

บมจ. ช.การช่าง (CK)

Synergy ส่งผลบวกในที่สุด

CK จะไม่เหมือนผู้รับเหมารายอื่นๆ ที่กำลังประสบกับความยากลำบากในการรักษาการเติบโตของผลกำไรของบริษัท ในขณะที่ยังไม่สามารถรับรู้รายได้จากโครงการ mega project ที่กำลังอยู่ในขั้นตอนของการประมูลงานกัน ในทางกลับกัน เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CK จะเติบโตขึ้นอย่างมากในปี 59-60 หนุนจากยอด orderbook และกำไร ของบริษัทในเครือ สิ่งนี้จะทำให้ CK เป็นบริษัทที่โดดเด่นที่สุดในกลุ่มผู้รับเหมา ทำให้หุ้น CK เป็น top pick ของเราในกลุ่มฯ คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 40.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **บริษัทในเครือช่วยหนุนยอด orderbook ของ CK** จากยอด orderbook ของ CK ทั้งหมดที่ 79,100 ล้านบาท (2.3 ปีของ annual turnover) ณ เดือน มิ.ย.59 นั้น เป็นยอด orderbook ที่มาจากบริษัทในเครือถึง 65% หรือ 52,000 ล้านบาท เทียบกับผู้รับเหมารายอื่นๆ ที่ต้องเข้าร่วมประมูลโครงการของภาครัฐและเอกชนในราคาต่ำเพื่อรักษายอด orderbook ให้มีจำนวนที่เหมาะสม จากการที่บริษัทในเครือทุกแห่งของ CK ดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับด้านสาธารณูปโภค, พลังงานและขนส่งซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการขยายธุรกิจ เราจึงคาดว่า CK จะยังคงได้งานจากบริษัทในเครืออย่างต่อเนื่องอีกไปเรื่อยๆ
- **คาดยอด orderbook พุ่งขึ้นอยู่ที่มากกว่า 100,000 ล้านบาท ณ ช่วงสิ้นปี 59** อิงจากนโยบายของรัฐบาลที่ใช้การก่อสร้างโครงการ mega project เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้มีการประมูลและเซ็นสัญญาก่อสร้างโครงการ mega project แล้ว มูลค่ารวมกว่า 68,200 ล้านบาทแล้วในขณะนี้ ขณะที่โครงการอื่นๆ อีก 344,100 ล้านบาทอยู่ระหว่างการประมูลและอีก 213,900 ล้านบาทคาดว่าจะเปิดประมูลภายในปี 59 โดยสรุปแล้ว เราคาดว่าจะมีโครงการ mega project มูลค่ารวม 626,200 ล้านบาทให้กับผู้รับเหมา ตั้งแต่ไตรมาส 4/58 ถึงสิ้นปี 59 นอกจากนั้นแล้วเราคาดว่า จะมีการเปิดประมูล mega project อีกหลายโครงการในปีหน้า ซึ่งได้แก่ โครงการรถไฟฟ้ารางคู่, มอเตอร์เวย์, รถไฟฟ้า, รถไฟความเร็วสูงและท่าอากาศยาน ซึ่งก็เป็นกลุ่มงานที่ CK มีความเชี่ยวชาญเป็นอย่างดี ดังนั้น เราคาดว่าเป้าหมายที่ CK ตั้งไว้ที่จะชนะประมูลงานประมาณ 20-25% ของโครงการทั้งหมด จะสำเร็จได้ไม่ยากนัก นอกจากนี้ เรายังคาดว่า CK จะได้งานจากบริษัทในเครืออีกด้วย ดังนั้นเราจึงคาดว่ายอด orderbook ของ CK จะเพิ่มสูงขึ้นมากกว่า 100,000 ล้านบาทเข้าสู่เป้าของเราที่ตั้งไว้ที่ 117,000 ล้านบาท ในปี 59
- **กำไรสุทธิมีแรงหนุนจากบริษัทในเครือ** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CK จะมีปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม อันได้แก่ BEM ที่ถือหุ้นอยู่ 29% และ CKP ที่ถือหุ้นอยู่ 30% ซึ่งทั้งสองบริษัทต่างมีกำไรและมีอัตราการเจริญเติบโตอยู่ในระดับสูง เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนดังกล่าวจะมีสัดส่วนสูงถึง 25% และ 60% ของกำไรสุทธิของ CK ในปี 59 และ 60 ตามลำดับ ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวจะอยู่ที่มากกว่า 50% ของกำไรสุทธิ ในอนาคตเนื่องจากทั้ง 2 บริษัทฯ มีขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	32,869	34,851	48,161	39,706	43,623
EBITDA	2,576	2,113	2,908	2,683	2,997
Operating profit	1,567	1,106	1,983	1,747	2,050
Net profit (rep./act.)	2,296	2,193	1,990	1,615	2,222
Net profit (adj.)	1,247	486	1,937	1,615	2,222
EPS (Bt)	0.7	0.3	1.1	1.0	1.3
PE (x)	43.5	111.5	28.0	33.6	24.4
P/B (x)	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA (x)	46.0	56.1	40.8	44.2	39.6
Dividend yield (%)	1.7	2.0	1.4	1.1	1.6
Net margin (%)	7.0	6.3	4.1	4.1	5.1
Net debt/(cash) to equity (%)	190.6	240.0	299.3	251.4	244.3
Interest cover (x)	1.8	1.4	3.0	1.7	2.0
ROE (%)	12.9	11.1	9.5	7.4	9.6

Consensus net profit ที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้อง 198.1 และ 198.1 597.7 และ 597.7 866.8 และ 866.8 ผู้จัด UOBKHI/Consensus (x) ความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งผู้จัดทำ ความเห็นหรือประมาณการนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ

Source: CK, Bloomberg, UOB KayHian

ข้อ

(Maintained)

ราคาหุ้น	32.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'60	40.00 บาท
Upside	+25.0%

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):	54,204.7
Market cap (US\$m):	1,564.3
3-mth avg daily t'over (US\$m):	21.4

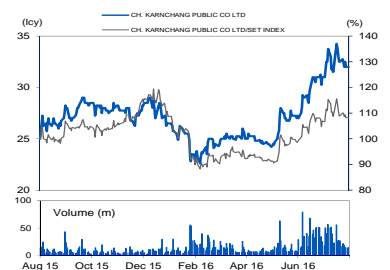
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt34.25/Bt22.60				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
3.2	30.6	36.2	25.5	10.3	

Major Shareholders

Trivisavet family	37.6
THAI NVDR	2.3
Bangkok Bank	2.5
FY16 NAV/Share (Bt)	12.62
FY16 Net Debt/Share (Bt)	37.77

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู

02- 659-8304

kowitz.p@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดผลประกอบการไตรมาส 3/59 จะออกมาดี** จากผลประกอบการในไตรมาส 2/59 ที่ออกมาดี เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของ CK จะขยายตัวขึ้นต่อเนื่องในไตรมาสต่อไป แต่ในอัตราที่เติบโตที่ลดน้อยลง เราคาดว่ายอดขายในไตรมาส 3/59 จะเติบโตขึ้น 3% yoy อยู่ที่ 9,005 ล้านบาทจากยอด orderbook ที่แข็งแกร่งและคาด gross และ EBITDA margin จะกลับมาอยู่ในระดับปกติที่ 8.6% และ 6.6% ตามลำดับ ส่วนค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะยังอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากคาดว่าบริษัทในเครือน่าจะเคลมดอกเบี้ยคืนจากเจ้าของโครงการได้ ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 3/59 จะพุ่งขึ้น 6.4% yoy อยู่ที่ 467 ล้านบาท

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **คาดการณ์กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นที่เกือบ 300% yoy ในปี 59** เนื่องจาก CK ต้องหักลบสัดส่วนของงานของบริษัทในเครือที่ก่อสร้างโดย CK ในการคำนวณ equity account ของบริษัทในเครือ วิธีการดังกล่าวจะทำให้มูลค่า equity account ของ CK ต่ำกว่าที่เราเคยคาดการณ์ไว้ เราจึงมีการปรับลดกำไรสุทธิของ CK ในปี 59 และ ปี 60 ลง อิงจากประมาณการใหม่ของเรา เราคาดว่ายอดขายและกำไรหลักจะขยายตัวขึ้น 38% และ 29.9% yoy อยู่ที่ 48,161 ล้านบาทและ 1,937 ล้านบาทตามลำดับหนุนจากงานเพิ่มเติมจากโครงการสร้างเขื่อนไชยะบุรี สำหรับในปี 60 เราคาดว่ายอดขายและกำไรหลักจะลดลง 18% และ 17% yoy อยู่ที่ 39,706 ล้านบาทและ 1,615 ล้านบาท ตามลำดับจากฐานที่สูงในปี 59 หากไม่รวมผลบวกจากงานไชยะบุรีในปี 59 เราคาดว่ายอดขายและกำไรหลักในปี 60 จะเติบโตขึ้น 10% และ 21% yoy ตามลำดับ

คำแนะนำ

- **คงราคาเป้าหมายเดิมไว้ที่ 40.00 บาท** เนื่องจาก การปรับประมาณการกำไรสุทธิของเราจากการลดลงของ equity account ซึ่งเป็นหลักการทางบัญชี ไม่ส่งผลกระทบต่อ cash flow ของบริษัท ที่เราใช้เป็นฐานในการคำนวณราคาเป้าหมายของเรา เราจึงคงราคาเป้าหมายของเราไว้ที่ 40.00 บาท อิงด้วยวิธี SOTP (2017F EV/EBITDA ที่ 40.4 เท่า หรือ +1SD มากกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี)
- **คงคำแนะนำซื้อ** เนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิของ CK จะแข็งแกร่งและขึ้นต่อเนื่อง ในอีก 2-3 ปีข้างหน้าหนุนจาก synergy ของกลุ่มจากโครงการ mega project ของประเทศ เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ CK อยู่

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประมูลโครงการ mega project ที่มากขึ้นและ CK ชนะการประมูล

FORECAST REVISION

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Sales	48,161	48,161	0	39,706	39,706	0
Net profit	2,188	1,990	-9	2,190	1,615	-26

Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Bt/share	Note
CK TB	53,781	31.75	40.4x 2017F EV/EBITDA
BEM TB (29%)	11,646	6.88	market price
CKP TB (30%)	2,324	1.37	market price
Total	67,751	40.00	

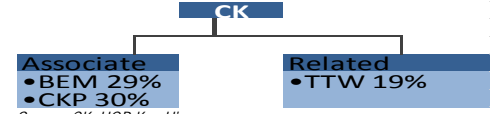
Source: UOB Kay Hian

3Q16F RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	3Q16F	yoy %chg	qoq % chg	9M16F	yoy % chg
Sales	9,005	3.1	(56.5)	38,674	50.1
Gross Profit	776	7.6	(37.6)	2,803	31.5
EBITDA	596	3.7	(47.5)	2,333	36.6
Pre-tax Profit	349	0.6	(66.9)	1,578	76.5
Tax	(50)	(16.7)	(23.1)	(168)	7.7
Net Profit	467	64.4	(54.5)	1,799	(24.3)
Net Profit (Ex EI)	467	90.6	(54.5)	1,746	161.4

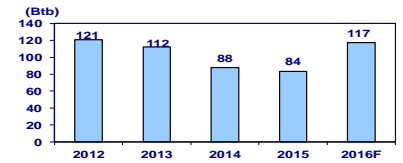
FRS (Bt) ที่ขึ้นโดยข้อมูลที่ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่เป็นกรณีข้อยกเว้นที่ต้องและความรับผิดชอบของ (UOB) โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคอี ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้วิจัยหลักทรัพย์ (UOB) ขอแสดงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า 2. รายงานฉบับนี้มิได้ประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำการขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

GROUP'S STRUCTURE



Source: CK, UOB Kay Hian

ORDERBOOK



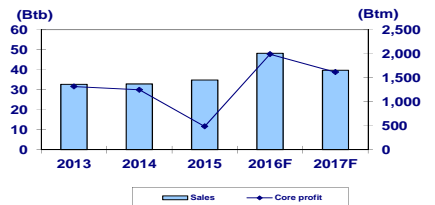
Source: CK, UOB Kay Hian

MEGA PROJECT DEVELOPMENTS SO FAR

Projects	(Btb)	Bid	Results
Already bid			
Dual Track			
Chachoengsao-Klong 19-Kangkhoi	9.8	4Q15	Dec15
Jira junction-Khonkaen	23.4	4Q15	Dec16
Mortorway			
Pattaya-Maptaphud (8 contracts)	20.2	Dec 15	Jul1 6
Airport			
Suvarnabhumi, phae II	14.0	May 16	Jun 16
Mass Transit			
Rail Sytem: Taopoon-Bangsu	0.7	Negotiate	Aug1 6
Total	68.2		
Under bidding			
Mortorway			
Bangpain-Pakchong-Nakornrachima	84.6	Feb 15	Oct15
Bangyai-Kanchanaburi	55.6	Jul 15	Oct15
Mass Transit			
Orange: Thailand Cult.Cent.-Minburi	92.5	Jul 15	May 17
Pink: Kaerai-Minburi	56.7	Aug 16	May 17
Yellow: Ladprao-Samrong	54.6	Aug 17	May 17
Total	344.1		
Potential			
Dual Track			
Prachuapkirikhan-Chumporn	17.3	Sep 16	n.a.
Mass Transit			
Light Red: Bangsue-Huamark			
Dark Red: Bangsue-Hualumphong	44.2	Sep 16	Feb 17
High-Speed Train			
BKK-Rayong	152.5	In 2016	n.a.
Total	213.9		
Total until Aug 16	412.3		
Grand Total	626.2		
Portion left for bid	558.0		

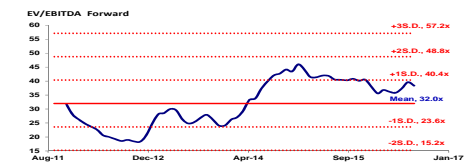
Source: UOB Kay Hian

SALES AND CORE PROFIT



Source: CK, UOB Kay Hian

EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian