

# บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)

ครั้งที่ 203/2562

17 ธันวาคม 2562

## CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน	BBB
แนวโน้มอันดับเครดิต:	Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด : 27/02/62

### อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

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

### ติดต่อ:

ชานาพร ปิ่นพิทักษ์

chanaporn@trisrating.com

ตุลยวัต ฉัตรคำ

tulyawat@trisrating.com

วจี พิทักษ์ไพบุลย์กิจ

wajee@trisrating.com

ธิตี การุณยานนท์, Ph. D., CFA

thiti@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

## เหตุผล

ทริสเรทติ้งลดอันดับเครดิตองค์กรและหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกันของ บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) ลงมาอยู่ที่ระดับ "BBB" จากระดับ "BBB+" ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่"

อันดับเครดิตที่ลดลงดังกล่าวสะท้อนถึงภาระหนี้สินทางการเงินของบริษัทที่เพิ่มสูงขึ้นกว่าที่คาด ภาระหนี้ของบริษัทเริ่มเพิ่มสูงขึ้นตั้งแต่ปี 2560 จากการที่บริษัทได้ต่อสัญญาเช่าที่ดินสำหรับโครงการ ดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค บนถนนพระราม 4 รวมทั้งการลงทุนโดยการก่อหนี้ในช่วงที่ผ่านมา หนี้สินที่ปรับปรุงแล้วเพิ่มขึ้นเกือบ 50% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2562 ในขณะที่กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (EBITDA) ลดลงอย่างมากในช่วงเวลาดังกล่าวโดยสาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการปิดโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ ทริสเรทติ้งคาดว่า EBITDA ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นมากในปี 2563 จากการไม่มีค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นครั้งเดียวดังกล่าวและรายได้จากการลงทุนใหม่ ๆ ของบริษัทที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของ EBITDA ดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับอันดับเครดิตที่ระดับ "BBB+" ได้ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า

## ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

### ภาระหนี้สูงกว่าที่คาดจากการลงทุนโดยการก่อหนี้

ภาระหนี้ที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็น 9.4 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนกันยายน 2562 จาก 6.4 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2561 การเพิ่มขึ้นดังกล่าวมีสาเหตุมาจากการลงทุนรวมประมาณ 1.8 พันล้านบาทในโครงการโรงแรมดุสิต สวีท ราชดำริ กรุงเทพ โรงแรมอศัย ไซนาทาวน์ และบ้านดุสิตธานีในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2562 รวมทั้งการทำรายการขายสินทรัพย์และเช่ากลับมาดำเนินงานในโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ในเดือนกันยายน 2562 ซึ่งก่อนหน้านี้บริษัทมีสัดส่วนการลงทุนในโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ 65% หลังจากเสร็จสิ้นธุรกรรมดังกล่าวบริษัทต้องลงทุนกลับไปในโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ ผ่านการเพิ่มทุนในทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดุสิตธานีและเช่ากลับมาดำเนินการ 21 ปี

ทริสเรทติ้งคาดว่าภาระหนี้ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากบริษัทกำลังพัฒนาโครงการ Mixed-use ขนาดใหญ่ คือ โครงการดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค ซึ่งประกอบไปด้วยโรงแรม อาคารที่พักอาศัย ศูนย์การค้า และอาคารสำนักงาน โดยเป็นการร่วมลงทุนกับ บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) คาดว่าค่าก่อสร้างโครงการรวมอยู่ที่ประมาณ 1.2-1.3 หมื่นล้านบาทในช่วงปี 2562-2567 ซึ่งเงินทุนที่ใช้ในการก่อสร้างส่วนใหญ่จะมาจากเงินชำระตามงวดที่ได้รับจากการขายโครงการที่พักอาศัยและโครงสร้างอาคารศูนย์การค้า

ทริสเรทติ้งคาดว่าภาระหนี้ของบริษัทจะอยู่ในระดับสูงในช่วงระยะเวลาหนึ่ง สมมติฐานของเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทจะอยู่ที่ระดับสูงกว่า 7 เท่าในช่วงช่วงของการพัฒนาโครงการ Mixed-use อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนที่ปรับปรุงแล้วจะอยู่ที่ 65%-75% ซึ่งเป็นระดับภาระหนี้ที่สูงในระยะเวลาที่ยาวนานไม่สอดคล้องกับอันดับเครดิตที่ระดับ "BBB+"

### การกระจายและเพิ่มฐานรายได้

บริษัทมีการลงทุนจำนวนมากในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ตามกลยุทธ์หลักของบริษัทในการกระจายแหล่งของรายได้และลดความเสี่ยงที่หายไปจากโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพในระหว่างที่มีการพัฒนาโครงการดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค

บริษัทได้ลงทุนในธุรกิจอาหารโดยการถือหุ้นจำนวน 25.9% ในบริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนซ์ โปรดิวซ์

จำกัด (NR Instant Produce Co., Ltd.) ซึ่งดำเนินธุรกิจผลิตและส่งออกอาหารสำเร็จรูป คิดเป็นเงินทั้งสิ้น 663 ล้านบาทในเดือนมีนาคม 2561 และในเดือนมกราคม 2562 บริษัทได้ซื้อหุ้นจำนวน 51% ใน บริษัท เอ็บเพอคิวร์ เคเทอร์ริง จำกัด (Epicure Catering Co.) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการอาหารและเครื่องดื่มแก่โรงเรียนนานาชาติในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และบริษัทมีเป้าหมายจะซื้อหุ้นเพิ่มเติมอีกจำนวน 19% ในปี 2563 ซึ่งจะทำให้บริษัทมีมูลค่าการลงทุนรวมทั้งสิ้น 613 ล้านบาท

นอกจากนี้ ในธุรกิจโรงแรม ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของบริษัท บริษัทยังได้ซื้อกิจการของ Elite Havens Group (EH) ด้วยมูลค่าการลงทุนทั้งสิ้น 15 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือประมาณ 495 ล้านบาทในเดือนกันยายน 2561 โดย EH ประกอบธุรกิจทำการตลาด ดำเนินการจอง รวมถึงรับดูแลบริหารจัดการและให้เชาว์วิไลสำหรับบรรดางuest ในประเทศต่าง ๆ ทั้งอินโดนีเซีย ไทย ศรีลังกา ญี่ปุ่น และหมู่เกาะมัลดีฟส์ ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2562 บริษัทได้ลงทุนในโครงการโรงแรมดุสิต สวีท ราชดำริ กรุงเทพ โรงแรมอาคัย ไชน่าทาวน์ และบ้านดุสิตธานี โดยโรงแรมดุสิต สวีท ราชดำริ เปิดดำเนินการแล้วในไตรมาสที่ 2 และบ้านดุสิตธานีเปิดดำเนินการแล้วในไตรมาสที่ 3 ของปี 2562 และคาดว่าโรงแรมอาคัย ไชน่าทาวน์ จะเปิดดำเนินการได้ในไตรมาสแรกของปี 2563

การขยายไปยังธุรกิจอาหารจะช่วยให้บริษัทมีแหล่งรายได้ที่กระจายตัวและลดการพึ่งพารัฐกิจโรงแรมที่มีความผันผวนสูง ในขณะที่การลงทุนในโรงแรมใหม่ทั้ง 2 แห่งและบ้านดุสิตธานีจะช่วยรองรับค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรจากการปิดโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ อีกทั้งยังเป็นการรักษาให้แบรนด์ดุสิตธานียังคงปรากฏอยู่ในขณะที่โครงการโรงแรมอาคัย ไชน่าทาวน์ช่วยให้บริษัทได้เข้าสู่การดำเนินธุรกิจโรงแรมรูปแบบใหม่ที่แตกต่างจากที่บริษัทเคยดำเนินงาน

### รายได้ของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นมากในปี 2020

สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีรายได้ 4.8 พันล้านบาทในปี 2562 และ 5-5.5 พันล้านบาทต่อปีในปี 2563-2565 และจะมี อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา ที่ 15%-17% ในปี 2562 และ 25%-27% ในปี 2563-2565 ทำให้บริษัทจะมี EBITDA ประมาณ 800 ล้านบาทในปี 2562 และ 1.3-1.5 พันล้านบาทในปี 2563-2565

โดยสมมติฐานของทริสเรทติ้งพิจารณาถึงรายได้ที่เกิดขึ้นใหม่จาก ECC โรงแรมดุสิต สวีท ราชดำริ กรุงเทพ และโรงแรมอาคัย ไชน่าทาวน์ ในปี 2562 ผลการดำเนินงานของบริษัทถูกกดดันจากหลายปัจจัย ทั้งการปิดโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ ซึ่งส่งผลให้รายได้หายไปประมาณ 0.9-1 พันล้านบาท และ EBITDA หายไปประมาณ 150 ล้านบาท ขณะที่บริษัทยังมีภาระค่าใช้จ่ายพนักงานต่อเนื่อง ซึ่งทริสเรทติ้งคาดว่าสถานการณ์จะดีขึ้นในปี 2563 หลังจากที่มีโรงแรมใหม่ทั้ง 2 แห่งและบ้านดุสิตธานีเปิดให้บริการเต็มรูปแบบ ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถใช้ทรัพยากรบุคคลที่มีอยู่ได้อย่างเต็มประสิทธิภาพมากขึ้น

อีกปัจจัยที่กดดันผลการดำเนินงานของบริษัทในปี 2562 คือผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงของโรงแรมเดิมของบริษัท ทั้งจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง การปรับปรุงโรงแรมดุสิตธานี หัวหิน รวมทั้งค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทำให้ประเทศไทยมีความน่าดึงดูดน้อยลง ใน 9 เดือนแรกของปี 2562 รายได้ต่อห้องพัก (Revenue Per Available Room -- RevPar) ลดลง 8% เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ทริสเรทติ้งคาดว่าผลการดำเนินงานของโรงแรมที่มีอยู่เดิมของบริษัทจะค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยคาดว่าจะรายได้จากโรงแรมที่มีอยู่เดิมจะเพิ่มขึ้น 1%-3% ในปี 2563-2565 โดยพิจารณาถึงความสามารถในการแข่งขันที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากที่หลาย ๆ โรงแรมของบริษัทปรับปรุงแล้วเสร็จ ทั้งที่ภูเก็ต หัวหิน กรุงเทพมหานคร และพัทยา อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงสำคัญยังคงเป็นประเด็นเรื่องการแข่งขันที่รุนแรงซึ่งจะจำกัดความสามารถในการขึ้นราคาห้องพัก รวมทั้งค่าเงินบาทที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่อง

### สภาพคล่องดีแต่คาดว่าจะบริหารจัดการได้

ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีสภาพคล่องที่แข็งแกร่งซึ่งสามารถบริหารจัดการได้ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยบริษัทมีภาระหนี้ที่จะครบกำหนดชำระประมาณ 2.7 พันล้านบาทและมีแผนลงทุนรวมประมาณ 2.2-2.4 พันล้านบาทโดยแหล่งที่มาของเงินทุนประกอบด้วย EBITDA ที่ประมาณ 1-1.1 พันล้านบาท เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดที่ใช้ได้ ณ เดือนกันยายน 2561 ประมาณ 2.7 พันล้านบาท ทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะก่อหนี้บางส่วนเพื่อทดแทนเงินกู้เดิมที่จะครบกำหนดชำระ

### สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

- สมมติฐานของทริสเรทติ้งคาดว่าบริษัทจะมีรายได้ 4.8 พันล้านบาทในปี 2562 และ 5-5.5 พันล้านบาทในปี 2563-2565
- มีอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา ที่ 15%-17% ในปี 2562 และ 25%-27% ในปี 2563-2565
- มี EBITDA ประมาณ 800 ล้านบาทในปี 2562 และ 1.3-1.5 พันล้านบาทในปี 2563-2565
- บริษัทจะมีเงินลงทุนรวมประมาณ 6-7 พันล้านบาทในระหว่างปี 2563-2565

### แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต "Stable" หรือ "คงที่" สะท้อนความคาดหวังของทริสเรทติ้งว่าบริษัทจะสามารถพัฒนาโครงการ ดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค ได้ตามแผน ขณะที่ถ้ามีการลงทุนอื่น ๆ ก็เป็นไปด้วยความระมัดระวังเพื่อไม่ให้อำนาจการเงินของบริษัทอ่อนแอลง

## ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

โอกาสในการปรับเพิ่มอันดับเครดิตของบริษัทที่มีจำกัดในระยะอันใกล้นี้โดยพิจารณาจากแผนการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการ Mixed-use อันดับเครดิตของบริษัทจะถูกปรับเพิ่มขึ้นถ้าภาระหนี้ของบริษัทปรับตัวดีขึ้นจนมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ปรับปรุงแล้วของบริษัทอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 5 เท่าอย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกัน อันดับเครดิตของบริษัทอาจได้รับการปรับลดลงอีกหากฐานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลงอย่างมากจากที่ทริสเรทติ้งคาดการณ์ไว้ ทั้งจากการลงทุนโดยการก่อหนี้หรือการขายห้องชุดโครงการ ดุสิต เซ็นทรัล พาร์ค ล้ำกว่าที่คาด จนทำให้บริษัทต้องหาแหล่งเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อมาใช้ในการพัฒนาโครงการ ซึ่งเป็นการเพิ่มภาระต่อสถานะการเงินของบริษัท

## ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย.	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
	2562	2561	2560	2559	2558
รายได้จากการดำเนินงานรวม	3,452	5,072	5,170	5,348	5,267
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	105	527	498	446	570
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	649	1,224	1,409	1,405	1,516
เงินทุนจากการดำเนินงาน	77	687	921	1,111	1,190
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	440	452	410	306	287
เงินลงทุน	1,526	563	1,669	355	713
สินทรัพย์รวม	13,786	11,573	9,980	9,033	9,388
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	9,097	6,433	5,928	3,935	4,511
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	6,208	6,078	5,881	5,354	5,404
<b>อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว</b>					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	18.81	24.14	27.26	26.27	28.79
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	1.48	3.88	4.22	4.18	5.32
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	1.48	2.71	3.44	4.60	5.29
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	9.71	5.25	4.21	2.80	2.98
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	2.35	10.67	15.53	28.22	26.38
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	59.44	51.42	50.20	42.36	45.49

## เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- วิธีการจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 26 กรกฎาคม 2562
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงิน, 5 กันยายน 2561

## บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DTC)

อันดับเครดิตองค์กร:	BBB
อันดับเครดิตตราสารหนี้:	
DTC219A: 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 ใช้นี้ เผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ในรูปแบบหรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใดๆ โดยที่ยังไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มีใช้ค่าแถลงข้อเท็จจริง หรือคำแนะนำให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้เหล่านั้น หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มีได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่โดย บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดทำขึ้นโดยไม่ได้คำนึงถึงความต้องการด้านการเงิน 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)