21 SEPTEMBER 2023

EQUITY RESEARCH - IPO REPORT

EUROASIA TOTAL LOGISTICS ETL TB

THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

ผู้ให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน

TARGET PRICE THB2.50

- ETL เป็นบริษัทในกลุ่ม WICE ให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน
- คาดกำไรสุทธิปี 2023-2024 โต 12.6% y-y และ 47.5% y-y ตามลำดับ
- ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2024 ที่ 2.50 บาท อิง PE 16.0 เท่า

ให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดนทางถนนและรางรถไฟ

ETL เป็นผู้ให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน (Cross border transport carrier) ระหว่างประเทศและประเทศในกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย เมียนมาร์ กัมพูชา ลาว เวียดนาม รวมถึงฮ่องกง และจีน ที่มีการเชื่อมต่อพรมแดนทางถนนและรางรถไฟ บริษัทมีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ WICE ซึ่งให้บริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศทั้งการขนส่งทางทะเล (Sea Freight) และทางอากาศ (Air Freight)

ทีมบริหารมีประสบการณ์ มีเครือข่าย และความพร้อมด้านโครงสร้าง

ทีมผู้บริหารของกลุ่ม ETL มีความรู้และประสบการณ์ในธุรกิจโลจิสติกส์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องมายาวนานกว่า 10 ปี มีเครือข่ายกว้างขวาง มีศูนย์รวมสินค้า (Hub) และศูนย์ควบคุม (Command center) ในมาเลเซีย ไทย เวียดนาม และจีน เพื่อติดตามสถานะการขนส่งสินค้าและส่งข้อมูลให้กับฝ่ายต่างๆ และลูกค้า มีความพร้อมด้านยานพาหนะทั้งรถลากจูง รถกึ่งพ่วง ตู้คอนเทนเนอร์ รวมถึงมีพันธมิตรที่อำนวยการใช้พื้นที่ของศูนย์รวมสินค้าในประเทศต่างๆ ทำให้สามารถให้บริการได้ทั้งแบบการขนส่งเต็มตู้และไม่เต็มตู้

คาดกำไรเติบโตเต็มที่ปี 2024 หลังลงทุนขยายกำลังการขนส่งและขยายตลาด

รายได้และกำไรปี 2020-2021 ขยายตัวสูงจากการที่ลูกค้าหันมาใช้การขนส่งทางบกข้ามพรมแดนแทนการขนส่งทางทะเลและอากาศจากค่าระวางที่พุ่งสูง ซึ่งเป็นผลจากการแพร่ระบาดของ Covid-19 ผลประกอบการปี 2022 หดตัวหลังการแพร่ระบาดคลี่คลาย เราคาดว่าภาวะเศรษฐกิจและการค้าในและต่างประเทศยังฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่ในปี 2023 คาดกำไรปี 2023 เพิ่มขึ้น 12.6% y-y แต่จะโตเร่งตัวขึ้นในปี 2024 +47.5% y-y จากการลงทุนในระบบบริหารจัดการขนส่ง ขยายกำลังการขนส่ง ลงทุนเพิ่มในตู้คอนเทนเนอร์ และขยายฐานตลาดไปยังประเทศกัมพูชา

ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 2.50 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ETL ปี 2024 ที่ 2.50 บาทต่อหุ้นด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 16.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มโลจิสติกส์ในประเทศ (17.4 เท่า) และในภูมิภาคเอเชีย (13.5 เท่า) ที่ 15.4 เท่า ทั้งนี้ ณ ระดับราคาเป้าหมาย 2.50 บาท คิดเป็น Implied P/BV 1.8 เท่าและ Implied EV/EBITDA 8.0 เท่าในปี 2024 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม จึงเชื่อว่า PE 16.0 เท่ามีความเหมาะสม

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,477	1,368	1,638	1,897
Net profit	57	65	96	124
EPS (THB)	0.16	0.11	0.16	0.20
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	119	134	177	218
Recurring net profit	57	65	96	124
Core EPS (THB)	0.16	0.11	0.16	0.20
EPS growth (%)	(61.8)	(36.1)	47.5	29.4
Net debt/Equity (%)	11.4	(8.2)	(5.7)	(6.1)
ROE (%)	14.9	10.5	11.4	14.3

ETL's IPO summary

รายละเอียด	
Pre-IPO shares	448.13 ล้านหุ้น
Share offering	171.87 ล้านหุ้น คิดเป็น 27.72% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้ในการลงทุนในยานพาหนะ ลานและตู้คอนเทนเนอร์ และระบบการบริหารจัดการการขนส่ง 2) ใช้ในการชำระคืนเจ้าหนี้ค่าซื้อกิจการ และเงินกู้ยืมให้กับสถาบันการเงิน 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินกิจการ
Blackout date	26 กันยายน 2023
Financial advisor	Jay Capital Advisory Limited
Lead Underwriter	Asia Plus Securities, Thanachart Securities

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF EUROASIA TOTAL LOGISTICS PUBLIC COMPANY LIMITED

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

Jitra Amornthum
Analyst register no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ 3
โครงสร้างรายได้ 5
ภาวะอุตสาหกรรม 6
ประเด็นการลงทุน 7
การประมาณการผลประกอบการ 8
การประเมินมูลค่าเหมาะสม 10
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล 11
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ 12

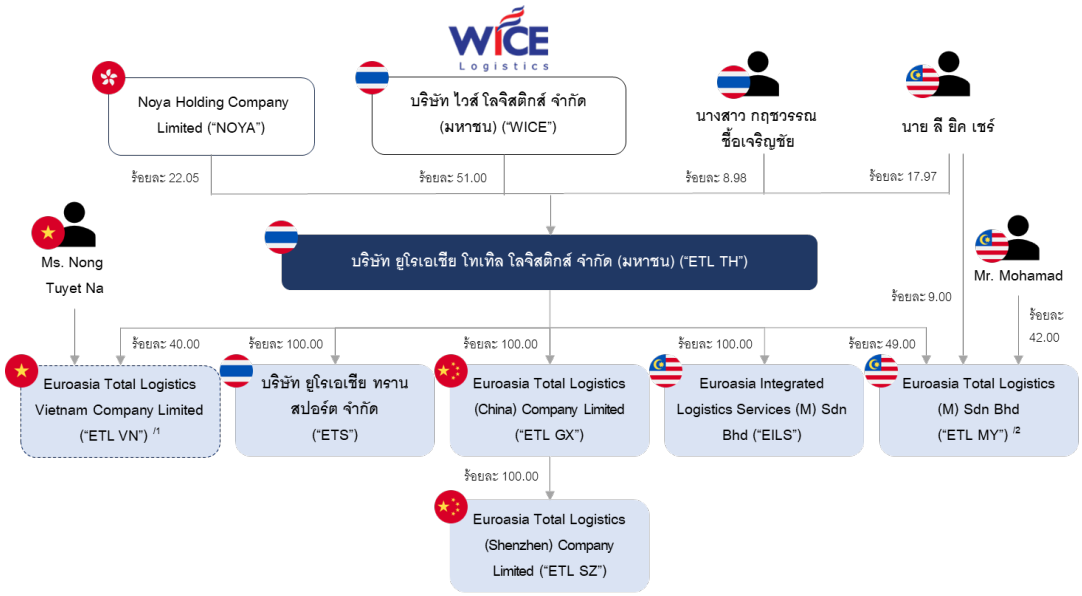
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) หรือ ETL ก่อตั้งเมื่อวันที่ 14 ก.ย. 2018 ด้วยทุนจดทะเบียน 70.0 ล้านบาท โดยมีบริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) (WICE) เป็นหนึ่งในผู้ก่อตั้ง ซึ่งได้เล็งเห็นโอกาสทางธุรกิจการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศไทยกับประเทศเพื่อนบ้านในอดีตที่นิยมการขนส่งทางทะเลและทางอากาศ ซึ่งอาจประสบปัญหาต่างๆ ทั้งด้านสภาพภูมิอากาศ ต้นทุนค่าขนส่ง และความคับคั่งของปริมาณตู้สินค้า ทำให้การขนส่งเกิดความล่าช้า ธุรกิจของ ETL จึงมุ่งเน้นการให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน (Cross border transportation carrier) ระหว่างประเทศไทยและกลุ่มเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย เมียนมาร์ กัมพูชา ลาว เวียดนาม รวมถึงฮ่องกง และจีน ที่มีการเชื่อมต่อพรมแดนทางถนนและรางรถไฟ โดยมีกลุ่มลูกค้าหลักได้แก่ ผู้ให้บริการด้านโลจิสติกส์แก่ผู้นำเข้าและส่งออก (Freight forwarder) ในอุตสาหกรรมต่างๆ เช่น ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ อาหาร แผงโซล่าเซลล์ ชิ้นส่วนยานยนต์ สินค้าอุปโภคบริโภค ยาและเวชภัณฑ์ เป็นต้น

ETL มีสถานะเป็นบริษัทย่อยของ WICE โดย WICE ถือหุ้นในสัดส่วน 51.0% ในปัจจุบัน และจะลดลงเป็น 36.9% ภายหลัง IPO ทั้งนี้ WICE เป็นผู้ให้บริการรับจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (Freight Forwarder) ครอบคลุมการนำเข้าและส่งออก ผ่านการขนส่งในรูปแบบต่างๆ เช่น การขนส่งทางทะเล (Sea Freight) และการขนส่งทางอากาศ (Air Freight) เป็นต้น ในขณะที่ ETL และบริษัทย่อย ประกอบธุรกิจให้บริการโลจิสติกส์ขนส่งสินค้าข้ามพรมแดนในรูปแบบการขนส่งทางบก

ETL ถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมในบริษัทย่อยและบริษัทร่วมรวม 6 บริษัท ใน 4 ประเทศคือ ไทย มาเลเซีย จีนและเวียดนาม ดังนี้

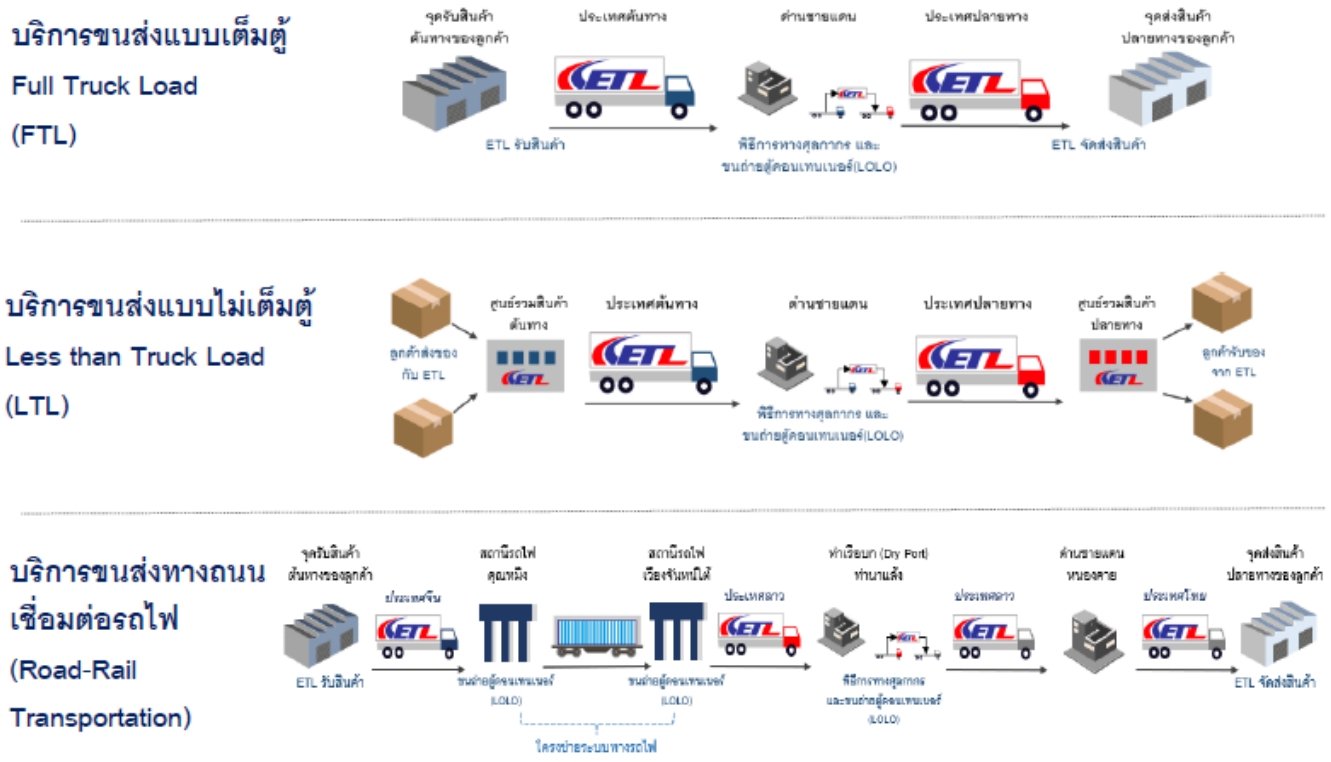
Exhibit 1: โครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มบริษัท



Source: ETL

การให้บริการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดนของ ETL มีทั้งการขนส่งสินค้าแบบเต็มตู้ (Full truck load: FTL) การขนส่งสินค้าแบบไม่เต็มตู้ (Less than truck load: LTL) และการขนส่งทางถนนเชื่อมต่อรถไฟ (Road-rail transportation) ซึ่งเป็นการบูรณาการขนส่งทางถนนเข้ากับการขนส่งทางรถไฟประเทศจีน-ลาว ซึ่งเปิดให้บริการเมื่อเดือน ธ.ค. 2021 นอกจากนี้ บริษัทยังมีแผนขยายการให้บริการขนส่งด้วยรางรถไฟที่สามารถเชื่อมต่อจากจีนไปยังประเทศต่างๆ ในทวีปยุโรป ภายใต้โครงการ One Belt, One Road (OBOR) ของจีน

Exhibit 2: รูปแบบการขนส่งสินค้าที่ ETL ให้บริการ



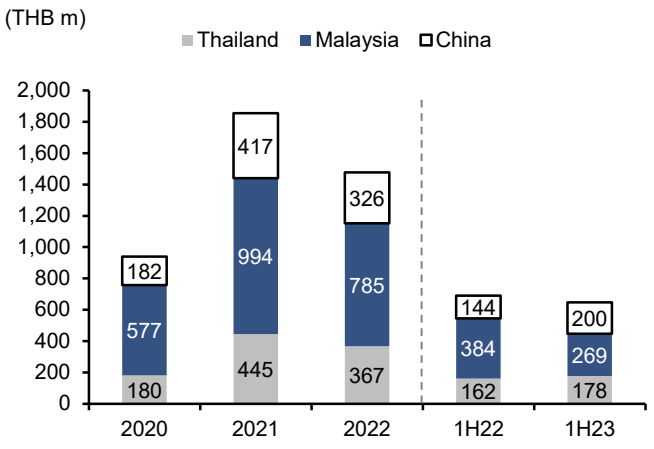
Source: ETL

โครงสร้างรายได้

ETL และบริษัทในกลุ่มมีรายได้ทั้งหมดมาจากการให้บริการโลจิสติกส์ขนส่งข้ามพรมแดน (Cross border transportation service) ระหว่างประเทศ โดยรายได้ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) ซึ่งเป็นช่วงคาบเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดของ Covid-19 รายได้ของ ETL เติบโตจาก 939.0 ล้านบาทในปี 2020 เป็น 1,477.3 ล้านบาทในปี 2022 คิดเป็นอัตราการเติบเฉลี่ย 25.4% CAGR จากปริมาณความต้องการของตลาดที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ประกอบกับมาตรการการควบคุมการแพร่ระบาดของ Covid-19 ในหลายประเทศในช่วงปี 2020-2021 ทำให้การขนส่งทางเรือประสบปัญหาการขาดแคลนเรือและตู้คอนเทนเนอร์ อัตราค่าระวางเรือพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ขณะเดียวกันค่าระวางของการขนส่งทางอากาศเพิ่มสูงขึ้นมากเช่นกันจากจำนวนเครื่องบินที่หยุดทำการบินชั่วคราว ส่งผลให้ลูกค้าหลายรายเปลี่ยนมาใช้บริการขนส่งทางบกข้ามแดน

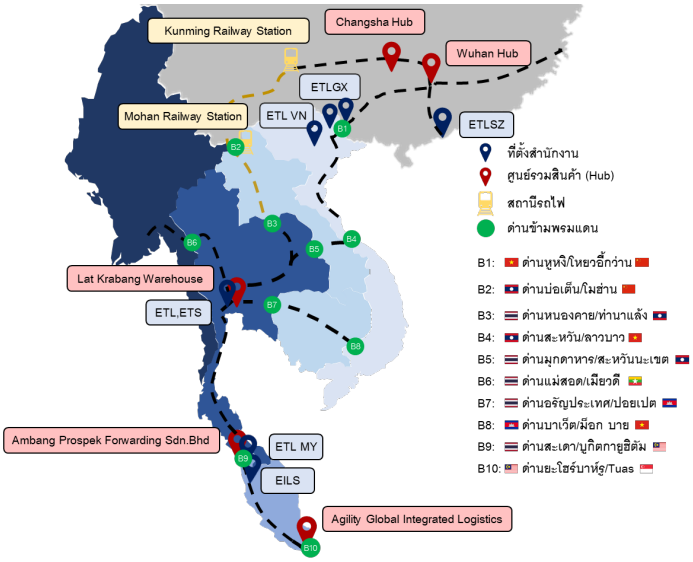
หากแบ่งโครงสร้างรายได้ตามที่ตั้งของกลุ่มบริษัท รายได้ส่วนใหญ่เฉลี่ยราว 56% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมามาจากบริษัทที่ตั้งอยู่ในมาเลเซีย (จากรายได้ของ ETL MY และ ELIS) ขณะที่รายได้ที่มาจากบริษัทที่ตั้งอยู่ในไทยและจีนใกล้เคียงกัน

Exhibit 3: โครงสร้างรายได้ตามแหล่งที่ตั้งของกลุ่มบริษัท



Source: ETL filing

Exhibit 4: เส้นทางการให้บริการขนส่งและที่ตั้งของบริษัทในกลุ่ม



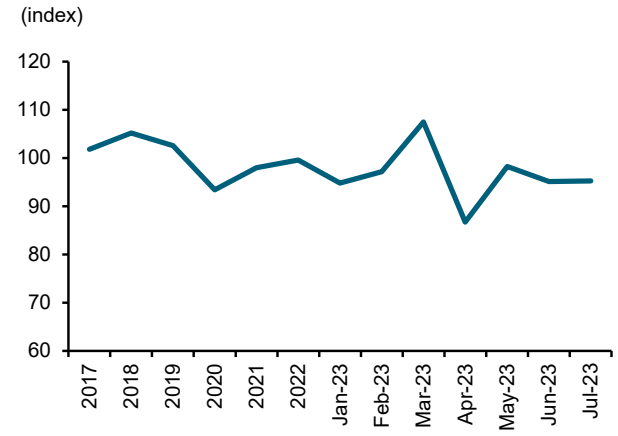
Source: ETL filing

ภาวะอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมโลจิสติกส์เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมเป้าหมายใหม่ของไทยเพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจไปข้างหน้า ถูกบรรจุอยู่ในยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี (ปี 2018-2037) ในการยกระดับศักยภาพของประเทศด้านความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งประเทศไทยมีข้อได้เปรียบด้านภูมิศาสตร์โดยเป็นศูนย์กลางของภูมิภาคอาเซียนและเป็นจุดเชื่อมต่อไปยังจีนและอินเดีย

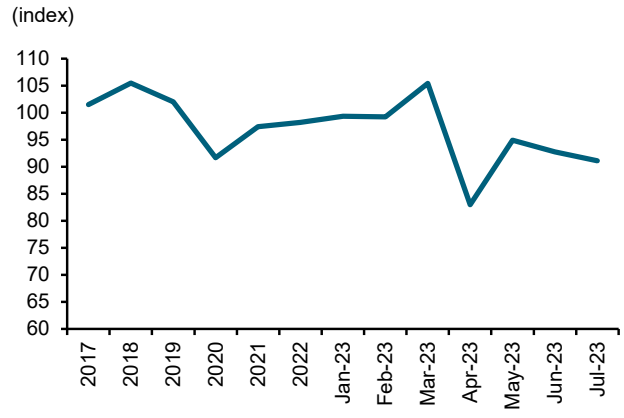
ในช่วงก่อน Covid-19 อุตสาหกรรมโลจิสติกส์มีการแข่งขันสูงจากผู้ประกอบการขนาดใหญ่ต่างชาติที่มีความเชี่ยวชาญ มีเทคโนโลยี และมีนวัตกรรมที่ทันสมัย ในขณะที่ผู้ประกอบการไทยจำนวนมากมีเงินทุนจำกัด ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 ธุรกิจโลจิสติกส์การขนส่งสินค้าถูกกระทบอย่างรุนแรงจากการปิดเมือง กิจกรรมหลายประเภทต้องหยุดชะงัก สถานการณ์การขนส่งสินค้ากลับมาคลี่คลายขึ้นในปี 2022 ภายหลังสถานการณ์การแพร่ระบาดคลี่คลาย กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศกลับมาฟื้นตัวแม้จะยังไม่ปกตินักก็ตาม ดัชนีการขนส่งสินค้าและดัชนีภาคการผลิตภาคอุตสาหกรรมในประเทศทยอยปรับตัวดีขึ้นแต่กลับมาชะลอเล็กน้อยในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. ที่ผ่านมาจากสุญญากาศที่เกิดขึ้นภายหลังการเลือกตั้งทั่วไปในประเทศในเดือน พ.ค. แต่ยังไม่สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ ขณะเดียวกันการค้าโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์จากผลของอัตราดอกเบี้ยโลกที่เป็นขาขึ้น บั่นทอนกำลังซื้อของผู้บริโภค และภาวะเศรษฐกิจจีนในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2023 ที่ยังไม่ฟื้นตัว ส่งผลกดดันภาคการส่งออก-นำเข้าของไทย มูลค่าการส่งออกในงวด 7M23 หดตัว 5.5% y-y ขณะที่มูลค่าการนำเข้าหดตัว 4.7% y-y (ในรูปเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ)

Exhibit 5: ดัชนีการขนส่งสินค้า



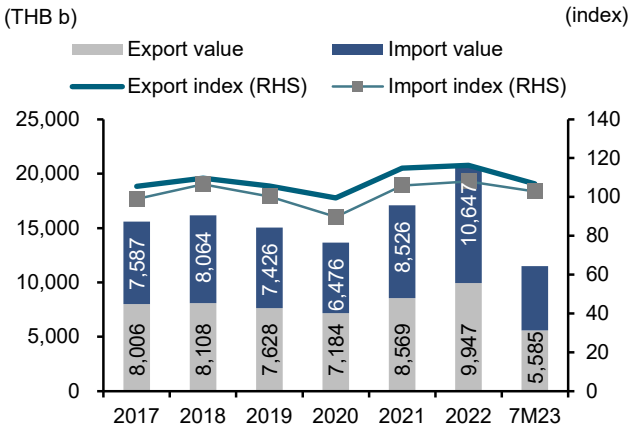
Source: The Office of Industrial Economics

Exhibit 6: ดัชนีการผลิตอุตสาหกรรม



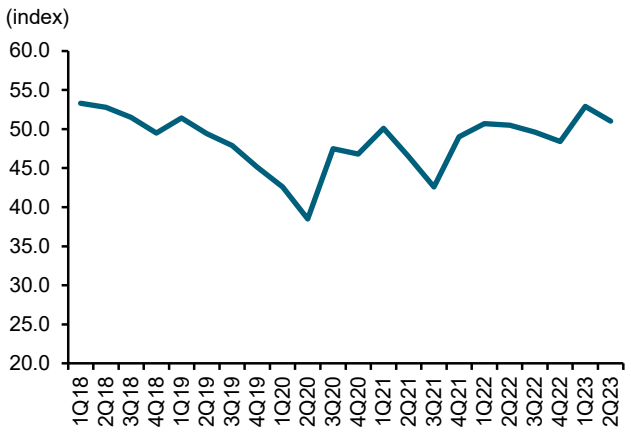
Source: The Office of Industrial Economics

Exhibit 7: ดัชนีปริมาณส่งออก-นำเข้า มูลค่าการส่งออก-นำเข้า



Sources: Ministry of Commerce, Bank of Thailand

Exhibit 8: ดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ



Source: Office of the National Economic and Social Development

ประเด็นการลงทุน

ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์ในธุรกิจกว่า 10 ปี

ทีมผู้บริหารของกลุ่ม ETL มีความรู้และประสบการณ์ในธุรกิจโลจิสติกส์และธุรกิจที่เกี่ยวข้องมายาวนานกว่า 10 ปี สามารถบริหารจัดการ ให้คำแนะนำ และแก้ปัญหาให้แก่ลูกค้าได้อย่างเหมาะสม นอกจากนี้บริษัทยังให้ความสำคัญกับการพัฒนาทักษะของบุคลากร มีการอบรม ให้ความรู้ และพัฒนาทักษะแก่พนักงานในองค์กรอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้ลูกค้าเชื่อมั่นว่าจะได้รับบริการที่ดี ปลอดภัย และตรงเวลา สร้างความแตกต่างในการให้บริการ

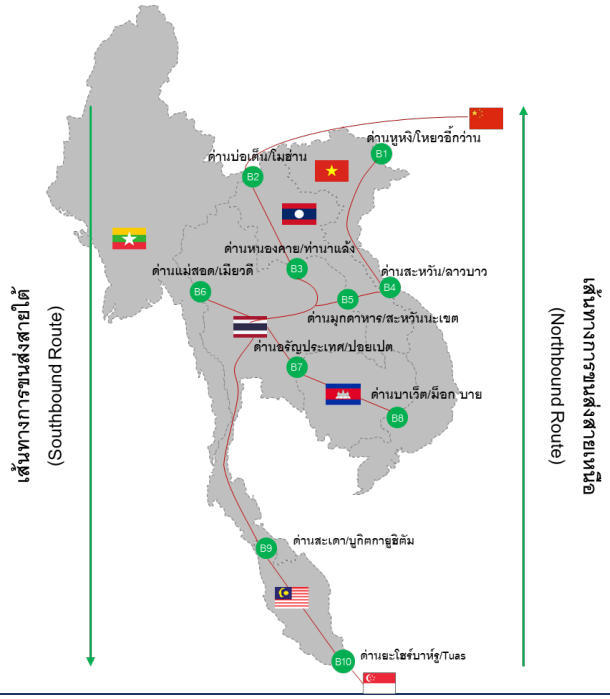
มีเครือข่ายที่กว้างขวาง

ETL และบริษัทย่อยให้บริการขนส่งหลายรูปแบบผ่านเครือข่ายที่กว้างขวางในประเทศต่างๆ 9 ประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย ลาว เวียดนาม จีน และฮ่องกง รวมถึงพม่า และกัมพูชา ที่บริษัทย่อยตั้งอยู่ มีศูนย์รวมสินค้า (Hub) และศูนย์ควบคุม (Command center) ในสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย และจีน เพื่อติดตามสถานะการขนส่งสินค้าและส่งข้อมูลให้กับฝ่ายต่างๆ ภายในกลุ่มบริษัท รวมถึงลูกค้า แบบอัตโนมัติทุกๆ 2 ชั่วโมงนับจากการเริ่มขนส่ง ขณะที่เส้นทางการขนส่งของกลุ่มบริษัทมีตั้งแต่ประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย ไทย เมียนมา กัมพูชา ลาว เวียดนาม ฮ่องกง ไปจนถึงประเทศจีน

Exhibit 9: ศูนย์รวมสินค้า

Source: ETL filing

Exhibit 10: เส้นทางของสายการขนส่ง



Source: ETL filing

มีความพร้อมของโครงสร้างพื้นฐาน

บริษัทมีการลงทุนในยานพาหนะทั้งรถลากจูง (Prime Mover) และรถกึ่งพ่วง (Semi-trailer) ตู้คอนเทนเนอร์ (Dry Container) ที่เหมาะสำหรับสินค้าทั่วไปที่ไม่ต้องควบคุมอุณหภูมิในการขนส่งสินค้า และตู้คอนเทนเนอร์ควบคุมอุณหภูมิ (Reefer Container) ที่เหมาะสำหรับสินค้าที่ต้องการการควบคุมอุณหภูมิให้คงที่ตลอดการขนส่งสินค้าเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้า มีรถบรรทุกชานต่ำ (Lowbed Trailer) ที่เหมาะสำหรับการบรรทุกสินค้าที่ไม่สามารถบรรจุในตู้คอนเทนเนอร์ได้ รวมถึงมีพันธมิตรที่อำนวยการใช้พื้นที่ของศูนย์รวมสินค้าในประเทศต่างๆ ทำให้กลุ่มบริษัทสามารถให้บริการได้ทั้งแบบการขนส่งเต็มตู้ (FTL) และไม่เต็มตู้ (LTL)

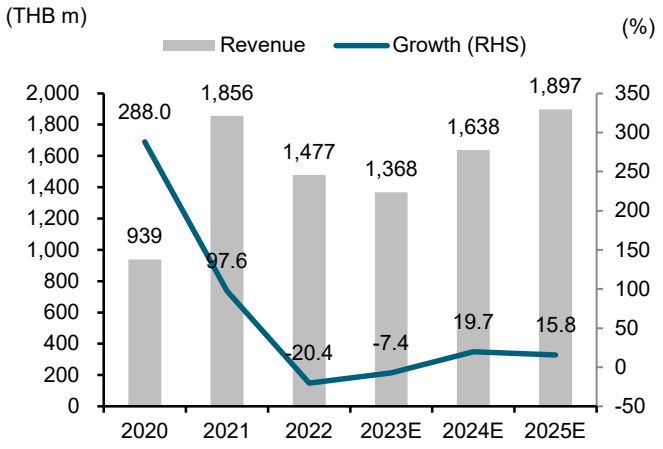
การประมาณการผลประกอบการ

ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) ETL มีรายได้จากการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน (Cross Border Transportation Service) เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 25.4% CAGR จาก 939.0 ล้านบาทในปี 2020 เป็น 1,477.3 ล้านบาทในปี 2022 จากปริมาณความต้องการของตลาดที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทั้งนี้ ในปี 2020 ซึ่งเป็นปีที่มีการแพร่ระบาดของ Covid-19 มาตรการปิดเมืองและจำกัดการเดินทางของหลายประเทศ ทำให้การขนส่งทางเรือประสบปัญหาตู้คอนเทนเนอร์ขาดแคลน ค่าระวางเรือพุ่งสูง เช่นเดียวกับค่าระวางการขนส่งทางอากาศที่ปรับตัวสูงขึ้นเนื่องจากการหยุดให้บริการของสายการบิน ส่งผลให้ลูกค้าหลายรายเปลี่ยนมาใช้บริการขนส่งทางบกข้ามแดน (CBS) ส่งผลทำให้รายได้จากการให้บริการปี 2020 เติบโตก้าวกระโดด 288.0% y-y รายได้ยังเติบโตสูงต่อเนื่องอีก 97.6% y-y ในปี 2021 ตามความต้องการที่สูงขึ้นและบริษัทเริ่มให้บริการขนส่งทางรถไฟ (Road-Rail Transportation Service) เชื่อมต่อเส้นทางการขนส่งทางรถไปยังรถไฟจากประเทศลาวไปยังจีนเพื่อความรวดเร็วในการขนส่ง เป็นการเพิ่มทางเลือกให้แก่ลูกค้าที่ช่วยลดปัญหาการจราจรที่หนาแน่นของปริมาณสินค้าหน้าด่านศุลกากรที่จะเข้า-ออกประเทศจีน

รายได้จากการให้บริการในปี 2022 ปรับลดลง 20.4% y-y จากการปิดด่านของประเทศจีนตามมาตรการคุม Covid-19 ในช่วง 5 เดือนแรก ส่วนรายได้ในงวด 1H23 ปรับลดลงต่อเนื่อง 6.3% y-y จากการแข่งขันที่สูงขึ้นโดยเฉพาะการแข่งขันทางด้านราคา โดยเฉพาะค่าระวางเรือที่ปรับลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ลูกค้าบางส่วนหันไปเลือกใช้บริการขนส่งทางทะเลแทนการขนส่งในรูปแบบอื่น

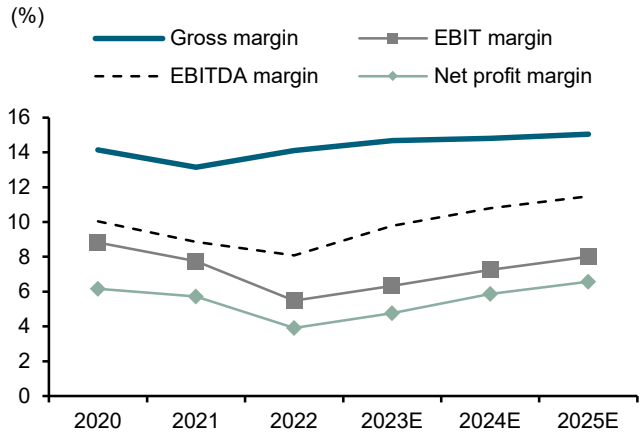
อัตรากำไรขั้นต้นของ ETL ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา (ปี 2020-2022) ค่อนข้างมีสเถียรภาพอยู่ในช่วงระหว่าง 13-14% การลดลงของอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2021 เป็น 13.2% เนื่องมาจากต้นทุนค่าน้ำมันที่สูงขึ้นตามความผันผวนของราคาน้ำมัน แต่อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นในปี 2022 และ 1H23 ที่อยู่ที่ 14.1% และ 14.7% ตามลำดับ จากการบริหารจัดการของบริษัท และการลดลงของต้นทุนการขนส่งแบบ Outsource ซึ่งเป็นต้นทุนหลัก ประกอบกับสถานการณ์การปิดด่านข้ามพรมแดนของจีนคลี่คลายตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2022 เป็นต้นมา

Exhibit 11: รายได้ค่าบริการและอัตราการเติบโต



Sources: ETL, FSSIA estimates

Exhibit 12: อัตรากำไร



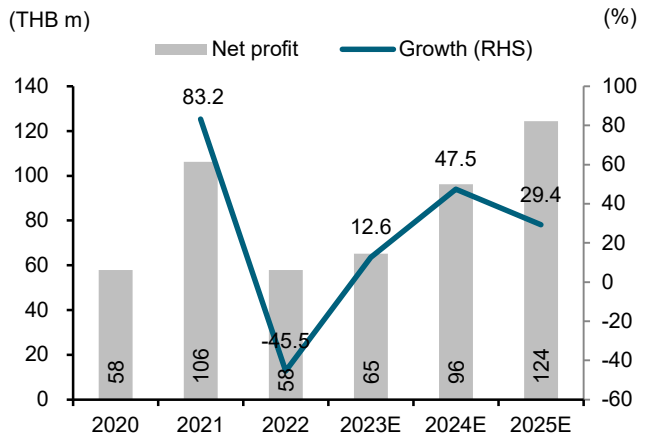
Sources: ETL, FSSIA estimates

กำไรสุทธิของ ETL ผันผวนตามสถานการณ์ในช่วงการแพร่ระบาดของ Covid-19 โดยบริษัทมีกำไรสุทธิ 58.0 ล้านบาทในปี 2020 เพิ่มก้าวกระโดดในปี 2021 เป็น 106.2 ล้านบาท (+83.2% y-y) และปรับลดลงเหลือ 57.9 ล้านบาทในปี 2022 (-45.5% y-y) จากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานและค่าเสื่อมและค่าตัดจำหน่าย คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 6.2%, 5.7% และ 3.9% ในปี 2020-2022 ตามลำดับ ทั้งนี้ กำไรสุทธิในช่วง 1H23 อยู่ที่ 29.8 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 16.6% y-y จากการบริหารรถเที่ยวเปล่า (Backhaul) ให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ทำให้ต้นทุนต่อเที่ยวลดลง ประกอบกับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับค่าที่ปรึกษาสำหรับการเตรียมตัวเข้าจดทะเบียนมีจำนวนลดลง

เราคาดรายได้ปี 2023 จะยังคงปรับลดลงเล็กน้อย 7.4% y-y ตามอุตสาหกรรมโลจิสติกส์ที่เผชิญกับการฟื้นตัวช้าของเศรษฐกิจในประเทศและประเทศเพื่อนบ้าน แต่คาดว่าจะรายได้จะกลับมาเติบโตสูง 19.7% y-y ในปี 2024 และเติบโตต่อเนื่องในปี 2025 อีก 15.8% y-y จากการลงทุนในระบบบริหารจัดการขนส่ง Transportation Management System (TMS) ให้รองรับการให้บริการที่เพิ่มมากขึ้น และเสริมประสิทธิภาพในการจัดการต้นทุนและเที่ยวรถอย่างเป็นระบบ รวมถึงขยายกำลังการขนส่ง ลงทุนเพิ่มในตู้คอนเทนเนอร์ ขยายฐานตลาดไปยังประเทศกัมพูชา ซึ่งจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น รวมถึงการลดลงของดอกเบี้ยจ่ายจากการชำระคืนหนี้สาบันการเงิน

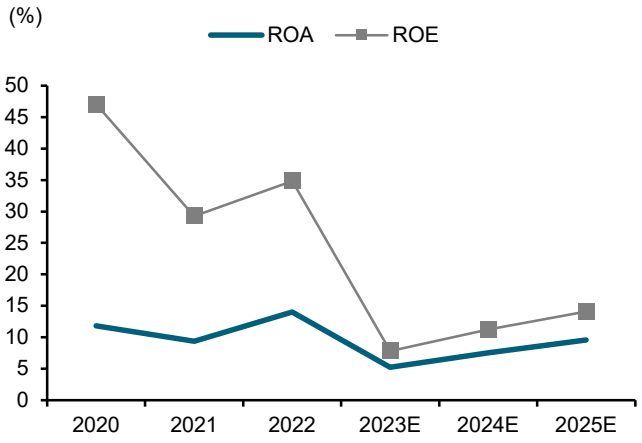
เราคาดกำไรสุทธิปี 2023 เพิ่มขึ้น 12.6% y-y เป็น 65.2 ล้านบาท แม้จะคาดว่ารายได้ลดลงก็ตาม เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะดีขึ้นเป็น 14.7% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และดอกเบี้ยจ่ายที่คาดว่าจะลดลงเช่นกัน กำไรสุทธิในปี 2024 ที่ได้อานิสงส์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการค้าทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการขยายกำลังการขนส่งดังที่กล่าวข้างต้น คาดว่าจะเติบโตเร่งตัวขึ้น 47.5% y-y เป็น 96.2 ล้านบาท

Exhibit 13: กำไรสุทธิและอัตราการเติบโต



Sources: ETL, FSSIA estimates

Exhibit 14: ROA และ ROE



Sources: ETL, FSSIA estimates

การประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ETL ปี 2024 ที่ 2.50 บาทต่อหุ้นด้วยวิธี Relative valuation อิง PE Multiplier ที่ 16.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของหุ้นในกลุ่มโลจิสติกส์ในประเทศ (17.4 เท่า) และในภูมิภาคเอเชีย (13.5 เท่า) ที่ 15.4 เท่า ทั้งนี้ ณ ระดับราคาเป้าหมาย 2.50 บาท คิดเป็น Implied P/BV 1.8 เท่า และ Implied EV/EBITDA 8.0 เท่าในปี 2024 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม จึงเชื่อว่า PE 16.0 เท่ามีความเหมาะสม

Exhibit 15: Peers comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	---- EPS growth --- 23E (%)	24E (%)	--------- PE ---------- 23E (x)	24E (x)	-------- PBV --------- 23E (x)	24E (x)	---- EV/ EBITDA ---- 23E (x)	24E (x)
Thailand										
SCGJWD Logistics	SJWD TB	835.4	(9.5)	48.1	37.2	25.1	1.3	1.3	15.3	12.5
Triple I Logistics	III TB	319.7	(12.0)	8.3	15.2	14.2	2.9	2.6	21.3	18.8
WICE Logistics	WICE TB	150.5	(43.0)	17.8	17.8	14.7	2.8	2.4	9.5	7.8
Mena Transportation	MENA TB	42.7	n/a	34.0	20.8	15.4	1.7	1.6	10.1	8.4
Thailand Average			**(21.5)**	**27.1**	**22.7**	**17.4**	**2.2**	**2.0**	**14.1**	**11.9**
Regional										
China Railyway Tielong Containe	600125 CH	1,100.0	38.8	13.0	17.1	15.0	1.1	1.1	7.1	6.4
TCI Express	TCIEXP IN	683.1	17.6	19.1	33.5	29.0	7.6	6.1	24.4	20.8
Guangzhou Jiacheng International	603535 CH	561.9	24.5	5.2	19.3	18.3	n/a	n/a	n/a	n/a
Jiangsu Feiliks International	300240 CH	329.9	(9.9)	30.9	25.0	19.1	1.6	1.4	16.0	12.8
TASCO	TASCO MK	136.6	(7.4)	4.9	7.8	7.1	1.0	0.9	4.4	4.2
Swift Haulage	SWIFT MK	89.3	(7.7)	16.4	8.8	7.9	0.6	0.6	6.8	6.7
Tiong Nam Logistics	TNL MK	82.3	(66.6)	295.9	39.5	10.1	n/a	n/a	12.0	11.4
FM Global Logistics	FM MK	70.9	(2.4)	12.2	8.5	7.4	0.8	0.8	4.2	3.8
CJ Century Logistics	CLH MK	52.8	(39.4)	91.8	14.7	7.7	n/a	n/a	5.6	3.9
Regional Average			**(5.8)**	**54.4**	**19.3**	**13.5**	**2.1**	**1.8**	**10.0**	**8.8**
Average			**(13.7)**	**40.7**	**21.0**	**15.4**	**2.1**	**1.9**	**12.1**	**10.3**

Sources: Bloomberg, as of 14 September 2023

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ETL มีทุนจดทะเบียน 224.1 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 448.1 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 171.9 ล้านหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเพิ่มขึ้นเป็น 310.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 620.0 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยจำนวนหุ้นที่ IPO ในครั้งนี้คิดเป็น 27.7% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและเรียกชำระแล้วหลัง IPO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

1) ใช้เป็นเงินลงทุนในระบบการบริหารจัดการการขนส่ง การลงทุนในยานพาหนะ การลงทุนในตู้คอนเทนเนอร์และลานตู้คอนเทนเนอร์ภายในปี 2023-2024
2) เพื่อชำระคืนเจ้าหนี้ค่าซื้อกิจการจากการเข้าซื้อธุรกิจในปี 2021
3) เพื่อชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงินภายในปี 2023
4) เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการในช่วงปี 2023-2024

Exhibit 16: โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ ETL

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	---------- ณ วันที่ 7 สิงหาคม 2023 ----------		-------- ภายหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน --------	
		จำนวน (หุ้น)	*สัดส่วน (%)*	จำนวน (หุ้น)	*สัดส่วน (%)*
1	บริษัท ไวส์ โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน)	228,548,554	*51.00*	228,548,554	*36.86*
2	Noya Holding (HK) Company Limited	98,813,670	*22.05*	98,813,670	*15.94*
3	นายลี ยิค เชร์	80,514,843	*17.97*	80,514,843	*12.99*
4	นางสาวกฤชวรรณ ซื้อเจริญชัย	40,257,421	*8.98*	40,257,421	*6.49*
5	นายชูเดช คงสุนทร	72	*0.00002*	72	*0.00001*
	รวมก่อนเสนอขายหุ้นต่อประชาชน	**448,134,560**	***100.00***	**448,134,560**	***72.28%***
	ประชาชนทั่วไป (IPO)		-	171,865,440	*27.72%*
	รวมหลังเสนอขายหุ้นต่อประชาชน			**620,000,000**	***100.00%***

Source: ETL

นโยบายการจ่ายปันผลของบริษัทและบริษัทย่อย

ETL มีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราไม่ต่ำกว่า 30% ของกำไรสุทธิตามงบเฉพาะกิจการหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและการจัดสรรทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามกฎหมายและบริษัทกำหนดในแต่ละปี โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน สภาพคล่อง ความจำเป็นในการลงทุน การขยายธุรกิจ เงื่อนไขและข้อจำกัดตามที่กำหนดไว้ในสัญญากู้ยืมเงิน และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทย่อย บริษัทย่อยจะจ่ายจากเงินกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการหลังหักภาษีและการจัดสรรทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่กฎหมายและบริษัทย่อยกำหนดไว้ ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน สภาพคล่อง ความจำเป็นในการลงทุนของบริษัทย่อยนั้นๆ

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจโลกโดยรวม อุปสงค์และอุปทาน

ความต้องการการขนส่งสินค้าทั้งในและต่างประเทศขึ้นอยู่กับการเติบโตของเศรษฐกิจ การเติบโตของภาคการผลิต การค้า การบริโภค และการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะของประเทศในกลุ่มเอเชีย รวมถึงประเทศจีนซึ่งเป็นหนึ่งในประเทศคู่ค้าหลักของไทย และอยู่ในเส้นทางการขนส่งของกลุ่มบริษัท การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ค่อนข้างช้าในปี 2023 ประกอบกับการค้าผ่านชายแดนที่ยังลดลง 10% y-y ในช่วง 1H23 อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของริษัทในปี 2023 อยู่บ้าง

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน

ค่าเชื้อเพลิงเป็นหนึ่งในต้นทุนบนิการที่สำคัญเนื่องจากกลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจหลักในการขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน ในปี 2020-2022 ต้นทุนค่าเชื้อเพลิงคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 14.1% ของต้นทุนบริการทั้งหมด หากราคาน้ำมันผันผวน จะเป็นความเสี่ยงต่อต้นทุนและผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม งานบริการขนส่งข้ามพรมแดนของกลุ่มบริษัท ส่วนใหญ่จะมีการเสนอราคาหลายครั้ง บริษัทสามารถเสนอค่าบริการที่ปรับปรุงตามต้นทุนราคาน้ำมันที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อลดผลกระทบของความผันผวนของราคาน้ำมันได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจให้บริการโลจิสติกส์ขนส่งสินค้าข้ามพรมแดนและมีการทำธุรกรรมระหว่างกันในกลุ่มซึ่งเป็นบริษัทย่อยในต่างประเทศ รวมถึงพันธมิตรและคู่ค้าในหลายประเทศ ส่งผลให้บริษัทอาจได้รับความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศจากรายได้และต้นทุนที่อยู่ในรูปตราต่างประเทศ โดยในช่วงปี 2020-2022 รายได้เงินสกุลดอลลาร์มีสัดส่วนเฉลี่ยประมาณ 15.5% ของรายได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ผลกระทบถูกลดทอนไปบางส่วนจากการที่รายจ่ายบางส่วนของกลุ่มบริษัทอยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศเช่นกัน (Natural hedge)

ความเสี่ยงจากความรับผิดชอบในตัวสินค้าหากเกิดกรณีเสียหาย

บริษัทและบริษัทย่อยประกอบธุรกิจบริการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ จึงอาจมีความเสี่ยงกรณีตัวสินค้าเสียหายระหว่างการขนส่ง และหากพิสูจน์ได้ว่าเป็นการขนส่งที่อยู่ในความรับผิดชอบของกลุ่มบริษัท ทั้งนี้ บริษัทมีการประกันกับบริษัทประกันภัย และให้ความสำคัญในการเลือกบริษัทประกันภัยที่ได้มาตรฐาน

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ธุรกิจโลจิสติกส์ในประเทศไทยมีขนาดใหญ่และมีผู้ประกอบการจำนวนมาก ทั้งที่เป็นบริษัทข้ามชาติและบริษัทขนาดกลาง และ SMEs เนื่องจาก Supply chain ของธุรกิจโลจิสติกส์ค่อนข้างยาว ผู้ประกอบการหลายรายจึงไม่มีบริการที่ครบวงจรตลอดทั้ง Supply chain อย่างไรก็ตาม คู่แข่งรายใหม่เข้ามาได้ไม่ยากนักเพราะอาศัยความสัมพันธ์อันดีกับลูกค้า การแข่งขันในธุรกิจนี้จะเน้นที่ความชำนาญในเส้นทางและประเภทของสินค้า ความยืดหยุ่นในการจัดหาเส้นทางตามงบประมาณของลูกค้า ความรวดเร็วในการให้บริการ สำหรับกลุ่มบริษัทซึ่งมีผู้บริหารมีประสบการณ์และความชำนาญในธุรกิจโลจิสติกส์กว่า 10 ปี ได้รับความไว้วางใจจากลูกค้ามาอย่างต่อเนื่อง เชื่อว่าจะได้รับความไว้วางใจต่อไป

Financial Statements

Euroasia Total Logistics

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,856	1,477	1,368	1,638	1,897
Cost of goods sold	(1,612)	(1,269)	(1,167)	(1,395)	(1,611)
Gross profit	**244**	**208**	**201**	**242**	**285**
Other operating income	11	4	6	7	9
Operating costs	(112)	(132)	(120)	(131)	(142)
Operating EBITDA	**164**	**119**	**134**	**177**	**218**
Depreciation	(20)	(38)	(47)	(58)	(66)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**144**	**81**	**87**	**119**	**152**
Net financing costs	(10)	(16)	(12)	(6)	(5)
Associates	-	-	-	-	-
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	**134**	**65**	**75**	**112**	**147**
Tax	(18)	(15)	(15)	(22)	(29)
Profit after tax	**116**	**49**	**60**	**90**	**118**
Minority interests	(11)	8	6	6	7
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	**106**	**57**	**65**	**96**	**124**
Non-recurring items & goodwill (net)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**106**	**57**	**65**	**96**	**124**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.43	0.16	0.11	0.16	0.20
Reported EPS	0.43	0.16	0.11	0.16	0.20
DPS	0.00	0.15	0.03	0.05	0.06
Diluted shares (used to calculate per share data)	245	348	620	620	620
Growth					
Revenue (%)	97.6	(20.4)	(7.4)	19.7	15.8
Operating EBITDA (%)	74.5	(27.4)	12.1	32.1	23.2
Operating EBIT (%)	73.9	(43.8)	7.0	37.1	27.8
Recurring EPS (%)	46.8	(61.8)	(36.1)	47.5	29.4
Reported EPS (%)	46.8	(61.8)	(36.1)	47.5	29.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	13.2	14.1	14.7	14.8	15.1
Gross margin exc. depreciation (%)	14.3	16.7	18.1	18.3	18.5
Operating EBITDA margin (%)	8.9	8.1	9.8	10.8	11.5
Operating EBIT margin (%)	7.8	5.5	6.3	7.2	8.0
Net margin (%)	5.7	3.9	4.8	5.9	6.6
Effective tax rate (%)	13.2	23.8	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	91.1	30.0	30.0	30.0
Interest cover (X)	14.5	5.1	7.2	19.0	32.8
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	97.0	131.7	121.3	107.2	97.5
Creditor days	89.6	121.0	87.4	64.5	59.6
Operating ROIC (%)	43.2	20.1	15.4	15.0	(4.5)
ROIC (%)	34.5	13.7	11.2	12.0	(3.7)
ROE (%)	43.4	14.9	10.5	11.4	14.3
ROA (%)	15.3	5.8	6.1	7.5	9.1

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Sources: Euroasia Total Logistics; FSSIA estimates

Financial Statements

Euroasia Total Logistics

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	106	57	65	96	124
Depreciation	20	38	47	58	66
Associates & minorities	(5)	0	(2)	(2)	(2)
Other non-cash items	18	21	(158)	(63)	(82)
Change in working capital	(52)	(11)	(98)	19	8
Cash flow from operations	**87**	**106**	**(145)**	**108**	**114**
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(187)	(8)	(149)	(94)	(3)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(2)	0	0	(1)	(1)
Cash flow from investing	**(190)**	**(9)**	**(148)**	**(95)**	**(4)**
Dividends paid	0	0	(20)	(29)	(37)
Equity finance	126	0	445	0	0
Debt finance	67	(13)	(65)	(27)	(11)
Other financing cash flows	(8)	(11)	0	0	0
Cash flow from financing	**185**	**(24)**	**361**	**(56)**	**(48)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	22	0	0	0	0
Net other adjustments	**22**	**(20)**	**(4)**	**(4)**	**(66)**
Movement in cash	**104**	**53**	**63**	**(47)**	**(4)**
Free cash flow to firm (FCFF)	(92.61)	113.34	(281.73)	19.32	114.68
Free cash flow to equity (FCFE)	(22.21)	53.40	(362.62)	(18.44)	33.27
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.15)	0.18	(0.45)	0.03	0.18
FCFE per share	(0.04)	0.09	(0.58)	(0.03)	0.05
Recurring cash flow per share	0.57	0.34	(0.08)	0.14	0.17

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	268	265	470	570	640
Less: Accumulated depreciation	(39)	(65)	(113)	(171)	(237)
Tangible fixed assets (net)	**229**	**200**	**358**	**400**	**404**
Intangible fixed assets (net)	**122**	**165**	**160**	**155**	**150**
Long-term financial assets	1	1	1	1	2
Invest. in associates & subsidiaries	2	1	0	0	0
Cash & equivalents	127	180	243	196	192
A/C receivable	626	440	469	494	520
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	24	24	22	26	30
Current assets	**777**	**645**	**734**	**716**	**742**
Other assets	2	3	3	4	4
Total assets	**1,134**	**1,016**	**1,256**	**1,275**	**1,302**
Common equity	363	409	834	857	884
Minorities etc.	5	0	2	2	2
Total shareholders' equity	**368**	**408**	**836**	**859**	**886**
Long term debt	135	120	106	82	73
Other long-term liabilities	52	5	5	7	8
Long-term liabilities	**188**	**125**	**112**	**88**	**81**
A/C payable	504	312	224	248	256
Short term debt	56	107	69	65	64
Other current liabilities	19	63	15	15	14
Current liabilities	**578**	**482**	**308**	**328**	**335**
Total liabilities and shareholders' equity	**1,134**	**1,016**	**1,256**	**1,275**	**1,302**
Net working capital	128	89	251	257	280
Invested capital	484	460	773	816	839
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	1.48	1.17	1.35	1.38	1.43
Tangible book value per share	0.98	0.70	1.09	1.13	1.18
Financial strength					
Net debt/equity (%)	17.4	11.4	(8.2)	(5.7)	(6.1)
Net debt/total assets (%)	5.7	4.6	(5.4)	(3.9)	(4.2)
Current ratio (x)	1.3	1.3	2.4	2.2	2.2
CF interest cover (x)	17.6	4.9	(16.8)	13.2	8.9

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	**23.2**	**60.8**	**95.0**	**64.4**	**49.8**
Recurring P/E @ target price (x) *	**5.8**	**15.2**	**23.8**	**16.1**	**12.5**
Reported P/E (x)	23.2	60.8	95.0	64.4	49.8
Dividend yield (%)	-	1.5	0.3	0.5	0.6
Price/book (x)	6.7	8.5	7.4	7.2	7.0
Price/tangible book (x)	10.2	14.3	9.2	8.8	8.4
EV/EBITDA (x) **	15.3	29.6	45.8	34.8	28.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.1	7.7	11.1	8.5	6.9
EV/invested capital (x)	5.2	7.7	7.9	7.5	7.3

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

Sources: Euroasia Total Logistics; 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 Indices[5] (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 (target price* - current price) / 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.