

# บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 21/2562

27 กุมภาพันธ์ 2562

## CORPORATES

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| อันดับเครดิตองค์กร:                 | BBB+   |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้:             |        |
| หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน | BBB+   |
| แนวโน้มอันดับเครดิต:                | Stable |

วันที่ทบทวนล่าสุด : 10/08/61

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

| วันที่   | อันดับ | แนวโน้มอันดับ      |
|----------|--------|--------------------|
|          | เครดิต | เครดิต/เครดิตพินิจ |
| 27/12/54 | BBB+   | Stable             |
| 15/10/53 | A-     | Negative           |

ติดต่อ:

ชนาพร ปิ่นพิทักษ์

chanaporn@trisrating.com

ประมวลทรัพย์ ผลประเสริฐ

pramuansap@trisrating.com

วจี พิทักษ์ไพบุณย์กิจ

wajee@trisrating.com

ธิตี การุณยานนท์, Ph. D., CFA

thiti@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) ที่ระดับ "BBB+" โดยอันดับเครดิตดังกล่าวสะท้อนถึงชื่อเสียงของบริษัทในฐานะผู้ประกอบการธุรกิจโรงแรมของไทยและความพยายามในการขยายแบรนด์ไปในธุรกิจบริหารโรงแรมและธุรกิจการศึกษาด้านการโรงแรม อย่างไรก็ตาม จุดแข็งดังกล่าวถูกลดทอนลงไปบางส่วนจากการที่บริษัทมีธุรกิจที่กระจายตัวไม่มากนักและภาระหนี้ที่จะเพิ่มสูงขึ้นจากการลงทุนในโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รูปแบบผสม (Mixed-use) ขนาดใหญ่

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### การมีแบรนด์ธุรกิจที่แข็งแกร่งและมีชื่อเสียง

บริษัทดุสิตธานีเป็นหนึ่งในผู้ประกอบการธุรกิจโรงแรมชั้นนำของไทยด้วยการมีแบรนด์ "ดุสิตธานี" ที่มีความแข็งแกร่งและมีชื่อเสียง ทั้งนี้ แบรนด์ของบริษัทสะท้อนเอกลักษณ์การให้บริการแบบไทยซึ่งช่วยส่งเสริมความพยายามในการขยายธุรกิจบริหารโรงแรมและธุรกิจการศึกษาด้านการโรงแรมของบริษัท ปัจจุบันบริษัทมีสัญญาให้บริการบริหารกิจการโรงแรมประมาณ 60 สัญญาและมีจำนวนห้องรวมกว่า 10,000 ห้องที่จะทยอยให้บริการในระยะ 5 ปีข้างหน้า นอกจากนี้ บริษัทยังมีความเชี่ยวชาญในด้านการให้การศึกษาด้านการโรงแรมซึ่งบริษัทมีแผนจะสร้างประโยชน์จากประสบการณ์ดังกล่าวด้วยการขยายธุรกิจการศึกษาด้านการโรงแรมทั้งภายในประเทศและต่างประเทศอีกด้วย

สถานะทางการแข่งขันของบริษัทอ่อนตัวลงจากการมีคุณภาพสินทรัพย์ที่ด้อยลงตามกาลเวลา แม้จะอยู่ในทำเลที่ดี แต่บริษัทมีการลงทุนไม่มากนักในการที่จะปรับปรุงห้องพักให้เป็นไปตามความนิยมของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงไป นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของจำนวนโรงแรมใหม่ ๆ โดยเฉพาะในพื้นที่สำคัญ ๆ ในการสร้างรายได้ให้บริษัท เช่น กรุงเทพฯ ภูเก็ต และหมู่เกาะมัลดีฟส์ ก็ล้วนเป็นทางเลือกที่หลากหลายในทุกระดับราคาให้แก่นักท่องเที่ยว ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลทำให้สถานะในการแข่งขันของบริษัทถดถอยลงและจำกัดความสามารถของบริษัทในการปรับขึ้นราคาห้องพัก

### ธุรกิจมีการกระจายตัวไม่มากนัก แต่กำลังมีการขยายไปยังธุรกิจอื่น ๆ

ธุรกิจของบริษัทมีการกระจายตัวไม่มาก โดยกว่า 80% ของรายได้ของบริษัทมาจากธุรกิจโรงแรมซึ่งส่วนใหญ่มาจากโรงแรมหลัก ๆ ของบริษัทที่อยู่ในกรุงเทพฯ ภูเก็ต พัทยา หมู่เกาะมัลดีฟส์ และกรุงมะนิลา ทำให้ผลประกอบการของบริษัทผันผวนไปตามเหตุการณ์ความไม่สงบและเหตุการณ์ที่คาดเดาไม่ได้ต่าง ๆ กลยุทธ์ที่สำคัญประการหนึ่งของบริษัทคือการเพิ่มความหลากหลายของแหล่งรายได้เพื่อที่จะช่วยลดการพึ่งพาธุรกิจโรงแรมและซดเซยรายได้บางส่วนที่หายไปในช่วงที่โครงการ Mixed-Use กำลังก่อสร้าง

บริษัทได้ลงทุนในธุรกิจอาหารโดยการซื้อหุ้นจำนวน 25.9% ใน บริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โปรดิวซ์ จำกัด (NR Instant Produce Co., Ltd.) คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 663 ล้านบาทในเดือนมีนาคม 2561 โดยบริษัท ดังกล่าวประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารสำเร็จรูป และในเดือนมกราคม 2562 บริษัทได้ซื้อหุ้นจำนวน 51% ใน บริษัท เอ็บเพอเคิร์ฟ เทเคอริง จำกัด (Epicure Catering Co) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการอาหารและเครื่องดื่มแก่โรงเรียนนานาชาติในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีมูลค่าการลงทุน 423 ล้านบาท และบริษัทมีเป้าหมายจะซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีกจำนวน 19% ภายในปี 2563 ซึ่งจะทำให้บริษัทมีมูลค่าการลงทุนรวมทั้งสิ้น 613 ล้านบาท

นอกจากนี้ บริษัทยังได้ซื้อกิจการของ Elite Havens Group (EH) ด้วยมูลค่าการลงทุนทั้งสิ้น 15 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือประมาณ 495 ล้านบาทในเดือนกันยายน 2561 อีกด้วย โดย EH ประกอบธุรกิจ

ทำการตลาด ดำเนินการจอง รวมถึงรับดูแลบริหารจัดการและให้เช่าวิลล่าหรูแบบครบวงจร โดยปัจจุบันมีเครือข่ายวิลล่าที่อยู่ในความดูแลกว่า 200 แห่งในประเทศต่าง ๆ ทั้งอินโดนีเซีย ไทย ศรีลังกา ญี่ปุ่น และหมู่เกาะมัลดีฟส์

บริษัทยังมองหาโอกาสที่จะลงทุนในธุรกิจโรงแรมในต่างประเทศเพิ่มเติมโดยมีเป้าหมายเพื่อกระจายแหล่งรายได้ รวมทั้งขยายแบรนด์ให้เป็นที่รู้จัก และเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้แก่แบรนด์เพื่อต่อยอดไปยังธุรกิจบริหารโรงแรมที่บริษัทกำลังขยายอีกด้วย

### ภาระหนี้สูงขึ้นและรายได้ลดลงในช่วงการพัฒนาโครงการ Mixed-use

บริษัทกำลังพัฒนาโครงการ Mixed-use โดยร่วมลงทุนกับ บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) โครงการดังกล่าวประกอบไปด้วยโรงแรม อาคารที่พักอาศัย ศูนย์การค้า และอาคารสำนักงาน โดยสร้างบนพื้นที่ของโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพฯ และบริเวณใกล้เคียง การก่อสร้างจะเริ่มในช่วงต้นปี 2562 และคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 2567

ทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้ของบริษัทจะลดลงประมาณ 15% และประมาณ 10% ของกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA) จากการปิดโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพฯ ทั้งนี้ ในปี 2561 บริษัทรายงานรายได้ที่ 5,072 ล้านบาทและ EBITDA ที่ 1,224 ล้านบาท ภายใต้สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีรายได้ 4,200-4,400 ล้านบาทในปี 2562-2564 และจะมี EBITDA ประมาณ 1,100-1,200 ล้านบาทในช่วงเวลาดังกล่าว

ทริสเรทติ้งคาดหวังว่าบริษัทจะมีความระมัดระวังในการลงทุนใหม่ ๆ มากยิ่งขึ้นในช่วงที่มีการพัฒนาโครงการ Mixed-use ภาระหนี้ของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากบริษัทจะกู้ยืมมากขึ้นเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการ Mixed-use และใช้ในการลงทุนอื่น ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้น ในส่วนของค่าก่อสร้างโครงการ Mixed-use คาดว่าจะรวมอยู่ที่ประมาณ 11,000-12,000 ล้านบาทในช่วงปี 2562-2567 ซึ่งเงินทุนที่ใช้ในการก่อสร้างส่วนหนึ่งจะมาจากเงินชำระตามงวดที่ได้รับจากการขายโครงการที่พักอาศัยและโครงสร้างอาคารศูนย์การค้า

ในช่วงปี 2562-2564 ทริสเรทติ้งมีสมมติฐานว่าบริษัทจะใช้เงินลงทุนรวมประมาณ 5,000-5,500 ล้านบาทซึ่งเป็นการลงทุนตามแผนโดยรวมถึงโครงการ Mixed-use และการลงทุนอื่น ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้น ทริสเรทติ้งยังคงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทจะอยู่ที่ 5-7 เท่าในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งเทียบกับ 5.1 เท่าในปี 2561 และยังคงคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนที่ปรับปรุงแล้วจะอยู่ที่ 51%-56% ซึ่งเทียบกับ 50.9% ณ สิ้นปี 2561

### สภาพคล่องมีเพียงพอ

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีสภาพคล่องที่เพียงพอในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยบริษัทมีภาระหนี้ที่จะต้องชำระประมาณ 412 ล้านบาท มีหนี้สินทางการเงินที่จะต้องชำระรวมประมาณ 850 ล้านบาท และมีแผนลงทุนรวมประมาณ 1,200-1,500 ล้านบาท โดยแหล่งที่มาของเงินทุนประกอบด้วย EBITDA ที่ประมาณ 1,100-1,200 ล้านบาท เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ เดือนธันวาคม 2561 จำนวน 1,570 ล้านบาท นอกจากนี้ยังคาดว่าบริษัทจะมีเงินที่ได้รับจากการขายโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ เข้าทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดุสิตธานีอีกประมาณ 600-700 ล้านบาทในกรณีที่ธุรกรรมดังกล่าวผ่านความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทแล้ว

### สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่ารายได้ของบริษัทในปี 2562 จะลดลง 15% และจะเพิ่มขึ้น 1%-3% ในระหว่างปี 2563-2564
- ทริสเรทติ้งคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ของบริษัทจะอยู่ที่ประมาณ 25% ในระหว่างปี 2562-2564
- บริษัทจะมีเงินลงทุนรวมประมาณ 5,000-5,500 ล้านบาทในระหว่างปี 2562-2564

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนความคาดหวังของทริสเรทติ้งว่าบริษัทจะรักษาวิสัยทางการเงินและจะไม่ก่อหนี้ในระดับที่สูงจนเกินไปในช่วงที่บริษัทกำลังพัฒนาโครงการ Mixed-use เพื่อให้มีความยืดหยุ่นเพียงพอที่จะรองรับธรรมชาติที่ผันผวนของธุรกิจโรงแรม

### ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

โอกาสในการปรับเพิ่มอันดับเครดิตของบริษัทมีจำกัดในระยะอันใกล้โดยพิจารณาจากแผนการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการ Mixed-use ในทางกลับกันอันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับลดลงหากฐานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมากจากที่ทริสเรทติ้งคาดการณ์ไว้

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

|                                                                                             | ณ วันที่ 31 ธันวาคม |       |       |       |       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                                                                             | 2561                | 2560  | 2559  | 2558  | 2557  |
| รายได้จากการดำเนินงานรวม                                                                    | 5,072               | 5,170 | 5,348 | 5,267 | 5,015 |
| กำไรจากการดำเนินงาน                                                                         | 1,126               | 1,289 | 1,061 | 1,147 | 802   |
| กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี                                                                 | 527                 | 498   | 313   | 432   | 159   |
| กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย                                    | 1,224               | 1,409 | 1,200 | 1,311 | 966   |
| เงินทุนจากการดำเนินงาน                                                                      | 687                 | 921   | 1,039 | 1,123 | 790   |
| ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว                                                                 | 452                 | 410   | 173   | 149   | 154   |
| เงินลงทุน                                                                                   | 563                 | 1,669 | 355   | 713   | 543   |
| สินทรัพย์รวม                                                                                | 11,573              | 9,978 | 9,033 | 9,388 | 9,012 |
| หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว                                                            | 6,306               | 5,928 | 2,068 | 2,574 | 2,305 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว                                                            | 6,078               | 5,881 | 5,354 | 5,404 | 5,212 |
| <b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>                                                   |                     |       |       |       |       |
| อัตรากำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%)                     | 22.20               | 24.93 | 19.85 | 21.78 | 16.00 |
| อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)                                                         | 3.90                | 4.58  | 3.57  | 4.94  | 1.87  |
| อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)     | 2.71                | 3.44  | 6.95  | 8.80  | 6.28  |
| อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า) | 5.15                | 4.21  | 1.72  | 1.96  | 2.39  |
| อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)                                     | 10.89               | 15.53 | 50.23 | 43.61 | 34.28 |
| อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)                                                    | 50.92               | 50.20 | 27.86 | 32.26 | 30.67 |

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561
- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 31 ตุลาคม 2550

## บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC)

|                                                                          |        |
|--------------------------------------------------------------------------|--------|
| อันดับเครดิตองค์กร:                                                      | BBB+   |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้:                                                  |        |
| DTC218A: หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน 1,000 ล้านบาท ใ้ก่อนปี 2564 | BBB+   |
| แนวโน้มอันดับเครดิต:                                                     | Stable |

## บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2562 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เปิดเผย ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้นั้นๆ หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลที่ปรากฏในรายงานใดๆ 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 และจะไม่รับผิดชอบต่อข้อผิดพลาด หรือการละเว้นผลที่ได้รับหรือการกระทำใดๆ โดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ รายละเอียดของวิธีการจัดอันดับเครดิตของ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด เผยแพร่อยู่บน Website: [www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria](http://www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria)