



# COMPANY UPDATE

## mai / Property & Construction

### ARROW SYNDICATE PLC. (ARROW)

6 มกราคม 2565

ราคาปิด 7.40 บาท

“ซื้อ” ราคาเหมาะสม 8.00 บาท

EARNING FORECAST					
Year to Dec	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Net Profit (Btm)	205.5	169.0	137.5	107.7	127.3
EPS (Bt)	0.81	0.66	0.54	0.42	0.50
EPS Growth (%)	33.0	-17.8	-19.3	-21.7	18.2
P/E (x)	9.24	11.24	13.92	17.77	15.04
DPS (Bt)	0.55	0.45	0.45	0.30	0.35
Yield (%)	7.38	6.04	6.04	4.03	4.70
BV (Bt)	4.73	4.85	4.93	5.15	5.42
P/BV (x)	1.58	1.54	1.51	1.45	1.37

Source: Financial Statement and Globlex securities

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,663.86
Market Cap.	Bt 1,901.06m
Total Shares	256.90m common share Par Bt 1.00
Major Shareholders as of Aug 25, 2022	
1.บริษัท แอลเค ซินดิเคท จำกัด	26.29%
2.นาย เลิศชัย วงศ์ชัยสิทธิ์	26.04%
3.นาง ประครอง นามนันทสิทธิ์	7.15%
%Free float	28.47%

Source: SET Smart

ARROW Price Chart



#### Analyst Coverage

Watcharain Jongyanyong  
02 672-5936  
[watcharain@globlex.co.th](mailto:watcharain@globlex.co.th)

Anti-Corruption score : ประกาศเจตนาธรรม

Coporate Governance Rating : ▲▲▲▲▲

(MB)	3Q22A	2Q22A	%QoQ	3Q21A	%YoY
Core Revenue (+)	350.7	334.9	4.7%	205.1	71.0%
COGS (-)	295.3	280.7	5.2%	145.5	102.9%
Gross Profit (+)	55.4	54.3	2.0%	59.5	-6.9%
SG&A (-)	36.2	33.0	9.6%	43.1	-16.2%
EBITDA (+)	26.1	22.5	16.3%	23.9	9.3%
Interest Expense (-)	2.7	2.3	18.0%	1.6	65.8%
Norm. Profit (+)	19.7	14.7	33.7%	21.8	-9.9%
Net Profit (+)	13.9	14.7	-5.7%	21.8	-36.5%
EPS (Bt/Share)	0.05	0.06	-5.7%	0.08	-36.5%
Gross Margin (%)	15.8	16.2	-2.5%	29.0	-45.6%
EBITDA Margin (%)	7.4	6.7	11.1%	11.7	-36.1%
Net Margin (%)	3.9	4.4	-10.0%	10.6	-62.9%

Source: Company data, Globlex estimates

#### ความเสี่ยง

- การบังคับใช้มาตรการ AD ในสินค้าหลักอาจส่งผลกระทบ
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน
- การลงทุนภาครัฐล่าช้ากว่าแผน

**Disclaimer :** ความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัทและเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่กลุ่มลูกค้าเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นไปใช้ในทางที่ผิด บริษัทไม่รับประกันว่าข้อมูลหรือความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้จะถูกต้องหรือเหมาะสมสำหรับวัตถุประสงค์การใช้งานของบริษัท (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทและประเมินในหลายหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์อื่น (MAI) มีเหตุผลสาระและประเมินข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงจึงไม่ได้เป็นการรับรองผลการปฏิบัติงานและไม่ได้เป็นการให้คำแนะนำในการลงทุน ผู้ใช้ข้อมูลจากรายงานควรพิจารณาในกรณีความเสี่ยงและตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้อินชัวร์หรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความเสี่ยงที่ปรากฏในส่วนที่เกี่ยวข้องกับทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจะระบุขึ้นที่จัดทำโดยฉบับที่เกี่ยวข้อง เป็นเพียงการนำเสนอผลการประเมินโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทที่จะเป็นและเป็นได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวหรือเมื่อมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้อินชัวร์ ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด ที่มา : [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

### ผลประกอบการได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

- ผลประกอบการ 3Q22 หดตัวจากผลกระทบต้นทุนวัตถุดิบเหล็ก
- ราคาเหล็กปรับตัวลดลง จะทำให้ต้นทุนผลิตดีขึ้น
- คงคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ราคาเหมาะสมปี 23 เท่ากับ 8.00 บาท

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- ผลประกอบการ 3Q22 หดตัวจากผลกระทบต้นทุนวัตถุดิบเหล็ก

3Q22 มีรายได้จากการดำเนินงานเท่ากับ 350.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +4.7%QoQ และ +71.0%YoY ตามความต้องการใช้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ตามทิศทางเงินลงทุนจากภาครัฐและเอกชนที่กลับมา ในด้านของอัตรากำไรขั้นต้นทำได้ 15.8% ลดลงจาก 16.2% ใน 2Q22 และ 29.0% ใน 3Q21 จากผลกระทบของราคาวัตถุดิบเหล็กมีราคาสูงขึ้น ขณะที่การปรับราคาขายบางรายการทำได้ต่ำกว่า ด้าน %SG&A อยู่ที่ 10.3% เพิ่มขึ้นจาก 9.9% ในไตรมาสก่อน โดยยังคงอยู่ในระดับค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ระดับ 10-12% แต่ลดลงจาก 21.0% ใน 3Q21 เนื่องจากปีก่อนมีการตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญของบ.ย่อย (เมฆา-เอส) ส่งผลให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 3Q22 เท่ากับ 13.9 ล้านบาท เติบโต แต่ชะลอตัว -5.7%QoQ และ -36.5%YoY โดยกำไรสุทธิ 9M22 คิดเป็น 54.7% ของประมาณการทั้งปี

- ราคาเหล็กปรับตัวลดลง จะทำให้ต้นทุนผลิตดีขึ้น

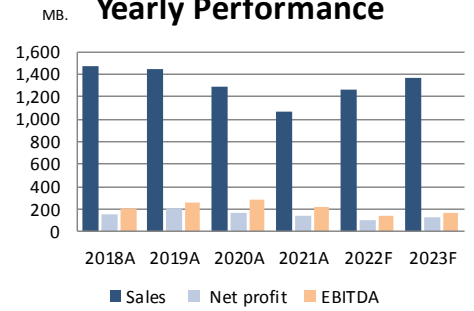
เราคาดว่าผลประกอบการได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและจะทยอยฟื้นตัวเนื่องจากปัจจุบันราคาเหล็กปรับตัวลดลง จะทำให้ต้นทุนผลิตดีขึ้น ประกอบกับภาพรวมของเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยบริษัทคาดว่าภาพรวมปี 23 อุตสาหกรรมในกลุ่มก่อสร้างจะฟื้นตัวขึ้นมากกว่า 10%YoY โดยเฉพาะในงานกลุ่มโครงการสาธารณูปโภค ซึ่งเป็นสินค้าหลักของบริษัท ประกอบกับการขยายธุรกิจโรงเรียนเกษตรแบบครบวงจร เพื่อมาช่วยชดเชยรายได้กลุ่มงานรับเหมาที่หายไป (ดำเนินการผ่านบ.ย่อย เมฆา-เอส) เราจึงคงประมาณการรายได้ปี 22-23 เท่ากับ 1,206.8 ล้านบาท และ 1,303.3 ล้านบาท เติบโต +19.0%YoY และ +8.0%YoY พร้อมคงกำไรสุทธิที่ 107.7 ล้านบาท -21.7%YoY และ 127.3 ล้านบาท +18.2%YoY ตามลำดับ

- คงคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ราคาเหมาะสมปี 23 เท่ากับ 8.00 บาท

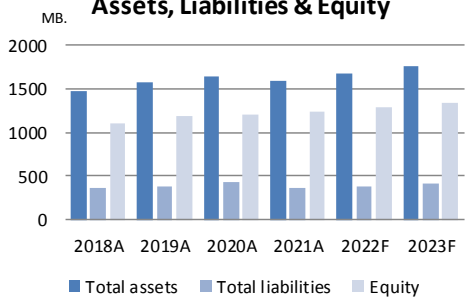
เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในปี 23 จะปรับตัวดีขึ้น จากราคาต้นทุนวัตถุดิบที่เริ่มอ่อนตัวลง เราประเมินราคาเหมาะสมอิง PER ที่ 16 เท่า (ค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี) ภายใต้สมมติฐานประมาณการปี 23 ได้ราคาเหมาะสมเท่ากับ 8.00 บาท ยังมี Upside จากราคาปัจจุบัน เราจึงแนะนำ “ซื้อ” พร้อมคาดหวังอัตราปันผลราว 4-5% ต่อปี

Financial Highlight						
Balance Sheet (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Cash	64	49	29	51	43	30
Receivables	395	388	319	309	302	326
Inventory	445	524	670	653	667	712
Other current assets	52	39	32	15	30	30
Current assets	956	1001	1050	1028	1042	1097
Non-current assets	518	566	596	568	635	665
Total assets	1474	1566	1646	1596	1677	1763
Current liabilities	341	314	310	261	314	335
Long-term liabilities	23	65	128	96	75	81
Total liabilities	365	379	438	357	389	416
Paid-up, prem share & others	541	539	532	549	540	529
Retained earnings	569	649	676	690	748	817
Equity	1110	1188	1208	1239	1288	1347
P&L (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Sales	1,470	1,451	1,294	1,065	1,267	1,369
Cost of sales	-1,147	-1,079	-926	-738	-1,001	-1,067
Gross profits	323	372	368	327	266	301
Other Revenues	27	16	15	25	14	15
Selling & admin exp.	-180	-166	-146	-174	-139	-151
EBIT	169	222	236	178	141	166
Interest exp.	-6	-8	-8	-7	-18	-19
EBT	163	215	229	171	123	146
Taxes	-19	-27	-54	-41	-25	-29
Net profit	154	205	169	137	108	127
EBITDA	204	260	279	225	141	166
Fully Diluted EPS (Bt)	0.61	0.81	0.66	0.54	0.42	0.50
Cashflow projection (Btm)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EBIT(1-t)	188	250	290	219	165	195
Dep. & Amortization	35	38	43	47	0	0
Change in net working capital	(85)	73	52	27	(39)	34
Capital expenditure	(42)	(118)	(77)	3	(20)	(64)
Firm free cashflow	96	242	309	297	106	164
Key Ratios	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Gross profit margin	22.0%	25.6%	28.4%	30.7%	21.0%	22.0%
Net profit margin	10.5%	14.2%	13.1%	12.9%	8.5%	9.3%
Current ratio (x)	2.8	3.2	3.4	3.9	3.3	3.3
Times interest earned (x)	29.5	31.9	36.8	33.2	9.2	10.1
Debt to Equity (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA	10%	13%	10%	9%	6%	7%
ROE	14%	17%	14%	11%	8%	9%
Trends (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Sales growth	2%	-1%	-11%	-18%	19%	8%
Expense growth	11%	-8%	-12%	19%	-20%	8%
EBIT growth	-28%	31%	6%	-25%	-21%	18%
Net Profit growth	-20%	34%	-18%	-19%	-22%	18%
EBITDA Margin	-22%	27%	7%	-19%	-38%	18%
EPS growth	-20%	33%	-18%	-19%	-22%	18%

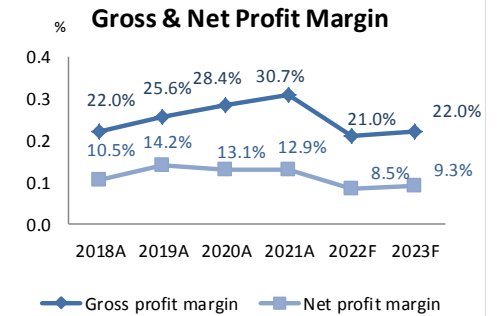
### Yearly Performance



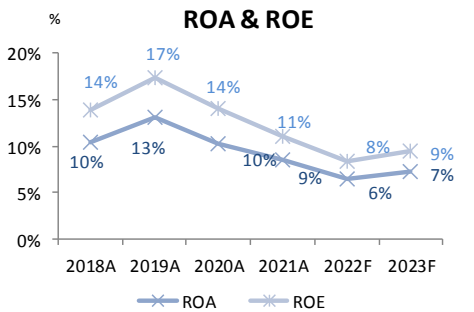
### Assets, Liabilities & Equity



### Gross & Net Profit Margin



### ROA & ROE



Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated