

## เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า

16 ธันวาคม 2567

### ติดต่อ:

จุฑามาส บุญยานิชกุล

jutamas\_b@trisrating.com

ประมวลทรัพย์ ผลประเสริฐ

pramuansap@trisrating.com

ศศิพร วัชรไทย์

sasiporn@trisrating.com

ธิตี การุณยานนท์, Ph.D., CFA

thiti@trisrating.com

สุชาดา พันธุ์, Ph.D.

suchada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

### ภาพรวมและขอบเขตของเกณฑ์การจัดอันดับเครดิต

เกณฑ์ในการจัดอันดับเครดิตนี้ใช้สำหรับองค์กรที่มี EBITDA มากกว่าสองในสามมาจากรายได้ค่าเช่า ตัวอย่างเช่น ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trusts – REITs) หรือ บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ ซึ่งในบทความฉบับนี้จะเรียกองค์กรหรือหน่วยงานเหล่านี้โดยรวมว่าเป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า (Real Estate for Rent Companies – RERCs) ทั้งนี้ เกณฑ์ดังกล่าวนี้จะไม่ใช้กับทรัสต์หรือบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์บางประเภทที่ต้องมีการประกอบธุรกิจเป็นส่วนใหญ่ เช่น โรงแรม โรงพยาบาล และศูนย์ดูแลผู้สูงอายุ (Nursing Home) เกณฑ์นี้ใช้แทน “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า” (Rating Methodology for Real Estate for Rent Companies) ที่ทริสเรตติ้งเผยแพร่ไปเมื่อวันที่ 15 กรกฎาคม 2564

### บทสรุป

ในการจัดอันดับเครดิตให้แก่บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่านั้น ทริสเรตติ้งยึดกรอบโครงสร้างการจัดอันดับเครดิตแบบเดียวกับการจัดอันดับเครดิตองค์กรของธุรกิจทั่วไป โดยขั้นตอนการจัดอันดับเครดิตจะเริ่มจากการประเมินอันดับเครดิตเบื้องต้น (Anchor Rating) ของบริษัทแล้วนำปัจจัยอื่นที่มีผลต่ออันดับเครดิต (Other Credit Considerations – OCCs) มาปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงเพื่อให้ได้อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัท (Standalone Credit Profile – SACP) จากนั้นในขั้นตอนสุดท้าย หากบริษัทดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัท อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหรืออาจถูกจำกัดไว้ที่อันดับเครดิตของกลุ่มซึ่งเป็นไปตาม “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตกลุ่มธุรกิจ” (Group Rating Methodology) ของทริสเรตติ้ง เพื่อให้ได้อันดับเครดิตองค์กรของบริษัท (Issuer Credit Rating – ICR) อย่างไรก็ตาม สำหรับ REITs การจัดอันดับเครดิตนั้นมักจะเป็นอิสระจากผู้ถือหุ้น/ผู้สนับสนุนเนื่องจากการมีโครงสร้างองค์กรที่เป็นแบบทรัสต์

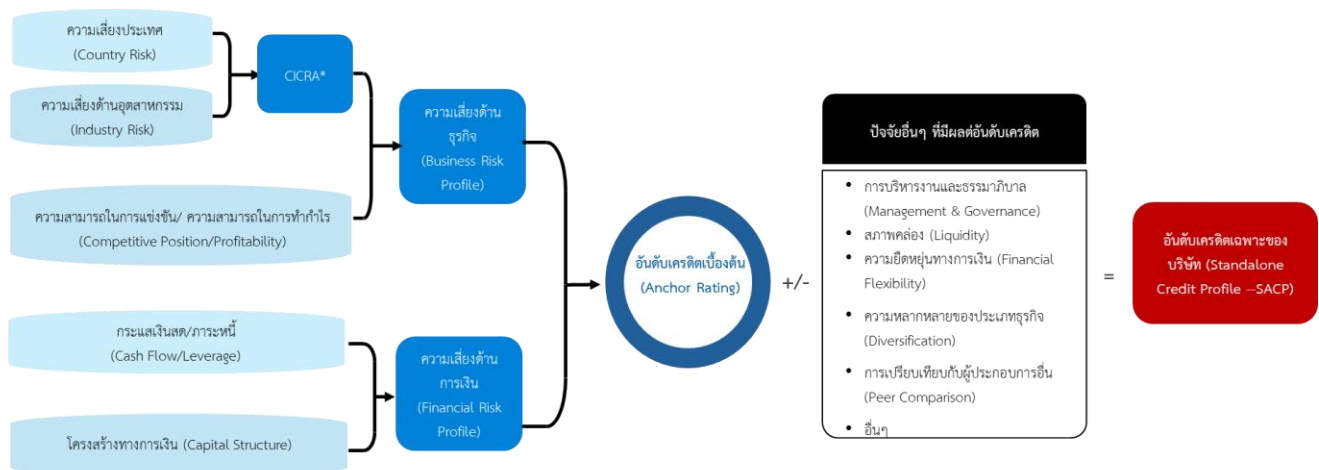
อันดับเครดิตเบื้องต้นจะได้รับการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านธุรกิจร่วมกับความเสี่ยงด้านการเงิน โดยความเสี่ยงด้านธุรกิจจะประเมินจากการพิจารณาความเสี่ยงของอุตสาหกรรม ความสามารถในการแข่งขัน รวมถึงระดับและความผันผวนของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท สำหรับความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรมของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่านั้นจัดว่าค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีความผันผวนของรายได้และกำไรอยู่ในระดับปานกลาง ในขณะที่ความเสี่ยงด้านการแข่งขันนั้นอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำสำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจนอกประเทศไทยนั้น ทริสเรตติ้งจะพิจารณาถึงผลกระทบที่เกิดจากความเสียหายทางด้านเศรษฐกิจ ความเสี่ยงด้านระบบการเงิน รวมถึงความเสี่ยงด้านกฎระเบียบของประเทศที่บริษัทนั้นประกอบธุรกิจอยู่ด้วย

ในส่วนของการประเมินความสามารถในการแข่งขันนั้น ทริสเรตติ้งจะพิจารณาความได้เปรียบในการแข่งขัน ขนาดและความหลากหลายของสินทรัพย์ รวมถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท สำหรับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่านั้น ทริสเรตติ้งจะให้น้ำหนักไปที่ความได้เปรียบในการแข่งขันรวมถึงขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินทรัพย์มากกว่าประสิทธิภาพในการดำเนินงาน สำหรับการประเมินระดับและความผันผวนของความสามารถในการทำกำไรนั้น ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับ EBITDA Margin และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวรของบริษัท

ในส่วนของการประเมินความเสี่ยงด้านการเงินนั้น ทริสเรตติ้งจะเน้นที่การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดและภาระหนี้ อย่างเช่นอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA อัตราส่วน EBITDA ต่อดอกเบี้ยจ่าย อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน รวมถึงอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ทริสเรตติ้งจะวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินโดยใช้ข้อมูลในอดีตย้อนหลัง 2 ปี รวมถึงข้อมูลในปีปัจจุบัน และข้อมูลในอนาคตจากการประมาณการอีกอย่างน้อย 2 ปี โดยทริสเรตติ้งจะให้น้ำหนักไปที่ข้อมูลในปัจจุบันและข้อมูลประมาณการมากกว่า

ในการกำหนดอันดับเครดิตให้แก่ REITs นั้น ทริสเรตติ้งจะประเมินเรื่องความสามารถของแต่ละ REITs ในการปฏิบัติให้เป็นไปตามเกณฑ์ข้อกำหนดของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อให้คงสถานะของ REITs นั้น ๆ ไว้ด้วย โดยภายใต้เกณฑ์ของ ก.ล.ต. นั้น REIT จะต้องมียารได้จากการให้ผู้อื่นเช่าหรือเช่าช่วงอสังหาริมทรัพย์ของ REIT นั้น ๆ โดยที่ REIT ไม่ได้เป็นผู้ประกอบกิจการโดยตรง นอกจากนี้ REIT แต่ละกองจะต้องจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 90% ของกำไรที่มีการปรับปรุงแล้ว โดย REITs ที่เข้าเกณฑ์ข้อบังคับจะได้รับการยกเว้นไม่ต้องเสียภาษีรายได้นิติบุคคล

## เกณฑ์การจัดอันดับเครดิต



$$\text{อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัท (Standalone Credit Profile -- SACP) +/- สถานะเครดิตของกลุ่มบริษัท (Group Rating -- GCP) = อันดับเครดิตองค์กร (Issuer Credit Rating -- ICR)}$$

หมายเหตุ: \* การประเมินความเสี่ยงประเทศรวมถึงความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Corporate Industry and Country Risk Assessment)

## 1. ความเสี่ยงด้านธุรกิจ (BUSINESS RISK PROFILE)

ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านธุรกิจนั้น ทริสเรตติ้งจะประเมินความเสี่ยงประเทศรวมถึงความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Corporate Industry and Country Risk Assessment) รวมไปถึงความสามารถในการแข่งขัน (Competitive Position) ของบริษัทนั้น ๆ โดยเปรียบเทียบกับคู่แข่งที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ตลอดจนประเมินความสามารถในการสร้างผลกำไรและความผันผวนของระดับกำไรของบริษัทดังกล่าว โดยความสามารถในการแข่งขันนั้นจะวัดจาก 1) ความได้เปรียบในการแข่งขัน 2) ขนาด ขอบเขต และความหลากหลายของสินทรัพย์ และ 3) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

## 1.1. การวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industry Risk Analysis)

ทริสเรตติ้งประเมินให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าเป็นธุรกิจที่มี “ความเสี่ยงต่ำ” เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มนี้มาจากการให้เช่าสินทรัพย์ซึ่งมักมีอายุการเช่ามากกว่า 1 ปี ทั้งนี้ จากข้อมูลในอดีตพบว่าความผันผวนของรายได้และกำไรของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัวนั้นอยู่ในระดับปานกลางแต่อาจมีความแตกต่างกันไปบ้างตามประเภทของอสังหาริมทรัพย์ โดยอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าประเภทหลัก ๆ ได้แก่ อาคารสำนักงาน ห้างสรรพสินค้า และพื้นที่เช่าอุตสาหกรรม (โกดังสินค้าและโรงงานให้เช่า) ทั้งนี้ เหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อในเชิงลบอย่างเช่นการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (โรคโควิด 19) อาจจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าประเภทอาคารสำนักงานและห้างสรรพสินค้าได้รับแรงกดดันมากกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนรูปแบบวิถีชีวิตของประชาชนมาเป็นการทำงานจากบ้าน รวมทั้งการประชุมและการซื้อสินค้าทางออนไลน์เพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ พื้นที่อาคารสำนักงานที่จะเพิ่มขึ้นในระยะปานกลางก็อาจทำให้เกิดอุปทานส่วนเกินสำหรับพื้นที่อาคารสำนักงานซึ่งจะส่งผลให้เกิดความกดดันในเรื่องของอัตราเช่าและการปรับค่าเช่าในระยะใกล้และระยะปานกลางอีกด้วย แต่ในทางตรงกันข้าม โกดังให้เช่ามีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในการพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (E-commerce) และการซื้อสินค้าออนไลน์

สำหรับความรุนแรงของการแข่งขันในอุตสาหกรรมนั้นถือว่าอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเนื่องจากการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่มีความยากในระดับปานกลางในขณะที่ความเสี่ยงจากการถูกทดแทนยังถือว่าน้อยในขณะที่อัตราค่าเช่าก็ค่อนข้างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม ธุรกิจนี้ต้องการเงินลงทุนที่ค่อนข้างสูงสำหรับการซื้อหรือก่อสร้างสินทรัพย์ใหม่และการบำรุงรักษาสินทรัพย์ที่มีอยู่ แม้ว่าในตลาดดังกล่าวจะมีผู้ประกอบการหลากหลาย แต่ก็มีผู้ประกอบการเพียงไม่กี่รายเท่านั้นที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่และความหลากหลาย สำหรับแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมถือว่าค่อนข้างมีเสถียรภาพ

## 1.2. ความสามารถในการแข่งขัน (Competitive Position)

ปัจจัยที่ใช้ในการประเมินความสามารถในการแข่งขันของบริษัทในกลุ่มนี้มีดังต่อไปนี้

- **ความได้เปรียบในการแข่งขัน (Competitive Advantage)**

โดยทั่วไปแล้ว ความได้เปรียบในการแข่งขันมักมาจากคุณภาพของสินทรัพย์ ตลอดจนสถานะทางการตลาดของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า รวมถึงความสามารถและประสบการณ์ของผู้บริหารในการสร้างการเติบโต รวมทั้งการจับจังหวะการลงทุนและการขายสินทรัพย์ได้อย่างเหมาะสม อย่างไรก็ตาม ความได้เปรียบในการแข่งขันของผู้ประกอบการก็อาจแตกต่างกันไปตามลักษณะของสินทรัพย์แต่ละประเภท ตัวอย่างเช่น อุปสงค์ของอาคารสำนักงานหรืออะพาร์ตเมนต์จะขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้งและคุณภาพของอาคารมากกว่าแบรนด์ ในขณะที่อุปสงค์ของพื้นที่ห้างสรรพสินค้านอกจากจะขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้งแล้ว แบรนด์และโครงข่ายธุรกิจ (Franchise Network) ก็มีความสำคัญด้วยเช่นกัน

โดยทั่วไปคุณภาพของสินทรัพย์นั้นมักจะขึ้นอยู่กับทำเลที่ตั้ง อายุ และสภาพของสินทรัพย์นั้น ๆ โดยสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดีก็คาดว่าจะมีอัตราเช่าและค่าเช่าที่สูงกว่าคู่แข่ง ทั้งนี้ สถานะทางการตลาดของบริษัทจะสะท้อนถึงความสามารถในการหาและรักษาผู้เช่าที่มีคุณภาพดีเอาไว้ได้ในขณะที่ยังคงความสามารถในการกำหนดอัตราค่าเช่าและการทำกำไรเอาไว้ได้ นอกจากนี้ ความสามารถของบริษัทในการรักษาหรือเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวหรือภาวะแวดล้อมทางการแข่งขันในตลาดที่อยู่ในระดับสูงก็เป็นปัจจัยชี้วัดที่สำคัญในเรื่องความได้เปรียบทางการแข่งขันของบริษัท ในขณะที่เดียวกัน ทริสเรตติ้งยังพิจารณารวมไปถึงผลงานในอดีตของผู้บริหารรวมถึงกลยุทธ์ทางธุรกิจในการนำพาให้บริษัทเติบโตและอยู่รอดได้ในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัวอีกด้วย

สำหรับปัจจัยชี้วัดความได้เปรียบในการแข่งขันของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า นั้น ทริสเตอร์ตั้งจะพิจารณาจากปัจจัยสำคัญต่าง ๆ ดังนี้ 1) อัตราการเช่า 2) อัตราค่าเช่าที่ได้และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานโดยเปรียบเทียบกับคู่แข่ง 3) ส่วนแบ่งทางการตลาด และ 4) สัดส่วนการต่ออายุสัญญาเช่าของผู้เช่าเดิม

- **ขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินทรัพย์ (Scale, Scope, and Diversity of Assets)**

ในการประเมินขนาดสินทรัพย์ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า นั้น ทริสเตอร์ตั้งจะพิจารณาจากมูลค่าตลาด (Fair Market Value) และจำนวนของสินทรัพย์ ส่วนความหลากหลายของสินทรัพย์นั้นทริสเตอร์ตั้งจะพิจารณาที่ประเภทของสินทรัพย์ รวมถึงทำเลที่ตั้ง และผู้เช่า ทั้งนี้ ผู้ประกอบการที่มีขนาดเล็กหรือผู้ประกอบการที่มีจำนวนสินทรัพย์ ทำเลที่ตั้ง หรือผู้เช่าที่ไม่หลากหลาย มักจะมีรายได้ค่อนข้างผันผวนกว่าในยามที่ภาวะเศรษฐกิจไม่เอื้ออำนวย หรือในกรณีที่สินทรัพย์ใดสินทรัพย์หนึ่งเกิดความเสียหายร้ายแรง หรือมีการสูญเสียผู้เช่าหลัก ในทางตรงกันข้าม ผู้ประกอบการรายใหญ่ที่มีสินทรัพย์หลายประเภทอยู่ในทำเลต่าง ๆ กัน มักจะมีอำนาจในการต่อรองและมีทางเลือกให้แก่ผู้เช่าที่มากกว่า นอกจากนี้ ความหลากหลายของสินทรัพย์ยังช่วยให้กระแสรายได้มีความสม่ำเสมอและช่วยลดผลกระทบในเชิงลบที่เกิดจากการชะลอตัวของบางธุรกิจหรือบางทำเลอีกด้วย ทั้งนี้ การกระจุกตัวของสัญญาเช่าที่หมดอายุในบางปีก็เป็นสิ่งที่ต้องพิจารณาด้วยเช่นกัน

- **ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operating Efficiency)**

ความสามารถในการควบคุมต้นทุนการดำเนินงานและค่าบำรุงรักษาสินทรัพย์ก็เป็นปัจจัยที่สำคัญอีกประการหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยนี้ถือว่ามีค่าน้อยกว่าสองปัจจัยก่อนหน้านี้ ผู้ประกอบการที่มีต้นทุนในการดำเนินงานที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยทั่วไปก็จะสามารถลดค่าเช่าเพื่อดึงดูดผู้เช่าให้มาเช่าได้มากขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว โดยทั่วไปแล้ว ผู้ประกอบการรายใหญ่มักจะได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) เนื่องจากมีสินทรัพย์หลายแห่งที่สามารถแบกรับต้นทุนค่าใช้จ่ายส่วนกลางร่วมกันได้ สำหรับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าที่มีสินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการพัฒนานั้น ความสามารถในการก่อสร้างโครงการให้อยู่ภายในงบประมาณและเสร็จตรงเวลาก็ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญ อย่างไรก็ตาม สำหรับ REITs ในประเทศไทยมักจะมีความเสี่ยงในด้านการพัฒนาโครงการที่ค่อนข้างต่ำเนื่องจากมีข้อจำกัดตามเกณฑ์ของ ก.ล.ต. โดยเกณฑ์ของ ก.ล.ต. กำหนดให้การลงทุนของ REITs ใด ๆ ในโครงการที่อยู่ในระหว่างการพัฒนาซึ่งหมายถึงต้นทุนการซื้อสินทรัพย์และต้นทุนการพัฒนาโครงการนั้นจะต้องมีมูลค่าไม่เกิน 10% ของสินทรัพย์รวมของ REIT นั้น ๆ ซึ่งทำให้ความเสี่ยงที่เกิดจากการพัฒนาโครงการของ REITs มีน้อยกว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าประเภทอื่น อย่างไรก็ตาม บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าทั่วไปสามารถลดความเสี่ยงในการพัฒนาได้โดยการทำสัญญาเช่าล่วงหน้ากับผู้เช่ารายหลัก ๆ ที่มีความพร้อมที่จะเช่าเช่าพื้นที่ได้ทันทีที่โครงการสร้างเสร็จสมบูรณ์

### 1.3. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้น ทริสเตอร์ตั้งจะพิจารณาทั้งระดับของอัตรากำไรและความสม่ำเสมอของอัตรากำไรของบริษัทโดยเปรียบเทียบกับคู่แข่งที่มีสินทรัพย์ประเภทเดียวกัน โดยอัตรากำไรของบริษัทที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมอาจหมายถึงความได้เปรียบในการแข่งขันที่เหนือกว่าคู่แข่งและ/หรือความสามารถในการควบคุมต้นทุนที่ดีกว่าผู้ประกอบการรายอื่น ๆ สำหรับผู้ประกอบการบางรายที่ใช้กลยุทธ์ทางด้านราคาเพื่อให้ได้ส่วนแบ่งทางการตลาดเพิ่มขึ้น แม้รายได้ของบริษัทดังกล่าวจะเพิ่มขึ้นแต่อัตรากำไรก็อาจไม่ได้เพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ การที่ความสามารถในการทำกำไรลดลงก็อาจแสดงให้เห็นถึงการสูญเสียความสามารถในการแข่งขันหรือสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไปซึ่งอาจเกิดจากการมีอุปทานส่วนเกินหรือการมีอุปสงค์ที่ลดลงก็ได้

ตัวชี้วัดหลักที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า ได้แก่ EBITDA Margin และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวร อย่างไรก็ตาม ทั้ง 2 อัตราส่วนก็มีข้อจำกัดในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ทั้งนี้ การที่อายุสัญญาเช่าแตกต่างกันทำให้อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานที่สูงกว่าอาจจะไม่สะท้อนว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่า เนื่องจากบริษัทอาจมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวรที่ต่ำกว่าก็ได้ ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวรก็อาจมีความผันผวนตามมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ได้ ดังนั้น ในการพิจารณาความสามารถในการทำกำไร ทริสเรตติ้งจะทำการพิจารณาอัตราส่วนทั้ง 2 ด้านของบริษัทโดยนำมาเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีความใกล้เคียงกันในแง่ของประเภทของสินทรัพย์ อายุสัญญาเช่า และตลาดที่ให้เช่า เราพบว่าหลายบริษัทมีการทำธุรกรรมทั้งการซื้อและขายอสังหาริมทรัพย์เป็นประจำ โดยผลกำไรหรือขาดทุนใด ๆ ที่เกิดขึ้นจะถือเป็นส่วนหนึ่งของการดำเนินงานปกติ อย่างไรก็ตาม เมื่อประเมินความสามารถในการทำกำไร เรามุ่งเน้นไปที่ศักยภาพในการทำกำไรอย่างต่อเนื่องของอสังหาริมทรัพย์ในพอร์ตโฟลิโอ โดยไม่นับรวมกำไรและขาดทุนที่เกิดขึ้นจากธุรกรรมดังกล่าว

ตารางที่ 1 ระดับความสามารถในการทำกำไรโดยเฉลี่ย

ประเภทสินทรัพย์	อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวร
นิคมอุตสาหกรรม	75%-90%	5%-10%
อาคารสำนักงาน	60%-75%	
ศูนย์การค้า	40%-80%	

นอกเหนือจากระดับของความสามารถในการทำกำไรแล้ว ทริสเรตติ้งยังพิจารณาถึงความสม่ำเสมอของอัตรากำไรด้วย โดยบริษัทที่มีอัตรากำไรผันผวนน้อยกว่าจะถือว่าดีกว่าบริษัทที่มีอัตรากำไรสูงกว่าแต่มีความผันผวนมากกว่า ทั้งนี้ การวัดความผันผวนของความสามารถในการทำกำไรจะคำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Error of Regression – SER) ของ EBITDA Margin และ/หรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุนถาวร ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ทริสเรตติ้งจะใช้ข้อมูลรายปีย้อนหลังอย่างน้อย 7 ปีในการคำนวณค่าดังกล่าว

## 2. ความเสี่ยงด้านการเงิน (FINANCIAL RISK PROFILE)

ในการประเมินความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัทนั้น ทริสเรตติ้งจะเน้นที่การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดและภาระหนี้ ซึ่งโดยทั่วไปทริสเรตติ้งจะใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินย้อนหลัง 2 ปี รวมทั้งข้อมูลในปีปัจจุบัน และตัวเลขอัตราส่วนที่ได้จากการประมาณการทางการเงินในอนาคตอย่างน้อย 2 ปีข้างหน้า โดยทริสเรตติ้งจะให้น้ำหนักกับตัวเลขในปัจจุบันและในอนาคตมากกว่า ทั้งนี้ อัตราส่วนทางการเงินสำคัญ ๆ ที่ทริสเรตติ้งใช้ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงินของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่ามีดังนี้

- อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA (Debt to EBITDA Ratio)
- อัตราส่วน EBITDA ต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA Interest Coverage Ratio)
- อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน (Debt to Capitalization Ratio)
- อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (Funds from Operations to Total Debt Ratio)

โดยทั่วไปแล้ว บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่ามักจะมีภาระงานมูลค่าของสินทรัพย์โดยใช้วิธีมูลค่าตลาด ซึ่งมูลค่าตลาดจะสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมของอุตสาหกรรมและอุปสงค์ของสินทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งทำให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุนเป็นอัตราส่วนที่สำคัญที่ใช้วัดภาระหนี้สินของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า โดยการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดจะมีการปรับปรุ่ตัวเลขทางบัญชีที่เกี่ยวข้องแบบเดียวกับที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินของธุรกิจทั่วไปซึ่งมีรายละเอียดอยู่ในบทความของทริสเรตติ้งเรื่อง “อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุ่ตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป” (Key Financial Ratios and Adjustments) ฉบับล่าสุด

ตารางที่ 2: สถานะความเสี่ยงด้านการเงิน (FRP)

ระดับความเสี่ยงด้านการเงิน	EBITDA ต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA Interest Coverage Ratio) (เท่า)	อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA (Debt to EBITDA Ratio) (เท่า)	อัตราส่วน FFO ต่อหนี้สินทางการเงิน (FFO to Debt Ratio) (%)	อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน (Debt to Capitalization Ratio) (%)
น้อยมาก (Minimal)	> 8.0	<2.5	>30%	<25%
น้อย (Modest)	4.5-8.0	2.5-4.5	15%-30%	25%-35%
ปานกลาง	3.0-4.5	4.5-7.5	9%-15%	35%-50%
ค่อนข้างสูง	2.0-3.0	7.5-9.5	7%-9%	50%-65%
สูง (Aggressive)	1.5-2.0	9.5-13.0	5%-7%	65%-75%
สูงมาก (Highly Leveraged)	<1.5	>13.0	<5%	>75%

นอกเหนือจากระดับของภาระหนี้ (Leverage Level) แล้ว ทริสเรทติ้งยังจะพิจารณาในเรื่องเกี่ยวกับระยะเวลาในการชำระคืนหนี้ ซึ่งโดยปกติควรจะต้องคล้องกับกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับด้วย ทั้งนี้ การก่อหนี้ระยะสั้นจำนวนมากสำหรับการลงทุนระยะยาวอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงในด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) หรือความเสี่ยงในการกู้ยืมใหม่เพื่อจ่ายคืนหนี้ที่ครบกำหนด (Refinancing Risk) นอกจากนี้ เราอาจใช้เกณฑ์ในการประเมินระดับความเสี่ยงทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับบริษัทหากสินทรัพย์ของบริษัทที่มีอายุสัญญาเช่าคงเหลือที่สั้นลงอย่างมีนัยสำคัญ สุดท้ายนี้ ระดับความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest rate Risk) ก็เป็นประเด็นที่ต้องคำนึงถึงด้วยสำหรับบริษัทที่มีหนี้สินระยะยาวส่วนใหญ่มีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว

### 3. ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่ออันดับเครดิต (OTHER CREDIT CONSIDERATIONS – OCCs)

อันดับเครดิตเบื้องต้น (Anchor Rating) ที่ได้จากการประเมินสถานะความเสี่ยงด้านธุรกิจและสถานะความเสี่ยงด้านการเงินอาจจะได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงด้วยปัจจัยอื่น ๆ (OCCs) ที่ไม่ได้รวมไว้ใน การประเมินความเสี่ยงด้านธุรกิจและสถานะความเสี่ยงด้านการเงินในข้างต้น ตัวอย่างของปัจจัยอื่น ๆ ดังกล่าวอาจเกี่ยวข้องกับประเด็นดังต่อไปนี้ การบริหารงานและธรรมาภิบาล (Management & Governance) สภาพคล่อง (Liquidity Profile) ความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility) ความหลากหลายของธุรกิจ (Diversification) หรือปัจจัยอื่น ๆ (ถ้ามี) โดยปัจจัยดังกล่าวมีลักษณะเหมือนกับปัจจัยที่กล่าวถึงในบทความเรื่อง “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป” (Corporate Rating Methodology) ของทริสเรทติ้ง

ในการประเมินอันดับเครดิตให้แก่ REITs ในประเทศไทยนั้น ทริสเรทติ้งจะให้ความสำคัญกับความยืดหยุ่นทางการเงินเนื่องจากเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกำหนดให้ REITs จะต้องมีการจ่ายเงินปันผลอย่างน้อย 90% ของอัตรากำไรที่ปรับปรุงแล้ว แม้ว่า REITs จะสามารถสำรองเงินสดไว้เพื่อการชำระหนี้ได้ แต่ REITs ส่วนใหญ่จะมีการสำรองเงินสดเอาไว้ไม่มากนักและมีการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้น REITs จึงมักจะอาศัยตลาดทุนหรือการกู้ยืมเงินจากธนาคารเพื่อนำมาจ่ายชำระคืนหนี้เดิม อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งก็มองว่า REITs ส่วนใหญ่มีความสามารถในการกู้ยืมเงินจากธนาคารได้ในยามจำเป็นโดยใช้สินทรัพย์ที่ไม่มีภาระผูกพันเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืม ซึ่งสินทรัพย์ที่ไม่มีภาระผูกพันถือเป็นแหล่งเสริมสภาพคล่องให้แก่ REITs ได้ในยามจำเป็น

### 4. อันดับเครดิตของกลุ่มบริษัท (GROUP CREDIT PROFILE)

ในกรณีที่บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มธุรกิจที่ใหญ่กว่า การประเมินความเสี่ยงของทั้งกลุ่มบริษัทก็อาจเป็นสิ่งที่จำเป็นหากการดำเนินธุรกิจและสถานะทางการเงินของบริษัทนั้น ๆ มีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกับกลุ่ม โดยอันดับเครดิตของครั้งของบริษัทอาจได้จากการ

ที่อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัทได้รับการปรับเพิ่มขึ้นจากการที่บริษัทเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มบริษัทที่มีความเข้มแข็งกว่า หรือในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตต่อครุของบริษัทยังคงอยู่ที่ระดับที่ไม่เกินกว่าอันดับเครดิตของกลุ่มบริษัทหากกลุ่มบริษัทมีสถานะเครดิตที่มีความอ่อนแอ กว่าบริษัท ทั้งนี้ โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ในบทความของทริสเรตติ้งเรื่อง “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตกลุ่มธุรกิจ” (Group Rating Methodology) ฉบับล่าสุด

อย่างไรก็ตาม สำหรับ REITs เนื่องจากโครงสร้างองค์กรที่เป็นแบบทรัสต์ อาจถือว่าเป็นองค์กรที่ถูกแยกออกมาต่างหาก (Insulated Entities) เนื่องจากผู้สนับสนุนมักจะไม่มียานาจควบคุมการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญ เช่น การจ่ายเงินปันผล การกู้ยืม และการทำธุรกรรมซื้อขาย สิทธิทรัพย์ ทำให้จำกัดอิทธิพลของผู้สนับสนุนต่อกระแสเงินสดของ REITs โดยตามข้อกำหนดด้านกฎระเบียบ REIT ต้องจ่ายกำไรสุทธิที่ปรับปรุง แล้วอย่างน้อย 90% เป็นเงินปันผลเพื่อให้มีคุณสมบัติได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคล ดังนั้น ผู้สนับสนุนจึงไม่มีอำนาจควบคุมการจ่ายเงินปันผลจาก REITs นอกจากนี้ REITs มักถูกจำกัดความสามารถในการกู้ยืม ซึ่งลดอิทธิพลของผู้สนับสนุนต่อการก่อหนี้และกลยุทธ์ทางการเงินของ REITs ยิ่งไปกว่านั้น แม้ว่า REITs มักจะซื้อสิทธิทรัพย์จากผู้สนับสนุน (Sponsors) แต่ผู้สนับสนุนไม่สามารถบังคับให้ REITs ซื้อสิทธิทรัพย์จากพวกเขาโดยตรง ข้อจำกัดนี้ช่วยรักษาความเป็นอิสระของ REITs ในการตัดสินใจซื้อสิทธิทรัพย์

## 5. อันดับเครดิตตราสารหนี้ (ISSUE RATING)

ทริสเรตติ้งอาจกำหนดให้อันดับเครดิตตราสารหนี้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของบริษัทอยู่ในระดับต่ำกว่าอันดับเครดิตต่อครุ 1 ชั้นหากบริษัทมีสัดส่วนของหนี้ที่มีหลักประกันสูงกว่า 35% ของมูลค่าตลาดของสิทธิทรัพย์ ในกรณีที่บริษัทไม่มีมูลค่าตลาดของสิทธิทรัพย์ ทริสเรตติ้ง อาจจะมีการปรับปรุงอัตราส่วนดังกล่าวเป็นกรณี ๆ ไป สำหรับบริษัทที่มีหลายธุรกิจ เราจะยังคงใช้เกณฑ์อัตราส่วนหนี้สินที่มีลำดับความสำคัญ (Priority Debt) มากกว่า 50% เป็นเกณฑ์ในการลดอันดับความน่าเชื่อถือของหนี้สินที่ไม่มีหลักประกัน สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติม โปรดดูที่ “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้” (Issue Rating Criteria)

### บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

โทร. 0-2098-3000 อาคารสีลมคอมเพล็กซ์ ชั้น 24 191 ถ. สีลม กรุงเทพฯ 10500, [www.trisrating.com](http://www.trisrating.com)

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2567 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้อัดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้น หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัท และแหล่งข้อมูลอื่นๆ 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/th/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/th/rating-information/rating-criteria)