

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมราช

ครั้งที่ 128/2562

14 สิงหาคม 2562

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: **BBB+**
แนวโน้มอันดับเครดิต: **Stable**

วันที่ทบทวนล่าสุด : 09/10/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
09/10/61	BBB+	Stable

ติดต่อ:

หทัยานี พิทักษ์ปฐพี
hattayanee@trisrating.com

จุฑาทิพย์ จิตพรหมพันธุ์
jutatip@trisrating.com

เรืองวุฒิจารุรังสีพงษ์
ruangwud@trisrating.com

ศศิพร วัชรโรทัย
sasiporn@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

เหตุผล

ทรัสต์เรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมราช ที่ระดับ “BBB+” ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงการที่ทรัสต์ฯ มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและมีกระแสรายรับที่สม่ำเสมอจากสัญญาเช่า อันดับเครดิตยังคำนึงถึงการได้รับความช่วยเหลือที่เข้มแข็งจาก บริษัท ดับบลิวเอชเอ อินดัสเตรียล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นสปอนเซอร์ของทรัสต์ฯ ผ่านการขายสินทรัพย์และนโยบายชดเชยรายได้ อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวลดทอนลงบางส่วนจากฐานรายได้ที่มีขนาดค่อนข้างเล็ก ความเสี่ยงจากการที่รายได้ขึ้นอยู่กับผู้เช่ารายใหญ่เป็นหลัก และลักษณะธุรกิจที่ค่อนข้างผันผวนจากความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจและสภาวะการแข่งขันของตลาด

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

ผลการดำเนินงานดีขึ้น

ผลการดำเนินงานของทรัสต์ฯ ดีขึ้นจากการที่ทรัสต์ฯ สามารถหาผู้เช่าได้เพิ่มขึ้นและจากการมีสินทรัพย์ที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจากสปอนเซอร์ ทรัสต์ฯ มีอัตราการให้เช่าอยู่ในระดับที่น่าพอใจที่ 83% ณ เดือนมิถุนายน 2562 เพิ่มขึ้นจาก 68% ในปี 2560 และ 81% ในปี 2561 ทั้งนี้ เนื่องจากความต้องการเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่ตั้งอยู่ในเขตพื้นที่ฝั่งตะวันออกสูงซึ่งเป็นที่ทำเลสำคัญของอุตสาหกรรมผลิตในประเทศไทย นอกจากนี้ ประเด็นความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกาและจีนก็เป็นอีกสาเหตุหลักที่ทำให้้อตราการเช่าสูงขึ้น ดังจะเห็นได้ว่าผู้เช่าจากจีนมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 11% ของผู้เช่าทั้งหมดในปี 2561 และ 13% ในครึ่งปีแรกของปี 2562 โดยเพิ่มจาก 4% ในปี 2560 นอกจากนี้ การซื้อสินทรัพย์เข้ามาจากสปอนเซอร์ประกอบด้วยคลังสินค้ามาตรฐานและโรงงานสำเร็จรูปให้เช่าที่มี้อตราการให้เช่า 100% ช่วยเพิ่ม้อตราการให้เช่าของทรัสต์ฯ เช่นกัน ทรัสต์ฯ คาดว่า จะลงทุนในสินทรัพย์ของสปอนเซอร์อีกประมาณ 1.40 พันล้านบาทภายในต้นปี 2563 และประมาณ 870 ล้านบาทภายในต้นปี 2564 ดังนั้น ทรัสต์เรตติ้งคาดว่า้อตราการให้เช่าของทรัสต์ฯ (ไม่รวมการชดเชยจากสปอนเซอร์) จะอยู่ที่ระดับประมาณ 85%-90% ในปี 2562-2564

ขนาดธุรกิจค่อนข้างเล็ก

ทรัสต์ฯ มีขนาดธุรกิจเล็กกว่าทรัสต์ฯเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าอื่นที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตโดยทรัสต์เรตติ้ง เมื่อพิจารณาจากมูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน ณ เดือนมิถุนายน 2562 จะเห็นว่ามูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนของทรัสต์ฯ อยู่ที่ 9.55 พันล้านบาท ในขณะที่มูลค่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เพื่ออุตสาหกรรม เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ (FTREIT) อยู่ที่ 3.57 หมื่นล้านบาท และของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดับบลิวเอชเอ พรีเมียม โกรท (WHART) อยู่ที่ 3.09 หมื่นล้านบาท ขนาดของสินทรัพย์มีความสำคัญในแง่ที่ส่งผลต่อความสามารถในการสร้างรายได้ ในช่วงเวลา 12 เดือนปี 2561 รายได้รวมของทรัสต์ฯ อยู่ที่ 725 ล้านบาท เทียบกับ FTREIT ที่ระดับ 2.62 พันล้านบาท และ WHART ที่ระดับ 1.98 พันล้านบาท

ความท้าทายในการรักษารายได้จากการดำเนินงานที่ระดับปัจจุบัน

ปัจจุบัน ทรัสต์ฯ มีรายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่สม่ำเสมอจากสัญญาเช่าระยะปานกลางและนโยบายชดเชยรายได้จากสปอนเซอร์ บริษัทดับบลิวเอชเอ อินดัสเตรียล ดีเวลลอปเม้นท์ ซึ่งเป็นสปอนเซอร์ของทรัสต์ฯ ได้ตกลงชดเชยรายได้ค่าเช่าให้แก่ทรัสต์ฯ เป็นระยะเวลา 3 ปีสำหรับสินทรัพย์ที่ไม่มีผู้เช่าเพื่อให้้อตราการให้เช่าอยู่ที่ระดับ 100% และจะชดเชยส่วนขาดจากอัตราค่าเช่าหากอัตราค่าเช่าของสินทรัพย์ที่มีผู้เช่านั้นต่ำกว่าอัตราประกันขั้นต่ำ นโยบายชดเชยรายได้จากสปอนเซอร์ทั้งจากสินทรัพย์

ที่ไม่มีผู้เช่าและจากส่วนขาดจากอัตราค่าเช่าขั้นต่ำจะช่วยลดผลกระทบจากสินทรัพย์ที่ยังว่างอยู่

อย่างไรก็ตาม สัญญาเช่าระยะยาวได้จากสเปกตรัมซึ่งคิดเป็น 78.6% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด ณ เดือนมิถุนายน 2562 จะสิ้นสุดในเดือนพฤศจิกายน 2562 ในมุมมองของทริสเรตติ้ง ทริสต์ซ์ จะเผชิญกับความท้าทายในการรักษาอัตราการให้เช่าที่ระดับปัจจุบันเพื่อที่จะคงรายได้เอาไว้ สัญญาที่มีระยะเวลาเช่า 3 ปีคิดเป็นกว่า 2 ใน 3 (64%) ของสัญญาเช่าทั้งหมดของทริสต์ซ์ โดยสัญญาเช่าที่จะครบกำหนดในปี 2562 คิดเป็น 35% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด สัญญาเช่าที่จะครบกำหนดในปี 2563 คิดเป็น 18% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด และสัญญาเช่าที่จะครบกำหนดในปี 2564 คิดเป็น 32% ของพื้นที่เช่าทั้งหมด ตามปกติผู้จัดการอสังหาริมทรัพย์จะสอบถามผู้เช่าล่วงหน้า 6 เดือนก่อนสัญญาครบกำหนด ดังนั้น ทริสต์ซ์ มีเวลาสำหรับเพื่อหาผู้เช่ารายใหม่มาทดแทนผู้เช่ารายเดิมที่ไม่ต่อสัญญา

ภายใต้สมมติฐานของทริสเรตติ้งคาดว่าทริสต์ซ์ จะรักษาระดับอัตราการให้เช่าที่ระดับนี้ไว้ได้ ดังนั้น ประเมินการรายได้รวมของทริสต์ซ์ อยู่ที่ 730-820 ล้านบาทต่อปี ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายจะอยู่ที่ 650-700 ล้านบาทต่อปี ในปี 2562-2564

ความเสี่ยงจากการที่รายได้ขึ้นอยู่กับผู้เช่ารายใหญ่เป็นหลัก

ทริสต์ซ์ มีรายได้จากผู้เช่า 10 อันดับแรกคิดเป็นประมาณครึ่งหนึ่งของรายได้ค่าเช่าและบริการทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากการที่รายได้ขึ้นอยู่กับผู้เช่ารายใหญ่เป็นหลักจะค่อย ๆ ลดลงจากการมีขนาดสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ณ เดือนมิถุนายน 2562 รายได้จากผู้เช่า 10 อันดับแรกคิดเป็น 43% ของรายได้ค่าเช่าและบริการทั้งหมด ลดลงจาก 57% ในปี 2559 และ 46% ในปี 2560 นอกจากนี้ สัญญาบางส่วนระบุค่าปรับกรณีผู้เช่ายกเลิกสัญญาเช่าก่อนครบกำหนด โดยผู้เช่าจะถูกปรับให้จ่ายค่าเช่าที่เหลือ ผู้เช่าพื้นที่ของทริสต์ซ์ ส่วนใหญ่อยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์ซึ่งมีสัดส่วนคิดเป็น 31% ของผู้เช่าทั้งหมด ในขณะที่ผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคมีสัดส่วน 23% และผู้ให้บริการโลจิสติกส์มีสัดส่วน 21% จากแผนการลงทุนอย่างต่อเนื่อง ทริสเรตติ้งคาดว่าฐานผู้เช่าของทริสต์ซ์ จะกระจายตัวหลากหลายมากยิ่งขึ้นจากการเติบโตของขนาดสินทรัพย์

ภาระหนี้ของทริสต์ซ์ อยู่ที่ระดับปานกลาง

ภาระหนี้ของทริสต์ซ์ อยู่ที่ระดับปานกลาง ในเดือนธันวาคม 2561 ทริสต์ซ์ ได้ลงทุนซื้อสินทรัพย์เพิ่มเติมจำนวน 500 ล้านบาทจากสเปกตรัมด้วยการกู้ยืม 84% ของเงินลงทุนทั้งหมด ทำให้อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่าสินทรัพย์รวม (LTV) ของทริสต์ซ์ เพิ่มขึ้นเป็น 33.9% ในปี 2561

ทริสต์ซ์ ตั้งใจที่จะขยายขนาดของสินทรัพย์อย่างต่อเนื่องโดยมาจากสเปกตรัมเป็นหลัก ทั้งนี้ ทริสต์ซ์ คาดว่าจะลงทุนซื้อสินทรัพย์เพิ่มเติมทั้งสิ้นจำนวนประมาณ 1.40 พันล้านบาทภายในไตรมาสแรกของปี 2563 และราว 870 ล้านบาทในต้นปี 2564 ตามที่ทริสต์ซ์ มีนโยบายทางการเงินที่จะคงอัตราส่วน LTV ไม่ให้เกิน 35% ในระยะกลางถึงระยะยาว ทริสเรตติ้งคาดว่าทริสต์ซ์ จะหาแหล่งเงินเพื่อลงทุนจากทั้งการเพิ่มทุนและกู้ยืม ส่งผลให้คาดว่า LTV จะคงอยู่ที่ระดับปัจจุบันที่ระดับประมาณ 34% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

มีความสามารถในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านการชำระคืนหนี้

จากการที่ทริสต์ซ์ มีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนรวมถึงมีการเตรียมจัดหางเงินกู้ระยะยาวกับสถาบันการเงินไว้รองรับการชำระคืนหนี้ ทริสเรตติ้งจึงประเมินว่าทริสต์ซ์ จะมีความเสี่ยงด้านการชำระคืนหนี้ในระดับที่สามารถจัดการได้ จากภาระเงินกู้ที่มีจำนวน 3.32 พันล้านบาท ณ เดือนมิถุนายน 2562 ทริสต์ซ์ มีภาระหนี้ที่จะต้องชำระจำนวน 2.33 พันล้านบาทในปี 2564 และ 995 ล้านบาทในปี 2566 ในการนี้ ทริสต์ซ์ มีการเตรียมจัดหางเงินกู้ระยะยาวกับสถาบันการเงินแห่งหนึ่งไว้รองรับการชำระคืนหนี้ตามกำหนดเวลาดังกล่าวแล้ว

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- เงินลงทุนในช่วงปี 2563 จะเพิ่มขึ้นประมาณ 1.40 พันล้านบาท และจะเพิ่มประมาณ 870 ล้านบาทในปี 2564 อัตราการให้เช่าอยู่ที่ระดับประมาณ 90% ในปี 2563-2564
- รายได้ของทริสต์ซ์ จะเติบโตอยู่ที่ราว ๆ ปีละ 730-820 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปี 2562-2564
- อัตรากำไรจากการดำเนินงานของทริสต์ซ์ จะอยู่ที่ราว ๆ 87%-90% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนถึงความคาดหวังว่าอสังหาริมทรัพย์ให้เช่าของทริสต์ซ์ จะสร้างกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอทั้งก่อนและหลังนโยบายการเช่าระยะยาวได้จากสเปกตรัมที่ลดลง รวมทั้งทริสต์ซ์ จะสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขทางการเงิน

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตของทริสต์ซ์ อาจได้รับการปรับลดลงหากอัตราการให้เช่าลดต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ และ/หรือเงินกู้เพื่อการขยายธุรกิจสูงกว่าที่คาดไว้เป็นระยะเวลานาน ในทางกลับกัน อันดับเครดิตอาจมีการปรับเพิ่มขึ้นหากทริสต์ซ์ สามารถเพิ่มขนาดของทริสต์ซ์ ได้ระดับหนึ่งขณะที่ยังสามารถคงผลการ

ดำเนินงานในระดับที่น่าพึงพอใจไว้ได้

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มิ.ย. 2562	ณ วันที่ 31 ธันวาคม		
		2561	2560	2559
รายได้จากการดำเนินงานรวม	380	725	576	62
กำไรจากการดำเนินงาน	345	654	522	55
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	340	645	522	55
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	346	655	523	55
เงินทุนจากการดำเนินงาน	278	537	426	44
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	68	118	97	11
เงินลงทุน	0	2,091	0	7,975
สินทรัพย์รวม	9,902	9,691	8,434	8,201
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	3,073	3,076	1,046	2,093
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	6,390	6,181	5,985	5,738
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว				
อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)	90.78	90.21	90.60	88.14
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	7.12 **	7.27	6.40	0.68
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	5.09	5.55	5.41	5.24
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	4.54 **	4.70	2.00	38.08
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	17.87 **	17.46	40.76	2.12
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	32.48	33.23	14.87	26.73

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, 12 ตุลาคม 2559

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เหมราช (HREIT)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทรัสเรทติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria