

Watcharain Jongyanyong

Fundamental Analyst

Sec No. 057768

(+66) 2 088 8159

Watcharain.j@zcomsec.com



“Follow Your ARROW”

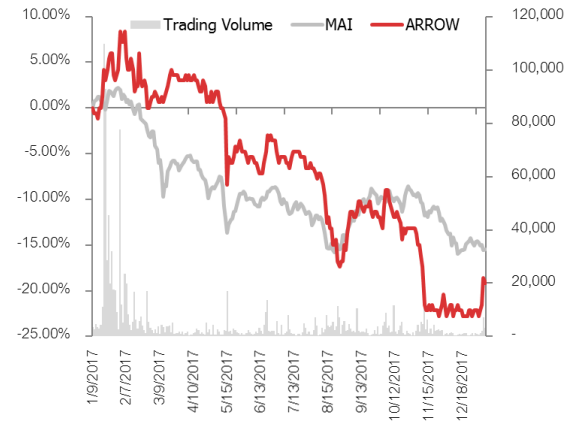
- เริ่มต้นแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเหมาะสมปี 18 ที่ 16.30 บาท**
 เราเริ่มต้นออกบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเหมาะสมปี 18 ที่ 16.30 บาท ประเมินมูลค่าโดยอิงค่าเฉลี่ย PE กลุ่มวัสดุก่อสร้าง ย้อนหลัง 3 ปี ที่ 16.3 เท่า โดยเรามองว่า ARROW มี Downside จำกัด เนื่องจากผลประกอบการได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว
- คาดผลประกอบการ 4Q17 จะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น**
 ผลประกอบการ 9M17 ถูกกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบเหล็กในตลาดโลกที่ปรับตัวสูงขึ้น ตั้งแต่ช่วงต้นปี 17 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลประกอบการ 4Q17 จะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น จากการทยอยรับรู้อยู่ได้จาก Post tension ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ใหม่ และการปรับราคาขายขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับต้นทุน คาดกำไรสุทธิ 4Q17 รว 58.2 ล้านบาท (+21.7%QoQ, -12.3%YoY) ส่งผลให้มีกำไรทั้งปี 17 ที่ระดับ 207.2 ล้านบาท ลดลง -21.1%YoY
- การลงทุนจากภาครัฐจะเป็นตัวผลักดันผลประกอบการในปี 18**
 ทิศทางผลประกอบการปี 18 คาดว่าจะกลับมาเติบโตได้ดีอีกครั้ง จาก 1) ได้แรงหนุนจากการลงทุนของภาครัฐในส่วนของโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะโครงการรถไฟฟ้าสายต่างๆ งานรถไฟทางคู่ และการเปลี่ยนระบบสายไฟฟ้าจากอากาศลงใต้ดิน 2) ลงทุนเพิ่มกำลังการผลิตท่อร้อยสายไฟฟ้าใต้ดิน และการปรับปรุงสายการผลิตอุปกรณ์ Post-tension (คาดว่าจะแล้วเสร็จ 2Q18 และ 3Q17 ตามลำดับ) 3) ราคาวัตถุดิบเหล็กที่เริ่มมีแนวโน้มปรับตัวลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้น เราประมาณการกำไรสุทธิปี 18 ที่ระดับ 252.6 ล้านบาท เติบโต +21.9%YoY
- ประเมินมูลค่าอิงค่าเฉลี่ย PE กลุ่มวัสดุก่อสร้าง**
 เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ ARROW ที่ 16.30 บาท อิงค่าเฉลี่ย PE กลุ่มวัสดุก่อสร้าง ย้อนหลัง 3 ปี ที่ 16.30 เท่า มี Upside 20.7% และคาดเงินปันผลปี 18 ที่ 0.48 บาท/หุ้น คิดเป็น Dividend Yield ที่ 3.5%

Date

10 January 2018

Last Price (Bt)	13.50
Target Price (Bt)	16.30
Upside (%)	20.7
Shares in issue (Mn)	253.75
Market Cap (MBt)	3,425.61
Free Float (%)	28.32
Foreign Limit/Actual (%)	49.00 / 0.07
NVDR (%)	0.21
Par Value (Bt)	1.00

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	mai (%)
YTD	+3.85	+4.96

Source: www.set.or.th

Year End Dec 31		2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Net Profit	(MBt)	148	246	263	207	253
EPS	(Bt)	0.74	0.98	1.04	0.82	1.00
DPS	(Bt)	0.00	332.27	0.16	0.40	0.48
Dividend Yield	(%)	0.00	2,461.23	1.20	2.93	3.57
BVS	(Bt)	3.47	3.61	4.04	4.47	4.96
P/E	(X)	18.19	13.80	12.96	16.53	13.56
P/BV	(X)	3.89	3.73	3.34	3.02	2.72

Source: Company data, ZCOM estimates



● เป็นหนึ่ง...เรื่องท่อในอาคาร

บมจ. แอร์โรว์ ซินดิเคท (ARROW) ผลิตและจำหน่ายท่อเหล็กเคลือบสังกะสีสำหรับร้อยสายไฟและข้อต่อต่างๆ ได้แก่ 1) ท่อเหล็กร้อยสายไฟ ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW pipe" 2) ท่อเหล็กอ่อนร้อยสายไฟ ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW tite" 3) ท่อเหล็กอ่อนกันน้ำร้อยสายไฟ ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW tite" โดยบริษัทยังผลิตท่อร้อยสายไฟสำหรับจำหน่ายในระดับอาคารลงมา ภายใต้เครื่องหมายการค้า "Union" และผลิตท่อน้ำประปาและข้อต่อต่างๆ จากพลาสติกโพลีพรอพไพลีน สำหรับน้ำดื่ม น้ำประปา น้ำร้อน ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW PP-R" นอกจากนี้ ARROW ยังมีนโยบายลงทุนในบริษัทอื่นที่มีลักษณะธุรกิจใกล้เคียงหรือสนับสนุนธุรกิจหลัก ซึ่งปัจจุบันบริษัทได้มีการลงทุนใน 3 บริษัท ได้แก่ 1) บจ. เจ.เอส.วี. เทคนิคอล (JSVT) ถือหุ้นในสัดส่วน 100% - ผลิตและจำหน่ายท่อระบายอากาศภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW duct" และท่อสำหรับงานก่อสร้างที่ผลิตจากเหล็กเคลือบสังกะสีและอุปกรณ์ก่อสร้างในระบบ Post-tension ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW parts" และท่ออีพ็อกซีเรซินเสริมใยแก้วสำหรับใช้ร้อยสายไฟและสายสื่อสารใต้ดินภายใต้เครื่องหมายการค้า "ARROW RTRC" 2) บจ. เมฆา-เอส ถือหุ้นในสัดส่วน 65% - ประกอบธุรกิจให้บริการออกแบบและติดตั้งระบบงานต่างๆ ในโครงการก่อสร้าง เช่น ระบบปรับอากาศ, ระบบไฟฟ้า, ระบบประปา และสุขาภิบาล 3) บจ. คูดอส สมาร์ท อินโนเวชั่น ถือหุ้นทางอ้อมในสัดส่วน 45.5% ผ่าน บจ. เมฆา-เอส - ประกอบธุรกิจออกแบบพัฒนาเทคโนโลยี ซอฟต์แวร์ และคอมพิวเตอร์ ที่เกี่ยวเนื่องกับงานระบบไฟฟ้า ระบบประปา และระบบระบายอากาศ เป็นหลัก

Figure 1: โครงสร้างบริษัท



Source: Company data

Figure 2: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ของบริษัท

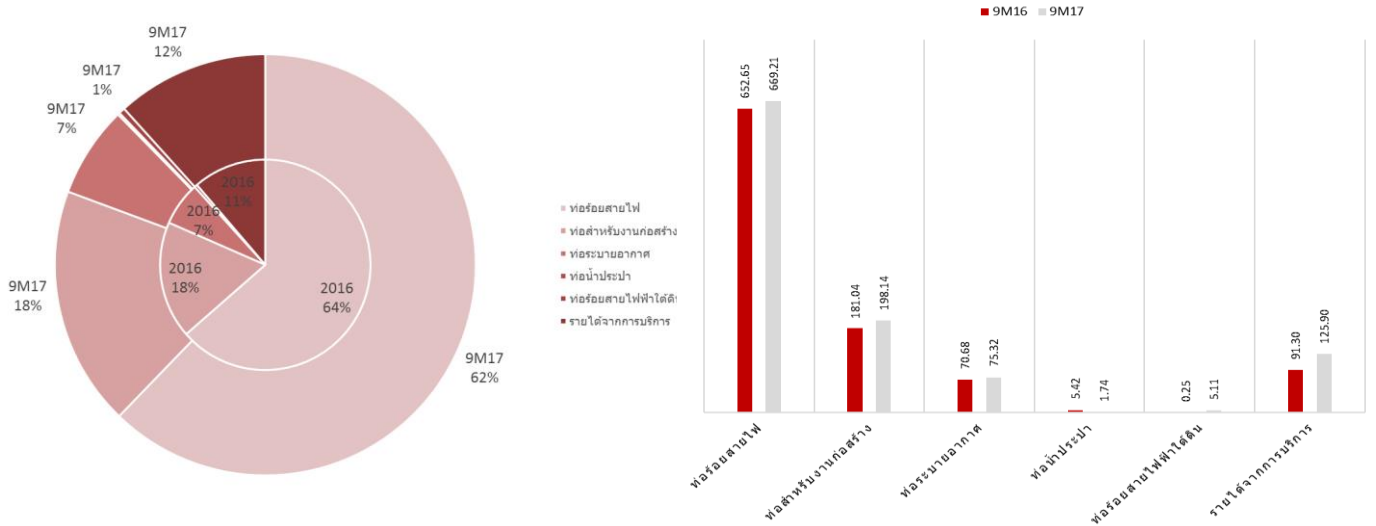


Source: Company data



ผู้ใช้ผลิตภัณฑ์ของบริษัทอยู่ในธุรกิจก่อสร้าง อสังหาริมทรัพย์ และโรงงานอุตสาหกรรมซึ่งต้องการวางระบบไฟฟ้า ระบบระบายอากาศหรือระบบประปา โดยติดตั้งท่อร้อยสายไฟฟ้า ท่อระบายอากาศหรือท่อประปาใหม่ รวมทั้งหน่วยงานที่ต้องการปรับปรุงระบบไฟฟ้าและระบบประปา ให้มีความปลอดภัยยิ่งขึ้น โดยโครงสร้างรายได้หลักของบริษัท ณ 9M17 มาจากการจำหน่ายท่อร้อยสายไฟคิดเป็นสัดส่วนราว 61.5% รองลงมาเป็นท่อสำหรับงานก่อสร้าง และรายได้จากการบริการคิดเป็นสัดส่วน 18.2% และ 11.6% ตามลำดับ

Figure 3: โครงสร้างรายได้



Source: Company data

● **ทิศทางอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างยังขยายตัวได้ดี**

คาดการณ์ทิศทางอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างในประเทศปี 18 ยังเติบโตได้ดี ตามการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ ได้แก่ โครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC), โครงการรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ, โครงการรถไฟทางคู่ เป็นต้น ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนคาดว่าจะทยอยปรับตัวดีขึ้นจากสัญญาณสนับสนุน เช่น การขยายสาขาของกลุ่มค้าปลีกขนาดใหญ่ การเริ่มกลับมาเปิดโครงการของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตามโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐที่มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดย สศช. ประมาณการการลงทุนของภาครัฐและการลงทุนภาคเอกชนปี 18 จะขยายตัว +11.8%YoY และ +3.7%YoY ตามลำดับ

Figure 4: คาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจ

	ข้อมูลจริง		ประมาณการ		
	2558	2559	ปี 2560		ปี 2561
			ณ 21 ส.ค. 60	ณ 20 พ.ย. 60	ณ 20 พ.ย. 60
การขยายตัวของ GDP (%)	2.9	3.2	3.5 – 4.0	3.9	3.6 – 4.6
การบริโภคภาคเอกชน	2.2	3.1	3.2	3.2	3.1
การอุปโภคภาครัฐบาล	3.0	1.7	3.2	2.0	2.7
การลงทุนภาคเอกชน	-2.2	0.4	2.2	2.2	3.7
การลงทุนภาครัฐ	29.3	9.9	8.0	1.8	11.8
มูลค่าการส่งออก (รูปเงิน USD,%)	-5.6	0.1	5.7	8.6	5.0
เงินเฟ้อ (%)	-0.9	0.2	0.4 – 0.9	0.7	0.9 – 1.9
ดุลบัญชีเดินสะพัด (%GDP)	8.1	11.9	9.7	10.4	8.1

Source: Office of the National Economic and Social Development Board



- **การลงทุนจากภาครัฐจะเป็นตัวผลักดันผลประกอบการในปี 18**

แม้รายได้จากการขายสินค้าและบริการงวด 9M17 จะยังเติบโต +7.4%YoY จากความต้องการที่อ้อยสายไฟ ท่อสำหรับก่อสร้าง และงานบริการ ที่เพิ่มขึ้นตามการขยายการลงทุนของโครงการก่อสร้างทั้งภาครัฐและเอกชน แต่ผลประกอบการ 9M17 ยังทำได้ไม่ดีนัก เนื่องจากถูกกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบเหล็กในตลาดโลกที่ปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ช่วงต้นปี 17 ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวลดลงจาก 33.1% ในปี 16 สู่ระดับ 27.4% ใน 9M17 อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลประกอบการ 4Q17 จะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น จากการทยอยรับรู้รายได้จาก Post-tension ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ใหม่ และการปรับราคาขายขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับต้นทุน คาดกำไรสุทธิ 4Q17 ราว 58.2 ล้านบาท (+21.7%QoQ ,-12.3%YoY) ส่งผลให้มีกำไรทั้งปี 17 ที่ระดับ 207.2 ล้านบาท ลดลง -21.1%YoY

สำหรับทิศทางผลประกอบการปี 18 คาดว่าจะกลับมาเติบโตได้ดีอีกครั้ง จาก 1) ได้แรงหนุนจากการลงทุนของภาครัฐในส่วนของโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะโครงการรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ งานรถไฟทางคู่ และการเปลี่ยนระบบสายไฟฟ้าจากอากาศลงใต้ดิน 2) ลงทุนเพิ่มกำลังการผลิตที่อ้อยสายไฟฟ้าใต้ดิน และการปรับปรุงสายการผลิตอุปกรณ์ Post-tension (คาดว่าจะแล้วเสร็จ 2Q18 และ 3Q17 ตามลำดับ) 3) ราคาวัตถุดิบเหล็กที่เริ่มมีแนวโน้มปรับตัวลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้น เราประมาณการกำไรสุทธิปี 18 ที่ระดับ 252.6 ล้านบาท เติบโต +21.9%YoY

- **เริ่มต้นแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเหมาะสมปี 18 ที่ 16.30 บาท**

เรามองว่า ARROW มี Downside จำกัด เนื่องจากผลประกอบการได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ประเมินมูลค่าโดยอิงค่าเฉลี่ย PE กลุ่มวัสดุก่อสร้าง ย้อนหลัง 3 ปี ที่ 16.3 เท่า ภายใต้สมมติฐานประมาณการของเราได้ราคาเหมาะสมปี 18 เท่ากับ 16.30 บาท

- **ความเสี่ยงสำคัญ**

การบังคับใช้มาตรการ AD ในสินค้าเหล็กอาบสังกะสี ,ราคาวัตถุดิบเหล็กผันผวน ,การลงทุนภาครัฐล่าช้ากว่าแผน

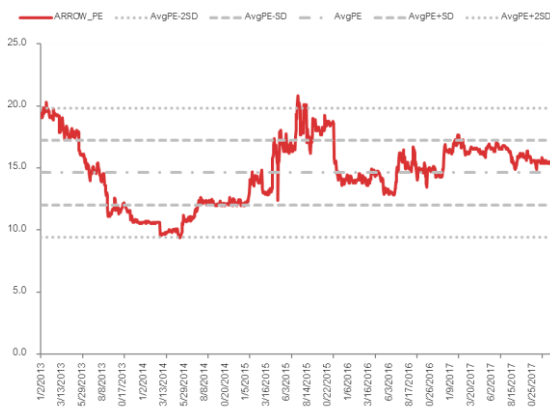


Balance Sheet						MBt
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017F	2018F	
Cash & bank deposits	12	148	145	115	253	
Accounts receivable - net	237	268	355	384	386	
Inventories	224	280	329	468	452	
Other current assets	0	2	13	27	27	
Total current assets	473	698	842	993	1,118	
Investments	32	17	21	15	15	
PP&E	266	290	312	408	434	
Other assets	6	8	19	23	23	
Total assets	777	1,013	1,195	1,439	1,590	
Short-term loans	14	6	10	165	174	
Accounts payable	37	57	113	103	114	
Current maturities	5	1	2	1	2	
Other current liabilities	13	25	23	7	8	
Total current liabilities	69	90	148	276	298	
Long-term debt	8	5	4	5	5	
Other LT liabilities	6	7	16	19	21	
Total LT liabilities	14	12	21	23	26	
Total liabilities	83	102	169	299	324	
Registered capital	203	254	254	262	262	
Paid-up capital	200	251	252	254	254	
Share premium	216	221	228	236	236	
Legal reserve	19	25	25	26	26	
Retained earnings	250	399	504	606	733	
Others	10	11	10	11	11	
Minority interests	0	3	7	7	7	
Shareholders' equity	695	911	1,026	1,140	1,266	
Cash Flow Statement						MBt
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017F	2018F	
EBT	171	288	312	243	296	
Depreciation	22	24	27	26	26	
Chg in working capital	-34	-74	-100	-194	24	
Other adjustments	-18	-22	-40	-48	-40	
CF from operations	141	216	200	28	306	
Capital expenditure	-39	-41	-54	-126	-52	
Others	-1	15	-4	6	0	
CF from investing	-40	-26	-59	-119	-52	
Net borrowings	-22	-21	2	154	10	
Equity capital raised	0	32	5	11	0	
Dividends paid	-80	-66	-151	-104	-126	
Others	0	0	0	0	0	
CF from financing	-102	-54	-144	61	-116	
Others	0	0	0	0	0	
Net change in cash	-1	136	-3	-31	138	

Income Statement						MBt
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017F	2018F	
Sales	1,004	1,210	1,356	1,419	1,545	
Cost of sales	-735	-802	-907	-1,029	-1,085	
Gross profit	270	408	449	390	460	
SG&A	-106	-133	-145	-156	-173	
Equity income	0	0	0	0	0	
Other income	10	15	10	10	11	
EBIT	174	290	313	244	297	
Depre. & amortization	22	24	27	26	26	
EBITDA	196	314	340	270	324	
Financial costs	-3	-2	-1	-1	-1	
Income taxes	-22	-43	-46	-36	-44	
Net profit before minority	148	245	266	207	253	
Minority interest	0	0	3	0	0	
Normalized earnings	148	246	263	207	253	
Extraordinary items	0	0	0	0	0	
Net profit	148	246	263	207	253	
Key Ratios						MBt
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017F	2018F	
Growth (%)						
Revenue	#DIV/0!	20.45	12.05	4.68	8.88	
EBITDA	#DIV/0!	60.45	8.49	-20.78	20.04	
Net profit	#DIV/0!	65.53	6.94	-21.12	21.92	
Normalized earnings	#DIV/0!	65.53	6.94	-21.12	21.92	
Profitability (%)						
Gross profit margin	26.84	33.70	33.10	27.50	29.75	
EBITDA margin	19.48	25.94	25.12	19.01	20.96	
Net profit margin	14.78	20.31	19.38	14.60	16.35	
Normalized profit margin	14.78	20.31	19.38	14.60	16.35	
ROA	19.10	24.26	21.99	14.40	15.89	
ROE	21.37	26.97	25.61	18.18	19.95	
Stability (x)						
D/E	0.12	0.11	0.17	0.26	0.26	
Net D/E	0.10	-0.05	0.02	0.16	0.06	
Gearing	0.04	0.01	0.02	0.15	0.14	
Net Gearing	0.02	-0.15	-0.13	0.05	-0.06	
Interest Coverage Ratio	56.92	157.10	228.19	210.22	235.28	
Current ratio	6.89	7.77	5.67	3.60	3.75	
Quick ratio	3.63	4.63	3.37	1.81	2.14	
Per Share (Bt)						
EPS	0.74	0.98	1.04	0.82	1.00	
Normalized EPS	0.74	0.98	1.04	0.82	1.00	
Book value (BPS)	3.47	3.61	4.04	4.47	4.96	
Dividend (DPS)	0.00	332.27	0.16	0.40	0.48	
Valuation (x)						
PER	18.19	13.80	12.96	16.53	13.56	
Normalized PER	18.19	13.80	12.96	16.53	13.56	
P/BV	3.89	3.73	3.34	3.02	2.72	
EV/EBTDA	13.88	10.36	9.60	12.88	10.34	

Source: Company data, ZCOM estimates

Figure 5: ARROW_PE Band



Source: Aspen

Figure 6: CONMAT_PE Band



Source: Aspen



The opinions and information presented in this report are those of the **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Research Group. **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited**

