

# บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 65/2561

4 กันยายน 2561

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	BBB
หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น	BB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

### อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
19/02/59	BBB	Stable
18/02/58	BBB-	Positive
29/05/56	BBB-	Stable

### ติดต่อ:

จุฑามาส บุญยานิชกุล  
jutamas@trisrating.com

อวยพร วชิรกาญจนารักษ์  
auyporn@trisrating.com

รพีพล มหพันธ์  
rapeepol@trisrating.com

สุชาดา พันธุ์, Ph. D.  
suchada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ “BBB” พร้อมทั้งคงอันดับเครดิตหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น ไม่มีประกันและไถ่ถอนเมื่อเลิกกิจการ (Hybrid Debentures) ชุดปัจจุบันของบริษัทที่ระดับ “BB+” ในขณะเดียวกัน ทริสเรตติ้งยังจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น ไม่มีประกันและไถ่ถอนเมื่อเลิกกิจการชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 2,000 ล้านบาทของบริษัทที่ระดับ “BB+” ด้วย โดยหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้นมีอันดับเครดิตต่ำกว่าอันดับเครดิตองค์กรของบริษัทอยู่ 2 ขั้น ทั้งนี้ เนื่องจากหุ้นกู้ดังกล่าวมีลักษณะการด้อยสิทธิและผู้ออกตราสารสามารถเลื่อนการชำระดอกเบี้ยพร้อมกับสะสมดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ได้

ทริสเรตติ้งกำหนดให้หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้นของบริษัทอนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ มีระดับ “ความเป็นทุนปานกลาง” (Intermediate Equity Content) ซึ่งหมายความว่าหุ้นกู้ดังกล่าวมีความด้อยสิทธิ สามารถเลื่อนชำระดอกเบี้ยได้ตามดุลยพินิจของบริษัท ไม่สามารถไถ่ถอนได้ในช่วง 5 ปีแรก และมีสถานะเป็นทุนที่เพียงพอ ดังนั้น ในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทนั้น ทริสเรตติ้งจะจัดให้ 50% ของเงินต้นคงค้างของหุ้นกู้เป็นทุนและอีก 50% เป็นเงินกู้ ระดับ “ความเป็นทุนปานกลาง” ดังกล่าวจะลดลงสู่ระดับ “ความเป็นทุนน้อย” ที่ 0% (Minimal Equity Content) ในวันครบกำหนด 5 ปีนับจากวันที่ออกหุ้นกู้ ทั้งนี้ เนื่องจากอายุคงเหลือจริง (Remaining Effective Maturity) ของหุ้นกู้ ณ วันที่ดังกล่าวนั้นมีน้อยกว่า 20 ปี ตามเกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของทริสเรตติ้ง อายุคงเหลือจริงของหุ้นกู้จะลดลงเมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น (Step Up Interest) เท่ากับหรือมากกว่า 100 Basis Points (bps) ซึ่งสำหรับหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้นนี้ กรณีดังกล่าวจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อหุ้นกู้ครบกำหนด 25 ปีนับจากวันออก

นอกเหนือไปจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ตามที่ระบุไว้ในข้อกำหนดสิทธิของหุ้นกู้ เช่น การเปลี่ยนแปลงการคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคล การเปลี่ยนแปลงหลักการทางบัญชี หรือการเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์การพิจารณาของสถาบันจัดอันดับเครดิตในเรื่องของความเป็นทุนของหุ้นกู้แล้ว บริษัทยังมีความประสงค์ที่จะ (แต่ไม่มีข้อผูกพันให้ต้องดำเนินการ) ทดแทน หรือชำระคืนเงินต้นของหุ้นกู้ที่ไถ่ถอน หรือซื้อคืนด้วยตราสารทุนที่เท่าเทียมกันหรือดีกว่าด้วย ในการนี้ ทริสเรตติ้งจะลดระดับความเป็นทุน (Equity Content) ของหุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้นที่จะออกใหม่และที่คงค้างสู่ระดับ “ความเป็นทุนน้อย” จากระดับ “ความเป็นทุนปานกลาง” หากทริสเรตติ้งเชื่อว่าบริษัทมีความตั้งใจที่จะปฏิบัติให้แตกต่างไปจากข้อกำหนดสิทธิ เรื่องความประสงค์ในการออกหลักทรัพย์เพื่อทดแทนหุ้นกู้ (Replacement Capital Covenant – RCC)

อันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้สะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งของบริษัทในตลาดคอนโดมิเนียม ตลอดจนผลงานที่ได้รับการยอมรับในตลาดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และส่วนแบ่งกำไรที่คาดว่าจะเพิ่มมากขึ้นจากเงินลงทุนในกิจการร่วมค้า อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวลดทอนลงบางส่วนจากการที่บริษัทเน้นการพัฒนาในตลาดคอนโดมิเนียมและการมีอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อโครงสร้างเงินทุนที่สูงจากการขยายธุรกิจเชิงรุก นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังพิจารณาถึงความผันผวนและการแข่งขันที่รุนแรงในธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย และความกังวลเกี่ยวกับหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงทั่วประเทศซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยโดยเฉพาะในตลาดสินค้าราคาปานกลางถึงต่ำอีกด้วย

ยอดขายของบริษัทในปี 2560 ทำสถิติสูงสุดที่ 27,359 ล้านบาทซึ่งเป็นผลมาจากยอดขายของโครงการคอนโดมิเนียมในกิจการร่วมค้าเป็นสำคัญ ยอดขายในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2561 ลดลง 12% จากช่วงเดียวกันของปีที่แล้วเป็น 11,702 ล้านบาท ทั้งนี้ รายได้ของบริษัทอยู่ระหว่าง 10,000-12,000 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2557-2560 โดยรายได้ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 ลดลง 13% จากช่วงเดียวกันของปีที่แล้วเป็น 5,040 ล้านบาท เนื่องจากโครงการคอนโดมิเนียมส่วนใหญ่พัฒนา

## ภายใต้กิจการร่วมค้า

ณ เดือนมิถุนายน 2561 โครงการที่อยู่อาศัยที่อยู่ในระหว่างการพัฒนาของบริษัทประกอบด้วยโครงการคอนโดมิเนียม 33 โครงการ (รวมโครงการคอนโดมิเนียมภายใต้กิจการร่วมค้า 21 โครงการ) และโครงการบ้านจัดสรร 14 โครงการซึ่งมีมูลค่าเหลือขายรวม 40,000 ล้านบาท (รวมทั้งที่ก่อสร้างแล้วและยังไม่ได้ก่อสร้าง) โครงการคอนโดมิเนียมคิดเป็น 83% ของมูลค่าเหลือขายทั้งหมด ที่เหลือเป็นโครงการบ้านจัดสรร บริษัทมียอดขายรอการรับรู้รายได้มูลค่าประมาณ 5,600 ล้านบาทซึ่งคาดว่าจะส่งมอบให้แก่ลูกค้าในช่วงที่เหลือของปี 2561 จนถึงปี 2563 ทั้งนี้ ยอดขายรอการรับรู้รายได้จากโครงการร่วมค้ามีมูลค่า 49,000 ล้านบาท ซึ่งบริษัทจะส่งมอบยอดขายรอการรับรู้รายได้จากกิจการร่วมค้ามูลค่า 26,000 ล้านบาทในช่วงที่เหลือของปี 2561 มูลค่า 18,000 ล้านบาทในปี 2562 และมูลค่า 5,000 ล้านบาทในปี 2563 ทำให้บริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากกิจการร่วมค้าในสัดส่วนที่มากขึ้นในช่วงปี 2561-2563

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทเท่ากับ 15%-20% ในช่วงปี 2559 ถึง 6 เดือนแรกของปี 2561 อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 14% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 จาก 10%-12% ในช่วงปี 2558-2560 ทั้งนี้ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทอาจลดทอนลงจากต้นทุนค่าที่ดินที่เพิ่มสูงขึ้นและการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นในตลาดคอนโดมิเนียมและบ้านจัดสรร อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะสามารถรักษาอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานที่ประมาณ 15% เอาไว้ได้ในช่วงปี 2561-2563 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม นอกจากนี้ ยังคาดว่าอัตราส่วนกำไรสุทธิจะสูงกว่าในอดีตที่ผ่านมาเนื่องจากบริษัทจะรับรู้รายได้จากค่าบริการโครงการและส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในกิจการร่วมค้าในโครงการคอนโดมิเนียมในสัดส่วนที่มากขึ้น

เมื่อพิจารณาตามแผนการขยายธุรกิจเชิงรุกทั้งในส่วนของโครงการของบริษัทเองและโครงการร่วมค้าแล้ว ความต้องการแหล่งเงินทุนจำนวนมากเพื่อการขยายธุรกิจให้เติบโตตามแผนของบริษัทจึงเป็นสิ่งที่สำคัญยิ่ง ทริสเรทติ้งมองว่าภาระหนี้ของบริษัทในปี 2561-2563 จะยังคงอยู่ในระดับสูง แต่ก็คาดว่าบริษัทจะสามารถรักษาอัตราส่วนเงินกู้รวมสุทธิต่อโครงสร้างเงินทุนสุทธิที่ปรับปรุงแล้วให้อยู่ที่ระดับ 65%-67% ได้ หรือรักษาอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนที่ปรับปรุงแล้วที่ประมาณ 2 เท่า

สภาพคล่องทางการเงินของบริษัทยังคงมีเพียงพอ โดย ณ เดือนมิถุนายน 2561 บริษัทมีเงินสดจำนวน 1,585 ล้านบาทและมีวงเงินกู้จากธนาคารที่ยังไม่ได้เบิกใช้อีกประมาณ 2,500 ล้านบาท ทริสเรทติ้งคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทในช่วง 12 เดือนข้างหน้าจะอยู่ที่ประมาณ 2,500 ล้านบาท บริษัทมีภาระหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในอีก 12 เดือนข้างหน้าจำนวน 5,333 ล้านบาทซึ่งประกอบด้วยตัวสัญญาใช้เงินระยะสั้น 4,631 ล้านบาทและเงินกู้โครงการอีก 702 ล้านบาท

## แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหมายของทริสเรทติ้งว่าบริษัทจะสามารถรักษาผลการดำเนินงานเอาไว้ได้ตามระดับเป้าหมาย โดยคาดว่ารายได้ของบริษัทจะอยู่ในระดับ 10,000-14,000 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2561-2563 รายได้จากพัฒนาที่อยู่อาศัยจะมีสัดส่วน 60%-70% ของรายได้รวม และรายได้จากค่าบริการกิจการร่วมค้าจะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 15%-20% ของรายได้รวม ภาระหนี้ของบริษัทคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม บริษัทควรรักษาอัตราส่วนเงินกู้รวมสุทธิต่อโครงสร้างเงินทุนสุทธิที่ปรับปรุงแล้วให้อยู่ที่ระดับ 65%-67% หรืออัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนที่ปรับปรุงแล้วที่ประมาณ 2 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานควรอยู่ในระดับประมาณ 15%

## ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตและ/หรือแนวโน้มอันดับเครดิตอาจปรับลดลงได้หากผลการดำเนินงานและ/หรือฐานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญจากที่คาดการณ์ไว้ ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตและ/หรือแนวโน้มอันดับเครดิตอาจปรับเพิ่มขึ้นหากบริษัทประสบความสำเร็จในการขยายธุรกิจได้ตามแผน ในขณะที่สถานะทางการเงินไม่ได้อ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับปัจจุบัน

บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (ANAN)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
ANAN15PA: หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น 1,000 ล้านบาท	BB+
ANAN16PA: หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น 1,000 ล้านบาท	BB+
ANAN17PA: หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น 770 ล้านบาท	BB+
ANAN17PB: หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้น 230 ล้านบาท	BB+
ANAN19OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	BBB
ANAN19OB: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2562	BBB
ANAN20OA: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2563	BBB
ANAN222A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,500 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2565	BBB
หุ้นกู้ด้อยสิทธิลักษณะคล้ายหุ้นในวงเงินไม่เกิน 2,000 ล้านบาท	BB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2561 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้นๆ 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 และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)