

บมจ. ช.การช่าง (CK)

3Q20: คาดว่าผลประกอบการจะเติบโตต่อไปเรื่อยๆ

CK มีกลยุทธ์ที่ดีในการลงทุนด้านสาธารณูปโภคกับบริษัทร่วม โดยความร่วมมือระหว่างบริษัทนี้จะช่วยในเรื่องงานก่อสร้างและการเติบโตของผลประกอบการในช่วงที่มีปริมาณงานในมือ (orderbook) ที่ต่ำ และทั้งนี้เราคาดว่า CK จะมี orderbook เพิ่มขึ้นในปีหน้าจากความร่วมมือกับบริษัทร่วม ซึ่งจะช่วยให้ผลประกอบการเติบโตขึ้นในปีหน้า คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย: 21.50 บาท

3Q20 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	3Q20	yoy % chg	9M20	yoy % chg	Remarks
Sales	3,847	(21.0)	13,277	(26.0)	Low orderbook
Gross Profit	343	(27.6)	1,281	(22.4)	
EBITDA	93	216.3	(12)	93.1	Good cost control
Pre-tax Profit	(33)	(17.9)	(123)	(278.3)	
Tax	(12)	(72.1)	(13)	(86.2)	
Net Profit	774	277.6	726	(52.3)	
Net Profit (Ex EI)	499	143.4	451	(69.4)	
EPS (Bt)	0.46	283.3	0.43	(52.2)	
Gross margin (%)	8.9		9.6		
EBITDA margin (%)	2.4		(0.1)		
Net margin (%)	20.1		5.5		

Source: CK, UOB Kay Hian

RESULTS

● **กำไรหลักเติบโตเป็นอย่างมาก qoq** CK พลิกมามีกำไรสุทธิ 499 ลบ. ใน 3Q20 เพิ่มขึ้น 143% yoy ซึ่งมากกว่าที่เราประมาณการไว้ 7% และมากกว่า consensus 37% ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อกำไรสุทธิมาจากการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ที่ดีและส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมของ CK, CKP (ถือ 31%) และ BEM (ถือ 32%) ที่มีผลประกอบการใน 3Q20 ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ รายได้ 3Q20 ลดลง 21% yoy เป็น 3.8 พันลบ. จากงานในมือที่ต่ำ อัตรากำไรขั้นต้นลดลง 9% (3Q19 : 10%) เนื่องจากยังมีอีกหลายโปรเจกต์ยังไม่เสร็จและโปรเจกต์ใหม่ๆ เพิ่งเริ่มสร้าง แต่ EBITDA เพิ่มขึ้น 2% (3Q19: -2%) จากมาตรการการควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น กำไรกับบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น (equity accounts) อย่างมาก 92% yoy ที่ 546 พันลบ. กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 278% yoy อยู่ที่ 774 ลบ. จากกำไรของรายการพิเศษจากการขายหุ้น CKP ใน 3Q20 รายได้ในช่วง 9M20 ลดลง 26% yoy เป็น 13 พันลบ. จากงานในมือที่ต่ำ ในขณะที่ผลประกอบการกลับมาเป็นบวกโดยมีกำไรสุทธิที่ 451 ลบ. แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำ 69% yoy ของผลการดำเนินงานใน 1H20

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	29,499	23,195	20,095	40,344	42,489
EBITDA	1,258	276	632	710	835
Operating profit	539	(262)	(43)	23	139
Net profit (rep./act.)	2,494	1,778	761	1,508	1,610
Net profit (adj.)	2,234	1,730	761	1,508	1,610
EPS (Bt)	1.3	1.0	0.4	0.9	1.0
PE (x)	13.3	17.2	39.2	19.8	18.5
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	55.9	254.9	111.3	99.0	84.3
Dividend yield (%)	2.8	2.3	1.0	1.9	1.9
Net margin (%)	8.5	7.7	3.8	3.7	3.8
Net debt/(cash) to equity (%)	109.2	101.6	148.7	155.3	147.4
Interest cover (x)	1.0	0.2	0.5	0.5	0.6
ROE (%)	10.2	6.7	2.8	5.4	5.5
Consensus net profit	-	-	787	1,539	1,896
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.97	0.98	0.85

Source: CK, Bloomberg, UOB Kay Hian

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

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt17.60
Target Price	Bt21.50
Upside	+22.1%

COMPANY DESCRIPTION

CK is the second largest contractor in Thailand with experience in building mass transit systems, water treatment and hydro-electric dams. The company has equity stakes in many infrastructure companies in order to diversify its long-term revenue.

STOCK DATA

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	CK TB
Shares issued (m):	1,657.9
Market cap (Btm):	29,179.0
Market cap (US\$m):	966.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.1

Price Performance (%)

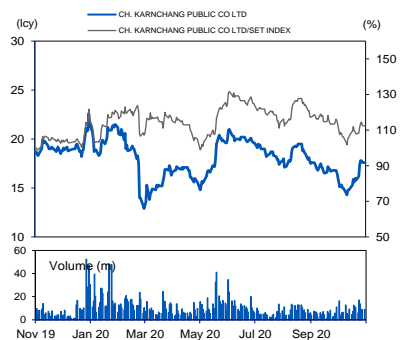
52-week high/low	Bt22.60/Bt12.90			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
4.8	1.1	10.7	(14.6)	(7.4)

Major Shareholders

Trivisavavet family	31.9
Thai NVDR	7.0
Bangkok Bank	2.3

FY20 NAV/Share (Bt)	16.18
FY20 Net Debt/Share (Bt)	24.06

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Kowit Pongwinyoo
+662 659 8304
kowit.p@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

STOCK IMPACT

- **ยอดขายในมือยังคงอยู่ในระดับต่ำ** แม้ว่าโปรเจกต์ใหญ่ของบริษัทที่มีมูลค่าถึง 5 แสนลบ. จะอยู่ในระหว่างการประมูลหรือมีแผนที่จะนำออกมาประมูลในปี 2021 แต่ก็อาจจะต้องใช้เวลาในการหาผู้ชนะการประกวดราคา โครงการเหล่านี้ อาจเห็นการเซ็นสัญญาในช่วงปลายปี 2021 แทนปี 2020 แม้เราเชื่อว่า CK จะชนะบางโครงการ แต่การก่อสร้างอาจเริ่มได้ในปี 2021 หรืออาจจะปี 2022 อย่างไรก็ตาม CK คาดว่างานโครงการเชื่อมขนาดใหญ่มูลค่า 1 แสนลบ. ในลาวจะได้ข้อสรุปในปีหน้า โครงการนี้อาจยกระดับงานในมือของ CK ในปีหน้าได้ สำหรับ ณ สิ้น 3Q20 CK มียอดขายในมือเพียง 2.7 หมื่นลบ. คิดเป็นรายได้ต่อปีที่ 1.2 ปี
- **Margins น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น** เพื่อรักษาอัตรากำไรขั้นต้นให้อยู่ในระดับที่ 8-9% หรือสูงกว่านั้น ทำให้ CK ค่อนข้าง selective ต่องานโครงการใหม่ๆ ซึ่งน่าจะนำไปสู่ยอด งานในมือ ที่ต่ำในปีนี้ สำหรับในอนาคตราคา CK จะชนะการประกวดราคาในหลายๆโปรเจกต์ในปีหน้า เราจึงเชื่อว่า CK จะสามารถรักษากำไรขั้นต้นในอีก 2 ปีได้ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะสามารถปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 9.3% ในปีที่แล้วเป็น 9.8% ในปี 2020 EBITDA margin คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 3.2% ในปี 2020 (2019: 1.2%) แต่ลดลงเป็น 1.8% ในปี 2021 ดังนั้น CK อาจจะต้องหยุดพักการทำงานสำหรับโครงการที่จะเกิดขึ้นใน 2H21 ไปก่อน
- **ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมค่อย ๆ เพิ่มขึ้น** เนื่องจาก BEM จะยังคงต้องใช้เวลาก่อนที่จะฟื้นตัวจากการระบาดของไวรัสโควิด19 แต่ในขณะที่เดียวกันการที่เข้าสู่ช่วงฤดูฝนจะช่วยเพิ่มปริมาณน้ำในเขื่อน ซึ่งจะส่งผลดีต่อ CKP ทำให้สามารถผลิตไฟฟ้าเพื่อขายได้มากขึ้น

EARNINGS REVISION/RISK

- **ไม่มี** แม้ผลประกอบการใน 3Q20 จะดีกว่าที่เราประมาณการไว้ เรายังคงการประมาณการรายได้และผลประกอบการในปี 2020 และ 2021 จากการประชุมนักวิเคราะห์ในสัปดาห์หน้า
- **กำไรหลักจะลดลงในปีนี้ก่อนที่จะปรับตัวขึ้นในปี 2021** จากงานในมือที่ต่ำ เราคาดว่ารายได้จะลดลง 13% yoy เป็น 2.01 หมื่นลบ. ในปี 2020 แต่จะดีขึ้นและเติบโต 100% yoy เป็น 4.03 หมื่นลบ. ในปี 2021 จากงานในมือที่เพิ่มขึ้น แม้จะมีอัตรากำไรที่สูงขึ้นในปีนี้ แต่ยอดขายที่ลดลงและส่วนแบ่งจากบริษัทร่วมที่ลดลงอาจทำให้กำไรหลักลดลง 56% yoy เป็น 1.5 พันลบ. ในปี 2020 เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจหลักจะเพิ่มขึ้น 98% yoy เป็น 1.6 พันลบ. ในปี 2021 จากฐานที่ต่ำ, ยอดขายที่ดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ดีขึ้น

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำซื้อ** จากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ CK ยังสามารถที่เติบโตจากการร่วมมือกับบริษัทร่วม เนื่องจากเราคาดว่า CK จะชนะโครงการสำคัญหลายโครงการในปีหน้า เราจึงคาดว่ารายได้ของ CK จะเริ่มเติบโตตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป คงคำแนะนำซื้อราคาเป้าหมายที่ 21.50 บาทจากการประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP

SHARE PRICE CATALYST

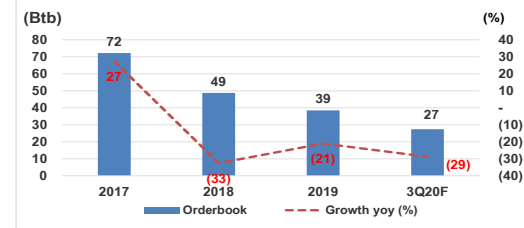
- CK เป็นผู้ชนะการประมูลโครงการขนาดใหญ่

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/share (Bt)	Note
CK TB	34,013	20.08	109x 2021F EV/EBITDA
BEM TB (32%)	1,786	1.05	market price
CKP TB (31%)	611	0.36	market price
Total	36,411	21.50	

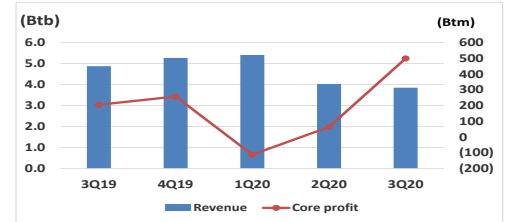
Source: UOB Kay Hian

ORDERBOOK



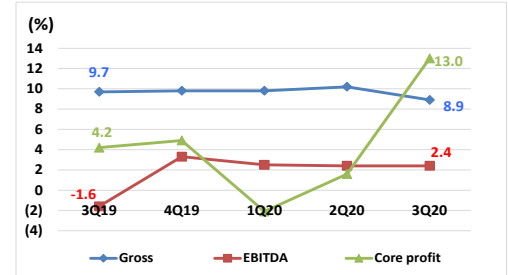
Source: CK, UOB Kay Hian

QUARTERLY REVENUE AND CORE PROFIT



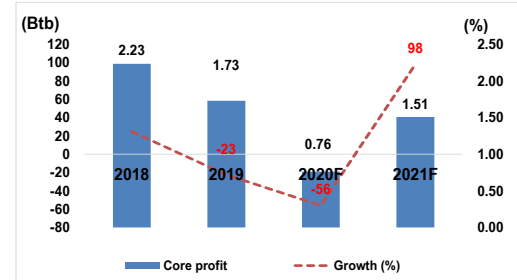
Source: CK, UOB Kay Hian

QUARTERLY MARGINS



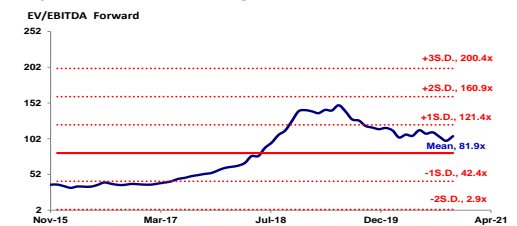
Source: CK, UOB Kay Hian

REVENUE AND CORE PROFIT GROWTH



Source: CK, UOB Kay Hian

EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคีย ฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในด้านต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน