

## ต้นทุนวัตถุดิบยังคงดันผลประกอบการ

2Q18 (Apr - Jun 2018) Earnings Actuals

ARROW	2Q18F	1Q18A	%Q-Q	2Q17A	%Y-Y
Core Revenue (+)	366.3	387.3	-5.4	328.2	11.6
COGS (-)	283.9	300.1	-5.4	224.4	26.5
Gross Profit (+)	82.4	87.2	-5.5	103.8	-20.6
SG&A (-)	42.1	49.1	-14.2	36.9	14.2
EBITDA (+)	35.9	50.6	-29.1	77.2	-53.5
Interest Expense (-)	1.6	0.7	151.0	2.1	-22.0
Norm. Profit (+)	36.0	38.5	-6.5	54.5	-34.0
Net Profit (+)	36.0	38.5	-6.5	54.5	-34.0
EPS (Bt/Share)	0.14	0.15	-7.4	0.2	-34.6
Gross Margin (%)	22.5	22.5	0.0	31.6	-9.1
EBITDA Margin (%)	9.8	13.1	-3.3	23.5	-13.7
Net Margin (%)	9.8	9.9	-0.1	16.6	-6.8

Source: Company data, ZCOM estimates

### • คาดกำไรสุทธิ 2Q18 เท่ากับ 36.0 ล้านบาท -7.4%QoQ และ -34.0YoY

คาดรายได้จากการดำเนินงาน 2Q18 รวบรวม 366.3 ล้านบาท ลดลง -5.4%QoQ เนื่องจากภาพรวมของธุรกิจก่อสร้างในประเทศที่ยังไม่ฟื้นตัว ประกอบกับงานที่อ้อยสายไฟใต้ดินส่วนใหญ่ถูกเลื่อนออกไปจากเดือน เม.ย. ไปเดือน ก.ย. แต่หากเทียบกับงวดเดียวกันของปีก่อนรายได้ยังเติบโต +11.6%YoY ตามรายได้บริการของ MeKa-s ที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ทิศทางต้นทุนวัตถุดิบเหล็กยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ราคาคาด Gross Margin ใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนที่ระดับ 22.5% ด้านค่าใช้จ่าย SG&A คาดว่าจะสามารถลดลง QoQ จากการควบคุมต้นทุนค่าขนส่งได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เราประมาณการกำไรสุทธิงวด 2Q18 เท่ากับ 36.0 ล้านบาท หดตัว -7.4%QoQ และ -34.0%YoY

### • ยังถูกกดดันจากราคาวัตถุดิบที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง

คาดผลประกอบการในช่วง 2H18 จะฟื้นตัวชัดเจนอีกครั้ง เนื่องจากเป็นช่วง High Season ของธุรกิจ ประกอบกับได้แรงหนุนจากการทยอยรับรู้รายได้จาก Backlog ในมืออีกราว 900 ล้านบาท และโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ ที่ส่งผลให้ความต้องการท่อร้อยสายไฟใต้ดินเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทได้ลงทุนเพิ่มเติมในการผลิตแผ่นโพนสำหรับงานท่อลมในระบบปรับอากาศ โดยซื้อเทคโนโลยี เครื่องจักร และตราสินค้าจากประเทศจีน ซึ่งคาดว่าจะสามารถเริ่มผลิตได้ใน 4Q18 อย่างไรก็ตามด้วยราคาวัตถุดิบเหล็กที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดไว้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงจาก 252.6 ล้านบาท ลงสู่ 189.6 ล้านบาท ทรงตัวจากปีก่อนหน้า

### • ปรับลดราคาเป้าหมาย พร้อมปรับคำแนะนำจาก "ซื้อ" เป็น "ถือ"

จากการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงราว 28.9% ส่งผลให้ราคาเหมาะสมปี 18 ของเราลดลงจาก 16.30 บาท เป็น 12.00 บาท (ประเมินมูลค่าโดยอิงค่าเฉลี่ย PE กลุ่มวัสดุก่อสร้าง ย้อนหลัง ที่ 16.30 เท่า) เราจึงปรับคำแนะนำจาก "ซื้อ" เป็น "ถือ" โดยต้นทุนวัตถุดิบยังคงเป็นตัวกดดันผลประกอบการที่สำคัญ

Watcharain Jongyanyong

Fundamental Analyst

Sec No. 057768

(+66) 2 088 8159

Watcharain.j@z.com

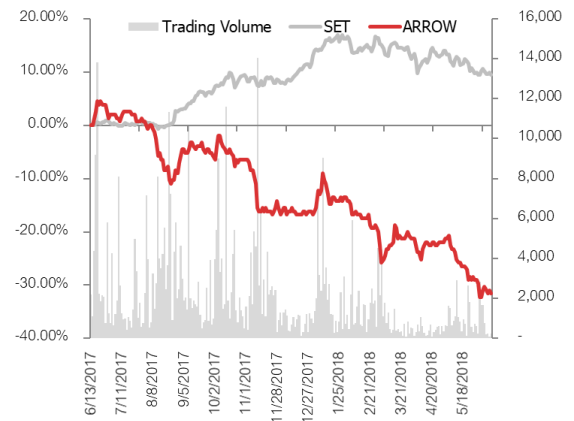


Date

14 June 2018

Last Price (Bt)	10.70
Target Price (Bt)	12.00
Upside (%)	12.1
Shares in issue (Mn)	253.75
Market Cap (MBt)	2,715.11
Free Float (%)	28.59
Foreign Limit/Actual (%)	49.00 / 0.08
NVDR (%)	0.22
Par Value (Bt)	1.00

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	SET (%)
YTD	-17.69	-4.48

Source: www.set.or.th

Business

ผลิตและจำหน่ายท่อเหล็กเคลือบสังกะสี, ผลิตท่อน้ำประปา, ผลิตและจำหน่ายท่อระบายอากาศภายใน, ผลิตท่อสำหรับงานก่อสร้าง, ผลิตท่อฮีทอ็อกซีเรซินเสริมใยแก้ว

Major Shareholders (23 Feb 2018)

1. บริษัท แอลเค ซินดิเคท จำกัด	26.61%
2. นาย เลิศชัย วงศ์ชัยสิทธิ์	26.37%
3. นาง ประครอง นามนนท์สิทธิ์	7.07%

Source: SET



Balance Sheet					MBt
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Cash & bank deposits	148	145	51	56	168
Accounts receivable - net	268	355	362	386	387
Inventories	280	329	426	485	505
Other current assets	2	13	33	30	30
<b>Total current assets</b>	<b>698</b>	<b>842</b>	<b>873</b>	<b>957</b>	<b>1,091</b>
Investments	17	21	15	15	15
PP&E	290	312	355	447	473
Other assets	8	19	35	32	31
<b>Total assets</b>	<b>1,013</b>	<b>1,195</b>	<b>1,279</b>	<b>1,451</b>	<b>1,610</b>
Short-term loans	6	10	61	70	73
Accounts payable	57	113	97	123	128
Current maturities	1	2	2	2	2
Other current liabilities	25	23	14	15	16
<b>Total current liabilities</b>	<b>90</b>	<b>148</b>	<b>173</b>	<b>210</b>	<b>219</b>
Long-term debt	5	4	4	5	4
Other LT liabilities	7	16	19	20	21
<b>Total LT liabilities</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>102</b>	<b>169</b>	<b>196</b>	<b>235</b>	<b>245</b>
Registered capital	254	254	262	262	262
Paid-up capital	251	252	254	256	259
Share premium	221	228	236	271	306
Legal reserve	25	25	26	26	26
Retained earnings	399	504	542	635	744
Others	11	10	14	14	14
Minority interests	3	7	10	13	16
<b>Shareholders' equity</b>	<b>911</b>	<b>1,026</b>	<b>1,082</b>	<b>1,216</b>	<b>1,365</b>
Cash Flow Statement					MBt
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
EBT	288	312	229	226	263
Depreciation	24	27	30	31	33
Chg in working capital	-74	-100	-166	-47	-16
Other adjustments	-22	-40	-27	-32	-36
<b>CF from operations</b>	<b>216</b>	<b>200</b>	<b>65</b>	<b>178</b>	<b>244</b>
Capital expenditure	-41	-54	-69	-126	-59
Others	15	-4	6	0	0
<b>CF from investing</b>	<b>-26</b>	<b>-59</b>	<b>-63</b>	<b>-126</b>	<b>-59</b>
Net borrowings	-21	2	49	11	2
Equity capital raised	32	5	7	37	37
Dividends paid	-66	-151	-152	-96	-112
Others	0	0	1	0	0
<b>CF from financing</b>	<b>-54</b>	<b>-144</b>	<b>-96</b>	<b>-48</b>	<b>-72</b>
Others	0	0	0	0	0
<b>Net change in cash</b>	<b>136</b>	<b>-3</b>	<b>-94</b>	<b>4</b>	<b>112</b>

Income Statement					MBt
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Sales	1,210	1,356	1,436	1,545	1,638
Cost of sales	-802	-907	-1,057	-1,165	-1,212
<b>Gross profit</b>	<b>408</b>	<b>449</b>	<b>379</b>	<b>380</b>	<b>426</b>
SG&A	-133	-145	-163	-165	-175
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	15	10	18	12	13
<b>EBIT</b>	<b>290</b>	<b>313</b>	<b>234</b>	<b>227</b>	<b>264</b>
Depre. & amortization	24	27	30	31	33
<b>EBITDA</b>	<b>314</b>	<b>340</b>	<b>264</b>	<b>258</b>	<b>297</b>
Financial costs	-2	-1	-5	-1	-1
Income taxes	-43	-46	-36	-33	-39
Net profit before minority	245	266	194	193	224
Minority interest	0	3	3	3	3
<b>Normalized earnings</b>	<b>246</b>	<b>263</b>	<b>191</b>	<b>190</b>	<b>221</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>246</b>	<b>263</b>	<b>191</b>	<b>190</b>	<b>221</b>
Key Ratios					MBt
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	20.45	12.05	5.91	7.62	6.04
EBITDA	60.45	8.49	-22.57	-2.20	15.06
Net profit	65.53	6.94	-27.18	-0.90	16.47
Normalized earnings	65.53	6.94	-27.18	-0.90	16.47
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	33.70	33.10	26.39	24.60	26.00
EBITDA margin	25.94	25.12	18.36	16.69	18.11
Net profit margin	20.31	19.38	13.32	12.27	13.48
Normalized profit margin	20.31	19.38	13.32	12.27	13.48
ROA	24.26	21.99	14.96	13.07	13.72
ROE	26.97	25.61	17.68	15.59	16.17
<b>Stability (x)</b>					
D/E	0.11	0.17	0.18	0.19	0.18
Net D/E	-0.05	0.02	0.13	0.15	0.06
Gearing	0.01	0.02	0.06	0.06	0.06
Net Gearing	-0.15	-0.13	0.01	0.02	-0.06
Interest Coverage Ratio	157.10	228.19	49.97	179.67	241.50
Current ratio	7.77	5.67	5.05	4.55	4.98
Quick ratio	4.63	3.37	2.39	2.10	2.53
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.98	1.04	0.75	0.74	0.85
Normalized EPS	0.98	1.04	0.75	0.74	0.85
Book value (BPS)	3.61	4.04	4.23	4.70	5.22
Dividend (DPS)	332.27	0.16	0.35	0.37	0.43
<b>Valuation (x)</b>					
PER	10.94	10.27	14.19	14.46	12.53
Normalized PER	10.94	10.27	14.19	14.46	12.53
P/BV	2.96	2.65	2.53	2.28	2.05
EV/EBITDA	8.12	7.53	10.32	10.66	8.97

Source: Company data, ZCOM estimates



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**

