



INITIAL COVERAGE mai / Property & Construction ARROW SYNDICATE PLC. (ARROW)

9 สิงหาคม 2562

ราคาเปิด 8.25 บาท

“ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.50 บาท

คาดการณ์ 2Q19 เติบโต +45.3% YoY

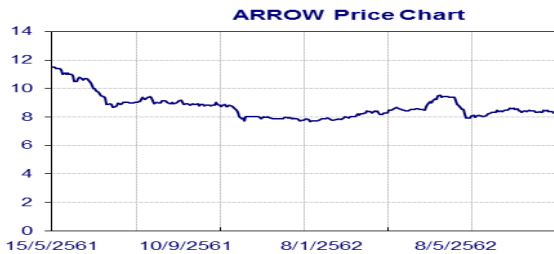
- คาดผลประกอบการ 2Q19 ไม่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยฤดูกาล
- 2H19 ถึงปี 20 ยังเติบโตได้ตามทิศทางการลงทุนในประเทศ
- เริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 10.50 บาท

EARNING FORECAST					
Year to Dec	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Net Profit (Btm)	263	191	154	177	188
EPS (Bt)	1.04	0.75	0.61	0.70	0.74
EPS Growth (%)	6.45	-27.62	-19.64	15.45	5.68
P/E (x)	7.92	10.94	13.62	11.79	11.16
DPS (Bt)	0.16	0.35	0.28	0.32	0.36
Yield (%)	7.27	6.67	6.06	6.18	6.30
BV (Bt)	4.04	4.23	4.37	4.97	5.50
P/BV (x)	2.04	1.95	1.89	1.66	1.50

Source: Financial Statement and Globlex securities

PERTINENT INFORMATION	
SET Index	1,665.12
Market Cap.	Bt 2,093.43m
Total Shares	253.75m common share Par Bt 1.00
Major Shareholders as of May 9, 2019	
1.บริษัท แอลเค ซินดิเคท จำกัด	26.61%
2.นาย เลิศชัย วงศ์ชัยสิทธิ์	26.37%
3.นาง ประครอง นามนันทสิทธิ์	7.09%
%Free float	28.57%

Source: SET Smart



Analyst Coverage

Watcharain Jongyanyong
02 672-5936
watcharain@globlex.co.th

Anti-Corruption score : ประกาศเจตจำนง

Corporate Governance Rating :

(MB)	2Q19F	1Q19A	%QoQ	2Q18A	%YoY
Core Revenue (+)	360.8	362.6	-0.5%	309.5	16.6%
COGS (-)	277.8	289.6	-4.1%	246.5	12.7%
Gross Profit (+)	83.0	72.9	13.8%	63.0	31.7%
SG&A (-)	42.7	37.4	14.1%	39.6	7.9%
EBITDA (+)	36.8	50.4	-27.0%	38.5	-4.5%
Interest Expense (-)	2.1	1.9	7.5%	2.0	2.1%
Norm. Profit (+)	39.2	42.5	-7.9%	27.0	45.3%
Net Profit (+)	39.2	42.5	-7.9%	27.0	45.3%
EPS (Bt/Share)	0.15	0.17	-7.9%	0.11	45.3%
Gross Margin (%)	23.0	20.1	14.3%	20.4	13.0%
EBITDA Margin (%)	10.2	13.9	-26.6%	12.5	-18.1%
Net Margin (%)	10.9	11.7	-7.5%	8.7	24.6%

Source: Company data, Globlex estimates

ความเสี่ยง

- การบังคับใช้มาตรการ AD ในสินค้าหลักของสังกะสี
- ราคาวัตถุดิบเหล็กคืบหนวน
- การลงทุนภาครัฐล่าช้ากว่าแผน

Disclaimer : ความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัทและเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทางใดๆ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในกลุ่มของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทที่ออกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้ การเปิดเผยผลสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีผลต่อสาระและข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับค่าประมาณมูลค่าได้ ดังนั้น ผลสำรวจที่เผยแพร่จึงไม่ได้เป็นการรับรองผลการปฏิบัติงานและไม่ได้เป็นการให้คำแนะนำในการลงทุน ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันกรณีส่วนที่ถือครองกิจการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจะเปิดเผยถัดมาโดยฉบับที่เกี่ยวข้อง เป็นเพียงการนำเสนอผลการประเมินโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนและมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าวหรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โกลเบล็ก จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด ที่มา : www.cgthailand.org

ประเด็นสำคัญในการลงทุน :

- **คาดผลประกอบการ 2Q19 ไม่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยฤดูกาล**
ช่วงไตรมาส 2 ของทุกปีมักจะเป็นช่วง Low Season แต่งวด 2Q19 คาดจะไม่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางฤดูกาลเช่นเดียวกับทุกปีที่ผ่านมา และคาดจะมีรายได้ไตรมาส 2 ที่แข็งแกร่งที่สุดตั้งแต่เข้าตลาดมา เนื่องจากมีคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายย่อยกลับมาเป็นจำนวนมากจากการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัว ตามการเมืองที่เสถียรภาพมากขึ้นหลังจากมีรัฐบาลใหม่ ประกอบกับยอดขายอุปกรณ์ Post-tension ที่ใช้ในงานก่อสร้าง ขายตัวได้ดี โดยเรคาดรายได้ 1Q19 ราว 360.8 ล้านบาท ทรงตัว -0.5% แต่เพิ่มขึ้น +16.6%YoY ในส่วนของ Gross Margin คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นจาก 20.1% ใน 1Q19 และ 20.4% ใน 2Q18 สู่ระดับ 23.0% เนื่องจากราคาวัตถุดิบเหล็กจากจีนปรับตัวลดลงจาก 25-27 บาท/กก. ใน 1Q19 เหลือ 21-24 บาท/กก. ประกอบกับได้รับอานิสงส์เงินบาทที่แข็งค่า ด้าน %SG&A /Sales มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 10.3% ใน 1Q19 เป็น 11.8% เนื่องจากมีการตั้ง สรรอง Employee Benefits เพิ่มขึ้นราว 2.6 ล้านบาท และมีรายการตั้งหนี้สูญจากการที่คดีเลอร์ประสบปัญหาอีกจำนวน 3 ล้านบาท ส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิ 2Q19 ราว 39.2 ล้านบาท (-7.9%QoQ, +45.3%YoY)

➤ 2H19 ถึงปี 20 ยังเติบโตได้ตามทิศทางการลงทุนในประเทศ

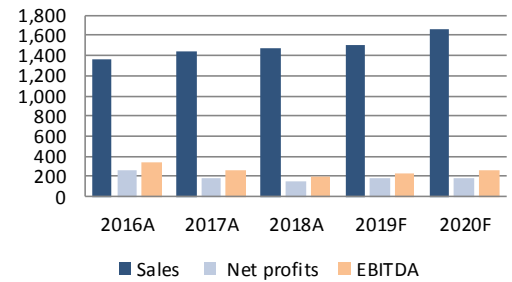
คาดผลประกอบการช่วง 2H19 จนถึงปี 20 ยังขยายตัวได้ตามการลงทุนในประเทศ โดยหลังจากมีรัฐบาลชุดใหม่ทำให้มีความชัดเจนในเรื่องโครงการลงทุน Mega Projects ของภาครัฐมากขึ้น ทั้งการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) โครงการรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ เป็นต้น ส่วนการลงทุนภาคเอกชนคาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น ตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่ทยอยออกมา เรคาดรายได้ปี 19-20 ไร่ราว 1,503.5 ล้านบาท และ 1664.8 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +2.3%YoY และ 10.7%YoY ตามลำดับ ขณะที่Gross Margin ปี 19-20 คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นชัดเจนอยู่ที่ราว 24% ได้จาก 22% ในปี 18 เนื่องจากราคาวัตถุดิบเหล็กเริ่มกลับมามีเสถียรภาพอีกครั้ง โดยเรคาดกำไรสุทธิ ราว 177.4 ล้านบาท และ 187.6 ล้านบาท เติบโต +15.5% และ +5.7%YoY

➤ เริ่มต้นแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเหมาะสมปี 19 ที่ 10.50 บาท

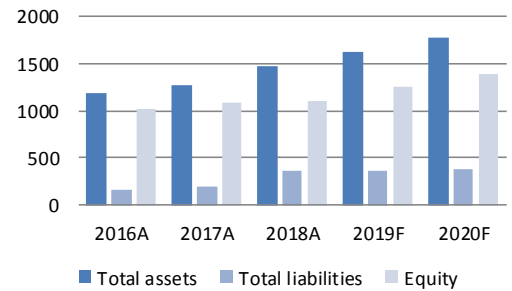
การที่ราคาวัตถุดิบเหล็กที่เป็นตัวกดดันผลประกอบการอย่างต่อเนื่องได้ปรับตัวลดลงและเริ่มเข้าสู่จุดสมดุล ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นเริ่มกลับมาเข้าสู่ระดับปกติอีกครั้ง จึงเป็นโอกาสดีในการกลับเข้าลงทุนใน ARROW อีกครั้ง เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” โดยประเมินราคาเหมาะสมอิงค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 5 ปีที่ระดับ 15 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 19 เท่ากับ 10.50 บาท ยังมี Upside จากราคาปัจจุบัน ราว 27.3%

Financial Highlight					
Balance Sheet (Btm)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Cash	145	51	64	154	193
Receivables	355	362	395	394	429
Inventory	329	426	445	474	523
Other current assets	13	33	52	30	30
Current assets	842	873	956	1052	1175
Non-current assets	353	406	518	573	594
Total assets	1195	1279	1474	1624	1769
Current liabilities	148	173	341	345	352
Long-term liabilities	21	23	23	26	30
Total liabilities	169	196	365	371	381
Paid-up, prem share & others	522	540	541	591	633
Retained earnings	504	542	569	662	755
Equity	1026	1082	1110	1254	1388
P&L (Btm)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Sales	1,356	1,436	1,470	1,504	1,665
Cost of sales	-907	-1,057	-1,147	-1,138	-1,255
Gross profits	449	379	323	365	410
Other Revenues	10	18	27	12	13
Selling & admin exp.	-145	-163	-180	-185	-201
EBIT	313	234	169	192	221
Interest exp.	-1	-5	-6	-1	-1
EBT	312	229	163	191	220
Taxes	-46	-36	-19	-23	-31
Net profits	263	191	154	177	188
EBITDA	340	264	204	226	258
Fully Diluted EPS (Bt)	1.04	0.75	0.61	0.70	0.74
Cashflow projection (Btm)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EBIT(1-t)	359	270	188	215	252
Dep. & Amortization	27	30	35	34	36
Change in net working capital	86	6	(85)	92	116
Capital expenditure	(100)	(166)	(42)	5	(74)
Firm free cashflow	372	139	96	347	331
Key Ratios	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Gross profit margin	33.1%	26.4%	22.0%	24.3%	24.6%
Net profit margin	19.4%	13.3%	10.5%	11.8%	11.3%
Current ratio (x)	5.7	5.0	2.8	3.1	3.3
Times interest earned (x)	261.6	57.6	29.5	214.9	185.2
Debt to Equity (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	22%	15%	10%	11%	11%
ROE	26%	18%	14%	14%	14%
Trends (%)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Sales growth	12%	6%	2%	2%	11%
Expense growth	9%	12%	11%	2%	9%
EBIT growth	8%	-25%	-28%	14%	15%
Net Profit growth	7%	-27%	-20%	15%	6%
EBITDA Margin	8%	-23%	-22%	11%	14%
EPS growth	6%	-28%	-20%	15%	6%

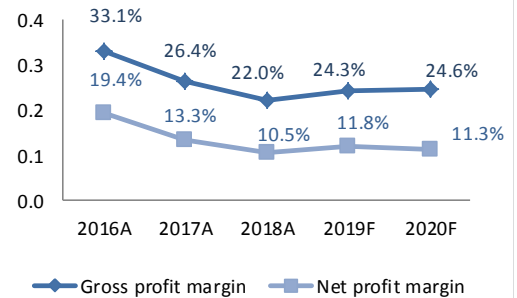
Yearly Performance



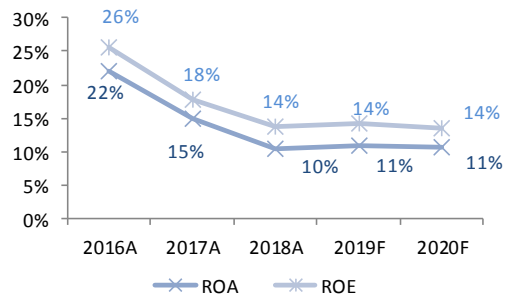
Assets, Liabilities & Equity



Gross & Net Profit Margin



ROA & ROE



Source: Financial Statement and Globlex Securities estimated