

SINO LOGISTICS CORPORATION
THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

SINO TB

ผู้ให้บริการขนส่งระหว่างประเทศครบวงจร

TARGET PRICE
IPO PRICETHB2.30
THB1.40

- SINO ให้บริการขนส่งระหว่างที่ครบวงจรด้วยประสบการณ์กว่า 23 ปี เน้นเส้นทางโซนอเมริกาเหนือซึ่งยากกว่าเส้นทางอื่นและมีการแข่งขันน้อยกว่า
- คาดการณ์กำไรจุดต่ำสุดใน 1H23 ก่อนฟื้นตัวใน 2H23 ฟื้นเร็วกว่ากลุ่ม
- ประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิง PE 17 เท่า ได้ราคาเหมาะสมปี 2023 ที่ 2.30 บาท

บริการจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศครบวงจร

SINO ให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (Freight Forwarder) ทั้งทางทะเล ทางอากาศ และการขนส่งต่อเนื่องหลายรูปแบบ เพื่อตอบสนองความต้องการของตลาดที่มีความต้องการบริการขนส่งสินค้าตั้งแต่ต้นทางถึงปลายทางทั่วโลก รวมถึงการให้บริการให้เช่าคลังสินค้า การให้บริการขนส่งทางบก การให้บริการด้านพิธีการศุลกากร เพื่อสนับสนุนการให้บริการโลจิสติกส์อย่างครบวงจรและมีประสิทธิภาพ

ชำนาญเส้นทางโซนอเมริกาเหนือซึ่งเป็นเส้นทางที่ยากกว่าเส้นทางอื่น

ด้วยประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจโลจิสติกส์กว่า 23 ปี ประกอบกับการเริ่มต้นด้วยเส้นทางขนส่งทางทะเลไปยังโซนอเมริกาเหนือ ทำให้บริษัทมีความชำนาญในเส้นทางนี้ โซนอเมริกาเหนือมีความยากกว่าเส้นทางอื่น ผู้ให้บริการต้องวางหลักประกัน FMC Bond กับ Federal Maritime Commission (FMC) และมี OTI License นอกจากนี้ บริษัทยังมีเครือข่ายและพันธมิตรระดับโลกที่ครอบคลุมกว่า 165 ประเทศทั่วโลก ช่วยประสานงานในการบริการขนส่งได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คาดการณ์กำไรจุดต่ำสุดใน 1H23 และฟื้นตัวเร็วกว่ากลุ่ม

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) รายได้และกำไรสุทธิโตก้าวกระโดด 169.0% CAGR และ 429.2% CAGR ตามค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ที่พุ่งสูงในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 เราคาดว่ากำไรปี 2023 หดตัว 79.4% y-y ตามทิศทางของอุตสาหกรรม โดยเชื่อว่าบริษัทจะผ่านจุดต่ำสุดใน 1H23 และฟื้นตัว 47.7% y-y ในปี 2024 ฟื้นเร็วกว่ากลุ่มจากจุดแข็งที่ให้บริการเส้นทางอเมริกาเหนือซึ่งเป็นเส้นทางหลักของบริษัท มีการแข่งขันด้านราคาน้อยกว่าเส้นทางเอเชีย เห็นได้จากค่าระวางเรือที่เริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 2.30 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SINO ที่ 2.30 บาท อิง PE 17.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม Freight forwarder ในตลาดหลักทรัพย์ (WICE, SONIC, LEO) ตั้งแต่ปี 2018-2023E ครอบคลุมช่วงเวลาตั้งแต่ก่อนและหลังโควิด-19 กำไรของผู้ประกอบการทั่วโลก คาดหดตัวเฉลี่ย 47.8% y-y ในปี 2023 บางบริษัทยังหดตัวต่อในปี 2024 แต่ SINO ฟื้นตัวได้เร็วกว่าจากความแตกต่างของตลาดและการกระจายแหล่งรายได้

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	5,907	2,098	2,804	3,039
Net profit	691	142	210	218
EPS (THB)	0.86	0.14	0.20	0.21
EBITDA	903	231	316	326
Core net profit	691	142	210	218
Core EPS (THB)	0.86	0.14	0.20	0.21
EPS growth (%)	(39.5)	(84.2)	47.7	3.8
Net debt/Equity (%)	(89.6)	(67.2)	(58.8)	(60.6)
ROE (%)	134.3	16.3	18.2	17.0

SINO's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	800 ล้านหุ้น
Share offering	292 ล้านหุ้น (240 ล้านหุ้นใหม่และ 52 ล้านหุ้นเดิม) คิดเป็น 28.1% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ขยายพื้นที่บริการรับฝากตู้สินค้าคอนเทนเนอร์ 2) ลงทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจทั้งในประเทศและกลุ่มประเทศ ASEAN และลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ
Financial advisor	บริษัท เจย์ แคปิตอล แอดไวเซอร์ จำกัด
Lead Underwriter	Finansia Syrus Securities PCL.

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACT AS A LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SINO LOGISTICS CORPORATION PUBLIC COMPANY LIMITED

FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO., LTD. (FSSIA), AN AFFILIATED COMPANY OF FINANSIA, WILL BE ENGAGED TO ACT, IS ACTING, OR HAS BEEN ENGAGED TO ACT, AS PREPARER OF THIS RESEARCH REPORT OF THE COMPANY

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF SINO BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY JAY CAPITAL ADVISORY



Jitra Amornthum

Analyst register no. 014530

jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

สารบัญ

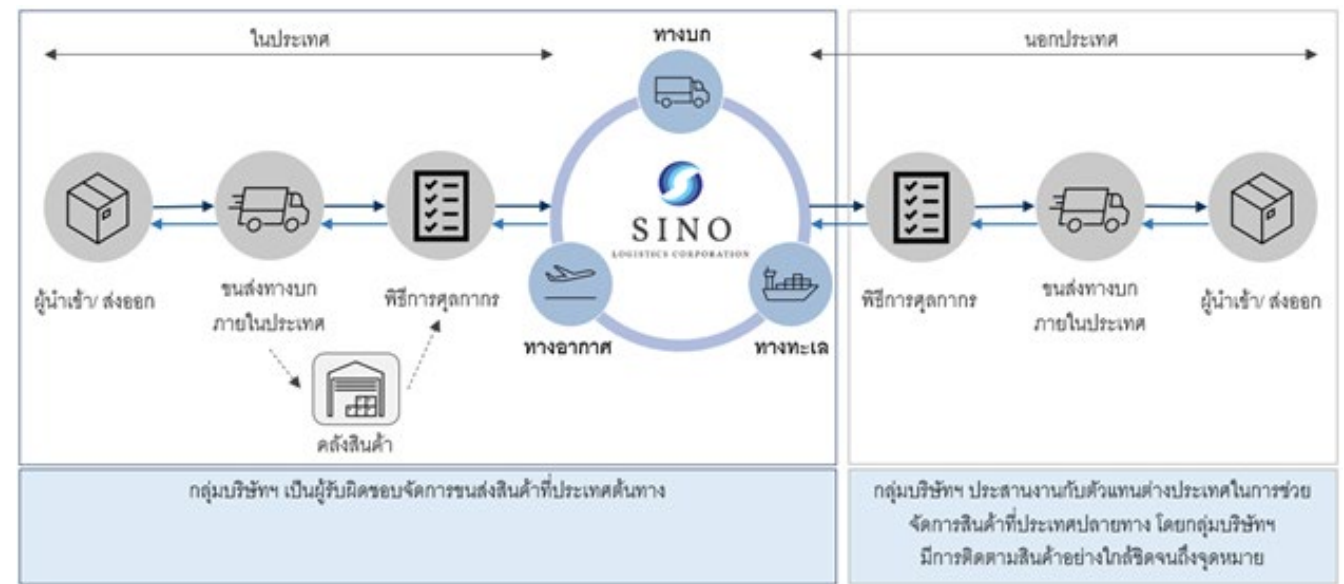
ลักษณะการประกอบธุรกิจ	3
ผู้ให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศครบวงจร	3
ผลการดำเนินงานในอดีต	7
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ	10
ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 2.30 บาท	15
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	16
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	17
Appendix.....	18

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ไชน่ โลจิสติกส์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) หรือ SINO ก่อตั้งขึ้นในปี 2010 โดยคุณนันทวัฒน์ วิทย์ศักดิ์พันธ์ และคุณกวีล กฤษเจริญ เนื่องจากเล็งเห็นศักยภาพในการขยายตัวของอุตสาหกรรมโลจิสติกส์ ประกอบกับการได้ร่วมทุนกับผู้ถือหุ้นชาวฮ่องกงที่ประกอบธุรกิจขนส่งระหว่างประเทศและสนใจในการขยายธุรกิจมายังประเทศไทยเพื่อสร้างเครือข่ายการขนส่งจากทวีปเอเชียไปยังสหรัฐอเมริกา โดยสัดส่วนการถือหุ้นในช่วงแรกแบ่งเป็น กลุ่มผู้ถือหุ้นชาวไทยซึ่งถือหุ้นรวมกัน 60.0% และกลุ่มผู้ถือหุ้นชาวฮ่องกง 3 ราย ถือหุ้นรวมกันในสัดส่วน 40.0%

ปัจจุบัน กลุ่ม SINO ประกอบธุรกิจรับจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (Freight forwarder) แบบครบวงจร (Integrated Logistics Services) ทั้งทางทะเล (Sea freight) ในรูปแบบของการขนส่งแบบเต็มตู้ (Full Container Load “FCL”) และแบบไม่เต็มตู้ (Less Than Container Load “LCL”) การขนส่งทางอากาศ (Air freight) และการขนส่งต่อเนื่องหลายรูปแบบ (Multimodal transport operation) ตอบสนองความต้องการของลูกค้าตั้งแต่ต้นทางถึงปลายทางทั่วโลก (End-to-end global logistics) รวมถึงการให้บริการให้เชาดคลังสินค้า การให้บริการขนส่งทางบก การให้บริการด้านพิธีการศุลกากร และบริการสนับสนุนอื่นๆ เพื่อให้บริการด้านโลจิสติกส์อย่างครบวงจร

Exhibit 1: แผนภาพการให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศแบบครบวงจร



Source: SINO

ผู้ให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศครบวงจร

การให้บริการของกลุ่ม SINO ครอบคลุมบริการดังนี้

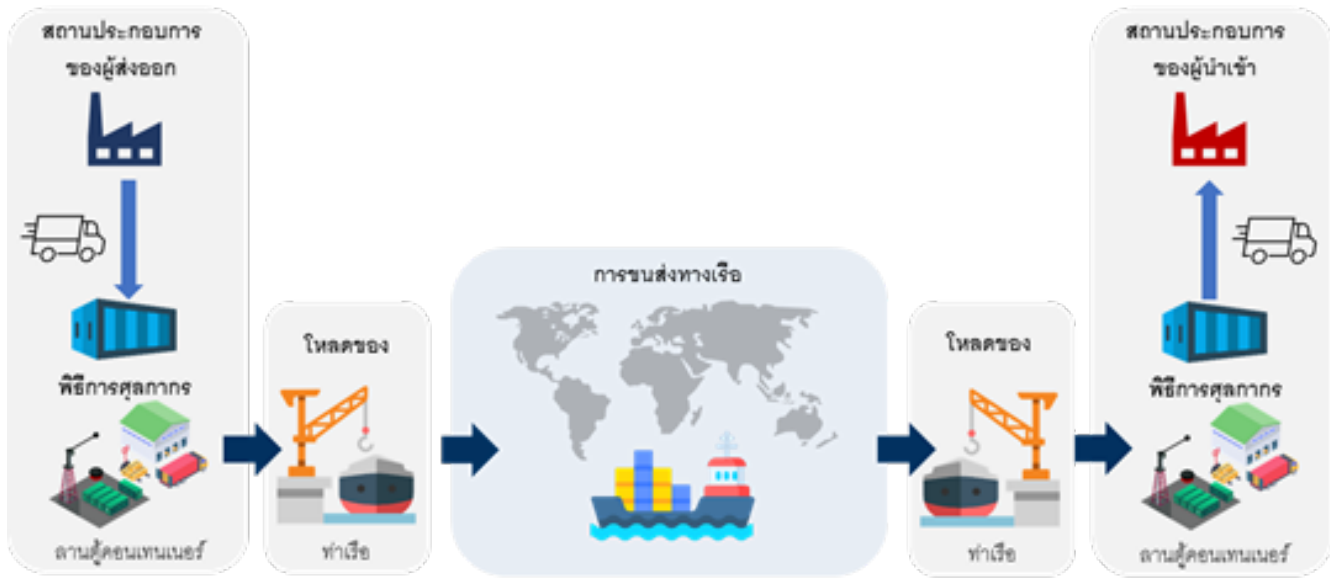
1. การให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศทางทะเล (Sea freight) บริษัททำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างลูกค้ากับสายเดินเรือ ครอบคลุมตั้งแต่การจัดหาตู้คอนเทนเนอร์และจัดหาระวางเรือจากสายเดินเรือ ช่วยจัดเส้นทางเดินเรือและเวลาให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า และความเหมาะสมของสินค้า รวมถึงติดตามสถานะของสินค้า และแจ้งให้ลูกค้าทราบตลอดระยะทางที่ให้บริการ

ปัจจุบัน บริษัทสามารถให้บริการในเส้นทางมากกว่า 100 ประเทศ รวมถึงท่าเรือหลักในเขตการค้าสำคัญทั่วโลก โดยกลุ่ม SINO มีความชำนาญในเส้นทางการค้าไทย-โซนอเมริกาเหนือ ซึ่งเป็นตลาดหลักของบริษัท และเส้นทางการค้าไทย-เอเชีย และไทย-ยุโรป ซึ่งเป็นตลาดรองลงมา

รูปแบบการขนส่งสินค้าทางทะเลสามารถแบ่งออกเป็น 1) การขนส่งแบบเต็มตู้คอนเทนเนอร์ (Full Container Load “FCL”) เป็นการขนส่งสินค้าที่สินค้าในตู้จะเป็นสินค้าของลูกค้าเพียงรายเดียว เหมาะกับลูกค้าที่มีปริมาณสินค้าจำนวนมากพอที่จะบรรจุเต็มตู้ และจะไม่มีการเปิดตู้จนกว่าจะถึงจุดหมายปลายทาง และ 2) การขนส่งแบบไม่เต็มตู้คอนเทนเนอร์ (Less than Container Load “LCL”) เป็นการขนส่งสินค้าที่สินค้าในตู้เป็นสินค้าของลูกค้าหลายราย เนื่องจากลูกค้าแต่ละรายมีปริมาณสินค้าน้อยกว่า จึงเกิดการแบ่งใช้พื้นที่ของสินค้าที่บรรจุในตู้คอนเทนเนอร์

นอกจากการให้บริการขนส่งทางทะเล บริษัทยังให้บริการด้านพิธีการศุลกากรทั้งในประเทศต้นทางและปลายทางเพื่ออำนวยความสะดวกแก่ลูกค้า

Exhibit 2: การจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศทางทะเลขาออก (Sea freight)



Source: SINO

2. การให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศทางอากาศ (Air freight) บริษัททำหน้าที่เป็นตัวกลางระหว่างลูกค้ากับสายการบิน โดยบริษัทจะจัดหาระวางและเที่ยวบินให้ตรงกับความต้องการของลูกค้า ติดตามสถานะของสินค้า และแจ้งให้ลูกค้าทราบตลอดระยะทางที่ให้บริการ เช่นเดียวกับบริการขนส่งทางทะเล รวมถึงให้บริการด้านพิธีการศุลกากร และประสานงานกับตัวแทนต่างประเทศเพื่อจัดการสินค้าของลูกค้าให้ถึงที่หมาย

เส้นทางการให้บริการบริษัทส่วนใหญ่จะเน้นที่เส้นทางการขนส่งขาออกไปยังโซนอเมริกาเหนือเช่นเดียวกับการขนส่งสินค้าทางทะเล บริษัทมีแผนเพิ่มทีมขาย และเพิ่มความสามารถในการให้บริการแก่ลูกค้าโดยเข้าร่วมเป็นสมาชิกสมาคมตัวแทนขนส่งสินค้าทางอากาศไทย (Thai Airfreight Forwarders Association “TAFA”) สมาคมขนส่งสินค้าทางอากาศระหว่างประเทศ (The International Air Transport Association “IATA”) รวมถึงศึกษาเพื่อเข้าทำสัญญา (General Cargo Sales Agent - GSA) เป็นตัวแทนการขายระวางสินค้ากับสายการบินแต่เพียงผู้เดียว ผ่าน SNC ซึ่งเป็นบริษัทย่อย เพื่อให้จัดหาระวางกับสายการบินได้โดยตรง

Exhibit 3: การจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศทางอากาศ (Air freight)



Source: SINO

- บริการให้เช่าคลังสินค้า SINO เริ่มธุรกิจให้บริการรับฝากและบริหารสินค้าสำหรับสินค้าทั่วไปตั้งแต่ช่วงต้นปี 2022 เพื่อให้บริการขนส่งของบริษัทครบวงจร โดยบริษัทจะเป็นผู้ดูแลสินค้านำเข้าที่สินค้ารับฝากอยู่ในคลังสินค้าของบริษัท ตั้งแต่การรับส่งสินค้า การเคลื่อนย้ายสินค้า และการกระจายสินค้า คลังสินค้าของบริษัทมีขนาดพื้นที่ 9,880 ตารางเมตร ตั้งอยู่ในพื้นที่แหลมฉบัง ห่างจากท่าเรือแหลมฉบัง 5 กิโลเมตร มีระบบการจัดการคลังสินค้าที่มีประสิทธิภาพและมีระบบการรักษาความปลอดภัยตลอด 24 ชั่วโมง

ในปี 2023 SINO จะให้บริการคลังสินค้าแห่งใหม่ เป็นคลังสินค้าปลอดอากร (Free zone warehouse) ตั้งอยู่ที่อำเภอบางละมุง จังหวัดชลบุรี มีพื้นที่ 9,890 ตารางเมตร

Exhibit 4: ภาพคลังสินค้าทั่วไปของบริษัท และสถานที่ตั้ง



Source: SINO

4. บริการสนับสนุนงานบริการโลจิสติกส์ โดย SINO มีบริการขนส่งทางบก (Road freight) เป็นการให้บริการขนส่งภายในประเทศและข้ามแดนระหว่างประเทศ ดำเนินงานโดย Inter Connections Logistics (ICL) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ SINO ถือหุ้น 100.0% ICL ให้บริการขนส่งทางบก ด้วยรถบรรทุกหัวลากและหางพ่วง รถบรรทุก 4 ล้อ 6 ล้อ และ 10 ล้อ ครอบคลุมเส้นทางในประเทศ เช่นเส้นทางระยอง-ชลบุรี และเส้นทางลาดกระบัง และผ่านแดนไปยังประเทศใกล้เคียง ได้แก่ เมียนมาร์ กัมพูชา ลาว และมาเลเซีย เป็นต้น รถขนส่งของ ICL มีจำนวน 17 คันในปี 2021 และ 28 คันในปี 2022

นอกจากนี้ ICL ยังให้บริการด้านพิธีศุลกากร โดยเป็นตัวแทนของลูกค้าในการดำเนินการด้านพิธีการศุลกากรเพื่อการนำเข้าและส่งออก จัดเตรียมเอกสาร และให้คำแนะนำด้านสิทธิประโยชน์ทางภาษี เป็นต้น

Exhibit 5: รถขนส่งของ ICL

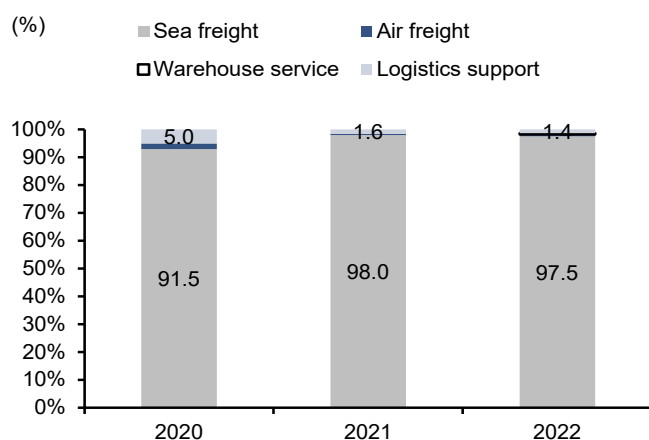


Source: SINO

โครงสร้างรายได้

การบริการขนส่งทางทะเลเป็นรายได้หลักของ SINO โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) รายได้จากบริการขนส่งทางทะเลมีสัดส่วน 91.5%, 98.0% และ 97.5% ของรายได้จากการให้บริการทั้งหมด ตามลำดับ ส่วนรายได้จากการขนส่งทางอากาศมีสัดส่วน 2.0%, 0.4% และ 0.7% ตามลำดับ สำหรับรายได้จากการให้เช่าคลังสินค้าซึ่งเพิ่งเริ่มเปิดให้บริการคลังสินค้า 1 แห่งใน 1Q22 จึงยังมีสัดส่วน 0.4% ในปี 2022 ส่วนรายได้จากงานบริการสนับสนุนอื่นได้แก่ บริการขนส่งในประเทศและข้ามแดน บริการพิธีศุลกากร เป็นต้น มีสัดส่วน 1.4-1.6% ของรายได้รวม

Exhibit 6: โครงสร้างรายได้ปี 2020-2022



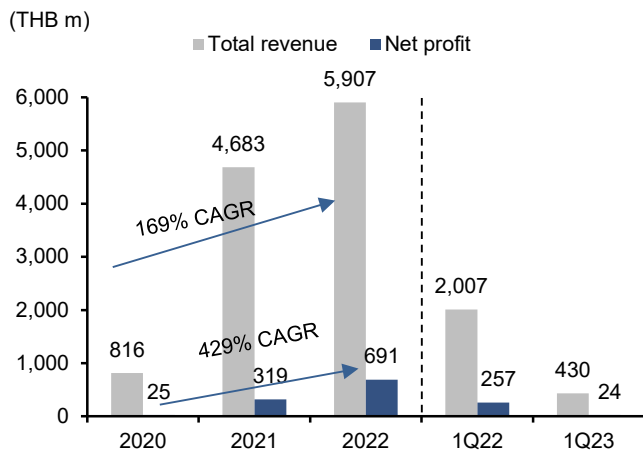
Source: SINO

ผลการดำเนินงานในอดีต

ผลประกอบการในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) SINO มีรายได้เติบโตเฉลี่ย 169.0% CAGR จาก 816.0 ล้านบาทในปี 2020 เป็น 5,906.5 ล้านบาทในปี 2022 จากการก้าวกระโดดของรายได้บริการจัดการขนส่งทางทะเลซึ่งเป็นรายได้หลัก ตามอัตราค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ที่พุ่งสูงในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด-19 เพราะอุปทานที่ขาดแคลน ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับสูงขึ้นจาก 13.6% ในปี 2019 เป็น 22.8% ในปี 2022 กำไรสุทธิขยายตัวก้าวกระโดดเฉลี่ย 429.2% CAGR จาก 24.7 ล้านบาทในปี 2020 เป็น 691.3 ล้านบาทในปี 2022

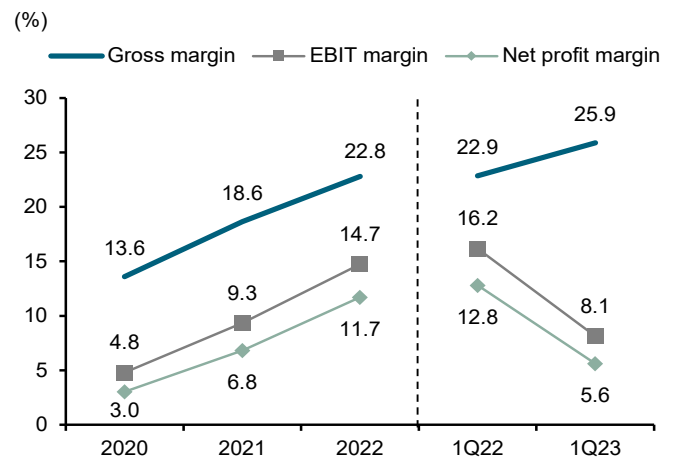
อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการ 1Q23 ทดุดต่ำลงตามอัตราค่าระวางเรือและปริมาณการส่งออก-นำเข้าซึ่งเป็นไปตามภาวะการค้าโลกที่ซบเซา และเป็นไปในทิศทางเดียวกับอุตสาหกรรม Sea freight forwarder ทั่วโลก รายได้รวมของ SINO ลดลง 78.6% y-y เหลือ 430.0 ล้านบาท จุดโดยรายได้บริการจัดการขนส่งทางทะเลที่หดตัว 80.4% y-y แม้ว่ารายได้บริการขนส่งทางอากาศจะปรับเพิ่มขึ้น 63.1% y-y แต่ไม่สามารถชดเชยได้ กำไรสุทธิลดลงถึง 90.6% y-y เหลือ 24.1 ล้านบาทใน 1Q23

Exhibit 7: รายได้และกำไรสุทธิปี 2020-1Q23



Source: SINO

Exhibit 8: อัตรากำไร 2020-1Q23



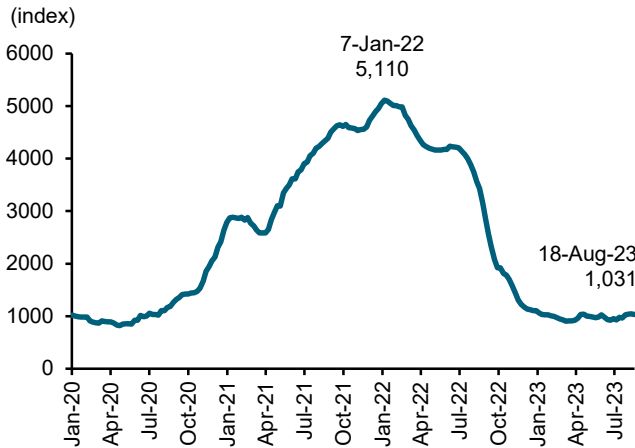
Source: SINO

รายได้จากการบริการขนส่งทางทะเลเป็นรายได้หลักของบริษัท มีสัดส่วนกว่า 95% ของรายได้รวม มีการเติบโตที่ก้าวกระโดดในปี 2021-2022 ตามอัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ที่พุ่งสูงขึ้นจากระดับ 800-900 จุดในช่วงปี 2017-2019 ก่อนการแพร่ระบาดของโควิด-19 ขึ้นไปสูงสุดกว่า 5,000 จุดในช่วงต้นปี 2022 จากการขาดแคลนเรือและตู้คอนเทนเนอร์ การแพร่ระบาดของโควิด-19 และการล็อกดาวน์ทำให้แรงงานบางส่วนขาดหายไป ท่าเรือสำคัญของโลกถูกปิด ทำให้มีการตักค้ำของสินค้าที่ทำเรือเป็นจำนวนมาก เกิดความแออัดของท่าเรือ ทั้งนี้ ดัชนีค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ (SCFI) ในปี 2021 เฉลี่ยพุ่งสูงขึ้นถึง 202.8% y-y ขณะเดียวกันปริมาณการขนส่งสินค้าในปี 2021 เติบโตขึ้นถึง 40.0% y-y จากอุปสงค์ที่อั้นมาจากปี 2020 ที่มีการล็อกดาวน์ทั่วโลก

บริษัทกำหนดราคาขายแบบ Cost plus แต่เนื่องจากอัตราค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Sea freight เพิ่มขึ้นจาก 12.9% ในปี 2020 เป็น 22.3% ในปี 2022

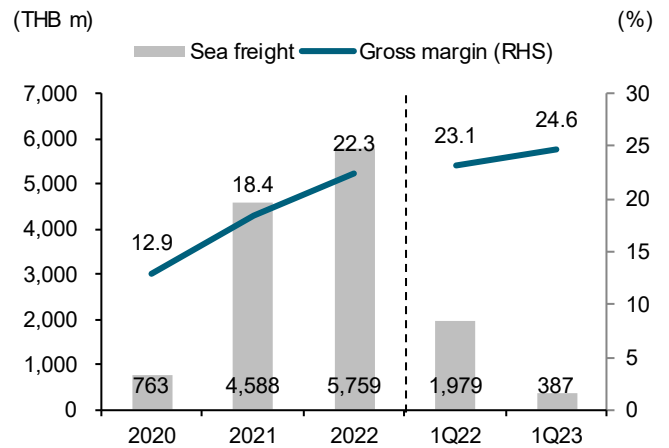
ใน 1Q23 ดัชนี SCFI เฉลี่ยปรับลง 80.0% y-y มูลค่าการส่งออกของไทยปรับลดลง 4.5% y-y ส่วนมูลค่าการส่งออกไปยังสหรัฐปรับลง 3.0% รายได้จากบริการ Sea freight ของ SINO ปรับลง 80.4% y-y เหลือเพียง 387.2 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวสูงขึ้นเป็น 24.6% จาก 23.1% ใน 1Q22 เนื่องจากเส้นทางอเมริกาเหนือซึ่งเป็นเส้นทางหลักของบริษัท มีการแข่งขันด้านราคาน้อยกว่าเส้นทางเอเชีย

Exhibit 9: ดัชนี Shanghai Containerized Freight Index



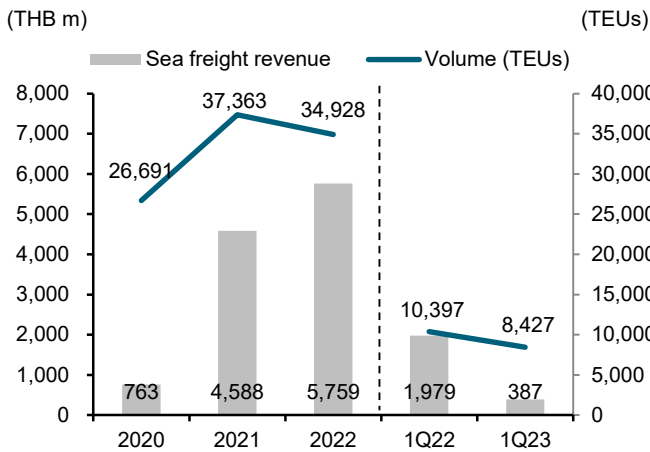
Source: Bloomberg

Exhibit 10: รายได้ Sea freight และอัตรากำไรขั้นต้น



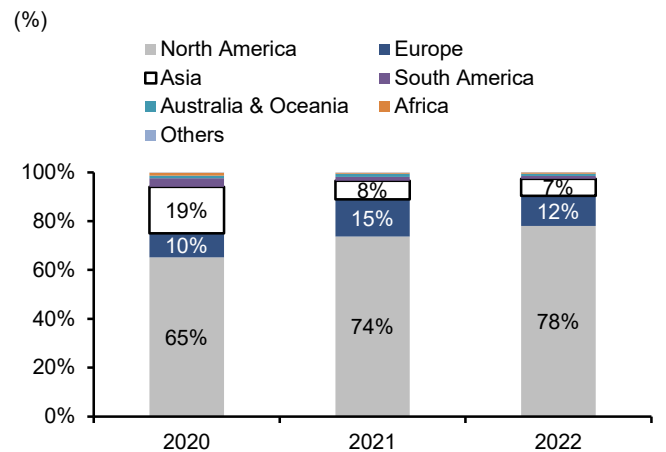
Source: SINO

Exhibit 11: รายได้และปริมาณการขนส่งทางทะเล



Source: SINO

Exhibit 12: รายได้ Sea freight แยกตามเส้นทาง



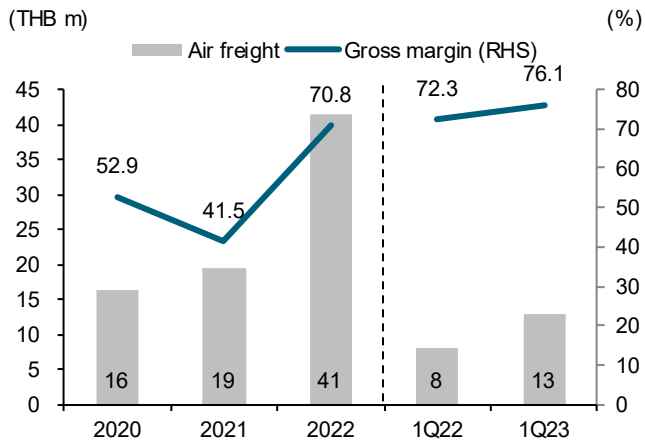
Source: SINO

เส้นทางให้บริการขนส่งทางอากาศของ SINO ส่วนใหญ่เน้นเส้นทางขนส่งขาออกไปยังอเมริกาเหนือและยุโรป เช่นเดียวกับเส้นทางทางทะเล ในช่วงปี 2020-2021 รายได้บริการจัดการขนส่งทางอากาศไม่ได้เติบโตมากนักจากผลกระทบของโควิด-19 ที่ทำให้สายการบินหลายแห่งทั่วโลกหยุดการให้บริการในช่วงที่มีการล็อกดาวน์ รายได้ดังกล่าวปรับตัวดีขึ้นในปี 2022 เช่นเดียวกับอัตรากำไรขั้นต้น

รายได้จากการให้เช่าคลังสินค้ามีจำนวน 21.3 ล้านบาทในปี 2022 คิดเป็นสัดส่วน 0.4% ของรายได้รวม แต่มีผลขาดทุนขั้นต้น 6.1 ล้านบาทเนื่องจากบริษัทเริ่มเปิดดำเนินการเป็นปีแรกในเดือน ก.พ. 2022 มีต้นทุนค่าเสื่อมที่เป็นต้นทุนคงที่จำนวนหนึ่ง สำหรับ 1Q23 บริษัทมีรายได้ 6.2 ล้านบาท เป็นสัดส่วน 1.6% ของรายได้รวม

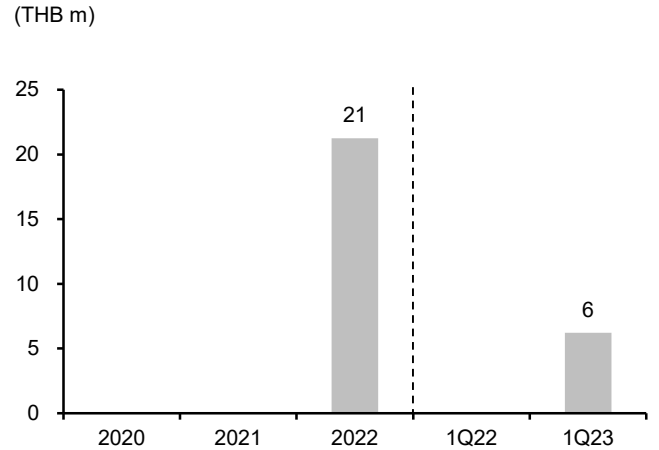
ธุรกิจสนับสนุนโลจิสติกส์ ซึ่งดำเนินการโดยบริษัทย่อยคือ ICL นั้น รายได้จากการขนส่งทางบกถูกกระทบจากมาตรการการควบคุมการแพร่ระบาดของโควิด-19 โดยภาครัฐและการล็อกดาวน์ในปี 2020 ขณะที่ในปี 2021 ต้นทุนการขนส่งถูกกระทบจากราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่ปรับขึ้น ส่วนรายได้จากการให้บริการด้านพิธีศุลกากรเป็นไปตามปริมาณการส่งออกและนำเข้าสินค้า

Exhibit 13: รายได้ Air freight และอัตรากำไรขั้นต้น



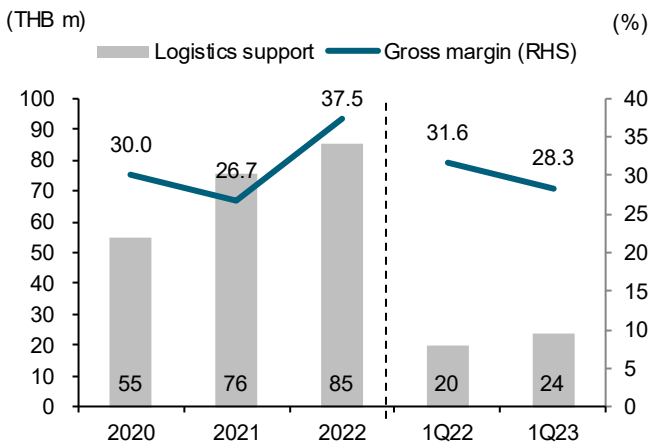
Source: SINO

Exhibit 14: รายได้จากบริการให้บริการเช่าคลังสินค้า



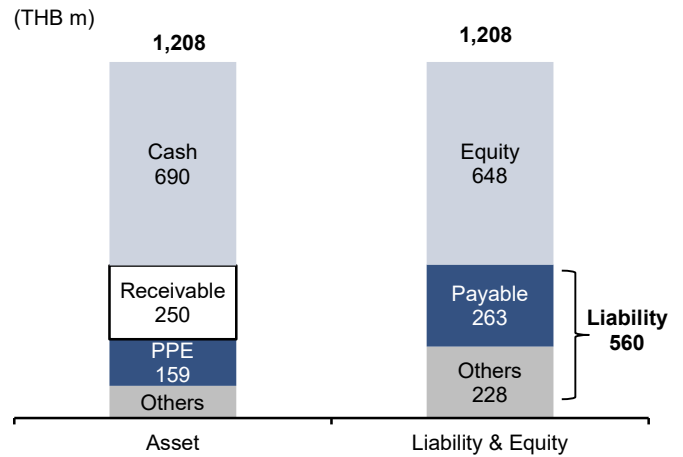
Source: SINO

Exhibit 15: รายได้จากธุรกิจสนับสนุนโลจิสติกส์



Source: SINO

Exhibit 16: สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น



Source: SINO

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

จากผลของอัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์ที่ก้าวกระโดดในช่วงปี 2021-2022 ส่งผลกำไรและฐานะการเงินของ SINO แข็งแกร่งมากขึ้น สิ้นปี 2022 บริษัทมีหนี้สินรวม 560.3 ล้านบาท ปลอดเงินกู้ หนี้ส่วนใหญ่เป็นเจ้าหนี้การค้า รองลงมาเป็นหนี้สินตามสัญญาเช่า ขณะที่สินทรัพย์รวมมีจำนวน 1,208.3 ล้านบาท ส่วนใหญ่เป็นเงินสด ลูกหนี้การค้า และสิทธิในการใช้ตามสัญญาเช่า

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current ratio) 2.1 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) 0.8 เท่า มีระยะเวลาเก็บหนี้เฉลี่ย (Receivable days) 15 วัน มีวงจรเงินสด (Cash cycle) 25 วัน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) 57.2% ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) 106.7%

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

การให้บริการโลจิสติกส์ครบวงจรด้วยประสบการณ์กว่า 23 ปี

การให้บริการของกลุ่ม SINO ครอบคลุมถึงการขนส่งทางทะเล การขนส่งทางอากาศ การขนส่งทางบก ตลอดจนบริการที่เกี่ยวข้อง เช่น การให้เช่าคลังสินค้า การเป็นตัวแทนออกของและดำเนินพิธีการศุลกากรให้แก่ลูกค้าผู้นำเข้าและส่งออก บริษัทได้รับใบอนุญาตและขึ้นทะเบียนผู้ประกอบการขนส่งต่อเนื่องหลายรูปแบบ (Multimodal Transport Operator – MTO) จากกรมเจ้าท่า ทำให้สามารถให้บริการขนส่งสินค้าได้อย่างต่อเนื่องหลายรูปแบบ และยังสามารถให้คำปรึกษาและช่วยเหลือลูกค้าตลอดระยะเวลาของการขนส่งตั้งแต่ต้นทางถึงปลายทางด้วยประสบการณ์ของคณะผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจโลจิสติกส์กว่า 23 ปี มีทีมงานอายุกว่า 30 คน พร้อมทั้งงานสนับสนุน เช่น ฝ่ายจัดหาต้นทุนระวางเรือ ฝ่ายอื่นๆ ที่มีความเข้าใจในกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งไปยังประเทศต่างๆ เป็นอย่างดี

เชี่ยวชาญในเส้นทาง การขนส่งทางทะเลไปยังโซนอเมริกาเหนือซึ่งยากกว่าเส้นทางอื่น

จากประสบการณ์ในการจัดการนำเข้าและส่งออกของผู้บริหารกว่า 23 ปี และพนักงานที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญด้านโลจิสติกส์ ประกอบกับการเริ่มต้นด้วยเส้นทาง การขนส่งทางทะเลไปยังโซนอเมริกาเหนือ ทำให้บริษัทมีความชำนาญในเส้นทาง การขนส่งนี้ และแตกต่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปัจจุบันที่ส่วนใหญ่เน้นเส้นทางเอเชีย โซนอเมริกาเหนือมีท่าเรือที่กระจายไปตามรัฐต่างๆ ซึ่งมีความห่างไกลกัน มีกฎระเบียบและข้อจำกัดที่แตกต่างกันในแต่ละรัฐ จึงมีความยากกว่าเส้นทางอื่น

ในการขนส่งไปยังสหรัฐฯ ผู้ให้บริการขนส่งสินค้าทางทะเลจำเป็นต้องวางหลักประกันกับ Federal Maritime Commission (FMC) ในรูปแบบ FMC Bond ทั้งนี้ SINO ได้รับ OTI License (Ocean Transport Intermediary) จาก FMC และวางหลักประกัน FMC Bond ทำให้สามารถทำสัญญาการบริการ (Service contract) กับสายเดินเรือในการขนส่งสินค้าไปยังประเทศในแถบอเมริกาเหนือได้ด้วยตัวเอง นอกจากนี้ การขนส่งสินค้าไปยังสหรัฐฯ จำเป็นต้องลงทะเบียน SCAC Code (Standard Carrier Alpha Code) สำหรับการส่งข้อมูลเข้าระบบ AMS/IF (Automated Manifest System and Importer Security Filing) ซึ่งเป็นมาตรการด้านความปลอดภัยในการขนส่งสินค้าของศุลกากรสหรัฐฯ ทุกครั้งที่มีการขนส่ง บริษัทมีความชำนาญในเส้นทางโซนอเมริกาเหนือและมีตัวแทนหลายแห่ง จึงดำเนินการขนส่งได้อย่างราบรื่นและมีประสิทธิภาพ

มีเครือข่ายและพันธมิตรที่กว้างขวาง

บริษัทเข้าร่วมเครือข่ายระดับโลก ได้แก่ PPL Network (PPL) WCA Inter Global (WCA) และ X2 Logistics Networks (X2) ที่ครอบคลุมกว่า 165 ประเทศทั่วโลก ทำให้บริษัทมีพันธมิตรทั่วโลกที่ช่วยประสานงานในการบริการขนส่งได้ และเครือข่ายแต่ละแห่งมีเกณฑ์ในการพิจารณาสมาชิกเช่น ความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการแนะนำลูกค้าผู้ส่งออก-นำเข้าให้แก่บริษัท นอกจากนี้ SINO ยังเป็นสมาชิกสมาคมอื่นๆ เช่น สมาคมผู้รับจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (Thai International Freight Forwarders Association of Thailand – TIFFA) และสมาคมชิปปิ้งแห่งประเทศไทย (The Customs Broker and Transportation Association – CTAT) ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือในการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ

มีศักยภาพในการจัดหาระวางเรือ

จากประสบการณ์ของทีมผู้บริหารและพนักงาน และความสัมพันธ์อันดีกับสายเดินเรือ รวมถึงเครือข่ายพันธมิตรที่แข็งแกร่งทั่วโลก ทำให้บริษัทสามารถจัดหาระวางเรือให้แก่ลูกค้าได้อย่างรวดเร็ว ภายใต้ต้นทุนที่คุ้มค่า ซึ่งช่วยให้บริษัทมีฐานลูกค้าที่กว้างขวางและมีลูกค้าใหม่อย่างต่อเนื่อง บริษัทได้นำระบบ ISO 9001 : 2015 มาใช้ในการปฏิบัติงานเพื่อควบคุมการดำเนินงานให้ได้มาตรฐานและมีประสิทธิภาพ มีความรวดเร็วในการขนส่ง สามารถจัดส่งสินค้าแม้ในช่วงเวลาเร่งด่วนตามที่ลูกค้าต้องการ

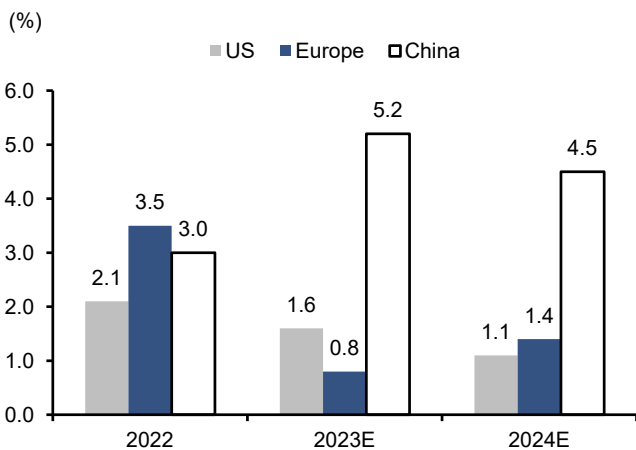
คาดการณ์กำไรและจุดต่ำสุดใน 1H23 ก่อนทยอยฟื้นตัวตั้งแต่ 2H23

อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์จากประเทศไทยไปยังประเทศต่างๆ ในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2023 ปรับลดลงทุกเส้นทางจากปริมาณการค้าโลกที่ชะลอลง ดัชนี SCFI ปรับลงไปต่ำกว่าระดับ 1,000 จุดใกล้เคียงกับปี 2019 ก่อน Covid-19 และเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. จนถึงปัจจุบัน (22 ส.ค. 2023) ดัชนี SCFI กลับมายืนเหนือระดับ 1,000 จุดได้อีกครั้งจากการบริหารจัดการของสายเรือในการปรับสมดุลของปริมาณเรือที่มีจำนวนมากโดยมีการทำ blank sailing (การแล่นเรือเปล่า หรือการหยุดเดินเรือในบางเส้นทาง เพื่อลดอุปทานของเรือ) ในบางช่วง

แม้ว่าเศรษฐกิจโลกและปริมาณการค้าโลกในปี 2023 จะเติบโตต่ำโดยเฉพาะสหรัฐฯและจีนซึ่งเป็นสองมหาอำนาจหลัก อันเกิดจากผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อสูง อัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้น ตลาดแรงงานที่ตึงตัวและวิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ในจีน แต่เราเชื่อว่าจุดที่แย่ที่สุดใกล้จะผ่านไปและทยอยปรับตัวดีขึ้นในปี 2024 ทั้งนี้ IMF คาดการณ์ว่า GDP โลกจะขยายตัว 2.8% ในปี 2023 ชะลอลงจาก 3.4% ในปี 2022 ก่อนจะฟื้นตัว 3.0% ในปี 2024 เศรษฐกิจสหรัฐฯถูกคาดการณ์ว่าจะเติบโตชะลอจาก 2.1% ในปี 2022 เป็น 1.6% ในปี 2023 และเป็น 1.1% ในปี 2024 จากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างรวดเร็วและยาวนานเพื่อชะลอความร้อนแรงของอัตราเงินเฟ้อและลดความตึงตัวของตลาดแรงงานในสหรัฐฯ

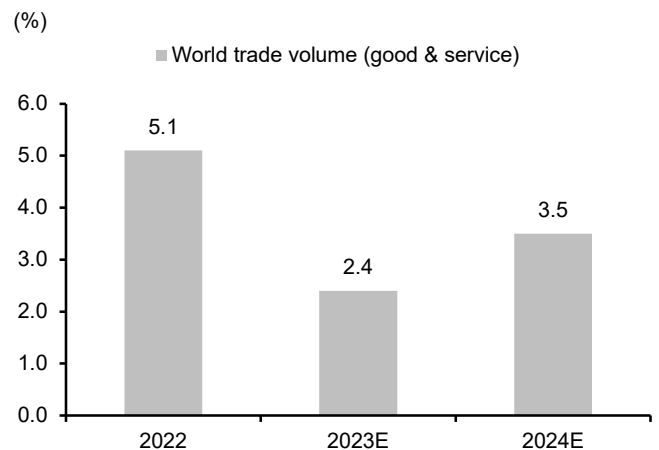
เศรษฐกิจจีนซึ่งมีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 2 ของโลกในช่วง 1H23 ขยายตัว 5.5% YTD โดยมีโมเมนตัมที่แผ่วลงใน 2Q23 แต่ทางการจีนยังคงตั้งเป้าการเติบโต 5.5% ในปี 2023 ใกล้เคียงกับคาดการณ์ของ IMF ที่ 5.2% ตัวเลขเศรษฐกิจของจีนในช่วงครึ่งปีแรกอยู่ในทิศทางชะลอลงอย่างเห็นได้ชัดแต่เริ่มมีทิศทางที่ดีขึ้นเล็กน้อยในเดือน ก.ค. เช่น ดัชนี PMI เดือน ก.ค. ที่ 49.3 แม้จะยังต่ำกว่าระดับ 50 แต่เป็นระดับที่ดีที่สุดในรอบ 4 เดือน

Exhibit 17: คาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจโลก



Source: IMF

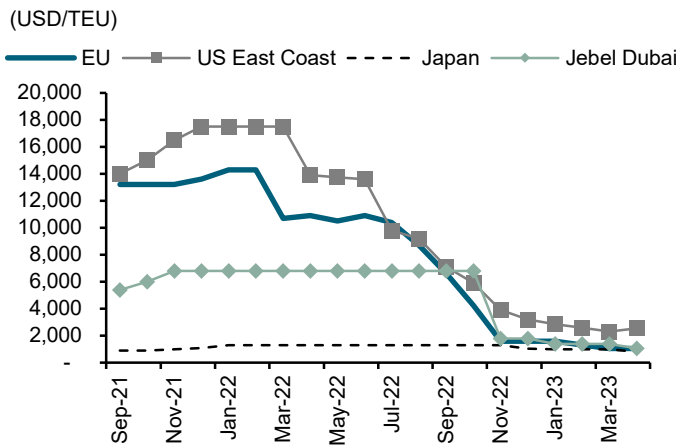
Exhibit 18: คาดการณ์การเติบโตของปริมาณการค้าโลก



Source: IMF

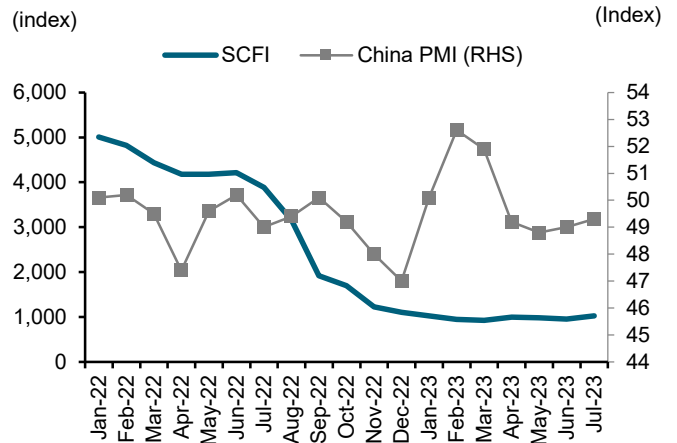
เศรษฐกิจโลกที่ตกต่ำที่สุดในปี 2023 และทยอยฟื้นตัวในปีหน้า ประกอบกับการบริหารจัดการของสายเรือ ทำให้เราเริ่มเห็นอัตราค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ขยับสูงขึ้นในบางเส้นทางโดยเฉพาะเส้นทางไทย-สหรัฐฯ ซึ่งเป็นเส้นทางหลักของ SINO

Exhibit 19: ค่าระวางเรือตู้ในเส้นทางไทย-อเมริกาเริ่มปรับขึ้น



Source: Thai National Shippers' Council

Exhibit 20: ดัชนี SCFI และ PMI ของจีน

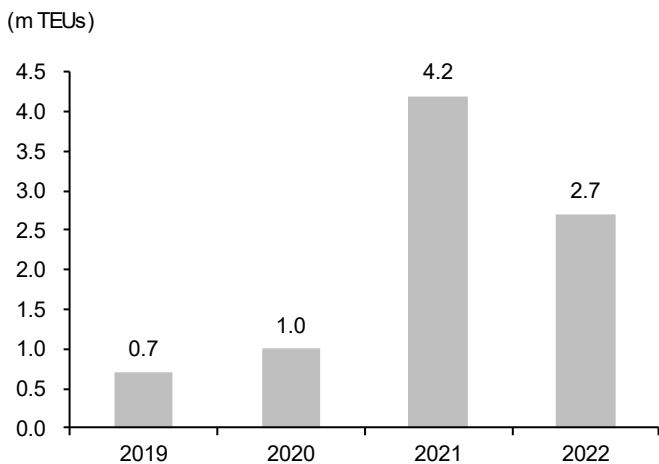


Source: Bloomberg

ในด้านอุปทานพบว่าในระหว่างปี 2021-2022 มีคำสั่งต่อเนื่องคอนเทนเนอร์ใหม่จำนวนมาก คิดเป็นระวางที่เพิ่มขึ้น 4.2 ล้าน TEUs (Twenty-foot equivalent unit) และ 2.7 ล้าน TEUs ตามลำดับ คิดเป็นกองเรือที่เพิ่มขึ้น 6.2% และ 11.5% ในปี 2023-2024 ตามลำดับ เทียบกับอุปสงค์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 1.9% ในปี 2023 และ 3.0% ในปี 2024 อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์น่าจะยังถูกกดดันจากกองเรือที่ทยอยเข้ามาต่อเนื่องในระยะ 2 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม มีการคาดการณ์ว่าด้วยอุปสงค์ที่อ่อนแอในปีนี้ น่าจะมีการเลื่อนการรับมอบเรือบางส่วนออกไป ส่งผลให้อุปทานกองเรือในปี 2023 เติบโต 1.9% y-y ไกล่เคียงการเติบโตของอุปสงค์

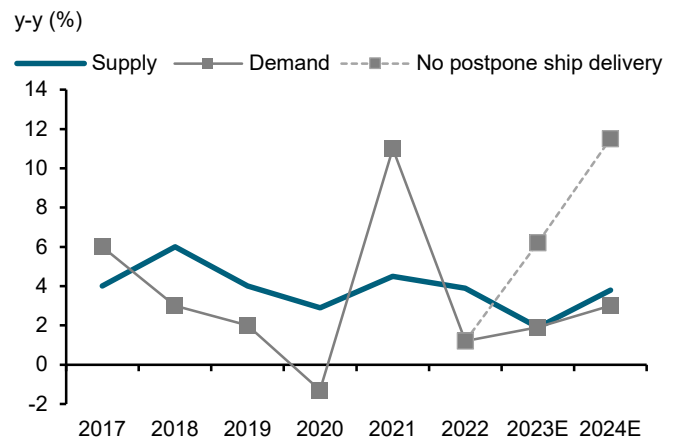
ท่ามกลางแรงผลักดันทั่วโลกเพื่อไปสู่สังคม Carbon Neutrality และ Net Zero Emission กฎระเบียบ EEXI (Energy Efficiency Existing Ship Index) และ CII (Carbon Intensity Indicator) มีผลบังคับใช้แล้วเมื่อเดือน ม.ค. 2023 โดย EEXI เป็นกรอบการประเมินประสิทธิภาพเชื้อเพลิงของเรือที่มีอยู่ และ CII เป็นการจัดกลุ่มเรือตามการปล่อยคาร์บอน มีการคาดการณ์ว่าในปี 2026 เรือที่ถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มต่ำกว่ามาตรฐานจะมีจำนวนถึง 62% ของกองเรือโลก ต้องเสนอแนวทางแก้ไขเพื่อลดก๊าซเรือนกระจกในภาคการขนส่งทางทะเล เจ้าของเรือมีทางเลือกคือการติดตั้งอุปกรณ์ดักจับก๊าซคาร์บอนซึ่งเป็นการลงทุนที่สูงหรือเดินเรือในความเร็วที่ลดลง เหล่านี้จะช่วยลดอุปทานกองเรือโลกในอนาคตอีกทางหนึ่ง

Exhibit 21: อุปทานระวางเรือใหม่



Source: Hapag-Lloyd

Exhibit 22: การเติบโตของอุปสงค์และกองเรือคอนเทนเนอร์



Source: Hapag-Lloyd

ราคาตราขายได้รวมของ SINO ในปี 2023 หดตัว 64.5% y-y เป็น 2,098.4 ล้านบาท จุดโดยการขนส่งทางทะเล (-67.6% y-y) เป็นหลัก เป็นไปในทิศทางเดียวกับอุตสาหกรรมเดินเรือ ทั้งนี้ บริษัทมีการปรับตัวโดยเพิ่มปริมาณการให้บริการให้ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น เช่น ISO tank container ซึ่งเป็นตู้บรรจุของเหลว และ Reefer container ซึ่งเป็นตู้ควบคุมอุณหภูมิ เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้า และชะลอการปรับลงของรายได้จากการขนส่งทางเรือ

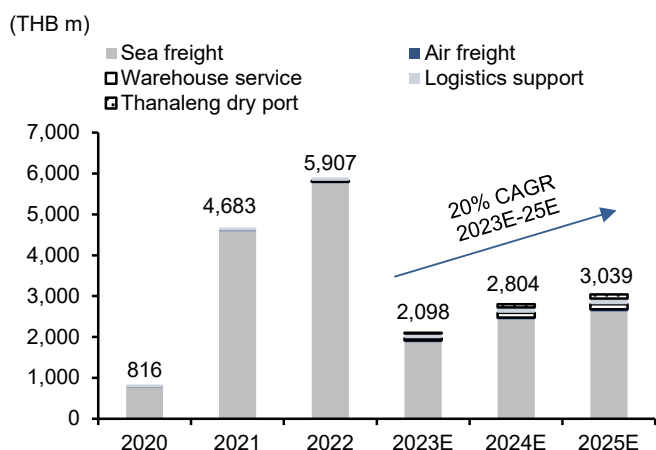
สัดส่วนของรายได้จากการขนส่งทางทะเล คาดว่าจะลดลงเป็น 88.9% ในปีนี้จากกว่า 95% ในอดีต จากการขยายตัวของรายได้จากธุรกิจอื่น ได้แก่ รายได้จากการขนส่งทางอากาศจากการเพิ่มเที่ยวบิน และจัดหาพื้นที่โดยตรงจากสายการบิน การให้เช่าคลังสินค้าซึ่งมีการเปิดคลังสินค้าใหม่แห่งที่ 2 ในเดือน มิ.ย. 2023 ที่แหลมฉบัง ขนาดพื้นที่ 9,890 ตารางเมตร และเป็นคลังสินค้าปลอดภาษีซึ่งเป็นที่ต้องการของลูกค้า และรับรู้รายได้จากคลังสินค้าแห่งแรกเต็มปี (เริ่มให้บริการในเดือน ก.พ. 2022) นอกจากนี้ การขยายกองรถในช่วงปีที่ผ่านมาเป็นทั้งหมด 28 คัน ณ สิ้นปี 2022 คาดว่าจะทำให้รายได้จากการขนส่งทางบกเพิ่มสูงขึ้น

อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023 คาดว่าจะขยับตัวดีขึ้นเป็น 25.2% จาก 22.8% ในปี 2022 แม้รายได้ลดลง และเป็นอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงที่สุดในรอบ 6 ปีจากส่วนผสมของรายได้ที่แตกต่างไป โดยสัดส่วนรายได้จากการขนส่งทางอากาศซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าบริการอื่นๆ โดยอยู่ที่ระดับ 70% มีสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้น ขณะที่ธุรกิจให้เช่าคลังสินค้า คาดว่าจะพลิกเป็นกำไรได้ในปี 2023 จากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นตามปริมาณลูกค้า สำหรับธุรกิจบริการขนส่งทางทะเล เราคาดว่าจะมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นเล็กน้อยจากการเพิ่มบริการต่างๆ แม้รายได้จะลดลงก็ตาม

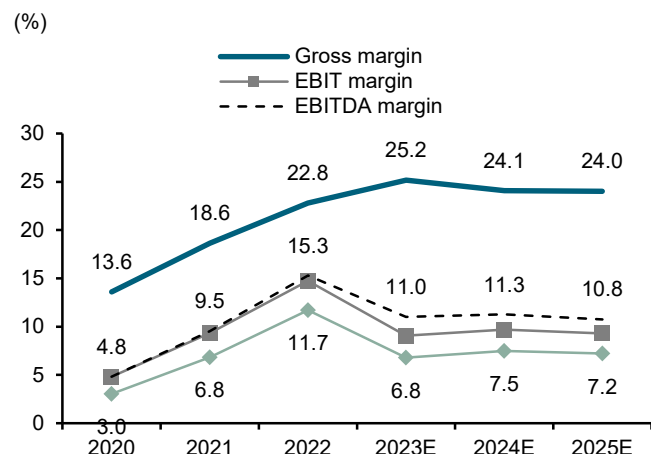
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ปรับตัวสูงขึ้น 14.4% y-y ในปี 2022 คาดว่าจะลดลง 30.8% y-y ในปี 2023 ตามการลดลงของค่าคอมมิชชั่นของรายได้พนักงาน จากสมมติฐานดังกล่าว จึงคาดว่าไรสุทธิ 142.2 ล้านบาทในปี 2023 แม้กำไรจะปรับลงถึง 79.4% y-y แต่ประสิทธิภาพในการทำกำไรสูงกว่าในช่วงก่อนโควิด-19 ที่มีอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ 3.0% ในปี 2020 เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ปี 2023 จะอยู่ที่ 6.8%

ปี 2024 สถานการณ์เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มทยอยฟื้นตัว ปริมาณการค้าโลกปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่ารายได้รวมของ SINO ฟื้นตัว 33.6% y-y เป็น 2,804.1 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยับลงเล็กน้อยเป็น 24.1% จาก Revenue mix โดยสัดส่วนรายได้จากคลังสินค้าซึ่งมีอัตรากำไรต่ำกว่าธุรกิจบริการขนส่งปรับตัวเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเชื่อว่ายังควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงคาดว่าไรสุทธิปี 2024 ที่ 210.0 ล้านบาท ขยายตัวเพิ่มขึ้น 47.7% y-y คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ที่สูงขึ้นเป็น 7.5%

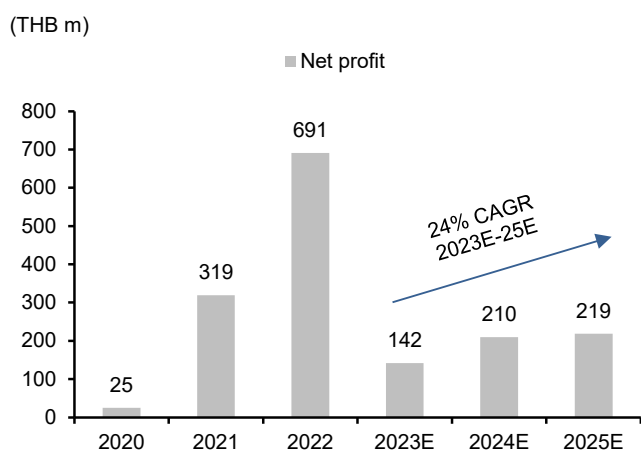
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ในปี 2023-2025 คาดว่ายังอยู่ในเกณฑ์สูงเมื่อเทียบกับในช่วงก่อนโควิด-19 เนื่องจากบริษัทไม่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรขนาดใหญ่ ส่วนอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ปรับลดลงจากช่วงปี 2020-2022 เนื่องจากฐานของทุนมีขนาดใหญ่ขึ้น เราคาดว่า ROE ที่ระดับ 13-17% ในปี 2023-2025 ซึ่งเป็นระดับที่แข็งแกร่ง

Exhibit 23: ประมาณการรายได้

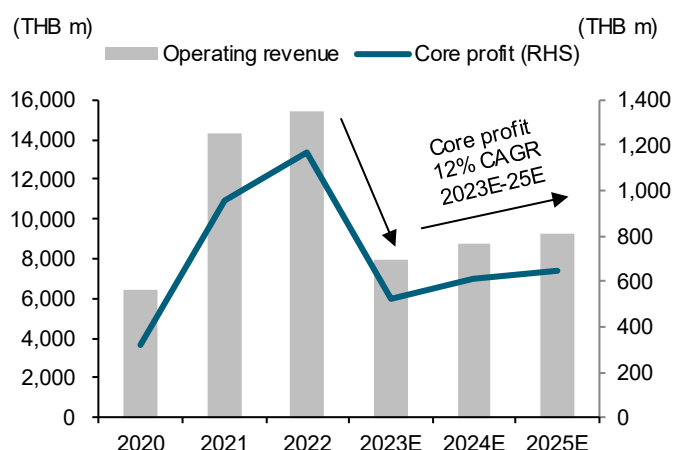
Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 24: ประมาณการอัตรากำไร

Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 25: ประมาณการกำไรสุทธิ

Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 26: รายได้และกำไรของกลุ่ม Freight forwarder

Sources: LEO, SONIC, WICE, FSSIA estimates

Exhibit 27: สมมติฐานประมาณการผลประกอบการ

	2023E	2024E	2025E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)
Total operating revenue	2,098	2,804	3,039
% growth	-64.5	33.6	8.4
Sea freight	1,866	2,425	2,622
Air freight	49	52	56
Warehouse service	53	117	126
Logistics support	119	131	139
Thanaleng dry port	12	80	96
Gross margin (%)	25.2	24.1	24.0
Sea freight	24.5	24.0	24.0
Air freight	76.0	76.0	76.0
Warehouse service	1.0	10.0	10.0
Logistics support	28.0	27.0	27.0
Thanaleng dry port	9.0	9.0	9.0
SG&A to sales (%)	16.5	14.8	15.2
Net profit margin (%)	6.8	7.5	7.2

Source: FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสมที่ 2.30 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SINO ที่ 2.30 บาท ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiple ที่ 17.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม Freight forwarder ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ WICE, SONIC, LEO ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 2018 ถึงปี 2023E ครอบคลุมช่วงเวลาตั้งแต่ก่อน ระหว่าง และหลังโควิด-19 ซึ่งผู้ประกอบการทั่วโลกต่างได้รับผลกระทบจากค่าระวางเรือที่ผันผวนเช่นเดียวกัน

ทั้งนี้ จะเห็นว่าผลประกอบการของ Freight forwarder ทั่วโลก รวมถึง SINO ต่างมีกำไรที่หดตัวรุนแรงในปี 2023 เฉลี่ย 47.8% y-y และกำไรของหลายบริษัทในต่างประเทศยังปรับลดลงต่อเนื่องในปี 2024 ตามค่าระวางเรือที่อยู่ในช่วงของการปรับสมดุลระหว่างอุปสงค์ที่ทยอยฟื้นตัวช้าๆ และอุปทานที่มีจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าสถานการณ์ค่าระวางเรือได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1H23 การฟื้นตัวยังต้องใช้เวลา แต่ผลประกอบการของ SINO มีโอกาสฟื้นเร็วกว่ากลุ่ม Freight forwarder ในไทย เนื่องจากเส้นทางการขนส่งไทย-สหรัฐซึ่งเป็นตลาดหลักของบริษัท มีการแข่งขันน้อยกว่าเส้นทางเอเชีย เห็นได้จากค่าระวางเรือที่เริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

Exhibit 28: Peers P/E 2018-2023E

(x)	18	19	20	21	22	23E	Average
WICE	24.3	22.4	15.8	23.4	12.1	18.3	19.4
SONIC	12.2	12.9	13.8	11.9	6.6	8.6	11.0
LEO	33.1	22.7	22.5	23.7	12.7	20.5	22.5
Average PE	23.2	19.3	17.4	19.7	10.5	15.8	17.6

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 29: Peers comparison as of 22-August-2023

BBG		Market	-- NPAT growth --		----- PE -----		----- PBV -----		----- ROE -----	
		Cap	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
		(USD m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Thailand										
SINO Logistics Corporation	SINO TB	--	-79.4	47.7	--	--	--	--	13.0	17.2
Wice Logistics	WICE TB	140	-50.8	26.8	18.3	14.5	2.6	2.2	17.3	18.1
LEO Global Logistics	LEO TB	55	-72.1	12.0	20.5	18.4	3.5	3.1	12.6	13.9
Sonic Interfreight PCL	SONIC TB	35	-50.1	6.4	8.6	8.1	0.9	0.8	12.8	16.6
Thailand average			-56.2	18.2	15.8	13.7	2.3	2.0	14.2	16.2
Global										
Hapag-Lloyd AG	HLAG GR	35,445	-79.2	-59.8	9.6	23.8	1.6	1.6	15.5	10.1
Maersk A/S	MAERS EU	34,758	-87.9	-83.1	10.2	60.6	0.6	0.6	6.1	1.8
Cosco Shipping	1919 HK	19,820	-74.8	-35.2	3.9	5.9	0.5	0.5	6.1	1.8
Mitsui OSK Lines Ltd	9104 JT	9,887	-76.4	-16.7	7.3	8.7	0.7	0.7	10.6	8.5
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JT	8,199	-83.8	-7.9	10.7	11.6	0.8	0.7	8.0	8.0
Evergreen Marine Corp Taiwan	2603 TT	7,062	-87.8	-56.0	9.5	21.5	0.5	0.5	4.6	2.3
China Merchants Energy Shipping	601872 CH	6,885	18.3	24.5	8.0	6.5	1.3	1.1	17.2	15.8
Wan Hai Lines	2615 TT	4,180	nm	35.4	nm	nm	0.7	0.7	-3.0	-3.8
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	2,178	22.1	18.9	8.4	7.1	1.7	1.4	19.7	19.5
Great Eastern Shipping Co. Ltd	GESCO IN	1,331	-34.6	-23.6	6.9	9.0	1.0	0.9	14.7	10.2
Xingtong Shipping	603209 CH	719	36.2	34.0	17.0	12.7	2.3	2.0	13.7	15.8
Global average			-44.8	-15.4	9.1	16.7	1.1	1.0	10.3	8.2
Overall average			-47.8	-8.9	10.7	16.0	1.3	1.2	11.1	9.9

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

SINO มีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 400 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 800 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 292 ล้านหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (โดยแบ่งเป็นหุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ 240 ล้านหุ้น และหุ้นสามัญเดิม 52 ล้านหุ้น) บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้ว 520 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,040 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 28.1% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เพื่อขยายพื้นที่บริการรับฝากตู้สินค้าคอนเทนเนอร์
- 2) ลงทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจทั้งในประเทศและกลุ่มประเทศ ASEAN และลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง
- 3) เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

Exhibit 30: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ SINO

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	31 มี.ค. 2022	ภายหลัง IPO
		สัดส่วน (%)	สัดส่วน (%)
1	กลุ่มนายหนั่มนัส วิทยศักดิ์พันธ์	32.5	25.0
2	กลุ่มนายวีระชัย สิลาวฒนพณิช	30.0	22.7
3	กลุ่มนายเถิงฟิง เหยิ่ง	19.7	10.2
4	กลุ่มนายกวิล กฤษเจริญ	11.8	9.1
5	นายสุริยะ ทังไพศาล	4.9	3.8
6	นายชยุต ไตรพิพิธสิริวัฒน์	1.5	1.1
	รวมก่อนการเสนอขายหุ้น	100.0	71.9
	เสนอขายต่อประชาชน	-	28.1
	รวมหลังการเสนอขายหุ้น	100.0	100.0

Sources: SINO; FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายปันผล

SINO มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 40.0% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังจากหักภาษีและเงินทุนสำรองตามกฎหมายและทุนสำรองอื่น (ถ้ามี) อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน สภาพคล่อง การขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน แผนการลงทุน และการขยายธุรกิจในอนาคต และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัท

สำหรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทย่อย จะอยู่ภายใต้การพิจารณาอนุมัติของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นของบริษัทย่อย โดยบริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้อัตราไม่น้อยกว่า 40.0% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทย่อย ภายหลังจากหักภาษีและเงินทุนสำรองตามกฎหมายและทุนสำรองอื่น (ถ้ามี)

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าระวางเรือ

ต้นทุนค่าระวางเรือเป็นต้นทุนที่สำคัญที่สุดของบริษัท จึงอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหากค่าระวางเรือมีความผันผวนมาก รวมถึงความสามารถในการจัดหาระวางเรือให้เพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า ดังเช่นที่เกิดขึ้นตั้งแต่ช่วงปี 2020 จนถึงปัจจุบันที่สถานการณ์การขาดแคลนเรือตู้คอนเทนเนอร์ปรับตัวดีขึ้นเป็นลำดับ แต่จำนวนตู้ที่ถูกส่งต่อใหม่ในช่วงปี 2021-2022 จำนวนมากกำลังไหลเข้าสู่ระบบ ส่งผลให้อุปทานเรือตู้คอนเทนเนอร์น่าจะยังมีมากกว่าปริมาณการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศในปี 2023

ความเสี่ยงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศหลักของโลก

ธุรกิจของกลุ่ม SINO แปรผันตามความต้องการในการขนส่งสินค้าโดยเฉพาะสินค้าขาออกไปยังต่างประเทศ ในปี 2022 มูลค่าการส่งออกสินค้าของไทยขยายตัว 5.5% y-y โดยการส่งออกไปยังสหรัฐเติบโต 13.4% y-y แต่ในปี 2023 กระทบคาดการณ์ว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าไทยไปต่างประเทศจะหดตัว -0.1% y-y สหรัฐเป็นหนึ่งในตลาดหลักของสินค้าส่งออกของไทย มีสัดส่วน 16.6% ของตลาดส่งออกทั้งหมดในปี 2022 มีอัตราการเติบโต 2.1% อย่างไรก็ตาม การเติบโตของตลาดสหรัฐใน 1Q23 เหลือเพียง 0.9% y-y เศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัว โดยเฉพาะสหรัฐ จากการส่งผ่านนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากและนานเกินไป อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจบริการขนส่งของ SINO

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

อุตสาหกรรมโลจิสติกส์ของไทยมีผู้ประกอบการจำนวนมากทั้งจากในและต่างประเทศ การเข้ามาของผู้เล่นรายใหม่ส่งผลให้ทั้งอุตสาหกรรมปรับตัว ทำการตลาด และนโยบายทางด้านราคา ผู้ประกอบการจึงมีความท้าทายในการรักษาคุณภาพ สร้างจุดแข็งและข้อได้เปรียบของตัวเอง เน้นการบริการที่ครบวงจรสร้างความแตกต่างจากคู่แข่ง การแข่งขันในอุตสาหกรรมจึงอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน

น้ำมันเป็นต้นทุนเชื้อเพลิงที่สำคัญของสายเดินเรือต่างๆ สายเดินเรือจะมีการปรับค่าระวางพิเศษ (Bunker adjustment factor – BAF หรือ Bunker surcharge) เพื่อชดเชยภาระค่าน้ำมันเชื้อเพลิงที่ปรับตัวสูงขึ้นจากวิกฤตการณ์ด้านน้ำมัน ทั้งนี้ รายได้ของ SINO มาจากการบริหารจัดการขนส่งสินค้าทางทะเล บริษัทจะเสนอราคาค่าบริการแบบ Cost plus margin ซึ่งได้รวมการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันไว้แล้ว แต่ในส่วนของภาระขนส่งทางบก น้ำมันเป็นต้นทุนหลักในการให้บริการ บริษัทจึงยังมีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

บริษัทมีรายได้และต้นทุนเป็นเงินสกุลต่างประเทศ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนจึงอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย

หนี้สินทางการเงินของกลุ่มบริษัทส่วนใหญ่มีอัตราดอกเบี้ยผันแปรตามตลาด หากอัตราดอกเบี้ยมีทิศทางที่ผันผวน อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท ทั้งนี้ บริษัทไม่มีเครื่องมือทางการเงินอนุพันธ์ ไม่ว่าจะเป็นสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเพื่อบริหารจัดการความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย สัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เป็นต้น

Appendix

Company Overview

SINO ให้บริการบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (Freight Forwarder) ทั้งทางทะเล (Sea Freight) ทางอากาศ (Air Freight) และการขนส่งต่อเนื่องหลายรูปแบบ เพื่อตอบสนองความต้องการของตลาดที่มีความต้องการบริการขนส่งสินค้าตั้งแต่ต้นทางถึงปลายทางทั่วโลก (End-to-End Global Logistics) รวมถึงการให้บริการให้เช่าคลังสินค้า การให้บริการขนส่งทางบก การให้บริการด้านพิธีการศุลกากร และบริการอื่นๆ เพื่อสนับสนุนการให้บริการโลจิสติกส์อย่างครบวงจรและมีประสิทธิภาพ

บริษัทมุ่งมั่นที่จะพัฒนาและขยายการให้บริการ เพื่อส่งมอบบริการที่มีคุณภาพและตอบสนองความต้องการของลูกค้าอย่างดีที่สุด และบริษัทมีเป้าหมายในการเป็นผู้นำในการให้บริการโลจิสติกส์แบบครบวงจรของประเทศไทยและขยายความครอบคลุมไปยังภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ SINO ที่ 2.30 บาท ด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiple ที่ 17.0 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม Freight forwarder ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ WICE, SONIC, LEO ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 2018 ถึงปี 2023E ครอบคลุมช่วงเวลาตั้งแต่ก่อน ระหว่าง และหลังโควิด-19 ซึ่งผู้ประกอบการทั่วโลกต่างได้รับผลกระทบจากค่าระวางเรือที่ผันผวนเช่นเดียวกัน

ผลประกอบการของ Freight forwarder ทั่วโลก รวมถึง SINO ต่างมีกำไรที่หดตัวรุนแรงในปี 2023 และหลายบริษัทในต่างประเทศยังปรับลดลงต่อเนื่องในปี 2024 ตามค่าระวางเรือที่อยู่ในช่วงของการปรับสมดุลระหว่างอุปสงค์ที่ทยอยฟื้นตัวช้าๆ และอุปทานที่มีจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าสถานการณ์ค่าระวางเรือได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1H23 การฟื้นตัวยังต้องใช้เวลา แต่ผลประกอบการของ SINO มีโอกาสฟื้นเร็วกว่ากลุ่ม Freight forwarder ในไทย เนื่องจากเส้นทางขนส่งไทย-สหรัฐซึ่งเป็นตลาดหลักของบริษัท มีการแข่งขันน้อยกว่าเส้นทางเอเชีย เห็นได้จากค่าระวางเรือที่เริ่มฟื้นตัวแล้วตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

ESG

Environment

- บริษัทจัดการและดูแลให้มั่นใจว่าบริษัทไม่สร้างหรือก่อให้เกิดผลกระทบในทางลบต่อชุมชนและสิ่งแวดล้อม
- บริษัทมีการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และคุ้มค่า
- บริษัทปลูกฝังจิตสำนึกความรับผิดชอบต่อชุมชน สิ่งแวดล้อม และสังคมส่วนรวมให้เกิดขึ้นในบริษัท และพนักงานทุกระดับอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งจัดให้มีการรณรงค์ สร้างจิตสำนึกให้แก่พนักงานในการอนุรักษ์ และการใช้ทรัพยากร และพลังงานต่างๆ อย่างฉลาด และมีประสิทธิภาพ
- บริษัทตอบสนองอย่างรวดเร็ว และมีประสิทธิภาพต่อเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและชุมชนอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัท

Social

- บริษัทปฏิบัติต่อพนักงานบนพื้นฐานของศักดิ์ศรีของความเป็นมนุษย์ และให้ความเคารพต่อสิทธิส่วนบุคคลอย่างเท่าเทียมกัน โดยไม่เลือกปฏิบัติต่อบุคคลใดบุคคลหนึ่ง
- บริษัทสนับสนุนในการปกป้องสิทธิมนุษยชน หมั่นตรวจตราดูแลมิให้ธุรกิจของตนเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการล่วงละเมิดสิทธิมนุษยชน เช่น ไม่สนับสนุนการบังคับใช้แรงงานต่อต้านการใช้แรงงานเด็ก เป็นต้น
- จัดให้มีกระบวนการจ้างงาน เงื่อนไขการจ้างงานเป็นธรรม รวมถึงการกำหนดค่าตอบแทนและการพิจารณาผลงานความดีความชอบภายใต้กระบวนการประเมินผลการดำเนินงานที่เป็นธรรม

Governance

- บริษัทให้ความสำคัญกับจรรยาบรรณทางธุรกิจ โดยได้จัดให้มีนโยบายจรรยาบรรณทางธุรกิจ รวมถึงการควบคุมให้มีการดำเนินธุรกิจอย่างเป็นธรรม โปร่งใส ตรวจสอบได้
- กรรมการ ผู้บริหาร พนักงาน และครอบครัวต้องไม่ได้รับผลประโยชน์หรือเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทคู่แข่งหรือกิจการใดๆ รวมถึง ผู้ค้า/ผู้ขายที่บริษัทติดต่อธุรกิจด้วย
- กำหนดให้มีนโยบายการป้องกันการใช้อิทธิพลภายในเพื่อเป็นนโยบายหนึ่งที่กรรมการบริษัท ผู้บริหาร พนักงาน และลูกจ้างของบริษัทต้องสนับสนุน และปฏิบัติตามซึ่งทุกคนต้องลงลายมือชื่อเพื่อรับทราบนโยบายดังกล่าว

Financial Statements

SINO Logistics Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	4,683	5,907	2,098	2,804	3,039
Cost of goods sold	(3,810)	(4,561)	(1,570)	(2,129)	(2,308)
Gross profit	873	1,346	528	676	730
Other operating income	2	25	9	12	13
Operating costs	(437)	(500)	(346)	(415)	(462)
Operating EBITDA	447	903	231	316	326
Depreciation	(9)	(33)	(41)	(44)	(45)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	437	871	191	272	281
Net financing costs	(19)	(9)	(13)	(10)	(8)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	418	862	178	263	273
Tax	(99)	(170)	(36)	(53)	(55)
Profit after tax	319	691	142	210	218
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	319	691	142	210	218
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	319	691	142	210	218
Per share (THB)					
Recurring EPS *	1.43	0.86	0.14	0.20	0.21
Reported EPS	1.43	0.86	0.14	0.20	0.21
DPS	0.00	0.35	0.05	0.08	0.08
Diluted shares (used to calculate per share data)	223	800	1,040	1,040	1,040
Growth					
Revenue (%)	474.0	26.1	(64.5)	33.6	8.4
Operating EBITDA (%)	1,040.4	102.1	(74.4)	36.6	3.1
Operating EBIT (%)	1,016.5	99.0	(78.1)	42.9	3.2
Recurring EPS (%)	15.7	(39.5)	(84.2)	47.7	3.8
Reported EPS (%)	15.7	(39.5)	(84.2)	47.7	3.8
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.6	22.8	25.2	24.1	24.0
Gross margin exc. depreciation (%)	18.8	23.3	27.1	25.7	25.5
Operating EBITDA margin (%)	9.5	15.3	11.0	11.3	10.7
Operating EBIT margin (%)	9.3	14.7	9.1	9.7	9.3
Net margin (%)	6.8	11.7	6.8	7.5	7.2
Effective tax rate (%)	23.8	19.8	20.0	20.0	20.1
Dividend payout on recurring profit (%)	-	40.5	40.0	40.0	40.2
Interest cover (X)	23.0	99.1	14.9	27.9	33.6
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	40.0	34.0	49.2	46.6	49.0
Creditor days	26.6	29.0	63.7	46.7	43.1
Operating ROIC (%)	106.3	225.6	134.0	84.1	67.7
ROIC (%)	94.0	163.3	44.2	38.9	34.7
ROE (%)	156.3	134.3	16.3	18.2	17.0
ROA (%)	40.2	52.4	10.3	12.1	11.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Sea freight	4,588	5,759	1,866	2,425	2,622
Air freight	19	41	49	52	56
Warehouse service	0	21	53	117	126
Logistics support	76	85	119	131	139

Sources: SINO Logistics Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

SINO Logistics Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	319	691	142	210	218
Depreciation	9	33	41	44	45
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	369	(474)	(75)	(55)	(55)
Change in working capital	(436)	780	(23)	(39)	48
Cash flow from operations	261	1,031	86	159	255
Capex - maintenance	(23)	(12)	(120)	(80)	(50)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(39)	(3)	(120)	(16)	(18)
Cash flow from investing	(62)	(15)	(240)	(96)	(68)
Dividends paid	(115)	(704)	(57)	(84)	(88)
Equity finance	102	288	360	0	0
Debt finance	35	(140)	127	(45)	(6)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	21	(556)	431	(129)	(94)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	7	0	0	0	3
Net other adjustments	7	0	0	0	3
Movement in cash	228	460	276	(66)	97
Free cash flow to firm (FCFF)	218.57	1,024.55	(141.30)	73.00	195.78
Free cash flow to equity (FCFE)	241.15	875.84	(26.66)	18.41	184.11

Per share (THB)

FCFF per share	0.21	0.99	(0.14)	0.07	0.19
FCFE per share	0.23	0.84	(0.03)	0.02	0.18
Recurring cash flow per share	3.12	0.31	0.10	0.19	0.20

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	29	38	121	162	171
Less: Accumulated depreciation	(5)	(4)	(8)	(13)	(17)
Tangible fixed assets (net)	24	33	113	149	154
Intangible fixed assets (net)	26	127	253	265	279
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	231	690	967	902	999
A/C receivable	849	250	316	399	416
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	285	66	67	72	74
Current assets	1,365	1,006	1,350	1,374	1,489
Other assets	41	42	40	44	45
Total assets	1,455	1,208	1,756	1,832	1,967
Common equity	382	648	1,093	1,219	1,351
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	382	648	1,093	1,219	1,351
Long term debt	28	69	118	113	104
Other long-term liabilities	368	134	129	130	132
Long-term liabilities	396	203	247	243	236
A/C payable	458	263	271	262	272
Short term debt	105	41	115	72	76
Other current liabilities	116	54	30	35	32
Current liabilities	678	357	416	370	380
Total liabilities and shareholders' equity	1,455	1,208	1,756	1,832	1,967
Net working capital	561	(1)	82	174	186
Invested capital	651	201	488	632	665

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	1.71	0.81	1.05	1.17	1.30
Tangible book value per share	1.59	0.65	0.81	0.92	1.03

Financial strength

Net debt/equity (%)	(25.7)	(89.6)	(67.2)	(58.8)	(60.6)
Net debt/total assets (%)	(6.7)	(48.0)	(41.8)	(39.1)	(41.6)
Current ratio (x)	2.0	2.8	3.2	3.7	3.9
CF interest cover (x)	13.7	100.7	(1.1)	2.9	23.0

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	1.0	1.6	10.2	6.9	6.7
Recurring P/E @ target price (x) *	1.6	2.7	16.8	11.4	11.0
Reported P/E (x)	1.0	1.6	10.2	6.9	6.7
Dividend yield (%)	-	25.0	3.9	5.8	6.0
Price/book (x)	0.8	1.7	1.3	1.2	1.1
Price/tangible book (x)	0.9	2.2	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x) **	0.5	0.6	3.1	2.3	2.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	0.9	1.4	7.2	5.3	4.8
EV/invested capital (x)	0.3	2.7	1.5	1.2	1.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: SINO Logistics Corporation; FSSIA estimates

Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**" by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) "**AGM Checklist**" by the Thai Investors Association (TIA), a "**CAC certified member**" of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) "**Sustainability Investment List (THSI)**" by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)¹

The **CG Score** indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the [Thai IOD website](#) in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The **five underlying categories and weighting** used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (Score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 60-69), and not rated (score below 50).

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at [Thai IOD website](#). The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)²

The "**AGM Checklist**" quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The **Checklist** contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)³

A **CAC certified member** is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification's criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member **start with** by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the **CAC Council** for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

Sustainability Investment (THSI)⁴ by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (**THSI**) quantifies responsibility in **E**nvironmental, and **S**ocial issues, by managing business with transparency in **G**overnance. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >150 by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives' wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: **E**conomic (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); **E**nvironmental (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); **S**ocial (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices⁵ (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the **THSI list**, the SET further developed a sustainability **SETTHSI Index** in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.

Sources: [SEC](#); [Thai IOD](#); [Thai CAC](#); [SET](#); FSSIA's compilation

Disclaimer:

¹ Thai Institute of Directors Association ([Thai IOD](#)) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

² Thai Investors Association ([TIA](#)) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

³ Thai Private Sector Collective Action against Corruption ([CAC](#)) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC's operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

⁴ Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

⁵ Dow Jones Sustainability Indices – [Wikipedia](#) – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.