

15 พฤษภาคม 2560

อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง-MAI

**ARROW**

**บมจ. แอร์โรว์ ซินดิเคท**

<b>Current</b>	Previous	Close	2017 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2016
<b>BUY</b>	BUY	16.50	21.40	+ 29.7%	N/A	3

Consolidated earnings				
BT (mn)	2015	2016	2017E	2018E
Normalized profit	246	263	301	319
Net profit	246	263	301	319
EPS (Bt)-Norm	0.98	1.04	1.19	1.26
EPS (Bt)	0.98	1.04	1.19	1.26
% EPS growth	31.86	6.45	14.25	6.08
Dividend (Bt)	0.36	0.60	0.71	0.76
BV/share (Bt)	3.63	4.07	4.48	4.99
EV/EBITDA (x)	13.1	12.0	10.8	10.0
PER (x) - Norm	16.9	15.8	13.9	13.1
PER (x)	16.9	15.8	13.9	13.1
PBV(x)	4.5	4.1	3.7	3.3
Dividend yield (%)	2.2	3.6	4.3	4.6
YE No. of shares (mn)	251	252	253	253
No. of shares- full dilution	251	252	253	253
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

**กำไร 1Q17 ออกมาหน้าผิดหวัง แต่คาดว่าจะเป็จุดต่ำสุดของปี**

**กำไรสุทธิ 1Q17 ทำได้เพียง 47 ล้านบาท ลดลง 29%Q-Q และ 33%Y-Y**

แรงกดดันไม่ได้มาจากอุปสงค์ เพราะรายได้รวมโต 2%Q-Q และ 16%Y-Y อยู่ที่ 361 ล้านบาท โดยลูกค้ายังมีการเร่งสั่งซื้อเพื่อล๊อคต้นทุนอย่างต่อเนื่อง แต่เป็นผลจากการเปลี่ยนระบบบัญชีในการคำนวณต้นทุนจาก FIFO เป็นวิธีถัวเฉลี่ย ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ราคาเหล็กเพิ่มขึ้นราว 10%Q-Q ขณะที่ ราคาขายถูกกำหนดตามต้นทุนเดิม ประกอบกับ เม-ชา เอส ที่เป็นบริษัทลูกมีการรับรู้แต่ต้นทุนเข้ามาในงบ เพราะงานส่วนใหญ่ส่งมอบใน 2H17 จึงทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเหลือเพียง 25.9% จาก 32.7% ใน 4Q16 และ 36.2% ใน 1Q16 ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังคงควบคุมได้ดี โดยคิดเป็น 11.5% ของรายได้รวมเท่ากับ 4Q16

**แนวโน้ม 2Q17 คาดว่ากำไรจะฟื้นตัวทั้ง Q-Q และ Y-Y**

กำไรสุทธิ 1Q17 คิดเป็นเพียง 16% ของประมาณการทั้งปีที่ 301 ล้านบาท (+14%Y-Y) ทำให้ประมาณการของเรายังมี Downside แต่เบื้องต้นเราเลือกที่จะคงประมาณการเดิมไว้ก่อน โดยคาดว่า 1Q17 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี และจะค่อยๆเห็นการฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q17 เนื่องจาก (1) ต้นทุนเหล็กเริ่มนิ่งขึ้น (2) ARROW มีการปรับราคาขายขึ้นเพื่อรักษาอัตรากำไรขั้นต้น (3) บริษัทลูกเป็นภาระน้อยลง เพราะค่าใช้จ่ายในการเตรียมงานต่างๆ ราว 20-25 ล้านบาท ถูกบันทึกไปเกือบหมดแล้วใน 1Q17 โดย เม-ชา เอส มีงานในมือรอรับรู้ในปีนี้อยู่ 260 ล้านบาท มากกว่าปีก่อนเกือบเท่าตัว ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q17 จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับ 60 ล้านบาท (+29%Q-Q ,+6%Y-Y)

**ราคาหุ้นปรับตัวลงรับจบไปแล้ว หลังจากนี้จะ Bottom out จึงแนะนำ "ซื้อ"**

ด้วยความที่ต้นทุนที่เร่งตัวขึ้นเป็นปรากฏการณ์ชั่วคราว และการจำหน่ายท่อร้อยสายไฟให้โครงการขนาดใหญ่ เช่น ห้างสรรพสินค้าและรถไฟฟ้าจะกระจุกตัวใน 2Q-3Q17 อีกทั้ง เป็นไปได้ที่จะเริ่มขายท่อร้อยสายไฟใต้ดินให้กับ กฟน. ตั้งแต่ 2Q17 หลังจากผ่านการตรวจสอบคุณสมบัติแล้ว เราจึงยังแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายปี 2017 เท่ากับ 21.40 บาท (อิง PE Multiplier 18 เท่า) โดยราคาปัจจุบันซื้อขายบน PE2017 เพียง 13 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่ 20 เท่า และคาดผลตอบแทนจากเงินปันผลจะสูงราว 4%

ความเสี่ยง – ความผันผวนของราคาเหล็กและค่าเงินบาท การชะลอตัวของงานก่อสร้าง และมาตรการตอบโต้การทุ่มตลาดเหล็กจากจีนที่อาจทำให้ต้นทุนสูงขึ้น

1Q17 Earnings Results						Comment
(Bt mn)	1Q17	4Q16	%Q-Q	1Q16	%Y-Y	
Revenues	361	354	1.8	310	16.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>รายได้รวมเพิ่มขึ้น 2%Q-Q และ 16%Y-Y จากการเร่งซื้อของลูกค้าเพื่อล๊อคต้นทุนในช่วงที่ราคาเหล็กปรับตัวสูงขึ้น</li> <li>อัตรากำไรขั้นต้นลดลงแรงทั้ง Q-Q และ Y-Y จากการปรับวิธีบัญชีในการบันทึกต้นทุนและสินค้าคงเหลือ รวมถึงการลงทุนเพื่อเตรียมส่งมอบงานของบริษัทลูก</li> <li>ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารควบคุมได้ดีขึ้น โดยทรงตัวทั้ง Q-Q และ Y-Y แม้รายได้จะปรับตัวเพิ่มขึ้น</li> </ul>
Cost of services	267	239	12.0	198	34.9	
Gross profit	93	116	-19.2	112	-16.7	
SG&A	41	41	1.0	33	24.3	
Interest expense	-1	-1	20.7	0	116.6	
Normalized earnings	47	66	-28.7	70	-32.8	
Net profit	47	66	-28.7	70	-32.8	
EPS	0.19	0.26	-28.7	0.28	-32.8	
Gross margin (%)	25.9	32.7	-6.7	36.2	-10.3	
SG&A of Sales (%)	11.5	11.5	-0.1	10.7	0.7	
Net profit margin (%)	13.0	18.5	-5.5	22.4	-9.5	

Source: Company data

Analyst : Natapon Khamthakrue  
 Register No.: 026637  
 Tel.: +662 646 9820  
 email: natapon.k@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

**สำนักงานใหญ่**

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์**

(สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัลมาลิงค์**

25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์**

496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เซ็นทรัลพีนีสแกล์ 1**

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปีนีสแกล์ ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางกระบือ**

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางนา**

1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลินธร์ 1**

130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เคียนหงวน (ลินธร์ 2)**

140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลินธร์ 3**

130-132 อาคารลินธร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลาดพร้าว**

555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ประชาชื่น**

105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รังสิต**

1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี

**สาขา ไทยซัมมิท**

1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รัตนาธิเบศร์**

68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี

**สาขา ศรีราชา**

135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี

**สาขา ขอนแก่น 1**

311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา ขอนแก่น 3**

311/1 ถ.กลางเมือง (หิรัญมิ่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา อุดรธานี**

104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรบุรี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

**สาขา เชียงใหม่ 1**

308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

**สาขา เชียงใหม่ 2**

310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่

**สาขา เชียงใหม่ 3**

อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหิยะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่

**สาขา เชียงราย**

353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย

**สาขา แม่สาย**

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย

**สาขา นครราชสีมา**

1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

**สาขา สมุทรสาคร**

1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร

**สาขา นครปฐม**

28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม

**สาขา ภูเก็ต**

22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต

**สาขา หาดใหญ่ 1**

200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 2**

106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 3**

200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา กระบี่**

223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่

**สาขา ตรัง**

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

**สาขา สุราษฎร์ธานี**

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วิภาวดี-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี

**สาขา บิดตานี**

300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระนิแล อ.เมือง จ.บิดตานี

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัท อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2559 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 28 ตุลาคม 2559) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
  - ได้รับการรับรอง CAC