

รายงานการประเมินมูลค่า

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย



เสนอต่อ

บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน) และ
บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)

นำเสนอโดย

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด



30 กันยายน 2566

Disclaimer

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด (“WELCAP” หรือ “ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงเทพฯ จำกัด (มหาชน) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) (รวมกันเรียก “บริษัทจัดการ”) เพื่อจัดทำรายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (“รายงานฯ”) เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (“กองทุนรวมฯ”) ซึ่งลงทุนในสิทธิที่จะได้รับรายได้ของรายได้ค่าผ่านทางรวมสุทธิที่จัดเก็บได้จากเส้นทางในปัจจุบันของ (1) ทางพิเศษฉลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถีจากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย (“โครงการทางพิเศษฯ”) ณ วันที่ 30 กันยายน 2566

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้แนะการพิจารณาตัดสินใจใดๆ เกี่ยวกับการดำเนินการในการซื้อขายหน่วยลงทุน การดำเนินงานหรือการดำเนินการอื่นใดของบริษัทจัดการ นอกเหนือจากการใช้อ้างอิงถึงมูลค่ากองทุนรวมฯในช่วงเวลาที่ทำกรประเมินในครั้งนั้น ทั้งนี้บริษัทจัดการไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานเพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม

ในการจัดทำรายงานฯ ฉบับนี้ WELCAP ได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษที่กองทุนรวมฯลงทุน คือ สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี (“สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ”) รายงานการศึกษาค่าใช้จ่าย และรายได้ ของบริษัท ชิสตรา เอ็มวีเอ จำกัด (“MVA”) รวมทั้ง ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์ฯ”) โดย WELCAP ได้มีการตรวจสอบความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าว เพื่อนำมาใช้อ้างอิงในสมมติฐานทางการเงิน และจัดทำประมาณการทางการเงินของโครงการทางพิเศษฯ ในครั้งนี้

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯที่เหมาะสม ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น WELCAP จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้ เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และรายงานฉบับนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหน่วยลงทุนแต่อย่างใด

ในการคำนวณตัวเลขต่าง ๆ ในรายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรมของบริษัทฉบับนี้ ตัวเลขทศนิยมเกิดจากการปัดเศษทศนิยมตำแหน่งที่สองหรือสามแล้วแต่กรณี ทำให้ตัวเลขที่คำนวณได้ อาจไม่ตรงกับผลลัพธ์ที่เกิดจากการคำนวณดังที่แสดงไว้ในรายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯฉบับนี้

สารบัญ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร.....	5
ส่วนที่ 1 วัตถุประสงค์ของรายงาน.....	7
ส่วนที่ 2 การประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษ.....	8
ส่วนที่ 3 สรุปการประเมินมูลค่ากองทุนรวม.....	15

คำนิยาม

คำย่อ	หมายถึง
กองทุนรวมฯ หรือ TFFIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย
กทพ.	การทางพิเศษแห่งประเทศไทย
โครงการทางพิเศษฯ	โครงการทางพิเศษฉลองรัช (ทางพิเศษสายรามอินทรา-อจณรงค์ และทางพิเศษสายรามอินทรา-วงแหวนรอบนอก กรุงเทพมหานคร) ระยะทางประมาณ 28.2 กิโลเมตร และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี (ทางพิเศษสายบางนา-ชลบุรี) ระยะทางประมาณ 55.0 กิโลเมตร
บริษัทจัดการ	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนกรุงไทย จำกัด (มหาชน) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)
รายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ	รายได้จากโครงการทางพิเศษฉลองรัชและโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี จากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย ในสัดส่วนร้อยละ 45.00 ของรายได้จากโครงการทางพิเศษฯ สุทธิ
สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ	สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการพิเศษฉลองรัชและโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี
MVA หรือ ผู้เชี่ยวชาญด้านการจราจร	บริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ จำกัด
WELCAP	บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด หรือ ผู้ประเมินมูลค่าอิสระ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร (Executive Summary)

ตามที่บริษัทจัดการ ได้แต่งตั้งให้ บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด (“WELCAP” หรือ “ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (“กองทุนรวมฯ”) โดยพิจารณาจากการลงทุนในสิทธิที่จะได้รับรายได้ของรายได้ค่าผ่านทางรวมสุทธิที่จัดเก็บได้จากเส้นทางในปัจจุบันของ (1) ทางพิเศษคลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถีจากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่ากองทุนรวมฯ

ทั้งนี้ WELCAP ได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษได้แก่ สมมติฐาน สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษคลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี (“สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ”) รายงานการศึกษารายการจราจรและรายได้ ของบริษัท ซีเอสอาร์ เอ็มวีเอ จำกัด (“MVA”) (หมายเลขเอกสารอ้างอิง CTH600301) ตามรายงานลงวันที่ 18 พฤศจิกายน 2564 เอกสาร และสัญญาอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษ และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์ฯ”) และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (“ThaiBMA”) ณ วันที่ทำการประเมิน

WELCAP เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ในครั้งนี้ เนื่องจากวิธีนี้จะอ้างอิงมูลค่าของกระแสเงินสดที่กองทุนรวมฯ จะได้รับจากรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ จนครบระยะเวลาตามสัญญา ซึ่งจะสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของกองทุนรวมฯ ได้ดีที่สุด

โดยสรุป WELCAP มีความเห็นว่า มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2566 ที่เหมาะสมเท่ากับ 60,620.30 ล้านบาท

อย่างไรก็ตาม วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดเป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากกองทุนรวมฯ และกำหนดขึ้นภายใต้ภาวะการณ์ผลิต สภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประโยชน์ประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมฯ ทำให้แตกต่างจากสมมติฐาน และทำให้มูลค่ากองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปด้วย

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น **WELCAP** จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้ เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และผู้อื่นใดไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานฯ เพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม นอกจากนี้ รายงานฉบับนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหน่วยลงทุนแต่อย่างใด

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด

ผู้ประเมินมูลค่าอิสระในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย
30 กันยายน 2566

ส่วนที่ 1. วัตถุประสงค์ของรายงาน

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด (“WELCAP” หรือ “ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ”) ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดย บริษัทจัดการเพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่ากองทุนรวมฯ ดังกล่าว

ทั้งนี้ WELCAP ได้พิจารณาจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับทางพิเศษฉลองรัช และทางพิเศษบูรพาวิถี ได้แก่

1. รายงานการศึกษาการจราจร และรายได้ (TFFIF Traffic and Revenue Study Report) จัดทำโดย บริษัท ซี สตรา เอ็มวีเอ จำกัด (“MVA”) ตามรายงานลงวันที่ 18 พฤศจิกายน 2564
2. สมมติฐาน และประมาณการทางการเงินที่ได้รับจากผู้เชี่ยวชาญด้านการจราจร
3. สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี (“สัญญาโอนสิทธิในรายได้”)
7. เอกสาร สัญญา และข้อตกลงอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฯ
8. ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลาดหลักทรัพย์”) และธนาคารแห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ ข้อมูลต่างๆ ที่ได้รับ อยู่ภายใต้สมมติฐานว่าข้อมูลที่ได้รับดังกล่าวมีความถูกต้อง และครบถ้วนเพื่อใช้กำหนดสมมติฐาน และจัดทำประมาณการทางการเงิน เพื่อการประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ

ส่วนที่ 2. การประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษ

ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ ในครั้งนี้ **WELCAP** เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) ในการประเมิน โดยคำนวณมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกระแสเงินสดสุทธิจากรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ตลอดระยะเวลาตามที่ระบุในสัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฉลองรัชและโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี จัดทำระหว่าง กทพ. และกองทุนรวมฯ (“สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ”)

รายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ในอนาคตตลอดช่วงระยะเวลา 30 ปี ที่จะโอนให้แก่กองทุนรวมฯ ตามสัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี ซึ่ง ณ วันประเมิน วันที่ 30 กันยายน 2566 ระยะเวลาคงเหลือ 25 ปี 28 วัน โดยกำหนดสมมติฐานเป็นช่วงระยะเวลาประมาณการตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2566 – วันที่ 28 ตุลาคม 2591

ในส่วนของอัตราส่วนลด (Discount Rate) **WELCAP** เลือกใช้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนคาดว่าจะได้รับการลงทุน (Return on Unit holder) โดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับ (Return on Equity : Re) ของกองทุนรวมฯ เพื่อใช้เป็นอัตราคิดลดและคำนวณหากระแสเงินสดสุทธิในอนาคตจากรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ที่จ่ายให้แก่กองทุนรวมฯ ภายใต้สมมติฐานว่า ธุรกิจของโครงการทางพิเศษฯ จะดำเนินตามปกติอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) จนครบกำหนดระยะเวลาตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน และไม่มีเหตุการณ์อื่นใดที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจของโครงการทางพิเศษฯ

โดยสรุปรายละเอียดข้อมูล และสมมติฐานในการคำนวณได้ดังนี้

รายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ตามที่ระบุในสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ ซึ่งมีคู่สัญญาระหว่าง กทพ. และกองทุนรวมฯ สามารถคำนวณได้ดังนี้

รายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ = ร้อยละ 45.00 ของ รายได้จากค่าผ่านทางของโครงการทางพิเศษฯ ที่ กทพ. เรียกเก็บได้จริงจากผู้ใช้งานทางพิเศษ (หลังหักภาษีมูลค่าเพิ่ม หรือค่าใช้จ่ายอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับรายได้ของโครงการทางพิเศษฯ ซึ่งในอนาคต หน่วยงานรัฐเรียกเก็บตามกฎหมาย) (“รายได้จากโครงการทางพิเศษฯ สุทธิ”)

โดยที่

รายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ = [ประมาณการรายได้ x (100/110)] x ร้อยละ 45

1) รายได้จากโครงการทางพิเศษฯ สุทธิ

ประกอบด้วย

- 1.1 รายได้จากค่าผ่านทางของโครงการทางพิเศษฯ ประกอบด้วย (1) ทางพิเศษฉลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถี โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานข้อมูลประมาณการปริมาณการจราจร และรายได้ค่าผ่านทาง ที่จัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญด้านการจราจร หรือบริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ จำกัด และเริ่มโอนรายได้ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 29 ตุลาคม 2561 เป็นต้นไป รวมมีระยะเวลาการลงทุนประมาณ 30 ปี

- 1.2 หัก ภาษีมูลค่าเพิ่ม (Value Added Tax: VAT) ที่ร้อยละ 10.00 ของรายได้ของโครงการทางพิเศษฯ ก่อนนำมาคำนวณรายได้ที่โอน ตลอดระยะเวลาประมาณการ ภายใต้สมมติฐานแบบระมัดระวัง (Conservative) ว่ารัฐบาลมีนโยบายปรับเพิ่มภาษีมูลค่าเพิ่มเป็นร้อยละ 10.00 ในอนาคตประมาณปี 2566

2) อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)

ในการประมาณการทางการเงิน กำหนดให้ไม่มีมูลค่าเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ เนื่องจากมีการกำหนดวันสิ้นสุดสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ จึงกำหนดให้มูลค่ากระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการเท่ากับ ศูนย์

นอกจากนี้ ตามหนังสือจากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย ที่ กทพ.04/1762 ลงวันที่ 25 สิงหาคม 2566 เรื่อง ขอแจ้งเรื่องการปรับอัตราค่าผ่านทางพิเศษของรถและทางพิเศษบูรพาวิถี ปี 2566 ที่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2566 เป็นต้นไป กล่าวคือ ได้พิจารณาปรับอัตราค่าผ่านทางของทางพิเศษของรถและทางพิเศษบูรพาวิถีปี 2566 ที่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2566 เป็นต้นไป อย่างไรก็ตาม กระทรวงคมนาคมพิจารณาให้ กทพ. ยกเว้นการปรับอัตราค่าผ่านทางพิเศษของรถและทางพิเศษบูรพาวิถี เป็นระยะเวลา 6 เดือน ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2566 เป็นต้นไป

ดังนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ จึงพิจารณาให้ปีงบประมาณ 2567 (ตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2566 - จนถึงวันที่ 30 กันยายน 2567) พิจารณาปรับอัตราค่าผ่านทางพิเศษของรถ ร้อยละ 12.50 ต่อปี และทางพิเศษบูรพาวิถีร้อยละ 9.88 ต่อปี โดยกำหนดสมมติฐานให้ ชะลอการเรียกเก็บค่าผ่านทางในอัตราใหม่ ไปจนถึง 1 มีนาคม 2567

ดังนั้น สามารถสรุปรายได้ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ ที่กองทุนรวมฯ จะได้รับในสัดส่วนร้อยละ 45.00 ของรายได้จากโครงการทางพิเศษฯ ในแต่ละปี ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ ได้ดังนี้

(1) ทางพิเศษของรถ

ปีงบประมาณ ¹⁾	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2567	93.40	3,646.84
2568	100.50	4,114.56
2569	107.40	4,405.25
2570	114.40	4,692.57
2571	120.20	4,979.89
2572	122.10	5,691.46
2573	128.40	5,981.03
2574	134.70	6,269.48
2575	138.00	6,419.87
2576	139.30	6,542.21
2577	139.60	7,271.74
2578	141.70	7,373.88
2579	144.10	7,497.33
2580	144.50	7,517.54
2581	144.80	7,601.71
2582	144.20	8,314.41
2583	145.00	8,363.79
2584	145.10	8,367.16

ปีงบประมาณ ^{1/}	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2585	145.50	8,388.48
2586	145.80	8,473.78
2587	145.80	9,231.37
2588	146.00	9,240.35
2589	146.60	9,274.02
2590	147.20	9,308.82
2591	148.10	9,433.40
2592	11.00	757.59 ^{2/}

หมายเหตุ: *1/ ปีงบประมาณ หมายถึง ระยะเวลานับแต่วันที่ 1 ตุลาคม ของปีก่อนหน้าจนถึงวันที่ 30 กันยายน เช่น ปีงบประมาณ 2567

หมายถึง ระยะเวลาเริ่มต้นวันที่ 1 ตุลาคม 2566 จนถึงวันที่ 30 กันยายน 2567

2/ ปี 2592 คำนวณจากวันที่ 1 – 28 ตุลาคม 2592

(2) ทางพิเศษบูรพาวิถี

ปีงบประมาณ ^{1/}	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2567	62.30	2,689.62
2568	69.70	3,126.27
2569	76.90	3,464.27
2570	82.40	3,713.67
2571	87.60	3,983.86
2572	91.30	4,646.74
2573	96.40	4,905.98
2574	101.60	5,165.23
2575	106.20	5,389.47
2576	109.90	5,625.75
2577	112.80	6,488.81
2578	116.60	6,696.64
2579	120.70	6,923.07
2580	122.40	7,023.71
2581	123.70	7,184.50
2582	124.60	8,024.59
2583	126.40	8,146.01
2584	127.50	8,219.30
2585	128.10	8,272.90
2586	128.40	8,391.04
2587	129.00	9,329.57
2588	128.90	9,340.51
2589	129.30	9,377.70
2590	129.60	9,414.89
2591	130.20	9,558.19

ปีงบประมาณ ^{1/}	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2592	9.80	820.40 ^{2/}

หมายเหตุ: *1/ ปีงบประมาณ หมายถึง ระยะเวลา นับแต่วันที่ 1 ตุลาคม ของปีก่อนหน้าจนถึงวันที่ 30 กันยายน เช่น ปีงบประมาณ 2567

หมายถึง ระยะเวลา นับแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2566 จนถึงวันที่ 30 กันยายน 2567

2/ ปี 2592 คำนวณจากวันที่ 1 – 28 ตุลาคม 2592

■ อัตราส่วนลด (Discount Rate)

ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกองทุนรวมฯ **WELCAP** พิจารณาอ้างอิงอัตราคิดลด หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนคาดว่าจะได้รับ (Return on Unit Holder) จากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนคาดว่าจะได้รับ (Return on Equity) หรือ Re ซึ่งคำนวณได้จาก Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$K_e \text{ (หรือ } R_e) = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{Specific Risk}$$

โดยที่

Risk Free Rate (Rf) = มีค่าเท่ากับร้อยละ 3.69 ต่อปี อ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 25.10 ปี (ข้อมูล ณ วันที่ 29 กันยายน 2566) ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเท่ากับระยะเวลาคงเหลือของกระแสเงินสดจากโครงการทางพิเศษฯ ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้

Beta (β) = มีค่าเท่ากับ 0.46 อ้างอิงจากค่าเฉลี่ยความแปรปรวน ระหว่างผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ฯ กับราคาปิดของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมฯ ตั้งแต่ก่อตั้งและมีการซื้อขายหน่วยลงทุนคือวันที่ 31 ตุลาคม 2561 – 29 กันยายน 2566 ซึ่งน่าจะสะท้อนข้อมูลที่เป็นปัจจุบันที่สุด ของกองทุนรวมฯ

Market Risk (Rm) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 30 ปี โดยคำนวณเป็นรายปี ตั้งแต่ปี 2537 – 2566 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 7.43 ต่อปี เนื่องจากเป็นช่วงระยะเวลาที่สะท้อนอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยได้ดีที่สุด ตามระยะเวลาของการได้รับโอนรายได้ ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้

จากการคำนวณตามสมการข้างต้น จะได้ Re หรือต้นทุนของผู้ถือหุ้น Ke เท่ากับร้อยละ 5.42 ต่อปี นอกจากนี้ **WELCAP** ได้ปรับค่าความเสี่ยงเฉพาะ (Specific Risk Factor) อันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนในการได้เรียกเก็บค่าผ่านทางพิเศษในอัตรา ที่ได้ปรับขึ้นใหม่ ซึ่งกำหนดโดยรัฐบาล โดยกำหนดให้มีค่าความเสี่ยงร้อยละ 1.00 ต่อปี

ดังนั้น จะได้ Re หรือต้นทุนของผู้ถือหุ้น Ke ภายหลังปรับค่าความเสี่ยงแล้ว เท่ากับร้อยละ 6.42 ต่อปี

ทั้งนี้ **WELCAP** เห็นว่า การนำอัตราผลตอบแทนดังกล่าวมาใช้เป็นอัตราคิดลดน่าจะสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนต้องการ (Required Rate of Return for Unit Holder) ของกองทุนรวมฯ ได้เหมาะสมที่สุด เพราะอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนที่ผ่านมาของกองทุนรวมฯ เอง

ดังนั้น จะสามารถคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิจากโครงการทางพิเศษฯ ได้ดังนี้

(1) ทางพิเศษฉลองรัช

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ ได้รับโอน (ล้านบาท)
2567	3,646.84	3,315.31	1,491.89	1,401.87
2568	4,114.56	3,740.50	1,683.23	1,486.23
2569	4,405.25	4,004.77	1,802.15	1,495.22
2570	4,692.57	4,265.97	1,919.69	1,496.65
2571	4,979.89	4,527.17	2,037.23	1,492.45
2572	5,691.46	5,174.06	2,328.33	1,602.79
2573	5,981.03	5,437.30	2,446.79	1,582.71
2574	6,269.48	5,699.52	2,564.79	1,558.94
2575	6,419.87	5,836.25	2,626.31	1,500.02
2576	6,542.21	5,947.46	2,676.36	1,436.37
2577	7,271.74	6,610.67	2,974.80	1,500.21
2578	7,373.88	6,703.52	3,016.59	1,429.49
2579	7,497.33	6,815.76	3,067.09	1,365.73
2580	7,517.54	6,834.12	3,075.36	1,286.78
2581	7,601.71	6,910.65	3,109.79	1,222.68
2582	8,314.41	7,558.55	3,401.35	1,256.62
2583	8,363.79	7,603.45	3,421.55	1,187.82
2584	8,367.16	7,606.51	3,422.93	1,116.60
2585	8,388.48	7,625.89	3,431.65	1,051.90
2586	8,473.78	7,703.44	3,466.55	998.48
2587	9,231.37	8,392.16	3,776.47	1,022.12
2588	9,240.35	8,400.32	3,780.14	961.38
2589	9,274.02	8,430.93	3,793.92	906.67
2590	9,308.82	8,462.56	3,808.15	855.16
2591	9,433.40	8,575.82	3,859.12	814.31
2592	757.59	688.72	309.92	61.45
รวมมูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน				32,090.65

(2) ทางพิเศษบูรพาวิถี

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ ได้รับโอน (ล้านบาท)
2567	2,689.62	2,445.11	1,100.30	1,033.91
2568	3,126.27	2,842.06	1,278.93	1,129.25
2569	3,464.27	3,149.34	1,417.20	1,175.84
2570	3,713.67	3,376.06	1,519.23	1,184.44
2571	3,983.86	3,621.69	1,629.76	1,193.94
2572	4,646.74	4,224.31	1,900.94	1,308.58

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ ได้รับโอน (ล้านบาท)
2573	4,905.98	4,459.98	2,006.99	1,298.23
2574	5,165.23	4,695.66	2,113.05	1,284.36
2575	5,389.47	4,899.52	2,204.78	1,259.26
2576	5,625.75	5,114.31	2,301.44	1,235.16
2577	6,488.81	5,898.91	2,654.51	1,338.68
2578	6,696.64	6,087.85	2,739.53	1,298.20
2579	6,923.07	6,293.70	2,832.16	1,261.12
2580	7,023.71	6,385.19	2,873.33	1,202.25
2581	7,184.50	6,531.37	2,939.12	1,155.58
2582	8,024.59	7,295.08	3,282.79	1,212.82
2583	8,146.01	7,405.46	3,332.46	1,156.89
2584	8,219.30	7,472.09	3,362.44	1,096.87
2585	8,272.90	7,520.82	3,384.37	1,037.41
2586	8,391.04	7,628.21	3,432.70	988.73
2587	9,329.57	8,481.43	3,816.64	1,032.99
2588	9,340.51	8,491.37	3,821.12	971.80
2589	9,377.70	8,525.18	3,836.33	916.80
2590	9,414.89	8,558.99	3,851.55	864.90
2591	9,558.19	8,689.26	3,910.17	825.09
2592	820.40	745.82	335.62	66.55
รวมมูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน				28,529.65

โดยสรุปจะได้มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2566 โดยอ้างอิงจากอัตราคิดลดที่ร้อยละ 6.42 ต่อปี จะได้มูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ดังนี้

รายละเอียด	มูลค่า (ล้านบาท)
สิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษฉลองรัช	32,090.65
สิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี	28,529.65
รวม	60,620.30

นอกจากนี้ ทาง **WELCAP** ได้พิจารณาจัดทำการวิเคราะห์ความไว (Sensitivity Analysis) ของมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ โดยปรับอัตราคิดลด (Discount Rate) หรือ Re จากเดิมเพิ่มขึ้น และลดลงประมาณร้อยละ 0.50 ต่อปี ถึงร้อยละ 1.00 ต่อปี ดังนี้

มูลค่า (ล้านบาท)	การปรับอัตราคิดลด (Discount Rate) (ร้อยละต่อปี)				
	+1.00%	+0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
สิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษฉลองรัช	28,807.90	30,385.41	32,090.65	33,936.17	35,935.93
สิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี	25,449.59	26,928.00	28,529.65	30,266.86	32,153.32
รวม	54,257.50	57,313.41	60,620.30	64,203.03	68,089.25

ดังนั้น จะได้มูลค่ายุติธรรม ณ วันที่ 30 กันยายน 2566 ของสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษฉลองรัช เท่ากับ 32,090.65 ล้านบาท และสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี เท่ากับ 28,529.65 ล้านบาท รวมมูลค่ายุติธรรมของสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษสองสาย เท่ากับ 60,620.30 ล้านบาท

ทั้งนี้ ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากกองทุนรวมฯ ดังนั้น หากมีการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้เกิดความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ เปลี่ยนแปลงไปจากประมาณการและตัวแปรที่กำหนดไว้ อาจทำให้ประมาณการที่กำหนดขึ้นภายใต้สมมติฐานที่กล่าวมาข้างต้นเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ และอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปเช่นกัน

ส่วนที่ 3. สรุปการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ

ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ ในครั้งนี้ WELCAP เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมิน เนื่องจากวิธีนี้จะวิเคราะห์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของรายได้ที่จะได้รับจากรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษ ในช่วงระยะเวลาประมาณการที่จะโอนให้กองทุนรวมฯ ซึ่งน่าจะสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของรายได้ที่จะได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษ ได้ดีที่สุด

โดยสรุป WELCAP มีความเห็นว่า มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2566 ที่เหมาะสมเท่ากับ 60,620.30 ล้านบาท

อย่างไรก็ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด เป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากกองทุนรวมฯ และกำหนดขึ้นมาจากภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประโยชน์การโอนอนาคตของกองทุนรวมฯ ทำให้แตกต่างจากสมมติฐาน และทำให้มูลค่ากองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปด้วย

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ายุติธรรมกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น WELCAP จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้ เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และผู้อื่นใดไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานฯ เพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม นอกจากนี้ รายงานฉบับนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหุ้น หรือทรัพย์สินแต่อย่างใด

ขอแสดงความนับถือ

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอร์ จำกัด



(นายพิพัฒน์ กิตติอัครเสถียร)

กรรมการผู้จัดการ