



## กระแสหลักทรัพย์

- CK : ผู้ได้รับประโยชน์จาก mega project ใหม่ของประเทศไทย, มูลค่าที่เหมาะสมเพิ่มขึ้น

### แนวโน้มสดใส, คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราเชื่อว่านโยบายของรัฐบาลชุดใหม่จะเน้นไปที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งโครงการที่ส่งต่อจากรัฐบาลชุดก่อน และโครงการขนาดใหญ่ใหม่เพื่อส่งเสริมการพัฒนา S-curve เช่น โครงการสะพานในภาคใต้ของประเทศไทย ในฐานะหนึ่งในผู้รับเหมาชั้นนำของประเทศไทยที่สามารถดำเนินงานก่อสร้างได้หลากหลาย CK จะได้รับผลประโยชน์ที่สำคัญจากความพยายามเหล่านี้ โดย mega project ใหม่ประกอบด้วย backlog ขนาดใหญ่ที่มีอยู่ของ CK โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มที่จะลงนาม และรายได้จากตราสารทุนที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นส่งผลให้ผลประกอบการน่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในอีกหลายปีข้างหน้า ดังนั้น CK จึงยังคงเป็นหุ้นที่เราแนะนำจากกลุ่มนี้

### Backlog จำนวนมากประกอบด้วยโครงการที่กำลังลงนามบ่งชี้ถึงแนวโน้มการเติบโตของผลประกอบการที่แข็งแกร่ง

Backlog ปัจจุบันของ CK มีจำนวนมหาศาลที่ 143.6 พันล้านบาท รวมโครงการบับัดน้ำเสียจนบุรีที่จะลงนาม มูลค่า 2.5 พันล้านบาท และ backlog เพิ่มขึ้นเป็น 1.46 แสนล้านบาท จากการจัดตั้งรัฐบาลผสมแล้ว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ามีโอกาสน้อยที่ผลการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก (ที่ BEM ชนะ) จะถูกเพิกถอน หากโครงการนี้มอบให้ CK backlog ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 2.52 แสนล้านบาท (งานจ้างเหมาก่อสร้าง และงาน M&E มีมูลค่า 8.0 หมื่นล้านบาท และ 2.6 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ) นอกจากรถไฟฟ้าสายสีส้มแล้วยังมีโครงการอื่นๆ ที่มีศักยภาพในปี 2024 รวมถึงโครงการทางด่วน 2 ชั้นมูลค่า 3.5 หมื่นล้านบาท และงานระบบ M&E สำหรับรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ มูลค่า 2.7 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ Backlog ที่แข็งแกร่งนี้บ่งชี้ถึงการเติบโตของผลประกอบการที่แข็งแกร่งในปี 2023-26F

### ผู้ได้รับประโยชน์หลักจาก mega project ใหม่ของประเทศไทย

เราเชื่อว่ายังมีโครงการที่มีศักยภาพอื่นๆ อีกมากสำหรับ CK เนื่องจากรัฐบาลใหม่มีแนวโน้มที่จะผลักดันโครงการขนาดใหญ่ที่ยกมาจากรัฐบาลชุดก่อน เช่น ส่วนต่อขยายสายสีแดง ทางคู่ และมอเตอร์เวย์ นอกจากนี้ ยังมีโครงการขนาดใหญ่ที่เสนอเพื่อส่งเสริมการพัฒนา S Curve ใหม่ของประเทศไทย เช่น โครงการสะพานในภาคใต้ของประเทศไทย และสะพานสู่เกาะสมุย CK ในฐานะผู้รับเหมาชั้นนำของประเทศไทยที่มีความสามารถในการทำงานที่หลากหลายควรเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากโครงการขนาดใหญ่เหล่านี้

### คงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยปรับมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 26.00 บาท

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2023-25F ขึ้นอีก 4-8% เพื่อสะท้อนถึง Backlog ในปัจจุบัน ดังนั้น มูลค่าที่เหมาะสมตาม SOTP ของเราจึงเพิ่มขึ้นจาก 23.00 บาท เป็น 26.00 บาท อย่างไรก็ตาม ยังมี upside เพิ่มเติมหากผลการประมูลของสายสีส้มตะวันตกไม่ถูกยกเลิก เนื่องจากเราไม่ได้รวมโครงการนี้ไว้ในประมาณการและมูลค่าเหมาะสมของเรา หากรวมจะเพิ่มขึ้น 2.80 บาท/หุ้น (จากมูลค่ายุติธรรมที่เพิ่มขึ้นของ BEM) ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับแนวโน้มเชิงบวกของ CK โดยความเสี่ยงหลักคือ ความล่าช้าในการก่อสร้าง โครงการใหม่น้อยกว่าที่คาด และต้นทุนที่มากกว่าคาด ■

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่หรือสื่อสารต่อผู้อื่นโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 สิงหาคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

## Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	12,199	18,097	34,283	36,154	39,603
EBITDA (THBm)	1,541	1,438	2,789	2,948	3,206
Net profit (THBm)	906	1,105	1,560	2,173	2,531
<b>Net Profit (% chg from prev)</b>			<b>5.4</b>	<b>3.8</b>	<b>7.8</b>
EPS (THB)	0.53	0.65	0.92	1.28	1.49
EPS (% YoY)	48.0	22.0	41.2	39.3	16.5
<b>EPS vs Cons (%)</b>			<b>-8.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-15.6</b>
PER (X)	35.3	32.9	25.3	18.2	15.6
Yield (%)	1.1	1.1	1.9	2.1	2.4
P/BV (X)	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (X)	44.5	52.5	29.3	27.3	25.4
ROE (%)	3.5	4.4	6.3	8.4	9.2

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. CK's backlog is huge (as of June 30<sup>th</sup>, 2023)

Projects	Project Period	Total Project Value (MB)	% of Completion	Remaining (MB)
1. MRT PL : M&E Systems, Contract 4	2013-2016	15,689	99.7	47
2. MRT PL : Maintenance and E&M Systems	2015-2023	1,590	90.4	153
3. MRT PL : Maintenance of Civil & Architecture, E&M, Lift & Escalator and Walk-through Metal Detector	2023-2033	1,150	0.0	1,150
4. MRT PL (Southern Extension) : Underground Civil Work, Contract 1 (JV 55 : 45)	2022-2027	10,667	9.1	9,596
5. MRT PL (Southern Extension) : Underground Civil Work, Contract 2 (JV 55 : 45)	2022-2027	8,161	9.5	7,386
6. MRT BL : M&E, Contract 5	2017-2020	21,392	99.8	43
7. MRT BL : Hua Lamphong - Bang Sue, Maintenance Service and E&M	2015-2027	4,048	63.6	1,473
8. MRT BL : Hua Lamphong - Bang Sue, Maintenance of Civil & Architectural, E&M and Lift & Escalator	2023-2025	480	47.0	254
9. MRT OL : Underground Civil Work, Contract 1 (JV 60 : 40)	2017-2026	11,570	96.0	463
10. MRT OL : Underground Civil Work, Contract 2 (JV 60 : 40)	2017-2026	12,060	92.4	917
11. MRT OL : Depot and Park & Ride, Contract 5 * (JV 60 : 40) *	2017-2026	2,709	92.5	205
12. Double Track : Chira - Khon Kaen (JV 70 : 30) *	2015-2019	16,123	99.9	16
13. Double Track : Denchai - Chiang Rai - Chiang Khong Contract 2 (JV 54 : 41 : 5) *	2022-2027	13,571	6.3	12,716
14. Double Track : Denchai - Chiang Rai - Chiang Khong Contract 3 (JV 51 : 39 : 10) *	2022-2027	9,240	6.1	8,676
15. Luang Prabang Hydroelectric Power	2021-2030	99,788	13.5	86,317
16. Rama III - Dao Khanong Expressway : Cable-Stayed Bridge, Contract 4 *	2019-2023	6,261	98.0	125
17. Rama III - Dao Khanong Expressway : Underground Manholes and Ductbanks	2021-2023	84	82.2	15
18. Motorway : Bang Pa-in - Nakhon Ratchasima, Contract 3 *	2017-2020	1,863	94.3	106
19. Motorway : Bang Pa-in - Nakhon Ratchasima, Contract 5 *	2016-2019	1,820	94.3	104
20. Construction & Improvement : Si Rat (B+) & Repair : Si Rat Expressway	2019-2026	780	95.8	2
21. Maintenance and Improvement of the Si Rat and the Si Rat (B+) Expressway	2020-2021	920	95.0	46
22. Maintenance and Improvement : Si Rat, Si Rat - Outer Ring Road and the Udon Rattthaya Expressway	2022-2023	1,078	57.1	462
23. King Chulalongkorn Hospital : Integrated Medical Center Building *	2019-2023	2,019	86.2	279
24. H.R.H.Princess Chulabhorn's Commemorating : Learning & Research Centre *	2020-2024	3,777	50.1	1,885
25. Banglen Water Treatment : Transmission - Distribution Systems	2021-2022	331	84.0	53
26. Water Transmission Tunnel : Bangnod - Somrong Pumping Station *	2021-2024	4,677	43.5	2,643
27. Bang Ben - Bang Sai Flood Drainage Canal with Appurtenant Structures, Contract 4 *	2022-2025	3,065	25.3	2,290
28. Other Projects	2021-2024	10,379	48.6	5,335
<b>Total as of 30/06/2023</b>		<b>265,292</b>		<b>142,854</b>
29. Highway No.118, Chiangmai - Chiang Rai Route, Mae Suai, Section 3 *	2023-2026	747	0.0	747
<b>Current Backlog</b>		<b>266,039</b>		<b>143,601</b>

Source: Company data

Figure 2. CK's new projects in 2023

Signed Projects In 2023	Signed	Project Value (MB)
1. Maintenance of Civil & Architecture, E&M System and Lift & Escalator (MRT Initial Blue Line)	April	480
2. Luang Prabang Hydroelectric Power	May	99,788
3. Maintenance of Civil & Architecture, E&M Systems, Lift & Escalator and Walk-through Metal Detector (The MRT Purple Line)	June	1,150
4. Highway No.118, Chiangmai - Chiang Rai Route, Mae Suai District Section - converge to Highway No.1, Section 3	August	747
<b>Total</b>		<b>102,165</b>

Upcoming Projects	Project Value (MB)
Thonburi Wastewater Treatment Plant	2,505

Source: Company data

Figure 3. Big backlog suggests strong revenue stream over the next several years

Projects	Contract Value (MB)	Revenue Recognition Period							
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MRT Purple Line (Southern Extension), Contract 1	9,987	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2028]							
MRT Purple Line (Southern Extension), Contract 2	8,161	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2028]							
MRT Purple Line (Southern Extension), M&E *	27,000	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2028]							
Double Track : Denchai - Chiang Khong Contract 2	13,571	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2027]							
Double Track : Denchai - Chiang Khong Contract 3	9,240	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2027]							
Luang Prabang Hydroelectric Power	99,788	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2030]							
MRT Orange Line (Western Extension), M&E *	26,714	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2030]							
MRT Orange Line (Western Extension), Civil Work *	82,502	[Bar chart showing revenue recognition from 2023 to 2030]							

Source: Company data

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือการให้ข้อมูลหรือการให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

31 สิงหาคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 4. Potential projects carried forward from previous government

Projects	Construction Value (MB)	Project Owner	Project Progress	Activities			
				Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
MRT Orange Line : Taling Chan - Thailand Cultural Centre (Western Extension)	109,216	MRTA	Considerations for Proposals	Signing & Construction			
Red Line : Taling Chan - Solaya	10,670	SRT	Cabinet Approved	Waiting for a New Cabinet Continues the Project			
Red Line : Taling Chan - Siriraj Hospital	4,694						
Red Line : Rongsiit - Thammasat University	6,169						
Red Line : Bang Sue - Hua Mark & Bang Sue - Hua Lamphong (Missing Link)	44,158						
Double Track : Khonkaen – Nong Khai	28,759	SRT	To Submit to MOT	Waiting for a New Cabinet Approval			
Double Track : Chira Junction – Ubonratchathani	36,000	SRT	To Submit to MOT	Under MOT Process			
Double Track : Pak nam Pho – Den Chai	62,800	SRT	To Submit to MOT	Under MOT Process			
Motorway : Western Outer Ring Road - Bang Khun Thian - Bang Bua Thong (M9)	46,000	DOH	Submit to PPP Board	Waiting for a New Cabinet Approval			
Motorway : Nakhon Pathom - Cha-am (M8)	61,000	DOH	Preparing PPP Report	Revised EIA Process			
Motorway : Rangsit- Bang pa - In (M5)	25,000	DOH	Preparing PPP Report	Waiting for a New Cabinet Approval			
Bangkok International Airport Phase 3	36,829	AOT	Cabinet Approved	Survey & Design Process			
Bridge over Songkhla Lake	4,829	DOR	EIA Approved	Waiting for a New Cabinet Approval			
<b>Total</b>	<b>490,424</b>						

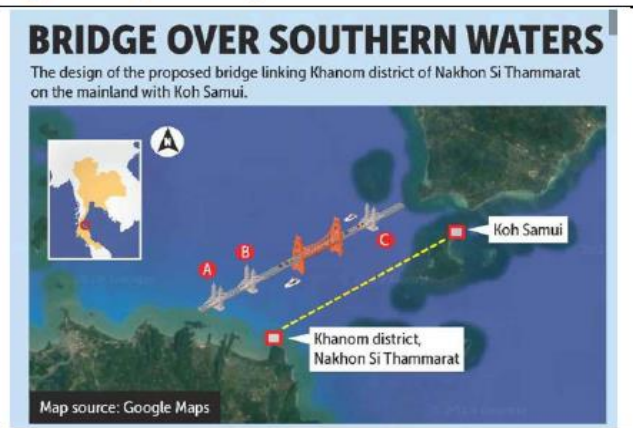
Source: Company data

Figure 5. Proposed land bridge project in Southern Thailand



Source: Nikkei Asia

Figure 6. Proposed bridge to Koh Samui



Source: Bangkok Post

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความ และผลการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

31 สิงหาคม 2566



# กระแสหลักทรัพย์

Figure 7. Sum-of-the-parts valuation

(Bt, m)	2023F			2024F			2025F		
	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Net profit	1,479.9	1,560.1	5.4	2,093.0	2,173.4	3.8	2,349.1	2,531.4	7.8
EPS (Bt)	0.87	0.92	5.4	1.24	1.28	3.8	1.39	1.49	7.8
<b>Change in key assumptions</b>									
Construction revenue	26,060	34,283	31.6	31,095	36,154	16.3	34,011	39,603	16.4
Gross margin (%)	7.5	7.5	0.0	7.5	7.5	-0.4	7.6	7.5	-1.2
S&A expenses	1,980.6	1,988.4	0.4	1,990.1	2,024.6	1.7	2,006.7	2,059.3	2.6
Profit sharing from associates	1,599.1	1,351.1	-15.5	1,899.1	1,651.1	-13.1	2,057.9	1,809.9	-12.1

Source: TISCO estimates

Figure 8. Sum-of-the-parts valuation

	Bt, m	
Construction	14,903	6x 2024F EV/EBITDA
BEM	56,562	Our estimated fair value of Bt10.60
CKP	11,462	Our fair value of Bt4.70
TTW	6,928	TTW's current share price of Bt8.95
Est. net debt	(40,851)	Estimated net debt at end-2024
<b>Total NAV</b>	<b>49,004</b>	
No. of CK shares (m)	1,694	
NAV/Share (Bt)	28.93	
Holding Discount	10%	
<b>NAV/share (Bt/share)</b>	<b>26.00</b>	

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

31 สิงหาคม 2566