

Company Update

บมจ. ช.การช่าง (CK)

มองบวกต่อการดำเนินงานหลัก; คาดกำไรมีชีพไซด์ใน 2H25

แม้จะไม่มีการเซ็นสัญญาออเดอร์ใหม่ แต่เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจหลักของ CK ใน 2H25 ซึ่งได้รับการสนับสนุนจาก Backlog และอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์ว่าจะมี Upside Risk ต่อประมาณการกำไรของเราจากการขายหุ้น LPCL ในช่วง 2H25 นอกจากนี้ CK ยังซื้อขายที่ Valuation ไม่แพง คงคำแนะนำ ซื้อราคาเป้าหมาย: 20.20 บาท

WHAT'S NEW

- **การประชุมนักวิเคราะห์หลังจบ 2Q25** เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ CK เพื่อทบทวนผลประกอบการใน 2Q25 และรับข้อมูลอัปเดตเกี่ยวกับแนวโน้มธุรกิจ

STOCK IMPACT

- **แนวโน้มกำไรใน 3Q25** เบื้องต้นเราคาดว่ากำไรของ CK จะลดลงทั้ง yoy และ qoq เนื่องจากฐานที่สูง แม้การดำเนินงานจะยังคงแข็งแกร่ง รายได้จากการก่อสร้างคาดว่าจะยังคงสูงกว่า 1 หมื่นล้านบาทต่อไตรมาส ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากความคืบหน้าของโครงการที่กำลังดำเนินการอยู่ นอกจากนี้ อัตรากำไรขั้นต้นยังคงคาดว่าจะสูงกว่าเป้าหมายที่บริษัทตั้งไว้ที่ 7% โดยมีปัจจัยหนุนจาก revenue mix ที่เอื้ออำนวย อย่างไรก็ตาม กำไรมีชีพไซด์จะถูกกดดันจากส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน (equity income) ที่อ่อนตัวลง เนื่องจากคาดว่า CK Power (CKP) และ Luang Prabang Power (LPCL) จะได้รับประโยชน์จากการกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทอ่อนลง แม้ว่าจะเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น
- **การขายหุ้น LPCL จะเป็น Upside Risk** การขายหุ้น LPCL ให้กับ TTW ซึ่งจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นลดลงจาก 20% เหลือ 10% คาดว่าจะแล้วเสร็จใน 2H25 โดย CK คาดว่าจะบันทึกกำไรจำนวน 700-800 ล้านบาท (ก่อนหักภาษี) จากธุรกรรมดังกล่าว ซึ่งรวมถึงกำไรจากการขายหุ้นและ reclassification สำหรับหุ้นที่เหลืออยู่ใหม่ ซึ่งเป็น upside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของหุ้นที่เหลืออยู่ (10%) จะถูกรับรู้ผ่านรายการกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จอื่น (OCI)
- **Backlog แข็งแกร่ง แม้ไม่มีการเซ็นสัญญาออเดอร์ใหม่** บริษัทไม่ได้รับออเดอร์ใหม่ใดๆ ใน 1H25 อย่างไรก็ตาม backlog ของ CK ยังคงแข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 1.9 แสนล้านบาท ซึ่งช่วยให้สามารถมองเห็นแนวโน้มกำไร CK ยังคงมุ่งมั่นและมีศักยภาพที่จะเข้าร่วมประมูลโครงการต่างๆ ในปี 2025 ที่กำลังจะมาถึง ซึ่งรวมถึงโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดง (รังสิต-ธรรมศาสตร์), โครงการทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง M5 และโครงการรถไฟความเร็วสูงระยะที่ 2 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าโครงการ Double Deck เป็นโครงการที่ CK ให้ความสำคัญที่สูง โดยผู้บริหารคาดว่าจะมีการเซ็นสัญญาออเดอร์ใหม่ได้ภายในปีนี้
- **ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาล** CK ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาลที่ 0.20 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนประมาณ 1.4% โดยวันขึ้นเครื่องหมาย XD เป็นวันที่ 27 ส.ค. 25 (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Net turnover	36,485	37,458	42,129	44,198	45,751
EBITDA	2,033	1,749	2,442	2,374	2,442
Operating profit	916	895	1,498	1,401	1,441
Net profit (rep./act.)	1,501	1,446	1,775	2,065	2,287
Net profit (adj.)	1,462	1,446	1,775	2,065	2,287
EPS (Bt)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
PE (x)	16.7	16.9	13.7	11.8	10.7
P/B (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	34.8	40.4	28.9	29.8	28.9
Dividend yield (%)	2.1	2.1	2.6	3.2	3.5
Net margin (%)	4.1	3.9	4.2	4.7	5.0
Net debt/(cash) to equity (%)	187.5	170.6	164.5	156.9	148.1
Interest cover (x)	1.6	1.1	1.4	1.4	1.4
Consensus net profit	-	-	1,692	1,910	2,155
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.05	1.08	1.06

Source: CH Karnchang, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้นำมาขึ้นบัญชีไว้ในบัญชีหลักทรัพย์ หรือเอกสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt14.40
Target Price	Bt20.20
Upside	+40.3%

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):	1,680.4
Market cap (Btm):	24,197.1
Market cap (US\$m):	744.3
3-mth avg daily t'over (US\$m):	1.3

Price Performance (%)

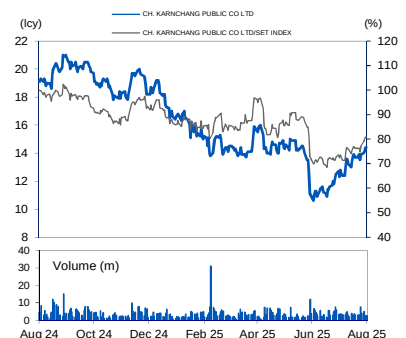
52-week high/low			Bt21.10/Bt10.20	
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
15.2	(3.4)	(5.3)	(22.6)	(25.0)

Major Shareholders

	%
Mahasiri Siam	14.3
CH.KARNCHANG HOLDING	10.2
Thai NVDR Company Limited	6.9

FY25 NAV/Share (Bt)	16.45
FY25 Net Debt/Share (Bt)	27.06

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Kasemsun Koonnara
+662 659 8027
Kasemsun@uobkayhian.co.th

Company Update

Thursday, 21 August 2025

2Q25 RESULTS RECAP

Year to 31 Dec (Btm)	2Q24	1Q25	2Q25	yoy %	qoq %	1H24	1H25	yoy %
Sales and services	9,206	11,900	10,730	16.6	(9.8)	18,664	22,629	21.2
Operating EBIT	232	482	503	116.6	4.4	523	986	88.5
Equity income	342	267	594	73.5	122.8	508	861	69.5
Core profit	28	69	202	614.5	192.4	17	271	1,499.3
Net profit	488	282	863	76.8	205.7	609	1,145	88.0
Percent	2Q24	1Q25	2Q25	yoy ppt	qoq ppt	1H24	1H25	yoy %
Gross margin	7.2	7.7	7.9	0.7	0.1	7.4	7.8	0.4
SG&A to sales	5.9	4.7	5.0	(0.9)	0.3	2.4	1.9	(0.5)
EBIT margin	2.5	4.1	4.7	2.2	0.6	2.8	4.4	1.6
Net margin	5.3	2.4	8.0	2.7	5.7	3.3	5.1	1.8

Source: CK, UOB Kay Hian

- **กำไร 2Q25 ดีกว่าคาด** CK รายงานกำไรสุทธิใน 2Q25 ที่ 863 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นที่ 77% yoy และ 206% qoq ผลประกอบการออกมาสูงกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ เนื่องจากมีรายได้อื่นที่สูงกว่าคาด ใน 1H25 รายได้จากการก่อสร้างเพิ่มขึ้น 21% yoy โดยมีปัจจัยหนุนจากความคืบหน้าของโครงการที่กำลังดำเนินการอยู่ แม้ว่าจะไม่มีการเซ็นสัญญาออเดอร์ใหม่ในช่วงดังกล่าว อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นเป็น 7.8% ใน 1H25 จาก 7.4% ใน 1H24 ซึ่งเป็นผลมาจาก revenue mix ที่เอื้ออำนวย โดยมีสัดส่วนของโครงการที่มีมาร์จิ้นสูงมากขึ้น นอกจากนี้ ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนยังอยู่ที่ 594 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 70% yoy ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับแรงสนับสนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นของ CKP และ LPCL

EARNINGS REVISION/RISK

- **ความเสี่ยง:** 1) การก่อสร้างล่าช้า, ต้นทุนวัสดุสูงขึ้น และ ค่าแรงขึ้นต่ำสูงขึ้น และ 2) ปัญหาทางการเงิน และการประมูลโครงการล่าช้า

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 20.20 บาท** อิง 1.2x 2025F P/B เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการดำเนินงานของ CK ใน 2H25 โดยได้รับแรงหนุนจาก backlog ของบริษัท ในขณะเดียวกัน เราคาดการณ์ว่าจะมี upside risk ต่อประมาณการกำไรของเราจากการขายหุ้น LPCL และมี downside risk จากัดจากมาตรการ Global Minimum Tax นอกจากนี้ CK ยังซื้อขายที่ valuation ไม่แพง

SHARE PRICE CATALYST

- อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าคาดเนื่องจากสัดส่วนงานที่มีมาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น และการบริหารจัดการวัสดุก่อสร้างอย่างมีประสิทธิภาพ
- backlog เพิ่มขึ้นจากการชนะการประมูลในโครงการใหม่

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG)

CG Report: 5

SET ESG Rating: AA

• Environmental

- CK is committed to being environmentally responsible and complying with laws while continuously improving its environmental management systems. CK prioritises the use of environmentally friendly materials and disposes of unused materials properly.

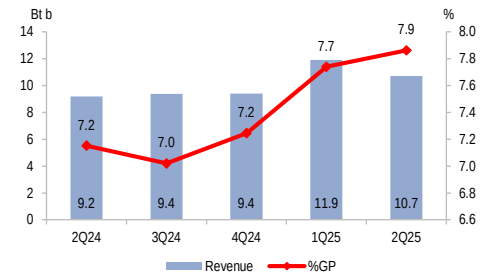
• Social

- CK has social policies and practices that focus on economic operations, community engagement, and development. It is committed to social stewardship and showcases the company's efforts towards beneficial CSR activities and employee management.

• Governance

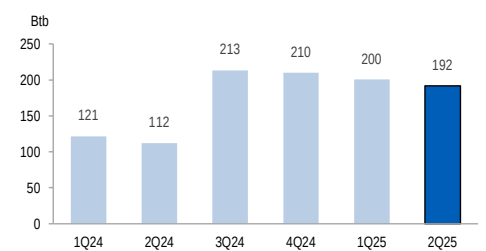
- CK prioritises clear leadership roles, sustainable value creation, and responsible ESG practices. The company recently revamped its risk management based on consulting firm recommendations to strengthen its foundation for meeting operational goals.

REVENUE AND GROSS MARGIN



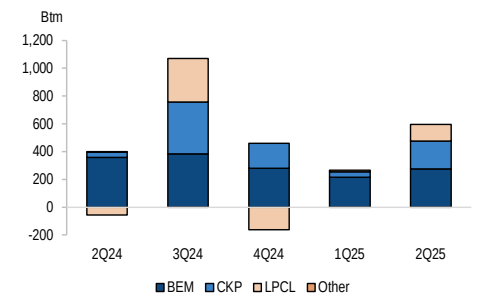
Source: CK, UOB Kay Hian

BACKLOG



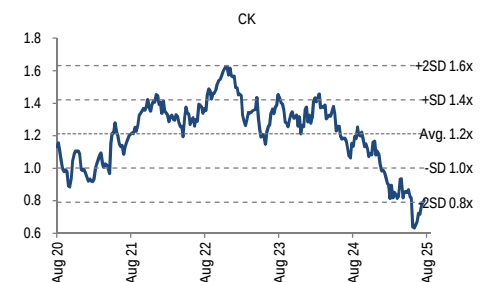
Source: CK, UOB Kay Hian

SHARE OF PROFIT FROM INVESTMENTS



Source: CK, UOB Kay Hian

P/B BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

Company Update

Thursday, 21 August 2025

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Net turnover	37,458	42,129	44,198	45,751
EBITDA	1,749	2,442	2,374	2,442
Deprec. & amort.	854	944	972	1,001
EBIT	895	1,498	1,401	1,441
Total other non-operating income	465	467	470	472
Associate contributions	1,875	1,652	1,997	2,163
Net interest income/(expense)	(1,581)	(1,690)	(1,723)	(1,696)
Pre-tax profit	1,654	1,927	2,145	2,381
Tax	(119)	(102)	(30)	(43)
Minorities	(89)	(50)	(50)	(50)
Net profit	1,446	1,775	2,065	2,287
Net profit (adj.)	1,446	1,775	2,065	2,287

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Fixed assets	11,358	11,518	11,636	11,733
Other LT assets	55,590	55,380	56,235	56,971
Cash/ST investment	10,256	8,561	8,548	8,958
Other current assets	35,897	30,767	32,278	33,412
Total assets	113,102	106,227	108,697	111,075
ST debt	16,419	16,395	16,395	16,395
Other current liabilities	29,216	20,217	21,118	21,860
LT debt	38,039	38,009	38,009	38,009
Other LT liabilities	2,949	3,129	3,283	3,398
Shareholders' equity	25,910	27,859	29,224	30,694
Minority interest	569	619	669	719
Total liabilities & equity	113,102	106,227	108,697	111,075

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025F	2026F	2027F
Operating	7,963	(1,100)	2,479	2,946
Pre-tax profit	1,654	1,927	2,145	2,381
Tax	(119)	(102)	(30)	(43)
Deprec. & amort.	854	944	972	1,001
Working capital changes	(10,280)	5,780	(1,198)	(899)
Non-cash items	16,029	(9,649)	589	507
Other operating cashflows	1,701	1,652	1,997	2,163
Investing	(3,482)	(714)	(1,791)	(1,720)
Capex (growth)	(277)	(1,105)	(1,091)	(1,098)
Investments	(3,253)	(387)	(391)	(395)
Others	48	778	(310)	(226)
Financing	(2,039)	119	(701)	(817)
Dividend payments	(508)	(566)	(701)	(817)
Proceeds from borrowings	(1,148)	(55)	0	0
Others/interest paid	(383)	740	0	0
Net cash inflow (outflow)	2,442	(1,695)	(14)	410
Beginning cash & cash equivalent	7,814	10,256	8,561	8,548
Ending cash & cash equivalent	10,256	8,561	8,548	8,958

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Profitability				
EBITDA margin	4.7	5.8	5.4	5.3
Pre-tax margin	4.4	4.6	4.9	5.2
Net margin	3.9	4.2	4.7	5.0
Net profit (adj.)	1.4	1.6	1.9	2.1
Growth				
Turnover	2.7	12.5	4.9	3.5
EBITDA	(14.0)	39.7	(2.8)	2.9
Pre-tax profit	(1.4)	16.6	11.3	11.0
Net profit	(3.7)	22.8	16.4	10.7
Net profit (adj.)	(1.1)	22.8	16.4	10.7
EPS	(1.1)	22.8	16.4	10.7
Leverage				
Debt to total capital	67.3	65.6	64.5	63.4
Debt to equity	210.2	195.3	186.2	177.2
Net debt/(cash) to equity	170.6	164.5	156.9	148.1
Interest cover (x)	1.1	1.4	1.4	1.4

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือเอกสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน