

บมจ. ช.การช่าง (CK)

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 59 เติบโต 62% หนุนจากบริษัทในเครือ

CK มีโครงสร้างกลุ่มที่เป็นเอกลักษณ์ซึ่งมีความพิเศษตรงที่บริษัทในเครือสามารถช่วยสนับสนุนกันได้ ทำให้ CK มีความโดดเด่นออกมาจากคู่แข่งรายอื่นในกลุ่มฯ นอกจากนี้ ยอด orderbook ของ CK ที่ยังอยู่ในระดับสูงส่วนหนึ่งก็เป็นปัจจัยหนุนจากบริษัทในเครือ เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทฯ ในปี 59 จะเติบโตขึ้น 62% จาก equity account ของบริษัทในเครือที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งถือเป็นการปูทางก่อนที่กำไรสุทธิของบริษัทฯ จะมีการเติบโตจากการก่อสร้างโครงการ mega project ซึ่งคาดว่าจะเริ่มต้นตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 34.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ยอด orderbook แข็งแกร่ง** หลังชนะโครงการประมูลการก่อสร้างรถไฟรางคู่มูลค่า 15,328 ล้านบาทและได้รับงานซ่อมบำรุงรถไฟใต้ดินจากบริษัทในเครือ, ได้แก่ BEM, เมื่อสิ้นปี 58 ส่งผลให้ยอด orderbook ของ CK กลับมาอยู่ในระดับสูงที่ 92,400 ล้านบาท ณ สิ้นเดือน ธ.ค.58 เพิ่มขึ้น 5% yoy และคิดเป็น 2.8 ปีของ annual turnover ของ CK หรือ market cap to orderbook ที่ 0.5 เท่า เราคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องและคาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่อยู่ที่ประมาณ 130,000 ล้านบาท (+40% yoy) ในปี 59 เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการเปิดประมูลโครงการ mega project มูลค่ากว่า 500,000 ล้านบาทเกิดขึ้นในปีนี้ซึ่งสอดคล้องกับความพยายามของรัฐบาลที่จะใช้การลงทุนของภาครัฐเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจ
- คาดผลประกอบการไตรมาส 4/58 จะออกมาดี** เราคาดว่าผลประกอบการของ CK ในไตรมาส 4/58 จะออกมาดี โดยคาดยอดขายในไตรมาส 4/58 จะเพิ่มขึ้น 24% yoy อยู่ที่ 9,239 ล้านบาทจากงานก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินและเขียวยังไม่แล้วเสร็จ นอกจากนี้ CK อยู่ระหว่างเร่งการก่อสร้างทางด่วนศรีรัชมูลค่า 22,500 ล้านบาทซึ่งมีกำหนดก่อสร้างแล้วเสร็จในช่วงกลางปี 59 แทนกำหนดเดิมในช่วงปลายปี 59 แม้เราคาดว่า gross และ EBITDA จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 8% (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 7%) และ 7% (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 6%) ตามลำดับแต่ถือว่ายังอยู่ในระดับต่ำแต่ก็คาดว่าจะเพียงพอที่จะช่วยหนุนให้กำไรหลักของ CK เติบโตขึ้น 25% yoy อยู่ที่ 225 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 จากฐานที่ต่ำในไตรมาส 4/57
- บริษัทในเครือช่วยหนุนการเติบโต** แม้ว่า CK ได้ชนะการประมูลโครงการ mega project แค่โครงการเดียวเมื่อปีที่แล้วและคาดว่าจะชนะอีกหลายโครงการในปีนี้แต่ปัจจัยหนุนผลประกอบการของ CK ในปี 59 น่าจะมาจากโครงการเดิมของบริษัทฯ เนื่องจากโครงการ mega projects จะใช้เวลามากในช่วงการประมูลถึงการเริ่มก่อสร้างจริง ดังนั้น เราคาดว่าโครงการ mega project จะช่วยหนุนยอดขายและกำไรสุทธิของ CK อย่างมีนัยสำคัญในปีหน้าแทน ในส่วนปัจจัยหนุนกำไรสุทธิของ CK ในปีนี้น่าจะมาจาก equity account ของบริษัทในเครือ เช่น การถือหุ้นใน BEM และ CK Power (CKP) ที่ 27% และ 30% ตามลำดับ จากการปรับโครงสร้างกลุ่มเมื่อปีที่แล้ว เราคาดว่า equity account ของ CK ในปี 59 จะสูงถึง 871 ล้านบาทเทียบกับที่ 2 ล้านบาทในปี 58

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Net turnover	32,677	32,869	35,000	38,150	42,037
EBITDA	2,656	2,576	2,314	2,566	3,069
Operating profit	1,939	1,567	1,280	1,520	2,011
Net profit (rep./act.)	7,674	2,296	2,600	1,450	2,302
Net profit (adj.)	1,316	1,247	893	1,450	2,302
EPS (Bt)	0.8	0.7	0.5	0.9	1.4
PE (x)	32.6	35.3	49.3	30.4	19.1
P/B (x)	2.6	2.3	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	35.3	36.4	40.5	36.5	30.5
Dividend yield (%)	1.5	2.1	2.2	1.3	2.0
Net margin (%)	23.5	7.0	7.4	3.8	5.5
Net debt/(cash) to equity (%)	193.0	190.6	225.6	231.9	221.9
Interest cover (x)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.8
ROE (%)	62.0	12.9	13.9	7.7	11.6
Consensus net profit	-	-	1,327	1,369	1,608
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.67	1.06	1.43

Source: CH Karnchang PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian
n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ฯ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ข้อ

(Maintained)

ราคาหุ้น	26.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	34.00 บาท
Upside	+30.8%

รายละเอียดบริษัท

ผู้รับเหมารายใหญ่ที่สุดอันดับที่ 2 ในประเทศไทยและมีประสบการณ์ในการก่อสร้างระบบขนส่งมวลชน การบริหารจัดการน้ำและเขื่อนพลังน้ำ บริษัทฯ มีหุ้นอยู่ในบริษัทด้านสาธารณูปโภคหลายแห่งเพื่อรักษาสมดุลของแหล่งรายได้ในระยะยาวของบริษัทฯ

STOCK DATA

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	CK TB
Shares issued (m):	1,693.9
Market cap (Btm):	44,041.3
Market cap (US\$m):	1,240.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	5.8

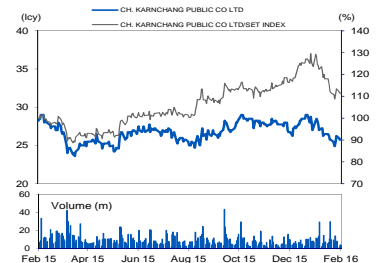
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt29.00/Bt23.60				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
4.6	7.1	1.0	9.6	10.3	

Major Shareholders

Trivisavet family	37.6
THAI NVDR	2.3
Bangkok Bank	2.1
FY16 NAV/Share (Bt)	12.55
FY16 Net Debt/Share (Bt)	29.10

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02- 659-8304

kowit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์กำไรสุทธิโตขึ้น 62% yoy ในปี 59** จากการที่ไม่มีการรับรู้รายได้จากโครงการ mega project ใหม่ ๆ ในปี 58 เราจึงคาดว่าจะยอดขายของ CK ในปี 58 จะเติบโตขึ้นแค่ 6% yoy อยู่ที่ 35,000 ล้านบาท นอกจากนี้ จากการที่บริษัท รับรู้รายได้จากโครงการรถไฟฟ้าเพียงแค่ 2 สายเทียบกับ 3 สายในปี 57 เราจึงคาดว่า EBITDA margins ในปี 58 จะลดลงจาก 7.8% มาอยู่ที่ 6.6% ดังนั้น เราคาดว่ากำไรหลักของ CK ในปี 58 จะหดตัวลง 28% yoy อยู่ที่ 893 ล้านบาท เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการก่อสร้างรถไฟฟ้ารางคู่ (ที่มี margin สูง) เพียงแค่ 20% ในปีนี้ขณะที่การเปิดประมูลโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีส้ม (ที่มี margin สูง) อาจจะต้องรอถึงช่วงกลางปี 59 เราจึงคาดว่าจะยอดขายของ CK ในปี 59 จะเพิ่มขึ้นแค่ 9% yoy อยู่ที่ 38,150 ล้านบาท แม้เราคาดว่า EBITDA margin ในปีนี้จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ 6.7% แต่รายได้จำนวนมากจาก equity account ของบริษัทในเครือ จะทำให้กำไรหลักในปี 59 เติบโตขึ้น 62% yoy อยู่ที่ 1,450 ล้านบาท โดยเรามองว่าโครงการ mega project จะช่วยหนุนยอดขายและกำไรสุทธิของ CK อย่างมีนัยสำคัญในปี 60

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับประมาณการกำไรสุทธิ** จากการที่เราคาดว่าผลประกอบการในไตรมาส 4/58 จะออกมาดีกว่าประมาณการเดิมของเรา เราจึงปรับประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 58 และ 59 ของเราเพียงเล็กน้อยและคงราคาเป้าหมายเดิมไว้ที่ 34.00 บาท ประมาณการกำไรสุทธิในปี 60 ของเราสูงกว่าของตลาดเนื่องจากเราคาดว่ารายได้จาก BEM จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญด้วยปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงประกอบกับผลบวกจากโครงการ mega project ที่ดีกว่าการคาดการณ์ของตลาด

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ** บรรดานักลงทุนต่างมองข้ามกำไรสุทธิที่คาดว่าจะปรับลดลงในปี 58 และมองไปยังกำไรสุทธิที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นในระดับสูงในปี 59 แทนที่จะมีปัจจัยหนุนจากบริษัทในเครือ 2 แห่ง ซึ่งเป็นเอกลักษณ์ของ CK ที่ทำให้บริษัทโดดเด่นออกมาจากบริษัทรับเหมาอื่นๆ นอกจากนี้ ยังเป็นการปูทางก่อนที่กำไรสุทธิของบริษัทฯ จะมีปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาวที่แท้จริงจากการก่อสร้างโครงการ mega project ดังนั้น เราคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 34.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประกาศการประมูลโครงการ mega project

REVISION OF FORECAST

(Btm)	2015F			2016F		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	34,632	35,000	1%	38,150	38,150	0%
Core profits	888	893	1%	1,497	1,450	-3%

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
CK TB	36,985	21.83	2.3x P/B
BEM TB	16,806	9.92	market price
CKP TB	3,807	2.25	market price
Total	57,598	34.00	

Source: UOB Kay Hian

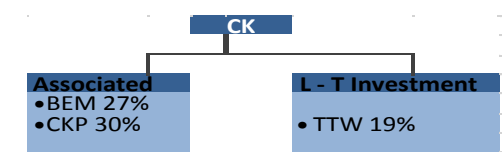
4Q15F RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q15F	yoy % chg	qoq % chg	2015F	yoy % chg
Sales	9,239	23.7	5.8	35,000	6.5
Gross Profit	768	56.1	6.5	2,900	(4.7)
EBITDA	607	44.5	5.6	2,315	(10.1)
Pre-tax Profit	271	62.3	(21.9)	1,165	(14.8)
Tax	(48)	(47.8)	(20.0)	(204)	134.5
Net Profit	225	(46.0)	(20.8)	2,600	13.2
Net Profit (Ex EI)	225	25.0	(8.2)	893	(28.4)
EPS (Bt)	0.12	(50.0)	(26.5)	1.53	12.9
Gross margin (%)	8.3			8.3	
EBITDA margin (%)	6.6			6.6	
Net margin (%)	2.4			7.4	

Source: UOB Kay Hian

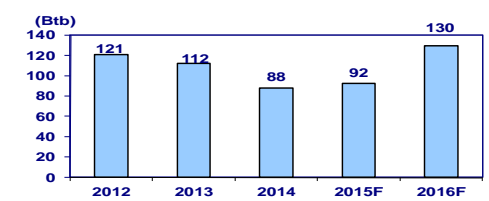
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณืต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

CK GROUP'S STRUCTURE



Source: UOB Kay Hian

ORDERBOOK



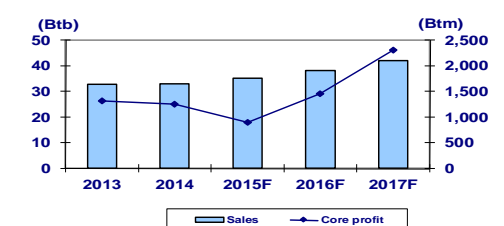
Source: CK, UOB Kay Hian

PROJECT & ORDERBOOK AS OF DEC 15

Projects	Value (Btm)	Remaining (Btm)
Newly signed in 2015		
Double Track: Chira-Khon	15,328	15,328
Blue Line: Taopoon-Bansue	1,056	1,056
Blue Line: Maintenance	1,270	1,270
Purple Line: Maintenance	1,520	1,520
Mae Pha Luang, Med. Bldg.	1,381	1,284
Underground Manholes	1,071	1,071
Diagnosis Bldg.	1,168	1,163
Total	22,794	22,692
Active major projects		
Purple Line, MRTA	34,839	11,216
Blue Line, MRTA	14,660	3,433
New Tobacco Plant	4,619	32
Green Line, MRTA	15,410	4,562
Xayaburi Hydropower	76,390	35,139
Si Rat Exproessway	22,500	8,100
Cogen Power No. 2 (BIC-2)	4,310	3,577
TTW Plant - Samutsakhon	2,904	2,497
Others	8,195	1,116
Total	183,827	69,672
Sub Total	206,621	92,364

Source: CK, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT



Source: CK, UOB Kay Hian

P/B MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian