

บริษัท วิลล่า คุณาลัย จำกัด (มหาชน)

องค์กรธุรกิจ / พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย

3 กุมภาพันธ์ 2569

อันดับเครดิตองค์กร: B+/Negative

อันดับเครดิตและแนวโน้ม

ทริสเรตติ้งลดอันดับเครดิตองค์กรของ บริษัท วิลล่า คุณาลัย จำกัด (มหาชน) ลงมาเป็นระดับ “B+” จากระดับ “BB-” ขณะเดียวกัน ยังคงแนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ”

การปรับลดอันดับเครดิตครั้งนี้สะท้อนถึงรายได้และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ โดยอันดับเครดิตยังถูกจำกัดจากขนาดธุรกิจที่ค่อนข้างเล็ก และการกระจุกตัวทั้งในแง่ของจำนวนโครงการ ทำเลที่ตั้ง และกลุ่มลูกค้า

แนวโน้มอันดับเครดิตยังคงเป็น “Negative” หรือ “ลบ” เนื่องจากความกังวลด้านสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น รวมถึงแรงกดดันต่อรายได้และผลกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งได้รับผลกระทบจากความต้องการที่อยู่อาศัยที่ซบเซา และภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เอื้ออำนวย ระดับหนี้ครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และอัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันความต้องการที่อยู่อาศัย โดยเฉพาะในตลาดที่อยู่อาศัยระดับราคาต่ำถึงปานกลางในช่วง 12 เดือนข้างหน้า

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

ผลการดำเนินงานอ่อนแอกว่าที่คาด

ผลประกอบการของบริษัทในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2568 (9M68) ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างมีนัยสำคัญ โดยรายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทอยู่ที่ 409 ล้านบาท คิดเป็นเพียงประมาณครึ่งหนึ่งของประมาณการรายได้ทั้งปีเดิม ขณะที่ EBITDA อยู่ในระดับอ่อนแอ ทำได้เพียงประมาณหนึ่งในสี่ของประมาณการทั้งปีเดิม และเงินทุนจากการดำเนินงานยังคงเป็นลบ ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอนี้เกิดจากภาวะตลาดที่อยู่อาศัยซบเซาและอัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ยังอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในกลุ่มผู้ซื้อบ้านรายได้ปานกลางถึงรายได้ต่ำ ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท

อัตรากำไรของบริษัทยังคงถูกกดดันจากการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทจำเป็นต้องใช้นโยบายการตั้งราคาเชิงรุกมากขึ้นเพื่อกระตุ้นยอดขาย ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายอสังหาริมทรัพย์ (ไม่รวมการขายที่ดิน) ลดลงมาอยู่ที่ 20%-25% ในช่วงปี 2566-9M68 จากระดับ 27%-33% ในช่วงหลายปีก่อนหน้า ขณะที่ EBITDA Margin อ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 12%-15% จากระดับมากกว่า 18% ในช่วงปี 2563-2565

ธุรกิจขนาดเล็กที่มีการกระจุกตัวของโครงการสูง

ทริสเรตติ้งมองว่าขนาดธุรกิจที่จำกัดของบริษัทและระดับการกระจุกตัวสูงในโครงการและทำเลที่ตั้งเพียงไม่กี่แห่งนั้น ยังคงเป็นปัจจัยที่จำกัดสถานะเครดิตของบริษัท ณ เดือนธันวาคม 2568 บริษัทมีโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา 9 โครงการ ใน 3 ทำเล ได้แก่ โครงการในพื้นที่เขตรังสิต บางขุนเทียน และบางบัวทอง ซึ่งมีมูลค่าเหลือขาย (รวมทั้งบ้านที่สร้างแล้วเสร็จและที่ยังไม่ได้ก่อสร้าง) รวมทั้งสิ้น 1.11 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ สองโครงการขนาดใหญ่ของบริษัท ได้แก่ คุณาลัย นาวารำ พระราม 2 และคุณาลัย นาวารำ รังสิตคลอง 2 มีสัดส่วนรวมกันเกือบ 90% ของมูลค่าเหลือขายทั้งหมด ด้วยระดับภาระหนี้ของบริษัทที่ยังอยู่ในระดับสูง บริษัทจึงให้ความสำคัญกับการพัฒนาโครงการที่มีอยู่เดิมและไม่มีแผนเปิดตัวโครงการใหม่ในช่วงปี 2568-2570 ส่งผลให้รายได้และผลกำไรในอนาคตของบริษัทจะพึ่งพาผลการดำเนินงานของทั้งสองโครงการดังกล่าวเป็นหลัก

ทริสเรตติ้งปรับลดประมาณการรายได้จากการดำเนินงานรวมของบริษัทเหลือประมาณ 500-530 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปี 2568-2570 หรือราว 40% ต่ำกว่าประมาณการเดิม นอกจากนี้ ทริสเรตติ้งประเมินว่ารายได้จากสองโครงการหลักจะคิดเป็นประมาณสองในสามของรายได้รวมในช่วงประมาณการ แม้ว่าต้นทุนที่ดินของโครงการเหล่านี้อยู่ในระดับต่ำ แต่ทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจะยังคงต้องยอมลดอัตรากำไรเพื่อกระตุ้นยอดขายและลดจำนวนสินค้าคงเหลือ ส่งผลให้ EBITDA มีแนวโน้มลดลงมาอยู่ที่ระดับเพียง 30-60 ล้านบาทต่อปี โดยมี EBITDA Margin ที่ลดลงเหลือเพียง 6%-11% ขณะที่ เงินทุนจากการดำเนินงานคาดว่าจะยังคงเป็นลบ ด้วยเหตุนี้ บริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะบันทึกผลขาดทุนสุทธิต่อเนื่องในช่วงปีถัดไป

โครงสร้างเงินทุนที่มีภาระหนี้สูงและกระแสเงินสดเพื่อการชำระหนี้ที่อ่อนแอ

หลังจากการขยายธุรกิจเชิงรุกในช่วงปี 2564-2566 ระดับภาระหนี้ของบริษัทยังคงอยู่ในระดับสูง โดยอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทปรับขึ้นแตะระดับ 70% ในปี 2566 ก่อนจะปรับลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 68% ในช่วงปี 2567-9M68 การชะลอตัวของยอดขายอสังหาริมทรัพย์ส่งผลให้แผนการลดภาระหนี้เกิดขึ้นในอัตราที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ ขณะเดียวกัน ตัวชี้วัดความสามารถในการรองรับกระแสเงินสดเพื่อการชำระหนี้ก็อ่อนแอลงตามการถดถอยของผลการดำเนินงาน

มองไปข้างหน้า ทริสเรตติ้งคาดว่าระดับภาระหนี้ของบริษัทจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นตามกลยุทธ์การลดหนี้ของบริษัท โดยบริษัทไม่มีแผนการเปิดโครงการใหม่ในช่วงปี 2568-2570 และจะให้ความสำคัญกับการพัฒนาและขายโครงการขนาดใหญ่สองโครงการที่อยู่ระหว่างการดำเนินงานในปัจจุบัน ทริสเรตติ้งคาดว่าบริษัทจะมีการซื้อที่ดินมูลค่า 36 ล้านบาทในปี 2568 และไม่มีการซื้อที่ดินเพิ่มเติมในปี 2569-2570 ขณะที่เงินลงทุนสำหรับการก่อสร้างโครงการคาดว่าจะอยู่ที่ 140-240 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปี 2568-2570 ภายใต้สมมติฐานดังกล่าว อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนของบริษัทคาดว่าจะปรับลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 64%-67% ขณะที่อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงินคาดว่าจะยังคงเป็นลบตลอดช่วงประมาณการ

สภาพคล่องตัวและความเสี่ยงในการรีไฟแนนซ์อยู่ในระดับสูง

ทริสเรตติ้งประเมินว่าสถานะสภาพคล่องของบริษัทอยู่ในระดับอ่อนแอในช่วง 15 เดือนข้างหน้า โดยหนี้ที่จะครบกำหนดชำระตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2568 ไปจนถึงปี 2569 มีมูลค่ารวมประมาณ 1.3 พันล้านบาท โดยประกอบด้วย หุ้นกู้จำนวน 458 ล้านบาท เงินกู้โครงการระยะยาวจำนวน 400 ล้านบาท ตัวสัญญาใช้เงินระยะสั้นจำนวน 135 ล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นเงินกู้ประเภทอื่น ๆ ณ เดือนกันยายน 2568 แหล่งที่มาของสภาพคล่องของบริษัทประกอบด้วย เงินสดจำนวน 62 ล้านบาท วงเงินกู้ยืมที่ยังไม่ได้เบิกใช้จำนวน 26 ล้านบาท นอกจากนี้ บริษัทยังมีที่ดินที่ปลอดภาระหนี้ซึ่งมีมูลค่าทางบัญชีที่จำนวน 83 ล้านบาท และสินค้าคงคลังที่ปลอดภาระหนี้มูลค่า 92 ล้านบาท ซึ่งสามารถนำไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันสำหรับวงเงินกู้กับสถาบันการเงินได้หากมีความจำเป็น

โดยปกติ บริษัทจะรีไฟแนนซ์ตราสารหนี้ที่ครบกำหนดด้วยการออกตราสารหนี้ใหม่ ทั้งนี้ จากหุ้นกู้จำนวน 458 ล้านบาทที่จะครบกำหนดในช่วง 15 เดือนข้างหน้า มีจำนวน 50 ล้านบาท ได้รับการต่ออายุไปแล้ว ส่วนที่เหลือคาดว่าจะรีไฟแนนซ์ได้บางส่วนผ่านการออกหุ้นกู้ใหม่หรือการกู้ยืมจากธนาคาร อย่างไรก็ตาม ด้วยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอและภาวะตลาดตราสารหนี้ที่ยังคงหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ทำให้ความสามารถของบริษัทในการต่ออายุหุ้นกู้จึงยังคงมีความท้าทาย

ตามข้อกำหนดทางการเงินของหุ้นกู้ระบุให้บริษัทต้องรักษาอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนให้อยู่ที่ระดับไม่เกิน 3 เท่า ทั้งนี้ ณ เดือนกันยายน 2568 บริษัทมีอัตราส่วนดังกล่าวอยู่ที่ 2.1 เท่า ทริสเรตติ้งจึงเชื่อว่าบริษัทจะสามารถปฏิบัติตามเงื่อนไขทางการเงินดังกล่าวได้ในช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า

โครงสร้างหนี้

ณ สิ้นเดือนกันยายน 2568 บริษัทมีหนี้สินรวมอยู่ที่จำนวนประมาณ 1.9 พันล้านบาท โดยในจำนวนดังกล่าวเป็นหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนจำนวน 1.1 พันล้านบาทซึ่งเป็นหนี้ของบริษัทเองและของบริษัทย่อยต่าง ๆ ดังนั้น อัตราส่วนหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อนต่อหนี้สินรวมของบริษัทจึงอยู่ที่ระดับ 57% ดังนั้น ทริสเรตติ้งจึงมองว่าเจ้าหนี้ที่ไม่มีหลักประกันของบริษัทมีความเสี่ยงเปรียบในด้านลำดับสิทธิเรียกร้องเหนือสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับเจ้าหนี้ที่มีลำดับในการได้รับชำระคืนก่อน

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

สมมติฐานกรณีพื้นฐานที่สำคัญของทริสเรตติ้งสำหรับการดำเนินงานของบริษัทในช่วงปี 2568-2570 มีดังนี้

- ไม่มีการเปิดโครงการใหม่
- งบประมาณในการซื้อที่ดินเพียง 36 ล้านบาทในปี 2568
- รายได้จากการดำเนินงานรวมจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 500-530 ล้านบาท
- EBITDA Margin จะลดลงเหลือ 6%-11%

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Negative” หรือ “ลบ” สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านการรีไฟแนนซ์และสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้นของบริษัทควบคู่กับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องต่อผลการดำเนินงานและสถานะทางการเงิน อันเป็นผลมาจากความต้องการที่อยู่อาศัยที่ซบเซา และสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคที่ท้าทาย

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตองค์กรของบริษัทอาจถูกปรับลดลงเพิ่มเติม หากผลการดำเนินงานไม่สามารถฟื้นตัวได้ และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น จนเพิ่มความเสี่ยงที่บริษัทอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดในช่วง 12 เดือนข้างหน้า แม้ความเป็นไปได้ในการปรับเพิ่มอันดับเครดิตจะอยู่ในระดับต่ำในช่วงเวลาดังกล่าว แต่อาจมีการปรับแนวโน้มอันดับเครดิตเป็น “Stable” หรือ “คงที่” หากผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวดีขึ้น และระดับภาระหนี้ลดลง ส่งผลให้สถานะสภาพคล่องของบริษัทแข็งแกร่งขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ข้อมูลทางการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ*

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2568	2567	2566	2565	2564
ณ วันที่ 31 ธันวาคม					
รายได้จากการดำเนินงานรวม	409	668	737	1,005	996
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	44	81	101	175	223
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	49	88	107	182	230
เงินทุนจากการดำเนินงาน	(59)	(53)	(22)	85	151
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	105	132	115	70	39
เงินลงทุนในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	2,571	2,551	2,577	1,678	1,481
สินทรัพย์รวม	2,835	2,884	2,874	2,267	1,822
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	1,802	1,813	1,807	1,050	780
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	861	858	779	641	623
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	12.0	13.1	14.5	18.1	23.1
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	2.8 **	3.0	4.3	9.9	18.3
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	0.5	0.7	0.9	2.6	5.9
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	21.4 **	20.7	16.9	5.8	3.4
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	(3.5) **	(2.9)	(1.2)	8.1	19.4
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	67.7	67.9	69.9	62.1	55.6

* งบการเงินรวม

** ปรับเป็นอัตราส่วนเต็มปีด้วยตัวเลข 12 เดือนย้อนหลัง

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 29 ธันวาคม 2568
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 7 พฤศจิกายน 2568
- การจัดอันดับเครดิตบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย, 12 มกราคม 2566

บริษัท วิลล่า คุณาลัย จำกัด (มหาชน) (KUN)

อันดับเครดิตองค์กร:	B+
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Negative

อันดับเครดิตในอดีต

วันที่ทบทวนล่าสุด: 13 กุมภาพันธ์ 2568

วันที่	อันดับเครดิต	แนวโน้มอันดับเครดิต / เครดิตพิโนจ
13 ก.พ. 68	BB-	Negative
15 ก.พ. 67	BB-	Stable
24 ก.พ. 65	BB	Stable

ติดต่อ:

บัณฑิต ป้อมมาตา | bundit@trisrating.com

จุฑามาส บุญยวานิชกุล | jutamas_b@trisrating.com

เลขที่ 016/2026

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2569 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ ปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่อยู่ในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้น หรือของบริษัทเหล่านั้น โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยมิได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน พฤติการณ์ ความรู้ และวัตถุประสงค์ของผู้รับข้อมูลรายใดรายหนึ่ง ดังนั้น ผู้รับข้อมูลควรประเมินความเหมาะสมของข้อมูลดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้รับข้อมูลที่ใช้สำหรับการจัดอันดับเครดิตนี้จากบริษัทและแหล่งข้อมูลอื่นๆ ที่เชื่อว่าเชื่อถือได้ ดังนั้น บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด จึงไม่รับประกันความถูกต้อง ความเพียงพอ หรือความครบถ้วนสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ ดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบต่อความสูญเสีย หรือความเสียหายใดๆ อันเกิดจากความไม่ถูกต้อง ความไม่เพียงพอ หรือความไม่ครบถ้วนสมบูรณ์นั้น และจะไม่รับผิดชอบต่อการผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: <https://www.trisrating.com/rating-criteria>