

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 25.00

Upside : 13.6%

(From: Bt 23.50)

19 JANUARY 2022

Small Cap Research

Ch. Karnchang Pcl (CK TB)

งานในมือเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

CK ยังคงเป็น Top Pick ของเรา ด้วยไม่เพียงแต่มีกำไรฟื้นตัวแข็งแกร่งในปีที่ผ่านมา แต่งานในมือรอบใหม่ที่ 2.27/2.35 แสนลบ. ในปี 2022-23F และกำไรของบริษัทรวมที่ฟื้นตัวยังทำให้การเติบโตในห้าปีข้างหน้ามั่นคงอีก ด้วย ด้วยข้อขายที่ระดับที่มีส่วนลด 38% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม VS เฉลี่ย 35% ก่อนโควิด เราแนะนำ "ซื้อ CK โดยให้ TP ใหม่ที่ 25 บาท



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปัจจัยผลักดัน

แม้ว่าราคาหุ้นจะฟื้นตัวขึ้น 47% จากระดับต่ำสุดในปีที่แล้ว แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" CK โดยคาดว่าจะได้แรงหนุนจาก 1) กำไรที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งหลังเผชิญปัญหาหลักอัตรากำไรในปีที่แล้ว โดยคาดว่าจะเติบโต 276% ในปีนี้ (จากที่ลดลง 54% ในปี 2021F) และ 89% ในปี 2023F 2) 5 โครงการใหม่ที่มีโอกาสชนะ ซึ่งจะหนุนมูลค่างานในมือสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 2.27 แสนลบ. ณ สิ้นปี 2022F และเป็น 2.35 แสนลบ. ณ สิ้นปี 2023F 3) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมเติบโต 15-24% ในปี 2022-23F จากกำไรของบริษัทรวมที่ฟื้นตัว และ 4) มูลค่าถูก ข้อขายหุ้นที่ส่วนลด 38% จากมูลค่าตลาดของบริษัทรวม เทียบกับ 10-26% ในปี 2017-18 และ 48-54% ในปี 2020-21 ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็นส่วนลด 30% ในปี 2022F

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 25 บาทคงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับกำไรของ CK ขึ้น 4-5% ในปี 2022-23F เนื่องจาก CK มีมูลค่างานใหม่ที่สูงกว่าค่าที่ 3 หมื่นลบ. ในปี 2021 (เทียบกับที่เราคาดไว้ที่ 2.8 หมื่นลบ.) อีกทั้งคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นของเรานั้นต่ำไป ดังนั้นเราจึงปรับขึ้น 0.3-1.3% เป็น 9.5% ในปี 2021F และ 9.2% ในปี 2022-23F (เทียบกับ 9.7% ใน 9M21 และ 9.3-9.4% ในปี 2019-20) เราสมมติฐานให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงในปี 2022-23F เพราะผลของ operating leverage ของ CK จะถูกหักล้างด้วยต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่สูงขึ้น ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับขึ้นเป็น 25 บาท/หุ้น จาก 23.5 บาท

มูลค่างานในมือสูงเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ และ...

เราคาดว่ามูลค่างานในมือของ CK สิ้นสุดปี 2021F อยู่ที่ 4.7 หมื่นลบ. และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.27 แสนลบ. (13 เท่าของรายได้ปี 2022F) ในปี 2022F จากมูลค่างานรวม 1.97 แสนลบ. ของ 3 โครงการใหม่ที่มีศักยภาพหลังหักการรับรู้รายได้ 1.7 หมื่นลบ. ในปี 2022F โดย 3 โครงการใหม่ ได้แก่ 1) มูลค่างานส่วนหนึ่งของโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. โดย CK ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับ STEC เพื่อประมูลโครงการ เราคาดว่าบริษัทร่วมทุนจะชนะโครงการมูลค่า 4.0 หมื่นลบ. โดย CK จะได้ครึ่งหนึ่งที่ 2.0 หมื่นลบ. 2) มูลค่าก่อสร้าง 8.1 หมื่นลบ. ของโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง ซึ่ง CKP บริษัทในเครือของ CK อยู่ระหว่างการเจรจาขั้นสุดท้ายเพื่อรับสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และ 3) มูลค่าก่อสร้าง 9.6 หมื่นลบ. ของรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ซึ่งเราคาดว่ารัฐบาลจะเปิดประมูลใน 2H22F

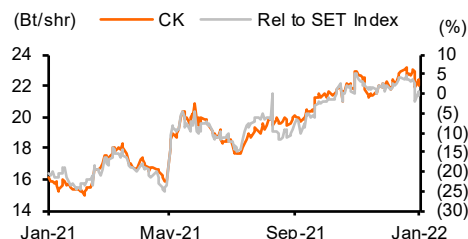
...สูงขึ้นไปอีกในปี 2023F

เราเลื่อนโครงการที่มีศักยภาพออกไปใส่ไว้ในปี 2023F เนื่องจากอาจมีการเลือกตั้งในปีนี้ โครงการดังกล่าว ได้แก่ มูลค่างาน 1.7 หมื่นลบ. จากโครงการส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีแดงมูลค่า 1.03 แสนลบ. และมูลค่างาน 1.3 หมื่นลบ. จากมูลค่างานคงเหลือ 2.64 แสนลบ. ของโครงการรถไฟฟ้าช่วงระยะที่สองของรัฐบาล หลังหักการรับรู้รายได้ 2.2 หมื่นลบ. ในปี 2023F เราคาดว่ามูลค่างานในมือของ CK จะเพิ่มขึ้นไปอีกเป็น 2.35 แสนลบ. (10 เท่าของรายได้ปี 2023F) ในปี 2023F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	16,941	11,713	16,956	22,396
Net profit	612	696	604	1,127
Consensus NP	—	373	1,285	1,659
Diff frm cons (%)	—	86.9	(53.0)	(32.1)
Norm profit	337	170	604	1,127
Prev. Norm profit	—	(335)	564	1,054
Chg frm prev (%)	—	na	7.2	6.9
Norm EPS (Bt)	0.20	0.10	0.36	0.67
Norm EPS grw (%)	(65.0)	(49.5)	254.5	86.6
Norm PE (x)	110.6	218.8	61.7	33.1
EV/EBITDA (x)	240.1	na	217.8	103.5
P/BV (x)	1.4	1.4	1.4	1.4
Div yield (%)	0.9	0.7	0.6	1.2
ROE (%)	1.3	0.7	2.3	4.2
Net D/E (%)	131.8	134.5	130.8	121.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jan-22 (Bt)	22.00
Market Cap (US\$ m)	1,128.0
Listed Shares (m shares)	1,693.9
Free Float (%)	65.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.5
12M Price H/L (Bt)	23.20/15.00
Sector	Construction
Major Shareholder	Trivisvavet group 38.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
New work value (Bt bn)					
New	11.8	7.3	29.6	197.0	30.0
Old			28.0	197.0	30.0
Change (%)			5.6	-	-
Normalized profit (Bt m)					
New	963	337	170	604	1,127
Old			(335)	564	1,054
Change (%)			na	7.2	6.9
Gross margin (%)					
New	9.3	9.4	9.5	9.2	9.2
Old			8.2	8.9	8.9
Change (pp)			1.3	0.3	0.3
Equity income (Bt bn)					
New	1.0	0.9	1.2	1.4	1.7
Old			0.9	1.4	1.7
Change (pp)			34.3	-	-

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: CK's Potential New Work Value

Project	Project Value (Bn)	Construction Value (Bn)	Chance (%)	New work in 2021F (Bn)	New work in 2022F (Bn)	New work in 2023F (Bn)
Backlog value as of end 2020				29		
Newly signed contracts						
Water Transmission Tunnel				5		
Double-track Denchai - Chiang Khong				24		
Others				1		
To be signed contracts						
Luang Prabang Hydropower Plant	150	81	100	-	81	-
Potential projects						
South Purple Line	125	79	25	-	20	-
West Orange Line	129	96	100	-	96	-
Red Line Extension	103	67	25	-	-	17
Double-track Chira – Ubon	36	36	5	-	-	2
Double-track Khon Kaen - Nong Khai	25	25	5	-	-	1
Double-track Hat Yai - Padang Besar	7	7	5			0
Double-track Chumphon -Surat Thani	23	23	5			1
Double-track Surat Thani - Songkhla	56	56	5			3
Double-track Paknam Po - Den Chai	59	59	5			3
Double-track Den Chai - Chiang Mai	58	58	5	-	-	3
Total new work value		384		30	197	30
Backlog at year end				47	227	235

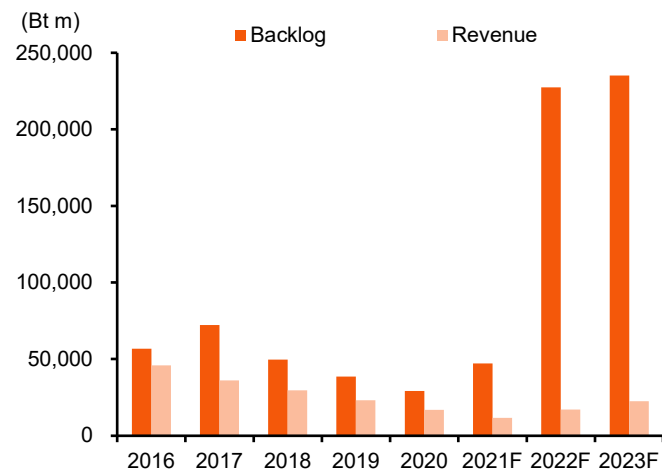
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Our SOTP-Based Investment Equity Valuation Of CK

	% holding	Our TP	Fair value (Bt m)	30% discount* (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
TTW	19.4%	14.00	10,837	7,586	11.50	8,902
BEM	31.3%	10.00	47,873	33,511	8.15	39,016
CKP	30.7%	7.50	18,700	13,090	5.00	12,466
Total			77,409	54,186		60,384
Per CK share (Bt)			45.7	32.0		35.6
Construction business value (Bt)				(7.2)		
Our TP (Bt)				24.8		

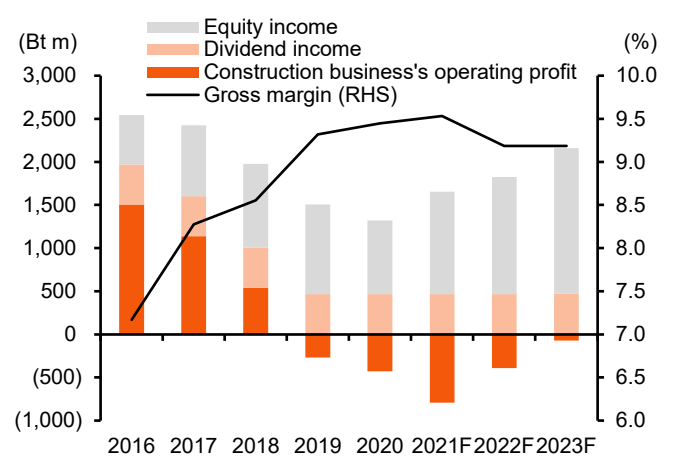
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: CK's Backlog Value Vs. Revenue



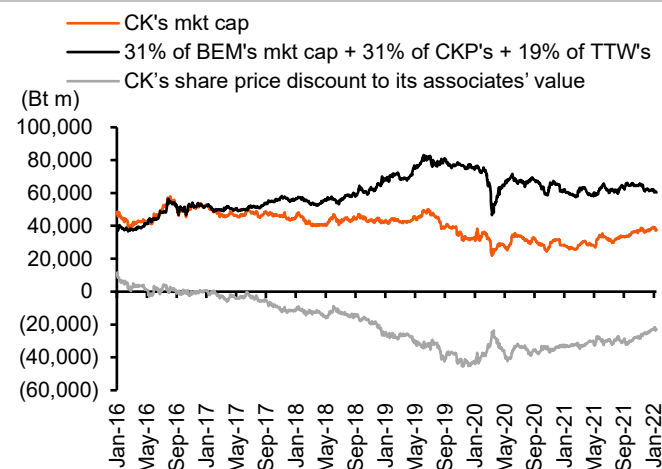
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: CK's Operating Profit And Dividend & Equity Income



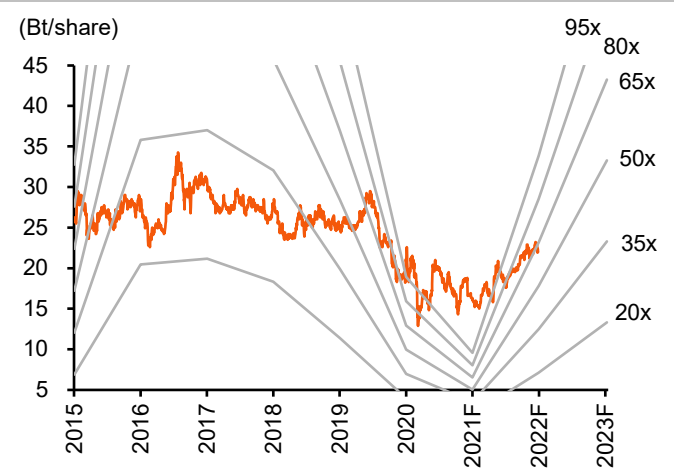
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CK's PE Band



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: EV Of Construction Business

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	333	687	846	1,105	1,493	1,980	2,157	2,060	1,738	1,429	1,094	—
Free cash flow	192	585	882	1,389	2,045	2,381	2,383	2,364	2,271	1,996	1,892	31,221
PV of free cash flow	191	509	715	1,032	1,410	1,524	1,416	1,304	1,163	909	796	13,141
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	24,109											
Net debt (2021F)	35,830											
Minority interest	429											
Equity value	(12,150)											
# of shares (m)	1,694											
Equity value/share (Bt)	(7.2)											

Sum of the parts	% holding	(Bt m)
Enterprise value from construction business		24,109
Investment equity value		54,186
TTW	19.4%	7,586
BEM	31.3%	33,511
CKP	30.7%	13,090
Total enterprise value		78,295
(Less) Net debt		(35,830)
(Less) Minority interest		(429)
Total enterprise value		42,036
# of shares (fully diluted) (m shares)		1,694
Sum of the parts (Bt/share)		24.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
		Price (Bt)	21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	2.18	44.8	62.5	na	na	0.9	1.0	17.1	14.9	na	na
Sriracha Construction	SRICHA TB	14.60	165.8	18.9	12.0	10.1	2.7	2.6	7.4	6.3	7.2	8.2
Unique Engineering	UNIQ TB	6.10	(75.5)	280.0	122.0	32.1	na	na	11.2	9.9	na	na
CH Karnchang*	CK TB	22.00	(49.5)	254.5	218.8	61.7	1.4	1.4	na	217.8	0.7	0.6
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.86	(80.7)	245.3	104.6	30.3	3.7	3.4	25.1	13.8	0.5	2.5
Seafco Pcl*	SEAFCO TB	4.48	na	na	na	23.7	2.2	2.0	24.4	9.7	0.0	2.1
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	15.10	(31.1)	48.1	38.5	26.0	1.6	1.5	9.8	7.4	0.8	1.3
Average			(14.2)	151.6	99.2	30.7	2.1	2.0	15.8	40.0	1.8	2.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 19-Jan-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เป็นหนึ่งในผู้รับเหมาชั้นนำ และผู้พัฒนาโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศไทย บริษัท มีประสบการณ์ด้านธุรกิจก่อสร้างสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ building complex และงานโยธาทั่วไปมากกว่า 30 ปี บริษัท มีความซื่อสัตย์ความสามารถในการดำเนินงานสูง และมีศักยภาพในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้บริษัท ยังได้ลงทุนในโครงการสัมปทานของภาครัฐ เพื่อขยายธุรกิจ และสร้างรายได้ที่มั่นคงในระยะยาว

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

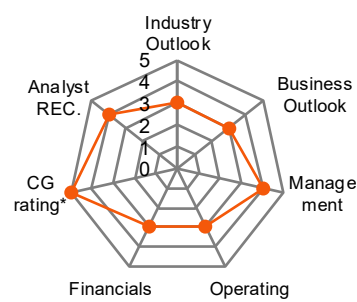
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ CK ขึ้นกับโครงการประมูล และไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า CK จะชนะการประมูล
- CK มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูง ทำให้มีโอกาขาดทุนสูงหากรายได้ลดลง
- เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง จึงมีความเสี่ยงของค่าใช้จ่ายแรงงานที่สูงขึ้น และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวนเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	25.81	25.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	373	696	87%
Net profit 22F (Bt m)	1,285	604	-53%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 53% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของเราจากการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้าและการขาดแคลนแรงงาน
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทฯ รวมมากขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ CK ดังนั้นความผันผวนของราคา จึงเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา
- เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชน และการลงทุนใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	23,189	16,941	11,713	16,956	22,396
Cost of sales	21,028	15,341	10,596	15,399	20,339
Gross profit	2,161	1,601	1,117	1,557	2,057
% gross margin	9.3%	9.4%	9.5%	9.2%	9.2%
Selling & administration expenses	2,430	2,027	1,909	1,950	2,128
Operating profit	(268)	(427)	(792)	(393)	(71)
% operating margin	-1.2%	-2.5%	-6.8%	-2.3%	-0.3%
Depreciation & amortization	526	726	694	726	758
EBITDA	258	299	(99)	333	687
% EBITDA margin	1.1%	1.8%	-0.8%	2.0%	3.1%
Non-operating income	1,560	1,226	1,180	1,071	980
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,226)	(1,276)	(1,400)	(1,428)	(1,456)
Pre-tax profit	65	(477)	(1,013)	(750)	(547)
Income tax	126	28	0	0	0
After-tax profit	(61)	(505)	(1,013)	(750)	(547)
% net margin	-0.3%	-3.0%	-8.7%	-4.4%	-2.4%
Shares in affiliates' Earnings	1,039	857	1,189	1,361	1,684
Minority interests	(15)	(15)	(5)	(7)	(10)
Extraordinary items	815	275	526	0	0
NET PROFIT	1,778	612	696	604	1,127
Normalized profit	963	337	170	604	1,127
EPS (Bt)	1.0	0.4	0.4	0.4	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.2	0.1	0.4	0.7

We forecast CK's earnings to turn around this year driven by...

...a recovery in CK's construction business and...

...higher earnings contributions from its associates

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	18,953	19,834	21,112	26,744	32,576
Cash & cash equivalent	9,160	7,767	8,500	8,500	8,500
Account receivables	3,643	3,659	2,728	3,949	5,215
Inventories	2,177	2,436	2,322	3,375	4,458
Others	3,973	5,972	7,562	10,920	14,403
Investments & loans	51,255	50,366	47,866	45,366	42,866
Net fixed assets	11,164	11,194	11,300	11,375	11,417
Other assets	1,213	1,381	997	1,392	1,801
Total assets	82,586	82,774	81,275	84,876	88,660
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,909	14,758	12,103	14,911	18,084
Account payables	2,574	2,636	2,177	2,531	3,065
Bank overdraft & ST loans	1,874	147	0	0	0
Current LT debt	1,525	3,670	3,990	3,940	3,813
Others current liabilities	11,936	8,305	5,936	8,440	11,206
Total LT debt	33,605	38,586	40,340	39,836	38,553
Others LT liabilities	3,259	3,160	2,199	3,163	4,163
Total liabilities	54,773	56,503	54,642	57,910	60,800
Minority interest	420	424	429	436	446
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Share premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,341	4,572	4,572	4,572	4,572
Retained earnings	14,488	14,711	15,069	15,394	16,279
Shareholders' equity	27,393	25,847	26,204	26,530	27,415
Liabilities & equity	82,586	82,774	81,275	84,876	88,660

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	65	(477)	(1,013)	(750)	(547)
Tax paid	(121)	(51)	3	1	6
Depreciation & amortization	526	726	694	726	758
Chg In working capital	7,933	(213)	586	(1,920)	(1,816)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,556)	(4,668)	(2,774)	507	961
Cash flow from operations	5,847	(4,683)	(2,504)	(1,436)	(639)
Capex	(1,902)	(756)	(800)	(800)	(800)
Right of use	0	(121)	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	214	(8)	0	0	0
LT loans & investments	(5,165)	889	2,500	2,500	2,500
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	730	45	(46)	574	596
Cash flow from investments	(6,124)	49	1,649	2,269	2,291
Debt financing	308	5,399	1,927	(554)	(1,410)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(847)	(339)	(339)	(279)	(242)
Warrants & other surplus	1,041	(1,819)	0	0	0
Cash flow from financing	502	3,241	1,588	(833)	(1,652)
Free cash flow	3,945	(5,439)	(3,304)	(2,236)	(1,439)

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	38.7	110.6	218.8	61.7	33.1
Normalized PE - at target price (x)	44.0	125.7	248.6	70.1	37.6
PE (x)	21.0	60.9	53.5	61.7	33.1
PE - at target price (x)	23.8	69.2	60.8	70.1	37.6
EV/EBITDA (x)	252.5	240.1	na	217.8	103.5
EV/EBITDA - at target price (x)	272.2	257.1	na	233.1	110.9
P/BV (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
P/BV - at target price (x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5
P/CFO (x)	6.4	(8.0)	(14.9)	(25.9)	(58.3)
Price/sales (x)	1.6	2.2	3.2	2.2	1.7
Dividend yield (%)	1.8	0.9	0.7	0.6	1.2
FCF Yield (%)	10.6	(14.6)	(8.9)	(6.0)	(3.9)
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.2	0.1	0.4	0.7
EPS	1.0	0.4	0.4	0.4	0.7
DPS	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3
BV/share	16.2	15.3	15.5	15.7	16.2
CFO/share	3.5	(2.8)	(1.5)	(0.8)	(0.4)
FCF/share	2.3	(3.2)	(2.0)	(1.3)	(0.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK now trades 38%
below its associates'
market value...

...which we believe is
unjustified

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(21.4)	(26.9)	(30.9)	44.8	32.1
Net profit (%)	(28.7)	(65.6)	13.8	(13.3)	86.6
EPS (%)	(28.7)	(65.6)	13.8	(13.3)	86.6
Normalized profit (%)	(37.9)	(65.0)	(49.5)	254.5	86.6
Normalized EPS (%)	(37.9)	(65.0)	(49.5)	254.5	86.6
Dividend payout ratio (%)	38.1	55.3	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.3	9.4	9.5	9.2	9.2
Operating margin (%)	(1.2)	(2.5)	(6.8)	(2.3)	(0.3)
EBITDA margin (%)	1.1	1.8	(0.8)	2.0	3.1
Net margin (%)	(0.3)	(3.0)	(8.7)	(4.4)	(2.4)
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.6	1.7	1.6	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	0.2	0.2	na	0.2	0.5
ROA - using norm profit (%)	1.2	0.4	0.2	0.7	1.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	1.3	0.7	2.3	4.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
- operating margin (%)	5.6	na	na	na	na
- leverage (x)	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2
- interest burden (%)	5.1	(59.6)	(261.7)	(110.5)	(60.2)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	0.5	(0.8)	(1.0)	(0.5)	(0.1)
NOPAT (Bt m)	250	(427)	(634)	(314)	(56)
invested capital (Bt m)	55,237	60,483	62,034	61,805	61,281

Sources: Company data, Thanachart estimates

We forecast CK's net D/E ratio to fall to 1.3x in 2022F and 1.2x in 2023F from 2.7x in 2011

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th