

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท

องค์กรธุรกิจ | กองทรัสต์และอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า

20 กุมภาพันธ์ 2569

อันดับเครดิตองค์กร: A+/Stable

อันดับเครดิตตราสารหนี้:

หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน: A+/Stable

อันดับเครดิตและแนวโน้ม

ทรัสต์เรตติ้งจัดอันดับเครดิตหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดใหม่ในวงเงินไม่เกิน 2.5 พันล้านบาท กำหนดไถ่ถอนภายใน 5 ปีของทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท (“ทรัสต์ฯ”) ที่ระดับ “A+” โดยทรัสต์ฯ จะนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ไปจ่ายคืนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดในเดือนมีนาคม 2569 ในขณะเดียวกัน ทรัสต์เรตติ้งยังคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันชุดปัจจุบันของทรัสต์ฯ ที่ระดับ “A+” ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” ด้วยเช่นกัน

อันดับเครดิตสะท้อนถึงสินทรัพย์ของทรัสต์ฯ ซึ่งมีคุณภาพสูงและกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากการมีรายได้ค่าเช่าและบริการผ่านการทำสัญญา ตลอดจนโอกาสในการเติบโตจากแนวโน้มการซื้อสินทรัพย์ใหม่ ๆ จาก บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (CPN) ซึ่งเป็นผู้สนับสนุนหรือสปอนเซอร์ของทรัสต์ฯ อันดับเครดิตยังพิจารณาถึงสถานะสภาพคล่องที่สามารถบริหารจัดการได้ของทรัสต์ฯ อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตยังถูกจำกัดจากภาระหนี้สินที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการกู้ยืมเต็มจำนวนเพื่อใช้ในการต่ออายุสัญญาเช่าโครงการเซ็นทรัล พระราม 2

ผลการดำเนินงานของทรัสต์ฯ ในช่วงเก้าเดือนแรกของปี 2568 เป็นไปตามที่ทรัสต์เรตติ้งประมาณการไว้ โดยทรัสต์ฯ มีรายได้จากการดำเนินงานอยู่ที่จำนวน 4.7 พันล้านบาทและมี EBITDA อยู่ที่จำนวน 3.5 พันล้านบาทซึ่งคิดเป็นสามในสี่ของประมาณการทั้งปีตามที่ทรัสต์เรตติ้งคาดการณ์ไว้ ในขณะที่ EBITDA Margin ได้รับผลกระทบจากค่าใช้จ่ายในการบำรุงรักษาพื้นที่ส่วนกลางที่เพิ่มขึ้น ซึ่งภายหลังการต่ออายุสัญญาเช่าของโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทรัสต์ฯ รับรู้รายการดังกล่าวเป็นทั้งรายได้และค่าใช้จ่าย ส่งผลให้ EBITDA Margin ปรับลดลงมาอยู่ที่ 74% ในช่วงเก้าเดือนแรกของปี 2568 ซึ่งยังอยู่ในสัดส่วนที่ประมาณการไว้ที่ 71%-73% เมื่อเทียบกับระดับประมาณ 80% ในช่วงปี 2565-2567

รายได้และกำไรของทรัสต์ฯ นั้นมีปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญมาจากอัตราการเช่าพื้นที่ในศูนย์การค้าที่ยังคงแข็งแกร่งซึ่งอยู่ที่ระดับราว ๆ 90% และการเพิ่มขึ้นของรายได้จากสัญญาแบ่งสัดส่วนรายได้ (Revenue-sharing Contracts) ทรัสต์ฯ ยังได้รับค่าเช่าโรงแรมฮิลตัน พัทยา ทั้งในส่วนที่เป็นค่าเช่าคงที่และค่าเช่าผันแปรเต็มจำนวนเนื่องจากอัตราการเช่าปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ระดับเกินกว่า 85% นอกจากนี้ อัตราการ

เช่าพื้นที่ของอาคารสำนักงานก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมาอยู่ที่ระดับ 89% ในช่วงเก้าเดือนแรกของปี 2568 จากระดับ 83%-86% ในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา

ในระยะต่อไป ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานของทรিসต้า จะดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับแรงสนับสนุนจากรายได้ค่าเช่าและค่าบริการที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์การค้าและโรงแรม การฟื้นตัวของจำนวนผู้ใช้บริการคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2568-2569 หลังจากการปรับปรุงศูนย์การค้าขนาดใหญ่สองแห่งแล้วเสร็จ รวมถึงการขยายพื้นที่ให้เช่าสุทธิอีก 10,800 ตารางเมตรภายหลังการต่ออายุสัญญาเช่าศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 2 ในเดือนสิงหาคม 2568 นอกจากนี้ ยังมีโอกาสเติบโตเนื่องจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ในอนาคต โดยทริสต้า มีแผนการเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์รวมเป็นสองเท่าภายใน 8 ปี ผ่านการเข้าซื้อศูนย์การค้าใหม่ทุก ๆ 2 ปี เริ่มตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป โดยมีเป้าหมายที่จะเพิ่มพื้นที่ให้เช่าสุทธิประมาณ 60,000 ตารางเมตร คิดเป็นมูลค่าการลงทุนประมาณ 2 หมื่นล้านบาท

จากปัจจัยดังกล่าว ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการดำเนินงานรวมของทริสต้า จะโตขึ้น 5% ในปี 2568 ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 8-9 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2569-2570 ขณะที่ EBITDA ของทริสต้า จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยในปี 2568 แต่คาดว่าจะฟื้นตัวมาอยู่ที่ประมาณ 6.0-6.5 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปีถัดไป ทั้งนี้ EBITDA Margin คาดว่ายังคงอยู่ในระดับบนของช่วงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 40%-80%

ภาระหนี้สินของทริสต้า เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญภายหลังการเริ่มต้นของสัญญาเช่าระยะเวลา 30 ปีฉบับใหม่ (2568-2598) สำหรับศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 2 ซึ่งเริ่มในเดือนสิงหาคม 2568 โดยการชำระค่าเช่าสำหรับระยะเวลา 10 ปีแรกจำนวน 1.35 หมื่นล้านบาทนั้นได้จ่ายผ่านการกู้ยืมเงินทั้งหมด ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 9.9 เท่าในช่วงเก้าเดือนแรกของปี 2568 จาก 4 เท่าในระหว่างปี 2566-2567 ภายใต้กรณีสมมติฐานของทริสเรทติ้งจะถือว่าหนี้สินตามสัญญาเช่าสำหรับอีก 20 ปีที่เหลือซึ่งมีมูลค่าประมาณ 1.29 หมื่นล้านบาท เป็นหนี้สินทางการเงิน นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งตั้งสมมติฐานว่า ทริสต้า จะใช้วิธีการระดมทุนสำหรับการเข้าซื้อสินทรัพย์ในอนาคตโดยใช้ทุนประมาณสองในสาม และที่เหลือเป็นหนี้สิน โดยภายใต้สมมติฐานนี้ อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 11 เท่าภายในสิ้นปี 2568 อย่างไรก็ตาม ด้วยการเพิ่มทุนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2569 อัตราส่วนนี้อาจลดลงเหลือประมาณ 9 เท่าในช่วงถัดไป ทั้งนี้ ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) จะเพิ่มขึ้นเป็น 53% ภายในสิ้นปี 2568 ก่อนจะลดลงเล็กน้อยเหลือประมาณ 50% ในช่วงปี 2569-2570

ทริสเรทติ้งคาดว่าสภาพคล่องของทริสต้า อยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ในอีก 12 เดือนข้างหน้า ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2568 แหล่งสภาพคล่องของทริสต้า ประกอบด้วยเงินสดในมือจำนวน 1.9 พันล้านบาทและเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามมูลค่ายุติธรรมที่จำนวน 389 ล้านบาท และวงเงินสินเชื่อที่ยังไม่ได้เบิกใช้จากธนาคารจำนวน 100 ล้านบาท โดยคาดว่าทริสต้า จะมีเงินทุนจากการดำเนินงานในอีก 12 เดือนข้างหน้าในระดับ 3.8 พันล้านบาท ทั้งนี้ ทริสต้า ยังมีสินทรัพย์ที่ไม่มีภาระผูกพันมูลค่า 9 หมื่นล้านบาท ซึ่งสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้เงินเพิ่มเติมได้หากจำเป็น

ทริสต้า มีภาระหนี้สินที่จะครบกำหนดในช่วง 12 เดือนข้างหน้ารวมทั้งสิ้น 1.54 หมื่นล้านบาท ซึ่งประกอบด้วย ตัวสัญญาใช้เงินจำนวน 8.2 พันล้านบาท หนี้กู้จำนวน 4.6 พันล้านบาท และเงินกู้จากธนาคารจำนวน 2.6 พันล้านบาท โดยปกติแล้วทริสต้า จะออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ที่ครบกำหนด ในขณะที่เงินกู้จากธนาคารและตัวสัญญาใช้เงินส่วนใหญ่คาดว่าจะรีไฟแนนซ์ด้วยเงินกู้ธนาคารชุดใหม่ ความต้องการสภาพคล่องในช่วงเวลาดังกล่าวจะรวมถึง เงินลงทุน (CAPEX) สำหรับการปรับปรุงและบำรุงรักษาทรัพย์สิน รวมถึงการจ่ายเงิน

ปันผลในอัตราอย่างน้อย 90% ของรายได้จากการลงทุนสุทธิที่ปรับปรุงแล้ว สำหรับแผนการเข้าซื้อสินทรัพย์ในปี 2569 ทริสเรตติ้งคาดว่า การสนับสนุนจากผู้สนับสนุนที่แข็งแกร่งของทริสต้าฯ ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับธนาคาร และภาวะตลาดที่เอื้ออำนวย จะช่วยให้ทริสต้าฯ สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากทั้งตลาดตราสารหนี้และตลาดทุนได้ตามกลยุทธ์การระดมทุนของทริสต้าฯ

ทริสต้าฯ จำเป็นจะต้องรักษาอัตราส่วนทางการเงินให้เป็นไปตามเงื่อนไขของหุ้นกู้และเงินกู้ โดยทริสต้าฯ จะต้องดำรงอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อรวมต่อมูลค่าหลักประกัน (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้) ให้ต่ำกว่า 60% และดำรงอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ให้สูงเกินกว่า 1.2 เท่า ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2568 อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อรวมต่อมูลค่าหลักประกัน (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้) ของทริสต้าฯ อยู่ที่ระดับ 37% และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้อยู่ที่ระดับเพียง 0.5 เท่า ถึงแม้ว่าอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้จะอยู่ต่ำกว่าสัดส่วนที่ทางธนาคารได้กำหนดไว้ แต่การตรวจสอบการปฏิบัติตามข้อกำหนดจะพิจารณาเฉพาะ ณ สิ้นปีเท่านั้น โดยในไตรมาสที่ 4 ของปี 2568 ทริสต้าฯ ได้แปลงตัวสัญญาใช้เงินเป็นเงินกู้ระยะยาว ส่งผลให้ อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ ณ เดือนธันวาคม 2568 ปรับตัวดีขึ้นเป็น 2 เท่า และกลับมาอยู่ในเกณฑ์ที่ปฏิบัติตามเงื่อนไขของธนาคารได้

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงความคาดหวังของทริสเรตติ้งว่า ทริสต้าฯ จะสามารถดำเนินงานและรักษาสถานะทางการเงินให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ทริสเรตติ้งคาดการณ์ไว้

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตและ/หรือแนวโน้มอันดับเครดิตอาจถูกปรับลดลง หากผลการดำเนินงานหรือสถานะทางการเงินของทริสต้าฯ อ่อนแอลงมากกว่าที่ทริสเรตติ้งคาดการณ์ไว้ ในทางกลับกัน อันดับเครดิตอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้น หากผลการดำเนินงานของทริสต้าฯ ยังคงแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องและภาระหนี้สินทางการเงินปรับดีขึ้น โดยมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงิน (รวมหนี้สินตามสัญญาเช่า) ต่อ EBITDA ที่ระดับ 6-7 เท่า และอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อรวมต่อมูลค่าหลักประกันต่ำกว่าระดับ 50%

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 29 ธันวาคม 2568
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 7 พฤศจิกายน 2568
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 26 ธันวาคม 2567
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า, 16 ธันวาคม 2567

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท (CPNREIT)

อันดับเครดิตองค์กร:	A+
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
CPNREIT263A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,500 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	A+
CPNREIT263B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	A+
CPNREIT268A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,650 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2569	A+
CPNREIT272A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	A+
CPNREIT272B: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,400 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	A+
CPNREIT283A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,100 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2571	A+
CPNREIT288A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 7,390 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2571	A+
CPNREIT294A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2572	A+
CPNREIT318A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2574	A+
CPNREIT320A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 3,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2575	A+
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน ในวงเงินไม่เกิน 2,500 ล้านบาท ใถ่ถอนภายใน 5 ปี	A+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

อันดับเครดิตในอดีต

วันที่ที่บวทวนล่าสุด: 03 ตุลาคม 2568

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต / เครดิตฟินิก
10 ต.ค. 67	A+	Stable
12 ก.ย. 66	AA-	Negative
22 ก.ค. 63	AA	Negative
25 พ.ค. 61	AA	Stable

ติดต่อ:

สุชณา ฉันทาทิพย์ | suchana@trisrating.com

จุฑามาส บุณยวานิชกุล | jutamas_b@trisrating.com

เลขที่ 024/2026

บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2569 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมด หรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใด โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีค่าลงชื่อเท็จจริง หรือคำ เสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็น คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้าน การเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่สำหรับการจัด อันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อ ความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆโดยอาศัยข้อมูล ดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ตรีสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <https://www.trisrating.com/rating-criteria>