

## CPNREIT ได้รับอันดับเครดิต “AA-“ จากทริสเรทติ้ง สูงที่สุดในกลุ่ม Thai REITs

ตามแผนงานของ CPNREIT ที่จะต่อสัญญาสิทธิการเช่าโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า และโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 รวมมูลค่าไม่เกิน 25,014 ล้านบาท ให้สำเร็จ และตั้งใจปรับโครงสร้างการระดมทุนให้สอดคล้องกับภาวะตลาดในปัจจุบัน ด้วยการเพิ่มทุน 40% และเงินกู้ 60% เพื่อรักษาระดับผลตอบแทนที่ดีสม่ำเสมอให้กับผู้ถือหุ้นรายไตรมาสทั้งระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งปัจจุบันผู้จัดการกองทรัสต์ได้ดำเนินการตามแผนที่ได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นรายไตรมาส โดยคาดว่าจะยังสามารถยื่น filing ได้ในช่วงปลายปี 2566 และเพิ่มทุนในช่วงกลางปี 2567 ได้

บริษัท ทริส เรทติ้ง จำกัด (TRIS) เมื่อวันที่ 12 กันยายน 2566 ได้ประกาศอันดับเครดิตของ CPNREIT ที่ระดับ “AA-“ และแนวโน้มเป็น “negative” โดยประเมินว่า เมื่อ CPNREIT ประสบความสำเร็จในการต่อสัญญาสิทธิการเช่าโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า และโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 ในช่วงปี 2567-2568 ด้วยโครงการสร้างการระดมทุนดังกล่าวข้างต้น CPNREIT จะมีภาระหนี้สินทางการเงินเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม กองทรัสต์ยังสามารถบริหารจัดการสภาพคล่องได้ด้วยกระแสเงินสดที่สามารถคาดการณ์ได้จากรายได้ค่าเช่าและบริการ และแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของทรัพย์สินที่กองทรัสต์ลงทุนในธุรกิจศูนย์การค้าและโรงแรม โดยคาดว่า CPNREIT ยังคงมีรายได้ระดับ 5-6 พันล้านบาทต่อปี และ EBITDA อยู่ที่ระดับ 4 – 4.5 พันล้านบาท ในช่วงปี 2566-2568 สะท้อนทรัพย์สินประเภทศูนย์การค้าและโรงแรมของกองทรัสต์ที่มีคุณภาพสูง และฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ตลอดจนกระแสเงินสดที่สามารถคาดการณ์ได้จากรายได้ค่าเช่าและบริการ

ผลการจัดอันดับเครดิตดังกล่าวข้างต้น เป็นไปตามที่ CPNREIT คาดการณ์ไว้ โดยระดับเงินกู้ยืมภายหลังการต่อสัญญาต่อสินทรัพย์รวมยังอยู่ในระดับที่ CPNREIT ยังดำรงความสามารถในการชำระหนี้ และบริหารจัดการต้นทุนดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและอายุสิทธิการเช่าของทรัพย์สินได้ ทั้งนี้ เป็นผลจากการดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง และการรักษาฐานะการเงินอย่างแข็งแกร่งมาโดยตลอด เพื่อสร้างการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ยั่งยืนและมั่นคง

# ทริสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท

ครั้งที่ 172/2566

12 กันยายน 2566

## CORPORATES

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

วันที่ทบทวนล่าสุด: 20/12/65

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ	แนวโน้มอันดับ
	เครดิต	เครดิต/ เครดิตพินิจ
22/07/63	AA	Negative
25/05/61	AA	Stable

ติดต่อ:

สุชนา ฉันทาศิย์  
suchana@trisrating.com

ปรียาภรณ์ โกษาการ  
preeyaporn@trisrating.com

วจี พิทักษ์โพลุยกิจ  
wajee@trisrating.com

จตุมาส บุญยวานิชกุล  
jutamas\_b@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

\* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งลดอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ ทริสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ CPN รีเทล โกรท (หรือ “ทริสต์ฯ”) ลงมาอยู่ที่ระดับ “AA-” จากระดับ “AA” พร้อมทั้งคงแนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ”

การลดอันดับเครดิตดังกล่าวและแนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงความกังวลของทริสเรทติ้งเกี่ยวกับแนวโน้มสถานะทางการเงินของทริสต์ฯ จะลดลงอย่างมีสาระสำคัญ อันสืบเนื่องมาจากแผนการใช้จ่ายเงินกู้เพื่อต่อสัญญาสิทธิการเช่าในสินทรัพย์ขนาดใหญ่ 2 แห่งในระหว่างปี 2567-2568 ทั้งนี้ อันดับเครดิตยังสะท้อนถึงอัตราการทำกำไรของทริสต์ฯ ที่คาดว่าจะลดลงและสภาพคล่องที่ตึงตัวแต่ยังสามารถบริหารจัดการได้อีกด้วย อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตยังคงสะท้อนถึงกระแสเงินสดของทริสต์ฯ ที่สามารถคาดการณ์ได้ในระดับสูงจากการมีรายได้ผ่านการทำสัญญาและแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผลการดำเนินงานในธุรกิจศูนย์การค้าและโรงแรม

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### ภาระหนี้สินทางการเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างมากจากการต่อสัญญาสินทรัพย์หลัก ๆ

ทริสเรทติ้งคาดว่าภาระหนี้สินทางการเงินของทริสต์ฯ จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป ทั้งนี้ ภาระหนี้สินทางการเงินของทริสต์ฯ ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Debt to EBITDA Ratio) จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2567 เป็นต้นไป โดยอัตราส่วนดังกล่าวอาจจะเพิ่มขึ้นไปสู่ภาระหนี้สินในระดับสูงได้ในปี 2568 จากการคาดการณ์ของทริสเรทติ้ง

ทริสเรทติ้งประเมินฐานะทางการเงินของทริสต์ฯ โดยยึดถือข้อมูลจากการต่อสัญญาสินทรัพย์และแผนการระดมทุนที่ได้จากการประชุมวิสามัญของผู้ถือหุ้นทริสต์ฯ ในเดือนกรกฎาคม 2566 ที่ผ่านมา ทั้งนี้ ทริสต์ฯ มีแผนในการต่อสัญญาสิทธิการเช่าในสินทรัพย์หลัก 2 แห่ง ได้แก่ โครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าและโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 ในช่วงระหว่างปี 2567-2568 สินทรัพย์ทั้ง 2 แห่งดังกล่าวมีพื้นที่ให้เช่าคิดเป็น 40% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดของทริสต์ฯ และคิดเป็นรายได้ในสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของรายได้ของทริสต์ฯ ทั้งหมดในปี 2565 ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการต่อสัญญาเช่าของสินทรัพย์ทั้ง 2 แห่งนั้นจะอยู่ที่ราว ๆ 2.5 หมื่นล้านบาทซึ่งทริสต์ฯ จะระดมทุนในการลงทุนด้วยเงินกู้ในสัดส่วน 60%

ทริสต์ฯ จะจ่ายเงินจำนวนไม่เกิน 1.22 หมื่นล้านบาทสำหรับการต่อสัญญาเช่า 15 ปีของโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าภายหลังจากสัญญาปัจจุบันสิ้นสุดลงในเดือนธันวาคม 2567 นอกจากนี้ ทริสต์ฯ ยังจะเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขการชำระเงินสำหรับการต่อสัญญาเช่า 30 ปีของโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 จากเดิมที่จะต้องจ่ายก่อนเดียวที่จำนวน 2.54 หมื่นล้านบาทในเดือนสิงหาคม 2568 มาเป็นการจ่ายสำหรับ 10 ปีแรกก่อนที่จำนวน 1.29 หมื่นล้านบาท และการจ่ายสำหรับการเช่าอีก 20 ปีที่เหลือจะถูกกำหนดโดยทริสต์ฯ และผู้ให้เช่าในอนาคต

โครงสร้างทางการเงินในการต่อสัญญาเช่าของโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าตามแผนจะใช้แหล่งเงินทุนจากการเพิ่มทุนในสัดส่วน 80% และจากเงินกู้ในสัดส่วน 20% โดยทรัสต์ฯ วางแผนจะระดมทุนประมาณ 1 หมื่นล้านบาทและกู้ยืมเพิ่มเติมอีก 2.2 พันล้านบาทในปี 2567 ในกรณีนี้ ทรัสเรทตั้งมองว่าการระดมทุนดังกล่าวอาจเป็นเรื่องท้าทายสำหรับทรัสต์ฯ ที่จะดำเนินการให้ได้ตามเป้าหมายเนื่องจากบรรยากาศที่ไม่เอื้ออำนวยของตลาดในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ทรัสเรทตั้งคาดว่า บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (CPN) ซึ่งเป็นผู้สนับสนุนของทรัสต์ฯ จะให้การสนับสนุนแผนการระดมทุนในครั้งนี้เพื่อที่จะให้การต่อสัญญาบรรลุผลสำเร็จ ทั้งนี้ ตามประกาศของ CPN ในเดือนมิถุนายน 2566 ทาง CPN แจ้งว่า CPN ยินยอมที่จะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของหน่วยลงทุนใน CPNREIT จาก 30% เป็นประมาณ 40% ซึ่งเทียบเท่ากับการลงทุนเพิ่มจำนวนราว ๆ 6 พันล้านบาท หรือ 60% ของหน่วยลงทุนที่เพิ่มขึ้นในครั้งนี้

แหล่งเงินทุนสำหรับการเช่า 10 ปีแรกของโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 จะมาจากการใช้เงินกู้ทั้งหมดซึ่งจะทำให้ทรัสต์ฯ มีหนี้เพิ่มขึ้นมาอีกเป็นจำนวนมากถึง 1.29 หมื่นล้านบาทในปี 2568 และแม้ว่าการจ่ายเงินสำหรับการเช่าในอีก 20 ปีถัดไปจะยังไม่ได้มีการกำหนดที่แน่นอน แต่ทรัสเรทตั้งก็ได้รวมการคาดการณ์มูลค่าปัจจุบันสุทธิสำหรับการจ่ายค่าเช่าในช่วง 20 ปีที่เหลือไว้ในสมมติฐานกรณีพื้นฐานด้วย

### ฐานะทางการเงินจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2568

เมื่อพิจารณาจากแผนการกู้เงินจำนวนมากเพื่อใช้ในการต่อสัญญาเช่าแล้ว ทรัสเรทตั้งคาดว่าทรัสต์ฯ จะไม่มีการซื้อสินทรัพย์เข้ากองทรัสต์ในช่วงระหว่างปี 2566-2568 แต่อย่างไรก็ตาม ทรัสเรทตั้งยังได้รวมงบลงทุนสำหรับการปรับปรุงศูนย์การค้าที่จำนวน 1.3 พันล้านบาทไว้ในประมาณการด้วย

จากแผนการลงทุนและระดมทุนของทรัสต์ฯ ทรัสเรทตั้งคาดว่าหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยของทรัสต์ฯ จะเพิ่มขึ้น มาอยู่ที่ระดับ 5.9 หมื่นล้านบาท (รวมภาระหนี้สำหรับสัญญาเช่าในช่วง 20 ปีหลังของโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 จำนวน 1.64 หมื่นล้านบาท) ณ สิ้นปี 2568 ทั้งนี้ กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ของทรัสต์ฯ คาดว่าน่าจะคงอยู่ที่ระดับ 4-4.5 พันล้านบาทในช่วงปี 2566-2568 ซึ่งจะส่งผลให้อัตราร้อยละหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA น่าจะอยู่ที่ระดับ 5 เท่าในปี 2566 และ 7 เท่าในปี 2567 รวมทั้งจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับมากกว่า 10 เท่า (รวมหนี้สินตามสัญญาเช่า) ในปี 2568 ในขณะที่อัตราร้อยละ EBITDA ต่อดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะลดลงอย่างมากมาอยู่ที่ 1-2 เท่าในปี 2568 จากระดับ 6-7 เท่าในช่วงปี 2565-2566 โดยที่อัตราร้อยละเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวม (LTV) ของทรัสต์ฯ อาจอยู่สูงเกินกว่าระดับ 50% นับตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป

ทรัสต์ฯ จำเป็นจะต้องรักษาอัตราร้อยละทางการเงินให้เป็นไปตามเงื่อนไขของหุ้นกู้และเงินกู้จากธนาคาร โดยทรัสต์ฯ จะต้องดำรงอัตราร้อยละ LTV (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้รวม) ให้ต่ำกว่า 60% และดำรงอัตราร้อยละความสามารถในการชำระหนี้ให้สูงเกินกว่า 1.2 เท่า ทั้งนี้ ณ เดือนมิถุนายน 2566 อัตราร้อยละ LTV (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้รวม) ของทรัสต์ฯ อยู่ที่ระดับ 28% และอัตราร้อยละความสามารถในการชำระหนี้ที่อยู่ที่ระดับ 1.3 เท่า ดังนั้น ทรัสเรทตั้งจึงคาดว่าทรัสต์ฯ จะสามารถบริหารโครงสร้างทางการเงินให้สอดคล้องกับเงื่อนไขของหุ้นกู้และเงินกู้จากธนาคารต่อไปได้อีก 12-18 เดือนข้างหน้า

### คาดว่าอัตรากำไรจะลดลงแต่ยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง

ทรัสเรทตั้งมองว่าอัตรากำไรของทรัสต์ฯ จะลดลงตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไปเนื่องจากทรัสต์ฯ จะต้องรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายจากค่าบำรุงรักษาพื้นที่ส่วนกลาง (CAM Charge) เพิ่มเติมในสัญญาเช่าใหม่ของโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าและโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 ซึ่งจะทำให้อัตราร้อยละ EBITDA ต่อรายได้ของทรัสต์ฯ อ่อนตัวลงเมื่อเปรียบเทียบกับในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตามการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายจาก CAM Charge ไม่ได้กระทบต่อ EBITDA

สมมติฐานกรณีพื้นฐานของทรัสเรทตั้งประมาณการว่าต้นทุนค่าเช่าและบริการของทรัสต์ฯ จะอยู่ที่ราว ๆ 400 ล้านบาทต่อปีในช่วงระหว่างปี 2566-2567 และคาดว่าต้นทุนค่าเช่าและบริการจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปี 2568 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของค่าบำรุงรักษาพื้นที่ส่วนกลางของสินทรัพย์หลักทั้ง 2 แห่ง ดังนั้น อัตราร้อยละ EBITDA ต่อรายได้ของทรัสต์ฯ อาจลดลงมาอยู่ที่ระดับ 73% ในปี 2568 จากระดับประมาณ 80% ในช่วงระหว่างปี 2565-2567 โดยถ้าไม่รวม CAM Charge อัตราร้อยละ EBITDA ต่อรายได้ของทรัสต์ฯ จะอยู่ที่ 80% ในปี 2568

### สภาพคล่องที่ค่อนข้างตึงตัวแต่ยังสามารถจัดการได้

ทรัสเรทตั้งประเมินว่าสภาพคล่องของทรัสต์ฯ จะค่อนข้างตึงตัวแต่ยังสามารถบริหารจัดการได้ในอีก 12-18 ปีข้างหน้า ทั้งนี้ ณ เดือนมิถุนายน 2566 แหล่งสภาพคล่องของทรัสต์ฯ ประกอบด้วยเงินสดในมือจำนวน 2.2 พันล้านบาทและเงินลงทุนในหลักทรัพย์ตามมูลค่ายุติธรรมที่จำนวน 1.1 พันล้าน

บาท นอกจากนี้ ทรัสต้า ยังมีวงเงินกู้ยืมจากธนาคารที่ยังไม่ได้เบิกใช้และไม่สามารถยกเลิกได้จำนวน 100 ล้านบาทสำหรับการใช้ในการดำเนินงานอีกทั้งจะมีเงินทุนจากการดำเนินงานในปี 2566 ที่คาดว่าจะอยู่ที่ 3.9 พันล้านบาทอีกด้วย

ในขณะเดียวกัน ทรัสต้า มีภาระหนี้ซึ่งเป็นเงินกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดชำระในช่วงครึ่งหลังของปี 2566 ที่จำนวน 553 ล้านบาท ส่วนภาระหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในปี 2567 จะอยู่ที่จำนวน 4.5 พันล้านบาทซึ่งประกอบด้วยเงินกู้ระยะยาวจำนวน 2.5 พันล้านบาทและหุ้นกู้จำนวน 2.0 พันล้านบาท ทั้งนี้ ทรัสต้าตั้งคาดว่าทรัสต้า จะสามารถจ่ายคืนเงินกู้ระยะยาวจำนวน 553 ล้านบาทได้โดยใช้เงินหมุนเวียนภายในและจะหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อนำไปชำระหนี้เงินกู้ระยะยาวที่จะครบกำหนดในปี 2567 ต่อไป ส่วนหุ้นกู้ที่จะครบกำหนดชำระนั้น ทรัสต้า มีแผนจะออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อนำมาใช้ทดแทน นอกจากนี้ ทรัสต้า ยังมีความต้องการในการใช้เงินทุนเพื่อนำไปใช้จ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่ไม่น้อยกว่า 90% ของเงินได้จากการลงทุนสุทธิที่ปรับปรุงแล้วและเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานตามแผนของทรัสต้า อีกจำนวน 1.3-1.8 พันล้านบาทต่อปีในช่วงระหว่างปี 2566-2568 อีกด้วย

ณ เดือนมิถุนายน 2566 ทรัสต้า มีหนี้สินทางการเงินรวม (ตามการพิจารณาลำดับชั้นในการได้รับคืน) จำนวนทั้งสิ้น 2.26 หมื่นล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันจำนวน 1.74 หมื่นล้านบาทและเงินกู้จากธนาคารจำนวน 5.2 พันล้านบาท โดยหนี้สินทางการเงินทั้งหมดเป็นหนี้ที่ไม่มีหลักประกันและมีลำดับชั้นในการได้รับคืนเท่าเทียมกัน

### มีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้จากรายได้ภายใต้สัญญาเช่า

สถานะเครดิตของทรัสต้า เป็นผลมาจากการที่ทรัสต้า มีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากรายได้ค่าเช่าและบริการภายใต้สัญญาจากทั้งศูนย์การค้าและอาคารสำนักงาน โดยผู้เช่าพื้นที่ส่วนใหญ่จะทำสัญญาที่มีอายุ 3 ปีซึ่งทำให้ทรัสต้า มีรายได้ที่ค่อนข้างแน่นอน และทรัสต้าตั้งยังมองว่าสัญญาที่เป็นค่าเช่าคงที่จะทำให้ทรัสต้า ได้ประโยชน์จากการมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมออีกด้วย อย่างไรก็ตาม สัญญาเช่าที่แปรผันตามรายได้ของผู้เช่าก็ทำให้ทรัสต้า มีรายได้ที่เพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นในขณะที่ค่าเช่าขั้นต่ำหรือสัญญาเช่าแบบคงที่ก็ช่วยป้องกันความเสี่ยงของในกรณีที่ผลการดำเนินงานของผู้เช่าพื้นที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้

ทั้งนี้ 60% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดของทรัสต้า เป็นสัญญาที่เป็นค่าเช่าคงที่ ในขณะที่ส่วนที่เหลือเป็นสัญญาเช่าที่ผันแปรตามรายได้ อย่างไรก็ตาม สำหรับพื้นที่ในศูนย์การค้านั้น ทรัสต้า ได้ค่อย ๆ ทดลองปรับเปลี่ยนสัญญาเช่าแบบคงที่ให้เป็นสัญญาเช่าแบบผันแปรตามรายได้โดยจะเรียกเก็บส่วนแบ่งค่าเช่าจากสัดส่วนรายได้ของผู้เช่าตามที่ตกลงกันไว้นอกเหนือจากค่าเช่าขั้นต่ำที่ต้องจ่าย ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของจำนวนสัญญาเช่าแบบผันแปรตามรายได้น่าจะช่วยทำให้ทรัสต้า มีรายได้และกำไรที่เติบโตขึ้น

### ธุรกิจศูนย์การค้าและโรงแรมฟื้นตัว ในขณะที่ธุรกิจเช่าพื้นที่สำนักงานหดตัวลง

ทรัสต้าตั้งคาดว่าผลการดำเนินงานของทรัสต้า จะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในระหว่างปี 2566-2568 ซึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัวของจำนวนลูกค้าที่เข้าใช้บริการและการใช้จ่ายของผู้บริโภคในศูนย์การค้าภายหลังสถานการณ์โรคระบาด ทั้งนี้ ทรัสต้าตั้งคาดว่าอัตราการเช่าพื้นที่ในศูนย์การค้าแต่ละแห่งจะยังคงดีอย่างต่อเนื่องรวมทั้งอัตราค่าเช่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยการให้ส่วนลดแก่ผู้เช่าจะอยู่ในระดับต่ำลงตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป สำหรับธุรกิจโรงแรมนั้น ทรัสต้าตั้งคาดว่าทรัสต้า จะได้รับค่าเช่าเต็มจำนวนทั้งในส่วนของค่าเช่าคงที่และค่าเช่าผันแปรตามรายได้ตลอดช่วงปีประมาณการเนื่องจากทรัสต้าตั้งเห็นว่าเริ่มมีนักท่องเที่ยวกลับมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2565 อย่างไรก็ตาม ทรัสต้าตั้งมองว่าอัตราการเช่าและค่าเช่าในส่วนของธุรกิจพื้นที่สำนักงานให้เช่านั้นจะยังคงได้รับผลกระทบจากการมีจำนวนสำนักงานให้เช่าเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากในอีก 2-3 ปีข้างหน้าท่ามกลางอุปสงค์ในการใช้พื้นที่สำนักงานที่ลดลงจากผลของแนวโน้มความนิยมในการทำงานนอกสำนักงาน

ทรัสต้า มีรายได้จากการดำเนินงานที่จำนวน 4.9 พันล้านบาทในปี 2565 และ 2.8 พันล้านบาทในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2566 โดยเพิ่มขึ้น 38% และ 20% จากช่วงเดียวกันของปีก่อนตามลำดับ ส่งผลให้ EBITDA ของทรัสต้า เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.9 พันล้านบาทในปี 2565 จากที่ระดับ 2.5-3.0 พันล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2563-2564 ส่วน EBITDA นั้นยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเพิ่มขึ้น 24% ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2566 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลการดำเนินงานของสินทรัพย์ของทรัสต้า แต่ละแห่งทยอยปรับตัวดีขึ้นซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการกลับมาของทั้งลูกค้าภายในประเทศและนักท่องเที่ยวต่างประเทศรวมทั้งการให้ส่วนลดแก่ผู้เช่า ทั้งนี้ อัตราการเช่าของศูนย์การค้าโดยเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 94%-96% ในช่วงปี 2565 จนถึง 6 เดือนแรกของปี 2566 ในขณะที่อัตราการเช่าพักในโรงแรมฮิลตันพาทายันนั้นก็ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 87% ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2566 จากระดับ 75% ในปี 2565 อย่างไรก็ตาม อัตราการเช่าพื้นที่สำนักงานปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 85% ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2566 จากระดับที่มากกว่า 90% ในช่วงก่อนสถานการณ์โรคระบาด

จากสมมติฐานกรณีพื้นฐาน ทริสเรทติ้งประมาณการว่าอัตราค่าเช่าเฉลี่ยของศูนย์การค้าของทริสต์ฯ จะปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 93%-96% โดยมีการเติบโตของอัตราค่าเช่า (Average Room Rate – ARR) ที่ระดับราว ๆ 2% ต่อปีเนื่องจากทริสเรทติ้งมีข้อมูลสนับสนุนที่ชัดเจนจากจำนวนลูกค้าทั้งในและต่างประเทศที่ทยอยเข้ามาในศูนย์การค้าเพิ่มขึ้น ทริสเรทติ้งคาดว่าทริสต์ฯ จะได้รับค่าเช่าจากธุรกิจโรงแรมฮิลตัน พัทยาทั้งในส่วนที่เป็นค่าเช่าคงที่และค่าเช่าผันแปรตามรายได้รวมกันทั้งสิ้นที่จำนวน 400 ล้านบาทต่อปี ในส่วนของพื้นที่สำนักงานให้เช่านั้น ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตราค่าเช่าจะอยู่ที่ระดับ 85% ในปี 2566 และจะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 80% ในระหว่างปี 2567-2568 โดยคาดว่าอัตราค่าเช่าจะปรับตัวลดลงเล็กน้อย ทั้งนี้ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้จากการดำเนินงานของทริสต์ฯ จะอยู่ที่ระดับ 5-6 พันล้านบาทต่อปีและ EBITDA จะอยู่ที่ระดับ 4-4.5 พันล้านบาทต่อปีในช่วงระหว่างปี 2566-2568

### สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

สมมติฐานสำคัญ ๆ ที่ทริสเรทติ้งใช้เป็นพื้นฐานในการประมาณการผลการดำเนินงานของทริสต์ฯ ในช่วงระหว่างปี 2566-2568 มีดังนี้

- การต่อสัญญาเช่าของโครงการเซ็นทรัล ปิ่นเกล้าและโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 จะใช้เงินจำนวนทั้งสิ้น 2.5 หมื่นล้านบาท โดยมีแหล่งเงินทุนจากเงินกู้ 60% และจากการเพิ่มทุน 40%
- ประมาณการมูลค่าปัจจุบันของอายุสัญญาเช่า 20 ปีหลังของโครงการเซ็นทรัล พระราม 2 คำนวณโดยให้รายได้เติบโตที่ระดับ 4% ต่อปีและอัตราส่วนลดที่ระดับ 9%
- จะไม่มีการซื้อสินทรัพย์ใหม่เข้ากองทริสต์
- เงินลงทุนสำหรับการปรับปรุงศูนย์การค้าจะอยู่ที่จำนวน 1.3 พันล้านบาท
- รายได้จากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 5-6 พันล้านบาทต่อปี
- อัตราส่วน EBITDA ต่อรายได้จะอยู่ที่ระดับราว ๆ 80% ในระหว่างปี 2566-2567 แต่จะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 73% ในปี 2568 และ EBITDA อยู่ที่ 4-4.5 พันล้านบาทต่อปี

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงความกังวลของทริสเรทติ้งเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของทริสต์ฯ ที่อาจจะลดลงอย่างมากจากแผนการกู้ยืมเพื่อการลงทุนที่จะทำให้ระดับภาระหนี้สินทางการเงินของทริสต์ฯ ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญพร้อมทั้งแนวโน้มอัตราการทำกำไรที่ปรับตัวลดลง

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจได้รับการปรับลดลงได้อีกหากผลการดำเนินงานและ/หรือสถานะทางการเงินของทริสต์ฯ อ่อนแอลงมากกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างมีสาระสำคัญ ในทางตรงกันข้าม แนวโน้มอันดับเครดิตอาจได้รับการปรับเปลี่ยนมาเป็น “Stable” หรือ “คงที่” ได้หากทริสต์ฯ สามารถลดจำนวนหนี้ในโครงสร้างเงินทุนลงได้เพื่อเป็นแหล่งเงินทุนในการต่อสัญญาเช่าสินทรัพย์สินที่สำคัญ ๆ ซึ่งจะให้อัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวมต่ำกว่าระดับ 50% และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA อยู่ในระดับ 5-8 เท่าได้ภายหลังจากการต่อสัญญาเช่าทั้ง 2 โครงการเสร็จสิ้น

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ\*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-มี.ย. 2566	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2565	2564	2563	2562
รายได้จากการดำเนินงานรวม	2,760	4,881	3,524	4,062	5,131
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	2,225	3,901	2,453	3,012	4,208
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	1,894	3,276	1,854	2,420	3,704
เงินทุนจากการดำเนินงาน	331	625	599	592	505
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	76,775	76,304	75,371	68,270	44,472
เงินลงทุน	80,698	80,317	78,971	71,577	46,687
สินทรัพย์รวม	19,678	20,397	20,688	21,068	13,367
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	21,965	21,045	19,315	17,727	-
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	33,020	33,277	33,819	28,044	29,701
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	80.62	79.93	69.60	74.14	82.02
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	7.70 **	6.91	4.56	6.32	9.47
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	6.73	6.24	4.09	5.09	8.34
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	4.55 **	5.23	8.43	6.99	3.18
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	18.62 **	16.06	8.96	11.49	27.71
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	37.34	38.00	37.95	42.90	31.04
อัตราส่วนเงินกู้รวม/มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวม (%) (ตามข้อกำหนดสิทธิทางการเงินของหุ้นกู้)	28.06	28.64	28.57	32.18	31.11
อัตราส่วนเงินกู้รวม/มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวม (%) (ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่าในเงินกู้รวมและสินทรัพย์รวม)	38.56	38.81	37.82	42.78	31.11

\* งบการเงินรวม

\*\* ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 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-
CPNREIT272B: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,400 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	AA-
CPNREIT272A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 2,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2570	AA-
CPNREIT288A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 7,390 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2571	AA-
CPNREIT318A: ทุนกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใถ่ถอนปี 2574	AA-
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

### บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2566 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่อยู่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแกลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทรัสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)