รายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรม

ของ

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี

KBSPIF

IMAP | DISCOVER MANAGEMENT

บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด

30 มิถุนายน 2564

IMAPDM152/2021

Disclaimer

รายงานการประเมินมูลค่ายุติธรรมของของที่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี ซึ่งลงทุนในผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลพลังงานความร้อนร่วมขนาดกำลังการผลิต 50 เมกะวัตต์ ("โรงไฟฟ้าชีวมวลฯ") ("รายงานฯ") ฉบับนี้ จัดเตรียมขึ้นโดย บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด ("Discover") ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดยกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี ("KBSPIF" หรือ "กองทุนรวมฯ") เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2564

รายงานฯ ฉบับนี้ มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้แนะการพิจารณาตัดสินใจใดๆ ที่เกี่ยวกับการดำเนินการโรงไฟฟ้าฯ ของ KPP และไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการชักชวนให้ซื้อหรือขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมฯ แต่อย่างใด

ในการจัดทำรายงานฯ ฉบับนี้ Discover ได้พิจารณาจากเอกสารและข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่กองทุนรวมฯ ลงทุน ได้แก่ สัญญาโอนผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่ทำระหว่าง KPP และกองทุนรวมฯ ("สัญญาโอนผลประโยชน์ฯ") รายงานการประเมินทางเทคนิค (Technical Appraisal Report) ของ บริษัท แทรคเทเบล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด ("Tractebel") ในฐานะที่ปรึกษาทางด้านเทคนิคอิสระของกองทุนรวมฯ สัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่เกี่ยวข้อง และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ") เป็นต้น โดย Discover ได้มีการตรวจสอบความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าว เพื่อนำมาใช้อ้างอิงในสมมติฐานทางการเงิน และจัดทำประมาณการทางการเงินของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ในครั้งนี้

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2564 ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น Discover จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และผู้อื่นใดไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานฯ เพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม

สารบัญ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร (Executive Summary) 2

1. วัตถุประสงค์ของรายงาน 4

2. ข้อมูลทรัพย์สินที่จะเข้าลงทุน 5

3. การประเมินมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ 6

4. สรุปการประเมินมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ 15

คำย่อ (Abbreviation)

กองทุนรวมฯ หรือ KBSPIF	กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี
โรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	โรงไฟฟ้าชีวมวลพลังงานความร้อนร่วม โดยใช้กากอ้อยเป็นเชื้อเพลิงหลัก ขนาดกำลังการผลิต 50 เมกะวัตต์ ซึ่งเป็นของบริษัท ผลิตไฟฟ้าครบุรี จำกัด
KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
KPP	บริษัท ผลิตไฟฟ้าครบุรี จำกัด
สัญญาโอนผลประโยชน์ฯ	สัญญาโอนผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่ทำระหว่าง KPP และกองทุนรวมฯ
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลขนาด 50 เมกะวัตต์ ซึ่งเป็นของบริษัท ผลิตไฟฟ้าครบุรี จำกัด ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้ค่าไฟฟ้าตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า
SPP	ผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก
MWh หรือเมกะวัตต์-ชั่วโมง	เมกะวัตต์ x ชั่วโมง
กฟผ.	การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย
Tractebel หรือ ที่ปรึกษาทางด้านเทคนิคอิสระ	บริษัท แทรคเทเบล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (Tractebel Engineering Company Limited) ซึ่งเป็นที่ปรึกษาด้านเทคนิคอิสระ
Discover หรือ ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ	บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด ซึ่งเป็นผู้ประเมินมูลค่าอิสระ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร (Executive Summary)

บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด ("Discover") ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดยกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ โดยพิจารณาจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้ค่าไฟฟ้าตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ที่โอนให้กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้ากลุ่มน้ำตาลครบุรี ("กองทุนรวมฯ") เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่าการยุติธรรมของกองทุนรวมฯ

ทั้งนี้ Discover ได้พิจารณาจากเอกสารและข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวลฯ ได้แก่ สมมติฐานและประมาณการทางการเงินที่ได้รับจาก KPP สัญญาโอนผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่ทำระหว่าง KPP และกองทุนรวมฯ ("สัญญาโอนผลประโยชน์") รายงานการประเมินทางเทคนิค (Technical Appraisal Report) จัดทำโดยบริษัท Tractebel ในฐานะที่ปรึกษาทางด้านเทคนิคอิสระของกองทุนรวมฯ สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับบริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน) ("KBS") สัญญาประกันภัยของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ เอกสาร และสัญญาอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ และข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ') เป็นต้น

ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ Discover เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมิน เนื่องจากวิธีนี้จะอ้างอิงมูลค่าของกระแสเงินที่กองทุนรวมฯ จะได้รับจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในช่วงระยะเวลาประมาณการตามสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จนถึงวันที่ครบระยะเวลาตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. และสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ได้ดีที่สุด

อย่างไรก็ตาม วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด เป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจาก KBS KPP และผู้เกี่ยวข้องอื่นๆ ตามที่ได้กล่าวถึงไว้แล้วข้างต้น และกำหนดขึ้นมาภายใต้ภาวะการผลิต สภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมฯ ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์หรือทำให้ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการประเมินมูลค่าเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้ตามวิธีนี้ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน

โดยสรุป Discover มีความเห็นว่า มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ **มีมูลค่าเท่ากับ 2,955.93 ล้านบาท**

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะตามขอบเขตงานที่กำหนดไว้ โดยนำเสนอผลการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ตามวัตถุประสงค์ข้างต้น ดังนั้น Discover จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้รายงานฉบับนี้ หรือการใช้ข้อมูลที่มีอยู่ในรายงานฉบับนี้ เพื่อวัตถุประสงค์อื่น และผู้อื่นใดไม่สามารถดัดแปลง เปลี่ยนแปลง และแก้ไขไม่ว่าส่วนหนึ่งหรือทั้งหมดของรายงานฯ เพื่อวัตถุประสงค์อื่นใดก็ตาม

บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด
ผู้ประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี

DISCOVER MANAGEMENT CO.,LTD.
บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด

(นายพรเทพ ตังคเศรณี)
กรรมการ

(นางสาวกนกพร พงศ์เจตน์พงศ์)
กรรมการ

(นายพรเทพ ตังคเศรณี)
ผู้ควบคุมการปฏิบัติงาน

1. วัตถุประสงค์ของรายงาน

บริษัท ดิสคัฟเวอร์ แมเนจเม้นท์ จำกัด ("Discover") ในฐานะผู้ประเมินมูลค่าอิสระ (Independent Valuer) ที่ได้รับการแต่งตั้งโดยกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้า กลุ่มน้ำตาลครบุรี ("KBSPIF" หรือ "กองทุนรวมฯ") เพื่อนำเสนอการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ โดยอ้างอิงจากมูลค่ากระแสเงินสดจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ตามสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ ที่โอนให้แก่กองทุนรวมฯ เพื่อใช้อ้างอิงในการพิจารณามูลค่าของกองทุนรวมฯ ดังกล่าว

ในการประเมินมูลค่ากองทุนรวมฯ Discover ได้พิจารณาจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ได้แก่

1. สมมติฐาน และประมาณการทางการเงินที่ได้รับจาก KPP
2. รายงานการประเมินทางเทคนิค (Technical Appraisal Report) จัดทำโดยบริษัท บริษัท แทรคเทเบล เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (Tractebel Engineering Company Limited) ("Tractebel") ตามรายงานลงวันที่ 11 ตุลาคม 2562
3. สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย
4. สัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับบริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
5. สัญญาลงทุนในผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ
6. สัญญาประกันภัยของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ
7. เอกสาร สัญญา และข้อตกลงอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ
8. ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("ตลาดหลักทรัพย์ฯ") และธนาคารแห่งประเทศไทย ("BOT") เป็นต้น

ทั้งนี้ Discover จัดทำประมาณการทางการเงิน และกำหนดสมมติฐานทางการเงิน เพื่อทำการประเมินมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ภายใต้สมมติฐานว่าข้อมูลที่ได้รับดังกล่าวมีความถูกต้อง และครบถ้วน

2. ข้อมูลทรัพย์สินที่กองทุนรวมฯ เข้าลงทุน

กองทุนรวมฯ ลงทุนในผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลพลังงานความร้อนร่วมขนาดกำลังการผลิต 50 เมกะวัตต์ ("โรงไฟฟ้าชีวมวลฯ") ซึ่งเป็นโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงขนาดเล็ก (SPP) โดยใช้กากอ้อยเป็นเชื้อเพลิงหลัก ตั้งอยู่ที่ตำบลจระเข้หิน อำเภอครบุรี จังหวัดนครราชสีมา

ทั้งนี้ กองทุนรวมฯ จะได้รับผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ โดยสามารถแบ่งตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าได้เป็น 2 กลุ่ม คือ

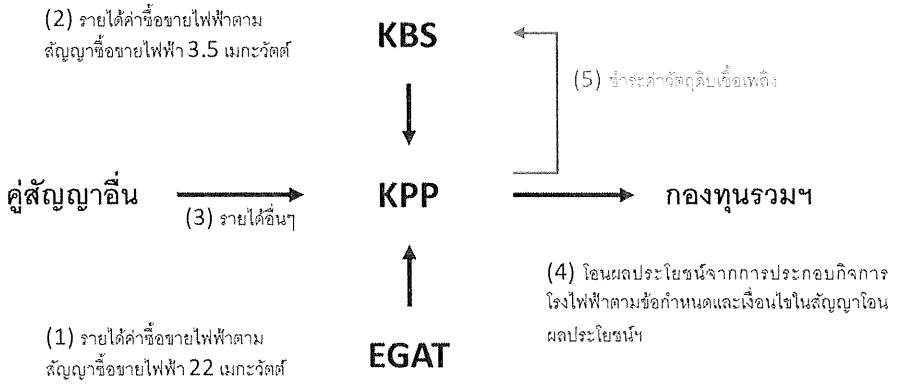
สัญญาที่ 1: สัญญาซื้อขายไฟฟ้าปริมาณพลังงานไฟฟ้า 22 เมกะวัตต์ กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ซึ่งกองทุนรวมฯ จะได้รับผลประโยชน์ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้จากสัญญา และจะได้รับผลประโยชน์เฉพาะในส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลล่าร์สหรัฐ และส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากราคาเฉลี่ยค่าถ่านหิน (ไม่นับรวมส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า ("Adder")) ทั้งนี้ KPP ได้เริ่มจ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (Comercial Operation Date: COD) ในวันที่ 2 มกราคม 2558 ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเลขที่ PPA-SPP-F-2014-001 ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Purchase: SPP) แบบ Adder เป็นระยะเวลา 25 ปี และจะเริ่มโอนผลประโยชน์ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2563 เป็นต้นไป รวมมีระยะเวลาการลงทุนประมาณ 19 ปี 9 เดือน

สัญญาที่ 2: สัญญาซื้อขายไฟฟ้าปริมาณพลังงานไฟฟ้า 3.5 เมกะวัตต์ กับบริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน) ("KBS") ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ KPP และถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ของจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ซึ่งสัญญาดังกล่าวจะเป็นสัญญาที่จัดทำขึ้นใหม่ โดยมีกำหนดระยะเวลาของสัญญาประมาณ 20 ปี ทั้งนี้กองทุนรวมฯ จะได้รับผลประโยชน์ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้จากสัญญา โดยมีอัตราค่าซื้อขายไฟฟ้าหน่วยละ 2.90 บาท และจะเริ่มโอนผลประโยชน์ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2563 เป็นต้นไป รวมมีระยะเวลาการลงทุนประมาณ 19 ปี 9 เดือน

ทั้งนี้ สามารถสรุปรายละเอียดสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ KPP เข้าทำกับคู่สัญญาได้ดังนี้

คู่สัญญา	ขนาดการรับซื้อไฟฟ้าสูงสุดตามสัญญา	ประเภทเชื้อเพลิงตามสัญญา	วันที่ COD / วันที่สัญญามีผลใช้บังคับ	วันสิ้นสุดอายุสัญญาซื้อขายไฟฟ้า
KPP กับ กฟผ.	22 เมกะวัตต์	เชื้อเพลิง ได้แก่ กากอ้อย ไม้สับ และใบอ้อย ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75.00 ของเชื้อเพลิงทั้งหมด	2 มกราคม 2558	31 ธันวาคม 2582
KPP กับ KBS	3.5 เมกะวัตต์		1 เมษายน 2563	31 ธันวาคม 2582

และมีแผนภาพแสดงโครงสร้างกระแสรายได้ของกองทุนรวมฯ ได้ดังนี้



3. การประเมินมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ

ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ โดยพิจารณาจากกระแสเงินสดจากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในครั้งนี้ Discover เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow : DCF) ในการประเมิน โดยคำนวณมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกระแสเงินสดสุทธิจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ตลอดช่วงระยะเวลาคงเหลือของสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. และตามที่ระบุในสัญญาการโอนผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่ทำระหว่าง KPP และกองทุนรวมฯ ("สัญญาโอนผลประโยชน์ฯ")

Discover ได้คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยลงทุนคาดว่าจะได้รับจากการลงทุน (Return on Unit holder) โดยอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับ (Return on Equity : R_e) จากหุ้นกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้าที่ปัจจุบันยังคงมีอายุสัญญาคงเหลือระยะยาว คือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้ากลุ่มน้ำตาลบุรีรัมย์ ("BRRGIF") และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน โรงไฟฟ้าพระนครเหนือ ชุดที่ 1 การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ("EGATIF") เพื่อใช้เป็นอัตราคิดลด และคำนวณหากระแสเงินสดสุทธิในอนาคตจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่จ่ายให้แก่กองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2564 - วันที่ 31 ธันวาคม 2582 โดยตั้งอยู่บนพื้นฐานว่าธุรกิจของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง (Going Concern Basis) จนครบกำหนดระยะเวลาตามสัญญาและสัญญาซื้อขายไฟฟ้าภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบัน และไม่มีเหตุการณ์อื่นใดที่อาจส่งผลให้ธุรกิจของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ หยุดดำเนินงาน

ทั้งนี้ ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ตามที่ระบุในสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ ซึ่งมีคู่สัญญาระหว่าง KPP และกองทุนรวมฯ สามารถคำนวณได้ดังนี้

ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ

= **ร้อยละ 62.00 ของ**

1. **รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจำนวน 22 เมกะวัตต์ เฉพาะในส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลล่าร์สหรัฐ และส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากราคาเฉลี่ยค่าถ่านหิน +**
2. **รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ KBS ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจำนวน 3.5 เมกะวัตต์ +**
3. **รายได้อื่น ๆ**

โดยที่

1) <u>ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ</u>

ประกอบด้วย

1.1 รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ.

อ้างอิงตาม สัญญาซื้อขายไฟฟ้าปริมาณพลังงานไฟฟ้า 22 เมกะวัตต์ กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ซึ่งกองทุนรวมฯ จะได้รับผลประโยชน์ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้จากสัญญา และจะได้รับผลประโยชน์เฉพาะในส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลล่าร์สหรัฐ และส่วนที่

ไม่ได้รับผลกระทบจากราคาเฉลี่ยค่าถ่านหิน (ไม่นับรวมส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า ("Adder")) ทั้งนี้ KPP ได้เริ่มจ่ายไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (Comercial Operation Date: COD) ในวันที่ 2 มกราคม 2558 ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเลขที่ PPA-SPP-F-2014-001 ซึ่งเป็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก (Small Power Purchase: SPP) แบบ Adder เป็นระยะเวลา 25 ปี และจะเริ่มโอนผลประโยชน์ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2563 เป็นต้นไป รวมมีระยะเวลาการลงทุนประมาณ 19 ปี 9 เดือน

1.2 รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าระหว่าง KPP กับ KBS

อ้างอิงตาม สัญญาซื้อขายไฟฟ้าปริมาณพลังงานไฟฟ้า 3.5 เมกะวัตต์ กับบริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน) ("KBS") ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ KPP และถือหุ้น ในสัดส่วนร้อยละ 100.00 ของจำนวนหุ้นที่ชำระแล้ว ซึ่งสัญญาดังกล่าวจะเป็นสัญญาที่จัดทำขึ้นใหม่ โดยมีกำหนดระยะเวลาของสัญญาประมาณ 20 ปี ทั้งนี้กองทุนรวมฯ จะได้รับผลประโยชน์ในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้จากสัญญา โดยมีอัตราค่าซื้อขายไฟฟ้าหน่วยละ 2.90 บาท และจะเริ่มโอนผลประโยชน์ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2563 เป็นต้นไป รวมมีระยะเวลาการลงทุนประมาณ 19 ปี 9 เดือน

1.3 รายได้อื่นๆ

คือ รายได้อื่นที่ได้รับจากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ได้แก่ เงินค่าสินไหมทดแทนที่ได้รับจากประกันภัยธุรกิจหยุดชะงัก ตามรายละเอียดที่ระบุในสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ และเงินได้ และ/หรือ ค่าปรับที่ได้รับจากสัญญาอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ

ทั้งนี้ผู้ประเมินมูลค่าอิสระ พิจารณาเฉพาะรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าซึ่งเป็นรายได้หลักมาคำนวณหาผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ซึ่งมีสมมติฐานที่ใช้ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ สรุปได้ดังนี้

1) ชั่วโมงการผลิตไฟฟ้า

กำหนดให้ในแต่ละปีโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ มีการผลิตไฟฟ้า 365 – 366 วัน หรือเท่ากับ 8,760 – 8,784 ชั่วโมงต่อปี โดยหักระยะเวลาจากการหยุดซ่อมบำรุงรักษาตามแผน (Planned Maintenance Outage) และการหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน (Unplanned Outage)

โดยสามารถสรุปรายละเอียดได้ดังนี้

- <u>ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษาตามแผน (Planned Maintenance Outage)</u>

  แบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ

  (A) *การซ่อมบำรุงรักษาทั่วไป (General Maintenance)* เป็นการหยุดซ่อมบำรุงประจำปีประมาณ 20 วัน หรือเท่ากับ 480 ชั่วโมงต่อปี

  (B) *การซ่อมบำรุงรักษาครั้งใหญ่ (Major Overhaul)* ในทุกๆ 5 ปี ทางโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ จะมีการซ่อมบำรุงครั้งใหญ่สำหรับเครื่องกังหันไอน้ำ ซึ่งรวมไปถึงการซ่อมบำรุงรักษาทั่วไป โดยใช้เวลาประมาณ 30 วัน หรือทุกๆ 5 ปี หยุดครั้งละ 720 ชั่วโมง ทั้งนี้ กำหนดให้เริ่มดำเนินการซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ในปีแรกที่มีการเข้าลงทุน ตามแผนการซ่อมบำรุง

- ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน (Unplanned Outage)

  คือจำนวนชั่วโมงที่โรงไฟฟ้าต้องหยุดเดินเครื่องเพื่อบำรุงรักษาเพิ่มเติมนอกเหนือจากแผนการซ่อมบำรุง ทั้งนี้ จากประวัติการหยุดเครื่องจักรนอกแผนในอดีต พบว่าตลอดช่วงปี 2560 – 2562 โรงไฟฟ้าชีวมวลฯ มีการหยุดเครื่องจักรนอกเหนือจากแผนซ่อมบำรุงน้อยกว่าร้อยละ 1.50 ของจำนวนชั่วโมงตลอดทั้งปี อย่างไรก็ตามจากความเห็นของที่ปรึกษาทางด้านเทคนิคอิสระ ซึ่งระบุว่าระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน ควรที่จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 1.50 ของจำนวนชั่วโมงตลอดทั้งปี ด้วยหลักความระมัดระวัง จึงกำหนดสมมติฐานให้เท่ากับประมาณ 5.50 วัน หรือเท่ากับ 132 ชั่วโมงต่อปี

(หน่วย: ชั่วโมง/ปี)	6M/2564F*	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
(1) ชั่วโมงการผลิตไฟฟ้าเต็มกำลัง	4,392	8,760	8,760	8,784	8,760	8,760	8,760
(2) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษาตามแผน	480	480	480	480	720	480	480
(3) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน	294[1/]	132	132	132	132	132	132
Net Operating Hour (1) - (2) - (3)	3,619	8,148	8,148	8,172	7,908	8,148	8,148

หมายเหตุ: *6M/2564 คือระยะเวลาประมาณการช่วง 1 กรกฎาคม 2564 – 31 ธันวาคม 2564

1/ เนื่องจากในเดือนกรกฎาคม 2564 มีการซ่อมบำรุงนอกแผน (Unplanned Outage) จาก 5.50 วัน เพิ่มขึ้นเป็น 12.23 วัน โดยอ้างอิงจากแผนการซ่อมบำรุงของโรงไฟฟ้าที่ปรับปรุงปี 2564

(หน่วย: ชั่วโมง/ปี)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
(1) ชั่วโมงการผลิตไฟฟ้าเต็มกำลัง	8,784	8,760	8,760	8,760	8,784	8,760	8,760
(2) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษาตามแผน	480	480	720	480	480	480	480
(3) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน	132	132	132	132	132	132	132
Net Operating Hour (1) - (2) - (3)	8,172	8,148	7,908	8,148	8,172	8,148	8,148

(หน่วย: ชั่วโมง/ปี)	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F		
(1) ชั่วโมงการผลิตไฟฟ้าเต็มกำลัง	8,760	8,784	8,760	8,760	8,760		
(2) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษาตามแผน	720	480	480	480	480		
(3) ระยะเวลาหยุดซ่อมบำรุงรักษานอกแผน	132	132	132	132	132		
Net Operating Hour (1) - (2) - (3)	7,908	8,172	8,148	8,148	8,148		

2) อัตราค่าไฟฟ้า

อัตราค่าไฟฟ้าของ KPP แบ่งได้ตามประเภทผู้ซื้อไฟฟ้าดังนี้

- อัตราค่าไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ.
- อัตราค่าไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ KBS

2.1) อัตราค่าไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ.

อัตราค่าไฟฟ้าที่ปรับใช้ตามสัญญา PPA จำนวน 22 เมกะวัตต์ ระหว่าง KPP กับ กฟผ. อ้างอิงตามระเบียบการรับซื้อไฟฟ้าจาก SPP พ.ศ. 2550 โดยตามสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จะคิดเฉพาะส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจาก

อัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ และส่วนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากราคาเฉลี่ยค่าถ่านหิน โดยสามารถคำนวณอัตราค่าไฟฟ้าได้ดังนี้

อัตราค่าไฟฟ้า = (1) **อัตราค่าพลังไฟฟ้า** (Capacity Payment: CP) +
(2) **อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า** (Energy Payment: EP) +
(3) **อัตราค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง** (Fuel Saving: FS) +
(4) **อัตราค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน** (Renewable Energy Promotion: REP)

(1) อัตราค่าพลังไฟฟ้า (Capacity payment; "CP") คือ รายได้จากการรักษาความพร้อมในการจ่ายกระแสไฟฟ้า โดยรายได้ส่วนนี้จะกำหนดคงที่ โดยจากสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จะไม่นับรวมส่วนที่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ตามสูตรการคำนวณดังนี้

$$CP_t = CP_0 \times 0.5 \quad \text{บาท / กิโลวัตต์ / เดือน}$$

โดย CP_t = อัตราค่าพลังไฟฟ้าในเดือน t (บาท / กิโลวัตต์ / เดือน)
CP_0 = อัตราค่าพลังไฟฟ้าฐานซึ่งเท่ากับ 624.34 บาท / กิโลวัตต์ / เดือน หรือ
= 0.86 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง อ้างอิงจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า

(2) อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (Energy payment; "EP") คือ รายได้สำหรับต้นทุนพลังงานหลักที่ใช้ในการผลิตกระแสไฟฟ้าจากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ กฟผ. ซึ่งได้แก่ ถ่านหิน โดยทางกฟผ. จะจ่ายค่าราคาเชื้อเพลิงฐาน หรือ EP_0 เท่ากับ 0.88 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง อ้างอิงจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้า โดยจากสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จะไม่นับรวมส่วนที่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนจากราคาของถ่านหิน เช่น อัตราการเติบโตของราคาถ่านหินและผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ

(3) อัตราค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (Fuel saving payment; "FS") คือ รายได้จากประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดการใช้เชื้อเพลิงในสัดส่วนอย่างน้อยร้อยละ 10.00 ของพลังงานความร้อนทั้งหมด ที่โรงไฟฟ้าสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก ใช้ในการผลิตกระแสไฟฟ้าจากการเลือกใช้เทคโนโลยีในการผลิต เช่น การผลิตพลังงานความร้อนและพลังงานไฟฟ้าร่วมกันโดยใช้ระบบโคเจนเนอเรชั่น โดยจะถูกวัดจากดัชนีวัดความสามารถในการใช้พลังงานปฐมภูมิในกระบวนการผลิตพลังงานไฟฟ้าและพลังงานความร้อนร่วมกัน (Primary energy saving; "PES") โดยมีสูตรการคำนวณดังนี้

$$FS_t = FS_0 \times \frac{PES_t}{10} \quad \text{บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง}$$

โดย FSt = อัตราค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (บาท / กิโลวัตต์ – ชั่วโมง)
FS_0 = 0.36 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า

PESt = ดัชนีที่ใช้ชี้วัดความสามารถในการใช้พลังงานปฐมภูมิในกระบวนการผลิตพลังงานไฟฟ้า และพลังงานความร้อนร่วม ที่ใช้สำหรับเดือน t
- กรณีที่ค่า PESt มีค่า > ร้อยละ 10.00 ให้ถือมีค่าเท่ากับร้อยละ 10.00
- กรณีที่ค่ำ PESt มีค่า < ร้อยละ 0.00 ให้ถือว่ามีค่าเท่ากับร้อยละ 0.00

ทั้งนี้ ผู้ประเมินมูลค่าอิสระตั้งสมมติฐานให้ดัชนี PESt คงที่เท่ากับร้อยละ 10.00 ตามที่กฟผ. กำหนด

(4) อัตราค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน (Renewable Energy Promotion; "REP") เป็นรายได้ส่งเสริมสำหรับโรงไฟฟ้าสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้ารายเล็ก ที่ใช้พลังงานหมุนเวียน กำหนดให้เท่ากับ 0.39 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า นอกจากนี้ จากประวัติในอดีต หม้อต้มไอน้ำของโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ไม่มีการใช้เชื้อเพลิงเสริม อาทิ เช่น ก๊าซธรรมชาติ และน้ำมัน ดังนั้น คาดว่าโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ จะสามารถรับ FS และ REP ได้ตลอดอายุสัญญาที่เหลือ หากไม่มีปัญหาเชื้อเพลิง

โดยสรุปอัตราค่าไฟฟ้าตามสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จะสรุปได้ดังนี้

(1) อัตราค่าพลังไฟฟ้า (CP) = 0.43 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง
(2) อัตราค่าพลังงานไฟฟ้า (EP) = 0.88 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง
(3) อัตราค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (FS) = 0.36 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง
(4) อัตราค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน (REP) = 0.39 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง

ผลรวมอัตราค่าไฟฟ้าต่อหน่วย (1) + (2) + (3) + (4) เท่ากับ 2.06 บาท/กิโลวัตต์ – ชั่วโมง

และสามารถสรุปรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ กฟผ. ในช่วงระยะเวลาประมาณการตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2564 – 31 ธันวาคม 2582 ได้ดังนี้

(หน่วย: ล้านบาท)	6M/2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	3,619	8,148	8,148	8,172	7,908	8,148	8,148
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	22	22	22	22	22	22	22
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ. (MWh)	79,607	179,256	179,256	179,784	173,976	179,256	179,256
(1) ค่าพลังไฟฟ้า (CP)	34.04	76.66	76.66	76.88	74.40	76.66	76.66
(2) ค่าพลังงานไฟฟ้า (EP)	70.05	157.75	157.75	158.21	153.10	157.75	157.75
(3) ค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (FS)	28.66	64.53	64.53	64.72	62.63	64.53	64.53
(4) ค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน (REP)	31.05	69.91	69.91	70.12	67.85	69.91	69.91
รวม (5) = (1)+(2)+(3)+(4)	**163.80**	**368.84**	**368.84**	**369.93**	**357.98**	**368.84**	**368.84**

(หน่วย: ล้านบาท)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	8,172	8,148	7,908	8,148	8,172	8,148	8,148
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	22	22	22	22	22	22	22
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ. (MWh)	179,784	179,256	173,976	179,256	179,784	179,256	179,256
(1) ค่าพลังไฟฟ้า (CP)	76.88	76.66	74.40	76.66	76.88	76.66	76.66
(2) ค่าพลังงานไฟฟ้า (EP)	158.21	157.75	153.10	157.75	158.21	157.75	157.75
(3) ค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (FS)	64.72	64.53	62.63	64.53	64.72	64.53	64.53
(4) ค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน (REP)	70.12	69.91	67.85	69.91	70.12	69.91	69.91

(หน่วย: ล้านบาท)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
รวม (5) = (1)+(2)+(3)+(4)	369.93	368.84	357.98	368.84	369.93	368.84	368.84

(หน่วย: ล้านบาท)	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F		
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	7,908	8,172	8,148	8,148	8,148		
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	22	22	22	22	22		
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ กฟผ. (MWh)	173,976	179,784	179,256	179,256	179,256		
(1) ค่าพลังไฟฟ้า (CP)	74.40	76.88	76.66	76.66	76.66		
(2) ค่าพลังงานไฟฟ้า (EP)	153.10	158.21	157.75	157.75	157.75		
(3) ค่าการประหยัดการใช้เชื้อเพลิง (FS)	62.63	64.72	64.53	64.53	64.53		
(4) ค่าการส่งเสริมการใช้เชื้อเพลิงหมุนเวียน (REP)	67.85	70.12	69.91	69.91	69.91		
รวม (5) = (1)+(2)+(3)+(4)	357.98	369.93	368.84	368.84	368.84		

2.2) อัตราค่าไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ KBS

รายได้ค่าซื้อจำหน่ายไฟฟ้าตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าปริมาณพลังงานไฟฟ้า 3.5 เมกะวัตต์ เป็นระยะเวลา 20 ปี โดยมีอัตรารับซื้อไฟฟ้าหน่วยละ 2.90 บาท คงที่ตลอดระยะเวลา 20 ปี อ้างอิงตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าระหว่าง KPP และ KBS โดยจะเริ่มโอนผลประโยชน์ส่วนนี้เข้ากองทุนรวมฯ ตั้งแต่วันที่ 20 สิงหาคม 2563 เป็นต้นไป

โดยสามารถสรุปรายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ KBS ในช่วงระยะเวลาประมาณการตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม 2564 – 31 ธันวาคม 2582 ได้ดังนี้

(หน่วย: ล้านบาท)	6M/2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	3,619	8,148	8,148	8,172	7,908	8,148	8,148
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ KBS (MWh) (1)	12,665	28,518	28,518	28,602	27,678	28,518	28,518
ราคาขาย (บาท / กิโลวัตต์ – ชั่วโมง) (2)	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90
รวม (3) = (1)*(2)	36.73	82.70	82.70	82.95	80.27	82.70	82.70

(หน่วย: ล้านบาท)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	8,172	8,148	7,908	8,148	8,172	8,148	8,148
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ KBS (MWh) (1)	28,602	28,518	27,678	28,518	28,602	28,518	28,518
ราคาขาย (บาท / กิโลวัตต์ – ชั่วโมง) (2)	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90
รวม (3) = (1)*(2)	82.95	82.70	80.27	82.70	82.95	82.70	82.70

(หน่วย: ล้านบาท)	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F		
Net Operating Hour (ชั่วโมง)	7,908	8,172	8,148	8,148	8,148		
ปริมาณพลังงานไฟฟ้าตามสัญญา (MW)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5		
จำนวนไฟฟ้าที่จำหน่ายให้ KBS (MWh) (1)	27,678	28,602	28,518	28,518	28,518		
ราคาขาย (บาท / กิโลวัตต์ – ชั่วโมง) (2)	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90		
รวม (3) = (1)*(2)	80.27	82.95	82.70	82.70	82.70		

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

ในการประมาณการทางการเงิน กำหนดให้ไม่มีมูลค่าเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการ เนื่องจากมีการกำหนดวันสิ้นสุดสัญญาตามสัญญาโอนผลประโยชน์ฯ จึงกำหนดให้มูลค่ากระแสเงินสดหลังจากช่วงระยะเวลาประมาณการเท่ากับ ศูนย์

ดังนั้น สามารถสรุปรายได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่กองทุนรวมฯ จะได้รับในสัดส่วนร้อยละ 62.00 ของรายได้ค่าไฟฟ้าตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ในแต่ละปี ตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการ ได้ดังนี้

(หน่วย: ล้านบาท)	6M/2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ กฟผ. (1)	163.80	368.84	368.84	369.93	357.98	368.84	368.84
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ KBS (2)	36.73	82.70	82.70	82.95	80.27	82.70	82.70
รายได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (3) = (1) + (2)	200.53	451.54	451.54	452.87	438.24	451.54	451.54
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ (4) = (3)*สัดส่วนร้อยละ 62.00	**124.33**	**279.96**	**279.96**	**280.78**	**271.71**	**279.96**	**279.96**

(หน่วย: ล้านบาท)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ กฟผ. (1)	369.93	368.84	357.98	368.84	369.93	368.84	368.84
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ KBS (2)	82.95	82.70	80.27	82.70	82.95	82.70	82.70
รายได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (3) = (1) + (2)	452.87	451.54	438.24	451.54	452.87	451.54	451.54
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ (4) = (3)*สัดส่วนร้อยละ 62.00	**280.78**	**279.96**	**271.71**	**279.96**	**280.78**	**279.96**	**279.96**

(หน่วย: ล้านบาท)	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F		
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ กฟผ. (1)	357.98	369.93	368.84	368.84	368.84		
รายได้จากการจำหน่ายไฟฟ้าให้ KBS (2)	80.27	82.95	82.70	82.70	82.70		
รายได้ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (3) = (1) + (2)	438.24	452.87	451.54	451.54	451.54		
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ (4) = (3)*สัดส่วนร้อยละ 62.00	**271.71**	**280.78**	**279.96**	**279.96**	**279.96**		

3) อัตราคิดลด (Discount Rate)

ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบัน (Present Value) ของกระแสเงินสดสุทธิที่จะโอนจากโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ไปกองทุนรวมฯ Discover พิจารณาอ้างอิงอัตราคิดลด จากอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยคาดว่าจะได้รับ (Return on Equity) หรือ R_e ซึ่งคำนวณจากอัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลังตั้งแต่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล นับจากวันที่เริ่มตั้งกองทุน จากหุ้นกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้าที่ปัจจุบันมีอายุสัญญาคงเหลือระยะยาว และมีลักษณะใกล้เคียงกับกองทุนรวมฯ คือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้ากลุ่มน้ำตาลบุรีรัมย์ ("BRRGIF") และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน โรงไฟฟ้าพระนครเหนือ ชุดที่ 1 การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย ("EGATIF") ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ชื่อบริษัท	ตัวย่อ	ลักษณะธุรกิจ	วันที่ก่อตั้ง	วันที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้ากลุ่มน้ำตาลบุรีรัมย์	BRRGIF	ลงทุนในสิทธิในรายได้สุทธิของโรงไฟฟ้าชีวมวล (กากอ้อย) ของบริษัท บุรีรัมย์พลังงาน จำกัด และบริษัท บุรีรัมย์เพาเวอร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท น้ำตาลบุรีรัมย์ จำกัด (มหาชน) (BRR) ทั้งนี้ระยะเวลาของสัญญาโอนสิทธิรายได้ดังกล่าวมีอายุประมาณ 18 ปี (สิ้นสุดสัญญาวันที่ 6 เมษายน 2578)	1 ส.ค. 2560	26 มี.ค. 2561
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้าพระนครเหนือ ชุดที่ 1 การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย	EGATIF	ลงทุนในรายได้ค่าความพร้อมจ่ายในอนาคตของโรงไฟฟ้าพระนครเหนือ ชุดที่ 1 กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัญญา 670 เมกะวัตต์ จนถึงเดือนกรกฎาคม 2578	7 ก.ค. 2558	16 ธ.ค. 2558

และมีสูตรคำนวณดังนี้

$$K_e = \frac{D_{12m}}{P}$$

โดยที่

K_e = ต้นทุนของทุน หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยคาดว่าจะได้รับ (R_e)

D_{12m} = เงินปันผลตอบแทนย้อนหลัง 12 เดือนล่าสุด ในแต่ละช่วงเวลา

P = ราคาปิดของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละวัน

และสามารถสรุปอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (R_e) ตามข้อมูล ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2564 ได้เท่ากับร้อยละ 6.42 ต่อปี ซึ่งสรุปได้ดังนี้

(หน่วย: ร้อยละ)	BRRGIF	EGATIF	ค่าเฉลี่ย
K_e หรือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหน่วยคาดว่าจะได้รับ	6.47%	6.37%	6.42%

ทั้งนี้ Discover เห็นว่า การนำอัตราผลตอบแทนดังกล่าวมาใช้เป็นอัตราคิดลด น่าจะสะท้อนอัตราผลตอบแทนของกองทุนที่ลงทุนในผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าได้เหมาะสม เนื่องจากมีลักษณะของทรัพย์สินใกล้เคียงกับที่กองทุนรวมฯ จะลงทุนมากที่สุด

อย่างไรก็ตาม Discover มิได้คำนวณอัตราคิดลด (Discount Rate) หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (R_e) จาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) เนื่องจากค่าเฉลี่ย Beta ในช่วง 2-3 ปีย้อนหลังของอุตสาหกรรม และ Risk Free Rate ในสภาวะตลาดปัจจุบันค่อนข้างต่ำ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (R_e) ที่คำนวณได้ต่ำ และไม่สะท้อนถึงสภาวะตลาดและการลงทุนที่เหมาะสม

ดังนั้น จะสามารถคำนวณมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดสุทธิจากโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ได้ดังนี้

(หน่วย: ล้านบาท)	6M/2564F	2565F	2566F	2567F	2568F	2569F	2570F
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	124.33	279.96	279.96	280.78	271.71	279.96	279.96
มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	120.52	255.01	239.62	225.82	205.34	198.81	186.81

(หน่วย: ล้านบาท)	2571F	2572F	2573F	2574F	2575F	2576F	2577F
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	280.78	279.96	271.71	279.96	280.78	279.96	279.96
มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	176.06	164.95	150.43	145.65	137.26	128.60	120.84

(หน่วย: ล้านบาท)	2578F	2579F	2580F	2581F	2582F		
ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	271.71	280.78	279.96	279.96	279.96		
มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ	110.20	107.01	100.26	94.21	88.53		

ดังนั้น จากการประเมินโดยวิธีนี้ โดยอ้างอิงจากอัตราคิดลดที่ร้อยละ 6.42 ต่อปี จะได้มูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ **มีมูลค่าเท่ากับ 2,955.93 ล้านบาท**

ทั้งนี้ ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ โดยพิจารณาจากผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในรูปของกระแสเงินสด ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด เป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากโรงไฟฟ้าพลังงานชีวมวลฯ ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน และภายใต้สมมติฐานการผลิตกระแสไฟฟ้าตามแผน ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลในอดีต และไม่มีเหตุการณ์ใดที่มากระทบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์หรือทำให้ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการประเมินมูลค่าเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้น มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ที่ประเมินได้ตามวิธีนี้ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน

4. สรุปการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ

ในการประเมินมูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ในครั้งนี้ Discover เลือกใช้วิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด (Discounted Cash Flow) ในการประเมิน เนื่องจากวิธีนี้จะวิเคราะห์ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ โดยอ้างอิงจากข้อมูลในอดีต ตลอดจนสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด ของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ในช่วงระยะเวลาประมาณการที่จะโอนให้กองทุนรวมฯ ซึ่งน่าจะสามารถสะท้อนถึงมูลค่าที่เหมาะสมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ดังกล่าวได้ดีที่สุด

ดังนั้น Discover มีความเห็นว่า มูลค่ายุติธรรมของกองทุนรวมฯ ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2564 **มีมูลค่าเท่ากับ 2,955.93 ล้านบาท**

อย่างไรก็ตามวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสด เป็นการประเมินจากประมาณการทางการเงิน ซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานต่างๆ ที่ได้รับจากโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ และกำหนดขึ้นมาภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่ทำการประเมิน การเปลี่ยนแปลงใดๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคต อันมีผลกระทบต่อสมมติฐานดังกล่าวข้างต้นอย่างมีนัยสำคัญ อาจส่งผลให้ผลประกอบการในอนาคตของกองทุนรวมฯ ไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์หรือทำให้ตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการประเมินมูลค่าเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นมูลค่ายุติธรรมของผลประโยชน์จากการประกอบกิจการโรงไฟฟ้าชีวมวลฯ ที่ประเมินได้ตามวิธีนี้ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน