

SINO LOGISTICS CORPORATION
THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

SINO TB

BUY

UNCHANGED

กำไร 1Q24 น่าผิดหวังแต่ค่าระวางเริ่มฟื้นเร็ว

- ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 12-23% สะท้อนกำไร 1Q24 ที่ต่ำมาก
- ปัจจุบันค่าระวางเรือตู้ปรับขึ้นในหลายเส้นทาง มีความเป็นไปได้ว่าจะปรับขึ้นต่อเนื่องถึง 3Q24 ซึ่งเป็น Peak season
- ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาท แนะนำซื้อเพราะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

กำไร 1Q24 ต่ำผิดคาดมากจากค่าระวางเรือที่ผันผวน

SINO รายงานกำไรสุทธิเพียง 5 ล้านบาทใน 1Q24 แม้จะฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 0.5 ล้านบาท แต่หดตัว 78% y-y ต่ำกว่าเราคาดมากจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงต่ำสุดในรอบอย่างน้อย 2 ปี จากการลดลงของอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจขนส่งทางเรือ (11.4%) ตามค่าระวางเรือที่ผันผวนโดยปรับสูงขึ้นตั้งแต่ปลายปีก่อนซึ่งบริษัทไม่สามารถปรับราคากับลูกค้าได้ทัน รวมถึงลูกค้าบางส่วนมีสัญญาระยะยาว และธุรกิจคลังสินค้าที่ยังขาดทุนขั้นต้น (-46.7%) เพราะบริษัทได้เปิดคลังใหม่ในช่วงกลางปี 2023 และลูกค้าบางส่วนถูกกระทบจากเหตุวิกฤตทะเลแดง ทำให้ Shipment บางส่วนถูกเลื่อนออกไป

ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์อาจปรับขึ้นต่อเนื่องถึง 3Q24

ดัชนีค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ (SCFI Index) เดือน พ.ย. 2023 ถึง ก.พ. 2024 ปรับขึ้นเท่าตัวจากข่าวการกระตุ้นเศรษฐกิจจีนรอบใหม่ หลังจากนั้นปรับลงเนื่องจากเงินไม่เต็มกิจกรรมทางเศรษฐกิจมากนัก ปัจจุบันค่าระวางเรือตู้ปรับขึ้นในหลายเส้นทาง มีความเป็นไปได้ว่าจะปรับขึ้นต่อเนื่องถึง 3Q24 ซึ่งเป็น Peak season จาก 1) วิกฤตทะเลแดงและคลองสุเอซ การที่เรือต้องเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือโดยอ้อมไกลขึ้น ทำให้ Supply ตู้คอนเทนเนอร์ซึ่งเดิมอยู่ในภาวะ Oversupply หายไปจากตลาดโดยปริยาย 2) การเลือกตั้งสหรัฐในเดือน พ.ย. 2024 โดยคะแนนเสียงทรัมป์ชนะคู่แข่งในหลายพื้นที่ ทำให้ความกังวลเรื่องกำแพงภาษีกลับมา ประเทศจีนจึงเริ่มสั่งสินค้าเร็วขึ้น

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 12-23% สะท้อนกำไร 1Q24 ที่ต่ำมาก

กำไร 1Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมากทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ SINO ปี 2024-26 ลง 23%/15%/12% หลักๆจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลงจากเดิมที่คาด 21-22% ลงเหลือ 16-18% เราคาดกำไรปี 2024 +90% y-y จากฐานต่ำในปีก่อน ผลประกอบการของ SINO ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 4Q23 แต่การฟื้นตัวจะค่อยเป็นค่อยไป บริษัทมีกลยุทธ์การเติบโตโดย 1) ขยายธุรกิจด้าน SOC และ ISO Tank เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด 2) เน้นความสัมพันธ์กับลูกค้าให้มากขึ้น 3) ขยายธุรกิจ Cross border 4) นำระบบ Digitalization เข้ามาช่วย 5) หา synergy จากการที่ SJWD เข้าถือหุ้น 4.2% 6) จัดตั้งบริษัทร่วมทุนในมาเลเซียเพื่อรุกตลาดมาเลเซีย และ 7) มองหาโอกาส M&A

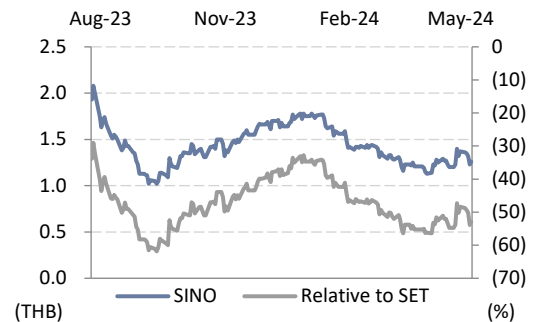
ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาท แนะนำซื้อเพราะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาทจากเดิม 2.00 บาท โดยปรับเพิ่ม Target P/E จากเดิม 16 เท่าเป็น 18 เท่า เนื่องจากค่าระวางเรือมีแนวโน้มฟื้นเร็วกว่าคาดการณ์เดิม โดยเฉพาะเส้นทางยุโรปและอเมริกา ซึ่ง SINO มีความชำนาญในเส้นทางไทย-อเมริกา ยังคงแนะนำซื้อโดยเชื่อว่าผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดแล้วใน 4Q23

TARGET PRICE	THB1.70
CLOSE	THB1.26
UP/DOWNSIDE	+34.9%
PRIOR TP	THB2.00
CHANGE IN TP	-15.0%
TP vs CONSENSUS	-15.0%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,800	2,701	2,919	3,042
Net profit	53	100	133	153
EPS (THB)	0.05	0.10	0.13	0.15
vs Consensus (%)	-	(16.7)	(13.3)	(11.8)
EBITDA	162	213	255	281
Recurring net profit	53	100	133	153
Core EPS (THB)	0.05	0.10	0.13	0.15
Chg. In EPS est. (%)	-	(22.7)	(14.6)	(11.6)
EPS growth (%)	(94.1)	90.0	33.1	14.9
Core P/E (x)	24.9	13.1	9.8	8.6
Dividend yield (%)	3.0	3.1	4.1	4.7
EV/EBITDA (x)	8.5	6.2	5.1	4.6
Price/book (x)	1.5	1.5	1.4	1.4
Net debt/Equity (%)	7.5	2.0	(1.1)	(0.5)
ROE (%)	7.0	11.5	14.8	16.4



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	5.9	(22.2)	n/a
Relative to country (%)	4.7	(22.0)	n/a
Mkt cap (USD m)			36
3m avg. daily turnover (USD m)			0.1
Free float (%)			46
Major shareholder		Bunditkitsada Family (42%)	
12m high/low (THB)			2.14/0.99
Issued shares (m)			1,040.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

กำไร 1Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมากทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ SINO ปี 2024-26 ลง 23%/15%/12% หลักๆจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลงจากเดิมที่คาด 21-22% ลงเหลือ 16-18%

คาดการณ์ปี 2024 +90% y-y จากฐานต่ำในปีก่อน ผลประกอบการของ SINO ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 4Q23 แต่การฟื้นตัวจะค่อยเป็นค่อยไป ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาทจากเดิม 2.00 บาท โดยปรับเพิ่ม Target P/E จากเดิม 16 เท่าเป็น 18 เท่า เนื่องจากค่าระวางเรือมีแนวโน้มฟื้นเร็วกว่าคาดการณ์เดิมโดยเฉพาะเส้นทางยุโรปและอเมริกา ซึ่ง SINO มีความชำนาญ ยังคงแนะนำซื้อ

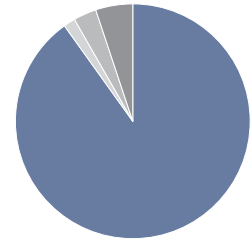
Company profile

กลุ่ม SINO ประกอบธุรกิจบริหารจัดการขนส่งสินค้าระหว่างประเทศ (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) รวมถึงการให้บริการให้เช่าคลังสินค้า การให้บริการขนส่งทางบก การให้บริการด้านพิธีการศุลกากร และบริการสนับสนุนอื่นๆ เพื่อให้บริการด้านโลจิสติกส์อย่างครบวงจร

www.sinologistics.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

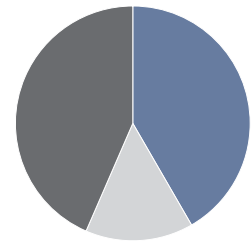
- Sea freight - 90.1 %
- Air freight - 1.6 %
- Warehouse service - 3.2 %
- Logistics support - 5.1 %



Source: SINO Logistics Corporation

Major shareholders

- Bunditkitsada Family - 41.7 %
- Nimitpanya Family - 14.9 %
- Others - 43.5 %



Source: SINO Logistics Corporation

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) การฟื้นของเศรษฐกิจและการค้าโลก 2) ราคาค่าระวางเรือที่มีเสถียรภาพ ไม่มีสงครามหรือความรุนแรงอื่นใด 3) การแข่งขันชะลอความรุนแรง

Risks to our call

Downside risks to our DCF-based TP include 1) ความผันผวนของราคาค่าระวางเรือ 2) เศรษฐกิจและการค้าโลกไม่เติบโตตามคาด 3) สงคราม 4) ความผันผวนของราคาน้ำมัน 5) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Event calendar

Date	Event
August 2024	2Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Total operating revenue	2,701	2,919	3,042
Sea freight	2,515	2,720	2,830
Sea volume (TEUs)	53,000	55,650	56,763
Air freight	23	25	28
Warehouse service	62	66	70
Logistics support	101	107	114
Gross margin (%)	16.6	17.5	18.4
Net profit margin (%)	3.7	4.6	5.1

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 5% change in sea freight rate, we project 2024 net profit to change by 4.6%, all else being equal.
- For every 0.5% change in gross margin, we project 2024 net profit to change by 7%, all else being equal.
- For every 0.5% change in SG&A to sales ratio, we project 2024 net profit to change by 7%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กำไร 1Q24 ต่ำผิดปกติมากจากค่าระวางเรือที่ผันผวน

SINO รายงานกำไรสุทธิเพียง 5 ล้านบาทใน 1Q24 แม้จะฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 0.5 ล้านบาท แต่หดตัว 78% y-y ต่ำกว่าเรคาดมากจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงต่อเนื่องและต่ำที่สุดในรอบอย่างน้อย 2 ปี อย่างไรก็ตาม รายได้ในไตรมาสที่สูงมากที่สุดที่ 774 ล้านบาท +58% q-q, +80% y-y เติบโตสูงกว่ามูลค่าการค้าของไทยที่ขยายตัว +2% q-q, +3% y-y หลักๆ มาจากรายได้จากการขนส่งทางเรือ 728 ล้านบาท +63% q-q, +88% y-y และยังคงเป็นรายได้หลัก 94% ของรายได้ รายได้จากธุรกิจอื่นเติบโตเล็กน้อย ยกเว้นรายได้จากการขนส่งทางอากาศลดลง -17% q-q, -61% y-y เพราะมีลูกค้าสิ้นสุดสัญญาตั้งแต่กลางปี 2023

อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมลดลงเหลือเพียง 11.3% หลักๆ มาจากการลดลงของอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจขนส่งทางเรือ (11.4%) และธุรกิจคลังสินค้าที่ยังขาดทุนขั้นต้น (-46.7%) เพราะบริษัทได้เปิดคลังใหม่ในช่วงกลางปี 2023 และลูกค้าบางส่วนถูกกระทบจากเหตุวิกฤตทะเลแดง ทำให้ Shipment บางส่วนถูกเลื่อนออกไป ส่วนการขนส่งทางอากาศมีอัตรากำไรขั้นต้น 60.0% แต่ลดลงจากปีก่อนที่ทำได้ 70-80%

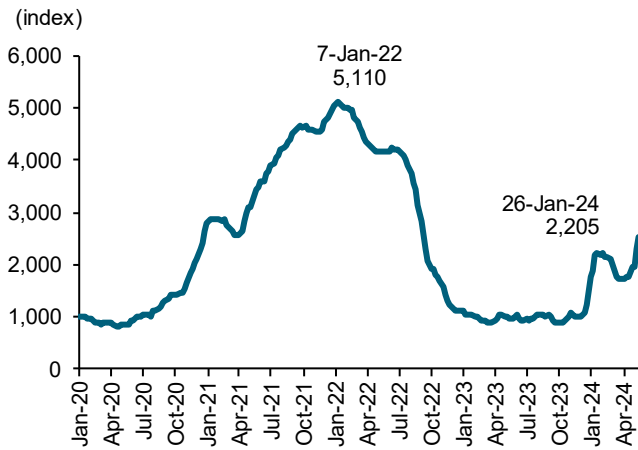
ทั้งนี้ อัตรากำไรขั้นต้นของการขนส่งทางเรือที่ลดต่ำลงเป็นไปตามค่าระวางเรือที่ผันผวนโดยปรับสูงขึ้นตั้งแต่ปลายปีก่อนซึ่งบริษัทไม่สามารถปรับราคากับลูกค้าได้ทัน รวมถึงลูกค้าบางส่วนมีสัญญาระยะยาวทำให้อัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 2 เดือนแรกค่อนข้างต่ำมาก ก่อนจะเริ่มดีขึ้นในช่วงเดือนสุดท้ายของไตรมาสหลังเจรจาปรับราคากับลูกค้าได้ ซึ่งเชื่อว่าแนวโน้มจะดีขึ้นใน 2Q24

Exhibit 1: 1Q24 results summary

Year to Dec 31	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	-----Change-----		2024E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	2024E
Service revenue	430	400	480	490	774	58.1	80.0	2,701	50.1	28.6
Cost of services	(319)	(302)	(391)	(410)	(687)	67.5	115.5	(2,252)	58.3	30.5
Gross profit	111	98	89	80	87	9.4	(21.7)	449	19.1	19.4
Operating costs	(82)	(69)	(76)	(79)	(81)	2.6	(1.7)	(330)	7.6	24.5
Operating profit	35	32	13	4	10	181.6	(70.5)	131	56.4	7.9
Operating EBITDA	49	51	36	26	33	25.1	(32.9)	213	30.9	15.5
Interest expense	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(7.7)	11.0	(4)	(74.0)	91.1
Profit before tax	32	28	9	(0)	7	nm	(79.1)	127	86.2	5.2
Corporate tax	(8)	(6)	(2)	(0)	(1)	824.9	(83.0)	(27)	73.4	4.9
Reported net profit	24	22	7	(0.5)	5	nm	(77.8)	100	90.0	5.3
Core profit	24	22	7	(0.5)	5	nm	(77.8)	100	90.0	5.3
Reported EPS (THB)	0.03	0.03	0.01	(0.00)	0.01	nm	(82.9)	0.10	60.4	5.3
Core EPS (THB)	0.03	0.03	0.01	(0.00)	0.01	nm	(82.9)	0.10	60.4	5.3
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Gross margin	25.9	24.5	18.5	16.3	11.3	(5.0)	(14.6)	16.6	(4.3)	
Operating margin	8.1	7.9	2.8	0.7	1.3	0.6	(6.8)	4.8	0.2	
EBITDA margin	11.5	12.6	7.5	5.4	4.3	(1.1)	(7.2)	7.9	(1.2)	
Core profit margin	5.6	5.5	1.5	(0.1)	0.7	0.8	(4.9)	3.7	0.8	
SG&A / Sales	19.1	17.2	15.9	16.1	10.5	(5.6)	(8.7)	12.2	(4.8)	
Revenue structure	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	
Sea freight	387	363	426	446	728	63.3	88.0	2,515	55.1	
Air freight	13	6	4	6	5	(17.1)	(61.4)	23	(19.0)	
Warehouse	6	11	27	13	15	17.3	141.5	62	8.0	
Logistic support	24	21	23	24	26	6.6	10.1	101	10.0	

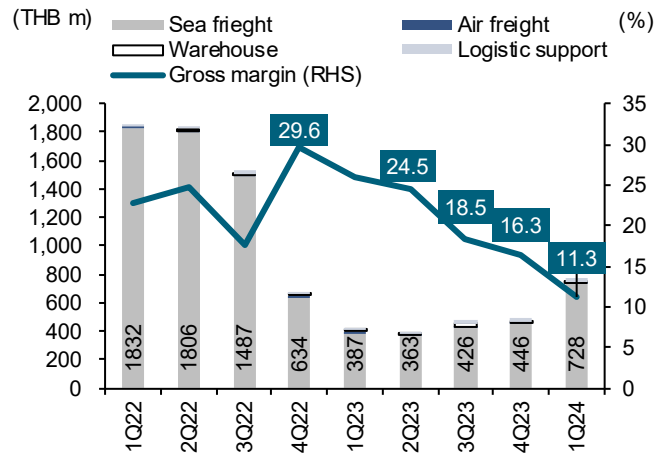
Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 2: SCFI Index



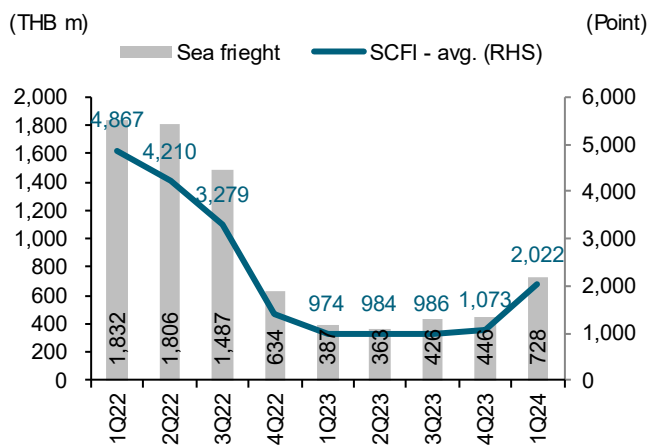
Source: Bloomberg

Exhibit 3: Total revenue and gross margin



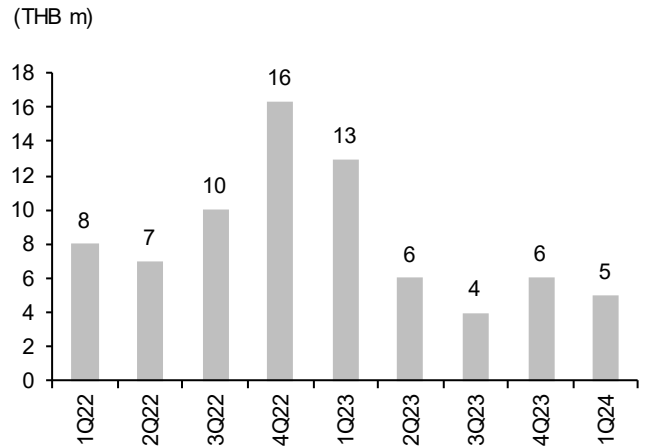
Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Revenue from sea freight and SCFI index



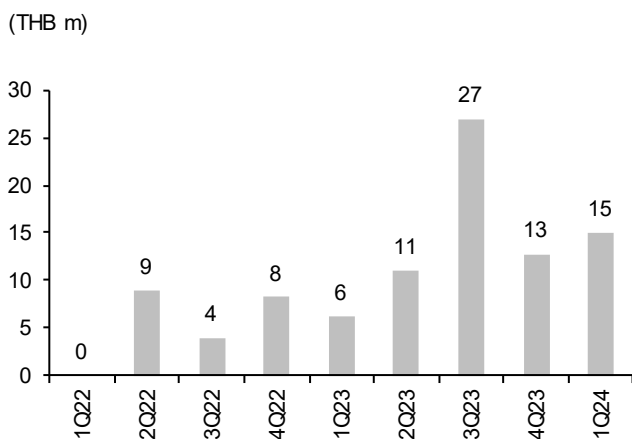
Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Revenue from air freight



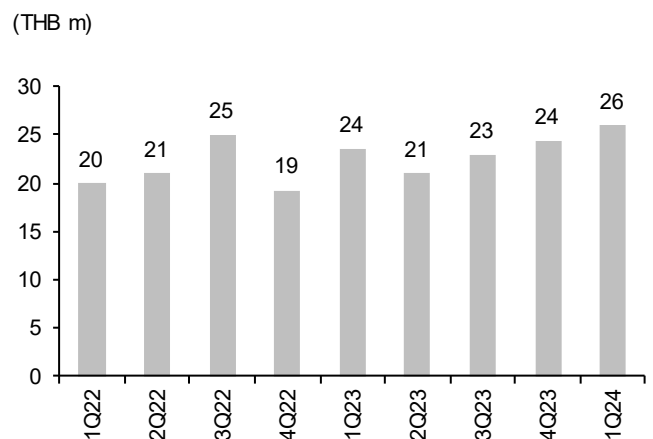
Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Revenue from warehouse



Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Revenue from logistic support



Sources: SINO, FSSIA's compilation

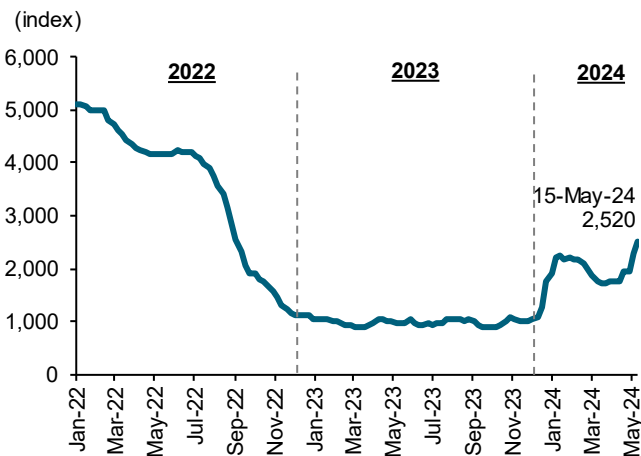
ค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์อาจปรับขึ้นต่อเนื่องถึง 3Q24

ดัชนีค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ (SCFI Index) ในช่วงเดือน พ.ย. 2023 ถึง ก.พ. 2024 ปรับขึ้นมาเท่าตัว จากข่าวมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจีนรอบใหม่ หลังจากนั้นปรับลงอีกครั้งในเดือน มี.ค. เนื่องจากจีนไม่ได้มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจมากนัก แต่หลังจากตัวเลขเศรษฐกิจของหลายประเทศทั่วโลกในเดือน เม.ย. ส่งสัญญาณฟื้นตัว ดัชนี SCFI กลับมาปรับขึ้นอีกครั้ง

เป็นไปได้ที่ดัชนี SCFI อาจปรับขึ้นต่อเนื่องถึง 3Q24 ซึ่งเป็น Peak season ของการส่งออกนำเข้าทั่วโลก จากผลกระทบ 2 ปัจจัย 1) วิกฤตทะเลแดงและคลองสุเอซยังคงส่งผลกระทบต่อด้านความปลอดภัยของการเดินเรือทั่วโลก การที่เรือต้องเปลี่ยนเส้นทางการเดินเรือโดยอ้อมไกลขึ้น ใช้ระยะเวลาขนส่งนานขึ้น ทำให้ Supply ตู้คอนเทนเนอร์ซึ่งเดิมอยู่ในภาวะ Oversupply หายไปจากตลาดบางส่วนโดยปริยาย 2) การเลือกตั้งสหรัฐในเดือน พ.ย. 2024 โดยคะแนนเสียงทรัมป์ชนะคู่แข่งในหลายพื้นที่ ทำให้ความกังวลเรื่องกำแพงภาษีกลับมา ประเทศจีนจึงเริ่มส่งสินค้าเร็วขึ้น

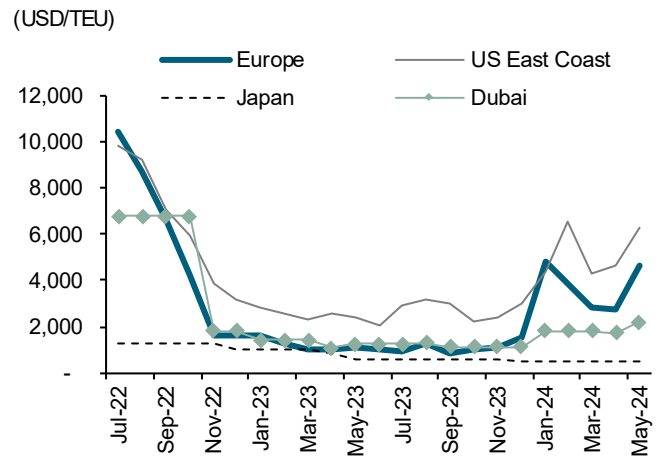
อัตราค่าระวางเรือในเดือน พ.ค. เพิ่มขึ้นในหลายเส้นทางโดยเฉพาะเส้นทางยุโรปและอเมริกาฝั่งตะวันออกและตะวันตก ค่าระวางเรือตู้ 40 ฟุตเส้นทางยุโรปในเดือน พ.ค. อยู่ที่ USD4,650/TEU เพิ่มขึ้นจากเดือน เม.ย. ที่อยู่ที่ USD2,700/TEU (+72% m-m) ส่วนเส้นทางอเมริกาฝั่ง West Coast อยู่ที่ USD5,200/TEU (+44% m-m) เส้นทางอเมริกาฝั่ง East Coast อยู่ที่ USD6,300/TEU (+37% m-m) ค่าระวางเรือเส้นทาง Shanghai อยู่ที่ USD150/TEU (+114% m-m) ส่วนเส้นทางญี่ปุ่นปรับลงเล็กน้อย (-10% m-m)

Exhibit 8: SCFI index



Source: Bloomberg

Exhibit 9: Freight rates, weekly



Sources: Thai National Shippers' Council

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 12-23% สะท้อนกำไรที่ต่ำมากใน 1Q24

อย่างไรก็ตาม ด้วยกำไร 1Q24 ที่ต่ำกว่าคาดมากทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ SINO อีกครั้ง โดยปรับลดกำไรสุทธิปี 2024-26 ลง 23%/15%/12% เป็น 100/134/155 ล้านบาท ตามลำดับ หลักๆจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลงจากเดิมที่คาด 21-22% ลงเหลือ 16-18% แต่ปรับเพิ่มรายได้ของธุรกิจเรือขึ้นตามอัตราค่าระวางที่มีแนวโน้มสูงกว่าเดิม

ผู้บริหารยังคงตั้งเป้าปริมาณการขนส่งตู้ปี 2024 ที่ 53,000 TEU (+14% y-y) โดย 1Q24 มีปริมาณขนส่ง 15,881 TEU คิดเป็น 39% ของเป้าหมายปี เชื่อว่าน่าจะทำได้ไม่ยาก

บนสมมติฐานใหม่ เราคาดกำไรปี 2024 เติบโต 90% y-y จากฐานต่ำในปีก่อน เราเชื่อว่าผลประกอบการของ SINO ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 4Q23 ตามอัตราค่าระวางเรือโลก แต่การฟื้นตัวจะค่อยเป็นค่อยไป นอกเหนือจากฟื้นตามอุตสาหกรรมแล้ว บริษัทก็มีกลยุทธ์การเติบโตโดย 1) ขยายธุรกิจด้าน SOC และ ISO Tank มากขึ้นเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด 2) เน้นความสัมพันธ์กับลูกค้าให้มากขึ้น 3) ขยายธุรกิจ Cross border 4) นำระบบ Digitalization เข้ามาช่วยการทำงานหลังบ้านให้แข็งแกร่งมากขึ้น 5) หา synergy จากการที่ SJWD เข้าถือหุ้น 4.2% เช่น การใช้คลังสินค้าของ SJWD เพื่อลดต้นทุนและลดการขาดทุนของธุรกิจคลังสินค้าของ SINO และปริมาณการขนส่งที่เพิ่มขึ้นเมื่อรวมกับปริมาณการขนส่งของ SJWD ช่วยเพิ่มอำนาจการต่อรองกับสายเรือ 6) จัดตั้งบริษัทร่วมทุนในมาเลเซียเพื่อรุกตลาดมาเลเซีย และ 7) มองหาโอกาส M&A

Exhibit 10: Key changes in assumptions

	-----Current-----			-----Previous-----			-----Change-----		
	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Total revenue	2,701	2,919	3,042	2,175	2,423	2,683	24.2	20.5	13.4
Sea freight	2,515	2,720	2,830	1,938	2,156	2,287	29.8	26.2	23.7
Sea volume (TEUs)	53,000	55,650	56,763	53,000	57,240	59,530	0.0	(2.8)	(4.6)
Air freight	23	25	28	32	34	37	(25.7)	(25.7)	(25.7)
Warehouse service	62	66	70	62	66	70	0.0	0.0	0.0
Logistics support	101	107	114	63	70	77	60.4	53.2	47.6
Cost of goods sold	2,252	2,409	2,481	1,705	1,902	2,118	32.1	26.7	17.1
Gross profit	449	511	561	469	521	565	(4.3)	(2.0)	(0.7)
EBITDA	213	256	283	258	290	313	(17.5)	(11.7)	(9.4)
Core profit	100	134	155	130	157	175	(22.7)	(14.5)	(11.5)
Key ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Blended gross margin	16.6	17.5	18.4	21.6	21.5	21.1	(5.0)	(4.0)	(2.6)
Sea freight	16.3	17.0	18.0	21.8	21.7	21.6	(5.5)	(4.7)	(3.6)
Air freight	60.0	63.0	63.0	60.0	63.0	69.0	0.0	0.0	(6.0)
Warehouse service	0.0	8.0	8.0	8.0	8.0	10.0	(8.0)	0.0	(2.0)
SG&A to sales	12.2	12.0	12.3	14.0	13.5	13.1	(1.8)	(1.5)	(0.8)
EBITDA margin	7.9	8.8	9.3	11.9	12.0	11.7	(4.0)	(3.2)	(2.3)
Core profit margin	3.7	4.6	5.1	6.0	6.5	6.5	(2.3)	(1.9)	(1.4)

Sources: SINO, FSSIA estimates

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาท แนะนำซื้อ เชื่อว่าผ่าน bottom แล้ว

เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.70 บาทจากเดิม 2.00 บาท บนสมมติฐาน 2024E EPS ใหม่ที่ 0.10 บาท แต่ปรับเพิ่ม Target P/E จากเดิม 16 เท่าเป็น 18 เท่า เนื่องจากอัตราค่าระวางเรือมีแนวโน้มฟื้นเร็วกว่าคาดการณ์เดิมโดยเฉพาะเส้นทางยุโรปและอเมริกา ซึ่ง SINO มีความชำนาญในเส้นทางไทย-อเมริกา ยังคงแนะนำซื้อโดยเชื่อว่าผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดแล้วใน 4Q23

Exhibit 11: Peers comparison as of 17 May 2024

Company	BBG	Rec	Market Cap (USD m)	PE		ROE		PBV		EV/EBITDA	
				24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Thailand											
Sino Logistics*	SINO TB	BUY	36	13.1	9.8	11.5	14.8	1.5	1.4	6.2	5.1
Wice Logistics	WICE TB	n/a	108	18.6	16.3	11.6	11.9	2.4	2.3	8.4	7.6
Thailand average			143	15.8	13.0	11.5	13.4	1.9	1.9	7.3	6.4
Regional											
Hapag-Lloyd	HLAG GR	n/a	30,790	60.0	n/a	3.6	(0.7)	1.6	1.7	10.4	11.9
Cosco Shipping	1919 HK	n/a	30,418	8.1	20.5	11.8	8.1	0.9	0.9	3.8	6.9
Maersk	MAERSKB DC	n/a	28,712	n/a	n/a	0.2	(1.5)	0.5	0.5	6.6	7.7
Evergreen Marin Corp Taiwan	2603 TT	n/a	14,015	8.8	17.8	11.4	6.5	1.0	0.9	4.1	6.2
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JT	n/a	11,848	7.8	8.4	11.6	9.6	0.9	0.8	15.4	13.3
Orient Overseas International	316 HK	n/a	11,489	7.9	9.0	10.3	7.7	1.0	0.9	3.0	4.6
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JT	n/a	10,497	14.0	11.7	7.8	9.1	1.1	1.0	12.3	11.9
HMM	011200 KS	n/a	9,018	7.0	10.6	8.2	5.3	0.6	0.6	1.3	1.8
Wan Hai Lines	2615 TT	n/a	6,049	41.4	n/a	3.4	0.1	0.9	0.9	13.3	18.5
Regional average			152,837	19.4	13.0	7.6	4.9	0.9	0.9	7.8	9.2
Overall average			152,980	18.7	13.0	8.3	6.5	1.1	1.1	7.7	8.7

Sources: Bloomberg, * FSSIA estimates

Financial Statements

SINO Logistics Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	5,907	1,800	2,701	2,919	3,042
Cost of goods sold	(4,561)	(1,423)	(2,252)	(2,409)	(2,481)
Gross profit	1,346	377	449	511	561
Other operating income	25	13	11	12	11
Operating costs	(500)	(306)	(330)	(350)	(374)
Operating EBITDA	903	162	213	255	281
Depreciation	(33)	(79)	(82)	(83)	(84)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	871	84	131	172	197
Net financing costs	(9)	(16)	(4)	(3)	(3)
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	862	68	127	169	194
Tax	(170)	(15)	(27)	(36)	(41)
Profit after tax	691	53	100	133	153
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	691	53	100	133	153
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	691	53	100	133	153
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.86	0.05	0.10	0.13	0.15
Reported EPS	0.86	0.05	0.10	0.13	0.15
DPS	0.35	0.04	0.04	0.05	0.06
Diluted shares (used to calculate per share data)	800	1,040	1,040	1,040	1,040
Growth					
Revenue (%)	26.1	(69.5)	50.1	8.1	4.2
Operating EBITDA (%)	102.1	(82.0)	30.9	19.8	10.4
Operating EBIT (%)	99.0	(90.4)	56.4	31.5	14.8
Recurring EPS (%)	(39.5)	(94.1)	90.0	33.1	14.9
Reported EPS (%)	(39.5)	(94.1)	90.0	33.1	14.9
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	22.8	21.0	16.6	17.5	18.4
Gross margin exc. depreciation (%)	23.3	25.3	19.7	20.3	21.2
Operating EBITDA margin (%)	15.3	9.0	7.9	8.7	9.2
Operating EBIT margin (%)	14.7	4.6	4.8	5.9	6.5
Net margin (%)	11.7	2.9	3.7	4.6	5.0
Effective tax rate (%)	19.8	22.6	21.0	21.1	21.2
Dividend payout on recurring profit (%)	40.5	74.0	40.0	40.3	40.5
Interest cover (X)	99.1	5.4	32.3	58.3	66.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	34.0	50.8	46.9	55.3	53.9
Creditor days	29.0	53.6	24.1	24.5	24.0
Operating ROIC (%)	226.2	16.3	13.9	18.6	21.2
ROIC (%)	163.7	10.3	9.9	12.9	14.5
ROE (%)	134.3	7.0	11.5	14.8	16.4
ROA (%)	52.4	5.0	7.4	9.4	10.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Sea freight	5,759	1,622	2,515	2,720	2,830
Air freight	41	29	23	25	28
Warehouse service	21	57	62	66	70
Logistics support	85	92	101	107	114

Sources: SINO Logistics Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

SINO Logistics Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	691	53	100	133	153
Depreciation	33	79	82	83	84
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(474)	(71)	162	(76)	(102)
Change in working capital	780	(158)	(145)	44	21
Cash flow from operations	1,031	(98)	200	184	155
Capex - maintenance	(12)	(10)	(80)	(88)	(85)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(3)	(519)	(38)	(19)	(21)
Cash flow from investing	(15)	(529)	(118)	(107)	(106)
Dividends paid	(704)	(160)	(40)	(54)	(62)
Equity finance	288	325	0	0	0
Debt finance	(140)	(68)	(10)	(18)	(8)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(556)	97	(50)	(72)	(70)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	1	3	5
Net other adjustments	0	0	1	3	5
Movement in cash	460	(530)	33	8	(16)
Free cash flow to firm (FCFF)	1,024.55	(611.61)	86.08	79.80	52.33
Free cash flow to equity (FCFE)	875.84	(695.25)	73.02	61.85	46.35
Per share (THB)					
FCFF per share	0.99	(0.59)	0.08	0.08	0.05
FCFE per share	0.84	(0.67)	0.07	0.06	0.04
Recurring cash flow per share	0.31	0.06	0.33	0.13	0.13
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	38	52	58	72	81
Less: Accumulated depreciation	(4)	(12)	(20)	(28)	(37)
Tangible fixed assets (net)	33	40	38	43	45
Intangible fixed assets (net)	127	239	251	266	285
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	690	160	193	201	185
A/C receivable	250	251	444	440	458
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	66	629	442	441	425
Current assets	1,006	1,040	1,079	1,082	1,069
Other assets	42	54	67	70	72
Total assets	1,208	1,373	1,435	1,461	1,470
Common equity	648	862	882	923	946
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	648	862	882	923	946
Long term debt	69	140	130	112	104
Other long-term liabilities	134	128	161	163	167
Long-term liabilities	203	268	291	275	271
A/C payable	263	132	154	158	156
Short term debt	41	85	81	79	77
Other current liabilities	54	26	27	26	20
Current liabilities	357	243	261	263	253
Total liabilities and shareholders' equity	1,208	1,373	1,435	1,461	1,470
Net working capital	(1)	722	705	696	707
Invested capital	201	1,055	1,061	1,075	1,108
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	0.81	0.83	0.85	0.89	0.91
Tangible book value per share	0.65	0.60	0.61	0.63	0.64
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(89.6)	7.5	2.0	(1.1)	(0.5)
Net debt/total assets (%)	(48.0)	4.7	1.2	(0.7)	(0.3)
Current ratio (x)	2.8	4.3	4.1	4.1	4.2
CF interest cover (x)	100.7	(43.6)	19.0	22.0	16.5
Valuation					
Recurring P/E (x) *	1.5	24.9	13.1	9.8	8.6
Recurring P/E @ target price (x) *	2.0	33.6	17.7	13.3	11.5
Reported P/E (x)	1.5	24.9	13.1	9.8	8.6
Dividend yield (%)	27.8	3.0	3.1	4.1	4.7
Price/book (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Price/tangible book (x)	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA (x) **	0.5	8.5	6.2	5.1	4.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	0.9	11.3	8.4	6.9	6.3
EV/invested capital (x)	2.1	1.3	1.3	1.2	1.2
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: SINO Logistics Corporation; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > 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.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating 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.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored.																				
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.																					
	<table border="1"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

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**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

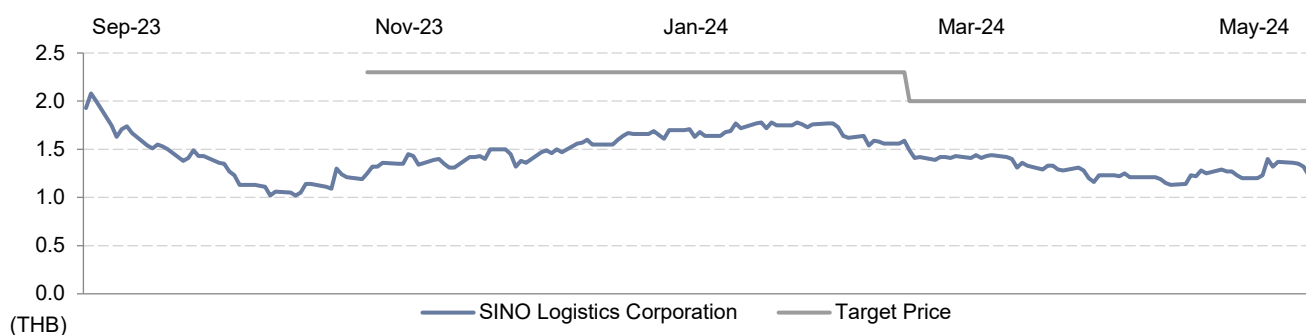
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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 Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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.

History of change in investment rating and/or target price

SINO Logistics Corporation (SINO TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
13-Nov-2023	BUY	2.30	27-Feb-2024	BUY	2.00	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 13-Nov-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
SINO Logistics Corporation	SINO TB	THB 1.26	BUY	Downside risks to our DCF-based TP include 1) ความผันผวนของราคาค่าระวาง 2) เศรษฐกิจและการค้าโลกไม่เติบโตตามคาด 3) สงคราม 4) ความผันผวนของราคาน้ำมัน 5) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Source: FSSIA estimates

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 Finasia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 17-May-2024 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.