



### ล้มความผิดหวัง มุ่งหน้าสู่ New S Curve

งวด 4Q63 พลิกเป็นขาดทุน เพราะขาดตัวช่วยจากบริษัทลูก ขณะที่ยังได้ธุรกิจรับเหมาลดลงอย่างมีนัยสำคัญ แม้ระยะสั้นผลประโยชน์การฟื้นตัวซ้ำ แต่ให้น้ำหนัก Outlook ระยะยาวที่สดใส จากโครงการลงทุนขนาดใหญ่ที่กำลังทยอยออกมา พลัดคืน Backlog ทะลุ 1 แสนล้านบาทภายในสิ้นปี

### งวด 4Q63 พลิกเป็นขาดทุน 114 ล้านบาท

งวด 4Q63 ขาดทุนสุทธิ 114 ล้านบาท เพราะไม่มีเงินปันผลรับจาก TTW เหมือนไตรมาสก่อน อีกทั้งส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทลูกลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะ CKP ที่ผลิตไฟฟ้าได้ลดลงตามฤดูกาล ส่วน BEM ฟื้นตัวซ้ำตามจำนวนผู้ใช้บริการที่ยังไม่กลับสู่ระดับปกติ ขณะที่รายได้ก่อสร้างทำได้เพียง 3,620 ล้านบาท ลดลง 31%YoY ในช่วงที่มี Backlog ต่ำสุดในรอบ 10 ปี ส่วน Gross margin ทำได้ 7.6% อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน แต่กำไรจากธุรกิจรับเหมาและส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสียยังไม่เพียงพอครอบคลุม SG&A รวมถึงดอกเบี้ยจ่าย โดยรวมปี 2563 CK มีกำไรสุทธิ 612 ล้านบาท ลดลง 66%YoY

### ให้น้ำหนักเรื่อง Outlook ระยะยาว มากกว่าผลประโยชน์ระยะสั้น

ฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักต่อแนวโน้มธุรกิจในระยะยาวที่ดีขึ้นจากงานประมูลภาครัฐที่เริ่มทยอยออกมาทั้งโครงการรถไฟทางคู่ อุโมงค์ระบายน้ำ กทม. รวมไปถึงโครงการรถไฟฟ้ามหานครสายสีส้มที่ รฟม. จะเปิดประมูลใหม่ในเดือนนี้ที่เป็นบวกต่อ BEM นอกจากนี้ยังมีโครงการเขื่อนหลวงพระบางมูลค่า 8 หมื่นล้านบาท ที่ CK จะเข้าไปรับกลางปีนี้ และทำให้ Backlog ของ CK ทะยานสู่ระดับแสนล้านบาท รองรับการผลิตได้ไม่ต่ำกว่า 3 ปี

### Valuation ภายใต้วิธี Sum of the part ยังมีความน่าสนใจ แนะนำ ซื้อ

ประเมิน FV ของ CK ภายใต้วิธี Sum of the part ให้ราคาเหมาะสม 22.00 บาท มี Upside 42% พร้อม Story การเข้าสู่ New S Curve ตั้งแต่กลางปีนี้เป็นต้นไป แนะนำ ซื้อ

#### ประมาณการตัวเลสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	1,778	612	976	1,549	1,790
Norm. Profit	1,730	337	876	1,449	1,690
EPS (บาท)	1.05	0.36	0.58	0.91	1.06
DPS (บาท)	0.40	0.20	0.30	0.40	0.40
PER (X)	14.8	42.9	26.9	16.9	14.7
Dividend Yield (%)	2.58%	1.29%	1.94%	2.58%	2.58%
Book Value (บาท)	16.2	15.3	15.6	16.2	16.9
P/BV (X)	0.96	1.02	0.99	0.95	0.92
EV/EBITDA (X)	14.7	23.0	19.2	15.4	13.0

ที่มา: ฝ่ายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และไม่ได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ควรเกิดจากการอ่านบทความหรือข้อมูลในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพึ่งพิงผู้จัดทำ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถใด

# CK

แนะนำ:

ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท)	15.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	22.00
Upside (%)	41.94
Dividend Yield (%)	1.94
Total Return (%)	43.87
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	26,255

#### Technical Chart



#### เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2564F	0.58	0.67	-13%
2565F	0.91	1.11	-18%

ที่มา: ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ

Anti-corruption Indic. = na.

RESEARCH DIVISION  
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล, CISA, CFA

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค

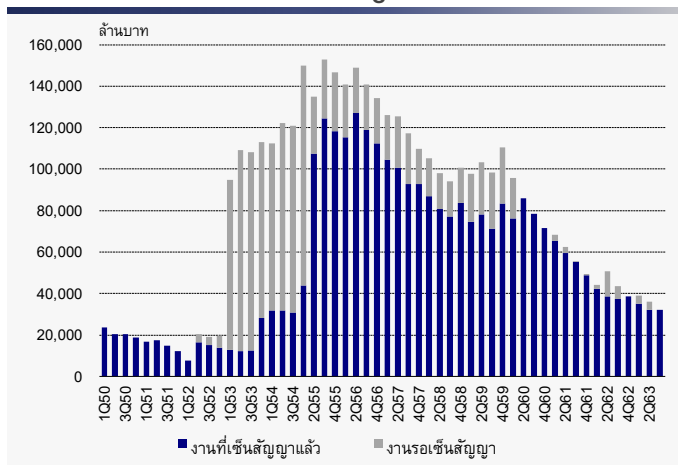
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

ผลการดำเนินงาน 4Q63 ของ CK

Key Data (ล้านบาท)	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	%YoY	2563	2562	%YoY
ยอดขาย	5,491	4,825	5,215	5,357	3,972	3,798	3,620	-5%	-31%	16,746	23,003	-27%
กำไรขั้นต้น	439	430	469	478	358	294	275	-6%	-41%	1,405	1,975	-29%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-747	-669	-489	-551	-491	-454	-531	17%	9%	-2,027	-2,430	-17%
ดอกเบี้ยจ่าย	-300	-333	-305	-306	-302	-328	-339	3%	11%	-1,276	-1,226	4%
กำไรจากการดำเนินงาน	923	205	256	-112	64	554	-114	N/A	N/A	392	1,740	-77%
กำไรสุทธิ	961	205	256	-112	64	774	-114	N/A	N/A	612	1,778	-66%
รายการพิเศษ ( สุทธิจากภาษี )	38	0	-0	0	0	220	0	N/A	N/A	220	38	477%
EPS	0.57	0.12	0.15	-0.07	0.04	0.46	-0.07	N/A	N/A	0.36	1.05	-66%
Gross Margin	8.0%	8.9%	9.0%	8.9%	9.0%	7.7%	7.6%			8.4%	8.6%	
SG&A/Sale	13.6%	13.9%	9.4%	10.3%	12.4%	12.0%	14.7%			12.1%	10.6%	
Net Gearing	1.07	1.04	1.00	1.12	1.20	1.22	1.32			1.32	1.00	
Book Value/Share (บาท)	16.72	16.09	16.17	15.17	15.34	15.68	15.26			15.26	16.17	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สถานะ Backlog ของ CK



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

งานประมูลที่ CK สนใจเข้าร่วมในปี 2563-64

Projects	Construction Value (MB)	Project Owner	Project Progress	Activities			
				Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21
MRT Orange Line : Taling Chan - Thailand Cultural Centre (Western Extension)	127,012	MRTA	Cabinet Approved	Bidding Process	Signing & Construction		
MRT Purple Line : Tao Poon - Ratburana (Southern Extension)	100,449	MRTA	Cabinet & EIA Approved	Land Expropriation	TOR & Bidding process		
Double Track : Den Chai - Chiang Rai - Chiang Khong	72,921	SRT	Cabinet & EIA Approved		TOR & Bidding process		
Double Track : Ban Phai - Nakhon Phanom	55,462		Cabinet & EIA Approved		TOR & Bidding process		
Double Track : Khon Kaen - Nong Khai	25,842		EIA Approved		Waiting for cabinet approval		
Double Track : Chira Junction - Ubon Ratchathani	36,683		Cabinet & EIA Approved		Projects reviewed process		
Double Track : Hat Yai - Padang Besar	6,531		EIA Approved		Projects reviewed process		
Double Track : Chumphon - Surat Thani	23,080		EIA Approved		Projects reviewed process		
Double Track : Surat Thani - Hat Yai - Songkhla	56,144		Cabinet Approved		Projects reviewed process		
Double Track : Paknam Po - Den Chai	59,400		-		Projects reviewed process		
Double Track : Den Chai - Chiang Mai	57,992		-		Projects reviewed process		
Red Line : Taling Chan - Salaya	9,919		SRT	Revising project investment	Waiting for PPP committee approval		
Red Line : Taling Chan - Siriraj Hospital	4,645	Waiting for PPP committee approval					
Red Line : Rangsit - Thammasat University	6,071	Waiting for PPP committee approval					
Red Line : Bang Sue - HuaMark & Bang Sue - HuaLamphong (Missing Link)	39,906	Waiting for PPP committee approval					
<b>Total</b>	<b>682,037</b>						

ที่มา: CK

Valuation วิธี Sum of the Part

ส่วน	สัดส่วนการถือหุ้น	ราคาหุ้น (ล้านบาท)	Fair Value 2564	มีผลต่อ Fair value	Methodology
CK		25,847	5,612	3.31	PER 18X (เฉพาะกำไรจากรัฐวิสาหกิจ)
TTW	19.40%	1,256	9,351	4.78	DCF - discount 20%
BEM	31.32%	20,020	39,063	11.24	DCF - discount 20%
CK Power	30.67%	7,750	12,266	2.67	DCF - discount 20%
<b>Total</b>		<b>54,873</b>	<b>66,292</b>		
หักลบด้วยหนี้สำหรับเงินลงทุน			29,026		ล้านบาท
adjusted Equity			37,266		ล้านบาท
จำนวนหุ้น			1,694		ล้านบาท
<b>Total ( บาท/หุ้น )</b>				<b>22.00</b>	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ความเสี่ยงที่สำคัญของธุรกิจ

- เนื่องจากรายได้หลักของ CK มาจากงานก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นโครงการภาครัฐ จึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งอาจทำให้เกิดความล่าช้าในการเปิดประมูลโครงการต่างๆ
- ความเสี่ยงจากการรับงานใหม่น้อยกว่าเป้าหมายที่วางไว้
- ความเสี่ยงจากราคาวัสดุก่อสร้าง และต้นทุนแรงงานที่อาจปรับตัวสูงขึ้นในอนาคต หากเกิดโครงการลงทุนขนาดใหญ่ขึ้นในเวลาใกล้เคียงกัน จะกระทบต่ออัตรากำไรของงานใน Backlog ปัจจุบัน

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ CK

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย	16,746	18,755	22,506	27,008
ต้นทุนขาย	15,341	17,396	20,818	24,982
กำไรขั้นต้น	1,405	1,360	1,688	2,026
ค่าใช้จ่ายในการขาย	2,027	1,996	2,049	2,182
ดอกเบี้ยจ่าย	1,276	1,276	1,276	1,276
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	912	1,363	1,803	1,962
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	-985	-548	167	530
ภาษีเงินได้	28	41	65	75
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	275	100	100	100
กำไรสุทธิ	612	976	1,549	1,790
กำไรจากการดำเนินงาน	337	876	1,449	1,690
Norm EPS	0.20	0.52	0.86	1.00
การเติบโตของยอดขาย	-27.2%	12.0%	20.0%	20.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-81%	160%	65%	17%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	8.4%	7.3%	7.5%	7.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	2.0%	4.7%	6.4%	6.3%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
ยอดขาย	5,422	4,036	3,862	3,684
ต้นทุนขาย	4,878	3,614	3,504	3,344
กำไรขั้นต้น	544	422	358	340
ค่าใช้จ่ายในการขาย	551	491	454	531
ดอกเบี้ยจ่าย	306	302	328	339
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	194	460	937	428
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	-120	90	513	-102
ภาษีเงินได้	-16	17	12	15
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-8	-9	-2	4
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	0	275	0
กำไรสุทธิ	-112	64	774	-114
กำไรจากการดำเนินงาน	-112	64	554	-114
Norm EPS	(0.07)	0.04	0.34	(0.07)
ยอดขาย (QoQ)	2.6%	-25.6%	-4.3%	-4.6%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	1.1%	-22.5%	-15.1%	-5.1%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.34	1.43	1.50	1.55
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.28	1.37	1.35	1.39
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	4.58	5.14	5.11	5.16
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	44.42	50.00	12.50	12.50
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.35	7.71	7.67	7.73
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.19	2.13	2.09	2.07
Net Gearing	1.32	1.24	1.23	1.07
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	0.7%	1.2%	1.8%	2.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	2.4%	3.7%	5.6%	6.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	612	976	1,549	1,790
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	-1,505	-1,284	-1,711	-1,847
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	726	785	1,035	1,285
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-1	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-6,488	607	-2,692	1,146
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	-6,559	1,098	-1,799	2,393
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	348	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	1,516	1,254	1,671	1,807
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-552	-2,500	-2,500	-2,501
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	1,303	754	1,171	1,306
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	2,611	0	0	0
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-674	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-349	-339	-508	-508
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	4,227	-339	-508	-508
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-1,029	1,514	-1,137	3,191
งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
	7,566	9,080	7,943	11,134
ลูกหนี้การค้า				
	3,659	3,649	4,402	5,238
สินค้าคงเหลือ				
	377	375	1,801	2,161
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น				
	8,030	7,660	9,185	9,135
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ				
	11,315	13,030	14,495	15,712
สินทรัพย์รวม				
	82,774	83,275	85,336	88,921
เจ้าหนี้การค้า				
	2,636	2,433	2,934	3,492
หนี้สินหมุนเวียนอื่น				
	11,975	12,057	12,595	14,361
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น				
	3,889	3,889	3,889	3,889
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว				
	38,638	38,638	38,638	38,638
หนี้สินรวม				
	56,503	56,382	57,422	59,745
ทุนที่ชำระแล้ว				
	1,694	1,694	1,694	1,694
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น				
	4,869	4,869	4,869	4,869
กำไรสะสม				
	14,037	14,674	15,715	16,997
ส่วนของผู้ถือหุ้น				
	25,847	26,484	27,525	28,807
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย				
	424	409	389	369
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น				
	82,774	83,275	85,336	88,921
สมบัติฐานในการทำประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
งานที่เซ็นสัญญาเพิ่มระหว่างปี ( ล้านบาท )				
	7,000	120,000	30,000	30,000
Backlog ณ สิ้นปี ( ล้านบาท )				
	28,769	130,014	137,508	140,500
Gross margin				
	8.39%	8.20%	8.00%	8.00%
SG&A/Sale				
	11.9%	10.5%	9.0%	8.0%
Effective tax rate				
	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส