

บมจ. ช.การช่าง (CK)

คาดการณ์หลักโตแข็งแกร่ง

แม้ว่าจะได้รับผลบวกแค่เล็กน้อยจากโครงการ mega projects แต่เราคาดว่าความเกือหนุนจากบริษัทในเครือจะช่วยหนุนให้กำไรหลักของ CK เติบโตขึ้นอย่างมีนัยสำคัญถึง 350% ในปีนี้ นอกจากนี้ เรายังได้ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 35.50 บาท จากการที่ราคาในตลาดหลักทรัพย์ของ BEM มีการปรับตัวสูงขึ้น เราอาจปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นอีกครั้งหากบริษัท เริ่มมีความชัดเจนเกี่ยวกับการบันทึกรายได้จากงานก่อสร้างเพิ่มเติมบางส่วนที่แล้วเสร็จของ XPLC คงคำแนะนำ ซื้อ

เหตุการณ์ใหม่

- ยอด orderbook โตต่อเนื่อง แม้ CK ชนะประมูลโครงการ mega project เพียงแค่ไม่กี่โครงการ แต่ยอด orderbook ณ สิ้นเดือน มี.ค.59 ยังแข็งแกร่งอยู่ที่ 77,554 ล้านบาทหรือคิดเป็น 2.2 ปีของ annual turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.5 เท่า ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทในเครือได้มีการส่งงานให้ตลอด โดยยอด orderbook ทั้งหมดที่ 77,554 ล้านบาทนั้น มาจากงานจากบริษัทในเครือถึง 58% นอกจากนี้ CK เตรียมที่จะเซ็นสัญญางานก่อสร้างเพิ่มเติมของโครงการไฮยะบุรีมูลค่า 19,400 ล้านบาทในเร็ววันนี้ ซึ่งก็ยังคงเป็นงานก่อสร้างจากบริษัทในเครือเช่นกัน สำหรับในอนาคตต่อไป เราคาดว่าจะมีการเปิดประมูลโครงการ mega project มูลค่า 529,000 ล้านบาทในปีนี้ ดังนั้น เราคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องและอาจอยู่ในระดับสูงถึง 117,000 ล้านบาทในปีนี้
- คาดกำไรสุทธิในปีนี้มีปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง CK เป็นบริษัทแม่ของ CK Power (CKP) โดยถือหุ้นอยู่ 30% และในทางกลับกัน CKP ก็ถือหุ้น 30% ในบริษัท Xayaburi Power (XPCL) CKP จะเป็นผู้ออกเงินกู้จำนวน 13,500 ล้านบาทให้ XPCL สำหรับงานก่อสร้างเพิ่มเติมมูลค่า 19,400 ล้านบาทที่ไฮยะบุรี และ XPCL จะใช้เงินกู้ดังกล่าวเพื่อจ่ายเงินให้กับ CK สำหรับงานสัญญาก่อสร้างเพิ่มเติมที่เขื่อนไฮยะบุรี ด้าน XPCL จะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยทั้งหมดสำหรับเงินกู้ในครั้งนั้น แม้ยังไม่มีการเซ็นสัญญาอย่างเป็นทางการแต่ CK ก็ได้ก่อสร้างงานส่วนหนึ่งคิดเป็นมูลค่ามูลค่า 14,000 ล้านบาทแล้วเสร็จเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ในขณะที่เดียวกัน CK เป็นผู้รับผิดชอบดอกเบี้ยที่มีภาระกู้ยืมตั้งแต่เมื่อปีที่แล้วสำหรับงานก่อสร้างดังกล่าว ทั้งนี้ที่มีการเซ็นสัญญาอย่างเป็นทางการ สิ้นชื่อและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เกี่ยวข้องทั้งหมด (ทั้งในอดีต ปัจจุบันและอนาคต) จะถูกโอนไปเป็นของ XPCL ทั้งหมด อิงจากประมาณการของ CK บริษัทฯ อาจได้รับเงินชดเชยที่ 800 ล้านบาทสำหรับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ CK ชำระเป็นค่าดอกเบี้ยเงินกู้ไว้ตั้งแต่ปีที่แล้ว เงินชดเชยทั้งหมดจะถูกทยอยบันทึกหักกลับกับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ CK ในปีนี้ โดยคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 200 ล้านบาท/ไตรมาส ดังนั้น เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของ CK จะอยู่ในระดับต่ำที่ 860 ล้านบาทในปีนี้ เทียบกับประมาณการเดิมที่ 1,660 ล้านบาทซึ่งจะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิของ CK เติบโตขึ้นมากในปีนี้

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	2,241	2,190	2,935
Net profit (adj.)	1,247	486	2,188	2,190	2,935
EPS (Bt)	0.7	0.3	1.3	1.3	1.7
PE (x)	33.3	85.4	19.0	18.9	14.1
P/B (x)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	36.6	44.6	37.4	33.9	30.5
Dividend yield (%)	2.2	2.7	2.1	2.0	2.7
Net margin (%)	7.0	6.3	6.0	5.5	6.7
Net debt/(cash) to equity (%)	190.6	240.0	242.0	233.5	220.6
Interest cover (x)	1.8	1.4	2.9	1.7	2.1
ROE (%)	12.9	11.9	11.7	11.1	14.1
Consensus net profit	-	-	1,364	1,578	1,761
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.60	1.39	1.67

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย UOBKayHian เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุนเท่านั้น ข้อมูลและตัวเลขที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ได้ผ่านการตรวจสอบหรือการรับรองจากหน่วยงานใด ๆ ทั้งสิ้น ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลหรือข้อความในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้ถูกประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือให้คำแนะนำในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาหุ้น	24.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	35.50 บาท
Upside	+44.9%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	34.00 บาท)

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):	1,163.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	9.5

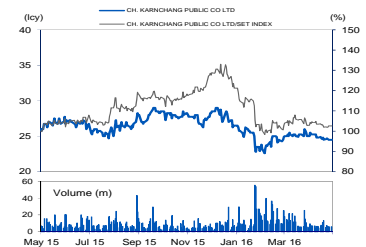
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt29.00/Bt22.60			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
4.9	4.3	12.5	7.5	15.5

Major Shareholders

Trivisavavet family	37.6
THAI NVDR	2.3
Bangkok Bank	2.5
FY16 NAV/Share (Bt)	12.77
FY16 Net Debt/Share (Bt)	30.90

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02- 659-8304

kowit@uobkayhian.co.th

### ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์กำไรหลักในไตรมาส 2/59 โตต่อเนื่อง yoy** หากไม่รวมงานพิเศษของ XPCL เราคาดว่าผลประกอบการของ CK ในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลง qoq เนื่องจากอุตสาหกรรมเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลประกอบการจะยังอยู่ในระดับดี yoy จากยอด orderbook ที่แข็งแกร่งและสัดส่วนที่มากขึ้นของงานที่มี margin สูง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจะขยายตัวขึ้น qoq จากการบันทึกเงินปันผลของ TTW (CK ถือหุ้น 19% ใน TTW) และ equity account ของ BEM ดังนั้น เราคาดว่ายอดขายของ CK ในไตรมาส 2/59 จะโตขึ้น 4% yoy อยู่ที่ 8,904 ล้านบาทขณะที่คาดการณ์กำไรหลักในไตรมาส 2/59 จะเพิ่มขึ้น 130% yoy อยู่ที่ 548 ล้านบาทแต่เราคาดว่าผลประกอบการในไตรมาส 2/59 จะเปลี่ยนแปลงอย่างมากหาก CK เลือกที่จะบันทึกงานที่ก่อสร้างแล้วเสร็จที่เกิดขึ้นจริงมูลค่า 14,000 ล้านบาทที่ XPCL ในผลประกอบการในไตรมาส 2/59 ทั้งนี้ บริษัทฯ กำลังรอคำแนะนำจากทีม auditor อยู่ในขณะนี้
- **คาดการณ์กำไรหลักขยายตัวขึ้นอย่างมากในปี 59** หากไม่รวมงานพิเศษของ XPCL เราคาดว่ายอดขายของ CK จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องในปี 59 และ 60 ที่ปีละ 7% yoy อยู่ที่ 37,165 ล้านบาทและ 39,706 ล้านบาทตามลำดับจากงานก่อสร้างของบริษัทในเครือของ CK และโครงการ mega project นอกจากนี้ ปัจจัยหนุนจาก 1) margin ที่ดีขึ้นจากงานโครงการของกลุ่มบริษัทฯ และโครงการ mega project 2) กำไรที่ดีจาก equity account ของ BEM และ 3) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงในปีนี้จะยังเป็นปัจจัยช่วยหนุนให้กำไรหลักของ CK ดีขึ้น 350% yoy อยู่ที่ 2,188 ล้านบาทในปี 59 และจากการที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะกลับเข้าสู่ระดับปกติในปีหน้า เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิในปีหน้า จะพอ ๆ กับในปีที่ 2,190 ล้านบาท

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น** จากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ต่ำลงในปี 59 และสัดส่วนการถือหุ้นที่มากขึ้นใน BEM (จาก 27% เป็น 29%) เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ขึ้นขณะที่คงประมาณการยอดขายในปี 59 และ 60 ตามเดิม

### คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 35.50 บาท** แม้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงในปี 59 จะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมายของ CK เนื่องจากเป็นเพียง accounting practice แต่ราคาตลาดที่สูงขึ้นและสัดส่วนการถือหุ้นที่มากขึ้นใน BEM ทำให้เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายหุ้น CK ขึ้นเป็น 35.50 บาทอิงด้วยวิธี SOTP
- **คงคำแนะนำซื้อ** แม้รับรู้กำไรแค่เล็กน้อยจากโครงการ mega project ในปีนี้แต่กำไรจากบริษัทในเครือของ CK จะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนกำไรหลักของ CK ให้เติบโตขึ้นอย่างมากในปีนี้ เราอาจปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นอีกหากบริษัทฯ มีข้อสรุปที่ชัดเจนถึงวิธีการบันทึกรายได้ของงานพิเศษที่แล้วเสร็จบางส่วน of XPCL

### เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การชนะประมูลโครงการ mega project มากขึ้น

### REVISION OF FORECAST

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	37,165	37,165	0%	39,706	39,706	0%
Net profits	1,507	2,241	49%	2,119	2,190	3%

Source: UOB Kay Hian

### SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
CK TB	38,669	22.83	43.9x EV/EBITDA
BEM TB (29%)	18,216	10.75	market price
CKP TB (30%)	3,245	1.92	market price
<b>Total</b>	<b>60,131</b>	<b>35.50</b>	

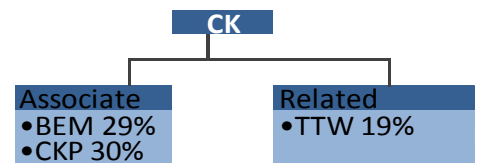
Source: UOB Kay Hian

### 2Q16F RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	2Q16F	yoy % chg	qoq % chg	2H16F	yoy % chg
Sales	8,904	4.8	(0.9)	17,891	5.1
Gross Profit	759	6.0	(3.1)	1,542	9.3
EBITDA	629	3.3	4.7	1,230	5.9
Net Profit	548	(66.9)	79.7	853	(59.2)
Net Profit (Ex EI)	548	130.3	117.5	800	89.1
EPS (Bt)	0.32	(66.9)	80.0	0.50	(59.4)
Gross margin (%)	8.5	0.1	(0.2)	8.6	0.3
EBITDA margin (%)	7.1	(0.1)	0.4	6.9	0.1
Net margin (%)	6.2	(13.3)	2.8	4.8	(7.5)

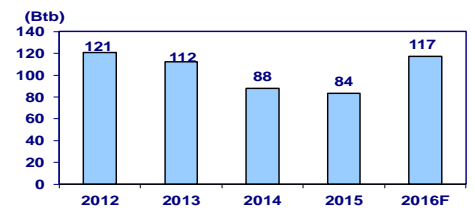
รายละเอียดของ UOB Kay Hian ข้อมูลที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### CK GROUP'S STRUCTURE



Source: CK, UOB Kay Hian

### ORDERBOOK



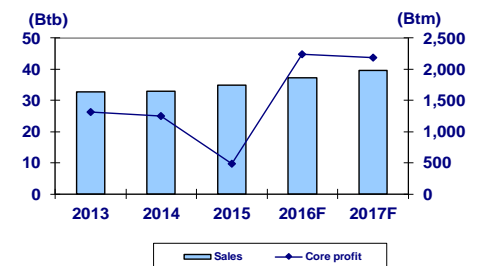
Source: CK, UOB Kay Hian

### PROJECT & ORDERBOOK AS OF MAR 16

Projects	Value (Btm)	Remaining (Btm)
<b>Newly signed in 2016</b>		
Motorway: Pattaya-Mataphud	727	727
Nabong Substation	2,200	2,200
<b>Total</b>	<b>2,927</b>	<b>2,927</b>
<b>Active major projects</b>		
Purple Line, MRTA	34,839	8,415
Blue Line, MRTA	14,660	2,085
Green Line, MRTA	15,410	3,065
Xayaburi Hydropower	76,577	29,099
Si Rat Expressway	22,500	3,600
Cogen Power No. 2 (BIC-2)	4,310	3,362
TTW Plant - Samutsakhon	2,904	1,916
Double Track Railway (Chira)	21,898	15,068
Others	14,909	8,017
<b>Total</b>	<b>208,007</b>	<b>74,627</b>
<b>Sub Total</b>	<b>210,934</b>	<b>77,554</b>

Source: CK, UOB Kay Hian

### SALES AND CORE PROFIT



Source: CK, UOB Kay Hian

### EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian