

Fundamental Story

Ch. Karnchang Pcl (CK TB) - BUY, Price Bt17.70, TP Bt23.00

Results Comment

Saksid Phadthanarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

4Q25 แข็งแกร่ง ดีกว่าคาด

- CK รายงานกำไรปกติ 431 ลบ. ใน 4Q25 เพิ่มขึ้น 166% y-y แต่ลดลง 53% q-q และสูงกว่าที่เราคาด การเติบโตอย่างแข็งแกร่ง y-y มาจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง ขณะที่การลดลง q-q สะท้อนถึงรายได้ อัตรากำไรขั้นต้น และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ลดลง รวมถึงไม่มีรายได้เงินปันผลจาก TTW
- จากผลการดำเนินงานปี 2025 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด และมุมมองของเราว่าวัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศไทยจะเริ่มต้นในปีนี้ เราจึงปรับเพิ่มกำไรปี 2026-28F ของ CK ขึ้น 23-26% (ดูบทวิเคราะห์ "เป็นอีกรายที่ได้รับประโยชน์" วันที่ 27 กุมภาพันธ์ 2026)
- เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CK โดยมีเหตุผลดังนี้ 1) รายได้ที่ชัดเจนจากงานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ 2) สัดส่วนกำไรจากบริษัทร่วมในระดับสูง 3) มูลค่าหุ้นที่น่าสนใจที่ 11 เท่า PE, 1 เท่า P/BV และซื้อขายที่ส่วนลด 44% เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัทย่อย และ 4) โครงการที่มีศักยภาพขนาดใหญ่ ได้แก่ โครงการทางด่วนสองชั้นมูลค่า 3.5 หมื่นลบ. และงาน M&E มูลค่า 2.7 หมื่นลบ. สำหรับรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้
- รายได้ของ CK เติบโต 11% y-y ใน 4Q25 โดยโครงการหลักที่มีส่วนสนับสนุนรายได้ ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ โครงการรถไฟฟ้าทางคู่เด่นชัย-เชียงใหม่-เชียงใหม่ และงาน M&E สำหรับรถไฟฟ้าสายสีส้ม เราคาดว่างานในมือจะยังคงอยู่ที่ 1.66 แสนลบ. ณ สิ้น 4Q25
- อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 7.6% ใน 4Q25 เทียบกับ 7.9% ใน 4Q24 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 11% y-y สอดคล้องกับการเติบโตของรายได้ รายได้อื่นเพิ่มขึ้น 152% y-y ซึ่งเราจะติดตามหาสาเหตุของการเพิ่มขึ้นดังกล่าว
- นอกจากนี้ ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง 26% y-y จากการชำระคืนหนี้

Income Statement						Income Statement					
(consolidated)						12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025A	2026F
Revenue	9,482	11,970	10,813	11,000	10,494	Revenue	(5)	11	104	44,277	45,743
Gross profit	751	991	927	941	794	Gross profit	(16)	6	104	3,653	3,797
SG&A	596	556	534	583	662	SG&A	14	11	99	2,334	2,379
Operating profit	155	435	393	358	133	Operating profit	(63)	(14)	113	1,318	1,418
EBITDA	374	662	638	599	370	EBITDA	(38)	(1)	101	2,268	2,407
Other income	102	141	455	405	258	Other income	(36)	152	110	1,259	1,144
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense					
Interest expense	671	507	551	546	497	Interest expense	(9)	(26)	96	2,100	1,859
Profit before tax	(414)	69	297	218	(107)	Profit before tax	na	na	362	477	703
Income tax	38	35	32	27	14	Income tax	(47)	(62)	80	109	141
Equity & invest. income	632	267	594	743	557	Equity & invest. income	(25)	(12)	107	2,160	2,133
Minority interests	(18)	(19)	4	(8)	(5)	Minority interests	na	na	na	(27)	(70)
Extraordinary items	(333)	0	0	814	13	Extraordinary items	(98)	na	165	827	0
Net profit	(171)	282	863	1,739	444	Net profit	(74)	na	136	3,328	2,625
Normalized profit	162	282	863	925	431	Normalized profit	(53)	166	129	2,501	2,625
EPS (Bt)	(0.10)	0.17	0.51	1.03	0.26	EPS (Bt)	(74)	na	136	1.96	1.55
Normalized EPS (Bt)	0.10	0.17	0.51	0.55	0.25	Normalized EPS (Bt)	(53)	166	129	1.48	1.55
Balance Sheet						Financial Ratios					
(consolidated)						12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	(%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Cash & ST investment	10,188	11,924	12,930	11,239	9,770	Sales grow th	5.6	25.7	16.6	16.4	10.7
A/C receivable	5,472	6,457	6,117	6,972	6,615	Operating profit grow th	124.6	77.7	118.6	109.4	(14.4)
Inventory	11,710	8,858	6,073	4,230	4,305	EBITDA grow th	14.2	44.4	65.2	55.3	(1.2)
Other current assets	18,783	19,278	19,357	22,535	29,523	Norm profit grow th	3.7	133.3	76.8	37.1	165.9
Investment	45,718	47,758	50,188	50,049	51,385	Norm EPS grow th	3.7	133.3	76.8	37.1	165.9
Fixed assets	9,520	9,355	9,182	9,002	8,982	Gross margin	7.9	8.3	8.6	8.6	7.6
Other assets	11,710	12,465	12,547	12,522	6,495	Operating margin	1.6	3.6	3.6	3.3	1.3
Total assets	113,102	116,095	116,395	116,550	117,075	EBITDA margin	3.9	5.5	5.9	5.4	3.5
S-T debt	16,395	17,812	14,135	12,994	12,407	Norm net margin	1.7	2.4	8.0	8.4	4.1
A/C payable	4,376	6,203	5,210	6,227	6,365	D/E (x)	2.1	2.2	2.2	1.9	1.7
Other current liabilities	24,864	22,699	23,064	25,442	31,152	Net D/E (x)	1.7	1.8	1.7	1.5	1.3
L-T debt	38,009	40,234	44,309	40,336	35,329	Interest coverage (x)	0.6	1.3	1.2	1.1	0.7
Other liabilities	2,979	2,811	2,927	2,980	3,131	Interest rate	5.1	3.6	3.8	3.9	3.9
Minority interest	569	584	542	549	544	Effective tax rate	(9.1)	50.7	10.8	12.5	(13.6)
Shareholders' equity	25,910	25,752	26,208	28,023	28,148	ROA	0.6	1.0	3.0	3.2	1.5
Working capital	12,806	9,113	6,981	4,976	4,555	ROE	2.5	4.4	13.3	13.6	6.1
Total debt	54,403	58,046	58,443	53,330	47,736						
Net debt	44,215	46,122	45,513	42,091	37,966						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประเมินการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)