

# ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท

ครั้งที่ 23/2567

14 มีนาคม 2567

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	AA-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	AA-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

วันที่ทบทวนล่าสุด: 12/09/66

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต/ เครดิตฟินิก
12/09/66	AA-	Negative
22/07/63	AA	Negative
25/05/61	AA	Stable

ติดต่อ:

หัตถยานี พิทักษ์ปฐพี

hattayanee@trisrating.com

ปรียาภรณ์ โกษาการ

preeyaporn@trisrating.com

วจี พิทักษ์โพลย์กิจ

wajee@trisrating.com

จุฑามาส บุญยวานิชกุล

jutamas\_b@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดปัจจุบันของทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท (ทรัสต์ฯ) ที่ระดับ “AA-” ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” ในขณะเดียวกัน ทริสเรทติ้งยังจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 2.06 พันล้านบาทของทรัสต์ฯ ที่ระดับ “AA-” ด้วย โดยทรัสต์ฯ จะนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ไปใช้ชำระหนี้เงินกู้เดิม

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงภาระหนี้สินทางการเงินของทรัสต์ฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากแผนการกู้ยืมเพื่อต่อสัญญาสิทธิการเช่าในสินทรัพย์ขนาดใหญ่ 2 แห่งในช่วงระหว่างปี 2567-2568 และความสามารถในการทำกำไรของทรัสต์ฯ ที่คาดว่าจะลดลงเนื่องจากทรัสต์ฯ จะมีค่าใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงรักษาพื้นที่ส่วนกลาง (CAM Charge) เพิ่มเติมในสัญญาเช่าใหม่ดังกล่าว อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตยังคงสะท้อนถึงกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้ในระดับสูงของทรัสต์ฯ จากการมีรายได้ผ่านการทำสัญญาและแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผลการดำเนินงานในธุรกิจศูนย์การค้าและธุรกิจโรงแรม

ผลการดำเนินงานของทรัสต์ฯ เป็นไปตามประมาณการของทริสเรทติ้ง โดยทรัสต์ฯ มีรายได้จากการดำเนินงานที่จำนวน 5.8 พันล้านบาทในปี 2566 หรือเพิ่มขึ้น 18% จากปีก่อน ซึ่งส่งผลทำให้กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) เพิ่มขึ้น 18% จากปีก่อนหน้า โดยมาอยู่ที่ 4.6 พันล้านบาทในปี 2566 ทั้งนี้ การเติบโตของรายได้และกำไรนั้นมีปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญคืออัตราค่าเช่าพื้นที่ในศูนย์การค้าแต่ละแห่งที่ยังคงอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งอัตราค่าเช่าพื้นที่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการให้ส่วนลดแก่ผู้เช่าในปี 2566 นอกจากนี้ ทรัสต์ฯ ยังได้รับค่าเช่าเต็มจำนวนทั้งในส่วน of ค่าเช่าคงที่และค่าเช่าผันแปรตามรายได้จากโรงแรมฮิลตัน พัทยาหลังจากที่นักท่องเที่ยวเริ่มกลับมาตั้งแต่ต้นปี 2566 อีกด้วย อย่างไรก็ตาม อัตราค่าเช่าพื้นที่สำนักงานของทรัสต์ฯ ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 85% ในปี 2566 จากระดับที่มากกว่า 90% ในช่วงก่อนสถานการณ์โรคระบาด

ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานของทรัสต์ฯ จะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงระหว่างปี 2567-2568 โดยคาดว่าอัตราค่าเช่าและอัตราค่าเช่าในศูนย์การค้าแต่ละแห่งจะเพิ่มสูงขึ้นตามการฟื้นตัวของจำนวนลูกค้าที่เข้ามาใช้บริการและการใช้จ่ายของผู้บริโภคในศูนย์การค้าภายหลังสถานการณ์โรคระบาด สำหรับธุรกิจโรงแรมนั้น ทริสเรทติ้งคาดว่าทรัสต์ฯ จะได้รับค่าเช่าเต็มจำนวนทั้งในส่วน of ค่าเช่าคงที่และค่าเช่าผันแปรตลอดช่วงปีประมาณการจากการกลับมาของนักท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งมีความกังวลว่าอัตราค่าเช่าและค่าเช่าในส่วน of ธุรกิจพื้นที่สำนักงานให้เช่านั้นจะยังคงได้รับผลกระทบจากการมีจำนวนสำนักงานให้เช่าที่เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากในช่วง 2-3 ปีข้างหน้าและอุปสงค์ที่หดตัวจากแนวโน้มความนิยมในการทำงานนอกสำนักงาน ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการดำเนินงานของทรัสต์ฯ จะอยู่ที่ระดับ 5-6 พันล้านบาทต่อปีโดยจะมี EBITDA Margin อยู่ที่ระดับ 73%-78% ในช่วงระหว่างปี 2567-2568

แม้ว่าผลการดำเนินงานของทรัสต์ฯ จะดีขึ้น แต่ภาระหนี้สินทางการเงินของทรัสต์ฯ ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA นั้นคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมากเมื่อพิจารณาจากการ

ต่อสัญญาสินทรัพย์และแผนการกู้เงินเพื่อใช้ในการต่อสัญญาเช่าของสินทรัพย์หลักทั้ง 2 แห่งในช่วงระหว่างปี 2567-2568 ทั้งนี้ จากสมมติฐานกรณีพื้นฐาน ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ของทริสต์ฯ จะเพิ่มขึ้นเป็น 7 เท่าในปี 2567 จาก 4.2 เท่า ณ เดือนธันวาคม 2566 และจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับมากกว่า 10 เท่า (รวมหนี้สินตามสัญญาเช่า) ในปี 2568 อีกทั้งยังคาดว่าค่าใช้จ่ายในการต่อสัญญาเช่าของสินทรัพย์ทั้ง 2 แห่งนั้นจะอยู่ที่ราว ๆ 2.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งทริสต์ฯ มีแผนจะระดมทุนสำหรับค่าใช้จ่ายดังกล่าวด้วยเงินกู้ในสัดส่วน 60% และที่เหลืออีก 40% ด้วย การเพิ่มทุน ซึ่งจะทำให้อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวม (LTV Ratio) ของทริสต์ฯ อาจอยู่สูงเกินกว่าระดับ 50% นับตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป

อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งมองว่าทริสต์ฯ จะสามารถบริหารจัดการสภาพคล่องได้ในช่วง 12 เดือนข้างหน้าเมื่อพิจารณาจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุน ทั้งนี้ ณ เดือนธันวาคม 2566 แหล่งสภาพคล่องของทริสต์ฯ ประกอบด้วยเงินสดในมือจำนวน 1 พันล้านบาทและเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามมูลค่ายุติธรรมที่จำนวน 2.8 พันล้านบาท นอกจากนี้ ทริสต์ฯ ยังมีวงเงินกู้ยืมจากธนาคารที่ยังไม่ได้เบิกใช้และไม่สามารถยกเลิกได้จำนวน 100 ล้านบาทสำหรับการดำเนินงาน อีกทั้งยังมีเงินทุนจากการดำเนินงานในปี 2567 ที่คาดว่าจะอยู่ที่ 3.1 พันล้านบาทอีกด้วย ในขณะเดียวกัน ทริสต์ฯ มีภาระหนี้ซึ่งเป็นเงินกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดชำระในอีก 12 เดือนข้างหน้าจำนวน 4.4 พันล้านบาทซึ่งประกอบด้วยหุ้นกู้จำนวน 2.0 พันล้านบาทและเงินกู้ระยะยาวอีกจำนวน 2.4 พันล้านบาท ทั้งนี้ ทริสต์ฯ มีแผนจะออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อนำมาใช้ทดแทนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดชำระ ในขณะที่เงินกู้ระยะยาวจะชำระด้วยเงินหมุนเวียนภายในกิจการ นอกจากนี้ ทริสต์ฯ ยังมีความต้องการเงินทุนเพื่อนำไปใช้จ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่ไม่น้อยกว่า 90% ของเงินได้จากการลงทุนสุทธิที่ปรับปรุงแล้วและเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานตามแผนอีกจำนวน 1.3-1.8 พันล้านบาทต่อปีในช่วงระหว่างปี 2567-2568 อีกด้วย

ทริสต์ฯ จำเป็นจะต้องรักษาอัตราส่วนทางการเงินให้เป็นไปตามเงื่อนไขของหุ้นกู้และเงินกู้จากธนาคาร โดยทริสต์ฯ จะต้องดำรงอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรม (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้รวม) ให้ต่ำกว่า 60% และดำรงอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ที่สูงเกินกว่า 1.2 เท่า ทั้งนี้ ณ เดือนธันวาคม 2566 อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรม (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้รวม) ของทริสต์ฯ อยู่ที่ระดับ 27% และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ที่ระดับ 2.1 เท่า ดังนั้น ทริสเรทติ้งจึงคาดว่าทริสต์ฯ จะสามารถบริหารโครงสร้างทางการเงินให้สอดคล้องกับเงื่อนไขของหุ้นกู้และเงินกู้จากธนาคารต่อไปได้อีก 12 เดือนข้างหน้า

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงความกังวลของทริสเรทติ้งเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของทริสต์ฯ ที่อาจจะลดลงอย่างมากจากแผนการกู้ยืมเพื่อการลงทุนที่จะทำให้ระดับภาระหนี้สินทางการเงินของทริสต์ฯ ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญพร้อมทั้งแนวโน้ม อัตราการทำกำไรที่ปรับตัวลดลง

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจได้รับการปรับลดลงหากผลการดำเนินงานและ/หรือสถานะทางการเงินของทริสต์ฯ อ่อนแอลงมากกว่าที่ทริสเรทติ้งคาดการณ์ไว้อย่างมีสาระสำคัญ ในทางตรงกันข้าม แนวโน้มอันดับเครดิตอาจได้รับการปรับเปลี่ยนมาเป็น “Stable” หรือ “คงที่” ได้หากทริสต์ฯ สามารถลดจำนวนหนี้ในโครงสร้างเงินทุนลงเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการต่อสัญญาเช่าสินทรัพย์สำคัญซึ่งจะทำให้อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวมอยู่ต่ำกว่าระดับ 50% และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA อยู่ในระดับ 5-8 เท่าได้ภายหลังจากการต่อสัญญาเช่าทั้ง 2 โครงการเสร็จสิ้น

### เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า, 15 กรกฎาคม 2564
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564

## ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท (CPNREIT)

อันดับเครดิตองค์กร:	AA-
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
CPNREIT243A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2567	AA-
CPNREIT262A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	AA-
CPNREIT263A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	AA-
CPNREIT268A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,650 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	AA-
CPNREIT272A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	AA-
CPNREIT272B: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,400 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	AA-
CPNREIT288A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 7,390 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2571	AA-
CPNREIT318A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2574	AA-
ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 2,060 ล้านบาท ใถ่ถอนภายใน 1 ปี	AA-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

### บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2567 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ไว้ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าใช้จ่ายหรือค่าประเมินให้ข้อ ขยาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของบริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)