

## บริษัท ดีเอที เอสพีวี จำกัด

ครั้งที่ 107/2568

2 กรกฎาคม 2568

### STRUCTURED FINANCE/CMBS Presale Report

อันดับเครดิตตราสารหนี้เบื้องต้น\*:

ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน AAA(sf)

อันดับเครดิตตราสารหนี้:

ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน AAA(sf)

วันที่ทบทวนล่าสุด: 20/11/67

อันดับเครดิตตราสารหนี้ในอดีต:

วันที่ อันดับเครดิต

23/11/54 AAA(sf)

22/11/48 AAA

ติดต่อ:

สิริวรรณ วีระธัชชัย

siriwan@trisrating.com

อวยพร วชิรกาญจน์ภรณ์

auyporn@trisrating.com

สุชาดา พันธ, Ph.D.

suchada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* อันดับเครดิตเบื้องต้นอ้างอิงจากข้อมูลที่จัดส่งให้แก่ทริสเรตติ้ง ณ วันที่ 4 มิถุนายน 2568 โดยอันดับเครดิตขั้นสุดท้ายอาจแตกต่างกันไปจากอันดับเครดิตเบื้องต้นที่ระบุไว้ในรายงานนี้ซึ่งขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของข้อมูลภายหลังจากการตรวจสอบเอกสารฉบับสมบูรณ์ ทั้งนี้ รายงานฉบับนี้มิใช่คำแนะนำในการซื้อ ถือ หรือขาย หลักทรัพย์แต่ประการใด

### เหตุผล

ทริสเรตติ้งจัดอันดับเครดิตเบื้องต้น ให้แก่ตราสารหนี้ที่มีโครงสร้างซับซ้อน (Structured Finance) มูลค่า 1.07 หมื่นล้านบาทจำนวน 6 ชุดที่มีอายุ 2 ปี 3 ปี 4 ปี 5 ปี และ 8 ปี ซึ่งจะออก โดย บริษัท ดีเอที เอสพีวี จำกัด (เอสพีวี หรือผู้ออกตราสาร) ที่ระดับ “AAA (sf)” นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังคงอันดับเครดิตตราสารหนี้เดิมของเอสพีวีซึ่งมีมูลค่า 1.65 หมื่นล้านบาทที่ระดับ “AAA (sf)” ด้วย

### ตารางที่ 1: รายการหุ้นกู้

| หุ้นกู้ที่<br>เสนอขาย<br>ใหม่ | มูลค่า<br>(พันล้านบาท) | การชำระคืนเงินต้น                                            | ปีครบ<br>กำหนด | อันดับเครดิต<br>ตราสารหนี้<br>เบื้องต้น* |
|-------------------------------|------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------|------------------------------------------|
| ชุดที่ 1                      | วงเงินไม่เกิน 1.0      | ไถ่ถอนภายหลังจาก<br>เดือนพฤศจิกายน 2569                      | 2570           | AAA(sf)                                  |
| ชุดที่ 2                      | วงเงินไม่เกิน 1.0      | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2570           | AAA(sf)                                  |
| ชุดที่ 3                      | วงเงินไม่เกิน 1.0      | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2571           | AAA(sf)                                  |
| ชุดที่ 4                      | วงเงินไม่เกิน 1.5      | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2572           | AAA(sf)                                  |
| ชุดที่ 5                      | วงเงินไม่เกิน 1.7      | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2573           | AAA(sf)                                  |
| ชุดที่ 6                      | วงเงินไม่เกิน 4.5      | ทยอยชำระคืนปีละ 1.5<br>พันล้านบาทในปี 2574,<br>2575 และ 2576 | 2574-2576      | AAA(sf)                                  |
| หุ้นกู้ชุด<br>ปัจจุบัน        | มูลค่า<br>(พันล้านบาท) | การชำระคืนเงินต้น                                            | ปีครบ<br>กำหนด | อันดับเครดิต<br>ตราสารหนี้               |
| DAD25NA                       | 5.0                    | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2568           | AAA(sf)                                  |
| DAD25NB                       | 6.0                    | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2568           | AAA(sf)                                  |
| DAD25NC                       | 5.5                    | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                                      | 2568           | AAA(sf)                                  |

ที่มา: เอสพีวี

โดยบริษัทจะนำเงินที่ได้จากการออกตราสารหนี้ชุดใหม่รวมกับเงินจำนวน 5.8 พันล้านบาทที่ บริษัทจะได้รับจากคู่สัญญาสวอป หรือ Swap Counterparty (Hongkong and Shanghai Banking Corporation Ltd. – HSBC) ไปใช้ไถ่ถอนตราสารหนี้ชุดปัจจุบันจำนวน 1.65 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ ตราสารหนี้ชุดใหม่นี้จะมีทุนสนับสนุนจากค่าเช่าและบริการที่เหลือนอกจากกรรม ธารักษ์ (ผู้เช่า) ภายใต้สัญญาเช่าและบริการระยะเวลา 30 ปีนับตั้งแต่ปี 2551 จนถึงปี 2581 สำหรับศูนย์ราชการของกรุงเทพมหานคร (ศูนย์ราชการ)

อันดับเครดิตสะท้อนถึงคุณภาพเครดิตของผู้เช่าแต่เพียงรายเดียวคือกรมธนารักษ์ ตลอดจนความแน่นอนของกระแสเงินสดที่จะได้รับจากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการต่าง ๆ จากกรมธนารักษ์ที่สามารถชำระคืนหุ้นกู้ที่ได้รับการจัดอันดับทั้งหมดได้ภายในวันครบกำหนดตามกฎหมาย รวมทั้งยังสะท้อนถึงโครงสร้างธุรกรรมที่ดีด้วย

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### สถานะเครดิตที่แข็งแกร่งของผู้เช่าเพียงรายเดียว

อันดับเครดิตตราสารหนี้สะท้อนถึงสถานะเครดิตของกรมธนารักษ์ซึ่งเป็นผู้เช่าเพียงรายเดียวของศูนย์ราชการ ทั้งนี้ เนื่องจากกรมธนารักษ์เป็นหน่วยงานของรัฐบาลไทย ดังนั้น สถานะเครดิตของกรมธนารักษ์จึงสะท้อนถึงสถานะเครดิตที่แข็งแกร่งของรัฐบาลไทย ซึ่งได้รับการจัดอันดับที่ระดับ “AAA” ตามเกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของทริสเรทติ้ง

ทั้งนี้ มติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2547 เห็นชอบให้กรมธนารักษ์เป็นตัวแทนหน่วยงานราชการอื่น ๆ ในการตั้งงบประมาณเพื่อใช้ในการเช่าพื้นที่ศูนย์ราชการจาก บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.) (อันดับเครดิต “AA-/Stable”) เป็นระยะเวลา 30 ปีโดยเริ่มตั้งแต่ปี 2551

งบประมาณจำนวน 8.21 หมื่นล้านบาทสำหรับใช้เป็นค่าเช่าและค่าบริการตลอดอายุสัญญาเช่า 30 ปีได้รับความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 9 พฤษภาคม 2549 ซึ่งเป็นงบประมาณและจะมีการจัดสรรให้แก่กรมธนารักษ์เป็นรายปีตามที่ระบุไว้ในสัญญาโดยไม่ต้องขอความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีอีก อย่างไรก็ตาม จำนวนของงบประมาณดังกล่าวจะต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะรัฐมนตรีในแต่ละปี แต่หากกระบวนการพิจารณาให้ความเห็นชอบงบประมาณล่าช้ากว่าปกติ กรมธนารักษ์ก็ยังสามารถเบิกงบประมาณเพื่อนำมาชำระค่าเช่าและค่าบริการได้อย่างอิงจำนวนเงินจากงบประมาณที่ได้รับในปีก่อนหน้าได้

### ความแน่นอนและความเพียงพอของกระแสเงินสดที่ได้รับจากค่าเช่าและค่าบริการ

ภายใต้สัญญาเช่าพื้นที่อาคารและบริการนั้นไม่อนุญาตให้กรมธนารักษ์ยกเลิกสัญญาเช่าดังกล่าวได้ตราใดที่หุ้นกู้ที่ออกภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์นี้หรือหุ้นกู้ใหม่ใด ๆ ที่ออกมาเพื่อทดแทนหุ้นกู้เดิมยังไม่ได้มีการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย นอกจากนี้ กรมธนารักษ์ก็ยังจะต้องชำระค่าเช่าและค่าบริการต่าง ๆ ตามสัญญา ในกรณีที่อาคารถูกทำลายเสียหายไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนอันเนื่องมาจากเหตุสุดวิสัย

ความแน่นอนของกระแสเงินสดนี้ได้รับการพิสูจน์จากประวัติการชำระเงินที่ตรงเวลาเป็นเวลานานถึง 16 ปีของกรมธนารักษ์ แม้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์ความไม่แน่นอนทางการเมือง กรมธนารักษ์ก็ยังคงชำระเงินภายในระยะเวลาที่กำหนดอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งทำให้ผู้บริหารโครงการสามารถรับและจัดสรรเงินเข้าบัญชีสำรองที่กำหนดไว้ได้โดยไม่มีการหยุดชะงัก

นอกจากนี้ ยอดเงินค่าเช่าและค่าบริการที่เหลือจากกรมธนารักษ์ในช่วงระหว่างปี 2569-2581 รวมทั้งสิ้นจำนวน 3.7 หมื่นล้านบาทนั้นยังมากกว่าการออกหุ้นกู้ใหม่จำนวน 1.07 หมื่นล้านบาทอย่างมีนัยสำคัญอีกด้วย และเมื่อพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยรีไฟแนนซ์ที่คาดว่าจะต่ำกว่าที่คาดไว้ในช่วงเริ่มต้นของธุรกรรมแล้ว หุ้นกู้ใหม่จะได้รับประโยชน์จากส่วนเผื่อ (Cushion) ที่มากขึ้น โดยเอสพีวีคาดว่าจะสามารถชำระหนี้หุ้นกู้ใหม่ได้ครบภายในปี 2576

จากกระแสเงินสดรับในช่วงปี 2569-2576 ที่มีอยู่ประมาณ 2.1 หมื่นล้านบาท หุ้นกู้ที่จะเสนอขายสามารถรองรับอัตราผลตอบแทนจากดอกเบี้ยได้สูงถึง 4.3%-5.0% ก่อนที่เงินสดคงเหลือภายหลังจากการกันเงินสำรองในบัญชีเงินสำรองทั้ง 3 บัญชีจะมีไม่เพียงพอในปี 2569 หรืออัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR) จะต่ำกว่า 1.0 เท่าในปีเดียวกัน โดย ณ วันที่ 20 มิถุนายน 2568 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 2-8 ปีอยู่ที่ประมาณ 1.46%-1.66% ในขณะที่ส่วนต่างเครดิตสำหรับหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตอยู่ในระดับ “AAA” นั้นอยู่ที่ประมาณ 40-100 จุด (Basis Point) ดังนั้น เมื่อพิจารณาถึงส่วนเผื่อที่รองรับอยู่ เอสพีวีจึงน่าจะสามารถออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อรีไฟแนนซ์หุ้นกู้เดิมได้ โดยจะรักษาสัดส่วนความสามารถในการชำระหนี้ไว้ที่ขั้นต่ำ 1.0 เท่าสำหรับหุ้นกู้ที่ออกใหม่ได้

### โครงสร้างธุรกรรมที่มั่นคง

ตามโครงสร้างธุรกรรม กรมธนารักษ์จะชำระค่าเช่าและค่าบริการประจำปีโดยตรงให้แก่เอสพีวีในช่วงต้นปีงบประมาณแต่ละปี (ตุลาคม-กันยายน) ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการปะปนของเงินทุน (Commingling Risk) ผู้บริหารโครงการจะจัดสรรเงินสดที่ได้รับจากกรมธนารักษ์ เข้าบัญชีเงินสำรอง 3 ประเภท ได้แก่ บัญชีเงินสำรองสำหรับกรณีทั่วไป บัญชีเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่อง และบัญชีเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้นก่อนที่จะชำระคืนหุ้นกู้ด้วยสิทธิและตัวสัญญาใช้เงินด้วยสิทธิ

โดยเงินในบัญชีเงินสำรองกรณีทั่วไปและบัญชีเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่องจะมีเพียงพอและครอบคลุมค่าใช้จ่ายทั้งหมดซึ่งรวมถึงดอกเบี้ย ภาษี ค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายจากบุคคลภายนอกเป็นระยะเวลา 12 เดือนถัดจากวันที่ [•] พฤศจิกายนของปีนั้น ๆ และ 3 เดือนนับแต่วันที่ [•] พฤศจิกายนของปีถัดไป ตามลำดับ นอกจากนี้ เงินสดสำรองในบัญชีเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้นจะมีเพียงพอสำหรับการชำระคืนหนี้ที่ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตซึ่งจะครบกำหนดภายใน 12 เดือนข้างหน้าอีกด้วย โดยเงินสำรองของผู้ออกตราสารจะนำไปใช้ลงทุนเฉพาะในตั๋วเงินคลังหรือฝากไว้กับธนาคารที่มีอันดับเครดิตไม่ต่ำกว่า “T1+/AA-” สำหรับการลงทุนระยะสั้น (ไม่เกินหรือเท่ากับ 365 วัน) หรืออันดับเครดิตระดับ “AAA” สำหรับการลงทุนระยะยาว (มากกว่า 365 วัน)

ผู้ออกตราสารคาดว่าจะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลจากกรมสรรพากรเนื่องจากโครงสร้างของหุ้นกู้ชุดใหม่เป็นไปตามเงื่อนไขที่ระบุซึ่งกำหนดให้ผู้ออกตราสารจะต้องจัดสรรกระแสรายรับของนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ต่ำกว่า 70% ของรายได้เฉลี่ยตลอดอายุโครงการและต้องไม่ต่ำกว่า 60% ของรายได้ในแต่ละปีบัญชี

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

ในธุรกรรมนี้ อันดับเครดิตหุ้นกู้สะท้อนถึงคุณภาพเครดิตของผู้เข้าถือกรมธนารักษ์ซึ่งเป็นหน่วยงานรัฐบาลที่เข้าพื้นที่ศูนย์ราชการแต่เพียงรายเดียวและสะท้อนถึงความเพียงพอของกระแสเงินสดจากค่าเช่าและค่าบริการสำหรับการหุ้นกู้ที่ได้รับการจัดอันดับทั้งหมดภายในวันครบกำหนดตามกฎหมาย ทั้งนี้ ภายใต้เงื่อนไขของธุรกรรมดังกล่าวระบุว่ากรมธนารักษ์มีภาระผูกพันที่จะต้องชำระค่าเช่าและค่าบริการเป็นรายปีแก่เอสพีวามที่กำหนดไว้เป็นระยะเวลา 30 ปีโดยไม่คำนึงถึงสภาพของอาคาร ดังนั้น อันดับเครดิตจะได้รับการปรับลดลงเฉพาะในกรณีที่กรมธนารักษ์ไม่ปฏิบัติตามสัญญาเช่าที่กรมธนารักษ์ได้ทำไว้กับ เอสพี. เท่านั้น ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวไม่น่าจะเกิดขึ้นกับธุรกรรมนี้

## ภาพรวมโครงสร้างของตราสาร

### ตารางที่ 2: สรุปโครงสร้างธุรกรรม

| ผู้ร่วมธุรกรรม                      |                                                                                                           |
|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ผู้ออกหลักทรัพย์                    | บริษัท ดีเอที เอสพีวี จำกัด (เอสพีวี หรือ ผู้ออกตราสาร)                                                   |
| ผู้ขาย/ผู้จำหน่ายสินทรัพย์          | บริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.)                                                                |
| ผู้บริหารโครงการ                    | บริษัท คอนดิวท แมเนจเม้นท์ เซอร์วิสเอส จำกัด                                                              |
| นายทะเบียนหุ้นกู้และตัวแทนชำระเงิน  | ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)                                                                         |
| ผู้จัดการผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ | ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)                                                                         |
| ที่ปรึกษาทางการเงิน                 | ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) และธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)              |
| ผู้รับประกันการจัดจำหน่าย           | ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) และธนาคารออมสิน |
| ที่ปรึกษาด้านกฎหมายและภาษี          | Chandler Mori Hamada Ltd.                                                                                 |
| ผู้ตรวจสอบบัญชี                     | EY Office Ltd.                                                                                            |
| รายละเอียดของหลักประกัน             |                                                                                                           |
| หลักประกัน                          | สิทธิในการรับชำระค่าเช่าและค่าบริการจากกรมธนารักษ์ที่ ธพส. โอนให้แก่เอสพีวีภายใต้                         |
|                                     | 1. สัญญาเช่าพื้นที่อาคารอายุ 30 ปี (ปี 2551-2581)                                                         |
|                                     | 2. สัญญาบริการอายุ 30 ปี (ปี 2551-2581)                                                                   |
|                                     | 3. สัญญาบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์อายุ 5 ปี (ปี 2551-2556)                                                   |
| รายละเอียดศูนย์ราชการ               |                                                                                                           |
| ผู้พัฒนาและบริหารโครงการ            | ธพส.                                                                                                      |
| พื้นที่ใช้สอย                       | พื้นที่เช่าสำนักงาน 484,000 ตารางเมตร                                                                     |
|                                     | พื้นที่เพื่อการพาณิชย์ 27,500 ตารางเมตร                                                                   |
|                                     | พื้นที่ส่วนกลาง 49,000 ตารางเมตร                                                                          |
| อัตราค่าเช่าพื้นที่                 | 144 บาท/ตารางเมตรสำหรับ 5 ปีแรก และเพิ่ม 10% ทุก 5 ปี                                                     |
| อัตราค่าบริการ                      | 216 บาท/ตารางเมตรสำหรับ 5 ปีแรก และเพิ่ม 10% ทุก 5 ปี                                                     |
| อัตราค่าจัดหาเฟอร์นิเจอร์           | 50 บาท/ตารางเมตรสำหรับ 5 ปีแรกเท่านั้น                                                                    |

ที่มา: เอสพีวี

คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2547 เห็นชอบให้ใช้วิธีการระดมเงินทุนโดยการออกหุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitized Debentures) เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการก่อสร้างศูนย์ราชการบนถนนแจ้งวัฒนะ ในธุรกรรมนี้ ธพส. เป็นผู้รับผิดชอบในการก่อสร้างและให้เช่าอาคารแก่กรมธนารักษ์ โดยกรมธนารักษ์ซึ่งเป็นตัวแทนของหน่วยงานราชการอื่น ๆ เป็นผู้เช่าศูนย์ราชการจาก ธพส. เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 30 ปี (ตั้งแต่ปี 2551 จนถึงปี 2581) ส่วนค่าเช่าและค่าบริการตลอดระยะเวลา 30 ปีนั้นรวมเป็นเงินทั้งสิ้นจำนวน 8.21 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ เอสพีวีได้รับโอนสิทธิจาก ธพส. ในการรับเงินค่าเช่าและค่าบริการดังกล่าวจากกรมธนารักษ์โดยใช้เงินที่ได้รับจากการระดมทุนด้วยวิธีการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์และการออกตั๋วสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิ ดังนั้น หุ้นกู้จะได้รับการชำระคืนโดยใช้กระแสเงินสดที่มาจากค่าเช่าและค่าบริการของกรมธนารักษ์ตลอดระยะเวลา 30 ปี ส่วนกระแสเงินสดส่วนเกินของเอสพีวีหลังจากชำระคืนหุ้นกู้แล้วจะถูกนำไปใช้ในการชำระคืนหุ้นกู้ด้อยสิทธิและไถ่ถอนตั๋วสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิที่ค้ำชำระให้แก่ ธพส.

### ผู้จำหน่ายสินทรัพย์ (Originator):

ธพส. ซึ่งมีอันดับเครดิตในระดับ “AA-” พร้อมแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” มีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลถือหุ้นทั้งหมดและได้รับการก่อตั้งในปี 2547 โดยกระทรวงการคลัง ธพส. มีหน้าที่ก่อสร้างและบริหารศูนย์ราชการรวมทั้งโครงการอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐอื่น ๆ ภายใต้เงื่อนไขของธุรกรรมนี้ ธพส. ได้ดำเนินการทำสัญญาเช่าที่ดินกับกระทรวงการคลังจำนวน 2 ฉบับรวมระยะเวลาทั้งสิ้น 33 ปี โดยสัญญาแรกเป็นการเช่า

ระยะเวลา 3 ปีเพื่อการก่อสร้างอาคาร และสัญญาที่สองเป็นการเช่าระยะเวลา 30 ปีเพื่อการบริหารอาคารหลังจากก่อสร้างแล้วเสร็จ นอกจากนี้ ธพส. ยังมีหน้าที่ดูแลบริหารทรัพย์สินดังกล่าวหลังจากการก่อสร้างแล้วเสร็จด้วย

ในปี 2567 และช่วงสามเดือนแรกของปี 2568 ธพส. รายงานกำไรสุทธิแบบงบการเงินเฉพาะกิจการที่จำนวน 845 ล้านบาทและ 547 ล้านบาท ตามลำดับ โดย ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2568 ส่วนของผู้ถือหุ้นแบบงบการเงินเฉพาะกิจการอยู่ที่จำนวน 2.7 พันล้านบาท

#### ผู้ออกตราสาร (Issuer):

เอสพีวีเป็นบริษัทจำกัดที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยเมื่อวันที่ 31 มีนาคม 2548 และได้รับความเห็นชอบในการเป็นนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อทำหน้าที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ภายใต้โครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เมื่อวันที่ 18 พฤศจิกายน 2548 โดยผู้ถือหุ้นหลักของเอสพีวี ได้แก่ ธพส. ซึ่งถือหุ้น 49% และบุคคลธรรมดาอีก 51% ในช่วงเริ่มต้นของธุรกรรม เอสพีวีได้ชำระค่าตอบแทนเป็นจำนวนเงิน 4 หมื่นล้านบาทให้แก่ ธพส. เพื่อแลกกับการโอนสิทธิเรียกร้องในการรับชำระค่าเช่าและค่าบริการจากกรมธนารักษ์เป็นระยะเวลา 30 ปีโดยใช้เงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้มูลค่า 2.4 หมื่นล้านบาทและการออกตั๋วสัญญาใช้เงินมูลค่าประมาณ 1.6 หมื่นล้านบาท

#### หลักประกัน (Asset):

หลักประกันของธุรกรรมประกอบด้วยสิทธิเรียกร้องในการรับชำระค่าเช่าและค่าบริการจากกรมธนารักษ์ภายใต้สัญญาดังต่อไปนี้:

1. สัญญาจัดหาเฟอร์นิเจอร์ระยะเวลา 5 ปี (ปี 2551-2556)
2. สัญญาเช่าพื้นที่อาคารระยะเวลา 30 ปี (ปี 2551-2581)
3. สัญญาให้บริการระยะเวลา 30 ปี (ปี 2551-2581)

กรมธนารักษ์จะชำระเงินสำหรับค่าเช่าและค่าบริการรายปีให้แก่เอสพีวีโดยตรงเป็นการล่วงหน้าโดยใช้อัตราค่าบริการที่กำหนดไว้สำหรับค่าเช่าพื้นที่อาคารซึ่งเริ่มต้นที่ 144 บาทต่อตารางเมตร (ตร.ม.) ต่อเดือน ค่าบริการที่ 216 บาทต่อ ตร.ม. ต่อเดือน และค่าจัดหาเฟอร์นิเจอร์ที่ 50 บาทต่อ ตร.ม. ต่อเดือน โดยพื้นที่สำนักงานมีรวมทั้งสิ้น 484,000 ตร.ม. ทั้งนี้ อัตราค่าเช่าและค่าบริการจะมีการปรับเพิ่มขึ้น 10% ทุก ๆ 5 ปี ซึ่งในธุรกรรมนี้ ธพส. จะรับผิดชอบนำส่งภาษีมูลค่าเพิ่มภายใต้สัญญาหลักโดยใช้อัตราปัจจุบันที่ 7% ให้กับกรมสรรพากร และรับผิดชอบ ภาษีหัก ณ ที่จ่ายจากค่าเช่าและค่าบริการที่ได้รับจากกรมธนารักษ์ ส่วนภาระภาษี ค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคตภายใต้สัญญาหลักนั้น กรมธนารักษ์จะเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด

ตารางที่ 3: รายการสัญญา

| ระยะเวลา             | สัญญาเช่าพื้นที่<br>อาคาร<br>(ล้านบาท) | สัญญาบริการ<br>(ล้านบาท) | สัญญาบริการ<br>จัดหาเฟอร์นิเจอร์<br>(ล้านบาท) | รวมเป็นเงินทั้งสิ้น<br>(ล้านบาท) |
|----------------------|----------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------|
| ก.ค. 2551-มิ.ย. 2556 | 4,182                                  | 6,273                    | 1,452                                         | 11,906                           |
| ก.ค. 2556-มิ.ย. 2561 | 4,600                                  | 6,900                    | -                                             | 11,500                           |
| ก.ค. 2561-มิ.ย. 2566 | 5,060                                  | 7,590                    | -                                             | 12,650                           |
| ก.ค. 2566-มิ.ย. 2571 | 5,566                                  | 8,349                    | -                                             | 13,915                           |
| ก.ค. 2571-มิ.ย. 2576 | 6,123                                  | 9,184                    | -                                             | 15,306                           |
| ก.ค. 2576-มิ.ย. 2581 | 6,735                                  | 10,102                   | -                                             | 16,837                           |
| <b>รวม</b>           | <b>32,265</b>                          | <b>48,397</b>            | <b>1,452</b>                                  | <b>82,114</b>                    |

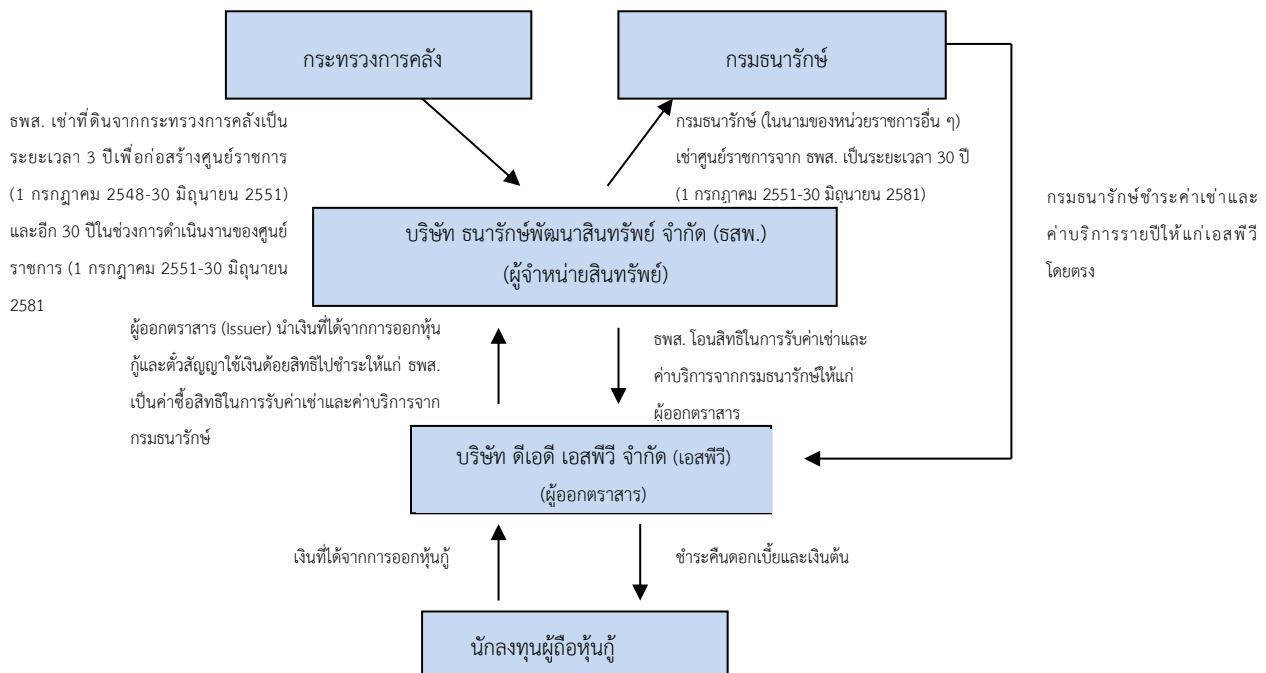
ที่มา: เอสพีวี

#### รายละเอียดศูนย์ราชการ (Property):

ศูนย์ราชการซึ่งตั้งอยู่บนถนนแจ้งวัฒนะ ประกอบไปด้วยอาคารหลัก 3 หลัง ได้แก่ อาคารศาลปกครอง อาคารเอ และอาคารบี โดยมีพื้นที่สำนักงานให้เช่ารวมทั้งสิ้น 484,000 ตร.ม. การก่อสร้างแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2553 ปัจจุบันมีหน่วยงานราชการจำนวน 45 หน่วยงานเข้าดำเนินงานภายในอาคาร และมีการใช้พื้นที่สำนักงานให้เชาครบ 100%

## โครงสร้างธุรกรรม

ภาพที่ 1 โครงสร้างธุรกรรม



ที่มา: ทริสเรตติ้ง

## การวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน

วิธีการจัดอันดับเครดิตที่ทริสเรตติ้งใช้จะเป็นการประเมินว่ากระแสเงินสดจากค่าเช่าและค่าบริการที่กรมธนารักษ์ชำระให้แก่เอสพีวีนั้นมีความเพียงพอหรือไม่สำหรับการชำระดอกเบี้ยตรงตามกำหนดเวลาและการชำระคืนเงินต้นภายในวันครบกำหนดตามกฎหมาย

### ความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR)

ในปี 2568 เอสพีวีจำเป็นต้องมีเงินสดตราสารหนี้ที่ยังคงค้างอยู่จำนวน 1.65 หมื่นล้านบาทโดยคาดว่าจะชำระคืนตราสารหนี้ดังกล่าวด้วยการออกตราสารหนี้ชุดใหม่จำนวน 1.07 หมื่นล้านบาทและเงินอีกจำนวน 5.8 พันล้านบาทที่จะได้รับจากคู่สัญญาสวอปคือ HSBC (อันดับเครดิต “AA-” จาก S&P Global Ratings และ “Aa3” จาก Moody’s Investors Service)

ในมุมมองของทริสเรตติ้งเห็นว่ายอดรวมของค่าเช่าและค่าบริการที่กรมธนารักษ์จะชำระในช่วงปี 2569-2581 ซึ่งมีมูลค่ารวมประมาณ 3.7 หมื่นล้านบาทนั้นสูงกว่าการออกหุ้นกู้ใหม่ที่จำนวน 1.07 หมื่นล้านบาทอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าใช้จ่ายจากบุคคลภายนอก ภาษี และค่าธรรมเนียมส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่และอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยสำหรับการรีไฟแนนซ์ในปัจจุบันยังคงต่ำกว่าที่ประมาณการไว้เมื่อเริ่มต้นธุรกรรมอีกด้วย ดังนั้น เอสพีวีจึงอยู่ในสถานะที่เหมาะสมที่จะออกตราสารหนี้ชุดใหม่เพื่อรีไฟแนนซ์ตราสารหนี้เดิมตามกำหนด

ด้วยกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับอย่างมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาของสัญญาเช่าที่เหลืออยู่ เอสพีวีมีแผนจะชำระคืนหุ้นกู้ที่ได้รับการจัดอันดับทั้งหมด ภายในสิ้นปี 2576 ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากเงินสดไหลเข้าที่คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 2.1 หมื่นล้านบาทในช่วงปี 2569-2576 แล้ว ตราสารหนี้ที่จะเสนอขายจึงน่าจะสามารถรองรับอัตราผลตอบแทนจากดอกเบี้ยได้สูงถึง 4.3%-5.0% ก่อนที่เงินสดที่มีอยู่ในปี 2569 จะไม่เพียงพอตามข้อกำหนดของบัญชีเงินสำรองทั้งสามประเภท

ณ วันที่ 20 มิถุนายน 2568 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 2 ถึง 8 ปีอยู่ในช่วงประมาณ 1.46% ถึง 1.66% ในขณะที่ส่วนต่างเครดิตสำหรับตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตที่ระดับ “AAA” นั้นอยู่ที่ประมาณ 40-100 จุด ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาถึงส่วนเผื่อที่รองรับอยู่ของต้นทุนในการรีไฟแนนซ์ เอสพีวีจึงน่าจะสามารถออกตราสารหนี้ชุดใหม่เพื่อนำไปใช้รีไฟแนนซ์ตราสารหนี้เดิมได้พร้อมทั้งรักษาอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ไว้ที่อย่างน้อย 1.0 เท่า

ตารางที่ 4: ค่าเช่าและบริการจากกรมธนารักษ์ระหว่างปี 2569-2581

| หน่วย: ล้านบาท         |                      |           |                    |
|------------------------|----------------------|-----------|--------------------|
| ระยะเวลา               | ค่าเช่าอาคารสำนักงาน | ค่าบริการ | กระแสเงินสดประจำปี |
| ต.ค. 2569 - ก.ย. 2570  | 1,113                | 1,670     | 2,783              |
| ต.ค. 2570 - ก.ย. 2571  | 1,141                | 1,712     | 2,853              |
| ต.ค. 2571 - ก.ย. 2575  | 1,225                | 1,837     | 3,061              |
| ต.ค. 2575 - ก.ย. 2576  | 1,255                | 1,883     | 3,138              |
| ต.ค. 2576 - ก.ย. 2580  | 1,347                | 2,020     | 3,367              |
| ต.ค. 2580 - มิ.ย. 2581 | 1,010                | 1,515     | 2,526              |

ที่มา: เอสพีวี

ตารางที่ 5: แผนการออกหุ้นกู้

| ตราสารชุดที่ | มูลค่า (พันล้านบาท) | การชำระคืนเงินต้น                                     | ปีครบกำหนด |
|--------------|---------------------|-------------------------------------------------------|------------|
| 1            | 1.0                 | ไถ่ถอนภายหลังจากเดือนพฤศจิกายน 2569                   | 2570       |
| 2            | 1.0                 | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                               | 2570       |
| 3            | 1.0                 | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                               | 2571       |
| 4            | 1.5                 | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                               | 2572       |
| 5            | 1.7                 | ชำระครั้งเดียวทั้งจำนวน                               | 2573       |
| 6            | 4.5                 | ทยอยชำระคืนปีละ 1,500 ล้านบาทในปี 2574, 2575 และ 2576 | 2574-2576  |
| รวมทั้งสิ้น  | <u>10.7</u>         |                                                       |            |

ที่มา: เอสพีวี

### บัญชีเงินสำรอง (Reserve Accounts)

หลังจากได้รับเงินค่าเช่าและค่าบริการจากกรมธนารักษ์ภายในเดือนตุลาคมของแต่ละปี ผู้บริหารโครงการจะทำการคำนวณค่าใช้จ่ายทั้งหมดและจัดสรรเงินเข้าบัญชีสำรองตามที่แสดงในภาพที่ 2 ส่วนเงินสดที่เหลือจะถูกนำไปใช้ชำระคืนหุ้นกู้ด้อยสิทธิ (เฉพาะในปีที่ 33) และชำระคืนตัวสัญญาใช้เงินด้อยสิทธิที่ค้างชำระแก่ ธพส. โดยเงินสำรองของผู้ออกตราสารจะถูกนำไปลงทุนเฉพาะในตั๋วเงินคลังหรือฝากไว้กับธนาคารที่มีอันดับเครดิตระยะสั้นไม่น้อยกว่า “T1+/AA-” สำหรับการลงทุนระยะสั้น (ไม่เกินหรือเท่ากับ 365 วัน) หรือมีอันดับเครดิต “AAA” สำหรับการลงทุนระยะยาว (มากกว่า 365 วัน)

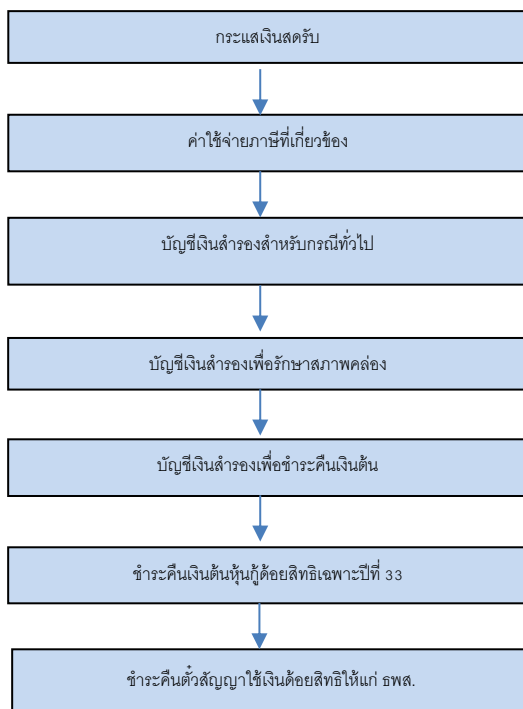
### บัญชีเงินสำรองสำหรับกรณีทั่วไป (General Reserve Account)

เงินสดสำรองในบัญชีนี้จะนำไปใช้เพื่อจ่ายภาระภาษี ค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่ายจากบุคคลภายนอก และชำระดอกเบี้ยหุ้นกู้ทั้งประเภทไม่ด้อยสิทธิและด้อยสิทธิในช่วงระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า ถัดจากวันที่ [•] พฤศจิกายนของปีนั้น ๆ

### บัญชีเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่อง (Liquidity Reserve Account)

เงินสดสำรองในบัญชีนี้จะได้รับการเก็บรักษาไว้ในจำนวนที่เท่ากับภาระภาษี ค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่ายจากบุคคลภายนอก และดอกเบี้ยที่จะครบกำหนดชำระภายในระยะเวลา 3 เดือนข้างหน้า นับแต่วันที่ [•] พฤศจิกายนของปีถัดไป

ภาพที่ 2 โครงสร้างกระแสเงินสด



ที่มา: เอสพีวี

บัญชีเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้น (Principal Reserve Account)

เงินสดที่เหลือหลังจากหักสำรองบัญชีเงินสำรองสำหรับกรณีทั่วไปและบัญชีเงินสำรองเพื่อรักษาสภาพคล่องจะถูกจัดสรรเข้าไว้ในบัญชีเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้น สำหรับตราสารหนี้ชุดใหม่นั้น กระแสเงินสดที่ได้รับจะถูกฝากโดยตรงในบัญชีเงินสำรองเพื่อชำระคืนเงินต้นในแต่ละปีตามกำหนดการชำระคืน:

ตารางที่ 6: กำหนดการชำระคืนหุ้นกู้

| หน่วย: พันล้านบาท |                             |                        |     |
|-------------------|-----------------------------|------------------------|-----|
| ระยะเวลา          | จำนวนเงินที่กันสำรองเงินต้น | กำหนดการชำระคืนหุ้นกู้ |     |
| 2569              | 2.0                         |                        |     |
| 2570              | 1.0                         |                        | 2.0 |
| 2571              | 1.5                         |                        | 1.0 |
| 2572              | 1.7                         |                        | 1.5 |
| 2573              | 1.5                         |                        | 1.7 |
| 2574              | 1.5                         |                        | 1.5 |
| 2575              | 1.5                         |                        | 1.5 |
| 2576              |                             |                        | 1.5 |

ที่มา: เอสพีวี

## ประเด็นด้านกฎหมายและภาษี

- ตามความเห็นทางกฎหมาย การโอนสิทธิในการรับชำระค่าเช่าและค่าบริการให้แก่ผู้ออกตราสารจะไม่ถูกพิจารณาว่าเป็นทรัพย์สินของ ธพส. ในกรณีที่มีการล้มละลายหรือการปรับโครงสร้างของผู้ขายตามกฎหมายไทย
- ผู้ออกตราสารได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลจากกรมสรรพากรภายใต้เงื่อนไขที่ผู้ออกตราสารจะต้องจัดสรรกระแสรายรับของนิติบุคคลเฉพาะกิจไม่ต่ำกว่า 70% ของรายได้เฉลี่ยตลอดอายุโครงการและต้องไม่ต่ำกว่า 60% ของรายได้ในแต่ละปีบัญชี ซึ่งในปัจจุบันผู้ออกตราสารสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขดังกล่าวได้
- ธพส. จะรับผิดชอบนำส่งภาษีมูลค่าเพิ่มภายใต้สัญญาหลักให้กับกรมสรรพากร และรับผิดชอบ ภาษีหัก ณ ที่จ่ายตามอัตราปัจจุบันเท่านั้น โดยหากมีการปรับเพิ่มอัตราภาษีในอนาคต กรมธนารักษ์จะเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมดังกล่าว

## กระบวนการติดตามตรวจสอบ

ทริสเรตติ้งจะทำการติดตามตรวจสอบอันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ออกโดยเอสพีตัวอย่างสม่ำเสมอโดยพิจารณาข้อมูลจากรายงานดังต่อไปนี้:

- รายงานการบริหารสินทรัพย์ (หากมี)
- รายงานของผู้บริหารโครงการ และ
- รายงานของผู้ตรวจสอบบัญชี

การติดตามตรวจสอบดังกล่าวจะกระทำอย่างต่อเนื่องจนกระทั่งครบกำหนดอายุของตราสารหรือตราสารดังกล่าวมีการไถ่ถอนไปหมดแล้ว ทั้งนี้ เพื่อให้มั่นใจว่าอันดับเครดิตในเวลานั้นยังคงสะท้อนความเสี่ยงที่แท้จริงของหุ้นกู้

## เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้ที่มีโครงสร้างซับซ้อน, 20 ธันวาคม 2567

## หมายเหตุ

ผู้ออกตราสารไม่ได้แจ้งให้ทริสเรตติ้งทราบแต่อย่างใดว่าผู้ออกตราสารได้มีการเปิดเผยข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ให้แก่สาธารณชนหรือข้อมูลดังกล่าวยังคงเป็นความลับหรือไม่

บริษัท ดีเอสพี จำกัด (เอสพีวี)

อันดับเครดิตตราสารหนี้เบื้องต้น\*:

|                                                                               |         |
|-------------------------------------------------------------------------------|---------|
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 1,000 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2570   | AAA(sf) |
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 1,000 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2570   | AAA(sf) |
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 1,000 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2571   | AAA(sf) |
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 1,500 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2572   | AAA(sf) |
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 1,699.9 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2573 | AAA(sf) |
| ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อนในวงเงินไม่เกิน 4,500 ล้านบาท ไถ่ถอนภายในปี 2576   | AAA(sf) |

อันดับเครดิตตราสารหนี้:

|                                                                     |         |
|---------------------------------------------------------------------|---------|
| DAD25NA: ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน 5,000 ล้านบาท ไถ่ถอนปี 2568    | AAA(sf) |
| DAD25NB: ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน 6,000 ล้านบาท ไถ่ถอนปี 2568    | AAA(sf) |
| DAD25NC: ตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน 5,499.90 ล้านบาท ไถ่ถอนปี 2568 | AAA(sf) |

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

อาคารสีลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สีลม กรุงเทพฯ 10500 โทร. 02-098-3000

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2568 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถมของเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เท่านั้น หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อการผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)