

บมจ. ช.การช่าง (CK)

คาดกำไรเติบโตแข็งแกร่งในปีหน้า

เราได้มองข้ามผลการดำเนินงานของ CK ที่คาดว่าจะอ่อนแอในปีนี้เป็นไปแล้ว และมองไปที่การเติบโตของกำไรที่สูงในปีหน้า ซึ่งน่าจะได้รับการสนับสนุนที่ดีจากยอด orderbook ที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A อย่างมีประสิทธิภาพ และส่วนแบ่งกำไรที่ดีจากบริษัทร่วม ส่วนการประมวลโครงการขนาดใหญ่ (mega projects) ที่ทยอยออกมาจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นคงค่าแนะนำ ช้อ ราคาเป้าหมายที่ 22.20 บาท ซึ่งคิดเป็น upside 18%

WHAT'S NEW

- **ยอด orderbook ต่ำ แต่ไม่น่ากังวล** จากความล่าช้าในการประมวลโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการทำให้เราคาดว่ายอด orderbook ของ CK ณ สิ้นปี 20 จะต่ำถึง 27,000 ลบ. (-30% yoy) คิดเป็น turnover ที่ 1.2 ปี หรือ market cap to orderbook ที่ 1.2 เท่า สำหรับปี 2020 เราคาดว่า CK จะมียอด orderbook เพียง 5,200 ลบ. อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ายอด orderbook ของ CK ในปี 2021 จะเพิ่มขึ้นอย่างมากถึง 512% yoy เป็น 166,000 ลบ.จากการเซ็นสัญญาในโครงการขนาดใหญ่ 2 โครงการ (งานโยธา) ได้แก่ โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มมูลค่า 96,000 ลบ.และโครงการไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบางในลาวมูลค่า 66,000 ลบ.ซึ่ง CK มีความเชี่ยวชาญทั้ง 2 โครงการ และเราเชื่อว่ากลุ่ม CK มีโอกาสสูงที่จะชนะทั้ง 2 โครงการ นี้ยังไม่รวมงานจากโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงที่เชื่อม 3 สนามบินมูลค่า 225,000 ลบ.ที่กลุ่มกิจการร่วมค้าเป็นผู้ชนะ ซึ่ง CK เป็นหนึ่งในผู้ลงทุน
- **มีโอกาที่จะชนะโครงการอื่น ๆ อีก** นอกจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม และเขื่อนหลวงพระบางแล้ว CK ยังตั้งเป้าที่จะชนะโครงการระบบรถไฟทางคู่ (153,000 ลบ.) และโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วง (143,000 ลบ.) ในปี 2021 โดยรวมแล้ว CK มีแผนที่จะเข้าร่วมประมวลโครงการต่าง ๆ ด้วยมูลค่ารวม 497,000 ลบ.ในปี 2021 ซึ่งจะช่วยให้ยอด orderbook ของ CK
- **Margin ยังคงปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง** แม้ว่า CK จะไม่มีปัญหาในการรักษาระดับอัตรากำไรขั้นต้นให้อยู่ที่ระดับ 8% หรือสูงกว่านั้น แต่บริษัทก็ได้รับแรงกดดัน เนื่องจากยังต้องรักษาพนักงานไว้ในช่วงที่ยอด orderbook ต่ำ ทำให้ EBITDA margin ปี 2019 ของ CK ลดต่ำลงถึง 1.2% ในช่วงสิ้นปี 20 CK สามารถส่งพนักงานบางส่วนไปทำงานในโครงการใหม่ ๆ ได้ เราคาดว่าแนวโน้มนี้จะดำเนินต่อไปตามยอด orderbook ที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่า EBITDA margin จะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็น 2.7% และ 5.1% ในปี 2020 และ 2021 ตามลำดับ
- **ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น** CK มีผลประกอบการที่อ่อนแอใน 2Q20 หลังจากที่ทั้ง 2 บริษัทร่วม ได้แก่ BEM (ถือหุ้นใน BEM 31.3%) และ CKP (ถือหุ้นใน CKP 30.7%) ประสบปัญหาจากสถานการณ์การระบาดของ COVID-19 และภัยแล้ง ตามลำดับ ในตอนนี้ ผลการดำเนินงานของทั้ง 2 บริษัทร่วมได้กลับมาฟื้นตัว และกำไรเริ่มกลับมาเติบโต yoy ตั้งแต่ 3Q20 เราจึงคาดว่าส่วนแบ่งกำไร (equity account) จะดีขึ้น (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	29,499	23,195	17,715	23,349	26,902
EBITDA	1,258	276	485	1,181	1,370
Operating profit	539	(262)	(265)	418	597
Net profit (rep./act.)	2,494	1,778	908	1,550	1,776
Net profit (adj.)	2,234	1,730	633	1,550	1,776
EPS (Bt)	1.3	1.0	0.4	0.9	1.0
PE (x)	14.3	18.4	50.3	20.5	17.9
P/B (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	60.0	273.3	155.6	63.9	55.1
Dividend yield (%)	2.7	2.1	1.2	1.8	2.0
Net margin (%)	8.5	7.7	5.1	6.6	6.6
Net debt/(cash) to equity (%)	109.2	101.6	159.1	151.1	141.3
Interest cover (x)	1.0	0.2	0.4	0.9	0.9
ROE (%)	10.2	6.7	3.3	5.5	6.1
Consensus net profit	-	-	936	1,578	1,944
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.68	0.98	0.91

Source: CK, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt18.80
Target Price	Bt22.20
Upside	+18.1%
(Previous TP)	Bt21.50

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):	31,168.5
Market cap (US\$m):	1,030.5
3-mth avg daily t'over (US\$m):	4.1

Price Performance (%)

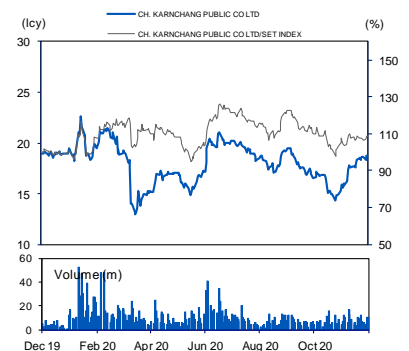
52-week high/low	Bt22.60/Bt12.90			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
26.2	(2.1)	8.7	(4.6)	(1.1)

Major Shareholders

	%
Trivisavvet family	31.9
Thai NVDR	7.0
Bangkok Bank	2.3

FY20 NAV/Share (Bt)	16.27
FY20 Net Debt/Share (Bt)	25.89

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในครั้งต่อไปที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Update

STOCK IMPACT

● **คาดผลประกอบการ 4Q20 อ่อนแอ** ด้วยยอด orderbook ที่ต่ำ และมีการเซ็นสัญญาโครงการใหม่เพียงไม่กี่โครงการ เราจึงคาดว่ารายได้ใน 4Q20 จะยังคงลดลง 16% yoy เป็น 4,438 ลบ. แม้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงเป็น 9% (4Q62: 10%) จากสัดส่วนของโครงการที่มี margin ต่ำที่สูงขึ้น แต่เราคาดว่า EBITDA margin จะเพิ่มขึ้นเป็น 4% (4Q19: 3%) เนื่องจาก CK คาดว่าจะสามารถส่งพนักงานบางส่วนไปทำงานในโครงการใหม่ได้ แม้จะได้รับการสนับสนุนที่ดีจาก BEM และ CKP แต่รายได้ที่ลดลง yoy และดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น yoy จากการกู้ยืมที่มากขึ้นจะส่งผลให้กำไรปกติใน 4Q20 ลดลง 29% yoy เป็น 182 ลบ.

EARNINGS REVISION/RISK

● **ปรับการคาดการณ์** จากรายได้ที่ต่ำกว่าคาด เนื่องจากต้องเลื่อนการเซ็นสัญญาในโครงการขนาดใหญ่ใหม่ ๆ ออกไปเป็นปีหน้า เราจึงปรับลดการคาดการณ์รายได้สำหรับปี 2020 และปี 2021 ลง นอกจากนี้ ยังปรับลดการคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2020 ลงจากส่วนแบ่งกำไรที่ต่ำจากบริษัทร่วม อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับการคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ขึ้นจากส่วนแบ่งกำไรจาก BEM และ CKP ที่ต่ำกว่าคาดในปีหน้า

FORECAST REVISIONS

(Btm)	2020F			2021F		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Revenue	20,095	17,715	-12%	40,344	23,349	-42%
Core profit	761	633	-17%	1,508	1,550	3%

Source: UOB Kay Hian

● **กำไรปกติปี 2021 จะเพิ่มขึ้น 145% yoy** แม้จะไม่มีโครงการขนาดใหญ่เริ่มก่อสร้างในปีนี้ แต่คาดว่าส่วนใหญ่จะเริ่มก่อสร้างเฟสแรกในปีหน้า เราจึงคาดว่ายอดขายในปี 2020 จะลดลง 24% yoy เป็น 17,715 ลบ. ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 32% yoy เป็น 23,349 ลบ. ในปี 2021 แม้ margin จะดีขึ้น แต่ส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากบริษัทร่วมจะส่งผลทำให้กำไรปกติในปี 2020 ของ CK ลดลง 63% yoy เป็น 633 ลบ. แต่จะเพิ่มขึ้น 145% yoy เป็น 1,550 ลบ. ในปี 2021 จากรายได้ที่เติบโตดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งจากบริษัทร่วม (88% ของกำไรปกติ) และฐานกำไรปกติที่ดี

VALUATION / RECOMMENDATION

- **เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 22.20 บาท** อิงจากวิธี SOTP และกำไรปกติปี 2021
- **คงคำแนะนำ ซื้อ** เราคาดว่ากำไรของ CK จะเติบโตแข็งแกร่งตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป โดยได้รับแรงหนุนจากยอด orderbook ที่เพิ่มขึ้น Margin ที่ดีขึ้นจากการควบคุมต้นทุนที่ดี และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากบริษัทร่วม ขณะที่ การซื้อหุ้นคืน (share buyback) ของ CK และการประมูลโครงการขนาดใหญ่ในปี 2021 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น

SHARE PRICE CATALYST

- CK เป็นผู้ชนะการประมูลโครงการขนาดใหญ่

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Bt/share	Note
CK TB	25,877	15.28	122x 2021F EV/EBITDA
BEM TB (31%)	9,092	5.37	market price
CKP TB (31%)	2,628	1.55	market price
Total	37,597	22.20	

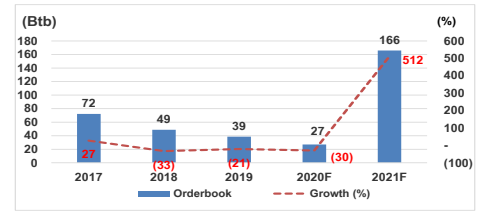
Source: UOB Kay Hian

RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	4Q20F	yoy % chg	qoy % chg	2020F	yoy % chg
Sales	4,438	(15.7)	15.4	17,715	(23.6)
Gross Profit	409	(20.9)	19.2	1,690	(22.0)
EBITDA	159	(9.1)	71.0	485	75.7
Pre-tax Profit	(178)	(4,350.0)	439.4	(301)	(563.1)
Tax	(5)	(84.4)	(58.3)	(18)	(85.7)
Net Profit	182	(29.2)	(76.5)	908	(48.9)
Net Profit (Ex EI)	182	(29.2)	(63.5)	633	(63.4)
EPS (Bt)	0.11	(29.3)	(76.9)	0.54	(48.9)
Gross margin (%)	9.2			9.5	
EBITDA margin (%)	3.6			2.7	
Net margin (%)	4.1			5.1	

Source: UOB Kay Hian

ORDERBOOK



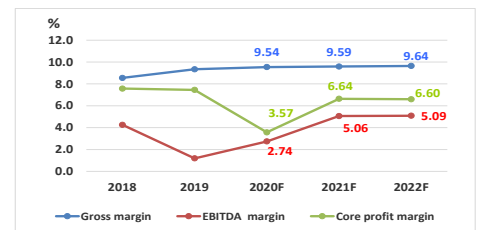
Source: CK, UOB Kay Hian

CK'S BIDDING TARGETS IN 2021

Projects	To CK's orderbook (Btb)
To be put on bid in 2020-21	
Double Track Railway	
Denchai-Chiangkhong	85.3
Banphai-Nakhonpanom	68.0
Hydropower Dam	
Luangprabang, Laos	100.0
Mass Transit	
Mass Transit Orange Line - West	142.8
Purple: Taopoon-Ratburana	101.1
Grand Total	497.2

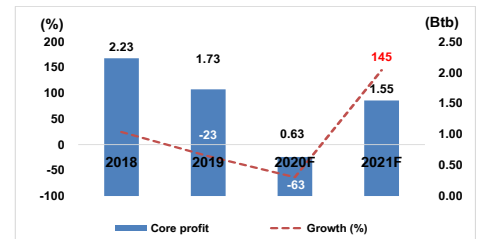
Source: UOB Kay Hian

MARGINS



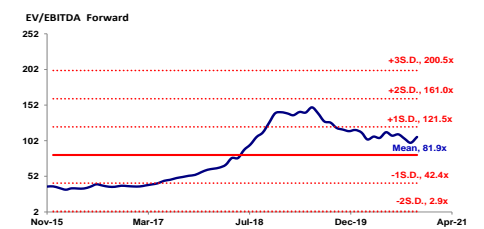
Source: CK, UOB Kay Hian

CORE PROFIT YOY GROWTH



Source: UOB Kay Hian

EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของวงหลักทรัพย์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหรือการขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน