

รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

สำหรับรายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สิน
บริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว

เสนอต่อผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการบริษัทของ



บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

จัดทำโดย



บริษัทหลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

20 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2552

สารบัญ

	หน้า
1. ข้อมูลสรุป (Executive Summary)	3
2. ลักษณะและรายละเอียดของรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์	11
3. ข้อมูลของบริษัทที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการทำรายการกับบริษัท	15
4. สรุปสาระสำคัญของสัญญาเช่าช่วงใหม่และความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของการทำรายการ	17
5. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	42
Appendix 1	

ที่ IB 5/2009

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552

เรื่อง ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์
ของ บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

เรียน กรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้น
บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

ตามที่ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (“CPN”) ครั้งที่ 1/2552 เมื่อวันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2552 มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว กับบริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”) ซึ่งมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นบุคคลกลุ่มเดียวกันและมีกรรมกร่วมกันกับ CPN ภายหลังจากได้รับมติอนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2552 ของบริษัทซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 25 มีนาคม พ.ศ. 2552 โดยสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวที่ CPN จะเข้าลงนามร่วมกับ CID ดังกล่าว (“สัญญาเช่าช่วงใหม่”) จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ.2551 จนถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571

รายการดังกล่าวข้างต้นเข้าข่ายเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งจัดเป็นรายการประเภทที่ 4 รายการเกี่ยวกับสินทรัพย์หรือบริการ ตามประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ.2546 และตามที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน ทั้งนี้ รายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ดังกล่าวเมื่อรวมกับรายการที่เกี่ยวข้องกันอื่นๆที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการ ทำให้ขนาดของรายการที่เกี่ยวข้องกันที่เกิดขึ้นในครั้งนี้นั้นเกินกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ CPN ตามงบการเงินรวมที่ได้รับการตรวจสอบแล้วล่าสุดของบริษัท ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ซึ่งอยู่ที่ 14,315.24 ล้านบาท ซึ่ง CPN จะต้องดำเนินการจัดประชุมเพื่อขอมติอนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมด หรือผู้รับมอบฉันทะ (ถ้ามี) ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้ส่วนเสีย

นอกจากนี้ มูลค่าของรายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ในครั้งนี้เมื่อรวมกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์อื่นๆที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการในครั้งนี้มีมูลค่าของรายการรวมเท่ากับร้อยละ 37.83 (พิจารณามูลค่าของรายการโดยใช้เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้เทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมของ CPN และบริษัทย่อยรวมกัน) ซึ่งเข้าข่ายเป็นรายการประเภทที่ 2 ตามประกาศคณะกรรมการตลาดทุน ที่ ทจ.21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน และประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ปี 2547 ซึ่งตามเกณฑ์บริษัทจะต้องจัดส่งหนังสือแจ้งผู้ถือหุ้นภายใน 21 วัน นับตั้งแต่วันที่มีการเปิดเผยรายการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่เนื่องจากขนาดของรายการตามเกณฑ์เรื่องรายการที่เกี่ยวข้องกันกำหนดให้บริษัทต้องขอมติอนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้น CPN จะขอมติอนุมัติการเข้าทำรายการได้มาซึ่ง

สินทรัพย์จากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในคราวเดียวกับการขออนุมัติการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน คือในวันที่ 25 มีนาคม พ.ศ.2552

ในการนี้ CPN ได้แต่งตั้ง บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) (“ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการให้ความเห็นต่อกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลและประโยชน์ ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการ ได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าว

บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะแสดงความเห็นต่อการเข้าทำรายการดังกล่าวในเรื่องดังต่อไปนี้

1. ลักษณะและรายละเอียดของรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการ ได้มาซึ่งสินทรัพย์
2. ความสมเหตุสมผลของการเข้าทำรายการ
3. ความเป็นธรรมของราคา
4. เงื่อนไขของการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการ ได้มาซึ่งสินทรัพย์
5. ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในการลงมติของผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ ในการจัดทำความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้ทำการศึกษาจากรายงานของผู้สอบบัญชี, งบการเงินของ CPN, แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของ CPN (แบบ 56-1), ข้อมูลเอกสารของ CPN, การสัมภาษณ์ผู้บริหารของ CPN, รายงานการประเมินราคาของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งจัดทำโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ซึ่งว่าจ้างโดยการรถไฟแห่งประเทศไทย (“รฟท.”), รายงานการประเมินราคาของทรัพย์สินของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่ง CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งจัดทำขึ้นเมื่อวันที่ 20 มกราคม พ.ศ. 2552 โดยบริษัท บรุค เรียดเอสเตท จำกัด (“ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN”) ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระที่ว่าจ้างโดย CPN, สัญญาให้สิทธิใช้ประโยชน์ศูนย์การค้าบริเวณสามเหลี่ยมย่านพลโยธินซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 –18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 เป็นเวลา 20 ปี (“สัญญาเช่าหลักใหม่”) ซึ่งจัดทำขึ้นระหว่าง CID และ รฟท. , ร่างสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว (“สัญญาเช่าช่วงใหม่”) และจากการประเมินภาวะอุตสาหกรรมตลอดจนปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆที่เกี่ยวข้อง

ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระที่นำเสนอนี้ ได้ถูกจัดทำขึ้นโดยมีสมมติฐานว่าข้อมูลและเอกสารที่ได้รับ ซึ่งเป็นข้อมูลที่ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระใช้ในการพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับการทำรายการต่อผู้ลงทุนมีความถูกต้องและเป็นจริง โดยข้อมูลดังกล่าวมีสาระสำคัญที่เพียงพอต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน ตลอดจนการวิเคราะห์สถานะเศรษฐกิจและข้อมูลที่เกิดขึ้นในขณะที่ทำการศึกษานั้น หากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญอาจส่งผลกระทบต่อการทำรายการของ CPN ในครั้งนี้ ดังนั้น การให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงไม่อาจยืนยันถึงผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวที่อาจเกิดขึ้นต่อ CPN และผู้ถือหุ้นในอนาคตได้ อีกทั้งความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในครั้งนี้เป็นความเห็นเฉพาะการเข้าทำรายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เท่านั้น ไม่รวมถึงการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการ ได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ใดๆที่เกิดขึ้นก่อนหน้านี้นี้ทั้งหมด

1. ข้อมูลสรุป (Executive Summary)

บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (“CPN”) ในฐานะผู้เช่าช่วงหลัก จะเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งสัญญาดังกล่าวจะมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ.2551 ถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 (“สัญญาเช่าช่วงใหม่”) กับบริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”) ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ทั้งนี้ สัญญาเช่าช่วงใหม่ได้ถูกจัดทำขึ้นโดยมีเงื่อนไขหลักของสัญญาอ้างอิงจากสัญญาให้สิทธิใช้ประโยชน์ศูนย์การค้าบริเวณสามเหลี่ยมย่านพลโยธินซึ่งจัดทำขึ้นระหว่าง CID ในฐานะผู้เช่า กับการรถไฟแห่งประเทศไทย (“รฟท.”) ในฐานะผู้ให้เช่า ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 – 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 เป็นเวลา 20 ปี (“สัญญาเช่าหลักใหม่”) โดยตามเงื่อนไขของสัญญาเช่าหลักใหม่กำหนดให้ภายในกำหนดระยะเวลาไม่เกิน 120 วัน นับตั้งแต่วันลงนามในสัญญาเช่าหลักใหม่ หรือภายในวันที่ 8 เมษายน พ.ศ.2552 CID ต้องมีการส่งมอบสำเนารับรองถูกต้องของสัญญาเช่าช่วงระหว่าง CID กับผู้เช่าช่วงหลักทุกราย (ซึ่งรวมถึง CPN และผู้เช่าช่วงหลักรายอื่นอีก 2 ราย ได้แก่ บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า จำกัด (มหาชน) (“CENTEL”) และบริษัท ห้างเซ็นทรัล ดีพาร์ทเมนท์สโตร์ จำกัด (“HCDS”)) ให้แก่ รฟท.

ทั้งนี้ การที่ CPN จะเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID แทนที่จะเข้าทำสัญญาเช่าโดยตรงกับ รฟท. เนื่องจากตามสัญญาเช่าหลักเดิมมีเงื่อนไขซึ่งกำหนดให้ CID จะได้รับสิทธิในการเข้าเจรจาก่อนในการต่ออายุสัญญาเช่าหลักจาก รฟท. โดยถ้า CID ไม่ใช้สิทธิในการเข้าเจรจาก่อนดังกล่าวเพื่อต่ออายุสัญญาเช่าหลัก ทาง รฟท. จึงจะเปิดให้มีการประมูลแข่งขันเพื่อหาผู้ประกอบการใหม่เข้ามาทำการพัฒนาพื้นที่บริเวณที่ตั้งของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ต่อไป

ตามสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จะจัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID ทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า ประกอบด้วยส่วนที่เป็นที่ดินและอาคารสิ่งปลูกสร้างดังมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ทรัพย์สินภายในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID (“ทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ” หรือ “ทรัพย์สินที่เช่าช่วง”)

1) ส่วนที่ดิน			
ที่ดินบางส่วนในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว พื้นที่ประมาณ 28 ไร่ ซึ่งเป็นที่ตั้งของทรัพย์สินที่เช่าช่วงใน ส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
2) ส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
ประเภทอาคารและสิ่งปลูกสร้าง	พื้นที่ใช้สอยรวม (Gross Leasable Area) (ตารางเมตร)	พื้นที่ให้เช่าได้ (Net Leasable Area) (ตารางเมตร)	อัตราการเช่าพื้นที่ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2551 (Occupancy Rate) (%)
1) อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า	95,000	55,531*	97 %
2) อาคารสำนักงาน	23,000	17,719	97 %
3) ที่จอดรถ	90,000	-	-

*หมายเหตุ: อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่ารวมพื้นที่ให้เช่าได้ในส่วนโรงหนัง 7,500 ตารางเมตร และพื้นที่คอนเวนชัน ฮอลล์ 9,000 ตารางเมตร
ที่มา : บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่นับตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 CPN จะต้องมี การชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 16,178.32 ล้านบาท โดยมีรายละเอียดการจ่าย ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีในแต่ละปีดังต่อไปนี้

ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่

ช่วงเวลาที่จ่าย ค่าตอบแทน การเช่าช่วงรายปี	ค่าตอบแทน การเช่าช่วงรายปี (ล้านบาท)	ช่วงเวลาที่จ่าย ค่าตอบแทน การเช่าช่วงรายปี	ค่าตอบแทน การเช่าช่วงรายปี (ล้านบาท)
วันลงนามในสัญญา	638.26 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 551.41 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2561	777.68
ธันวาคม พ.ศ.2552	460.31 (รวมผลประโยชน์ตอบแทน ล่วงหน้าจำนวน 368.24 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2562	824.34
ธันวาคม พ.ศ.2553	487.93 (รวมผลประโยชน์ตอบแทน ล่วงหน้าจำนวน 390.34 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2563	873.81
ธันวาคม พ.ศ.2554	517.20 (รวมผลประโยชน์ตอบแทน ล่วงหน้าจำนวน 413.76 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2564	926.23
ธันวาคม พ.ศ.2555	548.24 (รวมผลประโยชน์ตอบแทน ล่วงหน้าจำนวน 438.58 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2565	981.81
ธันวาคม พ.ศ.2556	581.13	ธันวาคม พ.ศ.2566	1,040.72
ธันวาคม พ.ศ.2557	616.00	ธันวาคม พ.ศ.2567	1,103.16
ธันวาคม พ.ศ.2558	652.96	ธันวาคม พ.ศ.2568	1,169.35
ธันวาคม พ.ศ.2559	692.14	ธันวาคม พ.ศ.2569	1,239.51
ธันวาคม พ.ศ.2560	733.66	ธันวาคม พ.ศ.2570	1,313.88

หมายเหตุ: หลังจากที่ CPN ชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID แล้ว CID ก็จะนำเงินที่ได้รับจาก CPN และผู้เช่าช่วงรายอื่นๆ ซึ่ง ได้แก่ CENTEL และ HCDS เพื่อนำไปชำระเป็นค่าตอบแทนการเช่ารายปีให้แก่ รฟท. ภายในเวลา 2 วันทำการนับถัดจากวันที่ CID ได้รับ เงินจากผู้เช่าช่วง

ที่มา: บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นสมควรลงมติอนุมัติการเข้าทำรายการด้วยเหตุผลการทำรายการ ดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล เป็นประโยชน์ และมีความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขในการเข้าทำรายการ โดยมี รายละเอียดของความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ โดยสรุปดังต่อไปนี้

□ ความสมเหตุสมผลในการเข้าทำรายการ

1. เป็นการรักษาแหล่งรายได้ที่สำคัญของ CPN

ที่ผ่านมา ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ถือเป็นศูนย์การค้าหลัก (Flagship Project) ศูนย์หนึ่ง ของ CPN และสามารถสร้างรายได้ค่าเช่าและค่าบริการในแต่ละปีให้แก่ CPN เป็นลำดับต้นๆของศูนย์การค้าที่ CPN ดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน ทั้งนี้ รายได้จาก การดำเนินโครงการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว (ซึ่ง ประกอบด้วยรายได้ค่าเช่าค่าบริการและรายได้อื่นๆ) คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 21 ของรายได้รวม ยกเว้นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสียตามงบการเงินรวมของบริษัทที่ได้รับการตรวจสอบแล้ว ประจำปี พ.ศ. 2549, 2550 และ 2551 การที่ CPN สามารถต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้า ดังกล่าวต่อไปจะช่วยรักษาแหล่งรายได้ที่สำคัญของบริษัทได้ทางหนึ่ง

2. เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่

การเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อให้ CPN มีสิทธิเข้าใช้ประโยชน์ที่ดินบริเวณที่ตั้งของอาคาร ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ต่อไปจนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2571 ถือได้ว่าเป็นการลงทุนเพื่อสร้าง ฐานรายได้ของ CPN ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการเริ่มพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่ เนื่องจากศูนย์การค้าดังกล่าว มีทำเลที่ตั้งที่ดี มีลูกค้าใช้บริการประจำจำนวนมาก มีการดำเนินงานที่ประสบความสำเร็จจากอัตราการเช่าที่สูง มาโดยตลอด รวมถึงมีศักยภาพในการเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต

3. เป็นการรักษาส่วนแบ่งตลาดและความเป็นผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในประเทศไทย ของ CPN

การที่ CPN สามารถต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จะทำให้ CPN สามารถรักษาส่วนแบ่งตลาดและสถานะความเป็นผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก ในประเทศไทย ซึ่งจะช่วยรักษาความได้เปรียบในเชิงแข่งขันในทางธุรกิจของบริษัท และความน่าเชื่อถือ ทางการเงินของบริษัทในสายตาของนักลงทุน รวมถึงอำนาจต่อรองของบริษัทในการเข้าประมูลและเจรจา สัญญาเพื่อการดำเนินโครงการพัฒนาพื้นที่เพื่อดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก

4. สามารถใช้ประโยชน์และสร้างมูลค่าเพิ่มทางธุรกิจจากการใช้ประโยชน์ในพื้นที่อาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัล พลาซ่า ลาดพร้าว อันเป็นการเสริมสร้างความประหยัดของขนาด (Economy of Scale)

ด้วยประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในการดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว มากกว่า 20 ปี ประกอบกับประสบการณ์ที่ได้รับจากการดำเนินการศูนย์การค้าอื่นๆหลายแห่งทั้งในเขต กรุงเทพมหานครและต่างจังหวัด CPN สามารถใช้ประโยชน์และสร้างมูลค่าเพิ่มทางธุรกิจจากการใช้ประโยชน์ ในพื้นที่ของศูนย์การค้าดังกล่าว อันเป็นการเสริมสร้างความประหยัดของขนาด (Economy of Scale) ให้กับ กลุ่ม CPN ได้เป็นอย่างดี

□ ความเสี่ยงของการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่

ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้ มีความเสี่ยงบางประการซึ่งบริษัท ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นควร พิจารณาก่อนการอนุมัติเข้าทำรายการ ดังมีรายละเอียดดังนี้

1. ความเสี่ยงจากการที่รายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่เกิดขึ้นจริงอาจต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้

ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้ จะก่อให้เกิดภาวะผูกพันในระยะยาวแก่ CPN ในการชำระ ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมถึงความรับผิดชอบในการปฏิบัติหน้าที่และภาระค่าใช้จ่ายที่ เกี่ยวข้องกับการบำรุงรักษาทรัพย์สินที่เช่าช่วง ทั้งนี้ แหล่งของกระแสเงินสดที่สำคัญซึ่ง CPN จะใช้ในการ ชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่รวมถึงใช้ในการบำรุงรักษา ทรัพย์สินที่เช่าช่วง จะเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflows) ของบริษัทเองซึ่งจะมาจาก รายได้ค่าเช่าค่าบริการจากการดำเนินกิจการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ดังนั้น ในการดำเนินกิจการ ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว CPN จึงอาจมีความเสี่ยงจากการที่รายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่จะได้รับ จริงจากการดำเนินกิจการศูนย์การค้าอาจจะต่ำกว่าที่ได้มีทำประมาณการไว้ อันเนื่องมาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ภาวะการแข่งขันในธุรกิจที่ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง รวมถึงรูปแบบการดำเนินชีวิต ของลูกค้ากลุ่มเป้าหมายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งอาจทำให้ CPN ไม่สามารถสร้างรายได้จากการเช่า ดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ตามประมาณการ ดังนั้น หากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่ CPN จะได้รับจริงในอนาคตอาจจะต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้ ในขณะที่ได้มีการกำหนดอัตรา ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ทาง CPN จะต้องจ่ายให้ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ไว้เป็นจำนวนที่ แน่นนอนแล้ว ก็อาจมีผลกระทบต่อความสามารถของบริษัทในการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมถึงการชำระค่าบำรุงรักษาทรัพย์สินที่เช่าช่วง รวมทั้งจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากการดำเนินการ ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ในช่วงอายุสัญญาที่ต่อใหม่ อาจต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้

2. ความเสี่ยงจากการที่สัญญาเช่าหลักใหม่อาจถูกยกเลิกโดย รฟท. อันเนื่องมาจากความผิดของ CID หรือผู้เช่า ช่วงรายอื่น ซึ่งจะทำให้สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ CPN ทำกับ CID ถูกยกเลิกด้วย

ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว CPN อาจมีความเสี่ยงจากการที่ CID หรือผู้เช่าช่วงรายอื่นอาจทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าหลักใหม่หรือสัญญาเช่าช่วง ใหม่ จนทำให้ รฟท. ในฐานะผู้ให้เช่าอาจยกเลิกสัญญาเช่าหลักใหม่ที่ทำกับ CID ในฐานะผู้เช่า ซึ่งในกรณีที่ สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิก สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ทำขึ้นระหว่าง CID และ CPN ก็จะถูกยกเลิกไปด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ ในกรณีที่สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิก โดยไม่ใช่ความผิดของ CPN บริษัทก็ไม่ต้องรับผิดชอบค่าเสียหาย ที่เกิดขึ้นแต่อย่างใด ในกรณีที่สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิกอันเนื่องมาจากความผิดของ CID นั้น CPN ก็ สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจาก CID ได้

□ **ความเป็นธรรมของราคา**

ในการพิจารณาให้ความเห็นเกี่ยวกับความเป็นธรรมของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะพิจารณาให้ความเห็นในประเด็นของ

1. ความสมเหตุสมผลของหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN
2. ความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

1. **ความสมเหตุสมผลของหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN**

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ซึ่งใช้หลักการนำต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ของ CID บวกด้วยอัตรากำไรส่วนเพิ่มที่เหมาะสม (Cost Plus Basis) มีความสมเหตุสมผลเนื่องจาก

- ต้นทุนโดยรวมของการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID มีความสมเหตุสมผลเนื่องจากเป็นผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ รฟท. จะเรียกเก็บจาก CID ในทอดแรก ซึ่งได้มีการระบุไว้ในสัญญาเช่าหลักใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง รฟท. และ CID และค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าประมาณ 1 % ของค่าเช่าตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่ ซึ่งถือว่าเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงและมีความชัดเจน โดยค่าเช่ารายปีที่ รฟท. จะเรียกเก็บจาก CID ถูกกำหนดขึ้นจากราคาประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายที่จ้างโดย รฟท.
- อัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่ามีความสมเหตุสมผลเนื่องจากเป็นค่าตอบแทนการดำเนินการให้แก่ CID จากกรณีที่
 - CID เป็นผู้ริเริ่มและดำเนินการเจรจาโดยตลอดกับ รฟท. เพื่อขอต่อสัญญาเช่าหลักใหม่ เพื่อดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ต่อไป
 - CID เป็นผู้ถือสิทธิในการเข้าเจรจาก่อนในการต่ออายุสัญญาเช่าหลัก จาก รฟท. เพื่อดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ตามสัญญาเช่าหลักเดิม
 - CID เป็นผู้เข้าทำสัญญาเช่าหลักใหม่ของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว โดยตรง กับ รฟท. ซึ่งแม้จะได้มีการกำหนดเงื่อนไขความรับผิดชอบในสัญญาเช่าหลักใหม่มาที่ผู้เช่าช่วงทุกรายแล้วก็ตาม CID ในฐานะเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับ รฟท. จะยังมีภาระผูกพันในการปฏิบัติตามสัญญาเช่าหลักใหม่ต่อ รฟท. โดยในการดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ถ้ามีผู้เช่าช่วงหลักรายใดรายหนึ่งไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขหรือภาระผูกพันของตนตามสัญญา CID ก็จะต้องรับผิดชอบในการชดใช้ค่าเสียหาย ค่าชดเชย รวมถึงค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่เกิดขึ้น ให้แก่ รฟท.
 - CID มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินการต่างๆเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว เช่น ค่าที่ปรึกษาสำหรับผู้เชี่ยวชาญในด้านต่างๆที่เกี่ยวข้องไม่ว่าทางกฎหมาย การเงิน การประเมินราคาทรัพย์สิน เป็นต้น
- ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะจ่ายให้แก่ CID ที่คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 72 % ของผลรวมของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของ CID และอัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของต้นทุนการ

ได้มาซึ่งสิทธิการเช่า มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากสัดส่วน 72 % ดังกล่าวมาจากค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของมูลค่าประเมินของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เทียบกับมูลค่าประเมินรวมของโครงการ เช่น ทรัสต์พลาซ่า ลาดพร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายซึ่งว่าจ้างโดย รฟท.

2. ความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

เนื่องจากสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จะจัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID มีลักษณะเป็นสัญญาเช่าระยะยาว โดยที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงจะทยอยจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วงตลอดอายุสัญญาเช่า ในการให้ความเห็นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะให้ความเห็นควบคู่เป็น 2 ลักษณะ ได้แก่

1. ความเหมาะสมของอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) โดยการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID และต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาวของบริษัท
2. ความเหมาะสมของมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งใช้เป็นฐานในการคำนวณค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี โดยการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่ง CID จะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงจาก CPN และมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง

ความเหมาะสมของอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาเปรียบเทียบระหว่างอัตราคิดลดของผลรวมของกระแสเงินสดในรูปค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่กับต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN เนื่องจากเห็นว่าค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID จะอิงจากวิธีการชำระค่าเช่ารายปีตามสัญญาเช่าหลักใหม่ ซึ่งเป็นการทยอยชำระค่าตอบแทนการเช่าเป็นรายปีตลอดอายุของระยะเวลาการเช่า ดังนั้น เงื่อนไขการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจึงอาจเปรียบเทียบได้กับการผ่อนชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงภายในระยะเวลาการเช่าช่วง โดยมีต้นทุนทางการเงิน (Implied Interest Rate) ในอัตราซึ่งเท่ากับอัตราคิดลด (Discount Rate) ซึ่งเมื่อนำมาคิดลดกระแสเงินสดของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่ง CPN จะต้องทยอยจ่ายให้แก่ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่แล้ว จะทำให้ผลรวมของกระแสเงินสดคิดลดดังกล่าวเท่ากับมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท

ทั้งนี้ เมื่อที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้คำนวณอัตราคิดลดของผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีที่เท่ากับมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN พบว่าอัตราคิดลดดังกล่าวอยู่ที่ประมาณ 5.62 % โดยที่ดูเรชัน (Duration) ของการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่จะเท่ากับ 9.42 ปี ดังนั้น ต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID จึงอยู่ที่ 5.62 % ซึ่งถือว่าเป็นต้นทุนทางการเงินที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID เพื่อให้

CPN ได้มาซึ่งสิทธิการเช่าในทรัพย์สินที่เช่าช่วงตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ โดยที่ CPN จะค่อยๆทยอยจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID (ประมาณ 5.62 %) กับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของ CPN ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่าง 5.0 %-5.7 % (ซึ่งพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Interest) ของ CPN ในปี พ.ศ.2549, พ.ศ.2550 และในช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ.2551 และอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้อายุมากกว่า 5 ปีที่ออกโดยบริษัทที่มีระดับเครดิตเดียวกับ CPN ซึ่งอยู่ที่ระดับ A+) จะเห็นว่าต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ที่คำนวณได้ตกอยู่ในช่วงของอัตราต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของบริษัท ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าต้นทุนทางการเงิน (Implied Interest Rate) ของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า รวมถึงค่าตอบแทนการเช่าช่วงที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีอยู่ในระดับที่ CPN ได้ประโยชน์ในระดับสมเหตุสมผล

ความเหมาะสมของมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งใช้เป็นฐานในการคำนวณค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี

ในการเปรียบเทียบมูลค่าสิทธิการเช่าที่ CID จะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN กับมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะคำนวณหามูลค่าสิทธิการเช่าซึ่ง CID จะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN โดยหลักการ Cost Plus Basis โดยพิจารณาผลรวมของ

- มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 11,580 ล้านบาท โดยมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว จะคำนวณจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของ Net Operating Income (NOI) ของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ในแต่ละปี ตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่
- ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าซึ่งเท่ากับ 1 % ของผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. ตลอดอายุสัญญาเช่า 20 ปี
- อัตราค่าไถ่ส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. และค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่า

จากผลรวมของรายการดังกล่าวข้างต้น CID จะจัดสรรสัดส่วนประมาณ 72 % (ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของมูลค่าประเมินของทรัพย์สินที่เช่าช่วงต่อมูลค่าประเมินรวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายของ รฟท.) เป็นมูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN ซึ่งจากการคำนวณพบว่ามูลค่าสิทธิการเช่าดังกล่าวจะอยู่ที่ประมาณ 8,900 ล้านบาท ในส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง ที่ปรึกษาทางการเงิน

เงินอิสระจะพิจารณาจากมูลค่าประเมินจำนวน 9,185 ล้านบาทซึ่งเป็นมูลค่าประเมินของทรัพย์สินที่เข้าช่วง ซึ่งจัดทำโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

จากการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (8,900 ล้านบาท) และมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เข้าช่วง (9,185 ล้านบาท) จะเห็นได้ว่า CPN จะได้ประโยชน์จากการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้

□ **ความสมเหตุสมผลของเงื่อนไขในการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์**

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าเงื่อนไขของสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID มีความสมเหตุสมผล โดยที่จะไม่ทำให้ CPN เสียเปรียบแต่อย่างใด เนื่องจากเงื่อนไขหลักของสัญญาเช่าช่วงใหม่อิงมาจากสัญญาเช่าหลักใหม่ระหว่าง CID กับ รฟท. เช่น อายุสัญญา, สิทธิและหน้าที่ของผู้เช่าช่วงหลัก, สิทธิและหน้าที่ของ รฟท., การแก้ไข คัดแปลง หรือซ่อมแซมทรัพย์สินที่เช่า และ กรรมสิทธิในทรัพย์สิน เป็นต้น

สำหรับการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงเป็นรายปี จะช่วยลดภาระรายจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้กระจายไปและสอดคล้องกับการรับรายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากโครงการที่เข้ามาในแต่ละปี และจะลดความเสี่ยงจากการที่ CPN ต้องชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงก่อนใหญ่ในครั้งเดียว ซึ่งอาจก่อให้เกิดภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้นกับทางบริษัท โดยที่ต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงดังกล่าวก็อยู่ในระดับใกล้เคียงกับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวในปัจจุบันของ CPN (ซึ่งหนี้ดังกล่าวมีอายุต่ำกว่า 10 ปี)

สำหรับในส่วนของการจัดสรรความรับผิดชอบระหว่าง CPN กับผู้เช่าช่วงหลักรายอื่นในโครงการเช่น ทรัล พลาซา ลาดพร้าว จะเป็นไปตามหลักการจัดสรรตามการใช้ประโยชน์ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าเงื่อนไขดังกล่าวมีความเหมาะสม

2. ลักษณะและรายละเอียดของรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

รายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ระหว่าง CID และ CPN มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.1 วันที่เกิดรายการและคู่กรณีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 วันที่เกิดรายการ

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2552 เมื่อวันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2552 มีมติอนุมัติให้บริษัทเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ภายหลังจากได้รับมติอนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2552 ของบริษัทซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 25 มีนาคม พ.ศ. 2552

2.1.2 คู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง

ผู้ให้เช่าช่วง : บริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”)

ผู้เช่าช่วง : บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (“CPN”)

2.1.3 ความสัมพันธ์ระหว่าง CPN และ CID

- ผู้ถือหุ้นใหญ่และกรรมการของ CPN และ CID คือกลุ่มจิราวัฒน์ โดยกลุ่มจิราวัฒน์มีส่วนการถือหุ้นในแต่ละบริษัท โดยสรุปดังนี้
 - 1) ถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมใน CPN คิดเป็นร้อยละ 59.89 ของทุนที่ชำระแล้ว
 - 2) ถือหุ้นทางตรงและทางอ้อมใน CID คิดเป็นร้อยละ 100.00 ของทุนที่ชำระแล้ว
- ทั้งสองบริษัทมีกรรมการร่วมกันคือ
 - 1) นายวันชัย จิราวัฒน์
 - 2) นายสุทธิชัย จิราวัฒน์
 - 3) นายสุทธิเกียรติ จิราวัฒน์
 - 4) นายสุทธิชาติ จิราวัฒน์
 - 5) นายสุทธิศักดิ์ จิราวัฒน์
 - 6) นายปริญญา จิราวัฒน์

2.2 ลักษณะของรายการระหว่างกัน

2.2.1 ประเภทของรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

รายการที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงหลักจะเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวซึ่งสัญญาดังกล่าวจะมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 จนถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 (“สัญญาเช่าช่วงใหม่”) กับ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ซึ่งเป็นบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของ CPN ในครั้งนี้ จัดเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันประเภทรายการที่เกี่ยวกับสินทรัพย์หรือบริการ ตามประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน พ.ศ.2546 และตามที่มีการแก้ไขเพิ่มเติมตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ.21/2551 เรื่อง

หลักเกณฑ์ในการทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่ง CPN มีวัตถุประสงค์ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ ในครั้งนี้ ก็เพื่อเป็นการต่อสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพย์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว รัชบับเดิม ซึ่งได้สิ้นสุดสัญญาไปเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมา (“สัญญาเช่าช่วงเดิม”) โดยมีวัตถุประสงค์ในการต่ออายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ฉบับดังกล่าว ก็เพื่อดำเนินกิจการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งเป็นหนึ่งในศูนย์การค้าขนาดใหญ่ในเขตกรุงเทพมหานคร และเป็นหนึ่งในศูนย์การค้าหลักของ CPN ในปัจจุบัน นอกจากนี้ รายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ดังกล่าวยังเข้าข่ายเป็นรายการประเภทที่ 2 ตามประกาศคณะกรรมการตลาดทุน ที่ ทจ.21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินและประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ปี 2547

อนึ่ง ในเดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมา CPN ได้เข้าลงนามในบันทึกข้อตกลงกับ CID เพื่อรักษาสิทธิและยื่นขออนุญาตใช้สิทธิในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่สำหรับที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว โดย CID ได้ขอให้ CPN ชำระเงินประกันสิทธิการเช่าช่วงที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จำนวน 300 ล้านบาท ให้แก่ CID ในวันที่ CID ได้ต่อสัญญาเช่าหลักกับ รฟท. โดยมีเงื่อนไขที่สำคัญดังนี้

1. ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของ CPN ไม่อนุมัติการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID หรือ CPN และ CID ไม่สามารถตกลงเงื่อนไขการเช่าช่วงกันได้ CID จะคืนเงินประกันทั้งหมดพร้อมดอกเบี้ยในอัตรดอกเบี้ยขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ในประเทศขนาดใหญ่ (Minimum Lending Rate-MLR) ให้แก่ CPN
2. ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของ CPN อนุมัติการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ทาง CID จะคืนเงินประกันดังกล่าวให้แก่ CPN และ CPN จะชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตามสัญญาเช่าช่วงใหม่ให้แก่ CID

ทั้งนี้ CPN ได้มีการแจ้งและเปิดเผยลงการลงนามในบันทึกข้อตกลงกับ CID เพื่อรักษาสิทธิและยื่นขออนุญาตใช้สิทธิในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ และการชำระเงินประกันสิทธิการเช่าช่วงที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ให้แก่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2551

2.2.2 ขนาดของรายการ

ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ CPN จะต้องชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 16,178.32 ล้านบาท (โดยมีรายละเอียดของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้ CID ในส่วนข้อมูลสรุปและในหน้า 28-29) ทั้งนี้ รายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ดังกล่าวเมื่อรวมกับรายการที่เกี่ยวข้องกันอื่นๆที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการ จะทำให้ผลรวมของมูลค่ารายการเท่ากับ 16,565.32 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 115.72 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ CPN ซึ่งอยู่ที่ 14,315.24 ล้านบาท โดยคำนวณจากงบการเงินรวมของบริษัทล่าสุดซึ่งได้รับการตรวจสอบแล้ว ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2551 เนื่องจากขนาดของรายการดังกล่าวมากกว่าร้อยละ 3 ของมูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของ CPN ทำให้ CPN ต้องมีการเปิดเผยการตกลงเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน รวมทั้งขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท ด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้ส่วนเสีย

นอกจากนี้ มูลค่าของรายการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เมื่อรวมกับรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์อื่นๆที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการในครั้งนี้ มีมูลค่าของรายการรวมเท่ากับร้อยละ 37.83 (พิจารณามูลค่าของรายการโดยใช้เกณฑ์มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ CPN ชำระให้ซึ่งเท่ากับ 16,565.32 ล้านบาทเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมของ CPN และบริษัทย่อยรวมกัน ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2551 ซึ่งเท่ากับ 43,783.78 ล้านบาท) ซึ่งเข้าข่ายเป็นรายการประเภทที่ 2 ตามประกาศคณะกรรมการตลาดทุน ที่ ทจ.21/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาและจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สินและประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ปี 2547 ซึ่งตามเกณฑ์บริษัทจะต้องจัดส่งหนังสือแจ้งผู้ถือหุ้นภายใน 21 วัน นับตั้งแต่วันที่มีการเปิดเผยรายการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่เนื่องจากขนาดของรายการตามเกณฑ์เรื่องรายการที่เกี่ยวข้องกันกำหนดให้บริษัทต้องขออนุมัติการทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ดังนั้น CPN จะขออนุมัติการเข้าทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์จากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในคราวเดียวกับการขออนุมัติการเข้าทำรายการที่เกี่ยวข้องกัน คือในวันที่ 25 มีนาคม พ.ศ.2552

2.2.3 ทรัพย์สินภายในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID

ตามสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จะจัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID ทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า ประกอบด้วยส่วนที่เป็นที่ดินและอาคารสิ่งปลูกสร้างมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ทรัพย์สินภายในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID

1) ส่วนที่ดิน			
ที่ดินบางส่วนในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว พื้นที่ประมาณ 28 ไร่ ซึ่งเป็นที่ตั้งของทรัพย์สินที่เช่าช่วงในส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
2) ส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
ประเภทอาคารและสิ่งปลูกสร้าง	พื้นที่ใช้สอยรวม (Gross Leasable Area) (ตารางเมตร)	พื้นที่ให้เช่าได้ (Net Leasable Area) (ตารางเมตร)	อัตราการเช่าพื้นที่ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2551 (Occupancy Rate) (%)
1) อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า	95,000	55,531*	97 %
2) อาคารสำนักงาน	23,000	17,719	97 %
3) ที่จอดรถ	90,000	-	-

*หมายเหตุ: อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่ารวมพื้นที่ให้เช่าได้ในส่วนโรงหนัง 7,500 ตารางเมตร และพื้นที่คอนเวนชั่น ฮอลล์ 9,000 ตารางเมตร
ที่มา : บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

2.3 เกณฑ์ที่ใช้กำหนดมูลค่าของสิ่งตอบแทน

อัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN (ซึ่งมีรายละเอียดดังที่ได้แสดงไว้ในส่วนข้อมูลสรุปและในหน้า 28-29) ถูกกำหนดจากวิธี Cost Plus Basis กล่าวคืออัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN จะกำหนดจากต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ของ CID บวกด้วยอัตรากำไรส่วนเพิ่มที่เหมาะสมประมาณร้อยละ 5 ของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID โดยที่ต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ได้แก่ อัตราค่าเช่ารายปีที่ CID จะต้องชำระให้แก่ รฟท. ตามสัญญาเช่าหลัก และค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าระยะยาวในอัตรา 1 % ของค่าเช่าที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. ตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่

จากผลรวมของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID และอัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 CID จะได้จัดสรรผลรวมดังกล่าวในสัดส่วนประมาณร้อยละ 72 เป็นค่าตอบแทนการเช่าช่วงที่จะเรียกเก็บจาก CPN สำหรับทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ตามค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงต่อมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินรวม ของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายที่ว่าจ้างโดย รฟท. ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 72%

3. ข้อมูลของบริษัทที่เกี่ยวข้องที่มีการทำรายการกับบริษัท

ชื่อบริษัท	: บริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”)
วันที่จดทะเบียนจัดตั้งบริษัท	: 10 พฤษภาคม พ.ศ.2521
ที่ตั้งสำนักงานใหญ่	: 306 ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร 10500
ประเภทธุรกิจ	: พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

โครงสร้างการถือหุ้น

ณ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2551 ผู้ถือหุ้นหลักของ CID ประกอบไปด้วย

ผู้ถือหุ้น	สัดส่วนการถือหุ้น
บริษัท ห้างเซ็นทรัล ดีพาทเมนท์สโตร จำกัด (“HCDS”) (บุคคลในตระกูลจิราวัฒน์ถือหุ้นใน HCDS 100 % ของทุนที่ชำระแล้ว)	25.00 %
บุคคลในตระกูลจิราวัฒน์	75.00 %

ที่มา: Business Online (<http://www.bol.co.th>)

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ

บริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”) จดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเมื่อปี พ.ศ. 2521 เพื่อดำเนินธุรกิจโดยการเช่าที่ดินกับการรถไฟแห่งประเทศไทย (“รฟท.”) เพื่อทำการก่อสร้าง พัฒนาและดำเนินการโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว เพื่อนำมาปล่อยเช่าช่วงต่อ โดยได้ทำสัญญาเช่า เมื่อปี พ.ศ. 2521 มีอายุสัญญา 30 ปี โดยที่สัญญาดังกล่าวได้ครบกำหนดอายุไปเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมา ทั้งนี้ CID ได้เข้าทำสัญญาให้สิทธิใช้ประโยชน์ศูนย์การค้าบริเวณสามเหลี่ยมย่านพหลโยธินฉบับใหม่ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 –18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 เป็นเวลา 20 ปี โดยปัจจุบัน CID ได้ตกลงที่จะปล่อยเช่าช่วงต่อให้แก่ บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (“CPN”) บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซ่า จำกัด (มหาชน) (“CENTEL”) และบริษัท ห้างเซ็นทรัล ดีพาทเมนท์สโตร จำกัด (“HCDS”)

รายชื่อคณะกรรมการบริษัท

ณ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2551 คณะกรรมการบริษัทของ CID ประกอบไปด้วย

กรรมการบริษัท	ตำแหน่ง
นายวันชัย จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิพร จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิชัย จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิเกียรติ จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิชาติ จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิศักดิ์ จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายสุทธิลักษณ์ จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายทศ จิราธิวัฒน์	กรรมการ
นายปริญญา จิราธิวัฒน์	กรรมการ

ที่มา: Business Online (<http://www.bol.co.th>)

ผลประกอบการและฐานะทางการเงิน

ตารางแสดงผลประกอบการและฐานะทางการเงินของ CID ประจำปี พ.ศ. 2547-2550

หน่วย (บาท)	2547	2548	2549	2550
รายได้รวม	17,835,484.12	16,486,598.05	17,524,293.39	20,073,171.31
กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี	7,083,162.68	4,149,357.73	6,277,547.74	2,207,109.54
กำไรสุทธิ	4,952,515.96	2,527,078.87	4,393,609.20	846,483.67
สินทรัพย์รวม	366,298,622.83	366,246,718.14	369,262,036.75	368,906,379.99
หนี้สินรวม	6,970,516.28	4,391,532.72	3,013,242.13	1,811,101.70
ทุนที่ชำระแล้ว	370,000,000.00	370,000,000.00	370,000,000.00	370,000,000.00
ส่วนของผู้ถือหุ้น	359,328,106.55	361,855,185.42	366,248,794.62	367,095,278.29

หมายเหตุ: CID จะได้บันทึกสิทธิการเช่าที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างของ โครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งได้จากการเช่าทำสัญญาเช่าหลักใหม่กับ รพท. ในงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2551 ของบริษัท โดยบริษัทจะทยอยตัดจำหน่ายสิทธิการเช่าที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้างดังกล่าวในระยะเวลา 20 ปี ตามอายุของสัญญาเช่าหลักใหม่

ที่มา: Business Online (<http://www.bol.co.th>)

4. สรุปสาระสำคัญของสัญญาเช่าช่วงใหม่และความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของการทำรายการ

ตารางที่ 1 สรุปสาระสำคัญของสัญญาเช่าช่วงใหม่

คู่สัญญาที่เกี่ยวข้อง	<ul style="list-style-type: none"> • บริษัท เซ็นทรัลอินเตอร์พัฒนา จำกัด (“CID”) ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง และ • บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (“CPN”) ในฐานะผู้เช่าช่วง
ระยะเวลาการเช่าช่วง	ระยะเวลาการเช่าช่วงตามสัญญาเช่าช่วงใหม่จะเริ่มตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 และสิ้นสุดในวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571
ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี	ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ CPN จะต้องชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 16,178.32 ล้านบาท (โดยมีรายละเอียดของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้ CID ในตารางที่ 4 หน้า 28-29)
สิทธิและหน้าที่ของผู้เช่าช่วงที่สำคัญ	<ul style="list-style-type: none"> • CPN มีสิทธินำพื้นที่ของทรัพย์สินที่เช่าช่วงออกให้เช่าได้ตลอดระยะเวลาของสัญญาเช่าช่วงใหม่ ทั้งนี้ต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด • CPN ต้องดำเนินการบูรณะพัฒนาทรัพย์สินที่เช่าช่วงและระบบต่างๆ และต้องทำการซ่อมแซม ดูแลบำรุงรักษาและปรับปรุงระบบต่างๆ ให้อยู่ในสภาพเรียบร้อยเสมอด้วยค่าใช้จ่ายของ CPN เองทั้งสิ้น • CPN ต้องจัดให้มีการประกันภัยเป็นรายปีและจัดให้มีมาตรการความปลอดภัยตลอดระยะเวลาของสัญญาเช่าช่วงใหม่นี้
กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สิน	บรรดาทรัพย์สินในทรัพย์สินที่เช่าช่วงที่ผู้เช่าช่วงได้ดำเนินการบูรณะพัฒนา (Renovate) ปรับปรุงหรือก่อสร้าง แก้ไข ดัดแปลง ต่อเติม ซ่อมแซมหรือสร้างทดแทนทรัพย์สินเดิมตามสัญญานี้ให้ตกเป็นกรรมสิทธิ์ของ รฟท. ทั้งนี้ที่มีการดำเนินการดังกล่าวเสร็จโดยไม่มีค่าการทำงานหรือค่าตอบแทนใดๆจาก CID หรือ รฟท.
การสิ้นสุดสัญญา	<p>ในกรณีมีเหตุอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้เกิดขึ้น ให้สัญญาเช่าช่วงใหม่สิ้นสุดทันที</p> <ul style="list-style-type: none"> • เมื่อ CPN ผิดนัดชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนหรือค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี • เมื่อครบกำหนดระยะเวลาของสัญญาเช่าช่วงใหม่ • สิทธิการใช้ประโยชน์ในทรัพย์สินที่เช่าช่วงได้ถูกยึดหรืออายัดตามคำสั่งศาล • CPN ถูกศาลมีคำพิพากษาให้ล้มละลาย • CPN เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายล้มละลาย ยกเว้น ในกรณีที่ CPN ยังสามารถชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนและค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี รวมทั้งปฏิบัติหน้าที่อื่นตามสัญญานี้ได้ครบถ้วน โดยไม่โอนสิทธิหรือหน้าที่ให้แก่บุคคลอื่น • มีการเลิกบริษัท CPN หรือชำระบัญชีบริษัท CPN ไม่ว่าด้วยเหตุใด <p>นอกเหนือจากกรณีตามข้างต้น หาก CPN ผิดสัญญาเช่าช่วงใหม่ไม่ว่าข้อหนึ่งข้อใด เมื่อ CID ได้มีหนังสือบอกกล่าวให้ CPN ปฏิบัติให้ถูกต้องภายใน 20 วัน แต่</p>

	CPN ละเลยหรือไม่ปฏิบัติตามให้ถูกต้องภายในกำหนดเวลาดังกล่าว CID มีสิทธิออกเลิกสัญญาได้ทันที
--	--

4.2 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

4.2.1 ความจำเป็นในการเข้าทำรายการกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน

สัญญาเช่าช่วงหลักทรัพ์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ฉบับเดิมซึ่งจัดทำขึ้นระหว่าง CPN ในฐานะผู้เช่าช่วง และ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง และมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 2 เมษายน พ.ศ. 2527 และสิ้นสุดลงเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมานั้น (“สัญญาเช่าช่วงเดิม”) ได้รับการจัดทำขึ้นและเป็นไปตามสัญญาให้สิทธิใช้ประโยชน์ศูนย์การค้าบริเวณสามเหลี่ยมย่านพหลโยธินฉบับลงวันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2521 ที่จัดทำขึ้นระหว่าง CID ในฐานะผู้เช่า และ รฟท. ในฐานะผู้ให้เช่า (“สัญญาเช่าหลักเดิม”) โดยสัญญาเช่าหลักเดิมดังกล่าวได้ครบกำหนดอายุไปเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมาเช่นเดียวกัน

ทั้งนี้ CPN จะเข้าทำสัญญาเช่าช่วงหลักทรัพ์สินบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวฉบับใหม่ (“สัญญาเช่าช่วงใหม่”) โดยทรัพ์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ภายใต้อสัญญาเช่าช่วงใหม่ประกอบด้วยที่ดินและอาคารสิ่งปลูกสร้างซึ่งมีรายละเอียดที่สำคัญดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2 ทรัพ์สินภายในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID (“ทรัพ์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID” หรือ “ทรัพ์สินที่เช่าช่วง”)

1) ส่วนที่ดิน			
ที่ดินบางส่วนในบริเวณโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว พื้นที่ประมาณ 28 ไร่ซึ่งเป็นที่ตั้งของทรัพ์สินที่เช่าช่วงใน ส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
2) ส่วนอาคารและสิ่งปลูกสร้าง			
ประเภทอาคารและสิ่งปลูกสร้าง	พื้นที่ใช้สอยรวม (Gross Leasable Area) (ตารางเมตร)	พื้นที่ให้เช่าได้ (Net Leasable Area) (ตารางเมตร)	อัตราการเช่าพื้นที่ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2551 (Occupancy Rate) (%)
1) อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า	95,000	55,531*	97 %
2) อาคารสำนักงาน	23,000	17,719	97 %
3) ที่จอดรถ	90,000	-	-

*หมายเหตุ: อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่ารวมพื้นที่ให้เช่าได้ในส่วนโรงหนัง 7,500 ตารางเมตร และพื้นที่คอนกรีตชั้น ฮอลล์ 9,000 ตารางเมตร
ที่มา: บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

การเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่จะมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 จนถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 ทั้งนี้ การที่ CPN เข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID แทนที่จะเข้าทำสัญญาเช่าโดยตรงกับ รฟท. เนื่องจากตามสัญญาเช่าหลักเดิมมีเงื่อนไขซึ่งกำหนดให้ CID จะได้รับสิทธิในการเข้าเจรจาเงื่อนไขก่อนในการต่ออายุสัญญาเช่าหลักจาก รฟท. โดยถ้า CID ไม่ใช่สิทธิในการเข้าเจรจาเงื่อนไขดังกล่าวเพื่อต่ออายุสัญญาเช่าหลัก ทาง รฟท. จึงจะเปิดให้มีการประมูลแข่งขันเพื่อหาผู้ประกอบรายใหม่เข้ามาทำการพัฒนาพื้นที่บริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ต่อไป ทั้งนี้ CID ได้เข้าทำสัญญาให้

สิทธิใช้ประโยชน์ศูนย์การค้าบริเวณสามเหลี่ยมย่านพลโยธิฉบบัใหม่ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 –18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 เป็นเวลา 20 ปี (“สัญญาเช่าหลักใหม่”) กับ รพท. แล้ว เมื่อเดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมา โดยตามเงื่อนไขของสัญญาเช่าหลักใหม่กำหนดให้ภายในกำหนดระยะเวลาไม่เกิน 120 วัน นับตั้งแต่วันลงนามในสัญญาเช่าหลักใหม่ หรือภายในไม่เกินวันที่ 8 เมษายน พ.ศ.2552 CID ต้องมีการส่งมอบสำเนารับรองถูกต้องของสัญญาเช่าช่วงระหว่าง CID กับผู้เช่าช่วงหลักทุกราย (ซึ่งรวมถึง CPN, บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (“CENTEL”) และบริษัท ห้างเซ็นทรัล ดีพาทเมนท์สโตร์ จำกัด (“HCDS”)) ให้แก่ รพท.

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ระหว่าง CPN กับ CID เข้าข่ายเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันประเภทสินทรัพย์และบริการ ซึ่งขนาดของรายการต้องได้รับการอนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งต้องใช้เวลาในการดำเนินการ ด้วยเงื่อนไขระยะเวลาดังกล่าว ทำให้การดำเนินการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่ไม่สามารถดำเนินการให้แล้วเสร็จได้ภายในวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ซึ่งเป็นวันสิ้นสุดของสัญญาเช่าช่วงเดิม ดังนั้น เมื่อเดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 ที่ผ่านมา CPN จึงได้เข้าลงนามในบันทึกข้อตกลงกับ CID เพื่อรักษาสิทธิและยืนยันการใช้สิทธิในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่สำหรับที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว โดย CID ได้ขอให้ CPN ชำระเงินประกันสิทธิการเช่าช่วงที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว จำนวน 300 ล้านบาท ในวันที่ CID ได้ต่อสัญญาเช่าหลักกับ รพท. โดยมีเงื่อนไขที่สำคัญดังนี้

1. ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของ CPN ไม่อนุมัติการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID หรือ CPN และ CID ไม่สามารถตกลงเงื่อนไขการเช่าช่วงกันได้ CID จะคืนเงินประกันทั้งหมดพร้อมดอกเบี้ยในอัตรดอกเบี้ยขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ในประเทศขนาดใหญ่ (Minimum Lending Rate-MLR) ให้แก่ CPN
2. ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของ CPN อนุมัติการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ทาง CID จะได้คืนเงินประกันดังกล่าว ให้แก่ CPN และ CPN จะชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตามสัญญาเช่าช่วงใหม่ ให้แก่ CID

ทั้งนี้ ในระหว่างที่สัญญาเช่าช่วงเดิมได้สิ้นสุดลงและการดำเนินการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่ระหว่าง CID และ CPN ยังไม่แล้วเสร็จ CID ได้ตกลงยินยอมให้ CPN ใช้ประโยชน์ที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ได้ต่อไป จนกว่าจะได้มีการดำเนินการขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้วเสร็จ โดยมีการกำหนดเงื่อนไขในเบื้องต้นเกี่ยวกับรายได้จากการดำเนินงานในช่วงระหว่างที่สัญญาเช่าช่วงเดิมหมดอายุและ CPN ยังไม่ได้เข้าลงนามในสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ดังต่อไปนี้

1. ในกรณีที่มีการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่ระหว่าง CPN และ CID รายได้จากการดำเนินการต่างๆจากพื้นที่เช่าตามตารางที่ 2 ให้เป็นของ CPN
2. ในกรณีที่ไม่มีการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ระหว่าง CPN และ CID รายได้จากการดำเนินการต่างๆจากพื้นที่เช่าตามตารางที่ 2 หลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการต่างๆที่เกี่ยวข้องที่ CPN ได้รับหลังวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 จนถึงวันที่การเจรจาสิ้นสุดลง จะคืนให้กับ CID หรือเป็นไปตามแนวทางอื่นที่จะตกลงกัน

ทั้งนี้ CPN ได้มีการแจ้งและเปิดเผยผลการลงนามในบันทึกข้อตกลงกับ CID เพื่อรักษาสิทธิและยืนยันการใช้สิทธิในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ และการชำระเงินประกันสิทธิการเช่าช่วงที่ดินและ/หรืออาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ให้แก่ทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2551

4.2.2 ความสมเหตุสมผลและข้อดีของการเข้าทำรายการสัญญาเช่าช่วงใหม่

ในการเข้าทำรายการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อใช้ประโยชน์บนที่ดินและสิ่งปลูกสร้างบริเวณที่ตั้งของศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ CPN และฝ่ายต่างๆ ดังต่อไปนี้

4.2.2.1 เป็นการรักษารายได้ที่สำคัญของ CPN

ในช่วงที่ผ่านมา ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งถือว่าเป็นศูนย์การค้าหลัก (Flagship Project) ศูนย์หนึ่งของ CPN ซึ่งสามารถสร้างรายได้ค่าเช่าและค่าบริการในแต่ละปีให้แก่ CPN เป็นลำดับต้นๆ ของศูนย์การค้าที่ CPN ดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน ทั้งนี้ รายได้จากกิจการดำเนินโครงการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว (ซึ่งประกอบด้วยรายได้ค่าเช่าค่าบริการและรายได้อื่นๆ) คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 21 ของรายได้รวมยกเว้นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสียตามงบการเงินรวมของบริษัทที่ได้รับการตรวจสอบแล้วประจำปี พ.ศ. 2549, 2550 และ 2551 ศูนย์การค้าดังกล่าวมีข้อได้เปรียบในเรื่องของทำเลที่ตั้ง รวมถึงอยู่ใกล้เส้นทางคมนาคมหลักของกรุงเทพมหานคร ได้แก่ ถนนวิภาวดีรังสิต ถนนลาดพร้าวและถนนพหลโยธิน และการที่ศูนย์การค้าดังกล่าวตั้งอยู่ในบริเวณย่านธุรกิจ สถานศึกษาและที่อยู่อาศัยที่สำคัญย่านหนึ่งของกรุงเทพมหานคร ทำให้สามารถดึงดูดลูกค้าซึ่งประกอบด้วยคนทำงาน นักศึกษา รวมถึงผู้ที่อาศัยอยู่ในบริเวณใกล้เคียง ให้เข้ามาใช้บริการในศูนย์การค้าเป็นจำนวนหลายล้านคนในแต่ละปี ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการและร้านค้าจากหลากหลายธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกิจประเภทร้านอาหาร เสื้อผ้า สินค้าเทคโนโลยีสารสนเทศ ธุรกิจเพื่อความบันเทิง ธุรกิจการเงินการธนาคาร ฯลฯ สนใจเข้ามาเช่าพื้นที่ในบริเวณศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว เพื่อดำเนินธุรกิจ ซึ่งทำให้อัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy Rate) ของศูนย์การค้าดังกล่าวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 90 % มาโดยตลอดในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

4.2.2.2 การลงทุนต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่ในการดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่

การเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อให้ CPN มีสิทธิเข้าใช้ประโยชน์ทรัพย์สินที่เช่าช่วง จนถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2571 ถือได้ว่าเป็นการลงทุนเพื่อสร้างฐานรายได้ของ CPN ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการเริ่มพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่ การพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่แม้จะเป็นช่องทางที่ช่วยให้บริษัทสามารถขยายตลาดและเข้าถึงกลุ่มลูกค้าใหม่ๆมากขึ้น แต่ก็ยังเป็นช่องทางการขยายธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากต้องใช้งบลงทุนจำนวนมากและก็ไม่แน่นอนว่าโครงการจะประสบความสำเร็จและสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนให้แก่ CPN ได้ตามที่คาดหวังหรือไม่ ในทางตรงกันข้าม การลงทุนในศูนย์การค้าที่บริษัทดำเนินการอยู่ โดยเฉพาะศูนย์การค้าที่มีทำเลที่ตั้งที่ดี มีการดำเนินงานที่ประสบความสำเร็จจากอัตราการเช่าที่สูงมาโดยตลอด รวมถึงมีศักยภาพในการเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต เช่น ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว เป็นช่องทางการสร้างรายได้ของ CPN ที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่ต่ำกว่ามาก

4.2.2.3 เป็นการรักษาสัดส่วนตลาดและความเป็นผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในประเทศไทยของ CPN

ปัจจุบัน CPN ถือได้ว่าเป็นบริษัทผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกบริษัทหนึ่งในประเทศไทย โดยบริษัทมีการดำเนินการศูนย์การค้าแบบครบวงจรหลายศูนย์ทั้งในเขตกรุงเทพมหานครและ

ต่างจังหวัด เช่น ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า รามอินทรา, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลซิตี บางนา, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลเวิลด์ ฯลฯ ซึ่งการมีสถานะเป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในประเทศไทยและมีส่วนแบ่งตลาดในอัตราที่สูงในธุรกิจดังกล่าวในประเทศไทย ก่อให้เกิดความได้เปรียบในทางธุรกิจแก่ CPN ในด้านต่างๆ ได้แก่

1. สภาพภาพพจน์ที่ดีของ CPN ในฐานะที่เป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในประเทศไทย ในสายตาของผู้ถือหุ้นทั้งที่เป็นชาวไทยและนักลงทุนต่างประเทศ รวมถึงสถาบันการเงินทั้งในและนอกประเทศ ซึ่งทำให้บริษัทมีความคล่องตัวรวมถึงสามารถจัดหาเงินทุนเพื่อการขยายธุรกิจในระดับต้นทุนที่ต่ำ
2. เป็นการเพิ่มอำนาจต่อรองของ CPN ในการเจรจาต่อรองกับซัพพลายเออร์ รวมถึงในการเข้าประมูลและเจรจาสัญญาเพื่อการดำเนินโครงการพัฒนาพื้นที่เพื่อดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก
3. ทำให้ CPN มีศักยภาพในการเติบโตที่สูง ด้วยความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของบุคลากรของบริษัทและต้นทุนในการดำเนินงานและต้นทุนเงินทุนในระดับที่เหมาะสม

4.2.2.4 ความสามารถในการใช้ประโยชน์และสร้างมูลค่าเพิ่มทางธุรกิจจากการใช้ประโยชน์ในพื้นที่อาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว

ก่อนการเข้าทำรายการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้ CPN ได้ดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว มากกว่า 20 ปี ซึ่งที่ผ่านมาบริษัทก็ได้มีการปรับปรุงและพัฒนาพื้นที่และสิ่งก่อสร้างในบริเวณศูนย์การค้าดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง จนทำให้ศูนย์การค้าดังกล่าวประสบความสำเร็จด้วยดีมาโดยตลอด รวมถึงสามารถสร้างความเจริญและรายได้ให้แก่พื้นที่ในบริเวณใกล้เคียงมาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจากความคุ้นเคยและประสบการณ์ของ CPN ในการดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวเอง รวมถึงประสบการณ์ของบริษัทในการดำเนินการศูนย์การค้าอื่นๆของกลุ่ม ได้อย่างประสบความสำเร็จ เช่น ศูนย์การค้าเซ็นทรัลซิตี บางนา, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า, ศูนย์การค้าเซ็นทรัล พลาซ่า พระราม 2, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า พระราม 3, ศูนย์การค้าเซ็นทรัลเวิลด์ ฯลฯ ซึ่งสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการดำเนินธุรกิจและสร้างมูลค่าเพิ่มในการดำเนินธุรกิจให้แก่ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จะทำให้ศูนย์การค้าดังกล่าวสามารถดึงดูดให้ลูกค้าเข้ามาใช้บริการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเป็นการรักษาฐานรายได้ที่มั่นคงและมีความสม่ำเสมอให้แก่ CPN อีกทั้งยังก่อให้เกิดการประหยัดทางต้นทุนจากการใช้ทรัพยากรของบริษัทที่มีอยู่ให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่

4.2.3 ข้อเสียของการไม่ต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่

การไม่ต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จะก่อให้เกิดผลเสียแก่ CPN ดังนี้

4.2.3.1 การสูญเสียแหล่งรายได้ที่สำคัญของ CPN และความได้เปรียบทางธุรกิจ

หาก CPN ไม่ได้ดำเนินการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ก็จะทำให้ฐานรายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่สำคัญของบริษัทหายไปส่วนหนึ่ง ซึ่งแม้ว่าทาง CPN จะได้มีการทยอยเปิดโครงการศูนย์การค้าใหม่ๆทั้งในเขตกรุงเทพมหานครและต่างจังหวัดอย่างต่อเนื่อง ก็จะต้องใช้เวลาในการพัฒนา

โครงการที่ยาวนาน และมีความไม่แน่นอนว่ารายได้จากโครงการใหม่ๆของบริษัทจะสามารถทดแทนรายได้จากศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ที่หายไป หากไม่มีการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าดังกล่าว ได้หรือไม่

นอกจากนี้ หาก CPN ไม่สามารถต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว และทำให้รายได้ของบริษัทจากศูนย์การค้าดังกล่าวต้องสูญเสียไป ก็อาจทำให้บริษัทต้องสูญเสียส่วนแบ่งตลาดและอาจกระทบต่อสถานะความเป็นหนึ่งในผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในประเทศไทย รวมทั้งอาจทำให้บริษัทต้องสูญเสียความได้เปรียบในทางธุรกิจอันเนื่องมาจากประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดการผลิต (Economy of Scale) ซึ่งได้จากการที่ CPN สามารถปันส่วนต้นทุนคงที่ (เช่น ค่าใช้จ่ายทางด้านการขายและบริหารและต้นทุนเงินทุนบางส่วน) ไปให้แก่ศูนย์การค้าในแต่ละศูนย์ของบริษัท ซึ่งในกรณีที่ CPN สูญเสียรายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จากการไม่สามารถต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ในขณะที่ต้นทุนคงที่ในการดำเนินธุรกิจไม่มีการเปลี่ยนแปลงหรือเพิ่มขึ้น อาจทำให้อัตรากำไรของบริษัทได้รับผลกระทบในระดับหนึ่ง

4.2.3.2 การเกิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการไม่ต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่

หาก CPN ไม่สามารถต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว นอกจากบริษัทจะสูญเสียรายได้ค่าเช่าและค่าบริการซึ่งจะได้รับตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่แล้ว CPN จะมีภาระในการชำระข้อผูกพันที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการสิ้นสุดการดำเนินโครงการที่สำคัญดังต่อไปนี้

1. ค่ามัดจำการเช่าซึ่ง CPN ในฐานะผู้ดำเนินการและบริหารส่วนศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ได้เรียกเก็บจากผู้เช่าพื้นที่ซึ่งเป็นร้านค้าและธุรกิจประเภทต่างๆเป็นการล่วงหน้า และจะคืนให้แก่ผู้เช่า เมื่อมีการเลิกสัญญาเช่า
2. ในกรณีที่ไม่มีกรเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ระหว่าง CPN และ CID รายได้หลังหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินการต่างๆที่เกี่ยวข้องที่ CPN ได้รับหลังวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2551 จนถึงวันที่การเจรจาสิ้นสุดลงจะต้องคืนให้กับ CID หรือเป็นไปตามแนวทางอื่นที่จะตกลงกัน (ซึ่ง CPN ได้มีการเปิดเผยเงื่อนไขดังกล่าวต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2551)

4.2.4 ความเสี่ยงของการเข้าทำรายการต่อสัญญาเช่าช่วงใหม่

แม้ว่าการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID จะสร้างประโยชน์ทางธุรกิจให้แก่ CPN เอง การเข้าทำรายการดังกล่าวก็อาจมีความเสี่ยงบางประการที่ทางบริษัท ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นควรพิจารณาก่อนการอนุมัติการเข้าทำรายการ ดังมีรายละเอียดดังนี้

4.2.4.1 ความเสี่ยงจากการที่รายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ที่เกิดขึ้นจริง อาจต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้

ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้ จะก่อให้เกิดภาระผูกพันในระยะยาวแก่ CPN ในการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมถึงความรับผิดชอบในการปฏิบัติหน้าที่และภาระค่าใช้จ่ายที่

เกี่ยวข้องกับการบำรุงรักษาทรัพย์สินที่เช่าช่วง ทั้งนี้ แหล่งของกระแสเงินสดที่สำคัญซึ่ง CPN จะใช้ในการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID ตลอดจนอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่รวมถึงใช้ในการบำรุงรักษาทรัพย์สินที่เช่าช่วง จะเป็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cashflows) ของบริษัทเองซึ่งจะมาจากรายได้ค่าเช่าค่าบริการจากการดำเนินกิจการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ดังนั้น ในการดำเนินกิจการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว CPN จึงอาจมีความเสี่ยงจากการที่รายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่จะได้รับจริงจากการดำเนินกิจการศูนย์การค้าอาจจะต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้ อันเนื่องมาจากปัจจัยต่างๆ เช่น ภาวะการแข่งขันในธุรกิจที่ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง รวมถึงรูปแบบการดำเนินชีวิตของลูกค้ากลุ่มเป้าหมายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งอาจทำให้ CPN ไม่สามารถสร้างรายได้จากการเข้าดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ตามประมาณการ ดังนั้น หากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่ CPN จะได้รับจริงในอนาคตอาจจะต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้ ในขณะที่ได้มีการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ทาง CPN จะต้องจ่ายให้ CID ตลอดจนอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ไว้เป็นจำนวนที่แน่นอนแล้ว ก็อาจมีผลกระทบต่อความสามารถของบริษัทในการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID รวมถึงการชำระค่าบำรุงรักษาทรัพย์สินที่เช่าช่วง รวมทั้งจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากการดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ในช่วงอายุสัญญาที่ต่อใหม่ อาจต่ำกว่าที่ได้มีการจัดทำประมาณการไว้

อย่างไรก็ตาม CPN ก็จะได้ดำเนินกลยุทธ์เพื่อรองรับภาวะการแข่งขันในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกที่คาดว่าจะทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง โดยการ

1. **การจัดการผู้เช่าให้มีความหลากหลาย** โดยมีการจัดหาผู้เช่าให้มีความหลากหลายทั้งในด้านของประเภทธุรกิจและผู้เช่า เพื่อกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจไม่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจของผู้เช่าประเภทใดประเภทหนึ่งมากเกินไป หรือรายได้รายหนึ่งมากเกินไป และเพื่อไม่ให้เกิดการแข่งขันระหว่างผู้เช่าที่มีสินค้า/บริการประเภทเดียวกันอย่างรุนแรง
2. **การมีผู้เช่าหลักเป็นปัจจัยในการดึงดูดผู้มาจับจ่ายซื้อสินค้าให้มาเดินที่ศูนย์การค้า** เช่น การมีห้างสรรพสินค้า โรงหนัง โบว์ลิ่ง โดยการมีผู้เช่าหลัก (Anchor Tenant) ดังกล่าว จะทำให้ความน่าสนใจของศูนย์การค้าเพิ่มมากขึ้น ทำให้ปริมาณผู้มาจับจ่ายซื้อสินค้าเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย และเป็นการเพิ่มความสามารถในการรักษาผู้เช่าอื่นๆ และรายได้ค่าเช่าของศูนย์การค้าด้วย
3. **การโฆษณาและประชาสัมพันธ์** โดยมีการวางแผนและดำเนินการโฆษณาและประชาสัมพันธ์ รวมทั้งการจัดกิจกรรมต่างๆ เป็นประจำและต่อเนื่อง ซึ่งเป็นการทำให้เกิดภาพลักษณ์ที่ดีของศูนย์การค้า และเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการ
4. **การรักษาและเพิ่มอัตราการใช้พื้นที่** เพื่อลดอัตราพื้นที่ว่างและลดต้นทุนค่าใช้จ่ายในการหาผู้เช่ารายใหม่

ซึ่งที่ผ่านมา CPN ก็สามารถดำเนินกลยุทธ์ดังกล่าวข้างต้นได้ประสบความสำเร็จในศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ดังจะเห็นได้จากอัตราการใช้พื้นที่ (Occupancy Rate) ในศูนย์การค้าดังกล่าวในช่วงที่ผ่านมา อยู่ในระดับที่สูงมาโดยตลอด

4.2.4.2 ความเสี่ยงจากการที่สัญญาเช่าหลักใหม่อาจถูกยกเลิกโดย รฟท. อันเนื่องมาจากความผิดของ CID หรือผู้เช่าช่วงรายอื่น ซึ่งจะทำให้สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ CPN ทำกับ CID ถูกยกเลิกด้วย

ในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว CPN อาจมีความเสี่ยงจากการที่ CID หรือผู้เช่าช่วงรายอื่นอาจทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าหลักใหม่หรือสัญญาเช่าช่วงใหม่ จนทำให้ รฟท. ในฐานะผู้ให้เช่าอาจยกเลิกสัญญาเช่าหลักใหม่ที่ทำกับ CID ในฐานะผู้เช่า นอกจากการที่ CID อาจทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าหลักใหม่ หรือผู้เช่าช่วงรายอื่นอาจทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าช่วงใหม่ จนอาจเป็นเหตุให้ รฟท. สามารถใช้เป็นเหตุผลในการยกเลิกสัญญาเช่าหลักใหม่ที่ทำกับ CID (ซึ่งก็จะทำให้สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ CID ทำกับผู้เช่าช่วงทุกรายถูกยกเลิกไปโดยปริยายด้วย) แล้ว เหตุอื่นๆที่อาจทำให้สัญญาเช่าหลักใหม่สิ้นสุดทันที (ซึ่งก็จะทำให้สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ CID ทำกับผู้เช่าช่วงทุกรายสิ้นสุดไปโดยปริยายด้วย เช่นกัน) จะมีความสอดคล้องกับเหตุแห่งการการสิ้นสุดสัญญาเช่าช่วงใหม่ (ดังมีรายละเอียดดังที่ระบุไว้ใน “เหตุแห่งการการสิ้นสุดสัญญา” ในตารางที่ 1 หน้า 17) โดยสาเหตุหลักๆที่อาจทำให้สัญญาเช่าหลักใหม่สิ้นสุดทันที ได้แก่ การที่ CID อาจมีการผิดนัดชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนหรือค่าตอบแทนการเช่ารายปีให้แก่ รฟท. การที่ CID อาจถูกศาลมีคำพิพากษาให้ล้มละลาย การเลิกบริษัท CID หรือชำระบัญชีบริษัท CID ไม่ว่าด้วยเหตุใด เป็นต้น

ทั้งนี้ ในกรณีที่สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิก โดยไม่ใช่ความผิดของ CPN บริษัทก็ไม่ต้องรับผิดชอบค่าเสียหายที่เกิดขึ้นแต่อย่างใด ในกรณีที่สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิกอันเนื่องมาจากความผิดของ CID นั้น CPN ก็สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจาก CID ได้ โดยค่าความเสียหายที่ CPN จะเรียกร้องได้นั้นไม่ได้มีการกำหนดจำนวนไว้ที่แน่นอนแต่จะขึ้นอยู่กับมูลค่าความเสียหายที่เกิดขึ้นซึ่งจะพิจารณาเป็นรายกรณีไป และในกรณีที่สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิกอันเนื่องมาจากความผิดของผู้เช่าช่วงรายอื่นๆ CPN ก็สามารถเรียกร้องค่าเสียหายจากผู้เช่าช่วงที่มีการทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าช่วงใหม่ จนเป็นเหตุให้สัญญาเช่าหลักใหม่ถูกยกเลิกไปด้วย โดยค่าความเสียหายที่ CPN จะเรียกร้องได้นั้นไม่ได้มีการกำหนดจำนวนไว้ที่แน่นอนแต่จะขึ้นอยู่กับมูลค่าความเสียหายที่เกิดขึ้นซึ่งจะพิจารณาเป็นรายกรณีไป เช่นกัน

4.3 ความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขของรายการที่เกี่ยวข้องกัน

4.3.1 ตัวเลขทางการเงินที่สำคัญซึ่งใช้ในการพิจารณาความเป็นธรรมของราคา

ในการพิจารณาให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Annual Leasehold Payment) ที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงจะต้องชำระให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ (ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 4 ในหน้า 28-29) มีตัวเลขทางการเงินที่สำคัญซึ่งผู้ลงทุนควรเข้าใจเกี่ยวกับแนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณ เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจแนวทางในการให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ โดยตัวเลขทางการเงินที่สำคัญดังกล่าวนี้จะได้แสดงไว้ในตารางที่ 3 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ตัวเลขทางการเงินที่สำคัญซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะอ้างอิงเพื่อใช้ในการพิจารณาความเป็นธรรมของ อัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

ตัวเลขทางการเงิน	จำนวน (ล้านบาท)	แนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณ
<p>ก. ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีรวมตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่</p>	<p>16,178.32</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. เป็นผลรวมของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Annual Leasehold Payment) ซึ่ง CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงต้องจ่ายให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ (ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 4 ในหน้า 28-29) 2. ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่ง CPN ต้องจ่ายให้ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจนในสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จะจัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID 3. ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีรวมตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่จะเป็นผลรวมของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีในตารางที่ 4 หน้า 28-29 ซึ่งไม่มีการคิดลดกลับมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) แต่อย่างใด)
<p>ข. มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาชาลาดพร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รพท.</p>	<p>11,580</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. เป็นผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วนของโครงการซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รพท. โดยที่ทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วนของโครงการเซ็นทรัลพลาชาลาดพร้าวได้แก่ <ol style="list-style-type: none"> 1) ส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาชา (ซึ่งรวมที่จอดรถ) ซึ่งจะเช่าช่วงโดย CPN เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้า 2) ส่วนอาคารสำนักงานซึ่งจะเช่าช่วงโดย CPN เพื่อดำเนินธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่า 3) ส่วนโรงแรมซึ่งจะเช่าช่วงโดยผู้เช่าช่วงรายอื่น 4) ส่วนห้างสรรพสินค้าซึ่งจะเช่าช่วงโดยผู้เช่าช่วงรายอื่น 2. มูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วนของโครงการจะถูกประเมินโดยวิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่า (Income Approach) โดยพิจารณาจากความสามารถในการสร้างรายได้ในช่วงอายุสัญญาเช่าหลักใหม่ของแต่ละทรัพย์สินหลัก 3. หลังจากประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วนของโครงการแล้ว มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาชาลาดพร้าวโดยรวมจะเกิดจากผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วน (ผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินใน 1), 2), 3) และ 4) ในข้อ 1. ข้างต้น) 4. มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาชา (ซึ่งรวมที่จอดรถ) และส่วนอาคารสำนักงาน ซึ่งทั้งคู่เป็นทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ตามสัญญาเช่าช่วงใหม่ คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 72 % ของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัล

ตัวเลขทางการเงิน	จำนวน (ล้านบาท)	แนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณ
		<p>พลาซา ลาดพร้าว โดยรวม หรืออีกนัยหนึ่งมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของ 1) และ 2) ในข้อ 1. คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 72 % ของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของ 1)+2)+3)+4) ในข้อเดียวกัน</p> <p>อนึ่ง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พิจารณาสมมติฐานทางการเงินที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ได้ใช้ในการจัดทำมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว และพบว่าทั้งผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. และผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้แนวคิดในการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมือนกัน คือใช้วิธี Income Approach ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าเป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีความสามารถในการสร้างรายได้ (Income-Producing Properties) ดังเช่น โครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว เนื่องจากวิธีดังกล่าวพิจารณาความสามารถในการสร้างรายได้ในรูปของ Net Operating Income (NOI) ของทรัพย์สิน ซึ่งเป็นมาตรวัดมูลค่าทรัพย์สินประเภทอสังหาริมทรัพย์ที่เหมาะสม ในส่วนของสมมติฐานทางการเงินที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ใช้ในการจัดเตรียมประมาณการทางการเงินเพื่อคำนวณค่า NOI ในแต่ละปีของโครงการ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าสมมติฐานทางการเงินในภาพรวมที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ใช้ในการจัดเตรียมประมาณการทางการเงิน เพื่อใช้ในการคำนวณ Net Operating Income (NOI) ในแต่ละปีของการดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ไม่ได้แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐานทางการเงินที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้ในการจัดเตรียมประมาณการทางการเงินเพื่อใช้ในการคำนวณ NOI ในแต่ละปีของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID</p>
<p>ค. มูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วง</p>	<p>9,185</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. ทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงหมายถึงทรัพย์สินของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจ ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 2 หน้า 18 2. ทั้งนี้ มูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงเป็นมูลค่าซึ่งประเมินโดยบริษัท บรุค เรียลเอสเตท จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินราคาอิสระที่ว่าจ้างโดย CPN 3. บริษัท บรุค เรียลเอสเตท จำกัด ได้ทำการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงโดยวิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่า (Income Approach) โดยพิจารณาจากความสามารถในการสร้างรายได้ในช่วงอายุสัญญาของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วง

ตัวเลขทางการเงิน	จำนวน (ล้านบาท)	แนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณ
<p>ง. มูลค่าสิทธิการเช่าซึ่ง เป็นฐานในการคิด ค่าตอบแทนการเช่า ช่วงรายปีจาก CPN</p>	<p>8,900</p>	<p>1. มูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี จาก CPN มีฐานในการคิดโดยใช้วิธี Cost Plus Basis โดยคำนวณ มูลค่ารวมบวกอัตรากำไรส่วนเพิ่ม จากการพิจารณาผลรวมของ</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาด พร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ซึ่งอยู่ที่ ประมาณ 11,580 ล้านบาท (ดูรายละเอียดในข้อ ข.) 2) ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าซึ่งเท่ากับ 1 % ของผลรวมของค่าเช่า รายปีที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. ตลอดอายุสัญญาเช่าใหม่นาน 20 ปี 3) อัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 <p>2. ผลรวมของ 1), 2) และ 3) ในข้อ 1. จะถูกจัดสรรเป็นมูลค่าสิทธิการเช่า ซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN ใน สัดส่วนประมาณ 72 % ของผลรวม โดยสัดส่วน 72 % ดังกล่าวจะมาจาก สัดส่วนเฉลี่ยของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงต่อมูลค่าประเมินรวมของสิทธิการเช่าของโครงการ เซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งจัดทำโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 ราย ของ รฟท.</p>
<p>จ. ต้นทุนเงินทุน ประเภทหนี้ระยะยาว ของ CPN</p>	<p>5.0 %-5.7 %</p>	<p>พิจารณาจาก</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. อัตราดอกเบี้ยถ่วงน้ำหนักของ CPN ในปี พ.ศ.2549, พ.ศ. 2550 และใน ช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2551 ซึ่งอยู่ระหว่าง 5.0 %- 5.6 % 2. อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้อายุมากกว่า 5 ปีที่ออกโดยบริษัทที่มี ระดับเครดิตเดียวกับ CPN ซึ่งอยู่ที่ระดับ A+ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่อัตรา ประมาณ 5.70 %
<p>ฉ. อัตราต้นทุนทาง การเงินของ ค่าตอบแทนการเช่า ช่วงรายปี (Implied Interest Rate)</p>	<p>5.62 %</p>	<p>1. เป็นอัตราคิดลด (Discount Rate) ซึ่งเมื่อนำมาคิดลดค่าตอบแทนการ เช่าช่วงรายปี (Annual Leasehold Payment) ซึ่ง CPN ในฐานะผู้เช่า ช่วงต้องจ่ายให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วง ใหม่ (ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 4 ในหน้า 28-29) แล้วจะทำให้ ผลรวมของกระแสเงินสดในรูปของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีคิด ลดดังกล่าวเท่ากับ 9,185 ล้านบาท ซึ่งเป็นมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิ การเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งประเมินโดยผู้ ประเมินราคาอิสระของ CPN</p>

4.3.2 ความเป็นธรรมของราคา

4.3.2.1 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่นับตั้งแต่วันที่ 19 ธันวาคม พ.ศ. 2551 จนถึงวันที่ 18 ธันวาคม พ.ศ. 2571 CPN จะต้องมีการชำระค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีรวมตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ให้แก่ CID รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 16,178.32 ล้านบาท (ผู้ลงทุนสามารถดูสรุปเกี่ยวกับแนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณของตัวเลขดังกล่าวในข้อ ก. ในตารางที่ 3 หน้า 25-27) โดยมีรายละเอียดการจ่ายค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีในแต่ละปีดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 อัตราค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่

ช่วงเวลาที่จ่าย ค่าตอบแทน การเข้าช่วงรายปี	ค่าตอบแทน การเข้าช่วงรายปี (ล้านบาท)	ช่วงเวลาที่จ่าย ค่าตอบแทน การเข้าช่วงรายปี	ค่าตอบแทน การเข้าช่วงรายปี (ล้านบาท)
วันลงนามในสัญญา	638.26 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 551.41 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2561	777.68
ธันวาคม พ.ศ.2552	460.31 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 368.24 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2562	824.34
ธันวาคม พ.ศ.2553	487.93 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 390.34 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2563	873.81
ธันวาคม พ.ศ.2554	517.20 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 413.76 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2564	926.23
ธันวาคม พ.ศ.2555	548.24 (รวมผลประโยชน์ตอบแทนล่วงหน้า จำนวน 438.58 ล้านบาท)	ธันวาคม พ.ศ.2565	981.81
ธันวาคม พ.ศ.2556	581.13	ธันวาคม พ.ศ.2566	1,040.72
ธันวาคม พ.ศ.2557	616.00	ธันวาคม พ.ศ.2567	1,103.16
ธันวาคม พ.ศ.2558	652.96	ธันวาคม พ.ศ.2568	1,169.35
ธันวาคม พ.ศ.2559	692.14	ธันวาคม พ.ศ.2569	1,239.51
ธันวาคม พ.ศ.2560	733.66	ธันวาคม พ.ศ.2570	1,313.88

หมายเหตุ: หลังจากที่ CPN ชำระค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีให้แก่ CID แล้ว CID ก็จะนำเงินที่ได้รับจาก CPN และผู้เช่าช่วงรายอื่นๆ ซึ่ง ได้แก่ CENTEL และ HCDS เพื่อนำไปชำระเป็นค่าตอบแทนการเข้ารายปีให้แก่ รพท. ภายในเวลา 2 วันทำการนับถัดจากวันที่ CID ได้รับเงินจากผู้เช่าช่วง

ที่มา: บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

จากข้อมูลอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ตามตารางที่ 4 ข้างต้น (ซึ่งมีผลรวมของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ดังกล่าวตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่เท่ากับ 16,178.32 ล้านบาท) และข้อมูลเกี่ยวกับต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ของ CID ซึ่งประกอบด้วย

- 1) อัตราค่าเช่ารายปีที่ CID ในฐานะผู้เช่าจะต้องชำระให้แก่ รพท. ในฐานะผู้ให้เช่า ตามสัญญาเช่าหลักใหม่
- 2) ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าระยะยาวในอัตรา 1 % ของผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ CID จะต้องชำระให้แก่ รพท. ตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพบว่าอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ถูกกำหนดจากวิธี Cost Plus Basis กล่าวคืออัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN จะกำหนดจากต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID บวกด้วยอัตรากำไรส่วนเพิ่มที่เหมาะสม ทั้งนี้ อัตราค่าเช่ารายปีที่ รพท. ในฐานะผู้ให้เช่าจะเรียกเก็บจาก CID ในฐานะผู้เช่า ซึ่งได้มีการระบุไว้อย่างชัดเจนในสัญญาเช่าหลักใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง รพท. และ CID เมื่อวันที่ 9 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ถูกกำหนดขึ้นจากมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รพท. ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 11,580 ล้านบาท (ผู้ลงทุนสามารถดูสรุปเกี่ยวกับแนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณของตัวเลขดังกล่าวในข้อ ข. ในตารางที่ 3 หน้า 25-27) โดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รพท. ได้ทำการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วนของโครงการดังกล่าว (ซึ่งประกอบด้วยส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า (ซึ่งรวมพื้นที่จอดรถด้วย), ส่วนห้างสรรพสินค้า, ส่วนอาคารสำนักงานและส่วนพื้นที่โรงแรม) และหาผลรวมที่เหมาะสมของโครงการจากผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินหลักในแต่ละส่วน ทั้งนี้ มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID (ดังมีรายละเอียดในตารางที่ 2 หน้า 18) ซึ่งคิดโดยใช้วิธี Income Approach คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 72 % ของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัล พลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งคิดโดยใช้วิธี Income Approach เช่นกัน (ผู้ลงทุนสามารถดูสรุปเกี่ยวกับแนวคิดที่มาและหลักการคำนวณของตัวเลข 72 % ในข้อ ข. ในตารางที่ 3 หน้า 25-27)

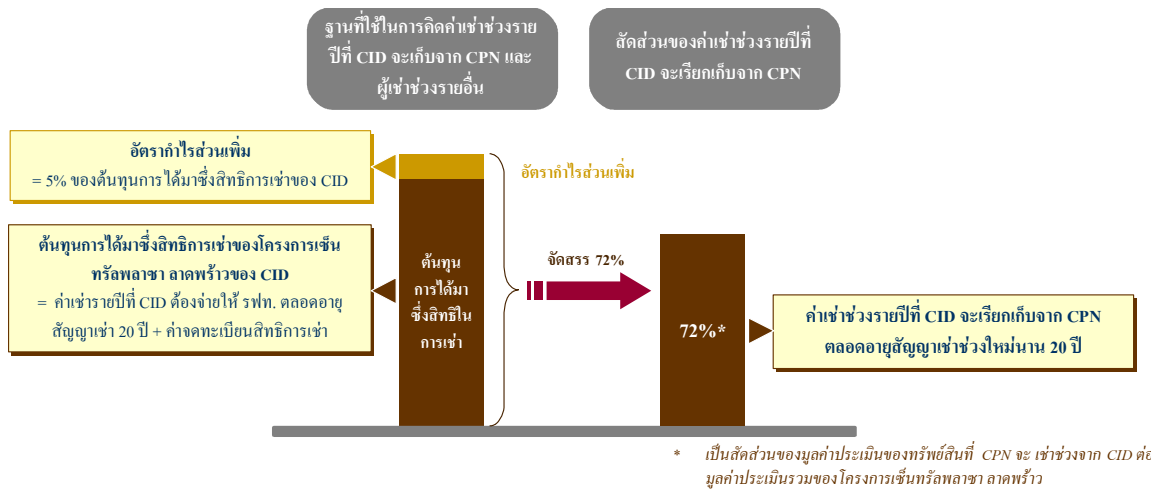
ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระพบว่าหลักการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วงจะเรียกเก็บจาก CPN ในฐานะผู้เช่าช่วง จะกำหนดจากผลรวมของ

- 1) ต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวของ CID; และ
- 2) อัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวของ CID

หลังจากนั้น CID จะได้จัดสรรผลรวมดังกล่าวในสัดส่วนประมาณร้อยละ 72 เป็นค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่จะเรียกเก็บจาก CPN สำหรับทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ตามสัดส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงต่อมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 72 % เช่นกัน

เพื่อให้ง่ายต่อการทำความเข้าใจของผู้ลงทุน จะได้มีการแสดงหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN โดยใช้แผนภาพดังนี้

แผนภาพที่ 1 หลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN



ปรึกษาการเงินอิสระเห็นว่าหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเข้าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายดังกล่าว มีความสมเหตุสมผล เนื่องจาก

1. ต้นทุนรวมของการได้มาซึ่งสิทธิการเข้าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเป็นผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ รฟท. จะเรียกเก็บจาก CID ตามที่ระบุไว้ในสัญญาเช่าหลักใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง รฟท. และ CID ในเดือนธันวาคม 2551 และค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่า 1 % ของค่าเช่าตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่ ซึ่งถือว่าเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงและมีความชัดเจน โดยค่าเช่ารายปีที่ รฟท. จะเรียกเก็บจาก CID ถูกกำหนดขึ้นจากมูลค่าประเมินสิทธิการเข้าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของรฟท. โดยใช้วิธี Income Approach (ผู้ลงทุนสามารถดูสรุปเกี่ยวกับแนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณของมูลค่าประเมินสิทธิการเข้าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งอยู่ที่ 11,580 ล้านบาท ในข้อ ข. ในตารางที่ 3 หน้า 25-27)
2. อัตราค่าไถ่ส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเข้าในข้างต้นมีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเป็นค่าตอบแทนการดำเนินการให้แก่ CID จากกรณีที่
 - CID เป็นผู้ริเริ่มและดำเนินการเจรจาโดยตลอดกับ รฟท. เป็นระยะเวลาหลายปีก่อนที่สัญญาเช่าหลักเดิมจะสิ้นสุด และประสบความสำเร็จในการต่อสัญญาเช่าหลักใหม่ เพื่อดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ต่อไป
 - CID เป็นผู้ถือสิทธิในการเข้าเจรจา ก่อนในการต่ออายุสัญญาเช่าหลัก จาก รฟท. เพื่อดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ตามสัญญาเช่าหลักเดิม
 - CID เป็นผู้เข้าทำสัญญาเช่าหลักใหม่ของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว โดยตรง กับ รฟท. ซึ่งแม้จะได้มีการกำหนดเงื่อนไขความรับผิดชอบในสัญญาเช่าหลักใหม่สำหรับผู้เช่าช่วงทุกรายแล้วก็ตาม CID ในฐานะเป็นคู่สัญญาโดยตรงกับ รฟท. จะยังมีภาระผูกพันในการปฏิบัติตามสัญญาเช่าหลักใหม่ต่อ รฟท. โดยในการดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ถ้ามีผู้เช่าช่วงหลักรายใดรายหนึ่งไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขหรือภาระผูกพันของตนตามสัญญา CID ก็จะต้องรับผิดชอบในการชดเชยค่าเสียหาย ค่าชดเชย รวมถึงค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่เกิดขึ้น ให้แก่ รฟท. ตามสัญญาเช่าหลักใหม่

- CID ต้องมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินการต่างๆในช่วงการดำเนินการเจรจากับ รฟท. เพื่อขอต่อสัญญาเช่าหลักจนถึงการจัดทำสัญญาเช่าหลักใหม่เสร็จสิ้น เช่น ค่าที่ปรึกษาสำหรับผู้เชี่ยวชาญในด้านต่างๆที่เกี่ยวข้อง ไม่ว่าจะเป็นทางกฎหมาย การเงิน การประเมินราคาทรัพย์สิน เป็นต้น
3. สัดส่วนค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีของ CPN ที่คิดจากสัดส่วนประมาณ 72 % ของผลรวมของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของ CID และอัตราค่าไถ่ส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่า มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากสัดส่วน 72 % ดังกล่าวมาจากสัดส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระซึ่งว่าจ้างโดย รฟท. เทียบกับมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระซึ่งว่าจ้างโดย รฟท. เช่นกัน โดยสัดส่วน 72 % ดังกล่าวเป็นค่าเฉลี่ยของสัดส่วนมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ต่อมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายที่ว่าจ้างโดย รฟท.

4.3.2.2 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

ในการให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ในครั้งนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะไม่ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความเหมาะสมในการเข้าลงทุนในโครงการที่ใช้กันทั่วไปได้แก่ วิหามูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) และวิธีหาอัตราผลตอบแทนภายใน (Internal Rate of Return: IRR) เนื่องจากการให้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในรายงานฉบับนี้จะเน้นที่การประเมินความสมเหตุสมผลของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงจะต้องจ่ายให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตลอดอายุของสัญญาเช่าช่วงใหม่ ไม่ได้เน้นที่การศึกษาและประเมินความเป็นไปได้ในการเข้าลงทุนในศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CPN อีกทั้งในการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID บริษัทไม่ได้มีเงินลงทุนก้อนใหญ่ในตอนช่วงเริ่มต้นโครงการ (Initial Investment Outlay) ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญที่ควรพิจารณาในการวิเคราะห์ความเหมาะสมในการเข้าลงทุนในโครงการโดยวิธี NPV และ IRR ซึ่งอาจทำให้ผลการวิเคราะห์ด้วยวิธีทั้งสองดังกล่าวอาจไม่ได้สะท้อนภาพของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่แท้จริงได้ทั้งหมด

สัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จะจัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID มีลักษณะเป็นสัญญาเช่าระยะยาว โดยที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงจะทยอยจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตลอดอายุสัญญาเช่า ดังนั้น ในการให้ความเห็นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะให้ความเห็นใน 2 ลักษณะควบคู่กันคือ

1. ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมของอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) โดยเป็นการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีและต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า การให้ความเห็นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN ต้องจ่ายให้แก่ CID ตลอดอายุของสัญญาเช่าช่วงใหม่โดยวิธีนี้มีความเหมาะสม เนื่องจากการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนทางการเงินแฝงของการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่งบริษัทต้องทยอยชำระเป็นรายปี

ตลอดระยะเวลาการเช่าช่วง ซึ่งอาจเปรียบเทียบได้กับการผ่อนชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงภายในระยะเวลาการเช่าช่วง โดยมีต้นทุนดอกเบี้ยแฝงอยู่ ดังนั้นในการเปรียบเทียบอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่งเป็นเสมือนต้นทุนดอกเบี้ยแฝง ก็ควรจะเปรียบเทียบกับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของบริษัทเอง

2. ความเห็นเกี่ยวกับความเหมาะสมของมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่า การให้ความเห็นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ตลอดอายุของสัญญาเช่าช่วงใหม่โดยพิจารณาความเหมาะสมของมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งจะถูกใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN กับมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสม โดยถือได้ว่าถ้ามูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งจะถูกใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงต่ำกว่ามูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสม ก็ถือว่าการเช่าทำรายการเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิการเช่ามีความเหมาะสม

1) ความเหมาะสมของอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate)

จากการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วง โดยผู้ประเมินราคาอิสระที่จ้างโดย CPN คือ บริษัท บรูค เรียวเอสเตท จำกัด (“ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN”) โดยวิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่า (Income Approach) จะได้มูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID จะอิงจากวิธีการชำระค่าเช่ารายปีตามสัญญาเช่าหลักใหม่ซึ่งเป็นการทยอยชำระค่าเช่าเป็นรายปีตลอดระยะเวลาการเช่า ดังนั้น เงื่อนไขการชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจึงอาจเปรียบเทียบได้กับการผ่อนชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงภายในระยะเวลาการเช่าช่วง โดยมีต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) ในอัตราซึ่งเท่ากับอัตราคิดลด (Discount Rate) ในการคำนวณต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีดังกล่าวจะคำนวณได้จากอัตราคิดลดของผลรวมของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่ง CPN จะต้องทยอยจ่ายให้แก่ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ ที่เท่ากับมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท

ดังนั้น ในการให้ความเห็นเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างอัตราคิดลดของผลรวมกระแสเงินสดของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่กับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN โดยน่าจะพิจารณาได้ว่า ถ้าอัตราต้นทุนทางการเงิน (Implied Interest Rate) หรืออัตราส่วนลดซึ่งนำมาคิดลดกระแสเงินสดในรูปอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่ง CPN จะต้องทยอยจ่ายให้แก่ CID ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ต่ำกว่าหรือใกล้เคียงกับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของ CPN ก็พิจารณาได้ว่าค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีอยู่ในระดับที่ CPN ได้ประโยชน์ในระดับที่เหมาะสม ทั้งนี้ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในส่วนนี้จะมียละเอียดอยู่ในส่วนที่ 4.3.2.2.1, 4.3.2.2.2 และ 4.3.2.2.3

2) ความเหมาะสมของมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคำนวณอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN

นอกจากจะใช้การพิจารณาเปรียบเทียบต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ (Implied Interest Rate) กับต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN แล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะใช้การพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN และมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN โดยถ้ามูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN ต่ำกว่ามูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ก็ถือได้ว่า CPN ได้ประโยชน์จากการเช่าทำรายการสัญญาเช่าช่วงใหม่ ทั้งนี้ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระในส่วนนี้จะมีรายละเอียดอยู่ในส่วนที่ 4.3.2.2.4

4.3.2.2.1 มูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

จากการพิจารณามูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN โดยวิธีแปลงรายได้เป็นมูลค่า (Income Approach) ซึ่งประเมินจากมูลค่าปัจจุบันของผลรวมของกำไรจากการดำเนินงานหักเงินลงทุน (Net Operating Income: NOI) พบว่ามูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท

ทั้งนี้ จากการพิจารณาสมมติฐานทางการเงินที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้ในการจัดเตรียมประมาณการทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าสมมติฐานทางการเงินโดยรวมซึ่งผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้ มีความสมเหตุสมผล โดยในการจัดเตรียมสมมติฐานทางการเงินเพื่อใช้ประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ได้พิจารณาปัจจัยต่างๆที่เกี่ยวข้อง เช่น ความเหมาะสมของวิธีการประเมินมูลค่า แผนการดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ของ CPN รวมถึงผลกระทบจากปัจจัยต่างๆที่อาจมีผลต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรม ฯลฯ โดยมีรายละเอียดเกี่ยวกับความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระดังต่อไปนี้

ตารางที่ 5 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับสมมติฐานทางการเงินที่ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้ในการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วง

สมมติฐานที่พิจารณา	ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
1. ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ใช้วิธี Income Approach ในการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วง	ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าวิธี Income Approach เป็นวิธีการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมกับการประเมินมูลค่าอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมีความสามารถในการสร้างรายได้ (Income-Producing Properties) ดังเช่น ส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าและอาคารสำนักงานของโครงการเซ็นทรัล พลาซ่า ลาดพร้าว เนื่องจาก วิธีดังกล่าวพิจารณา

สมมติฐานที่พิจารณา	ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
	<p>ความสามารถในการสร้างรายได้ในรูปของ Net Operating Income (NOI) ของทรัพย์สิน ซึ่งเป็นมาตรวัดมูลค่าทรัพย์สินประเภทอสังหาริมทรัพย์ที่เหมาะสม</p>
<p>2. พื้นที่ให้เช่าได้ (Net Leasable Area)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า: 55,531 ตารางเมตร ▪ อาคารสำนักงาน: 17,719 ตารางเมตร 	<p>ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเห็นว่าเป็นสมมติฐานที่เหมาะสม เนื่องจากตัวเลขพื้นที่ให้เช่าได้ดังกล่าวเป็นตัวเลขพื้นที่ให้เช่าได้ของแต่ละทรัพย์สินในปัจจุบัน โดยการขยายพื้นที่ให้เช่าได้ในอนาคตต้องได้รับการอนุมัติจาก รฟท. และต้องผ่านการศึกษาความเป็นไปได้ ซึ่งต้องใช้เวลาในการดำเนินการพอสมควร</p>
<p>3. อัตราการเช่าพื้นที่ (Occupancy Rate)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า: <ul style="list-style-type: none"> ปีที่ 1-3: อัตราเช่าพื้นที่เฉลี่ย 82 % ปีที่ 4-20: อัตราเช่าพื้นที่เฉลี่ย 95 % ▪ อาคารสำนักงาน: <ul style="list-style-type: none"> ปีที่ 1-3: อัตราเช่าพื้นที่เฉลี่ย 98 % ปีที่ 4-6: อัตราเช่าพื้นที่เฉลี่ย 95 % ปีที่ 7-20: อัตราเช่าพื้นที่เฉลี่ย 90 % 	<p>อ้างอิงจากอัตราการเช่าพื้นที่ของแต่ละทรัพย์สินในปัจจุบัน ประกอบกับการพิจารณาอัตราการเช่าพื้นที่ของแต่ละทรัพย์สินในระยะยาว อันอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่างๆที่อาจมีผลกระทบต่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะการแข่งขันในอุตสาหกรรม รวมถึงรูปแบบการดำรงชีวิตของลูกค้ายุคใหม่</p> <p>ทั้งนี้ ในช่วงปีที่ 1-3 จะเห็นว่าอัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยของอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าจะอยู่ที่ประมาณ 82 % ซึ่งต่ำกว่าในช่วงปีที่ 4-20 เนื่องจากจะมีการปิดพื้นที่ของอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าบางส่วนเพื่อปรับปรุงและซ่อมแซม (Renovation) โดยหลังจากการปรับปรุงและซ่อมแซมพื้นที่ดังกล่าวเสร็จสิ้นแล้ว อัตราการเช่าพื้นที่จะอยู่ที่ประมาณ 95 % ตลอดอายุที่เหลือของสัญญา ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราการเช่าพื้นที่ในส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าในช่วงที่ผ่านมา (ดู Appendix 1) ทั้งนี้ จะเห็นว่าในระยะยาว อัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าจะคงที่ เนื่องจากระดับการแข่งขันในอนาคตในธุรกิจศูนย์การค้าในย่านที่เป็นที่ตั้งของศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ในปัจจุบัน จะยังไม่ได้ทวีความรุนแรงขึ้นมากนัก เนื่องจากในปัจจุบันและในอนาคตอันใกล้ จะยังไม่มีโครงการศูนย์การค้าขนาดใหญ่ในย่านเดียวกันหรือย่านใกล้เคียงที่จะเป็นคู่แข่งที่สำคัญโดยตรงกับศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว</p> <p>ในส่วนของอัตราการเช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานจะเห็นว่าเมื่อเวลาผ่านไปอัตราการเช่าพื้นที่จะลดลงเนื่องจากอาคารสำนักงานจะมีสภาพเก่าลง ประกอบกับมีแนวโน้มที่จะมีอาคารสำนักงานใหม่ๆเกิดขึ้นในย่านพลโยธินและย่านวิภาวดีรังสิตซึ่งเป็นย่านใกล้เคียงกับโครงการใน</p>

สมมติฐานที่พิจารณา	ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
	<p>ปัจจุบัน ทำให้สภาพการแข่งขันในธุรกิจอาคารสำนักงานในย่านดังกล่าวเพิ่มมากขึ้นและมีผลกระทบต่ออัตราการเช่าพื้นที่ในระยะยาวของอาคารสำนักงาน ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว</p>
<p>4. การเติบโตของอัตราค่าเช่าพื้นที่ของอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าเป็นดังนี้</p> <p>ปีที่ 1-3: อัตราค่าเช่าลดลง 40%-50 % จากอัตราค่าเช่าในปีปัจจุบัน</p> <p>ปีที่ 4: อัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้น 15 % จากอัตราค่าเช่าในปีปัจจุบัน</p> <p>ปีที่ 5-10: อัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้น 15 % ทุกๆ 3 ปี</p> <p>ปีที่ 11-20: อัตราค่าเช่าเพิ่มขึ้น 4 % ทุกๆปี</p>	<p>ในช่วง 3 ปีแรก (ปีที่ 1-3) ซึ่งมีการปิดพื้นที่บางส่วนของศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว เพื่อการปรับปรุงและซ่อมแซม บริษัทจะมีส่วนลดค่าเช่าในช่วงระหว่าง 40%-50% ของอัตราค่าเช่าพื้นที่เฉลี่ยในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม หลังจากการปรับปรุงและซ่อมแซมพื้นที่เสร็จแล้ว อัตราค่าเช่าพื้นที่ในปีที่ 4 จะเพิ่มขึ้นในอัตรา 15 % จากอัตราค่าเช่าพื้นที่ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นไปตามปกติของสัญญาเช่าหลังจากปีที่ 4 เป็นต้นไป</p> <p>สมมติฐานการเพิ่มอัตราค่าเช่าพื้นที่ในอัตรา 15 % ทุกๆ 3 ปี ในช่วงปีที่ 4-10 และในอัตรา 4 % ทุกๆปีในช่วงปีที่ 11-20 เป็นสมมติฐานซึ่งพิจารณาจากอัตราการเพิ่มของอัตราค่าเช่าพื้นที่ที่ระบุในสัญญาเช่าและอัตราการเพิ่มของอัตราค่าเช่าพื้นที่ในอดีต รวมถึงการพิจารณาปัจจัยที่อาจมีผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีก เช่น สภาพเศรษฐกิจและแนวโน้มของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกในระยะยาว</p>
<p>5. การเติบโตของอัตราค่าเช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานในอัตรา 10% ทุกๆ 3 ปี ในช่วง 10 ปีแรกและในอัตรา 3% ทุกๆ ปี ในช่วงปีที่ 11-20</p>	<p>เป็นสมมติฐานซึ่งพิจารณาจากอัตราการเพิ่มของอัตราค่าเช่าพื้นที่ที่ระบุในสัญญาเช่าและอัตราการเพิ่มของอัตราค่าเช่าพื้นที่ในอดีต รวมถึงการพิจารณาปัจจัยที่อาจมีผลกระทบต่อธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่า เช่น สภาพเศรษฐกิจและแนวโน้มของธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่าในระยะยาว</p>
<p>6. ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน</p> <p>ธุรกิจอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า:</p> <p>ปีที่ 1-3: ประมาณร้อยละ 33*</p> <p>ปีที่ 4-20: ประมาณร้อยละ 19*</p> <p>ธุรกิจอาคารสำนักงาน</p> <p>ปีที่ 1-20: ประมาณร้อยละ 29*</p> <p>หมายเหตุ: อัตราส่วนนี้ไม่รวมรายได้และต้นทุนของค่าสาธารณูปโภคที่เรียกเก็บจากผู้เช่า</p>	<p>เป็นสมมติฐานซึ่งกำหนดขึ้นจากการพิจารณาสัดส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานซึ่งไม่รวมต้นทุนของค่าสาธารณูปโภคต่อรายได้ที่ไม่รวมรายได้ค่าสาธารณูปโภคที่เกิดขึ้นจริงในการดำเนินโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้ การที่สัดส่วนของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้ของธุรกิจอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าในช่วงปีที่ 1-3 สูงกว่าในช่วงปีที่เหลือของสัญญาเป็นผลมาจากการที่ในช่วงดังกล่าวรายได้ค่าเช่าพื้นที่ของส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าลดลงเป็นการชั่วคราวจากการที่มีการปิดพื้นที่ของอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าบางส่วนเพื่อปรับปรุงและซ่อมแซม (Renovation) ในขณะที่ค่าใช้จ่ายบางส่วนซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายคงที่ เช่น ค่าใช้จ่ายด้านการตลาด จะยังมีสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง อย่างไรก็ตาม หลังจากการปรับปรุงและซ่อมแซมพื้นที่เสร็จแล้ว รายได้ค่าเช่าพื้นที่ตั้งแต่ปีที่ 4 เป็นต้นไป จะเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีที่ 3</p>

สมมติฐานที่พิจารณา	ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
7. ค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงและปรับปรุงพื้นที่ (Renovation Cost) (รวมอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าและอาคารสำนักงาน) รวมเป็นเงินทั้งสิ้น 1986 ล้านบาท ในช่วง 3 ปีแรกของสัญญาเช่าช่วงใหม่	ผู้ประเมินอิสระพิจารณาโดยอ้างอิงจากแผนและงบประมาณการลงทุนของ CPN
8. อัตราคิดลดที่ 12 %	เป็นสมมติฐานที่กำหนดขึ้นโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN โดยพิจารณาจากความเสี่ยงในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีลักษณะใกล้เคียงกับทรัพย์สินที่เช่าช่วง ทั้งนี้ อัตราคิดลด 12 % ดังกล่าวเมื่อนำมาใช้ในการคิดลด NOI ในแต่ละปีของทรัพย์สินที่เช่าช่วง เพื่อใช้ในการคำนวณมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วง จะทำให้ได้มูลค่าสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงเท่ากับ 9,185 ล้านบาท

หมายเหตุ: รายได้จากการดำเนินโครงการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว (ซึ่งประกอบด้วยรายได้ค่าเช่า รายได้ค่าบริการส่วนกลางและรายได้อื่นๆ โดยรายได้หลักกว่าครึ่งหนึ่งเป็นรายได้ค่าเช่าพื้นที่) คิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ยประมาณร้อยละ 21 ของรายได้รวมยกเว้นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสียตามงบการเงินรวมของบริษัทที่ได้รับการตรวจสอบแล้วประจำปี พ.ศ. 2549, 2550 และ 2551

4.3.2.2.2 อัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี

อัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) ที่ CPN ต้องชำระให้แก่ CID ตลอดสัญญาเช่าช่วงใหม่เป็นอัตราคิดลด (Discount Rate) ซึ่งเมื่อนำมาคิดลดกระแสเงินสดในรูปแบบของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN ต้องชำระให้แก่ CID ตลอดสัญญาเช่าช่วงใหม่ จะทำให้ผลรวมของกระแสเงินสดในรูปแบบของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีคิดลดดังกล่าวเท่ากับมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท (ผู้ลงทุนสามารถดูสรุปเกี่ยวกับแนวคิด ที่มาและหลักการคำนวณของมูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ในข้อ ค. ในตารางที่ 3 หน้า 25-27)

หรืออีกนัยหนึ่งความสัมพันธ์ระหว่างอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) มูลค่าที่เหมาะสมของสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID (ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท) และกระแสเงินสดในรูปแบบของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN ต้องชำระให้แก่ CID ตลอดสัญญาเช่าช่วงใหม่ สามารถแสดงได้ด้วยสมการทางการเงินดังต่อไปนี้

$$\sum_{i=0}^{19} \frac{\text{(ค่าตอบแทนการเช่ารายปี)}}{(1+r)^i} = \text{มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วง} \\ (= 9,185 \text{ ล้านบาท})$$

โดยที่ r = อัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate)

อัตราค่าตอบแทนการเช่ารายปี = ค่าตอบแทนการเช่ารายปีที่ CPN ในฐานะผู้เช่าช่วงต้องทยอยจ่ายให้แก่ CID ในฐานะผู้ให้เช่าช่วง ตามกำหนดในแต่ละปี โดยมีรายละเอียดของค่าตอบแทนการเช่าที่ต้องจ่ายอยู่ในตารางที่ 4 หน้า 28-29

i = 0,1,2,3, ..., 19 (ช่วงระยะเวลาที่ต้องจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วง)

จากมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท เมื่อที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้คำนวณอัตราคิดลด (r) ของผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีที่เท่ากับมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงที่ประมาณ 9,185 ล้านบาท พบว่าอัตราคิดลดดังกล่าวอยู่ที่ประมาณ 5.62 %

ดังนั้น ต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID จึงอยู่ที่ 5.62 % ซึ่งถือว่าเป็นต้นทุนทางการเงินที่ CPN จะต้องจ่ายให้ CID เพื่อให้ CPN ได้มาซึ่งสิทธิการเช่าในทรัพย์สินที่เช่าช่วงตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ โดยที่ดูเรชั่น (Duration) ของการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่จะเท่ากับ 9.42 ปี

4.3.2.2.3 ต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาวของ CPN

ในการคำนวณต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะพิจารณาจาก

1. อัตราดอกเบี้ยถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Interest) ของ CPN ซึ่งในปี พ.ศ.2549, พ.ศ. 2550 และในช่วง 9 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2551 อยู่ระหว่าง 5.0 %-5.6 % (ที่มา: <http://www.sse.set>) ต้นทุนอัตราดอกเบี้ยถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักดังกล่าวเป็นต้นทุนของเงินกู้ระยะเวลาดำกว่า 10 ปี
2. อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ (Bond Yield) ที่ออกโดยบริษัทที่มีระดับเครดิตเดียวกับ CPN ซึ่งอยู่ที่ระดับ A+ จากการพิจารณาอันดับเครดิตองค์กร (Company Rating) และอันดับเครดิตตราสารหนี้ไม่มีประกัน (Issue Rating) ล่าสุดของ CPN ณ วันที่ 23 พฤษภาคม พ.ศ. 2550 ซึ่งจัดอันดับโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้อายุมากกว่า 5 ปีที่ออกโดยบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ A+ ในระยะเวลาย้อนหลัง 3 เดือน ระหว่างเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2551-มกราคม พ.ศ. 2552 เฉลี่ยอยู่ที่อัตราประมาณ 5.70 % ทั้งนี้อัตราเฉลี่ยของผลตอบแทนหุ้นกู้ดังกล่าวจะพิจารณาจาก

- 1) ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนต่างของผลตอบแทนจากการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Spread) ของหุ้นกู้อายุมากกว่า 5 ปีซึ่งมีอันดับความน่าเชื่อถือ A+ เป็นระยะเวลาย้อนหลัง 3 เดือน ในช่วงระหว่างเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2551-มกราคม พ.ศ. 2552 ซึ่งจะอยู่ที่ประมาณ 157 bps (ที่มา: <http://www.thaibma.or.th>); และ

- 2) อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 20 ปี เฉลี่ย 3 เดือนในช่วงระหว่างเดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2551-มกราคม พ.ศ. 2552 ซึ่งพบว่าอยู่ที่ประมาณ 4.11 % (ที่มา: <http://www.thaibma.or.th>)

ซึ่งจากการพิจารณาทั้ง 1. และ 2. จะเห็นว่าต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของ CPN จะอยู่ในช่วงระหว่าง 5.0 %-5.7 %

ดังนั้น เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบอัตราต้นทุนทางการเงินของสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่ CPN จะเข้าทำกับ CID เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว (ประมาณ 5.62 %) กับต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของ CPN (อยู่ในช่วงระหว่าง 5.0 %-5.7 %) จะเห็นว่าอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่คำนวณได้อยู่ในช่วงเดียวกับอัตราต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของบริษัท ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า รวมถึงค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีอยู่ในระดับที่ CPN ได้ประโยชน์ในระดับสมเหตุสมผล

4.3.2.2.4 การเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN และมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงที่ประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

ตามที่ทางที่ปรึกษาทางการเงินอิสระได้พบว่าการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องชำระให้แก่ CID จะเป็นการกำหนดโดยหลักการ Cost Plus Basis โดยคิดจากอัตราค่าเช่ารายปีที่ CID จะต้องชำระให้แก่ รฟท. ตามสัญญาเช่าหลักใหม่ โดยที่อัตราค่าเช่ารายปีที่ รฟท. จะเรียกเก็บจาก CID จะมาจากการประเมินมูลค่าสิทธิการเช่าโดยรวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ซึ่งมีมูลค่าประมาณ 11,580 ล้านบาท

ดังนั้น ในการเปรียบเทียบมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN กับมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะคำนวณหามูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งเป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN โดยหลักการเดียวกัน โดยใช้วิธี Cost Plus Basis โดยคำนวณมูลค่ารวมบวกอัตรากำไรส่วนเพิ่ม จากการพิจารณาผลรวมของ

- 1) มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 11,580 ล้านบาท โดยมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว จะคำนวณจากผลรวมของมูลค่าปัจจุบันของ Net Operating Income (NOI) ของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ในแต่ละปี ตลอดอายุสัญญาเช่าหลักใหม่
- 2) ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าซึ่งเท่ากับ 1 % ของผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. ตลอดอายุสัญญาเช่า 20 ปี; และ
- 3) อัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5 ของผลรวมของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. และค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่า

ผลรวมของรายการดังกล่าวข้างต้นจะถูกจัดสรรสัดส่วนประมาณ 72 % (ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงต่อมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระ 2 รายที่อ้างอิงโดย รฟท.) เป็นมูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN

หรืออีกนัยหนึ่ง การคำนวณหามูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN สามารถแสดงได้ด้วยสมการดังต่อไปนี้

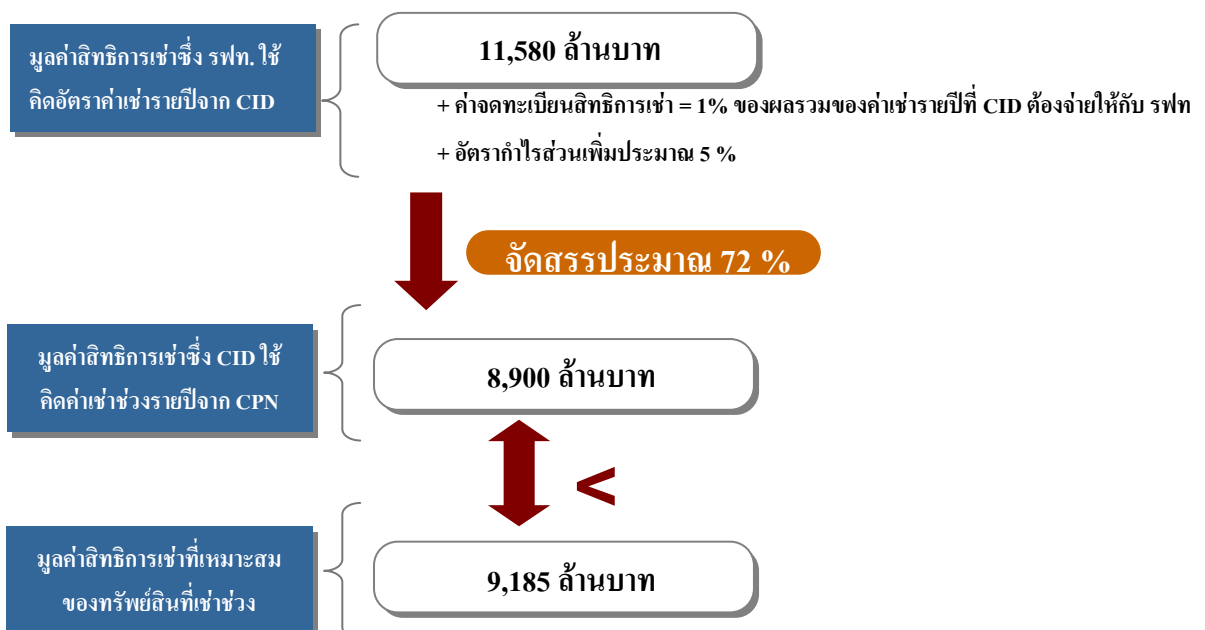
มูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN =

$0.72 \times$ [มูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ รฟท. (11,580 ล้านบาท) + ค่าจดทะเบียนสิทธิการเช่าซึ่งเท่ากับ 1 % ของผลรวมของค่าเช่ารายปีที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. ตลอดอายุสัญญาเช่า 20 ปี + อัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณร้อยละ 5]

ซึ่งจากการคำนวณพบว่ามูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN จะอยู่ที่ประมาณ 8,900 ล้านบาท ในส่วนของมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วง ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะพิจารณาจากมูลค่าประเมินเท่ากับ 9,185 ล้านบาทซึ่งเป็นมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่เช่าช่วงซึ่งจัดทำโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

เพื่อให้ง่ายต่อความเข้าใจของผู้ลงทุน แผนภาพดังต่อไปนี้จะแสดงถึงแนวทางในการกำหนดมูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN

แผนภาพที่ 2 แนวทางในการกำหนดมูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN



จากการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN (8,900 ล้านบาท) และมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง (9,185 ล้านบาท) จะเห็นได้ว่า CPN จะได้ประโยชน์จากการเช่าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้ เนื่องจากมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN (8,900 ล้านบาท) น้อยกว่ามูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง (9,185 ล้านบาท) ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

4.3.3 สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN

จากแนวทางการพิจารณาให้ความเห็น ของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ดังที่กล่าวมาทั้งหมดที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจะได้สรุปความเห็นทั้งหมดไว้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี

แนวทางการให้ความเห็น	สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
1) หลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี	<ul style="list-style-type: none"> ▪ หลักการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN มีความเหมาะสม เนื่องจากเป็นการพิจารณาผลรวมของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID และอัตรากำไรส่วนเพิ่มในระดับที่เหมาะสม ▪ ผลรวมของต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าวของ CID และอัตรากำไรส่วนเพิ่มจะถูกจัดสรรเพื่อเรียกเก็บเป็นค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN โดยพิจารณาจากสัดส่วนของมูลค่าประเมินสิทธิการเช่าของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ต่อมูลค่าประเมินสิทธิการเช่ารวมของโครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 72 %
2) การพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี (Implied Interest Rate) กับต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาว (Cost of Long-Term Debt Financing) ของ CPN	<ul style="list-style-type: none"> ▪ อัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีซึ่งอยู่ที่ประมาณ 5.62 % จะตกอยู่ในช่วงของต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาวของ CPN ซึ่งอยู่ระหว่าง 5.0 %-5.7 % ▪ ดังนั้น อัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID เพื่อดำเนินธุรกิจศูนย์การค้าและอาคารสำนักงานให้เช่า รวมถึงค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CPN จะต้องจ่ายให้แก่ CID ในแต่ละปีอยู่ในระดับที่ CPN ได้ประโยชน์ในระดับสมเหตุสมผล

แนวทางการให้ความเห็น	สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ
3) การพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าที่จะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN กับมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสม	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CPN จะได้ประโยชน์จากการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ เนื่องจากมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งใช้เป็นฐานในการคิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN (8,900 ล้านบาท) น้อยกว่ามูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง (9,185 ล้านบาท) ซึ่งประเมินโดยผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN

4.3.4 ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับความเหมาะสมของเงื่อนไขของสัญญาเช่าช่วงใหม่

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าเงื่อนไขของสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเงื่อนไขหลักของสัญญาเช่าช่วงใหม่อิงมาจากสัญญาเช่าหลักใหม่ระหว่าง CID กับ รพท. เช่น อายุสัญญา, สิทธิและหน้าที่ของผู้เช่าช่วงหลัก, สิทธิและหน้าที่ของ รพท., การแก้ไข ดัดแปลง หรือซ่อมแซมทรัพย์สินที่เช่า และ กรรมสิทธิในทรัพย์สิน เป็นต้น

สำหรับการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงเป็นรายปี จะช่วยลดภาระรายจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีให้กระจายไปและสอดคล้องกับการรับรายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากโครงการที่เข้ามาในแต่ละปี และช่วยลดความเสี่ยงจากการที่ CPN ต้องชำระค่าตอบแทนการเช่าช่วงก้อนใหญ่ในครั้งเดียว ซึ่งอาจก่อให้เกิดภาระหนี้สินกับทางบริษัท โดยที่ต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีดังกล่าวก็อยู่ในระดับใกล้เคียงกับต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาวในปัจจุบันของ CPN (ซึ่งหนึ่งดังกล่าวมีอายุต่ำกว่า 10 ปี)

สำหรับในส่วนของการจัดสรรความรับผิดชอบระหว่าง CPN กับผู้เช่าช่วงหลักรายอื่นในโครงการเช่น ทวีตพลาซ่า ลาดพร้าว จะเป็นไปตามหลักการจัดสรรตามการใช้ประโยชน์ ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระจึงมีความเห็นว่าเงื่อนไขดังกล่าวมีความเหมาะสม

5. สรุปความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าผู้ถือหุ้นสมควรลงมติอนุมัติให้ CPN เข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID ด้วย เหตุผลการทำรายการดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล เป็นประโยชน์ และมีความเป็นธรรมของราคาและเงื่อนไขในการเข้าทำ รายการ โดยมีรายละเอียดของความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระโดยสรุปดังต่อไปนี้

5.1 ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของการทำรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์

การเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่กับ CID เพื่อดำเนินการศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว มีความ สมเหตุสมผลและก่อให้เกิดประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจของ CPN เนื่องจาก

- เป็นการรักษาแหล่งรายได้ที่สำคัญของ CPN
- เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าการพัฒนาโครงการศูนย์การค้าใหม่
- รักษาส่วนแบ่งตลาดและความเป็นผู้นำในธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการค้าปลีกของ CPN
- CPN สามารถใช้ประโยชน์และสร้างมูลค่าเพิ่มจากการใช้ประโยชน์พื้นที่อาคารศูนย์การค้าเซ็นทรัล พลาซา ลาดพร้าว

5.2 ความสมเหตุสมผลของหลักการในการกำหนดอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีและค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปี ที่ CID เรียกเก็บจาก CPN

ในส่วนของหลักการกำหนดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN นั้น ที่ปรึกษา ทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าเหมาะสม โดยพิจารณาจากต้นทุนการได้มาซึ่งสิทธิการเช่าของโครงการเซ็นทรัล พลาซา ลาดพร้าวของ CID (ซึ่งประกอบด้วยค่าเช่ารายปีที่ CID ต้องจ่ายให้แก่ รฟท. และค่าจดทะเบียนสิทธิการ เช่า) บวกอัตรากำไรส่วนเพิ่มประมาณ 5 % ซึ่งเป็นค่าตอบแทนการดำเนินงานของ CID โดยผลรวมของต้นทุนการ ได้มาซึ่งสิทธิการเช่าและอัตรากำไรส่วนเพิ่มจะถูกจัดสรรเพื่อเรียกเก็บเป็นค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN โดยพิจารณาจากสัดส่วนของมูลค่าประเมินของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ต่อมูลค่าประเมินรวมของ โครงการเซ็นทรัลพลาซา ลาดพร้าว ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 72 %

นอกจากนี้ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระยังเห็นว่าอัตราค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีที่ CID จะเรียกเก็บจาก CPN ตลอดอายุสัญญาเช่าช่วงใหม่ มีความเหมาะสม โดยพิจารณาจากอัตราต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการ เช่าช่วงรายปีระยะยาวของทรัพย์สินที่ CPN จะเช่าช่วงจาก CID ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 5.62 % ซึ่งอยู่ในช่วงเดียวกับ อัตราต้นทุนเงินทุนประเภทนี้ระยะยาวของบริษัทซึ่งอยู่ระหว่าง 5.0 %-5.7 %

นอกจากนี้ จากการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าสิทธิการเช่าซึ่งจะใช้คิดค่าตอบแทนการเช่าช่วงรายปีจาก CPN (8,900 ล้านบาท) และมูลค่าสิทธิการเช่าที่เหมาะสมของทรัพย์สินที่เช่าช่วง (9,185 ล้านบาท) ซึ่งประเมินโดย ผู้ประเมินราคาอิสระของ CPN จะเห็นได้ว่า CPN จะได้รับประโยชน์จากการเข้าทำสัญญาเช่าช่วงใหม่ในครั้งนี้

5.3 ความสมเหตุสมผลของเงื่อนไขของรายการ

ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระมีความเห็นว่าเงื่อนไขของสัญญาเช่าช่วงใหม่ที่จัดทำขึ้นระหว่าง CPN และ CID มีความสมเหตุสมผล เนื่องจากเงื่อนไขหลักของสัญญาเช่าช่วงใหม่อิงมาจากสัญญาเช่าหลักใหม่ระหว่าง CID กับ รฟท. สำหรับการจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงเป็นรายปีจะช่วยลดภาระรายจ่ายค่าตอบแทนการเช่าช่วงให้กระจายไปและสอดคล้องกับการรับรายได้ค่าเช่าและค่าบริการจากโครงการที่เข้ามาในแต่ละปี โดยที่ต้นทุนทางการเงินของค่าตอบแทนการเช่าช่วงดังกล่าวก็อยู่ในระดับใกล้เคียงกับต้นทุนเงินทุนประเภทหนี้ระยะยาวในปัจจุบันของบริษัท

บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) ในฐานะที่ปรึกษาทางการเงินอิสระขอให้คำรับรองว่าได้ใช้ความรู้ความสามารถของผู้ประกอบวิชาชีพ ในการให้ความเห็นต่อรายการที่เกี่ยวข้องกันและรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ในครั้งนี้ โดยคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ

ขอแสดงความนับถือ

.....
นายมนตรี ศรีไพศาล, CFA
กรรมการ
บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย)

.....
นายภูษิต แก้วมงคลศรี
กรรมการ
บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย)

.....
นางวันทนา เพชรฤกษ์วงศ์
ผู้ควบคุมการปฏิบัติงาน
บมจ. หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย)

ภาคผนวก ก.

อัตราการเข้าพื้นที่ของส่วนอาคารศูนย์การค้าและพลาซ่าและอาคารสำนักงานของศูนย์การค้า
เซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าวในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2548-2551

ช่วงระยะเวลา	อัตราการเข้าพื้นที่ของ อาคารศูนย์การค้าและพลาซ่า (%)	อัตราการเข้าพื้นที่ของ อาคารสำนักงาน (%)
ไตรมาสที่ 1/2548	100 %	98 %
ไตรมาสที่ 2/2548	100 %	99 %
ไตรมาสที่ 3/2548	99 %	98 %
ไตรมาสที่ 4/2548	100 %	98 %
ไตรมาสที่ 1/2549	100 %	99 %
ไตรมาสที่ 2/2549	100 %	100 %
ไตรมาสที่ 3/2549	99 %	100 %
ไตรมาสที่ 4/2549	100 %	100 %
ไตรมาสที่ 1/2550	99 %	100 %
ไตรมาสที่ 2/2550	100 %	97 %
ไตรมาสที่ 3/2550	100 %	96 %
ไตรมาสที่ 4/2550	100 %	86 %
ไตรมาสที่ 1/2551	99 %	95 %
ไตรมาสที่ 2/2551	99 %	99 %
ไตรมาสที่ 3/2551	99 %	99 %
ไตรมาสที่ 4/2551	97 %	97 %

ที่มา: บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)