

# SINO LOGISTICS CORPORATION

## THAILAND / TRANSPORT & LOGISTIC

### ค่าระวางเรือหนังกาโร 2Q24

- ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ผลักดันให้ค่าระวางปรับสูงขึ้นใน 2Q24 และเชื่อว่าค่าระวางจะยังอยู่ในระดับสูงใน 2H24
- กำไรปกติ 2Q24 +135% q-q, -42% y-y ตีกว่าคาด 10% แต่อัตรากำไรขั้นต้น 1H24 ที่ต่ำกว่าคาดทำให้เราปรับประมาณการลง
- ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.45 บาท

#### ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ผลักดันให้ค่าระวางปรับสูงขึ้นใน 2Q24

ผลการดำเนินงานใน 2Q24 พ้นอย่างรวดเร็วกว่า 1Q24 จากค่าระวางเรือใน 2Q24 ปรับขึ้นเร็วทั้งที่ไม่ใช่ฤดูกาล แต่เพราะความตึงเครียดในตะวันออกกลาง สงครามการค้าสหรัฐ-จีน การเดินเรืออ้อมทวีปแอฟริกา การประท้วงของพนักงานรถไฟในแคนาดา (ผู้ผลิตสินค้าต้องจัดหาการขนส่งประเภทอื่นทดแทน) และความแออัดของท่าเรือต่างๆ ทำให้ดัชนี SCFI เพิ่มขึ้นจาก 1,731 จุดสิ้น 1Q24 เป็น 3,715 จุดสิ้น 2Q24 (+115% q-q) แต่หากคิดที่อัตราเฉลี่ย พบว่าดัชนี SCFI เฉลี่ย 2Q24 อยู่ที่ 2,575 จุด สูงขึ้นจาก 1Q24 ที่มีค่าเฉลี่ย 2,022 จุด ค่าระวางเรือเส้นทางยุโรปและอเมริกาปรับขึ้นแรงที่สุด แรงกว่าฝั่งเอเชีย

#### กำไรปกติ 2Q24 +135% q-q, -42% y-y ตีกว่าคาด 10%

กำไรปกติของ SINO ใน 2Q24 ปรับขึ้นแรง +135% q-q เป็น 13 ล้านบาท ตีกว่าคาด 10% เป็นผลจากการปรับขึ้นของอัตราค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์โดยเฉพาะเส้นทางอเมริกาซึ่งเป็นเส้นทางหลักของบริษัท ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นเป็น 13.2% จาก 11.3% ใน 1Q24 กำไรที่ลดลง 42% y-y เป็นผลมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับลงเป็นหลัก และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังสูงขึ้น

#### แม้ช่วงนี้จะพักฐาน แต่เชื่อว่าค่าระวางจะยังอยู่ในระดับสูงใน 2H24

แม้ว่าดัชนี SCFI ในปัจจุบันจะปรับลงมา 12% 3QTD แต่ยังอยู่ในระดับสูง 3,254 จุด สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ 2Q24 กว่า 25% แม้จะมีการพักฐานบ้างหลังจากจีนสั่งซื้อสินค้าจำนวนมากใน 2Q24 ก่อนที่ภาษีบางสินค้าจะปรับขึ้นใน 3Q24 แต่เราเชื่อว่าค่าระวางเรือจะยังอยู่ในระดับสูงจากดีมานด์ที่สูงขึ้นตามฤดูกาล

#### ปรับประมาณการและราคาเป้าหมายอีกครั้ง

แม้กำไรใน 2Q24 จะตีกว่าคาด แต่อัตรากำไรขั้นต้นใน 1H24 ที่ทำได้ 12.2% ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 32%/40%/34% หลักๆ มาจากการปรับเพิ่มรายได้จากการขนส่งทางเรือ แต่ปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลง บนสมมติฐานใหม่ กำไรปกติปี 2024 คาดเติบโต 28.5% y-y เป็น 67.7 ล้านบาท ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.45 บาท ถึง 2024E P/E 22 เท่า ราคาหุ้นยังมี upside กว่า 10% จึงคงคำแนะนำซื้อ

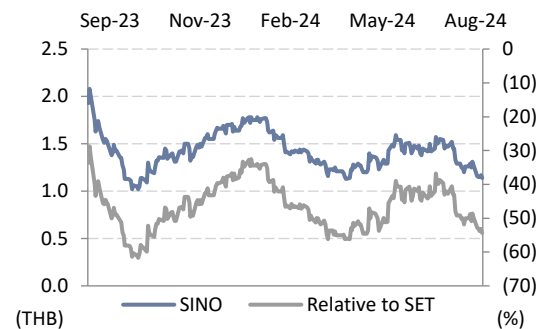
## SINO TB

**BUY**  
UNCHANGED

TARGET PRICE	THB1.45
CLOSE	THB1.14
UP/DOWNSIDE	+27.2%
PRIOR TP	THB1.70
CHANGE IN TP	-14.7%
TP vs CONSENSUS	-14.7%

### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,800	2,998	3,149	3,309
Net profit	53	68	79	101
EPS (THB)	0.05	0.07	0.08	0.10
vs Consensus (%)	-	(30.0)	(38.5)	(33.3)
EBITDA	162	179	194	221
Recurring net profit	53	68	79	101
Core EPS (THB)	0.05	0.07	0.08	0.10
Chg. In EPS est. (%)	-	(32.4)	(40.4)	(34.3)
EPS growth (%)	(94.1)	28.5	17.4	26.6
Core P/E (x)	22.5	17.5	14.9	11.8
Dividend yield (%)	3.3	2.3	2.7	3.5
EV/EBITDA (x)	7.7	7.1	6.5	5.8
Price/book (x)	1.4	1.4	1.4	1.4
Net debt/Equity (%)	7.5	11.2	9.2	11.3
ROE (%)	7.0	7.9	9.2	11.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(21.4)	(13.6)	n/a
Relative to country (%)	(20.0)	(8.8)	n/a
Mkt cap (USD m)	34		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.3		
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 Amornthum**

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

Investment thesis

กำไรปกติของ SINO ใน 2Q24 ปรับขึ้นแรง +135% q-q เป็น 13 ล้านบาท เป็นผลจากการปรับขึ้นของอัตราค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์ โดยเฉพาะเส้นทางอเมริกาซึ่งเป็นเส้นทางหลักของบริษัท ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นเป็น 13.2% จาก 11.3% ใน 1Q24 กำไรที่ลดลง 42% y-y เป็นผลมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับลง

แม้กำไรใน 2Q24 จะดีกว่าคาด แต่อัตรากำไรขั้นต้นใน 1H24 ที่ทำได้ 12.2% ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.45 บาท อิง 2024E P/E 22 เท่า

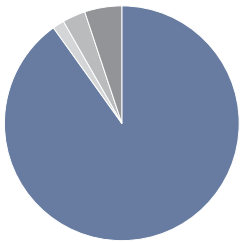
Company profile

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) รวมถึงการให้บริการให้เชาคลังสินค้า การให้บริการขนส่งทางบก การให้บริการด้านพิธีการศุลกากร และบริการสนับสนุนอื่นๆ เพื่อให้บริการด้านโลจิสติกส์อย่างครบวงจร

[www.sinologistics.co.th](http://www.sinologistics.co.th)

Principal activities (revenue, 2023)

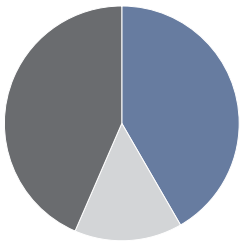
- Sea freight - 90.1 %
- Air freight - 1.6 %
- Warehouse service - 3.2 %
- Logistics support - 5.1 %



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) ความผันผวนของราคาค่าระวาง 2) เศรษฐกิจและการค้าโลกไม่เติบโตตามคาด 3) สงคราม 4) ความผันผวนของราคาน้ำมัน 5) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

Event calendar

Date	Event
22 August 2024	Ex-dividend date
28 August 2024	2Q24 Opportunity day
6 September 2024	Dividend payment date

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Total operating revenue	2,998	3,149	3,309
Sea freight	2,830	2,973	3,123
Volume (TEUs)	53,000	54,590	55,682
Air freight	21	19	21
Warehouse service	47	49	52
Logistics support	101	107	114
Gross margin (%)	13.0	13.4	14.1
Net profit margin (%)	2.3	2.6	3.1

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 2Q24 เพิ่มขึ้น +135% q-q ตามค่าระวางเรือ

ผลการดำเนินงานใน 2Q24 เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 1Q24 จากอัตราค่าระวางเรือใน 2Q24 เพิ่มขึ้นเร็ว ทั้งที่ไม่ใช่ฤดูกาล แต่เพราะความตึงเครียดมากขึ้นในตะวันออกกลาง สงครามการค้าสหรัฐ-จีน การเดินเรืออ้อมทวีปแอฟริกา การประท้วงของพนักงานรถไฟในแคนาดา (ผู้ผลิตสินค้าต้องจัดการขนส่งประเภทอื่นทดแทน) และความแออัดของท่าเรือต่างๆ ทำให้ดัชนี SCFI เพิ่มขึ้นจาก 1,731 จุดสิ้น 1Q24 เป็น 3,715 จุดสิ้น 2Q24 (+115% q-q) แต่หากคิดที่อัตราเฉลี่ย พบว่าดัชนี SCFI เฉลี่ย 2Q24 อยู่ที่ 2,575 จุด สูงขึ้นจาก 1Q24 ที่มีค่าเฉลี่ย 2,022 จุด ค่าระวางเรือเส้นทางยุโรปและอเมริกาเพิ่มขึ้นแรงที่สุด แรงกว่าฝั่งเอเชีย

กำไรปกติของ SINO ใน 2Q24 เพิ่มขึ้น +135% q-q เป็น 13 ล้านบาท เป็นผลจากการปรับขึ้นของอัตราค่าระวางเรือตู้คอนเทนเนอร์โดยเฉพาะเส้นทางอเมริกาซึ่งเป็นเส้นทางหลักของบริษัท ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มสูงขึ้นเป็น 13.2% จาก 11.3% ใน 1Q24 คิดเป็นกำไรขั้นต้น 97 ล้านบาท +11% q-q และยังคงควบคุมค่าใช้จ่ายอื่นได้ดี

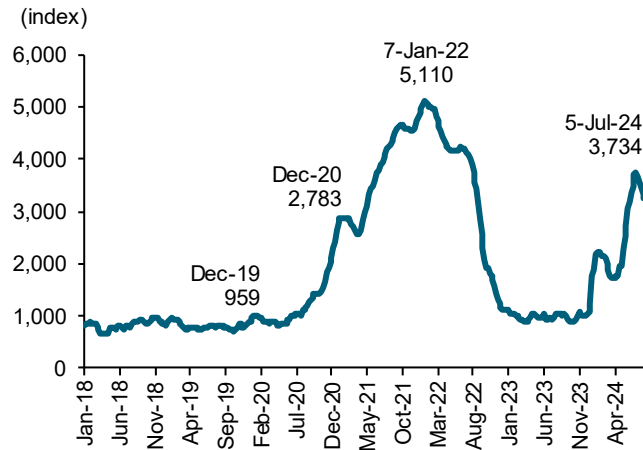
หากเทียบกับ 2Q23 กำไรที่ลดลง 42% y-y เป็นผลมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับลงเป็นหลัก และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังสูงขึ้น จึงส่งผลให้กำไรลดลง y-y

Exhibit 1: SINO - 2Q24 earnings results

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		1H23	1H24	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Service revenue	400	480	490	774	735	(5.0)	83.5	830	1,509	81.7
Cost of services	(302)	(391)	(410)	(687)	(638)	(7.1)	111.0	(621)	(1,325)	113.3
Gross profit	98	89	80	87	97	11.0	(1.2)	209	184	(12.1)
Operating costs	(69)	(76)	(79)	(81)	(78)	(3.7)	12.9	(151)	(159)	5.0
Operating profit	32	13	4	10	20	90.1	(38.2)	67	30	(55.1)
Operating EBITDA	51	36	26	33	41	23.5	(19.4)	100	74	(26.0)
Interest expense	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4.6)	(12.9)	7	7	(2.1)
Profit before tax	28	9	(0)	7	16	142.8	(41.8)	59	23	(61.7)
Corporate tax	(6)	(2)	(0)	(1)	(3)	161.4	(41.5)	13	5	(65.1)
Reported net profit	22	7	(0)	5	13	138.2	(41.9)	46	18	(60.7)
Core profit	22	7	(0)	5	13	138.2	(41.9)	46	18	(60.7)
Reported EPS (THB)	0.03	0.01	(0.00)	0.01	0.01	138.3	(54.7)	0.06	0.02	(69.5)
Core EPS (THB)	0.03	0.01	(0.00)	0.01	0.01	138.3	(55.3)	0.06	0.02	(69.5)
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	24.5	18.5	16.3	11.3	13.2	1.9	(11.3)	25.2	12.2	(13.0)
Operating margin	7.9	2.8	0.7	1.3	2.7	1.3	(5.3)	8.0	2.0	(6.1)
EBITDA margin	12.6	7.5	5.4	4.3	5.6	1.3	(7.1)	12.0	4.9	(7.1)
Core profit margin	5.5	1.5	(0.1)	0.7	1.7	1.0	(3.7)	5.5	1.2	(4.3)
SG&A / Sales	17.2	15.9	16.1	10.5	10.6	0.1	(6.6)	18.2	10.5	(7.7)
Revenue structure	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Sea freight	363	426	446	728	704	(3.3)	93.9	750	1,432	90.9
Air freight	6	4	6	5	3	(40.0)	(50.0)	19	8	(57.8)
Warehouse	11	27	13	15	3	(80.0)	(72.7)	17	18	4.6
Logistic support	21	23	24	26	25	(3.8)	19.0	45	51	14.3

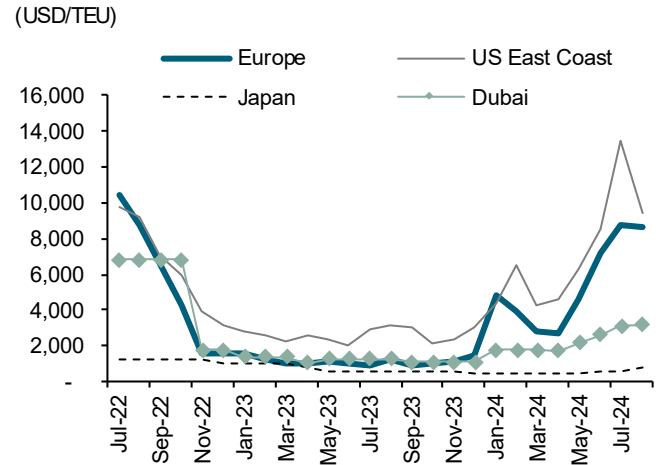
Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 2: SCFI Index



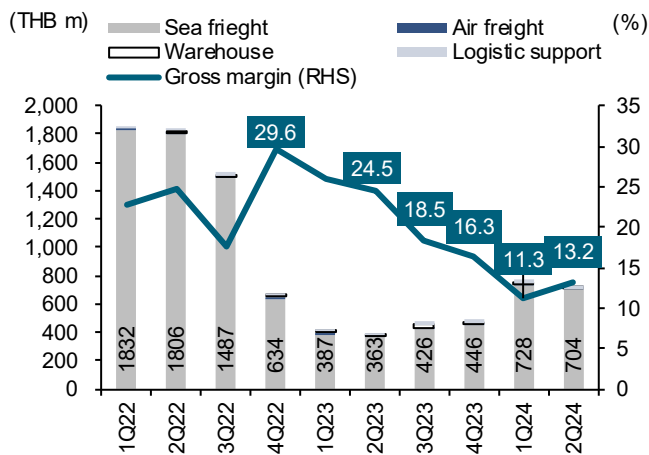
Source: Bloomberg

Exhibit 3: Sea freight rates at different routes



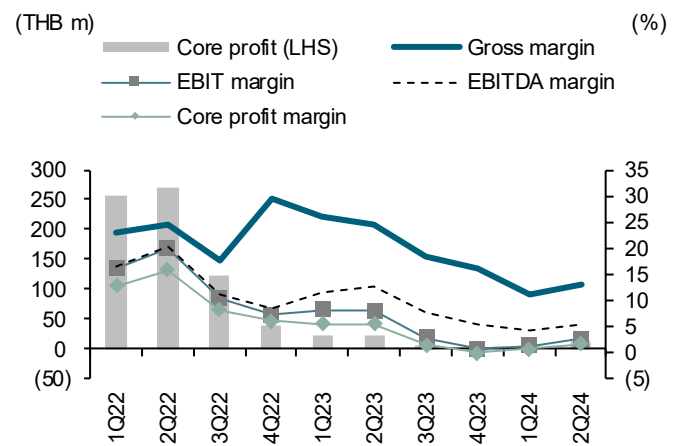
Source: Thai National Shippers' Council

Exhibit 4: Revenue breakdown and gross margin



Sources: SINO, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Margins and core profit



Sources: SINO, FSSIA's compilation

ปรับประมาณการและราคาเป้าหมายลง

แม้ว่าดัชนี SCFI ในปัจจุบันจะปรับลงมา 12% 3QTD แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง 3,254 จุด สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ 2Q24 กว่า 25% แม้จะมีการพักฐานบ้างหลังจากจีนสั่งซื้อสินค้าจำนวนมากใน 2Q24 ก่อนที่ภาษีบางสินค้าจะปรับขึ้นใน 3Q24 แต่เราเชื่อว่าค่าระวางเรือจะยังอยู่ในระดับสูงจากดีมานด์ที่สูงขึ้นตามฤดูกาล อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นใน 1H24 ที่ทำได้ 12.2% ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 32%/40%/34% หลักๆ มาจากการปรับเพิ่มรายได้จากการขนส่งทางเรือ แต่ปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นลง บนสมมติฐานใหม่ กำไรปกติปี 2024 คาดเติบโต 28.5% y-y เป็น 67.7 ล้านบาท

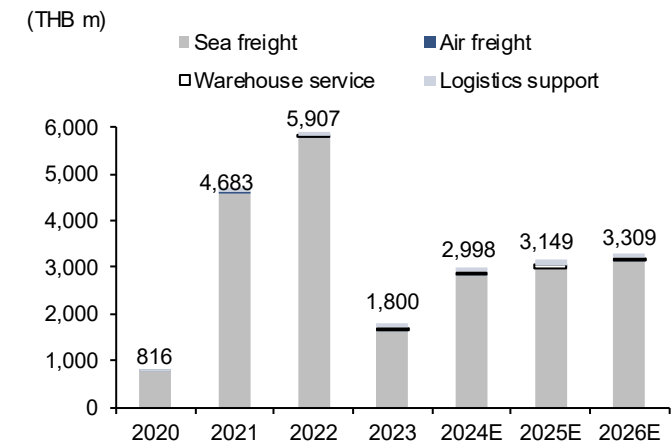
เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.45 บาท อิง 2024E P/E 22 เท่า แม้ว่า Target P/E จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ให้บริการในและต่างประเทศ แต่หากดูกำไรในปี 2025 ที่ส่วนใหญ่ถูกคาดการณ์ว่าจะลดลง เราเชื่อว่า SINO จะยังมีกำไรที่เติบโตได้โดยอาศัยปริมาณการขนส่งในเส้นทางที่บริษัทเชี่ยวชาญเป็นหลัก

Exhibit 6: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
Total revenue	2,998	3,149	3,309	2,701	2,919	3,042	11.0	7.9	8.8
Sea freight	2,830	2,973	3,123	2,515	2,720	2,830	12.5	9.3	10.4
Sea volume (TEUs)	53,000	54,590	55,682	53,000	55,650	56,763	0.0	(1.9)	(1.9)
Air freight	21	19	21	23	25	28	(11.5)	(23.5)	(25.2)
Warehouse service	47	49	52	62	66	70	(24.1)	(26.2)	(26.9)
Logistics support	101	107	114	101	107	114	0.0	0.0	0.0
Cost of goods sold	2,609	2,725	2,842	2,252	2,409	2,481	15.8	13.1	14.6
Gross profit	390	423	467	449	511	561	(13.3)	(17.1)	(16.8)
EBITDA	179	195	223	213	256	283	(15.6)	(23.6)	(21.1)
Core profit	68	80	103	100	134	155	(32.4)	(40.1)	(33.8)
Key ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Blended gross margin	13.0	13.4	14.1	16.6	17.5	18.4	(3.6)	(4.0)	(4.3)
Sea freight	12.9	13.3	14.0	16.3	17.0	18.0	(3.4)	(3.7)	(4.0)
Air freight	60.0	63.0	63.0	60.0	63.0	63.0	0.0	0.0	0.0
Warehouse service	2.0	8.0	8.0	0.0	8.0	8.0	2.0	0.0	0.0
SG&A to sales	10.1	10.3	10.3	12.2	12.0	12.3	(2.1)	(1.7)	(2.0)
EBITDA margin	6.0	6.2	6.7	7.9	8.8	9.3	(1.9)	(2.6)	(2.6)
Core profit margin	2.3	2.6	3.1	3.7	4.6	5.1	(1.4)	(2.0)	(2.0)

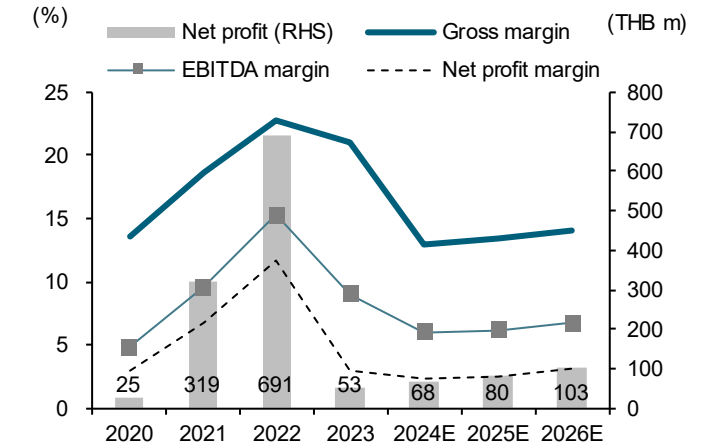
Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 7: Revenue breakdown



Sources: SINO, FSSIA estimates

Exhibit 8: Margins and net profit



Sources: SINO, FSSIA estimates

## Exhibit 9: Peers comparison as of 12 August 2024

	BBG	Market Cap (USD m)	--- NPAT growth ---		----- PE -----		PBV	ROE	----- EV/EBITDA -----	
			24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	24E (x)	24E (%)	25E (%)
<b>Thailand</b>										
SINO Logistics Corporation*	SINO TB	33.63	28.5	18.8	17.5	14.9	1.4	7.9	7.1	6.5
Regional Container Lines	RCL TB	537	49.1	(69.8)	8.4	27.8	0.4	5.0	2.3	2.3
Wice Logistics	WICE TB	96	50.2	(29.3)	14.8	16.2	2.1	13.8	6.8	7.4
LEO Global Logistics	LEO TB	33	12.0	n/a	20.5	18.4	3.5	3.1	12.6	13.9
Sonic Interfreight	SONIC TB	34	6.4	n/a	8.6	8.1	0.9	0.8	12.8	16.6
<b>Thailand average</b>			<b>29.4</b>	<b>(49.5)</b>	<b>13.1</b>	<b>17.6</b>	<b>1.7</b>	<b>5.7</b>	<b>8.6</b>	<b>10.1</b>
<b>Global</b>										
Hapag-Lloyd AG	HLAG GR	31,116	(58.9)	(75.7)	17.1	86.9	1.5	7.0	7.3	10.6
Maersk A/S	MAERS EU	15,124	(2.4)	nm	7.3	490.5	0.5	6.2	3.5	5.6
Cosco Shipping	1919 HK	21,999	(71.1)	(58.6)	4.2	10.9	0.7	19.7	2.1	4.5
Mitsui OSK Lines Ltd	9104 JT	11,214	(3.4)	(26.8)	6.5	8.9	0.7	12.7	12.0	11.8
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JT	8,747	107.6	(59.1)	5.9	14.2	0.8	13.9	9.4	9.9
Evergreen Marine Corp Taiwan	2603 TT	11,848	124.8	(65.6)	4.6	10.3	0.8	15.4	2.7	4.2
China Merchants Energy Shipping	601872 CH	8,739	11.8	(12.1)	8.8	7.8	1.5	17.5	7.4	6.5
Wan Hai Lines	2615 TT	7,133	nm	(61.5)	8.0	39.6	0.9	14.2	5.1	216.2
Nanjing Tanker Corp	601975 CH	2,075	48.0	0.5	6.6	6.5	1.3	20.9	4.1	4.0
Great Eastern Shipping Co. Ltd	GESCO IN	2,289	20.5	(2.0)	6.1	6.2	1.3	20.3	4.4	4.3
Xingtong Shipping	603209 CH	370	26.8	22.3	12.7	10.4	1.6	12.8	12.1	9.7
<b>Global average</b>			<b>20.4</b>	<b>(33.9)</b>	<b>8.0</b>	<b>62.9</b>	<b>1.1</b>	<b>14.6</b>	<b>6.4</b>	<b>26.1</b>
<b>Overall average</b>			<b>23.0</b>	<b>(36.5)</b>	<b>9.4</b>	<b>52.5</b>	<b>1.3</b>	<b>12.7</b>	<b>7.3</b>	<b>23.2</b>

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	2,998	3,149	3,309
Cost of goods sold	(4,561)	(1,423)	(2,609)	(2,725)	(2,842)
<b>Gross profit</b>	<b>1,346</b>	<b>377</b>	<b>390</b>	<b>423</b>	<b>467</b>
Other operating income	25	13	11	13	12
Operating costs	(500)	(306)	(303)	(324)	(341)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>903</b>	<b>162</b>	<b>179</b>	<b>194</b>	<b>221</b>
Depreciation	(33)	(79)	(82)	(83)	(84)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>871</b>	<b>84</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>138</b>
Net financing costs	(9)	(16)	(12)	(11)	(10)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>862</b>	<b>68</b>	<b>86</b>	<b>101</b>	<b>128</b>
Tax	(170)	(15)	(18)	(21)	(27)
<b>Profit after tax</b>	<b>691</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>691</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>691</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.86	0.05	0.07	0.08	0.10
Reported EPS	0.86	0.05	0.07	0.08	0.10
DPS	0.35	0.04	0.03	0.03	0.04
Diluted shares (used to calculate per share data)	800	1,040	1,040	1,040	1,040
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	26.1	(69.5)	66.6	5.0	5.1
Operating EBITDA (%)	102.1	(82.0)	10.5	8.3	13.9
Operating EBIT (%)	99.0	(90.4)	16.8	14.2	23.3
Recurring EPS (%)	(39.5)	(94.1)	28.5	17.4	26.6
Reported EPS (%)	(39.5)	(94.1)	28.5	17.4	26.6
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	22.8	21.0	13.0	13.4	14.1
Gross margin exc. depreciation (%)	23.3	25.3	15.7	16.1	16.6
Operating EBITDA margin (%)	15.3	9.0	6.0	6.2	6.7
Operating EBIT margin (%)	14.7	4.6	3.3	3.5	4.2
Net margin (%)	11.7	2.9	2.3	2.5	3.0
Effective tax rate (%)	19.8	22.6	21.0	21.2	21.3
Dividend payout on recurring profit (%)	40.5	74.0	40.0	40.5	40.8
Interest cover (X)	99.1	5.4	8.1	10.4	14.2
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	34.0	50.8	45.3	56.1	52.7
Creditor days	29.0	53.6	22.4	24.7	23.7
Operating ROIC (%)	226.2	16.3	10.0	11.3	14.2
ROIC (%)	163.7	10.3	7.2	8.0	9.8
ROE (%)	134.3	7.0	7.9	9.2	11.6
ROA (%)	52.4	5.0	5.5	6.1	7.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Sea freight	5,759	1,622	2,830	2,973	3,123
Air freight	41	29	21	19	21
Warehouse service	21	57	47	49	52
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	68	79	101
Depreciation	33	79	82	83	84
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(474)	(71)	141	(53)	(90)
Change in working capital	780	(158)	(178)	40	21
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,031</b>	<b>(98)</b>	<b>113</b>	<b>150</b>	<b>115</b>
Capex - maintenance	(12)	(10)	(80)	(88)	(85)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	(3)	(519)	(43)	(18)	(14)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(15)</b>	<b>(529)</b>	<b>(123)</b>	<b>(106)</b>	<b>(99)</b>
Dividends paid	(704)	(160)	(27)	(32)	(41)
Equity finance	288	325	0	0	0
Debt finance	(140)	(68)	(10)	(18)	(8)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(556)</b>	<b>97</b>	<b>(37)</b>	<b>(50)</b>	<b>(49)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	1	3	5
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>460</b>	<b>(530)</b>	<b>(46)</b>	<b>(3)</b>	<b>(28)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	1,024.55	(611.61)	2.11	54.64	26.16
Free cash flow to equity (FCFE)	875.84	(695.25)	(18.88)	28.88	13.48
<b>Per share (THB)</b>					
FCFF per share	0.99	(0.59)	0.00	0.05	0.03
FCFE per share	0.84	(0.67)	(0.02)	0.03	0.01
Recurring cash flow per share	0.31	0.06	0.28	0.11	0.09
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	38	52	58	72	81
Less: Accumulated depreciation	(4)	(12)	(20)	(28)	(37)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>127</b>	<b>239</b>	<b>251</b>	<b>266</b>	<b>277</b>
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	690	160	114	111	83
A/C receivable	250	251	493	474	480
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	66	629	480	468	455
<b>Current assets</b>	<b>1,006</b>	<b>1,040</b>	<b>1,087</b>	<b>1,054</b>	<b>1,018</b>
Other assets	42	54	71	73	75
<b>Total assets</b>	<b>1,208</b>	<b>1,373</b>	<b>1,447</b>	<b>1,436</b>	<b>1,415</b>
Common equity	648	862	863	871	863
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>648</b>	<b>862</b>	<b>863</b>	<b>871</b>	<b>863</b>
Long term debt	69	140	130	112	104
Other long-term liabilities	134	128	164	165	169
<b>Long-term liabilities</b>	<b>203</b>	<b>268</b>	<b>294</b>	<b>277</b>	<b>273</b>
A/C payable	263	132	179	179	179
Short term debt	41	85	81	79	77
Other current liabilities	54	26	31	30	23
<b>Current liabilities</b>	<b>357</b>	<b>243</b>	<b>290</b>	<b>288</b>	<b>279</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>1,208</b>	<b>1,373</b>	<b>1,447</b>	<b>1,436</b>	<b>1,415</b>
Net working capital	(1)	722	764	734	733
Invested capital	201	1,055	1,124	1,116	1,129
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
<b>Per share (THB)</b>					
Book value per share	0.81	0.83	0.83	0.84	0.83
Tangible book value per share	0.65	0.60	0.59	0.58	0.56
<b>Financial strength</b>					
Net debt/equity (%)	(89.6)	7.5	11.2	9.2	11.3
Net debt/total assets (%)	(48.0)	4.7	6.7	5.6	6.9
Current ratio (x)	2.8	4.3	3.7	3.7	3.6
CF interest cover (x)	100.7	(43.6)	(0.6)	3.7	2.4
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>1.3</b>	<b>22.5</b>	<b>17.5</b>	<b>14.9</b>	<b>11.8</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>1.7</b>	<b>28.6</b>	<b>22.3</b>	<b>19.0</b>	<b>15.0</b>
Reported P/E (x)	1.3	22.5	17.5	14.9	11.8
Dividend yield (%)	30.7	3.3	2.3	2.7	3.5
Price/book (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Price/tangible book (x)	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
EV/EBITDA (x) **	0.4	7.7	7.1	6.5	5.8
EV/EBITDA @ target price (x) **	0.6	9.7	8.9	8.2	7.3
EV/invested capital (x)	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1
* 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 ( <a href="#">DJSI</a> ) 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 ( <a href="#">THSI</a> ) by The Stock Exchange of Thailand ( <a href="#">SET</a> )	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 <a href="#">THSI inclusion</a> , 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. <a href="#">SETTHSI Index</a> 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.																				
<b>CG Score</b> 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%).																				
<b>AGM level</b> 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&amp;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.																				
<a href="#">Thai CAC</a> 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.																				
<a href="#">Morningstar Sustainability</a>	The Sustainability's 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 &amp; 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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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+																		
<a href="#">ESG Book</a>	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.																				
<a href="#">MSCI</a>	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><tr><td><b>AAA</b></td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3"><b>Leader:</b></td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td><b>AA</b></td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td><b>A</b></td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td><b>BBB</b></td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3"><b>Average:</b></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><b>BB</b></td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td><b>B</b></td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td><b>CCC</b></td><td>0.000-1.428</td><td><b>Laggard:</b></td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570	<b>A</b>	5.714-7.142	<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285	<b>B</b>	1.429-2.856	<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
<b>AA</b>	7.143-8.570																					
<b>A</b>	5.714-7.142																					
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
<b>BB</b>	2.857-4.285																					
<b>B</b>	1.429-2.856																					
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
<a href="#">Moody's ESG solutions</a>	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.																					
<a href="#">Refinitiv ESG rating</a>	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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																					
<a href="#">S&amp;P Global</a>	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.																					
<b>Bloomberg</b>	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

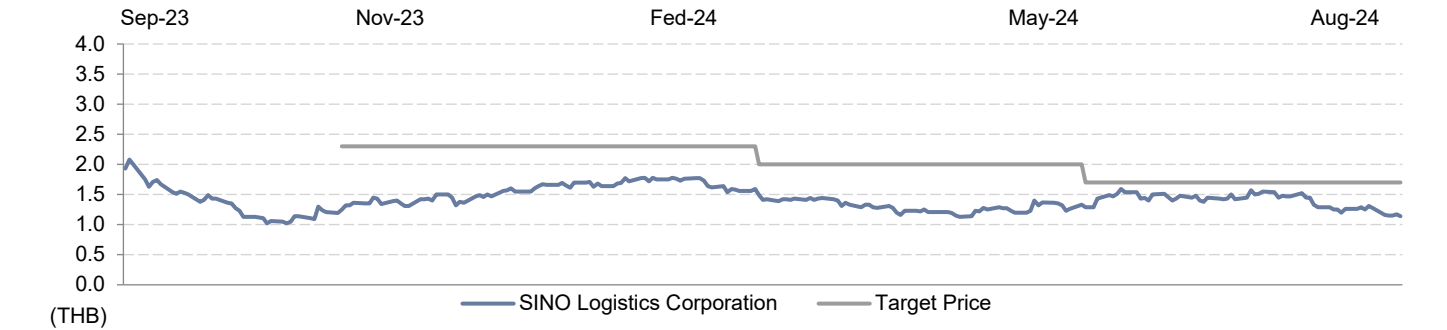
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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)



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 1.14	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 Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 09-Aug-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.