

กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดุสิตธานี

ครั้งที่ 220/2567

26 พฤศจิกายน 2567

CORPORATES

อันดับเครดิตองค์กร: BBB-
แนวโน้มอันดับเครดิต: Stable

วันที่ทบทวนล่าสุด: 20/12/66

อันดับเครดิตองค์กรในอดีต:

วันที่	อันดับ เครดิต	แนวโน้มอันดับ เครดิต/ เครดิตพินิจ
11/10/65	BBB-	Stable
28/08/63	BBB-	Negative
27/03/63	BBB	Alert Negative
19/12/62	BBB	Stable

ติดต่อ:

ชนาพร ปิ่นพิทักษ์

chanaporn@trisrating.com

ตุลยวดี นัตรคำ

tulyawatc@trisrating.com

วจี พิทักษ์โพลูยกิจ

wajee@trisrating.com

ธิตี การณยานนท์, Ph.D., CFA

thiti@trisrating.com



WWW.TRISRATING.COM

* รายงานนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

เหตุผล

ทริสเรตติ้งคงอันดับเครดิตองค์กรของกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าดุสิตธานี (กองทรัสต์ฯ) ที่ระดับ “BBB-” ด้วยแนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” โดยอันดับเครดิตสะท้อนถึงโครงสร้างของรายได้ค่าเช่าซึ่งช่วยปกป้องความเสี่ยงในเชิงผลตอบแทนเงินสดของกองทรัสต์ฯ ตลอดระยะเวลาเช่าโดยขึ้นอยู่กับคุณภาพเครดิตของ บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน) (DUSIT) ในฐานะที่เป็นทั้งผู้เช่าและแหล่งกระแสเงินสดเพียงแห่งเดียวของกองทรัสต์ฯ อันดับเครดิตยังพิจารณาถึงภาระหนี้ของกองทรัสต์ฯ ที่จะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนใหม่ นอกจากนี้ อันดับเครดิตยังสะท้อนถึงขนาดที่เล็กและการกระจุกตัวของกองทรัสต์ฯ ที่มีโรงแรมอยู่เพียง 3 แห่งเท่านั้นซึ่งอาจทำให้กองทรัสต์ฯ มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงที่กระทบต่อภาวะการดำเนินงานหรือความเสี่ยงจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ได้มากกว่ากองทรัสต์ฯ อื่น ๆ ที่มีการกระจายตัวของสินทรัพย์ที่มากกว่าและมีขนาดที่ใหญ่กว่าอีกด้วย

ประเด็นสำคัญที่กำหนดอันดับเครดิต

รายได้ได้รับการปกป้องจากสัญญาเช่าที่มีค่าเช่าขั้นต่ำ

ความเสี่ยงที่รายได้ของกองทรัสต์ฯ จะลดลงนั้นได้รับการป้องกันจากการกำหนดค่าเช่าขั้นต่ำที่กองทรัสต์ฯ จะได้รับจากผู้เช่า กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ห้ามไม่ให้ทรัสต์หรือกองทรัสต์ดำเนินการบริหารโรงแรมเอง กองทรัสต์ฯ จึงต้องนำโรงแรมดุสิตธานีลากูน่า ภูเก็ต ให้ บริษัท ดุสิต แมนเนจเม้นท์ จำกัด (DMCO) เช่าดำเนินการพร้อมทั้งให้เช่าช่วงดำเนินการโรงแรมดุสิตธานี หัวหิน นอกจากนี้ กองทรัสต์ฯ ยังให้ Dusit Maldives Management Pvt., Ltd. (DMM) เช่าช่วงดำเนินการโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ อีกด้วย โดยบริษัททั้ง 2 แห่งคือ DMCO และ DMM เป็นบริษัทย่อยของ DUSIT

DMCO จะต้องจ่ายค่าเช่าให้แก่กองทรัสต์ฯ ทั้งในอัตราแบบคงที่และแบบแปรผันตลอดอายุสัญญา โดยอัตราค่าเช่าแบบคงที่ที่จะต้องมีการปรับปรุงใหม่ทุกปีตามผลการดำเนินงานจริงของโรงแรมแต่ละแห่งแต่ต้องไม่ต่ำกว่า 186 ล้านบาทต่อปี นอกจากนี้ DMCO ยังจะต้องจ่ายค่าเช่าแปรผันในสัดส่วน 80% ของผลการดำเนินงานที่บริษัททำได้หลังจากหักส่วนของค่าเช่าคงที่และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารโรงแรมแล้วอีกด้วย

สำหรับโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ นั้น DMM เช่าช่วงโรงแรมมาบริหารในระยะเวลา 21 ปีสิ้นสุดในปี 2583 โดยบริษัทต้องจ่ายชำระค่าเช่าคงที่ที่ไม่ต่ำกว่า 7 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ต่อปีและจะต้องจ่ายชำระค่าเช่าแปรผันในสัดส่วน 90% ของผลการดำเนินงานที่บริษัททำได้หลังจากหักส่วนของค่าเช่าคงที่และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารโรงแรมแล้ว

ในเวลาที่เกิดผลการดำเนินงานของโรงแรมของกองทรัสต์ฯ อ่อนแอลงจนถึงระดับที่ค่าเช่าขั้นต่ำที่ได้รับจาก DUSIT กลายเป็นแหล่งกระแสเงินสดหลักของกองทรัสต์ฯ ทริสเรตติ้งก็อาจจะประเมินให้คุณภาพเครดิตของ DUSIT เป็นปัจจัยที่จำกัดสถานะเครดิตของกองทรัสต์ฯ อย่างไรก็ตาม ทริสเรตติ้งอาจจัดอันดับเครดิตของกองทรัสต์ฯ ให้อยู่ในระดับที่สูงกว่าอันดับเครดิตของ DUSIT หากโรงแรมของกองทรัสต์ฯ สามารถสร้างกระแสเงินสดที่มากพอในระดับที่สอดคล้องกับอันดับเครดิตที่สูงกว่าเองได้โดยไม่ต้องคำนึงถึงโครงสร้างค่าเช่า

ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของโรงแรมดุสิตธานี ลาгуน่า ภูเก็ต

โรงแรมดุสิตธานี ลาгуน่า ภูเก็ต ยังคงมีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องหลังโรคระบาด และมีส่วนสำคัญต่อประมาณการรายได้ค่าเช่าของทรัสต์ในอีกสองปีข้างหน้า แม้ว่านักท่องเที่ยวจีนยังกลับมาช้า ภูเก็ตยังคงเป็นจุดหมายปลายทางที่ชื่นชอบสำหรับนักท่องเที่ยวชาวยุโรปโดยเฉพาะจากรัสเซีย และด้วยอุปสงค์ต่อห้องพักที่แข็งแกร่งตลอดจนคุณภาพของสินทรัพย์ที่แข่งขันได้ ทำให้ทรัสต์ตั้งคาดว่ารายได้เฉลี่ยต่อห้องต่อคืน (RevPAR) ของโรงแรมจะอยู่ที่ 4,500-5,000 บาทในปี 2567-2569 เทียบกับ 4,014 บาทต่อห้องต่อคืนในปี 2566

โรงแรมในหัวหินและมัลดีฟส์ยังคงเผชิญความท้าทาย

โรงแรมดุสิตธานี หัวหิน พังงาตลาดในประเทศเป็นหลัก ผลการดำเนินงานของโรงแรมโดยเฉพาะลูกค้าในกลุ่มท่องเที่ยวและพักผ่อนได้รับผลกระทบจากสภาวะความเชื่อมั่นของผู้บริโภค แนวโน้มการบริโภคที่อ่อนแอและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากสถานที่อื่น ๆ เช่น พัทยา คาดว่าจะเป็นความท้าทายอย่างต่อเนื่องสำหรับโรงแรมดุสิตธานี หัวหิน ด้วยเหตุนี้ ทรัสต์จึงคาดการณ์การเติบโตของ RevPAR ที่เปอร์เซ็นต์เลขตัวเดียวค่าต่ำถึงกลาง โดยอยู่ที่ 2,300-2,500 บาทต่อห้องต่อคืนในช่วงปี 2567-2569

สำหรับโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ ยังคงเผชิญกับความท้าทายเนื่องจากการเพิ่มขึ้นของที่พักในมัลดีฟส์ นอกจากนี้ ความต้องการจากนักท่องเที่ยวยุโรปและตะวันออกกลางคาดว่าจะยังคงถูกกดดันจากการใช้จ่ายอย่างระมัดระวังอันเป็นผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจและความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงดำเนินอยู่ โดยทรัสต์ตั้งประมาณการว่า RevPAR ของโรงแรมจะอยู่ที่ 330-375 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในระหว่างปี 2567-2569 เมื่อเทียบกับ 427 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2562 ทั้งนี้ โอกาสที่ผลการดำเนินงานของโรงแรมจะดีกว่าที่คาดการณ์เกิดขึ้นได้จากการที่จำนวนนักท่องเที่ยวจีนเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ การขยายความจุของสนามบินที่คาดว่าจะแล้วเสร็จในปี 2568 ก็จะช่วยเพิ่มจำนวนนักท่องเที่ยวให้เดินทางเข้ามามากขึ้นได้หลังจากนั้น ซึ่งก็อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของโรงแรมดุสิตธานี มัลดีฟส์ด้วย

ภาระหนี้จะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนใหม่

ในระหว่างปี 2567-2569 ทรัสต์ตั้งประมาณการว่ากองทรัสต์ฯ จะมีรายได้ค่าเช่ารวมจากโรงแรมทั้ง 3 แห่งที่จำนวน 530-560 ล้านบาทต่อปี และมี EBITDA ที่จำนวนประมาณ 485-500 ล้านบาทต่อปี โดยอยู่ภายใต้สมมติฐานว่าโรงแรมดุสิตธานี ลาгуน่า ภูเก็ต จะมีผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่องต่อไปและจะมีรายได้ค่าเช่าแปรผันนอกเหนือจากค่าเช่าคงที่ขั้นต่ำที่กำหนดจำนวน 100-120 ล้านบาทต่อปีในระหว่างปี 2567-2569 ในขณะเดียวกัน ทรัสต์ตั้งก็คาดว่าโรงแรมในประเทศมัลดีฟส์จะได้รับค่าเช่าเฉพาะในส่วนที่เป็นค่าเช่าคงที่เป็นหลักในช่วงประมาณการ

ทรัสต์ตั้งยังคาดการณ์ว่าภาระหนี้ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจากการลงทุน โดยกองทรัสต์ฯ มีแผนจะลงทุน 500 ล้านบาทในโครงการใหม่ ซึ่งจะเริ่มก่อสร้างตั้งแต่กลางปี 2568 ถึงปี 2569 โดยจะใช้การก่อหนี้เป็นหลัก ทรัสต์ตั้งจึงคาดว่าหนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้วของกองทรัสต์ฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ 2.2 พันล้านบาทในปี 2569 จากระดับ 1.8 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนกันยายน 2567 และคาดว่ากองทรัสต์ฯ จะมีอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อ EBITDA ที่ปรับปรุงแล้วเพิ่มขึ้นสูงสุดอยู่ที่ประมาณ 4.5 เท่าในช่วงของการก่อสร้าง จาก 3.5 เท่า (ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีโดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 12 เดือน) ณ สิ้นเดือนกันยายน 2567 และจะรักษาระดับอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุนที่ปรับปรุงแล้วให้อยู่ต่ำกว่า 30% ในช่วงประมาณการ

หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมดของกองทรัสต์ฯ เป็นหนี้ที่มีหลักประกัน ทั้งนี้ ตามเงื่อนไขของข้อกำหนดทางการเงินของเงินกู้ที่ระบุให้กองทรัสต์ฯ ต้องดำรงอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อ EBITDA ต่ำกว่า 5 เท่าและดำรงอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวมต่ำกว่า 60% นั้น ณ เดือนกันยายน 2567 กองทรัสต์ฯ มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อ EBITDA อยู่ที่ระดับ 3.7 เท่าและมีอัตราส่วนเงินกู้รวมต่อมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวมอยู่ที่ระดับ 24% ซึ่งทรัสต์ตั้งเชื่อว่ากองทรัสต์ฯ น่าจะสามารถปฏิบัติตามข้อกำหนดทางการเงินดังกล่าวตลอดช่วงระยะเวลาประมาณการได้โดยไม่มีปัญหา

ทรัสต์ตั้งประเมินว่ากองทรัสต์ฯ จะมีสถานะสภาพคล่องที่เพียงพอในระยะ 12 เดือนข้างหน้า โดยแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญประกอบด้วยเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ เดือนกันยายน 2567 จำนวน 334 ล้านบาทและเงินทุนจากการดำเนินงานที่ประมาณการว่าจะอยู่ที่จำนวนราว ๆ 370 ล้านบาท ในขณะที่งบลงทุนจะอยู่ที่ประมาณ 250-350 ล้านบาทและการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนจะอยู่ที่จำนวนประมาณ 300 ล้านบาท

สมมติฐานกรณีพื้นฐาน

สมมติฐานกรณีพื้นฐานที่สำคัญ ๆ ของทริสเรทติ้งสำหรับผลดำเนินงานของกองทรัสต์ฯ ในช่วงระหว่างปี 2567-2569 มีดังนี้

- กองทรัสต์ฯ จะมีรายได้ค่าเช่ารวมที่จำนวนทั้งสิ้น 530-560 ล้านบาทต่อปี
- มี EBITDA จำนวนทั้งสิ้นประมาณ 485-500 ล้านบาทต่อปี
- งบประมาณในการซ่อมบำรุงและปรับปรุงโรงแรมรวมทั้งหมดจะอยู่ที่จำนวน 250-300 ล้านบาท
- งบลงทุนในสินทรัพย์โรงแรมแห่งใหม่จะอยู่ที่จำนวน 500 ล้านบาทในปี 2568-2569

แนวโน้มอันดับเครดิต

แนวโน้มอันดับเครดิต “Stable” หรือ “คงที่” สะท้อนถึงการคาดการณ์ของทริสเรทติ้งว่าสินทรัพย์โรงแรมของกองทรัสต์ฯ จะสร้างกระแสเงินสดที่เชื่อถือได้จากรายได้ค่าเช่าต่อไป และกองทรัสต์ฯ จะดำรงสถานะสภาพคล่องเอาไว้ได้อย่างเพียงพอที่จะรองรับภาวะผันผวนใด ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต

ปัจจัยที่อาจทำให้อันดับเครดิตเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตอาจได้รับการปรับเพิ่มขึ้นได้หากโรงแรมของกองทรัสต์ฯ มีผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างต่อเนื่องซึ่งส่งผลให้กองทรัสต์ฯ มีฐานรายได้ที่ใหญ่ขึ้นโดยไม่ทำให้งบดุลอ่อนแอลง ในทางตรงกันข้าม อันดับเครดิตอาจได้รับการปรับลดลงหากผลการดำเนินงานของโรงแรมของกองทรัสต์ฯ อ่อนแอลงในขณะที่คุณภาพเครดิตของ DUSIT ซึ่งเป็นทั้งผู้เช่าและแหล่งรายได้ของกองทรัสต์ฯ เพียงรายเดียวนั้นอ่อนแอลงอย่างมาก

ข้อมูลงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ

หน่วย: ล้านบาท

	ม.ค.-ก.ย. 2567	ณ วันที่ 31 ธันวาคม			
		2566	2565	2564	2563
รายได้จากการดำเนินงานรวม	398	513	454	499	426
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี	356	453	391	441	370
กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย	365	465	403	453	382
เงินทุนจากการดำเนินงาน	276	359	322	369	305
ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว	88	105	80	74	73
เงินลงทุน	107	108	146	90	196
สินทรัพย์รวม	7,870	7,738	7,910	7,795	7,492
หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว	1,758	1,742	1,617	1,927	1,836
ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว	5,703	5,594	5,764	5,693	5,477
อัตราส่วนทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว					
อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (%)	91.6	90.6	88.8	90.9	89.6
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%)	6.2 *	5.8	5.0	5.8	5.0
อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)	4.2	4.4	5.0	6.1	5.2
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า)	3.5 *	3.7	4.0	4.3	4.8
อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%)	21.6 *	20.6	19.9	19.2	16.6
อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อเงินทุน (%)	23.6	23.7	21.9	25.3	25.1
อัตราส่วนเงินกู้รวม/มูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์รวม (%)	22.6	23.1	22.5	22.3	22.5

* ปรับอัตราส่วนให้เป็นตัวเลขเต็มปีโดยใช้ข้อมูลย้อนหลัง 12 เดือน

เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตที่เกี่ยวข้อง

- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป, 15 กรกฎาคม 2565
- อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญและการปรับปรุงตัวเลขทางการเงินสำหรับธุรกิจทั่วไป, 11 มกราคม 2565
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า, 15 กรกฎาคม 2564
- เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตตราสารหนี้, 15 มิถุนายน 2564

กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าอุตสาหกรรม (DREIT)

อันดับเครดิตองค์กร:

BBB-

แนวโน้มอันดับเครดิต:

Stable

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด

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

© บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด สงวนลิขสิทธิ์ พ.ศ. 2567 ห้ามมิให้บุคคลใด ใช้ เผยแพร่ ทำสำเนาเผยแพร่ แจกจ่าย หรือเก็บไว้เพื่อใช้ในภายหลังเพื่อประโยชน์ใดๆ ซึ่งรายงานหรือข้อมูลการจัดอันดับเครดิต ไม่ว่าทั้งหมดหรือเพียงบางส่วน และไม่ว่าในรูปแบบ หรือลักษณะใดๆ หรือด้วยวิธีการใด โดยที่ยังมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ก่อน การจัดอันดับเครดิตนี้มิใช่คำแถลงข้อเท็จจริง หรือคำเสนอแนะให้ซื้อ ขาย หรือถือตราสารหนี้ใดๆ แต่เป็นเพียงความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ดังกล่าว หรือของบริษัทนั้นๆ โดยเฉพาะ ความเห็นที่ระบุในการจัดอันดับเครดิตนี้มิได้เป็นคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน หรือคำแนะนำในลักษณะอื่นใด การจัดอันดับและข้อมูลปรากฏในรายงานใดๆ ที่จัดทำ หรือพิมพ์เผยแพร่ โดย 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: www.trisrating.com/rating-information/rating-criteria