รายงานการประเมินมูลค่า

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย

Thailand Future Fund
TFFIF
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย

เสนอต่อ

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

นำเสนอโดย

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด

WELCAP

30 กันยายน 2567

Disclaimer

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด ("WELCAP" หรือ **"ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ")** ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดยบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) (รวมกันเรียก "บริษัทจัดการ") เพื่อจัดทำรายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ("รายงานฯ") เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ("กองทุนรวมฯ") ซึ่งลงทุนในสิทธิที่จะได้รับรายได้ของรายได้ค่าผ่านทางรวมสุทธิที่จัดเก็บได้จากเส้นทางในปัจจุบันของ (1) ทางพิเศษฉลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถี จากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย ("โครงการทางพิเศษฯ") ณ วันที่ 30 กันยายน 2567

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้แนะการพิจารณาตัดสินใจใดๆ เกี่ยวกับการดำเนินการในการซื้อขายหน่วยกองทุน การดำเนินงานหรือการดำเนินการอื่นใดของบริษัทจัดการนอกเหนือจากการใช้อ้างอิงถึงมูลค่ากองทุนรวมฯในช่วงเวลาที่ทำการประเมินในครั้งนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทจัดการไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานเพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม

ในการจัดทำรายงานฯ ฉบับนี้ **WELCAP** ได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฯที่กองทุนรวมฯลงทุน คือ สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี ("สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ") รายงานผลการศึกษาการจราจรและรายได้ของ TFFIF (TFFIF Traffic and Revenue Study) จัดทำโดยบริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ (ไทยแลนด์) จำกัด ("MVA") ลงวันที่ 13 พฤศจิกายน 2567 รวมทั้ง ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ") โดย **WELCAP** ได้มีการตรวจสอบความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าว เพื่อนำมาใช้อ้างอิงในสมมติฐานทางการเงิน และจัดทำประมาณการทางการเงินของโครงการทางพิเศษฯ ในครั้งนี้

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯที่เหมาะสม ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น **WELCAP** จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และรายงานฉบับนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหน่วยลงทุนแต่อย่างใด

ในการคำนวณตัวเลขต่าง ๆ ในรายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรมของบริษัทฉบับนี้ ตัวเลขทศนิยมเกิดจากการปัดเศษทศนิยมตำแหน่งที่สองหรือสามแล้วแต่กรณี ทำให้ตัวเลขที่คำนวณได้ อาจไม่ตรงกับผลลัพธ์ที่เกิดจากการคำนวณดังที่แสดงไว้ในรายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯฉบับนี้

สารบัญ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร..... 5

ส่วนที่ 1 วัตถุประสงค์ของรายงาน..... 7

ส่วนที่ 2 การประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ..... 8

ส่วนที่ 3 สรุปการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ..... 15

คำนิยาม

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

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร (Executive Summary)

ตามที่บริษัทจัดการ ได้แต่งตั้งให้ บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด (**"WELCAP"** หรือ **"ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ"**) ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ("กองทุนรวมฯ") ที่ลงทุนในสิทธิที่จะได้รับรายได้ของรายได้ค่าผ่านทางรวมสุทธิที่จัดเก็บได้จากเส้นทางในปัจจุบันของ (1) ทางพิเศษฉลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถีจากการทางพิเศษแห่งประเทศไทย เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่ากองทุนรวมฯ

ทั้งนี้ **WELCAP** ได้พิจารณาจากข้อมูลและเอกสารที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฯได้แก่ สมมติฐาน สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี ("สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ") รายงานผลการศึกษาการจราจรและรายได้ของ TFFIF (TFFIF Traffic and Revenue Study) จัดทำโดยบริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ (ไทยแลนด์) จำกัด ("MVA") (หมายเลขเอกสารอ้างอิง CTH600409) ตามรายงานลงวันที่ 13 พฤศจิกายน 2567 เอกสาร และสัญญาอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฯ และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ') และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ("ThaiBMA") ณ วันที่ทำการประเมิน

WELCAP เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯในครั้งนี้ เนื่องจากวิธีนี้จะอ้างอิงมูลค่าของกระแสเงินที่กองทุนรวมฯ จะได้รับจากรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ จนครบระยะเวลาตามสัญญา ซึ่งจะสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของกองทุนรวมฯ ได้ดีที่สุด

โดยสรุป **WELCAP** มีความเห็นว่า มูลค่ากองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 **ที่เหมาะสมเท่ากับ 58,135.00 ล้านบาท**

อย่างไรก็ตาม วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดเป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากกองทุนรวมฯ และกำหนดขึ้นมาภายใต้ภาวการณ์ผลิต สภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมฯ ทำให้แตกต่างจากสมมติฐาน และทำให้มูลค่ากองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปด้วย

รายงานการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น **WELCAP** จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และผู้อื่นใดไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานฯ เพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม นอกจากนี้ รายงานฉบับนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหน่วยลงทุนแต่อย่างใด

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด
ผู้ประเมินมูลค่าอิสระในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย
30 กันยายน 2567

ส่วนที่ 1. วัตถุประสงค์ของรายงาน

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด (**"WELCAP"** หรือ **"ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ"**) ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดย บริษัทจัดการเพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่ากองทุนรวมฯ ดังกล่าว

ทั้งนี้ **WELCAP** ได้พิจารณาจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับทางพิเศษฉลองรัช และทางพิเศษบูรพาวิถี ได้แก่

1. รายงานผลการศึกษาการจราจรและรายได้ของ TFFIF (TFFIF Traffic and Revenue Study) จัดทำโดย บริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ (ไทยแลนด์) จำกัด ("MVA") ตามรายงานลงวันที่ 13 พฤศจิกายน 2567
2. สมมติฐาน และประมาณการทางการเงินที่ได้รับจากผู้เชี่ยวชาญด้านการจราจร
3. สัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี ("สัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ")
7. เอกสาร สัญญา และข้อตกลงอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงการทางพิเศษฯ
8. ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ") และธนาคารแห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ ข้อมูลต่างๆ ที่ได้รับ อยู่ภายใต้สมมติฐานว่าข้อมูลที่ได้รับดังกล่าวมีความถูกต้อง และครบถ้วนเพื่อใช้กำหนดสมมติฐาน และจัดทำประมาณการทางการเงิน เพื่อการประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่ได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ

ส่วนที่ 2. การประเมินมูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ

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

รายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ในอนาคตตลอดช่วงระยะเวลา 30 ปี ที่จะโอนให้แก่กองทุนรวมฯ ตามสัญญาโอนและรับโอนสิทธิในรายได้ในส่วนที่เกี่ยวกับโครงการทางพิเศษฉลองรัช และโครงการทางพิเศษบูรพาวิถี ซึ่ง ณ วันประเมิน วันที่ 30 กันยายน 2567 ระยะเวลาคงเหลือ 24 ปี 28 วัน โดยกำหนดสมมติฐานเป็นช่วงระยะเวลาประมาณการตั้งแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2567 – วันที่ 28 ตุลาคม 2591

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

โดยสรุปรายละเอียดข้อมูล และสมมติฐานในการคำนวณได้ดังนี้

<u>รายได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ</u> ตามที่ระบุในสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ ซึ่งมีคู่สัญญาระหว่าง กทพ. และกองทุนรวมฯ สามารถคำนวณได้ดังนี้

รายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ = ร้อยละ 45.00 ของ รายได้จากค่าผ่านทางของโครงการทางพิเศษฯ ที่ กทพ. เรียกเก็บได้จริงจากผู้ใช้ทางพิเศษ (หลังหักภาษีมูลค่าเพิ่ม หรือค่าใช้จ่ายอื่นใดที่เกี่ยวข้องกับรายได้ของโครงการทางพิเศษฯ ซึ่งในอนาคต หน่วยงานรัฐเรียกเก็บตามกฎหมาย) ("รายได้จากโครงการทางพิเศษฯ สุทธิ")

โดยที่

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

1) **<u>รายได้จากโครงการทางพิเศษฯ สุทธิ</u>**

ประกอบด้วย

1.1 รายได้จากค่าผ่านทางของโครงการทางพิเศษฯ ประกอบด้วย (1) ทางพิเศษฉลองรัช และ (2) ทางพิเศษบูรพาวิถี โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานข้อมูลประมาณการปริมาณการจราจร และรายได้ค่าผ่านทาง ที่จัดทำโดยผู้เชี่ยวชาญด้านการจราจร หรือบริษัท ซิสตร้า เอ็มวีเอ (ไทยแลนด์) 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 2567

2) <u>อัตราการขยายตัวของกระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ (Terminal Value)</u>

ในการประมาณการทางการเงิน กำหนดให้ไม่มีมูลค่าเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ เนื่องจากมีการกำหนดวันสิ้นสุดสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ จึงกำหนดให้มูลค่ากระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการเท่ากับ ศูนย์

ดังนั้น สามารถสรุปรายได้ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ ที่กองทุนรวมฯ จะได้รับในสัดส่วนร้อยละ 45.00 ของรายได้จากโครงการทางพิเศษฯ ในแต่ละปี ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ ได้ดังนี้

(1) ทางพิเศษฉลองรัช

ปีงบประมาณ[1/]	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2568	80.28	3,459.83
2569	84.85	3,661.23
2570	91.22	3,945.96
2571	98.21	4,302.30
2572	101.31	4,921.58
2573	108.97	5,306.61
2574	116.62	5,693.52
2575	122.90	5,997.58
2576	127.72	6,278.77
2577	130.87	7,037.21
2578	136.70	7,337.86
2579	142.92	7,658.34
2580	144.46	7,737.30
2581	144.95	7,825.22
2582	144.33	8,461.40
2583	145.78	8,545.56
2584	146.44	8,583.02
2585	146.87	8,605.60
2586	147.14	8,680.57
2587	147.89	9,404.57
2588	147.35	9,368.06
2589	147.22	9,357.26
2590	147.14	9,352.05
2591	147.53	9,439.60
2592	11.04	757.05[2/]

หมายเหตุ: *1/ ปีงบประมาณ หมายถึง ระยะเวลานับแต่วันที่ 1 ตุลาคม ของปีก่อนหน้าจนถึงวันที่ 30 กันยายน เช่น ปีงบประมาณ 2568 หมายถึง ระยะเวลารับแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2567 จนถึงวันที่ 30 กันยายน 2568

2/ ปี 2592 คำนวณจากวันที่ 1 – 28 ตุลาคม 2592

(2) ทางพิเศษบูรพาวิถี

ปีงบประมาณ[1/]	ปริมาณรถยนต์ต่อปี (ล้านคัน)	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)
2568	60.49	2,452.67
2569	63.60	2,557.10
2570	69.15	2,758.22
2571	75.58	3,029.15
2572	79.75	3,603.65
2573	86.41	3,876.31
2574	93.06	4,145.41
2575	97.96	4,338.96
2576	101.55	4,520.16
2577	104.38	5,164.85
2578	108.41	5,334.24
2579	112.75	5,516.89
2580	114.12	5,582.99
2581	115.04	5,695.79
2582	116.15	6,413.85
2583	117.55	6,493.02
2584	118.30	6,535.05
2585	118.39	6,576.80
2586	118.08	6,673.94
2587	117.47	7,421.05
2588	116.84	7,435.52
2589	116.54	7,470.84
2590	116.46	7,479.54
2591	116.72	7,561.51
2592	8.74	648.09[2/]

หมายเหตุ: *1/ ปีงบประมาณ หมายถึง ระยะเวลานับแต่วันที่ 1 ตุลาคม ของปีก่อนหน้าจนถึงวันที่ 30 กันยายน เช่น ปีงบประมาณ 2568 หมายถึง ระยะเวลารับแต่วันที่ 1 ตุลาคม 2567 จนถึงวันที่ 30 กันยายน 2568

2/ ปี 2592 คำนวณจากวันที่ 1 – 28 ตุลาคม 2592

- **อัตราส่วนลด (Discount Rate)**

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

$$Ke \text{ (หรือ Re)} = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

โดยที่

Risk Free Rate (Rf) = มีค่าเท่ากับร้อยละ 3.10 ต่อปี อ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 24.10 ปี (ข้อมูล ณ วันที่ 30 กันยายน 2567) ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเท่ากับระยะเวลาคงเหลือของกระแสเงินสดจากโครงการทางพิเศษฯ ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ

Beta (β) = มีค่าเท่ากับ 0.46 อ้างอิงจากค่าเฉลี่ยความแปรปรวน ระหว่างผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ฯ กับราคาปิดของหน่วยลงทุนของกองทุนรวมฯ ตั้งแต่ก่อตั้งและมีการซื้อขายหน่วยลงทุนคือวันที่ 31 ตุลาคม 2561 – 30 กันยายน 2567 ซึ่งน่าจะสะท้อนข้อมูลที่เป็นปัจจุบันที่สุด ของกองทุนรวมฯ

Market Risk (Rm) = อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เฉลี่ยย้อนหลัง 30 ปี โดยคำนวณรายเดือนตั้งแต่ปี 2538 – 2567 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 6.84 ต่อปี เนื่องจากเป็นช่วงระยะเวลาที่สะท้อนอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยได้ดีที่สุด ตามระยะเวลาของการได้รับโอนรายได้ ตามสัญญาโอนสิทธิในรายได้ฯ

จากการคำนวณตามสมการข้างต้น จะได้ Re หรือต้นทุนของผู้ถือหุ้น Ke เท่ากับร้อยละ 4.81 ต่อปี นอกจากนี้ WELCAP ได้ปรับค่าความเสี่ยงพิเศษ (Special Risk Factor) อันเนื่องจาก นโยบายของภาครัฐที่อาจส่งผลกระทบต่อปริมาณจราจรของทางพิเศษที่กองทุนรวมฯ ลงทุน และ รายได้ที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต เช่น นโยบายลดค่าครองชีพ อันได้แก่ นโยบายยกเว้นค่าผ่านทางของทางพิเศษที่กองทุนรวมฯ ลงทุน ในช่วงวันหยุดเทศกาลเพิ่มเติม นโยบายการชะลอการขึ้นค่าผ่านทางของทางพิเศษที่กองทุนรวมฯ ลงทุน นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนของโครงการ EEC ที่เกี่ยวข้องกับโครงการก่อสร้างต่างๆ และโครงการทางพิเศษส่วนต่อขยายหลายโครงการ โดยเฉพาะในบริเวณที่อาจส่งผลต่อปริมาณจราจรของทางพิเศษที่กองทุนรวมฯ ลงทุน รวมทั้งนโยบายการเก็บค่า Congestion Fee สำหรับรถที่เข้ามาในบริเวณที่กำหนด เป็นต้น เมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงต่างๆ ดังกล่าวอาจเป็นปัจจัยสำคัญต่อการประเมินมูลค่าของ TFFIF ได้ ที่ปรึกษาฯ จึงได้กำหนดให้มีค่าความเสี่ยงเฉพาะเพิ่มขึ้นอีกร้อยละ 1.00 ต่อปีในการประเมินครั้งนี้

ดังนั้น จะได้ Re หรือต้นทุนของผู้ถือหุ้น Ke ภายหลังปรับค่าความเสี่ยงแล้ว **เท่ากับร้อยละ 5.81 ต่อปี**

ทั้งนี้ **WELCAP** เห็นว่า การนำอัตราผลตอบแทนดังกล่าวมาใช้เป็นอัตราคิดลดน่าจะสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนต้องการ (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)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน (ล้านบาท)
2568	3,459.83	3,145.30	1,415.39	1,337.73
2569	3,661.23	3,328.39	1,497.77	1,337.92
2570	3,945.96	3,587.23	1,614.26	1,362.86
2571	4,302.30	3,911.18	1,760.03	1,404.40
2572	4,921.58	4,474.17	2,013.37	1,518.41
2573	5,306.61	4,824.20	2,170.89	1,547.37
2574	5,693.52	5,175.93	2,329.17	1,569.10
2575	5,997.58	5,452.35	2,453.56	1,562.20
2576	6,278.77	5,707.98	2,568.59	1,545.71
2577	7,037.21	6,397.46	2,878.86	1,637.37
2578	7,337.86	6,670.79	3,001.85	1,613.65
2579	7,658.34	6,962.13	3,132.96	1,591.72

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน (ล้านบาท)
2580	7,737.30	7,033.91	3,165.26	1,519.90
2581	7,825.22	7,113.84	3,201.23	1,452.83
2582	8,461.40	7,692.18	3,461.48	1,484.74
2583	8,545.56	7,768.70	3,495.91	1,417.24
2584	8,583.02	7,802.75	3,511.24	1,345.35
2585	8,605.60	7,823.28	3,520.47	1,274.88
2586	8,680.57	7,891.43	3,551.14	1,215.43
2587	9,404.57	8,549.61	3,847.32	1,244.55
2588	9,368.06	8,516.42	3,832.39	1,171.70
2589	9,357.26	8,506.60	3,827.97	1,106.13
2590	9,352.05	8,501.86	3,825.84	1,044.86
2591	9,439.60	8,581.45	3,861.65	996.77
2592	757.05	688.22	309.70	75.55
			รวมมูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน	**33,378.35**

(2) ทางพิเศษบูรพาวิถี

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน (ล้านบาท)
2568	2,452.67	2,229.70	1,003.36	948.31
2569	2,557.10	2,324.64	1,046.09	934.44
2570	2,758.22	2,507.47	1,128.36	952.63
2571	3,029.15	2,753.77	1,239.20	988.81
2572	3,603.65	3,276.05	1,474.22	1,111.80
2573	3,876.31	3,523.92	1,585.76	1,130.30
2574	4,145.41	3,768.56	1,695.85	1,142.45
2575	4,338.96	3,944.51	1,775.03	1,130.18
2576	4,520.16	4,109.23	1,849.16	1,112.77
2577	5,164.85	4,695.32	2,112.89	1,201.72
2578	5,334.24	4,849.31	2,182.19	1,173.04
2579	5,516.89	5,015.35	2,256.91	1,146.64
2580	5,582.99	5,075.44	2,283.95	1,096.71
2581	5,695.79	5,177.99	2,330.10	1,057.48
2582	6,413.85	5,830.77	2,623.85	1,125.45
2583	6,493.02	5,902.75	2,656.24	1,076.83
2584	6,535.05	5,940.96	2,673.43	1,024.34
2585	6,576.80	5,978.91	2,690.51	974.32
2586	6,673.94	6,067.22	2,730.25	934.46
2587	7,421.05	6,746.41	3,035.88	982.06
2588	7,435.52	6,759.56	3,041.80	929.99
2589	7,470.84	6,791.67	3,056.25	883.14

ปีงบประมาณ	รายได้ค่าผ่านทางต่อปี (ล้านบาท)	รายได้สุทธิ (หลังหัก VAT ร้อยละ 10) (ล้านบาท)	รายได้ที่รับโอน (ร้อยละ 45 ของรายได้สุทธิ) (ล้านบาท)	มูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน (ล้านบาท)
2590	7,479.54	6,799.58	3,059.81	835.65
2591	7,561.51	6,874.10	3,093.35	798.46
2592	648.09	589.17	265.13	64.68
			รวมมูลค่าปัจจุบันของรายได้ที่ได้รับโอน	**24,756.65**

โดยสรุปจะได้มูลค่ากองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 โดยอ้างอิงจากอัตราคิดลดที่ร้อยละ 5.81 ต่อปี จะได้มูลค่ายุติธรรมของรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ดังนี้

รายละเอียด	มูลค่า (ล้านบาท)
สิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษฉลองรัช	33,378.35
สิทธิในรายได้ทีรับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี	24,756.65
รวม	**58,135.00**

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	29,887.36	31,565.31	33,378.35	35,339.50	37,463.23
สิทธิในรายได้ทีรับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี	22,114.44	23,383.73	24,756.65	26,243.32	27,854.92
รวม	**52,001.79**	**54,949.05**	**58,135.00**	**61,582.82**	**65,318.15**

ดังนั้น จะได้มูลค่ายุติธรรม ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 ของสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษฉลองรัช **เท่ากับ 33,378.35 ล้านบาท** และสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษบูรพาวิถี **เท่ากับ 24,756.65 ล้านบาท รวมสิทธิในรายได้ที่รับโอนจากทางพิเศษสองสาย เท่ากับ 58,135.00 ล้านบาท**

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

ส่วนที่ 3. สรุปการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ

ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ ในครั้งนี้ **WELCAP** เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมิน เนื่องจากวิธีนี้จะวิเคราะห์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของรายได้ที่จะได้รับจากรายได้ที่รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ในช่วงระยะเวลาประมาณการที่จะโอนให้กองทุนรวมฯ ซึ่งน่าจะสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของรายได้ที่จะได้รับโอนจากโครงการทางพิเศษฯ ได้ดีที่สุด

โดยสรุป **WELCAP** มีความเห็นว่า มูลค่ากองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 **ที่เหมาะสมเท่ากับ 58,135.00 ล้านบาท**

อย่างไรก็ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด เป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากกองทุนรวมฯ และกำหนดขึ้นมาภายใต้ภาวการณ์ผลิต สภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมฯ ทำให้แตกต่างจากสมมติฐาน และทำให้มูลค่ากองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้เปลี่ยนแปลงไปด้วย

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

ขอแสดงความนับถือ

บริษัท เวลแคป แอดไวเซอรี่ จำกัด

.....

(นายพิพัฒน์ กิตติอัครเสถียร)
กรรมการผู้จัดการ
13 พฤศจิกายน 2567