อนหักค่าเสื่อมราคา ดอกเบี้ย และภาษี	288,167.5 - 496,405.9	283,582.1	4,585.4 – 212,823.8	1.6% - 75.0%
2.2 อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรต่อหุ้น	272,520.9 - 600,552.0	283,582.1	-11,061.2 316,969.9	-3.9% - 111.8%

แผนภูมิที่ 4-3 เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นที่ประเมินด้วยวิธีต่างๆ



ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่า ช่วงมูลค่ายุติธรรมของ CPC อยู่ในช่วงราคา 288,167.5 - 361,847.1 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าซื้อขายรวมประมาณ 2,896.1 – 3,636.6 ล้านบาท (ร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) ซึ่งเมื่อเทียบกับมูลค่าราคาซื้อขายหุ้นที่ 2,850.0 ล้านบาท หรือ 283,582.1 บาทต่อหุ้น ปรากฏว่าราคาซื้อขายนั้นต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรมที่ร้อยละ 1.6 – 27.6 หรือคิดเป็น Implied P/E ปี 2558 ของมูลค่ายุติธรรมอยู่ที่ 8.4 - 10.5 เท่า[15] ในขณะที่ประมาณการ P/E (ปี 2558) ของอุตสาหกรรมอยู่ที่ 11.3 เท่า ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าราคาซื้อขายที่ 2,850.0 ล้านบาท หรือ 283,582.1 บาทต่อหุ้น จึงเป็นราคาซื้อขายหุ้นสามัญ CPC ที่เหมาะสม

[15] *คำนวณจากมูลค่ายุติธรรม 3,861.4 – 4,848.8 ล้านบาท (ร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด)*

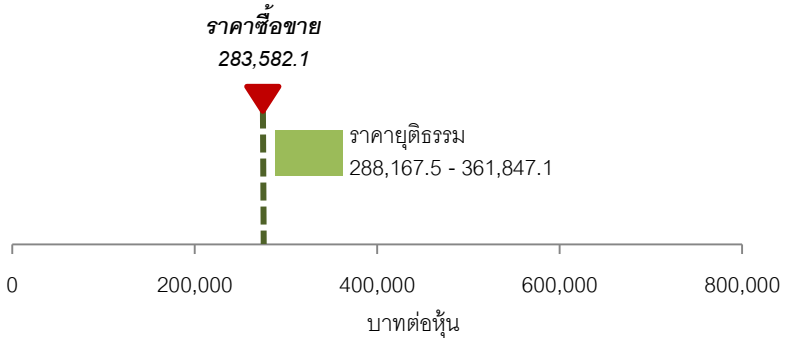
5. สรุปความเหมาะสมของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (“CPF”) ครั้งที่ 2/2558 เมื่อวันที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558 ได้มีมติอนุมัติเห็นชอบนำเสนอต่อที่ประชุมสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2558 ซึ่งจะจัดให้มีในวันที่ 22 เมษายน พ.ศ. 2558 เพื่อพิจารณาให้ CPF Investment Limited (“CPFI”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ CPF ที่ถือหุ้นสามัญร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) ลงทุนซื้อหุ้นสามัญของ C.P. Cambodia Company Limited (“CPC”) จำนวน 10,050 หุ้น หรือในสัดส่วนร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดทั้งหมดจาก Orient Success International Limited (“OSIL”) (ซึ่งเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของบริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด (“CPG”)) ในมูลค่าซื้อขายรวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท และภายหลังการเสนอซื้อหุ้นสามัญของ CPC ในครั้งนี้ CPC และบริษัทย่อยของ CPC จะมีสถานะเป็นบริษัทย่อยทางอ้อมของ CPF โดย CPFI จะถือหุ้นสามัญของ CPC เพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด (จากเดิมที่ CPC มีสัดส่วนการถือหุ้นที่ร้อยละ 25.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) การเข้าทำรายการในครั้งนี้จัดเป็นรายการที่เกี่ยวโยงกัน เนื่องจาก CPF และ OSIL ถือเป็นบุคคลที่เกี่ยวโยงกันตามข้อกำหนดของประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนและของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง

บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการให้ความเห็นต่อการทำรายการเข้าซื้อเงินลงทุนใน CPC ครั้งนี้ต่อผู้ถือหุ้นของ CPF โดยที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้วิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเข้าทำรายการ การสัมภาษณ์ผู้บริหารของ CPC และ CPF เกี่ยวกับนโยบายในการดำเนินงานในปัจจุบันและในอนาคต และการรวบรวมและวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโดยรวมและธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมในกัมพูชา ทั้งนี้ เพื่อวิเคราะห์ข้อดี - ข้อด้อยของการเข้าทำรายการและไม่เข้าทำรายการ รวมถึงการเข้าทำรายการกับ OSIL ซึ่งสรุปได้ว่าการเข้าลงทุนใน CPC จะทำให้ CPF (ซึ่งลงทุนผ่าน CPFI และมีสัดส่วนการถือหุ้นร้อยละ 100.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมด) สามารถควบคุมการบริหารจัดการภายในของ CPC อย่างสมบูรณ์ และสามารถรวมผลการดำเนินงานของ CPC เข้ากับผลการดำเนินงานของกลุ่ม CPF ได้ ทั้งในด้านรายได้หรือกำไรจากกิจการ CPC ซึ่งถือเป็นผู้นำด้านธุรกิจอาหารสัตว์และธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ที่มีอัตราการเติบโตที่ดีในช่วงที่ผ่านมา และรวมถึงผลประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากแผนงานของแต่ละธุรกิจในอนาคต รวมทั้งยังเป็นการสร้างฐานการผลิตอาหารให้ครอบคลุมประเทศแถบลุ่มแม่น้ำโขงตอนใต้ ซึ่งการเข้าทำรายการนั้นถือได้ว่าสอดคล้องกับนโยบายและแผนกลยุทธ์ของกลุ่ม CPF จึงถือเป็น**<u>รายการที่มีความเหมาะสม</u>**

สำหรับด้านราคา ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการเข้าซื้อเงินลงทุนใน CPC จำนวน 10,050 หุ้น ในมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาท หรือคิดเป็นราคาซื้อขายหุ้นละ 283,582.1 บาท มี**<u>ความสมเหตุสมผลในด้านราคา</u>** เนื่องจากราคาซื้อขายหุ้นจำนวนดังกล่าว (หรือเท่ากับจำนวนหุ้นร้อยละ 75.0 ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วทั้งหมดของ CPC จำนวน 13,400 หุ้น) ถือเป็นราคาที่ต่ำกว่าช่วงราคายุติธรรมที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ประเมินไว้ร้อยละ 1.6 - 27.6 โดยช่วงราคายุติธรรม 2,896.1 – 3,636.6 ล้านบาท หรือเท่ากับราคาซื้อขายหุ้นละ 288,167.5 - 361,847.1 บาท นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Equity IRR) คาดว่าประมาณร้อยละ 17.3 กรณีคำนวณที่มูลค่าเงินลงทุนเท่ากับ 2,850.0 ล้านบาทและประมาณการผลการดำเนินงานเป็นไปตามกรณีฐาน

แผนภูมิที่ 5-1 มูลค่าหุ้นยุติธรรมเทียบกับราคาซื้อขาย



ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าการเข้าซื้อหุ้นสามัญ CPC จำนวน 10,050 หุ้น ในมูลค่ารวมทั้งสิ้น 2,850.0 ล้านบาทจาก OSIL เป็นรายการที่สมเหตุสมผลและผู้ถือหุ้นควรอนุมัติการเข้าซื้อเงินลงทุนใน CPC ดังกล่าวข้างต้น

ในการพิจารณาการเข้าการเข้าซื้อเงินลงทุนใน CPC ครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาข้อมูล ความเห็น และรายละเอียดต่างๆ ในการจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่กล่าวมาแล้วข้างต้น เช่น สมมติฐานที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินกำหนดขึ้นจากข้อมูลทางการเงินและอัตราส่วนที่เกิดขึ้นจริงในอดีตย้อนหลัง 5 ปี (ปี 2553 - 2557) และนโยบายการดำเนินธุรกิจอีก 5 ปีข้างหน้า (ปี 2558 - 2562) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวในกรณีที่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงสมมติฐานหลักๆ เช่น ราคาขาย กำไรขั้นต้น เป็นต้น รวมถึงควรพิจารณาข้อดีและข้อด้อยของการเข้าซื้อเงินลงทุนในครั้งนี้ประกอบการพิจารณาด้วย อย่างไรก็ตาม การตัดสินในอนุมัติหรือไม่อนุมัติการเข้าทำรายการในครั้งนี้ขึ้นอยู่กับดุลพินิจของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
บริษัท อวานการ์ด แคปปิตอล จำกัด

- สัตยา มหัตถนาพาณิช -

(นางสาว สัตยา มหัตถนาพาณิช)
กรรมการ

6. ภาคผนวก

<u>สรุปรายการสำคัญในงบการเงินเฉพาะกิจการของ CPC</u>

- งบกำไรขาดทุนเฉพาะกิจการ

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
รายได้รวม	586.5	100.0%	714.2	100.0%	903.9	100.0%	1,025.8	100.0%
ต้นทุนขาย	(492.2)	(83.9%)	(652.1)	(91.3%)	(784.1)	(86.7%)	(821.6)	(80.1%)
กำไรขั้นต้น	94.3	16.1%	62.0	8.7%	119.8	13.3%	204.2	19.9%
รายได้อื่น	1.3	0.2%	1.6	0.2%	10.7	1.2%	0.3	0.0%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(43.0)	(7.3%)	(53.3)	(7.5%)	(71.3)	(7.9%)	(88.2)	(8.6%)
กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้	52.7	9.0%	10.4	1.4%	59.2	6.5%	116.3	11.3%
ต้นทุนทางการเงิน	(0.8)	(0.1%)	(3.1)	(0.4%)	(5.8)	(0.6%)	(4.6)	(0.4%)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	51.8	8.8%	7.3	1.0%	53.4	5.9%	111.7	10.9%
ภาษีเงินได้	(10.5)	(1.8%)	(1.7)	(0.2%)	(11.0)	(1.2%)	(22.7)	(2.2%)
กำไรสุทธิสำหรับงวด	41.3	7.0%	5.6	0.8%	42.4	4.7%	89.0	8.7%

ที่มา: งบการเงินเฉพาะกิจการของ CPC

- งบแสดงฐานะทางการเงินเฉพาะกิจการ

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
<u>สินทรัพย์</u>								
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	15.0	4.4%	5.9	1.4%	9.9	2.1%	11.6	2.0%
ลูกหนี้การค้าและลูกค้าอื่น	33.4	9.9%	34.5	8.0%	34.6	7.4%	57.8	10.2%
ภาษีจ่ายล่วงหน้า	-	-	5.5	1.3%	-	-	-	-
สินค้าคงเหลือ	141.5	41.8%	94.0	21.7%	77.0	16.5%	104.6	18.4%
สินทรัพย์ชีวภาพ – หมุนเวียน[1/]	-	-	118.9	27.4%	113.4	24.4%	133.7	23.5%
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	189.9	56.1%	258.8	59.7%	234.9	50.5%	307.7	54.2%
สินทรัพย์ชีวภาพ - ไม่หมุนเวียน	65.2	19.3%	59.4	13.7%	59.8	12.8%	72.1	12.7%
เงินให้กู้ยืมระยะยาวแก่บริษัทที่เกี่ยวข้อง	1.3	0.4%	3.5	0.8%	30.0	6.4%	30.0	5.3%
เงินลงทุนในบริษัทย่อย	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์	81.9	24.2%	112.1	25.8%	140.8	30.2%	158.2	27.9%
รวมสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	148.4	43.9%	175.0	40.3%	230.6	49.5%	260.3	45.8%

	ปี 2554		ปี 2555		ปี 2556		ปี 2557	
	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ	พันล้านเรียล	ร้อยละ
รวมสินทรัพย์	338.3	100.0%	433.8	100.0%	465.5	100.0%	568.0	100.0%
หนี้สิน								
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงิน	-	-	4.7	1.1%	1.2	0.3%	4.1	0.7%
ตั๋วสัญญาแลกเงิน	60.5	17.9%	159.7	36.8%	143.0	30.7%	165.4	29.1%
เจ้าหนี้การค้าและเจ้าหนี้อื่น	49.1	14.5%	39.3	9.1%	47.0	10.1%	64.3	11.3%
หนี้สินภาษีเงินได้	4.9	1.5%	0.7	0.2%	0.8	0.2%	13.2	2.3%
รวมหนี้สินหมุนเวียน	114.5	33.9%	204.4	47.1%	192.0	41.3%	247.0	43.5%
ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี	-	-	-	-	1.6	0.4%	1.0	0.2%
รวมหนี้สินไม่หมุนเวียน	-	-	-	-	1.6	0.4%	1.0	0.2%
หนี้สินรวม	114.5	33.9%	204.4	47.1%	193.7	41.6%	248.0	43.7%
ส่วนของผู้ถือหุ้น								
ทุนจดทะเบียนที่ออกและชำระแล้ว	146.9	43.4%	187.1	43.1%	187.1	40.2%	268.8	47.3%
ส่วนเกินทุน	35.5	10.5%	35.5	8.2%	35.5	7.6%	35.5	6.2%
กำไรสะสม	41.4	12.2%	6.8	1.6%	49.2	10.6%	15.7	2.8%
ส่วนของผู้ถือหุ้น	223.8	66.1%	229.4	52.9%	271.8	58.4%	320.0	56.3%
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	338.3	100.0%	433.8	100.0%	465.5	100.0%	568.0	100.0%

ที่มา: งบการเงินเฉพาะกิจการของ CPC

หมายเหตุ: 1/ CPC มีการแยกสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนออกมาจากสินค้าคงเหลือในปี 2555 ทำให้ CPC ไม่มีมูลค่าสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียนในปี 2554

- อัตราส่วนสำคัญทางการเงิน

	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนสภาพคล่อง				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.66	1.27	1.22	1.25
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.42	0.22	0.23	0.28
ระยะเวลาการเก็บหนี้ (วัน)	21	18	14	21
ระยะเวลาการเก็บสินค้า (วัน)	57[1/]	53	36	46
ระยะเวลาการชำระหนี้ (วัน)	36	22	22	29
ระยะเวลาการเก็บสินทรัพย์ชีวภาพหมุนเวียน (วัน)	47[2/]	67	53	59
Cash Cycle (วัน)	89	48	28	38

	ปี 2554	ปี 2555	ปี 2556	ปี 2557
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร				
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	3.7%	8.7%	13.3%	19.9%
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	8.8%	1.2%	5.4%	11.3%
อัตรากำไรสุทธิ (ร้อยละ)	7.0%	0.8%	4.7%	8.7%
อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	18.4%	2.4%	15.6%	27.8%
อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน				
อัตราการหมุนของสินทรัพย์ (เท่า)	1.73	1.65	1.94	1.81
อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน				
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.51	0.89	0.71	0.78
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (เท่า)	61.36	2.83	8.31	25.34

หมายเหตุ 1/ มูลค่าในปี 2554 คำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์คงเหลือหัก Work in progress and livestock ในหมายเหตุประกอบงบการเงินของ CPC ปี 2555

2/ มูลค่าในปี 2554 คำนวณจากมูลค่า Work in progress and livestock ในหมายเหตุประกอบงบการเงินของ CPC ปี 2555