



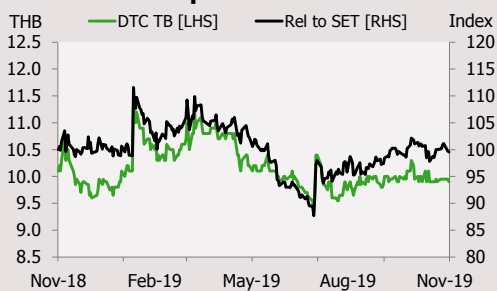
# Dusit Thani PCL

DTC TB	Neutral	
Target Price	Bt	9.20
Price (26/11/2019)	Bt	9.90
Downside	%	7.07
Valuation	PER	
Sector	Tourism & Leisure	
Market Cap	Btm	8,415
30-day avg turnover	Btm	0.56
No. of shares on issue	m	850
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	4,633	4,798	4,750	4,871
Core profit (Btmn)	-71	-766	-388	-374
Net profit (Btmn)	290	39	-188	-174
Net EPS (Bt)	0.34	0.05	-0.22	-0.20
DPS (Bt)	0.17	n.a.	n.a.	n.a.
BVPS (Bt)	5.85	5.91	5.71	5.52
Net EPS growth (%)	8.54	-86.58	-583.61	7.57
ROA (%)	3.25	3.15	-1.17	-1.03
ROE (%)	5.92	0.78	-3.81	-3.65
Net D/E (x)	0.16	-0.15	-0.21	-0.27
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	28.15	216.30	-44.73	-48.39
P/BV (x)	1.64	1.68	1.74	1.79
EV/EBITDA (x)	19.05	39.39	36.18	33.87
Dividend yield (%)	1.77	n.a.	n.a.	n.a.

### DTC TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

### Analyst

Passakorn Linmaneechote

Passakorn.l@kasikornsecurities.com

### Analyst

Phochara Lertwiram

27 November 2019

Kasikorn Securities Public Company Limited

## ภาพรวมดีขึ้นแต่ผลประกอบการจะอ่อนแอ

เราเริ่มนับบทวิเคราะห์ DTC ด้วยคำแนะนำ "ถือ" และราคาเป้าหมายที่ 9.20 บาท DTC เป็นหนึ่งใน 4 เซนโรงแรมขนาดใหญ่ในประเทศไทย พอร์ตธุรกิจประกอบด้วยโรงแรมของตัวเอง, โรงแรมที่รับบริหาร, ธุรกิจด้านการศึกษาและธุรกิจอาหาร ปัจจุบันนี้ บริษัทฯ มีอสังหาริมทรัพย์ทั้งของตัวเองและที่รับบริหารรวม 260 แห่ง ทั้งในประเทศและต่างประเทศและเพิ่งเริ่มก่อสร้างโครงการ mixed-use ในช่วงที่ผ่านมา DTC เป็นผู้ประกอบการโรงแรมแบบ full service ภายใต้ 4 แบรินด์ ได้แก่ 1) ดลิตธานี 2) ดลิตดีทู 3) ดลิตปรินเซสและ 4) ดลิตเดวาราณา นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังขยายพอร์ตธุรกิจไปยังตลาดใหม่ เช่น 1) ซ็อกกิจการ Elite Havens ซึ่งเป็นผู้ทำการตลาด ดำเนินการจองและบริหารจัดการวิลล่าระดับหรูแบบครบวงจรชั้นนำของทวีปเอเชียในปี 2561 และ 2) การเปิดตัวแบรนด์ใหม่ อย่าง โรงแรมอาศัย เรามีมุมมองบวกต่อกลยุทธ์โครงการ mixed-use ในระยะยาวของ DTC แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิระหว่างปี 2562-65 จะไม่น่าตื่นเต้นจากการขาดหายไปของแหล่งสร้างรายได้หลักของ DTC อย่างโรงแรมดลิตธานี กรุงเทพฯ

### Investment highlights

- ▶ **จำนวนนักท่องเที่ยวเข้ายังแข็งแกร่ง** เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าในปี 2562-64 จะเติบโตขึ้น 4.5%/5.2%/7.3% หรือมีอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 5.6% ด้วยปัจจัยหนุนหลักจากนักท่องเที่ยวจีนซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 12.7 ล้านคน ในปี 2564 เพิ่มขึ้น 20.9% จาก 10.5 ล้านคน ในปี 2561 เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวชาวยุโรปจะเติบโตข้างหน้าถึงราว 2% เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวอินเดียจะยังเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในอีก 2-3 ปีข้างหน้าหลังเติบโตขึ้น 26% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2562 ซึ่งส่งผลให้สัดส่วนจำนวนนักท่องเที่ยวชาวรวมเพิ่มขึ้นจาก 3.7% ในปี 2559 มาอยู่ที่ 5% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2562
- ▶ **คาดการณ์แข่งขันในกลุ่มโรงแรมในประเทศจะรุนแรงมากขึ้น** เราคาดว่าการแข่งขันในอุตสาหกรรมโรงแรมในประเทศจะรุนแรงมากขึ้นจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโตข้างหน้าถึงราว 4.5-5.2% ในปี 2562-63 จากที่เติบโตขึ้นด้วยตัวเลขหลักสิบลบระหว่างปี 2554-60 เราคาดว่าอุปทานจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2562-63 จากการรายงานของ JLL ซึ่งทำให้เราคาดว่าอุปทานโรงแรมในกรุงเทพฯ จะมีอัตราเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 4.5% ระหว่างปี 2562-63 ซึ่งมากกว่าอัตราเติบโตที่ 3.1% ระหว่างปี 2558-2561
- ▶ **กระจายพอร์ตธุรกิจไปยังโครงการมิกซ์ยูส** DTC ร่วมลงทุน JV กับบริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) (CPN) ในการพัฒนาโครงการมิกซ์ยูส ของบริษัท วิมารสุริยา จำกัด บริษัทในเครือ มูลค่ารวมที่ 3.67 หมื่นลบ. โครงการมิกซ์ยูสแห่งนี้จะตั้งอยู่ที่สี่แยกถนนสีลมตัดกับถนนพระราม 4 ซึ่งเป็นพื้นที่เก่าของโรงแรมดลิตธานี กรุงเทพฯ โดยจะประกอบไปด้วยโรงแรมดลิตธานีใหม่, ศูนย์การค้า, อาคารสำนักงานและที่อยู่อาศัย โครงการนี้จะช่วยให้ DTC กระจายพอร์ตรายได้และบรรเทาปัจจัยเสี่ยงจากพอร์ตธุรกิจที่แต่เดิมมุ่งเน้นไปยังกลุ่มโรงแรมเท่านั้น
- ▶ **คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2562-65 ไม่น่าตื่นเต้น** แม้ DTC ขยายธุรกิจอาหารในเชิงรุกผ่าน Epicure, NRIP และ Real Food แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2562-64 จะอยู่ที่ 39 ลบ./-188 ลบ./-174 ลบ. หรือคือเป็นอัตราเติบโตที่ -87%, -584% และ +8% เราคาดว่ากำไรสุทธิจะผันผวนในช่วงเวลาดังกล่าวด้วยสาเหตุหลักจาก 1) รายการพิเศษจากการขายหุ้นบริษัทวิมารสุริยาออกไปให้ CPN 2) การยุติการให้บริการของโรงแรมดลิตธานี กรุงเทพฯ ซึ่งเป็นแหล่งสร้างรายได้หลักและ 3) การขายโรงแรมดลิตธานี มัลดีฟส์ออกไปให้กอง DREIT เนื่องจากเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ที่จะทำให้พอร์ตสินทรัพย์มีคุณภาพมากขึ้นรวมทั้งเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับสถานะการเงิน

### Valuation

- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2563 ของ DTC ได้ที่ 9.20 บาท โดยใช้วิธี PBV คำนวณมูลค่าธุรกิจปัจจุบันของ DTC ได้ที่ 1.2 เท่า หรือเท่ากับ 1SD ต่ำกว่า PBV เฉลี่ยช่วง 5 ปี ในอดีต ขณะที่เราคำนวณมูลค่าธุรกิจโครงการ mixed-use และที่อยู่อาศัยได้ที่ 2.60 บาท อิงด้วยวิธี NAV โดยใช้อัตราลดที่ 7%



## ประเด็นสำคัญของอุตสาหกรรม

### ขอโรงแรมในต่างประเทศมากกว่าในประเทศ

#### จำนวนนักท่องเที่ยวยังเติบโตแข็งแกร่ง

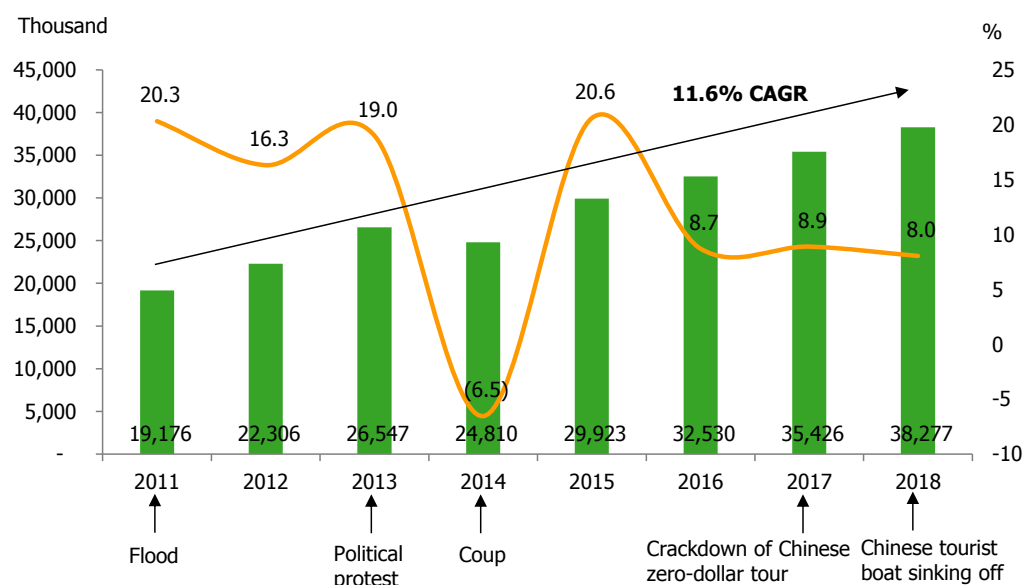
เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าในปี 2562-64 จะเติบโตขึ้น 4.5%/5.2%/7.3% หรือมี CAGR ที่ 5.6% ด้วยปัจจัยหนุนหลักจากนักท่องเที่ยวจีนซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 12.7 ล้านคน ในปี 2564 เพิ่มขึ้น 20.9% จาก 10.5 ล้านคน ในปี 2561 เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวชาวยุโรปจะเติบโตช้าลงที่ราว 2% และคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวชาวอินเดียจะยังเติบโตขึ้นแข็งแกร่งในอีก 2-3 ปีข้างหน้าหลังเติบโตขึ้น 26% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2562 ซึ่งส่งผลให้สัดส่วนจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้ารวมเพิ่มขึ้นจาก 3.7% ในปี 2559 มาอยู่ที่ 5% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2562

เรามีมุมมองบวกมากขึ้นต่อจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าหลังเติบโตมากขึ้น 7.2% ในไตรมาส 3/2562 เทียบกับที่ 1.8% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 ด้วยปัจจัยหนุนหลักจากนักท่องเที่ยวจีนที่ฟื้นตัวขึ้นโดยเติบโตขึ้น 12.7% ในไตรมาส 3/2562 เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2562 จะเติบโตขึ้น 4.5% มาอยู่ที่ 4.5 ล้านคน หนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ฟื้นตัวขึ้น เราคาดว่ากาการขยายสนามบินสุวรรณภูมิ (เฟส 2) ในปี 2563 จะส่งผลให้สนามบินสามารถรองรับผู้โดยสารได้อีก 15 ล้านคน/ปี และจะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทยในระยะยาว ทั้งนี้ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) (AOT) ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสนามบินรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทยสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 101 ล้านคน/ปี ในขณะนี้

แม้กรมการท่องเที่ยวรายงานจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าช่วง 6 เดือนแรกของปี 2562 ที่ 19.7 ล้านคน (+1.3% YoY) แต่เราเชื่อมั่นว่าเป้าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าของเราที่ 39.7 ล้านคน (+3.6% YoY) มีโอกาสที่จะบรรลุเป้าที่เราตั้งไว้จากฐานที่ต่ำของนักท่องเที่ยวจีนในปี 2561 กระทรวงการท่องเที่ยวรายงานว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับลดลง 9.6% YoY ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 ผลจากอุบัติเหตุเรือลมน้ำจืดที่จังหวัดภูเก็ตเมื่อช่วงต้นเดือน ก.ค.2561

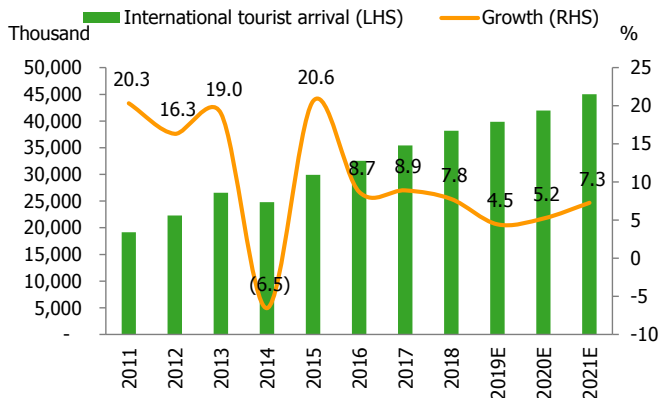
กรมการท่องเที่ยวรายงานจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้ามี CAGR ที่ 11.6% ระหว่างปี 2554-2561 หรือจาก 19.18 ล้านคน มาอยู่ที่ 38.28 ล้านคน แม้ปรับลดลง 6.5% จากเหตุรัฐประหารในปี 2557 ปัจจัยหนุนการเติบโตหลักมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เพิ่มขึ้นจาก 1.75 ล้านคน ในปี 2554 มาอยู่ที่ 10.54 ล้านคน ในปี 2561 หรือมี CAGR ที่ 32.3% ในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ นักท่องเที่ยวจีนคิดเป็น 27.5% ของจำนวนนักท่องเที่ยวระหว่างประเทศรวมในปี 2561 แม้เติบโตติดลบ 5 จาก 12 เดือนในปี 2561 ก็ตาม

Fig 1 Tourist arrivals and growth



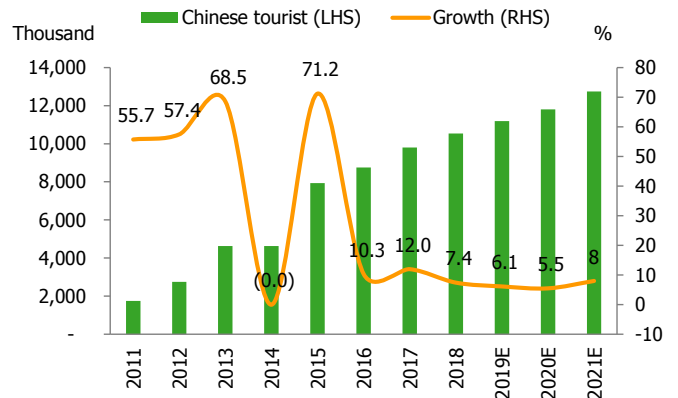


**Fig 2 International tourist arrivals and growth**



Source: Department of Tourism, KS Research

**Fig 3 Chinese tourists and growth**



Source: Department of Tourism, KS Research

**การขยายสนามบินจะสนับสนุนอุปสงค์นักท่องเที่ยวในระยะยาว**

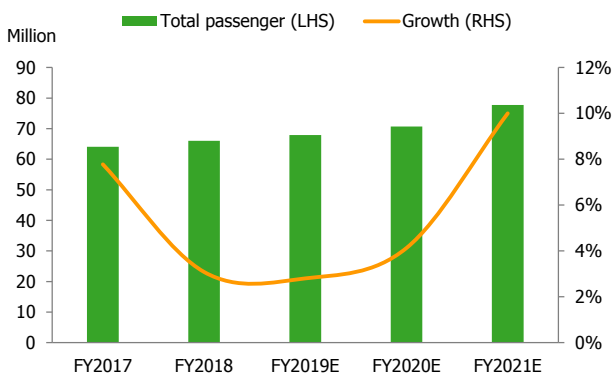
AOT ได้รายงานอัตราการดำเนินงานจากสนามบิน 6 แห่งที่ตนบริหารจัดการอยู่ที่ 138.1% ในปี FY2561 (ต.ค.-ก.ย.) ซึ่งสะท้อนถึงจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาในระดับที่สูงกว่าคาด AOT มีแผนการขยายกำลังการรองรับผู้โดยสารจากปัจจุบันที่ 101 ล้านคนต่อปีเป็น 185 ล้านคนในปี FY2568 ด้วยประมาณการงบลงทุนจำนวน 3.0 แสนลบ. เพื่อสนับสนุนอุปสงค์นักท่องเที่ยวในระยะยาว ทั้งนี้ เราไม่มีความกังวลเกี่ยวกับข้อจำกัดด้านกำลังการรองรับผู้โดยสารในระยะสั้นนี้ เนื่องจากกำลังการรองรับที่แสดงในแผนภาพด้านล่างนั้นคือกำลังการรองรับเขตนอกการบินซึ่งบ่งชี้ถึงพื้นที่ต่อผู้โดยสารในสนามบินที่เหมาะสม ขณะที่ AOT ยังมีกำลังรองรับสำหรับเขตการบินอยู่เช่นกัน

**Fig 4 Airport capacity**

	Capacity (Million passenger per year)	Utilization rate	Expansion plan
BKK (Suvarnabhumi)	45	139.6%	Sattelite terminal (15mn), Terminal 2 (30mn)
DMK (Don Mueang)	30	135.2%	Phase 2 and 3(10mn)
CNX (Chiang Mai)	8	135.1%	Phase 2 (10mn)
HKT (Phuket)	12.5	146.1%	Phase 2 and 3 (12.5mn)
CEI (Chiang Rai)	3	93.5%	Phase 2 (0.3mn)
HDY (Hat Yai)	2.5	170.5%	Phase 2 (6mn)
<b>Total</b>	<b>101</b>	<b>138.1%</b>	<b>83.8</b>

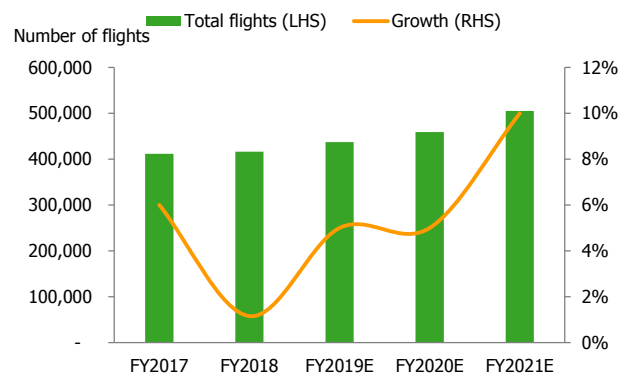
Source: AOT, KS Research

**Fig 5 AOT's total passengers**



Source: AOT, KS Research

**Fig 6 AOT's total flights**



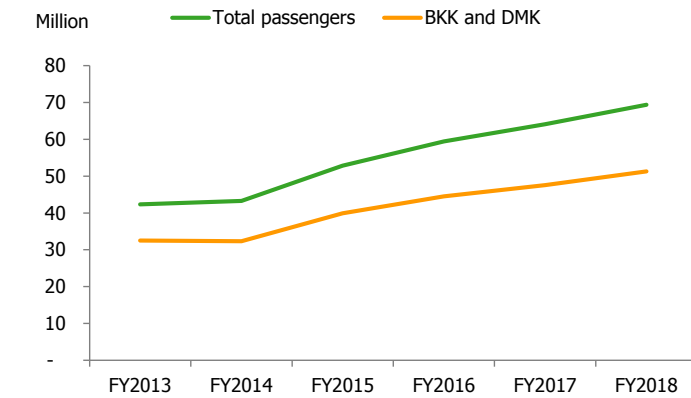
Source: AOT, KS Research



**สนามบินในกรุงเทพฯ คิดเป็น 74% ของจำนวนผู้โดยสารรวมของ AOT ในปี FY2561**

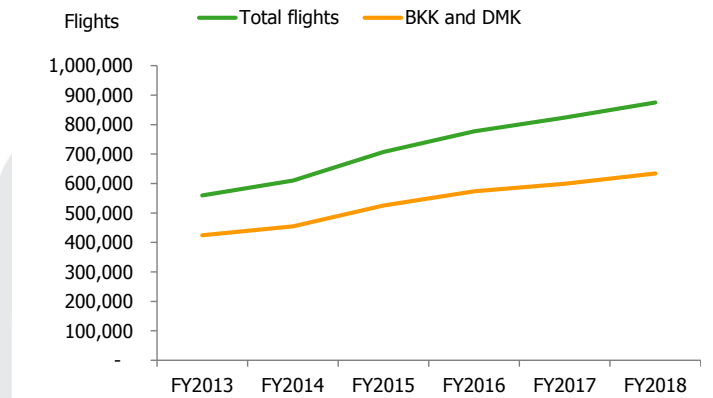
สนามบินระหว่างประเทศ 2 แห่ง ที่รองรับพื้นที่จังหวัดกรุงเทพฯ อยู่ในขณะนี้ คือ สนามบินสุวรรณภูมิ (BKK) และสนามบินดอนเมือง (DMK) คิดเป็น 74% ของจำนวนผู้โดยสารรวมและ 73% ของจำนวนเที่ยวบินรวมของสนามบิน 6 แห่งที่บริหารโดย AOT ในปี FY2561 (เดือน ต.ค.-ก.ย.) AOT รายงานว่าจำนวนผู้โดยสารของ BKK และ DMK เติบโตขึ้นแข็งแกร่งระหว่างปี FY2556-64 โดยมี CAGR ที่ 9.7% และจำนวนเที่ยวบินมี CAGR ที่ 11.5% ซึ่งส่งผลให้ประสิทธิภาพในการรองรับผู้โดยสารของ DMK เกินกว่าที่กำหนดไว้คือที่ 45 ล้านคน ในปี FY2561 เราเชื่อมั่นว่าจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นปีละ 15 ล้านคน จากอาคารผู้โดยสารลูก (satellite terminal) ที่ BKK ที่จะเริ่มเปิดให้บริการในปีหน้าจะเป็นปัจจัยหนุนหลักที่จะช่วยดึงดูดนักท่องเที่ยวให้เดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทยมากขึ้น

**Fig 7 AOT's passengers**



Source: AOT, KS Research

**Fig 8 AOT's flights**

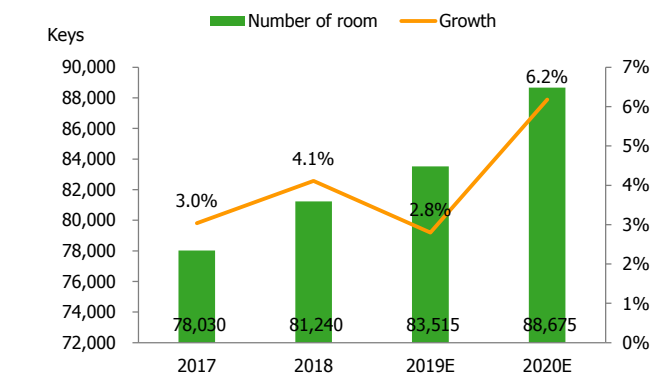


Source: AOT, KS Research

**คาดการณ์แข่งขันในกลุ่มโรงแรมในประเทศรุนแรงมากขึ้น**

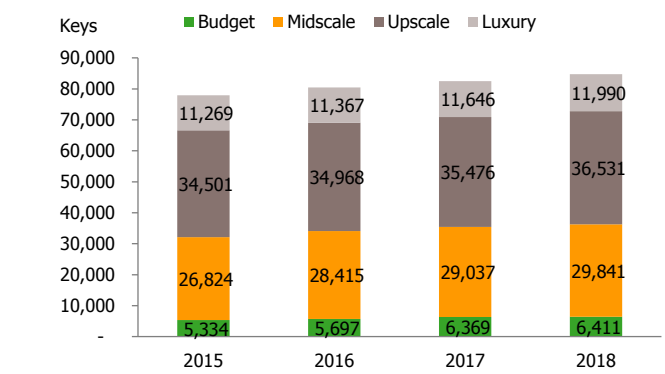
เราคาดถึงการแข่งขันที่สูงขึ้นในอุตสาหกรรมโรงแรมในประเทศ สืบเนื่องจากอัตราการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชะลอลงมาอยู่ที่ 4.5-5.2% ในช่วงปี 2562-63 จากการเติบโตระดับเลขหลักสิบในช่วงปี 2554-60 เราคาดว่าปริมาณโรงแรมจะปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2562-63 อิงข้อมูลจาก JLL จึงประเมินว่าปริมาณโรงแรมในพื้นที่กรุงเทพฯ ในช่วงปี 2562-63 จะเติบโตขึ้นในระดับ CAGR ที่ 4.5% หรือจาก 81,240 ห้องในปี 2561 เป็น 88,675 ห้องในปี 2563 แม้จะเป็นการเติบโตที่สูงกว่าระดับ 3.1% ในปี 2558-61 หรือจาก 74,079 ห้องเป็น 81,240 ห้อง แต่ก็เป็นการเติบโตที่ใกล้เคียงกับคาดการณ์ของเราที่มองว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าในกรอบเวลาเดียวกันจะเติบโตขึ้นในระดับ CAGR ที่ 4.8% เมื่ออิงข้อมูลจาก JLL พบว่าพื้นที่ที่มีปริมาณโรงแรมใหม่เพิ่มขึ้นมากที่สุดคือพื้นที่สุขุมวิท ด้วยกำลังรองรับใหม่ที่จะเข้าสู่ตลาดจำนวน 3,111 ห้องในปี 2562-63 ขณะที่การเปิดให้บริการโรงแรมในอนาคตส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มระดับบนถึงกลาง ซึ่งคิดเป็น 37.6% และ 36.8% ต่ออุปทานทั้งหมดในอนาคต หรือคิดเป็นกำลังรองรับเพิ่มเติมอีก 3,288 ห้องและ 3,218 ห้อง ตามลำดับ

**Fig 9 Future hotel supply in Bangkok**



Source: JLL, KS Research

**Fig 10 Bangkok hotel segmentation**



Source: JLL, KS Research



**Fig 11 Additional hotel supply in Bangkok in 2019-20**

Upcoming projects in 2019	Segment	Location	Rooms
Holiday Inn Express Bangkok Chinatown	Midscale	Chinatown	224
Samyan Mitrtown	Midscale	Pathumwan	100
Cachet Deluxe Bangkok	Upscale	Petchburi	63
Best Western Vib Bangkok	Midscale	Phayathai	89
Rosewood Bangkok	Luxury	Ploenchit	146
Centara Watergate Pavillion Hotel Bangkok (Expansion)	Upscale	Pratunam	300
Jazzotel Hotel (Expansion)	Midscale	Ramkhamhaeng	100
Eastin Hotel Harbour Bangkok	Upscale	Ratchadapisek	456
ibis Style Ratchada	Midscale	Ratchadapisek	266
Justice Hotel	Midscale	Ratchadapisek	80
Four Season Hotel Bangkok at Chao Phraya River	Luxury	Riverside	312
Capella Bangkok	Luxury	Riverside	101
Orient Express Mahanakhon Bangkok	Luxury	Sathorn	154
Best Western Vib Sathorn Hotel	Midscale	Sathorn	180
Three-Star Boutique Hotel on Silom Road	Midscale	Silom	259
Alt Hotel Silom	Budget	Silom	150
Carlton Hotel	Upscale	Sukhumvit	342
AVANI Sukhumvit Bangkok	Upscale	Sukhumvit	306
Hotel Nikko Bangkok	Upscale	Sukhumvit	301
Hyatt Regency Bangkok Sukhumvit (Full operating)	Upscale	Sukhumvit	173
Mercure Bangkok Sukhumvit 24	Midscale	Sukhumvit	300
ibis Bangkok Sukhumvit 24	Midscale	Sukhumvit	201
Midscale Hotel in Nana	Midscale	Sukhumvit	50
Sukhumvit 62	Midscale	Sukhumvit	90
Glow Sukhumvit 5	Midscale	Sukhumvit	78
Boutique Bangkok Sukhumvit 16-2	Midscale	Sukhumvit	77
Red Planet Sukhumvit Soi 8	Budget	Sukhumvit	162
<b>Total upcoming projects in 2019</b>			<b>5,160</b>
<b>Upcoming projects in 2020</b>			
Best Western Chatuchak	Midscale	Chatuchak	168
dusitD2 Chaengwattana	Upscale	Lak Si	200
ibis Bangkok IMPACT (Expansion)	Budget	Lak Si	576
Kimpton Bangkok	Luxury	Langsuan	349
Sindhorn Kempinski Hotel	Luxury	Langsuan	280
Eastin Grand Hotel Phayathai	Upscale	Phayathai	394
Pentahotel Bangkok, Ploenchit	Midscale	Ploenchit	157
Upscale Hotel Sathorn Soi 1	Upscale	Sathorn	42
Well Hotel Silom	Midscale	Silom	259
Solaria Nisitetsu Hotel	Upscale	Sukhumvit	280
Target place Hotel and Executive Service Residence	Upscale	Sukhumvit	239
Admiral Sukhumvit 22	Upscale	Sukhumvit	192
Hope Land Sukhumvit Soi 8 (Expansion)	Midscale	Sukhumvit	220
Holiday Inn Express Bangkok Ratchada	Midscale	Suttisan	220
<b>Total upcoming projects in 2019</b>			<b>3,576</b>

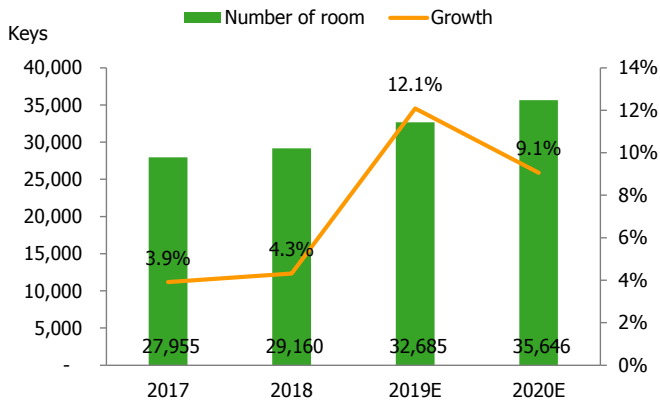
Source: JLL, KS Research

เราคาดว่า การแข่งขันของกลุ่มโรงแรมในต่างจังหวัดบางแห่งจะปรับสูงขึ้น เช่น จ.ภูเก็ต ทั้งนี้ JLL ประเมินว่าปริมาณโรงแรมในภูเก็ตได้ปรับเพิ่มขึ้น 9% โดยมีสัดส่วน 49% ที่อยู่ในกลุ่มระดับบน ซึ่งเป็นประเภทโรงแรมส่วนใหญ่ใน จ.ภูเก็ตที่คิดเป็น 59% ต่อจำนวนห้องทั้งหมด ดังนั้น เราจึงคาดว่าอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยต่อคืน (ADR) ในปี 2563 สำหรับกลุ่มโรงแรมใน จ.ภูเก็ตจะเผชิญกับแรงกดดันจากสถานะอุปทานล้นตลาด เพราะเราคาดว่า การเติบโตของจำนวนห้องจะเร่งตัวขึ้นเป็น 9% จากค่าเฉลี่ยที่ 4% ในปี 2560-61 แม้เราจะคาดว่า การเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวจะชะลอตัวลงเป็น 5% จาก 8-9% ในปี 2563 ทั้งนี้ โรงแรมใหม่ส่วนใหญ่ (54%) จะตั้งอยู่ทางฝั่งตะวันตก ซึ่งเป็นพื้นที่ที่ได้รับความนิยมมากที่สุดใน จ.ภูเก็ต ซึ่งคิดเป็น 55% ของจำนวนห้องทั้งหมด

เราประเมินถึงอัตราการเติบโตด้านปริมาณโรงแรมที่มั่นคงใน จ.เชียงใหม่ในระดับ 3.8% และ 5.1% สำหรับปี 2560-61 ขณะที่ JLL ประเมินอัตราการเติบโตด้านอุปทานดังกล่าวที่ 4.6% ในปี 2563 ทั้งนี้ โรงแรมส่วนใหญ่ใน จ.เชียงใหม่คือโรงแรมระดับบน ซึ่งคิดเป็น 70% ต่ออุปทานทั้งหมดในปี 2561 ที่ 4,786 ห้อง เมื่อดูในเชิงภูมิศาสตร์แล้วจะพบว่าอุปทานส่วนใหญ่จะตั้งอยู่ในพื้นที่ในทาบซาร์และในพื้นที่ติดแม่น้ำ (คิดเป็น 29% และ 13.6% ต่อจำนวนห้องทั้งหมดในปี 2561)

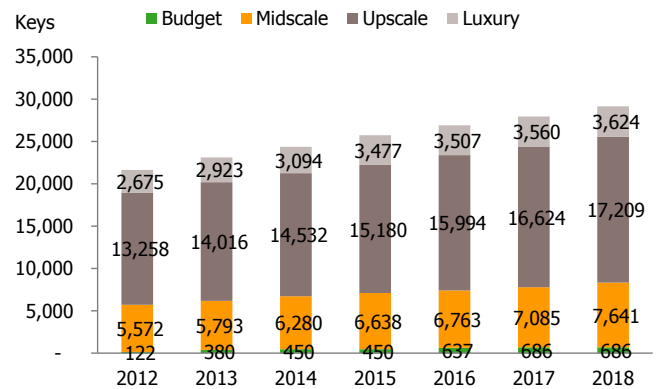


**Fig 12 Future hotel supply in Phuket**



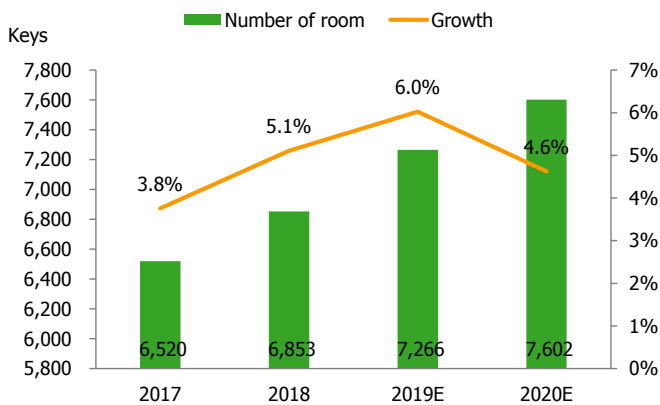
Source: JLL, KS Research

**Fig 13 Phuket hotel segmentation**



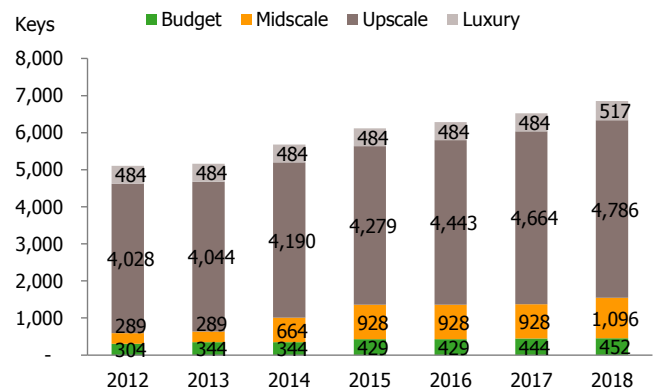
Source: JLL, KS Research

**Fig 14 Future hotel supply in Chiang Mai**



Source: JLL, KS Research

**Fig 15 Chiang Mai hotel segmentation**



Source: JLL, KS Research

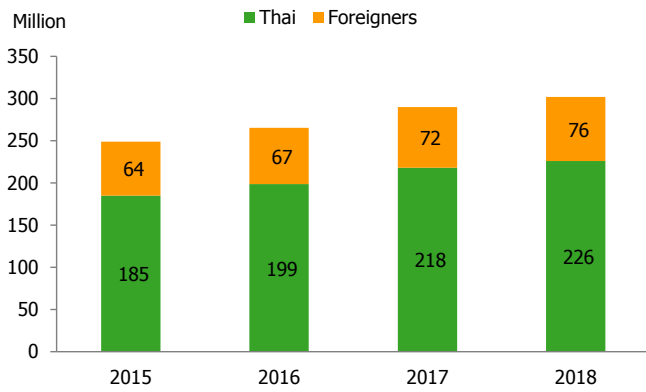
**การท่องเที่ยวภายในประเทศมีนักท่องเที่ยวไทยเป็นส่วนใหญ่ ต่างจากธุรกิจโรงแรม**

เราไม่คาดว่าการชะลอตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศไทยจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มโรงแรม เพราะเราเชื่อว่านักท่องเที่ยวที่เรารู้จักจะอยู่ในพื้นที่กลุ่มนักท่องเที่ยวต่างชาติมากกว่าอุปสงค์ในประเทศ เมื่ออิงข้อมูลจากกรมการท่องเที่ยวจะพบว่าการท่องเที่ยวภายในประเทศส่วนใหญ่มาจากกลุ่มนักท่องเที่ยวชาวไทย คิดเป็นสัดส่วนราวๆ 75% ต่อจำนวนการท่องเที่ยวทั้งหมดในปี 2561 หรือคิดเป็น CAGR 7.4% ในช่วงปี 2558-61 ขณะที่กลุ่มนักท่องเที่ยวต่างชาติมีการเติบโตในระดับ CAGR 7.3% ในกรอบเวลาเดียวกัน อย่างไรก็ตาม เมื่ออิงข้อมูลจากกลุ่มโรงแรมที่เรารู้จักจะพบว่ามีนักท่องเที่ยวระหว่างประเทศคือแรงขับเคลื่อนหลักต่อรายได้ของกลุ่มด้วยส่วนแบ่งที่มากกว่า 70%

เราคาดว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยจะยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง หลังจากที่มีรายได้เติบโตในระดับ CAGR 14.4% ในปี 2558-61 ด้วยแรงหนุนจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่ CAGR 7.4% โดยตัวเลขดังกล่าวนี้สอดคล้องกับการเติบโตของจำนวนห้องพักในโรงแรมที่มี CAGR ระดับ 7% ในกรอบเวลาเดียวกัน หรือจาก 650,643 ห้องในปี 2558 เป็น 721,501 ห้องในปี 2561 เราเชื่อว่าการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งเป็นผลมาจากมาตรการลดหย่อนภาษีของรัฐบาลและราคาตั๋วเครื่องบินโดยสารเฉลี่ยที่ลดลง ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากจำนวนสายการบินต้นทุนต่ำ (LCCs) ที่เพิ่มขึ้น และจากราคาเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง ซึ่งถือเป็นปัจจัยดึงดูดเพิ่มเติมต่อกลุ่มนักท่องเที่ยวนอกเหนือจากปัจจัยอื่นๆ เช่น สีสันวัฒนธรรมของประเทศไทย สถานที่ธรรมชาติ อาหารรสดี และผู้คนที่เป็นมิตร

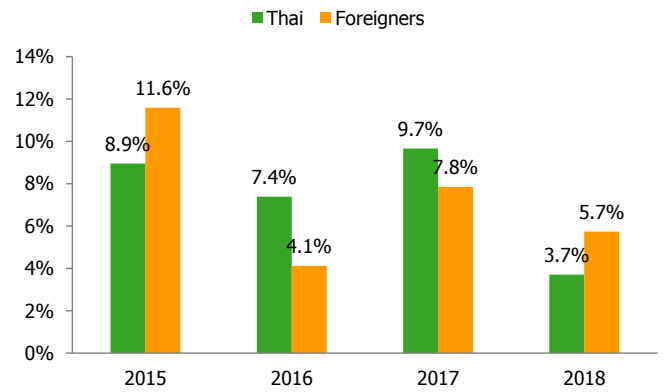


**Fig 16 Number of visitors**



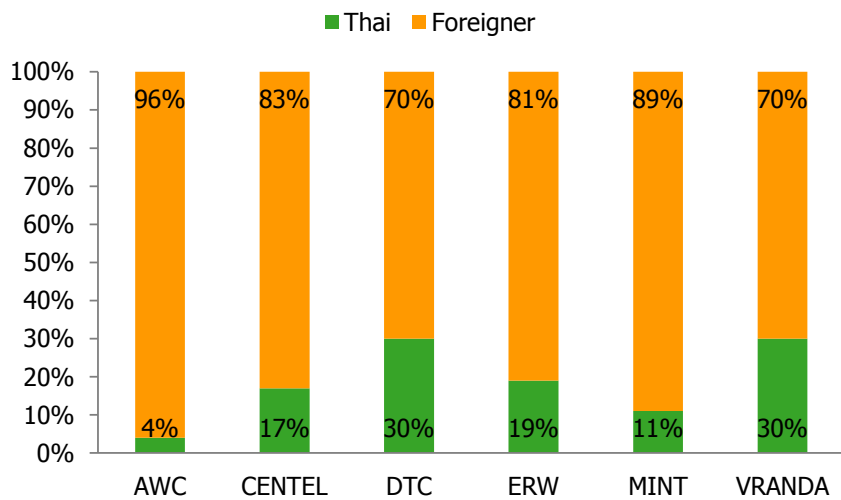
Source: Department of Tourism, KS Research

**Fig 17 Visitors growth**



Source: Department of Tourism, KS Research

**Fig 18 Hotel sector revenue breakdown by nationality**



Source: Company data, KS Research



## ประเด็นสำคัญด้านการลงทุน

### รอดอยโครงการมิกซ์ยูส

#### ทำเลทองจะนำมาซึ่งโอกาสทางธุรกิจ

โรงแรมหลักของ DTC คือโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ ย่านธุรกิจและใกล้กับสถานี BTS และ MRT โดยบริษัทฯ มีแผนการลงทุนใหม่ด้วยการแทนที่โรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพด้วยโครงการมิกซ์ยูส ซึ่งจะช่วยให้บริษัทฯ ใช้ประโยชน์จากที่ดินได้เต็มศักยภาพ โดยโครงการมิกซ์ยูสดังกล่าวจะประกอบด้วยโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพฯ แห่งใหม่ ขนาด 300 ห้อง ลดลงจาก 517 ห้อง แต่จะมีอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยต่อคืน (ADR) มากกว่าโครงการเดิม

Fig 19 Previous Dusit Thani Bangkok



Source: Chaicatawan

Fig 20 New Dusit Thani Bangkok



Source: Company data

### สร้างความแตกต่างด้วยโครงการมิกซ์ยูส

DTC ลงทุนในโครงการร่วมทุน (JV) กับบริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน) ในสัดส่วนการลงทุนที่ 65:35 เพื่อลงทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ รูปแบบมิกซ์ยูส ภายใต้การพัฒนาของบริษัทลูกอย่างบริษัท วิมานสุริยา จำกัด โครงการดังกล่าวจะตั้งอยู่บริเวณแยกถนนสีลมและพระราม 4 ซึ่งจะมาแทนที่โครงการหลักของบริษัทฯ อย่างโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพเดิมด้วยโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพใหม่ ที่มาพร้อมกับโครงการศูนย์การค้าปลีกและสำนักงาน และที่อยู่อาศัย โครงการดังกล่าวคือโอกาสที่ DTC จะกระจายความเสี่ยงด้านกระแสรายได้ของบริษัทฯ รวมถึงการบรรเทาความเสี่ยงในพอร์ตธุรกิจที่ก่อนหน้านี้กระจุกตัวอยู่ในธุรกิจโรงแรมอย่างเดียว สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสุดท้ายของบริษัท วิมานสุริยา จะอยู่ที่ 60:40 โดย DTC จะรับรู้รายได้ในรูปแบบรายการพิเศษราวๆ 200 ลบ. ต่อปีจากการขายหุ้นให้กับ CPN ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดว่ารายการพิเศษดังกล่าวส่วนหนึ่งจะถูกหักลบจากรายได้ที่ลดลงจากการขาดหายไปของกิจการโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ นอกจากนี้ บริษัทฯ คาดว่าโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพใหม่จะก่อสร้างแล้วเสร็จในครั้งแรกของปี 2566 ส่วนพื้นที่ค้าปลีกและอาคารสำนักงานจะแล้วเสร็จในครั้งหลังของปี 2566 สำหรับโครงการที่อยู่อาศัยจะแล้วเสร็จในครั้งแรกของปี 2567 ทั้งนี้ ข้อมูลด้านล่างคือรายชื่อบริษัท 4 แห่งที่จัดตั้งขึ้นจากการร่วมทุนระหว่าง CPN และ DTC ด้วยรายละเอียดด้านจุดประสงค์ของการร่วมทุนและโครงสร้างผู้ถือหุ้นระหว่าง CPN และ DTC ใน 4 ธุรกิจที่จะดำเนินงานภายใต้ JV (แผนภาพ 20 และ 21)

- 1) บริษัท วิมานสุริยา จำกัด (HRRJV) คือบริษัท JV ที่จัดตั้งขึ้นเพื่อดูแลกิจการการพัฒนาส่วนงานโรงแรมและที่อยู่อาศัยของโครงการมิกซ์ยูสนี้ ซึ่งครอบคลุมถึงงานก่อสร้างโครงสร้างห้องเปล่าของพื้นที่ค้าปลีก ทั้งนี้ HRRJV จะเข้าช่วงที่ดินจาก DTC สำหรับงานพัฒนาข้างต้น (DTC ถือสัญญาเช่าหลักสำนักงานทรัพย์สินพระมหากษัตริย์) สัดส่วนการถือครองหุ้นใน HRRJV ระหว่าง CPN และ DTC จะอยู่ที่ 40:60.
- 2) บริษัท สวนลม พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (REJV) คือบริษัท JV ที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อดูแลส่วนกิจการค้าปลีกของโครงการฯ โดย REJV จะเข้าโครงสร้างห้องเปล่าจาก HRRJV ด้วยการตกแต่งภายใต้และดำเนินการกิจการศูนย์การค้า สำหรับสัดส่วนการถือครองหุ้นใน REJV ระหว่าง CPN และ DTC จะอยู่ที่ 85:15.
- 3) บริษัท พระราม 4 เดเวลลอปเม้นท์ จำกัด (OJV) คือบริษัท JV ที่จะทำการเช่าที่ดินตามสัญญาเช่าหลักจากสำนักงานทรัพย์สินพระมหากษัตริย์ โดยสัดส่วนการถือครองใน OJV ระหว่าง CPN และ DTC จะอยู่ที่ 90:10





- 4) บริษัท ศาลาแดง พร็อพเพอร์ตี้ แมนเนจเม้นท์ จำกัด (Office Co.) จัดตั้งมาเพื่อดูแลการพัฒนาส่วนโครงการอาคารสำนักงานของโครงการฯ โดย Office Co. จะเช่าช่วงที่ดินจาก OJV เพื่อพัฒนาอาคารสำนักงานและดำเนินกิจการในส่วนดังกล่าว โดยสัดส่วนหุ้นทั้งหมดจะถือครองโดย CPN

**Fig. 21 Mixed-use project in the Silom area**

**Dusit Thani Bangkok Hotel**

- Iconic flagship hotel
- Luxurious 5-star hotel
- Digital technology and modern style with international standard

**World's Class Retail Shopping Center**

- Enjoy shopping Thai and world's class brands
- Center of prestige restaurants
- Variety of entertainments

**Grade A Office Building**

- Offer a lot of convenient facilities
- Perfectly serve all office employee's needs
- Fully equipped with functions for intelligent building

**Premium Residence**

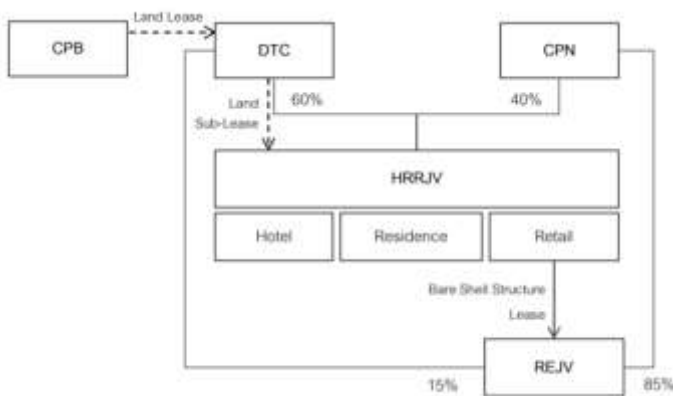
- Luxurious condominium
- Delicate details
- Refresh and relax with greenery garden rooftop and swimming pool

**Green Space within the Project**

- Greenery garden at the rooftop connected with every buildings
- Open space for any activities

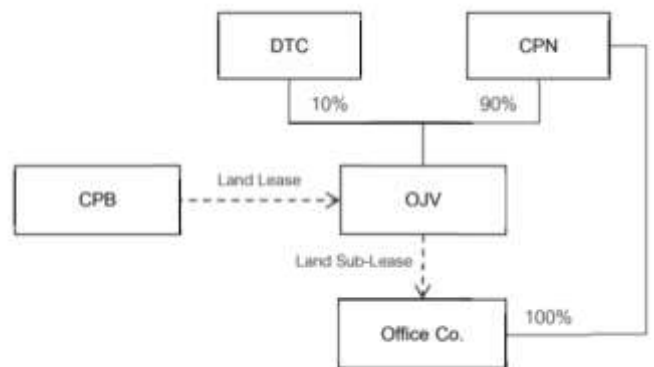
Source: Company data, KS Research

**Fig. 22 Shareholding structure for the hotel, residential and retail components**



Source: Company data, KS Research

**Fig. 23 Shareholding structure for the office component**



Source: Company data, KS Research



### ขยายกิจการสู่ตลาดล่างด้วยแบรนด์อาศัย

DTC เปิดให้บริการโรงแรมอาศัยในไตรมาส 2/2561 แปรนตร์โรงแรมไลฟ์สไตล์/บูติกที่แตกต่างไปจากพอร์ตกิจการโรงแรมที่ให้บริการเต็มรูปแบบของบริษัท โดย ADR ของโรงแรมอาศัยนั้นอยู่ที่ราวๆ 1,800 บาท ซึ่งต่ำกว่า ADR ทั้งปี 2561 ของ DTC ที่ 3,548 บาท ทั้งนี้ ด้วยการเปิดให้บริการของโรงแรมอาศัย ทำให้พอร์ตกิจการของ DTC ขยายขอบเขตไปสู่กลุ่มนักท่องเที่ยวคิมิลเลนเนียลส์และเพื่อรองรับความต้องการที่จะได้รับประสบการณ์ห้องพักที่เฉพาะตัวของกลุ่มลูกค้าเหล่านี้ ทั้งนี้ โรงแรมอาศัยที่ชอยสาทร 12 จะเป็นสินทรัพย์เพิ่มเติมจากพอร์ตโรงแรมที่บริษัทฯ เป็นเจ้าของ ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างการก่อสร้างที่ทีมผู้บริหารคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในช่วงต้นปี 2563 เป็นอย่างช้าที่สุด ทั้งนี้ตัวโรงแรมอาศัยนั้นมีห้องจำนวน 106 ห้อง ด้วยงบลงทุนทั้งหมดที่ 300 ลบ.

Fig 24 ASAI Bangkok Chinatown



Source: Company data, KS Research

Fig 25 ASAI Bangkok Sathorn



Source: Company data, KS Research

### โครงการ JV ด้านที่อยู่อาศัยร่วมกับ ORI

DTC ได้จัดตั้งบริษัท JV กับบริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) (ORI TB) ภายใต้ชื่อบริษัท ดี ออริจิ้น ดลิต จำกัด ด้วยสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ 49:51 โดยมีจุดประสงค์ในการพัฒนาโครงการคอนโดมิเนียมที่ศรีราชา ทาวน์ที่อยู่ใกล้กับห้างสรรพสินค้าโรบินสัน ศรีราชา ซึ่งโครงการดังกล่าวถือว่าการร่วมมือกันครั้งแรกระหว่างสองบริษัท

โครงการ เดอะ แซมป์ตัน ศรีราชา ขาย ออริจิ้น แอนด์ ดลิต มูลค่า 1.4 พันลบ. ที่ประกอบด้วยที่อยู่อาศัย 468 ยูนิต และร้านค้า 3 แห่งจะพัฒนาโครงการภายใต้ JV ดังกล่าว โครงการคอนโดมิเนียมอาคารเดี่ยวขนาด 26 ชั้นนี้มีกลุ่มเป้าหมายเป็นลูกค้าระดับบนในพื้นที่ศรีราชา ซึ่งถือว่าเป็นศูนย์กลางของโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) สำหรับราคาขายจะเริ่มต้นที่ 2.9 ลบ. ด้วยแผนการกำหนดราคาขายเฉลี่ยต่อตร.ม. ที่ราวๆ 100,000 บาท โดย ORI คาดว่าโครงการดังกล่าวจะเริ่มการขายในเดือน พ.ย. 2562 และเริ่มโอนกรรมสิทธิ์ได้ในไตรมาส 4/2564



## ประเด็นสำคัญทางการเงิน

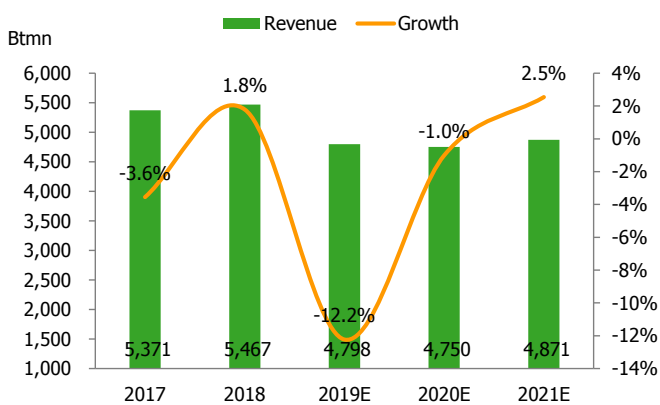
### คาดการณ์กำไรที่ไม่น่าเริ่มต้นในช่วงปี 2562-65

#### ประเมินถึงผลขาดทุนสุทธิในปี 2562-64

แม้ DTC จะมีการขยายกิจการกลุ่มอาหารในเชิงรุก (เอ็บเพอคัวร์, NRIP, Real Food) แต่เราก็คาดการณ์ถึงผลกำไรที่อ่อนแอในช่วงปี 2562-64 ที่ 39 ลบ./-188 ลบ./-174 ลบ. หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตในระดับ -87%/-584%/+8% โดยเราคาดว่าความผันผวนของกำไรในช่วงดังกล่าวเป็นผลมาจาก 1) รายการพิเศษจากการขายหุ้นในบริษัท วิมานสุริยา จำกัด ให้กับ CPN 2) การปิดกิจการโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพที่เคยสร้างส่วนแบ่งกำไรก่อนใหญ่ให้กับบริษัท และ 3) การขยายสินทรัพย์ดุสิตธานี มัลติพัสเข้ากองทุน DREIT ซึ่งเป็นกลยุทธ์ส่วนหนึ่งของ DTC ในการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับพอร์ตสินทรัพย์และเสริมสร้างความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัทฯ

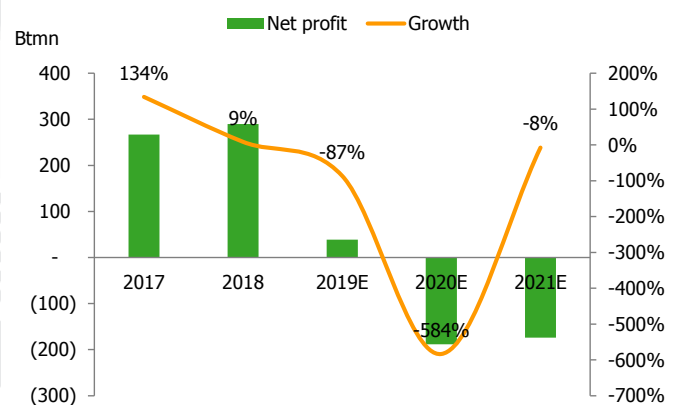
DTC เริ่มลงทุนในโครงการ JV กับ CPN ด้วยสัดส่วนการลงทุนที่ 65:35 โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นสุดท้ายของบริษัท วิมานสุริยา จำกัด จะอยู่ที่ 60:40 โดย DTC จะรับรู้รายได้ในรูปแบบรายการพิเศษราวๆ 200 ลบ. ต่อปีจากการขายหุ้นให้กับ CPN ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดว่ารายการพิเศษดังกล่าวส่วนหนึ่งจะถูกหักลบจากรายได้ที่ลดลงจากการขาดหายไปของกิจการโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ

Fig 26 Revenue and growth



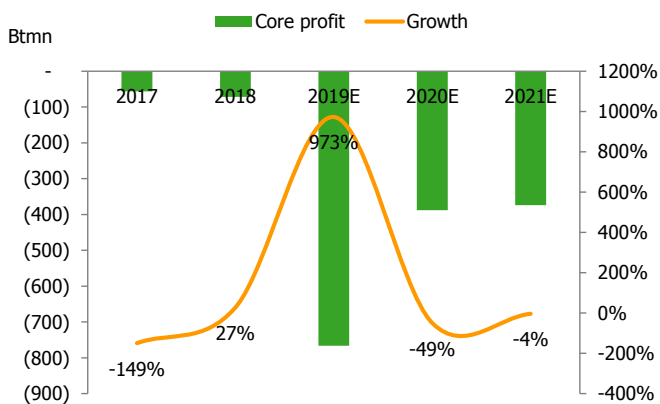
Source: Company data, KS Research

Fig 27 Net profit and growth



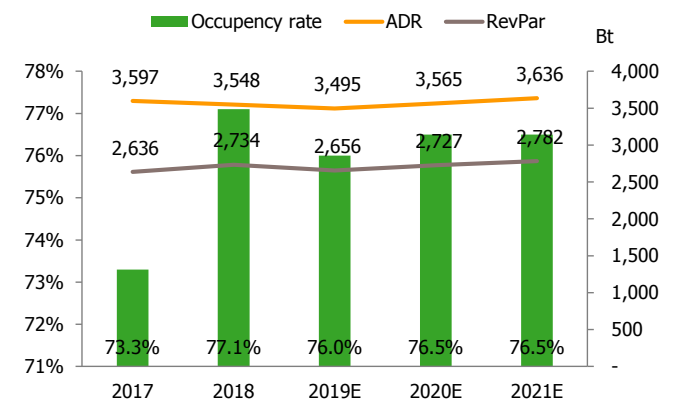
Source: Company data, KS Research

Fig 28 Core profit and growth



Source: Company data, KS Research

Fig 29 Operating statistic



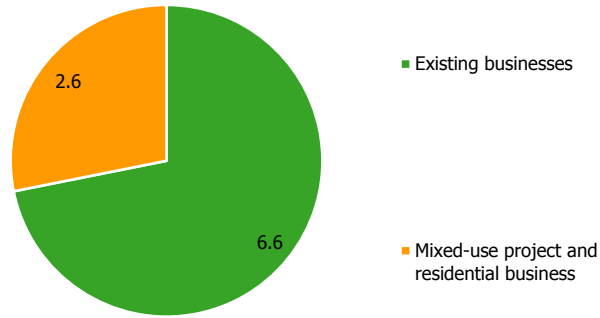
Source: Company data, KS Research



## มูลค่าหุ้น

เรคานวนราคาเป้าหมายสิ้นปี 2563 สำหรับ DTC ได้ที่ 9.20 บาท โดยการประเมินมูลค่าธุรกิจเดิมของ DTC ด้วยวิธี PBV ที่ค่า 1.2 เท่า หรือคิดเป็น -1SD ต่อค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี ขณะที่ประเมินมูลค่าธุรกิจมิกซ์ยูสและที่อยู่อาศัยได้ในระดับ 2.60 บาท โดยอิงวิธี NAV ด้วยอัตราส่วนลดที่ 7%

Fig 30 Target price breakdown

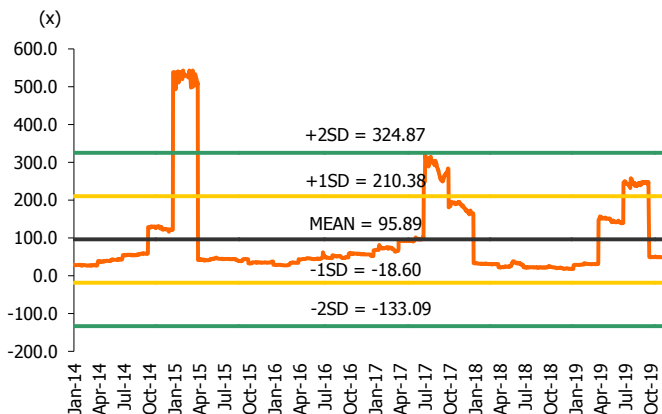


Source: KS Research

## ประเมินมูลค่าธุรกิจเดิมด้วยวิธี PBV

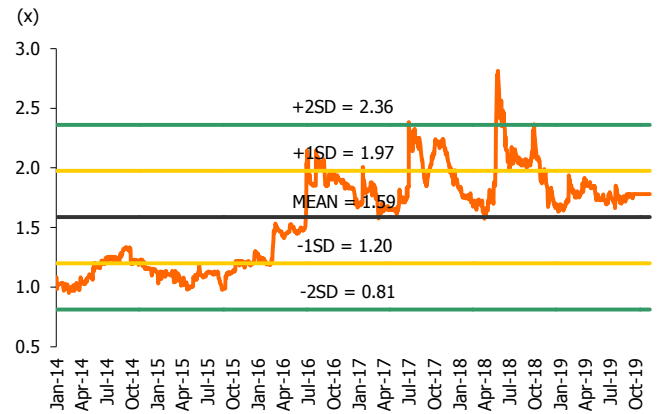
เรคานวนมูลค่ายุติธรรม (fair value) สำหรับธุรกิจเดิมของ DTC ด้วยวิธี PBV โดยคำนวณได้มูลค่าในระดับ 6.60 บาท อิง PBV ย้อนหลัง 12 เดือนที่ 1.2 เท่า หรือใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลังของกลุ่มโรงแรม สาเหตุที่เราใช้วิธี PBV ประเมินมูลค่าธุรกิจเดิมของ DTC เพราะคาดว่าธุรกิจกลุ่มนี้จะรายได้ผลขาดทุนจากการดำเนินงานหลักในช่วงปี 2562-64 สืบเนื่องจากการปิดกิจการโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพ

Fig 31 DTC's trailing PER band



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 32 DTC trailing PBV band



Source: Bloomberg, KS Research

## Fair value ของธุรกิจมิกซ์ยูสและที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 2.60 บาท

เรคานวน fair value สำหรับโครงการมิกซ์ยูสและที่อยู่อาศัยได้ในระดับ 2.60 บาท โดยอิงวิธี NAV พร้อมกับมีสมมติฐานส่วนลดที่ 7% โดยเราได้อิงค่าอัตราผลตอบแทนโครงการ (IRR) สำหรับธุรกิจมิกซ์ยูสของ DTC ที่ 12% ขณะที่คาดว่าธุรกิจที่อยู่อาศัยจะมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ที่ราวๆ 1.4 พันลบ. สะท้อนอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ที่ 22% โดยอิงจาก NPM ของ ORI ทั้งนี้ การพัฒนาโครงการใหม่ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจะก่อให้เกิด upside risk ต่อ fair value ของเราได้



## ประวัติบริษัท

### 1 ใน 4 เครือข่ายธุรกิจโรงแรมขนาดใหญ่ในประเทศไทย

#### บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)

DTC คือ 1 ใน 4 เครือข่ายธุรกิจโรงแรมขนาดใหญ่ในประเทศไทย พอร์ตธุรกิจของบริษัทฯ ประกอบด้วยโรงแรมที่ตนเองเป็นเจ้าของ โรงแรมที่เข้าไปบริหารจัดการ ธุรกิจการศึกษา และธุรกิจอาหาร ปัจจุบันบริษัทฯ มีสินทรัพย์ที่เป็นเจ้าของและมีสิทธิ์บริหารจัดการรวมกันมากกว่า 260 แห่งทั้งในประเทศและต่างประเทศ ล่าสุดก็มีส่วนร่วมในโครงการมิกซ์ยูสตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ ในย่านธุรกิจและใกล้กับสถานี BTS และ MRT

DTC ให้บริการด้านโรงแรมเต็มรูปแบบภายใต้ 4 แบรินด์ดังนี้ 1) ดุสิตธานี 2) ดิสิต ดีทู 3) ดุสิต พรีเมียม และ 4) ดุสิต เดวารานา ทั้งยังกระจายความเสี่ยงในพอร์ตธุรกิจด้วยการรุกตลาดใหม่ๆ อย่างเช่น 1) การเข้าซื้อกิจการอีลิท เฮเวนส์ (Elite Havens) ในปี 2561 ผู้นำในธุรกิจให้เช่าวิลล่าหรูในเอเชีย และ 2) การเปิดตัวแบรนด์ใหม่อย่างแบรนด์โรงแรม "อาศัย" ที่มีกลุ่มเป้าหมายเป็นนักท่องเที่ยวรุ่นมิลเลนเนียลส์ที่เสาะหาประสบการณ์ท่องเที่ยวที่แท้จริง

โรงเรียนการโรงแรมดุสิตธานีก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2539 เพื่อให้การศึกษาและอบรมในอุตสาหกรรมสถานบริการ จากจัดตั้งยกระดับเป็นวิทยาลัยดุสิตธานีในปีเดียวกัน โดยมีการขยายหลักสูตรมากขึ้น เช่น ศิลปะการประกอบอาหาร การจัดการครัว การจัดการการท่องเที่ยว และการจัดการโรงแรมและรีสอร์ท ปัจจุบันวิทยาลัยฯ มีทั้งหลักสูตรประกาศนียบัตรที่ใช้เวลาเรียนระยะสั้น ระดับปริญญาตรี และปริญญาโท

DTC เริ่มต้นธุรกิจอาหารในเดือน มี.ค. 2561 ด้วยการลงทุนในบริษัท เอ็นอาร์ อินสแตนท์ โพรดิซ (NRIP) ผู้ผลิตและส่งออกสินค้าอาหารสำเร็จรูปชื่อดังที่ตั้งอยู่ในกรุงเทพฯ โดย DTC ได้ขยายกิจการอาหารออกไปอีกด้วยการเข้าซื้อบริษัท เอ็มเพอควอร์ เคเทอร์ริ่ง จำกัด ธุรกิจบริการจัดอาหารในสถานศึกษาที่ให้บริการอาหารคุณภาพสูงให้โรงเรียนนานาชาติในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

โครงการมิกซ์ยูสของ DTC เป็นโครงการ JV ระหว่าง DTC และ CPN ที่ประกอบด้วยโรงแรมดุสิตธานี กรุงเทพแห่งใหม่ โครงการที่อยู่อาศัย พื้นที่ศูนย์การค้าให้เช่า และอาคารสำนักงาน ด้วยมูลค่าการลงทุนทั้งหมดไม่เกิน 36.7 ลบ. ทั้งนี้ DTC มีเป้าหมายการเปิดให้บริการส่วนของโรงแรมในช่วงต้นปี 2566 พื้นที่ค้าปลีกช่วงปลายปี 2566 สำนักงานช่วงต้นปี 2567 และที่อยู่อาศัยช่วงกลางปี 2567

Fig 33 Hotel portfolio



Source: Company data


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	Cashflow (Btmn)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue	4,723	4,633	4,798	4,750	4,871	Net profit	332	350	354	-127	-111
Cost of sales and services	-3,393	-3,208	-3,006	-2,954	-3,017	Depreciation & amortization	629	499	509	517	526
<b>Gross Profit</b>	1,330	1,424	1,792	1,796	1,854	Change in working capital	-154	213	83	-4	10
SG&A	-1,706	-1,851	-2,157	-2,160	-2,222	Others	-215	-273	461	266	18
Other income	473	465	82	84	86	<b>CF from operation activities</b>	592	790	1,408	653	443
<b>EBIT</b>	470	501	586	18	31	Capital expenditure	-691	-527	-1,886	-1,277	-1,681
<b>EBITDA</b>	725	537	225	237	244	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-59	-65	-100	-95	-94	Others	18	-313	1,765	1,165	1,566
Equity earnings	20	66	47	80	93	<b>CF from investing activities</b>	-673	-841	-121	-112	-115
<b>EBT</b>	411	436	486	-77	-64	Cash dividend	-86	-164	-145	0	0
Income tax	-79	-86	-132	-50	-47	Net proceeds from debt	-82	366	-483	-12	-11
<b>NPAT</b>	332	350	354	-127	-111	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-65	-60	-315	-62	-63	Others	418	-49	-379	-223	19
<b>Core Profit</b>	-56	-71	-766	-388	-374	<b>CF from financing activities</b>	250	153	-1,006	-235	8
Extraordinary items	323	361	805	200	200	<b>Net change in cash</b>	169	102	281	307	336
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	267	290	39	-188	-174	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.31	0.34	0.05	-0.22	-0.20
Cash & equivalents	1,021	1,112	1,393	1,700	2,036	Core EPS	-0.07	-0.08	-0.90	-0.46	-0.44
ST investments	448	457	457	457	457	DPS	0.16	0.17	0.00	0.00	0.00
Accounts receivable	538	849	452	448	459	BV	5.67	5.85	5.91	5.71	5.52
Inventories	71	77	76	75	77	EV	12.65	12.05	10.44	10.10	9.74
Other current assets	201	122	109	102	96	Free Cash Flow	-0.12	0.31	-0.56	-0.73	-1.46
<b>Total current assets</b>	2,278	2,617	2,487	2,782	3,126	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	1,320	1,980	2,014	2,014	2,014	Reported P/E (x)	33.42	28.15	216.30	-44.73	-48.39
Fixed assets-net	4,322	4,300	3,927	3,537	3,141	Core P/E (x)	-159.35	-114.29	-10.98	-21.68	-22.51
Other assets	2,059	2,676	2,499	2,448	2,404	P/BV (x)	1.85	1.64	1.68	1.74	1.79
<b>Total assets</b>	9,980	11,573	10,928	10,781	10,685	EV/EBITDA (x)	14.83	19.05	39.39	36.18	33.87
Short-term debt	758	409	233	231	230	Price/Cash flow (x)	15.06	10.34	5.98	12.88	18.98
Accounts payable	853	1,248	933	924	947	Dividend yield (%)	1.50	1.77	0.00	0.00	0.00
Other current assets	163	278	229	233	238	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	1,774	1,935	1,395	1,388	1,416	Gross margin (%)	28.15	30.75	37.35	37.81	38.06
Long-term debt	1,479	2,132	652	614	578	EBITDA margin (%)	15.35	11.60	4.69	5.00	5.02
Other liabilities	846	1,429	2,435	2,444	2,453	EBIT margin (%)	9.95	10.81	12.22	0.38	0.63
<b>Total liabilities</b>	4,099	5,495	4,481	4,447	4,447	Net profit margin (%)	7.04	7.56	7.38	-2.66	-2.28
Paid-up capital	850	850	850	850	850	ROA (%)	3.50	3.25	3.15	-1.17	-1.03
Share premium	1,643	1,643	1,643	1,643	1,643	ROE (%)	5.67	5.92	0.78	-3.81	-3.65
Reserves & others, net	840	811	825	840	855	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	1,490	1,667	1,705	1,517	1,343	Current ratio (x)	1.28	1.35	1.78	2.00	2.21
Minority interests	1,057	1,107	1,423	1,484	1,547	Quick ratio (x)	1.13	1.25	1.65	1.88	2.09
<b>Total shareholders' equity</b>	5,881	6,078	6,447	6,334	6,238	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	9,980	11,573	10,928	10,781	10,685	Liabilities/Equity ratio (x)	0.70	0.90	0.70	0.70	0.71
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	1.06	1.81	-4.29	-5.53	-6.89
RevPar (Bt)	2,636	2,734	2,656	2,727	2,782	Net debt/equity (x)	0.13	0.16	-0.15	-0.21	-0.27
ADR (Bt)	3,597	3,548	3,495	3,565	3,636	Int. coverage ratio (x)	7.99	7.73	5.85	0.19	0.33
Occupancy rate (%)	73.3	77.1	76.0	76.5	76.5	<b>Growth</b>					
						Revenue (%)	-5.05	-1.91	3.58	-1.01	2.54
						EBITDA (%)	-16.44	-25.85	-58.10	5.40	2.96
						Reported net profit (%)	134.00	8.54	-86.6	-583.61	7.57
						Reported EPS (%)	134.00	8.54	-86.6	-583.61	7.57
						Core profit (%)	-149.48	-27.48	-972.97	49.34	3.67
						Core EPS (%)	-149.48	-27.48	-972.97	49.34	3.67

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited (“KS”). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants (“DWs”) on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLA, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EA, ERW, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, TASCO, TCAP, THAI, TISCO, TOA, TOP, TPIPL, TRUE, TU, TVO, and WHA