

บมจ. ช.การช่าง (CK)

คาดการณ์กำไรสุทธิมีปัจจัยหนุนจากผลประกอบการที่ดีของบริษัทในเครือ

แม้เรคาดว่าการก่อสร้างโครงการ mega project จะช่วยหนุนยอดขายและกำไรสุทธิของบรรดาผู้รับเหมาตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไป แต่เรามองว่าผลประกอบการของ CK จะอยู่ในระดับสูงตลอดปี 59 หนุนจากรายได้จากบริษัทในเครือซึ่งคาดว่าจะช่วยทำให้ยอดขายเพิ่มขึ้น 7% ในปีนี้ขณะที่คาดการณ์กำไรสุทธิในปี 59 จะพุ่งขึ้นมากกว่า 200% ด้วยปัจจัยหนุนหลักจาก equity accounts จากบริษัทในเครือได้แก่ BEM และ CKP คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 34.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **คาดจะได้งานเพิ่มเติมจากโครงการก่อสร้างเขื่อนที่ไชยะบุรี** เพื่อลดความกดดันจากประเด็นเรื่องผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม ทางรัฐบาลลาวจึงอนุมัติการก่อสร้างเพิ่มเติมที่เขื่อนไชยะบุรีเพื่อช่วยเหลือเรื่องการอพยพของปลาโดยมีการสร้างสะพานปลาและเพิ่มความกว้างของทางเดินเรือข้ามเขื่อน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือจะมีส่วนก่อสร้างเพิ่มเติมที่เขื่อนไชยะบุรีมูลค่าประมาณ 19,000-20,000 ล้านบาท ทาง CK Power (CKP ซึ่ง CK ถือหุ้นอยู่ 30%) จะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายในการจ้าง CK ให้มาทำงานให้ ในทางกลับกัน รัฐบาลลาวจะจ่ายค่าชดเชยให้กับ CKP โดยจะมีการแก้ไขสัญญาสัมปทานเพิ่มผลประโยชน์ให้กับ CKP เท่ากับกับมูลค่าของงานใหม่ที่เพิ่มเข้ามา เมื่อสัญญาฉบับใหม่เสร็จสมบูรณ์ เรคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะเพิ่มขึ้นอีก 19,000-20,000 ล้านบาทในปี 59
- **คาดยอด orderbook สูงสุดทำสถิติใหม่** แม้ก่อนที่ทาง CK จะได้งานเพิ่มเติมที่เขื่อนไชยะบุรี ยอด orderbook ของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 58 ก็แข็งแกร่งอยู่แล้วที่ 83,551 ล้านบาทหรือคิดเป็น 2.4 ปีของ annual turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.5 เท่า เรคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องและอาจทำสถิติสูงสุดใหม่ในปีนี้หนุนจากโครงการ mega project มูลค่า 500,000 ล้านบาทที่จะมีการประมูลในปีนี้รวมทั้งสัญญาก่อสร้างของบริษัทในเครือ เรคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะอยู่ที่ 117,000 ล้านบาทในปีนี้ เพิ่มขึ้น 40% yoy หรือคิดเป็น 3.4 ปีของ annual turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.4 เท่า
- **ได้ประโยชน์จากการดำเนินงานในฐานะที่เป็นกลุ่มบริษัท** CK เป็นผู้ประกอบการเพียงรายเดียวในกลุ่มรับเหมาที่ดำเนินการเป็นกลุ่มบริษัทที่ให้บริการด้านสาธารณูปโภคและขนส่งซึ่งทำให้ CK ได้งานก่อสร้างใหม่ๆ มาโดยตลอดจากบริษัทในเครือ เนื่องจากประเทศไทยยังต้องมีการพัฒนาในด้านสาธารณูปโภคและการขนส่งอีกมาก จากยอด orderbook ทั้งหมดของ CK ณ สิ้นปี 58 แบ่งเป็นเป็นงานก่อสร้างจากของบริษัทในเครือถึง 58% โครงสร้างธุรกิจที่เป็นเอกลักษณ์ของ CK ไม่เพียงแต่ช่วยทำให้บริษัทฯ ได้งานก่อสร้างใหม่ๆ แล้ว แต่ยังช่วยเพิ่มกำไรสุทธิให้กับบริษัทฯ อีกด้วย จากการที่ CK มีหุ้นอยู่ในบริษัทที่มีกำไรอย่าง BEM และ CKP ที่ 27% และ 30% ตามลำดับทำให้ CK สามารถรับรู้กำไรสุทธิของทั้ง 2 บริษัท เป็น equity account ในบัญชี P&L ซึ่งทำให้กำไรสุทธิของ CK จะขยายตัวขึ้นมากในปีนี้เป็นปีแรกที่รับรู้กำไรจาก BEM ผ่าน equity accounts จากการปรับโครงสร้างกลุ่ม ณ สิ้นปี 58

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	32,869	34,851	37,165	39,706	43,623
EBITDA	2,576	2,113	2,523	2,777	3,092
Operating profit	1,567	1,106	1,505	1,747	2,050
Net profit (rep./act.)	2,296	2,193	1,507	2,119	2,847
Net profit (adj.)	1,247	486	1,507	2,119	2,847
EPS (Bt)	0.7	0.3	0.9	1.3	1.7
PE (x)	33.3	85.4	27.5	19.6	14.6
P/B (x)	2.2	2.0	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	37.1	45.3	37.9	34.4	30.9
Dividend yield (%)	2.2	2.7	1.4	1.9	2.6
Net margin (%)	7.0	6.3	4.1	5.3	6.5
Net debt/(cash) to equity (%)	190.6	240.0	254.4	241.8	229.0
Interest cover (x)	1.8	1.4	1.5	1.7	2.1
ROE (%)	12.9	11.9	8.0	10.8	13.8
Consensus net profit	-	-	1,385	1,630	1,862
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.09	1.30	1.53

Source: CH Karnchang PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮอัน (ประเทศไทย) จำกัด (ผู้จัดทำ) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ข้อ

(Maintained)

ราคาหุ้น	24.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	34.00 บาท
Upside	+38.8%

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):	41,500.5
Market cap (US\$m):	1,190.7
3-mth avg daily t'over (US\$m):	9.6

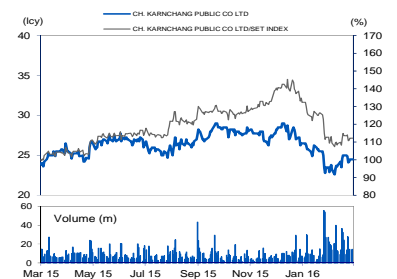
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt29.00/Bt22.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
7.5	10.1	8.4	15.3	19.7

Major Shareholders

Trivisavet family	37.6
THAI NVDR	2.3
Bangkok Bank	2.1
FY16 NAV/Share (Bt)	12.44
FY16 Net Debt/Share (Bt)	30.63

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02- 659-8304

kwit.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการไตรมาส 1/59 ดี** ด้วยปัจจัยหนุนจากงานก่อสร้างของบริษัทในเครือ เราจึงคาดว่ายอดขายของ CK ในไตรมาส 1/59 จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องที่ 19% yoy อยู่ที่ 10,142 ล้านบาท แม้เราคาดว่า gross margin ในไตรมาส 1/59 จะอยู่ในระดับเดียวกับในไตรมาส 1/58 ที่ 8% แต่คาด EBITDA margin ในไตรมาส 1/59 จะปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 7% (ไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 6%) จากการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด นอกจากนี้ จากการรับรู้กำไรสุทธิของ BEM และ CKP ผ่าน equity accounts เป็นครั้งแรก เราจึงคาดว่ากำไรหลักของ CK ในไตรมาส 1/59 จะเพิ่มขึ้น 15.1% yoy อยู่ที่ 463 ล้านบาท หากรวมรายการพิเศษในไตรมาส 1/58 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CK ในไตรมาส 1/59 จะเติบโตน้อยลงอยู่ที่ 6% yoy
- **D/E ratio สูง** จากการที่ CK ต้องสนับสนุนงานของบริษัทในเครือเราจึงคาดว่าสถานะทางการเงินของ CK จะอ่อนตัวลงจากหนี้สินที่อยู่ในระดับสูงโดย debt-to-equity ของ CK ณ สิ้นปี 58 อยู่ที่ 2.6 เท่า นอกจากนี้ จากการออกหุ้นกู้แปลงสภาพมูลค่า 5,500 ล้านบาทในช่วงที่ผ่านมาเพื่อทดแทนหุ้นที่ครบกำหนดในการไถ่ถอน และไม่มี capex ก้อนใหญ่ เราจึงคาดว่า D/E ของ CK จะยังอยู่ที่ 2.6 เท่าในปีนี้ เราคาดว่า D/E ของ CK จะทยอยปรับตัวลดลงเนื่องจากบริษัทในเครือส่วนใหญ่เริ่มทำกำไรแล้วในขณะนี้ และเริ่มที่จะให้เงินปันผลกับทาง CK

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60** จากผลประกอบการในไตรมาส 4/58 ที่ออกมาต่ำกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ขึ้นแต่ปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ลง เรามีการปรับลดค่าใช้จ่าย SG&A ลงในปี 59 เนื่องจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงในปี 58 เป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งเดียว

คำแนะนำ

- **ราคาเป้าหมายยังอยู่ที่ 34.00 บาท** เราเปลี่ยนวิธีการคำนวณมูลค่าการก่อสร้างหลักของ CK จาก P/B เป็น EV/EBITDA เพื่อให้เห็นความสามารถของบริษัทในการสร้างกระแสเงินสด เราใช้ EV/EBITDA ที่ 4.4 เท่าซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยในรอบ 5 ปีหรือ +1SD และได้ราคาเป้าหมายของธุรกิจก่อสร้างหลักของ CK ที่ 23.19 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ราคาเป้าหมายของหุ้น CK ยังอยู่ที่ 34.00 บาท
- **คงคำแนะนำซื้อ** ด้วยความเป็นเอกลักษณ์ของ CK ประกอบการประมูลโครงการ mega project ที่จะเกิดขึ้นอีกมากซึ่งจะช่วยหนุนยอดขายและกำไรสุทธิของบริษัทฯ ให้ดีขึ้นในอีก 2-3 ปีข้างหน้า เราจึงคงคำแนะนำซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประมูลโครงการ mega project ที่มากขึ้นและ CK เป็นผู้ชนะการประมูลบางโครงการ

FORECAST REVISIONS

(Btm)	Old	2016F New	%chg	Old	2017F New	%chg
Sales	38,150	37,165	-3%	42,037	39,706	-6%
Net profits	1,450	1,507	4%	2,302	2,119	-8%

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
CK TB	39,289	23.20	43.9x EV/EBITDA
BEM TB	14,820	8.75	market price
CKP TB	3,477	2.05	market price
Total	57,586	34.00	

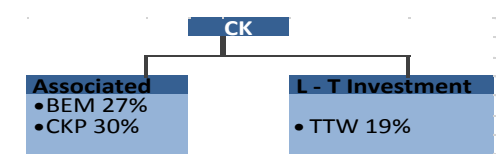
Source: UOB Kay Hian

1Q16F RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q16F	1Q15	yoy % chg	4Q15	qoq % chg
Sales	10,142	8,530	18.9	9,090	11.6
Gross Profit	832	695	19.7	733	13.5
EBITDA	687	524	31.1	405	69.6
Pre-tax Profit	380	257	47.9	(167)	327.5
Tax	(84)	(57)	46.7	2	4,280.0
Net Profit	463	437	6.0	(182)	354.6
Net Profit (Ex EI)	463	185	150.5	(182)	354.6
EPS (Bt)	0.27	0.26	5.2	(0.12)	328.0
Gross margin (%)	8.2	8.1		8.1	
EBITDA margin (%)	6.8	6.1		4.5	
Net margin (%)	4.6	5.1		(2.0)	

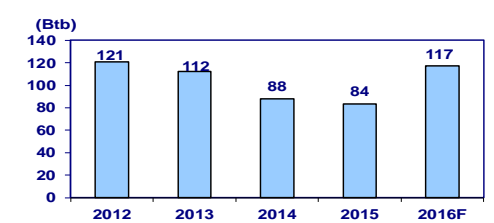
Source: UOB Kay Hian

CK GROUP'S STRUCTURE



Source: UOB Kay Hian

ORDERBOOK



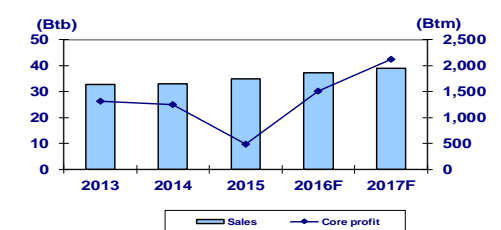
Source: CK, UOB Kay Hian

PROJECT & ORDERBOOK AS OF DEC 15

Projects	Value (Btm)	Remaining (Btm)
Newly signed in 2016		
Total	0	0
Active major projects		
Purple Line, MRTA	34,839	9,695
Blue Line, MRTA	14,660	2,651
Green Line, MRTA	15,410	3,635
Xayaburi Hydropower	76,577	32,545
Si Rat Expressway	22,500	6,008
Cogen Power No. 2 (BIC-2)	4,310	3,470
TTW Plant - Samutsakhon	2,904	2,250
Double Track Railway (Chira)	21,898	15,329
Others	20,040	7,968
Total	213,138	83,551
Sub Total	213,138	83,551

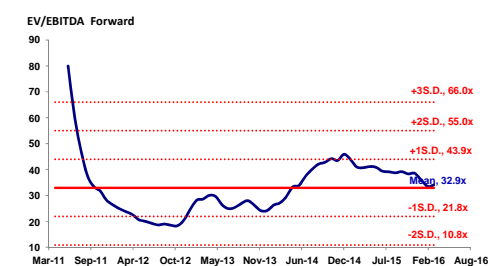
Source: CK, UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT



Source: CK, UOB Kay Hian

EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian