

## การจัดอันดับเครดิตบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย

12 มกราคม 2566

### ติดต่อ:

จตุมาส บุญยานิชกุล

Jutamas\_b@trisrating.com

ศศิพร วัชรโรทัย

sasiporn@trisrating.com

สุชาดา พันธุ์, Ph.D.

suchada@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

### ภาพรวมและขอบเขตของเกณฑ์การจัดอันดับเครดิต

เกณฑ์สำหรับ “การจัดอันดับเครดิตบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย” (Homebuilders and Real Estate Developers Rating Methodology) นี้อธิบายถึงปัจจัยสำคัญที่ทริสเรตติ้งใช้ในการจัดอันดับเครดิตบริษัทที่มีรายได้ส่วนใหญ่มาจากการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ซึ่งอาจเป็นได้ทั้งอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัย อสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ และอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม

โดเมนนี้ไม่สามารถใช้กับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้ส่วนใหญ่มาจากการให้เช่าสินทรัพย์ ซึ่งผู้ประกอบการในกลุ่มนี้จะอยู่ภายใต้เกณฑ์ “การจัดอันดับเครดิตบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า” (Rating Methodology for Real Estate for Rent Companies) อย่างไรก็ตาม เป็นเรื่องปกติที่บริษัทหนึ่ง ๆ จะมีการพัฒนาทั้งอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าและเพื่อขาย

### บทคัดย่อ

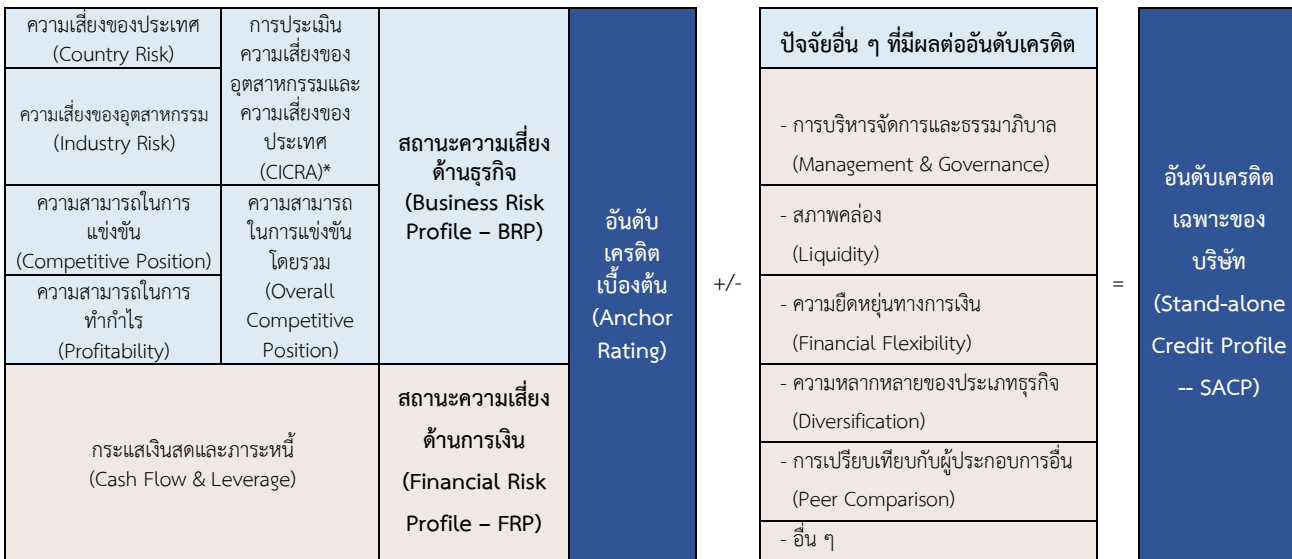
กรอบในการจัดอันดับเครดิตบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยและประเภทอื่น ๆ เพื่อขายนั้น จะมีขั้นตอนเหมือนกับเกณฑ์สำหรับ “การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป” (Corporate Rating Methodology) โดยทริสเรตติ้งจะเริ่มจากการประเมินความเสี่ยงด้านธุรกิจ (Business Risk Profile – BRP) และการประเมินความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk Profile – FRP) ของบริษัทซึ่งผลที่ได้จากการประเมินดังกล่าวจะรวมกันออกมาเป็นอันดับเครดิตเบื้องต้น (Anchor Rating) หลังจากนั้นอันดับเครดิตเบื้องต้นอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงด้วยปัจจัยอื่น ๆ เพื่อให้ได้อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัท (Standalone Credit Profile – SACP) และในท้ายที่สุดหากบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มธุรกิจที่ใหญ่กว่า ทริสเรตติ้งก็จะประเมินผลกระทบจากกลุ่มบริษัททั้งในด้านบวกและในด้านลบที่มีต่ออันดับเครดิตเฉพาะของบริษัทเพื่อให้ได้อันดับเครดิตองค์กร (Issuer Credit Rating – ICR หรือ Company Rating) ของบริษัทนั้น ๆ

สำหรับความเสี่ยงด้านธุรกิจนั้นจะได้อันดับจากการประเมินความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรม (Industry Risk) (ซึ่งรวมความเสี่ยงของประเทศ (Country Risk) ด้วย) ตลอดจนความสามารถในการแข่งขัน (Competitive Position) และความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ของบริษัทนั้น ๆ ทั้งนี้ ทริสเรตติ้งจัดให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายเป็นธุรกิจที่มี “ความเสี่ยงค่อนข้างสูง” (Moderately High Risk) จากการที่มีความผันผวนของรายได้และกำไรที่ค่อนข้างสูง อีกทั้งยังมีแนวโน้มการเติบโตและการแข่งขันในระดับปานกลาง ในการประเมินความสามารถในการแข่งขันนั้น ทริสเรตติ้งให้ความสำคัญกับฐานะทางการเงิน ตลอดจนความหลากหลายของสินค้า และประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ส่วนในด้านความสามารถในการทำกำไรนั้น ทริสเรตติ้งให้ความสำคัญกับทั้งระดับและความผันผวนของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

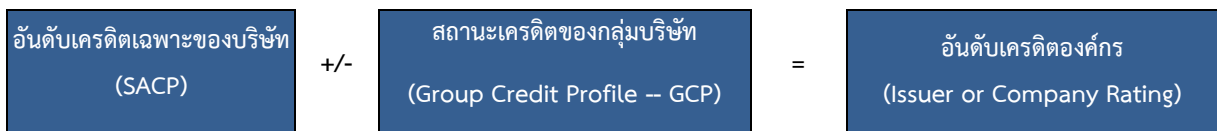
ในส่วนของความเสี่ยงด้านการเงิน (FRP) นั้น ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับทั้งโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดเพื่อใช้ชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยของบริษัท โดยอัตราส่วนทางการเงินสำคัญ 3 อัตราส่วนที่ใช้ในการประเมินความเสี่ยงด้านการเงินประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน (Debt to Capitalization Ratio) อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Debt to Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA) Ratio) และอัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (Funds from Operations (FFO) to Debt Ratio) นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งยังพิจารณาอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA Interest Coverage Ratio) ให้เป็นอัตราส่วนทางการเงินเสริมด้วย โดยอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดจะใช้ตัวเลขที่มีการปรับปรุงแล้ว

## วิธีการจัดอันดับเครดิต

### กรอบการจัดอันดับเครดิต



\* CICRA = Corporate Industry and Country Risk Assessment



## ปัจจัยสำคัญในการกำหนดอันดับเครดิต (Key Rating Factors)

### 1) สถานะความเสี่ยงด้านธุรกิจ (BRP)

การวิเคราะห์สถานะความเสี่ยงด้านธุรกิจจะเน้นการประเมินความเสี่ยงของประเทศและความเสี่ยงด้านอุตสาหกรรมที่บริษัทหรือหน่วยงานนั้น ๆ เผชิญ ความสามารถในการแข่งขันของบริษัทเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยความสามารถในการแข่งขันจะประเมินได้จาก 1) ความได้เปรียบในการแข่งขัน (Competitive Advantage) 2) ขนาดขอบเขต และความหลากหลายของสินค้า (Scale, Scope, and Diversity of Products) และ 3) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operating Efficiency) สำหรับการประเมินความสามารถในการทำกำไรนั้น ทริสเรตติ้งจะพิจารณาทั้งระดับและแนวโน้มของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทโดยเปรียบเทียบกับผู้ประกอบการรายอื่นในอุตสาหกรรม

#### 1.1. ความเสี่ยงของประเทศ (Country Risk)

ผู้ประกอบการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตส่วนใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น จะเน้นการดำเนินธุรกิจภายในประเทศ ดังนั้น ธุรกิจของผู้ประกอบการในกลุ่มนี้จึงเผชิญกับความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ ตลอดจนนโยบายของภาครัฐ และกฎระเบียบของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม สำหรับผู้ประกอบการที่ดำเนินธุรกิจในประเทศอื่น ๆ นั้นก็มีประเด็นความเสี่ยงของประเทศนั้น ๆ ที่มีความสำคัญต่ออันดับเครดิตของบริษัทเหล่านั้นด้วย ทั้งนี้ ในการประเมินความเสี่ยงของประเทศนั้นทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ ตลอดจนการสนับสนุนจากภาครัฐ ความก้าวหน้าของตลาดเงินตลาดทุน และกฎระเบียบของประเทศที่บริษัทเข้าไปลงทุน โดยความเสี่ยงของประเทศของบริษัทนั้น ๆ จะพิจารณาจากขนาดของรายได้ กำไร หรือสินทรัพย์ที่มาจากประเทศนั้น ๆ

## 1.2. ความเสี่ยงของอุตสาหกรรม (Industry Risk)

อุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายนั้นจัดเป็นอุตสาหกรรมที่มี “ความเสี่ยงค่อนข้างสูง” (Moderately High Risk) ซึ่งสะท้อนถึงความผันผวนของรายได้และกำไรที่อยู่ในระดับสูงตลอดจนแนวโน้มอัตราการเติบโตที่อยู่ในระดับปานกลาง และการแข่งขันที่มีความรุนแรงปานกลาง โดยทั่วไปแล้วอุปสงค์ด้านอสังหาริมทรัพย์มักจะผันแปรไปตามภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม อุปสงค์จากผู้ซื้อและ/หรือนักลงทุนชาวต่างประเทศก็มีบทบาทสำคัญด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม

- ความผันผวนของรายได้และกำไร (Volatility of Revenues and Earnings)

อุปสงค์ด้านอสังหาริมทรัพย์นั้นมักจะผันแปรไปตามภาวะเศรษฐกิจแต่จะมีความผันผวนมากกว่า จากข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ในช่วงที่เกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจ (ช่วงระหว่างปี 2538-2542 และ 2548-2553) พบว่าการลดลงของรายได้จากจุดสูงสุดมายังจุดต่ำสุดอยู่ที่ประมาณ -61.36% ในช่วงระหว่างปี 2538-2542 และไม่มีการเติบโตในช่วงระหว่างปี 2548-2553 และการลดลงของอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA Margin) อยู่ที่ระดับ -145.45% ในช่วงระหว่างปี 2538-2542 และที่ระดับ -18% ในช่วงระหว่างปี 2548-2553 รายได้และกำไรที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่เศรษฐกิจถดถอยดังกล่าว ทำให้ทริสเรทติ้งจัดให้บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนของรายได้และกำไรมีความเสี่ยงในระดับสูง

- สภาพการแข่งขันและแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม (Degree of Competition and Industry Growth Trends)

บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายจัดว่ามีการแข่งขันที่รุนแรงในระดับปานกลางและมีแนวโน้มการเติบโตในระดับปานกลาง การเป็นอุตสาหกรรมที่ต้องใช้เงินลงทุนที่ค่อนข้างสูงทำให้เป็นอุปสรรคต่อการเข้ามาในอุตสาหกรรมของผู้ประกอบการรายใหม่ระดับหนึ่ง ในขณะที่ความเสี่ยงจากการถูกทดแทน (Substitution Risk) นั้นมีไม่มากนักและแนวโน้มการเติบโตโดยทั่วไปมักจะสอดคล้องกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ สินค้าในกลุ่มนี้ยังมีความแตกต่างกันในระดับหนึ่งด้วย ซึ่งทำให้มีแรงกดดันด้านอัตรากำไรที่สูงมากนักเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น ๆ

อย่างไรก็ดี สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น ระดับและแนวโน้มอัตรากำไรจะค่อนข้างเป็นวงจรรันลงตามระดับอุปสงค์และอุปทานที่มีในตลาด โดยอุปสงค์ด้านที่อยู่อาศัยนั้นจะขึ้นกับหลาย ๆ ปัจจัย เช่น ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ความมั่นคงในหน้าที่การงาน การเติบโตของจำนวนประชากร ความพร้อมในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน และระดับการพัฒนาของเขตเมือง นอกจากนี้ การลงทุนในด้านโครงการโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ รวมไปถึงอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศก็เป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่ช่วยส่งเสริมการเติบโตของอุตสาหกรรมในระยะสั้นถึงปานกลางอีกด้วย

สำหรับผู้ประกอบการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมนั้น ทั้งสวนอุตสาหกรรม (Industry Park) และพื้นที่เขตอุตสาหกรรม (Industrial Zone) อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานภาครัฐ 2 แห่งคือ การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน ซึ่งผู้ประกอบการจะต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติที่กำหนดจึงจะสามารถประกอบธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและให้สิทธิพิเศษต่าง ๆ แก่ลูกค้าที่อยู่ในนิคมหรือเขตอุตสาหกรรมได้ เช่น ลูกค้าที่เป็นบริษัทต่างชาติสามารถซื้อที่ดินในนิคมหรือเขตอุตสาหกรรมนั้น ๆ ได้ ดังนั้น ผู้ประกอบการรายใหม่ก็จะเผชิญกับอุปสรรคด้านกฎระเบียบของภาครัฐ บางครั้งก็อาจมีการทดแทนที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมด้วยพื้นที่นอกเขตนิคมฯ หรือที่ดินในนิคมฯ ในพื้นที่อื่น ๆ ด้วยเช่นกัน ระดับและแนวโน้มอัตรากำไรในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมนั้นค่อนข้างเป็นวงจรรันลงโดยขึ้นอยู่กับระดับความรุนแรงของการแข่งขันและสภาพตลาด และนอกจากปัจจัยด้านเศรษฐกิจภายในประเทศแล้ว อุปสงค์พื้นที่ในนิคมอุตสาหกรรมยังขึ้นอยู่กับการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติอีกด้วย ในขณะที่การ

ส่งเสริมการลงทุนและสิทธิพิเศษที่ให้โดยภาครัฐเช่น นโยบายพัฒนาอุตสาหกรรม (การปฏิวัติอุตสาหกรรมครั้งที่ 4 หรือ Industry 4.0) รวมถึงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานและโครงการเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic Corridor – EEC) ก็เป็นส่วนหนึ่งที่ช่วยส่งเสริมการเติบโตของอุตสาหกรรมในระยะปานกลาง

### 1.3. ความสามารถในการแข่งขัน (Competitive Position)

ในการประเมินความสามารถในการแข่งขันนั้น ทริสเรตติ้งจะพิจารณาปัจจัยหลัก 3 ด้าน คือ 1) ความได้เปรียบในการแข่งขัน 2) ขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินค้า และ 3) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โดยมีน้ำหนักที่ให้กับแต่ละปัจจัยคือ 30% สำหรับ “ความได้เปรียบในการแข่งขัน” 30% สำหรับ “ขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินค้า” และ 40% สำหรับ “ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน” โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- **ความได้เปรียบในการแข่งขัน (Competitive Advantage)**

สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายนั้น ทริสเรตติ้งจะประเมินความได้เปรียบในการแข่งขันของหน่วยงานจากขนาดและส่วนแบ่งทางการตลาด ตลอดจนสถานะของแบรนด์ ความสามารถในการกำหนดราคาสินค้า และคุณภาพของสินค้า โดยผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับความสามารถในการหาที่ดินที่เหมาะสมเพื่อพัฒนาโครงการในปริมาณที่เพียงพอเพื่อรองรับการเติบโตของบริษัท รวมถึงความสามารถในการปรับปรุงสินค้าให้ตรงกับสภาวะตลาดและรสนิยมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับชื่อเสียงและสถานที่ตั้งของนิคมอุตสาหกรรมของบริษัทนั้น ๆ เป็นหลัก

ทั้งนี้ ความได้เปรียบในการแข่งขันอาจวัดได้จากการเปรียบเทียบยอดขายใหม่ ตลอดจนยอดขายสะสมหรือรับรู้รายได้ (Backlog) ยอดยกเล็ก และราคาขายที่เหนือกว่าคู่แข่ง โดยผู้ประกอบการจะถือว่ามีความได้เปรียบในการแข่งขันที่ “เข้มแข็ง” (Strong) หากบริษัทนั้นประสบความสำเร็จในการดำเนินกลยุทธ์ทั้งทางด้านธุรกิจและการตลาดที่ทำให้สามารถเข้าไปแข่งขันในตลาดที่กำลังเติบโตและมีการแข่งขันที่รุนแรงได้ รวมทั้งมีความสามารถในการหาที่ดินที่มีศักยภาพหรือที่ดินที่อยู่ในทำเลที่ต้องการ และมีความสามารถในการสร้างความโดดเด่นเหนือตลาดโดยรวมได้ทั้งในแง่ของการทำยอดขายและราคา ในทางตรงกันข้าม ผู้ประกอบการจะถือว่ามีความได้เปรียบในการแข่งขันที่ “อ่อนแอ” (Weak) หากบริษัทนั้นมีขนาดธุรกิจที่ค่อนข้างเล็ก มีนโยบายทางธุรกิจหรือกลยุทธ์ทางการตลาดที่ไม่สอดคล้องหรือแข่งกันเกินไป รวมถึงไม่มีที่ดินที่เพียงพอสำหรับการทดแทนและ/หรือรองรับการเติบโตในอนาคต

- **ขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินค้า (Scale, Scope, and Diversity)**

ในการประเมินขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินค้าของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขายนั้น ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับยอดขายและความหลากหลายของสินค้าในแง่ของประเภทสินค้า ระดับราคาและที่ตั้ง สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น อุปสงค์ที่อยู่อาศัยมีความเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาและอาจได้รับผลกระทบจากรสนิยมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป รวมทั้งจากความเจริญของเมือง การพัฒนาสาธารณูปโภคพื้นฐานหรือสภาพเศรษฐกิจ ดังนั้นผู้ประกอบการที่มีสินค้าหลายประเภทหลายระดับราคาและอยู่ในหลายพื้นที่ก็จะสามารถปรับปรุงสินค้าให้ตอบสนองต่อความต้องการของตลาดได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับผลกระทบน้อยกว่าบริษัทอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันแม้ในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว

สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมนั้น ขนาดและความหลากหลายของที่ตั้งนิคมอุตสาหกรรมจะมีความสำคัญมากกว่า โดยที่ความหลากหลายของที่ตั้งนิคมฯ จะทำให้ผู้ประกอบการสามารถดึงดูดลูกค้าที่อยู่ในหลากหลายอุตสาหกรรมเข้ามาได้ ในขณะที่การมีพื้นที่นิคมฯ ที่มีขนาดใหญ่จะช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถให้บริการสาธารณูปโภคและบริการที่เกี่ยวข้องได้ดีและครอบคลุมมากกว่าคู่แข่งด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าได้

ผู้ประกอบการที่ได้รับการประเมินในด้านขนาด ขอบเขตและความหลากหลายของสินค้าว่ามีความ “เข้มแข็ง” (Strong) นั้นจะต้องมีธุรกิจขนาดใหญ่รวมทั้งมีประเภทสินค้าตลอดจนระดับราคาและที่ตั้งที่หลากหลาย ในขณะที่ผู้ประกอบการที่ได้รับการประเมินว่ามีความ “อ่อนแอ” (Weak) นั้นจะมีขนาดธุรกิจที่เล็กและมีความกระจุกตัวในแง่ของประเภทสินค้าและ/หรือที่ตั้ง

- **ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Operating Efficiency)**

ประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทนั้นมักจะสะท้อนให้เห็นจากอัตรากำไรที่บริษัททำได้ ทั้งนี้ อัตรากำไรที่ต่ำกว่าคู่แข่งอาจเกิดจากความสามารถในการส่งผ่านต้นทุนที่ปรับเพิ่มขึ้นให้แก่ผู้ซื้อหรือความสามารถในการลดต้นทุนโดยการปรับปรุงสินค้า ปรับปรุงกระบวนการผลิต หรือลดต้นทุนการดำเนินงาน ผู้ประกอบการรายใหญ่มักได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) จากการที่สามารถจัดหาที่ดินหรือวัตถุดิบด้วยต้นทุนที่มีประสิทธิภาพหรือสามารถบริหารการก่อสร้างให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน

สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น ทริสเรตติ้งจะพิจารณาความสามารถของผู้ประกอบการในการพัฒนาและส่งมอบที่อยู่อาศัยได้ภายในเวลาและต้นทุนที่กำหนดโดยไม่มีปัญหาทางด้านคุณภาพในภายหลัง ผู้ประกอบการที่เน้นการพัฒนาบ้านแนวราบควรมีความสามารถในการบริหารการก่อสร้างให้สอดคล้องกับการขาย โดยการบริหารที่ดินนั้นผู้ซื้อบ้านควรจะต้องรอสินค้านานและผู้ประกอบการควรจะไม่สต็อกสินค้าสร้างเสร็จเหลือขายมากจนเกินไป สำหรับผู้ประกอบการที่เน้นโครงการตึกสูงก็จะมีตัวชี้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ต่างออกไป โดยผู้ประกอบการโครงการตึกสูงจะต้องสามารถสร้างยอดขายล่วงหน้าให้ได้มากในระดับหนึ่งและสามารถก่อสร้างให้แล้วเสร็จและส่งมอบโครงการให้แก่ผู้ซื้อได้ตามเวลาที่กำหนด โดยคุณภาพของยอดขายล่วงหน้ามีความสำคัญค่อนข้างมากสำหรับผู้ประกอบการที่ทำโครงการคอนโดมิเนียม โดยผู้ประกอบการที่เก็บเงินดาวน์เพียงเล็กน้อยก็อาจมีความเสี่ยงที่ผู้ซื้อจะยกเลิกการซื้อก่อนวันโอนซึ่งทำให้สุดท้ายแล้วยอดขายที่แท้จริงจะต่ำกว่าคาด ทั้งนี้ ความล่าช้าในการก่อสร้างหรือการโอนโครงการอาจจะส่งผลเสียต่อทั้งฐานะทางการเงินและชื่อเสียงของผู้ประกอบการได้

สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมนั้น ตัวชี้วัดหลักที่ใช้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานคือ ความสามารถในการหาที่ดินในแหล่งที่ตั้งที่เหมาะสมด้วยต้นทุนที่แข่งขันได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เนื่องจากต้นทุนค่าที่ดินเป็นต้นทุนที่ใหญ่ที่สุดในโครงสร้างต้นทุนของผู้ประกอบการ ดังนั้น ผู้ประกอบการจะต้องมีการวางแผนหาที่ดินเพื่อพัฒนาโครงการล่วงหน้า ในขณะเดียวกันก็ต้องมีการทบทวนแผนการจัดหาที่ดินและแผนการขายธุรกิจอย่างสม่ำเสมอด้วย นอกจากนี้ความสามารถในการส่งมอบโครงการได้ตามเวลาภายในต้นทุนที่กำหนดก็เป็นปัจจัยที่สำคัญ โดยผู้ประกอบการรายใหญ่ ๆ ที่มีทีมก่อสร้างของตนเองจะสามารถบริหารเวลาและต้นทุนในการก่อสร้างได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทริสเรตติ้งยังพิจารณารวมถึงความสามารถในการบริหารสต็อกที่ดินด้วยเช่นกัน โดยผู้ประกอบการรายใหญ่ ๆ มักมีการบริหารความเสี่ยงในเรื่องนี้โดยการมีที่ดินพร้อมขายในแต่ละพื้นที่ในระดับที่เหมาะสมและลดการก่อสร้างสาธารณูปโภคในบางพื้นที่ที่มีที่ดินเหลือขายมากเกินไป

## 1.4. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

ในการวิเคราะห์เรื่องความสามารถในการทำกำไรนั้น ทริสเรตติ้งจะให้ความสำคัญกับทั้งระดับของอัตรากำไรและความผันผวนของอัตรากำไร

- **ระดับอัตรากำไร (Level of Profitability)**

ในการวัดระดับอัตรากำไรนั้น ทริสเรตติ้งใช้อัตราส่วนทางการเงินหลัก 2 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (EBITDA Margin) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (Return on Permanent Capital – ROPC) โดยทั่วไปแล้ว อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) จะใช้วัดความสามารถของผู้ประกอบการในการควบคุมต้นทุนในการพัฒนาโครงการและกำหนดราคาขาย เมื่อเปรียบเทียบกับผู้ประกอบการรายอื่นในอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการบางรายอาจมีค่าใช้จ่ายทางการตลาดที่มากกว่าคู่แข่งเพื่อเพิ่มยอดขายแทนการขายสินค้าในราคาที่ถูกลง ดังนั้น ในมุมมองของทริสเรตติ้งจึงเห็นว่า EBITDA Margin ซึ่งรวม

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารแล้วนั้นน่าจะสะท้อนระดับอัตรากำไรได้ดีกว่าอัตรากำไรขั้นต้น อย่างไรก็ตาม ในบางกรณี ผู้ประกอบการบางรายจะมีการร่วมทุนกับพันธมิตรอื่นเพื่อพัฒนาโครงการ ดังนั้น ผู้ประกอบการดังกล่าวจะรับรู้เพียงส่วนแบ่งกำไร (หรือขาดทุน) จากการลงทุนผ่านทางบริษัทร่วมหรือกิจการร่วมค้าเท่านั้น ในกรณีนี้ อัตราส่วน ROPC จะสะท้อนความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ดีกว่า EBITDA Margin

การใช้อัตราส่วนทั้ง 2 อัตราส่วนจะคำนวณจากข้อมูลค่าเฉลี่ย 5 ปีโดยใช้ตัวเลขในอดีต 2 ปีรวมทั้งตัวเลขคาดการณ์ของปีปัจจุบันและปีอนาคตอีก 2 ปีข้างหน้า สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น ค่า EBITDA Margin โดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ประมาณ 15%-25% ในขณะที่ ROPC ตัวเฉลี่ยจะอยู่ที่ระดับประมาณ 8%-15%

- **ความผันผวนของอัตรากำไร (Volatility of Profitability)**

ในการวัดความผันผวนของอัตรากำไรนั้น ทริสเรทติ้งจะพิจารณาที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ EBITDA Margin และ/หรือ ROPC ของบริษัทโดยใช้ข้อมูลในอดีตย้อนหลัง 7 ปี สำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยนั้น กำไรและกระแสเงินสดของผู้ประกอบการที่เน้นการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมแนวสูงจะมีความผันผวนมากกว่าผู้ประกอบการที่เน้นโครงการแนวราบ โดยความสามารถในการทำกำไรจะผันผวนตามจำนวนโครงการที่แล้วเสร็จและส่งมอบในแต่ละปี ดังนั้น ผู้ประกอบการในกลุ่มนี้จึงต้องมีการบริหารทั้งจำนวนโครงการที่เปิดตัว โครงการที่ก่อสร้างและโครงการที่ส่งมอบในแต่ละปีอย่างระมัดระวัง เพื่อให้ผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสม่ำเสมอ ในทางตรงกันข้าม กำไรของผู้ประกอบการที่เน้นโครงการแนวราบจะค่อนข้างสม่ำเสมอมากกว่าเนื่องจากระยะเวลาในการก่อสร้างสั้นกว่า อย่างไรก็ตาม ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาอุปสงค์สินค้าที่อยู่อาศัยประเภทคอนโดมิเนียมเติบโตขึ้นอย่างมาก จนทำให้ผู้ประกอบการหลายรายหันมาพัฒนาโครงการประเภทคอนโดมิเนียมเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ทริสเรทติ้งคาดหวังว่าผู้ประกอบการควรจะมีสินค้าแต่ละประเภทในสัดส่วนที่เหมาะสมเพื่อให้สามารถเติบโตและมีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ

ส่วนผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมที่เน้นเฉพาะการขายที่ดินในโครงการนั้นจะมีกำไรที่ผันผวนและมีความอ่อนไหวต่อวงจรเศรษฐกิจมากกว่า ดังนั้น ผู้ประกอบการในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จึงหาทางที่จะลดความผันผวนดังกล่าวโดยการสร้างรายได้ที่สม่ำเสมอจากการปล่อยเช่าสินทรัพย์หรือให้บริการด้านสาธารณูปโภคและบริการอื่น ๆ เพิ่มเติม

## 2) สถานะความเสี่ยงด้านการเงิน (Financial Risk Profile – FRP)

ทริสเรทติ้งจะใช้งบการเงินที่ได้รับการตรวจสอบและ/หรือได้รับการสอบทานจากผู้ตรวจสอบบัญชีแล้วเป็นหลัก โดยในการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงินนั้น ทริสเรทติ้งจะให้ความสำคัญทั้งในเชิงคุณภาพและในเชิงปริมาณ นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งจะใช้งบการเงินรวมมากกว่างบการเงินเดียวในการวิเคราะห์เพื่อให้เห็นภาพรวมของบริษัทและบริษัทย่อยที่มีการหักรายการที่เกิดขึ้นระหว่างกันออกไปแล้ว

ในการวิเคราะห์เชิงคุณภาพนั้น หากผู้ตรวจสอบบัญชีไม่สามารถให้ความเห็นหรือแสดงความเห็นแบบมีเงื่อนไขในรายการที่มีความสำคัญในงบการเงินได้ ทริสเรทติ้งจะใช้ความระมัดระวังเป็นพิเศษในการพิจารณาอันดับเครดิต ในบางกรณีทริสเรทติ้งอาจไม่สามารถจัดอันดับเครดิตให้แก่บริษัทได้ ทั้งนี้ อันดับเครดิตอาจได้รับผลกระทบในเชิงลบหากบริษัทไม่สามารถอธิบายเหตุผลที่ผู้ตรวจสอบบัญชีได้ให้ความเห็นแบบมีเงื่อนไขกับรายการที่สำคัญเอาไว้ เนื่องจากความน่าเชื่อถือของงบการเงินดังกล่าวอาจนำมาซึ่งข้อสงสัยบางประการ

ในการวิเคราะห์เชิงปริมาณนั้น ทริสเรทติ้งอาจมีการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกับผู้ประกอบการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันได้ โดยการปรับปรุงในบางรายการจะเหมือนกับบริษัททั่วไปแต่ในบางรายการอาจมีการปรับปรุงเฉพาะของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นเท่านั้น โดยทริสเรทติ้งไม่ได้พยายามที่จะปรับปรุงตัวเลขในงบการเงินทุกรายการ อย่างไรก็ตาม การปรับปรุงดังกล่าวควรที่จะครอบคลุมรายการสำคัญที่มีผลกระทบต่อตัวเลขอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ ๆ และสะท้อนสถานะทางการเงินที่แท้จริงของบริษัท

สำหรับการประเมินสถานะความเสี่ยงด้านการเงิน (FRP) นั้น ทริสเรทติ้งจะให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงินและกระแสเงินสดต่อภาระหนี้ เช่น อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (Debt to Capitalization Ratio) อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (FFO to Debt Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Debt to EBITDA Ratio) นอกจากนี้ ทริสเรทติ้งยังพิจารณาอัตราส่วนอื่น ๆ ให้เป็นส่วนเสริมอีกด้วย

เช่น อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA Interest Coverage Ratio) โดยอัตราส่วนต่าง ๆ จะได้รับการปรับปรุงให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน สำหรับรายละเอียดเกี่ยวกับการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินนั้นสามารถดูได้จากบทความเรื่อง “อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน” (Financial Ratios and Adjustments) ฉบับล่าสุด

ตารางที่ 1: สถานะความเสี่ยงด้านการเงิน (FRP)

ระดับความเสี่ยงด้านการเงิน	อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (FFO to Debt Ratio)	อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Debt to EBITDA Ratio) (เท่า)	อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน (Debt to Capitalization Ratio)	ค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA Interest Coverage Ratio) (เท่า)
น้อยมาก (Minimal)	>60%	<1.25	<20%	>15
น้อย (Modest)	40%-60%	1.25-2.0	20%-35%	10-15
ปานกลาง (Intermediate)	20%-40%	2.0-3.5	35%-50%	6-10
ค่อนข้างสูง (Significant)	10%-20%	3.5-5.0	50%-60%	3-6
สูง (Aggressive)	5%-10%	5.0-8.0	60%-70%	2-3
สูงมาก (Highly Leveraged)	<5%	>8.0	>70%	<2

### 3) ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลต่ออันดับเครดิต

ภายหลังจากการวิเคราะห์สถานะความเสี่ยงด้านธุรกิจ (BRP) และสถานะความเสี่ยงด้านการเงิน (FRP) แล้ว ทริสเรตติ้งก็จะได้ผลอันดับเครดิตเบื้องต้น (Anchor Rating) ของบริษัทออกมา จากนั้น ทริสเรตติ้งอาจมีการปรับปรุงด้วยปัจจัยอื่น ๆ เพื่อให้ได้อันดับเครดิตเฉพาะ (SACP) ของบริษัท สำหรับปัจจัยหลัก ๆ ที่ใช้ในการปรับปรุงนั้นจะอธิบายไว้ในบทความเรื่อง “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป” (Corporate Rating Methodology) ฉบับล่าสุด และในขั้นตอนสุดท้าย อันดับเครดิตเฉพาะของบริษัทอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นหรือถูกจำกัดด้วยสถานะเครดิตของกลุ่มบริษัท (ถ้ามี)

### 4) สถานะเครดิตของกลุ่มบริษัท (Group Credit Profile – GCP)

สำหรับรายละเอียดของผลกระทบทั้งในเชิงบวกและในเชิงลบจากกลุ่มบริษัทที่มีต่ออันดับเครดิตขององค์กร (ICR) สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ในบทความเรื่อง “เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตกลุ่มธุรกิจ” (Group Rating Methodology) ฉบับล่าสุดของทริสเรตติ้ง

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2566 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใด ๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริงหรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้ไม่ได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมีได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ 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)