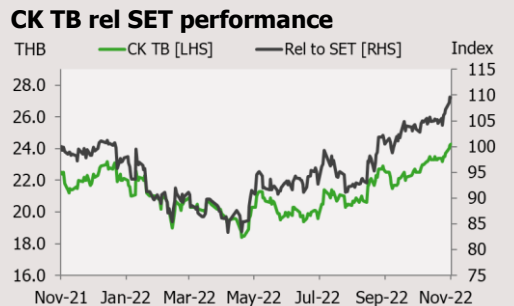




Ch. Karnchang PCL

CK TB	Outperform	
Target Price	Bt	30.87
Price (23/11/2022)	Bt	24.30
Upside	%	27.05
Valuation	SOTP	
Sector	Construction Services	
Market Cap	Btm	41,162
30-day avg turnover	Btm	119.30
No. of shares on issue	m	1,694
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

Year end Dec 31	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials					
Revenue (Btmn)	17,005	12,459	18,511	24,760	40,241
Core profit (Btmn)	390	117	816	1,574	2,891
Net profit (Btmn)	612	906	816	1,574	2,891
Net EPS (Bt)	0.36	0.53	0.48	0.93	1.71
DPS (Bt)	0.20	0.25	0.24	0.46	0.60
BVPS (Bt)	15.26	15.15	15.30	15.74	16.16
Net EPS growth (%)	-65.57	47.95	-9.90	92.92	83.52
ROA (%)	0.76	1.12	0.95	1.80	3.08
ROE (%)	2.37	3.53	3.15	5.91	10.55
Net D/E (x)	1.32	1.39	1.37	1.39	1.31
Valuation					
P/E (x)	45.93	42.83	50.44	26.15	14.25
P/BV (x)	1.09	1.51	1.59	1.54	1.50
EV/EBITDA (x)	174.54	20,982	115.42	68.15	33.93
Dividend yield (%)	1.20	1.09	0.99	1.91	2.46



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments

Analyst
Pisut Ngamvijitvong
Pisut.n@kasikornsecurities.com
Assistant Analyst
Saran Chinwanno

24 November 2022
Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรที่คาดโตแข็งแกร่งจะลดส่วนลดให้แคบลง

- ▶ มุมมองบวกจากการประชุมนักวิเคราะห์จาก 1) บริษัทฯ จะเซ็นสัญญา 2 โครงการใหม่ในปี 2565 และ 2) กำลังดำเนินการต่อสัญญาของ PTW
- ▶ ผู้บริหารตั้งเป้ากำไรปกติโต 2 เท่า ในปี 2566 หรือคิดเป็น upside ที่ 5-10% ต่อประมาณการของเราและเท่ากับ 200% ของกำไรปกติปี 62 (ระดับก่อนเกิดโควิด)
- ▶ แนะนำ "ซื้อ" จาก 1) มูลค่า backlog ที่สูงเป็นประวัติการณ์ 2) กลุ่มก่อสร้างที่คาดพลิกเป็นกำไรและ 3) ส่วนลดของ holding company ที่ไม่สมเหตุสมผลที่ 38.8%

Investment Highlights

- ▶ **เหตุการณ์** เมื่อวันที่ 23 พ.ย. 2565 CK จัดการประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/2565 โดยมีนักวิเคราะห์ฝั่ง sell-side กว่า 40 คน เข้าร่วมประชุม
- ▶ **อัปเดต** ผู้บริหารเชื่อว่าบริษัทฯ จะเซ็นสัญญา 2 โครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ภายในสิ้นปี 2565 ได้แก่ 1) โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม ช่วงตะวันออก (มูลค่าก่อสร้าง 9.6 หมื่นลบ.) และ 2) โครงการเขื่อนและโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง (มูลค่าก่อสร้าง 8.0 หมื่นลบ.) ผู้บริหารกำลังดำเนินการต่อสัญญาผลิตน้ำระหว่างบริษัท ประปาปทุมธานี จำกัด (PTW) และการประสานภูมิภาค ไปอีก 20 ปี หลังสัญญาปัจจุบันจะสิ้นสุดลงในเดือนต.ค. 2566
- ▶ **แนวทางการเงิน** ผู้บริหารตั้งเป้ากำไรปกติโตขึ้น 2 เท่า ในปี 2566 ธุรกิจก่อสร้างของ CK จะมีมูลค่า backlog มากกว่า 2 แสนลบ. ภายในสิ้นปีนี้ นอกจากธุรกิจก่อสร้างแล้วผู้บริหารยังคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือของ CK จะช่วยหนุนเป้าการเติบโตของกำไรในปี 2566
- ▶ **ธุรกิจที่ไม่ใช่ก่อสร้าง** ผู้บริหารของ CK ตั้งเป้ากำไรปกติของ BEM โตขึ้น 40-50% YoY ในปี 2566 เทียบกับคาดการณ์อัตราเติบโตของกำไรปกติปี 2566 ที่ 44% ณ เดือน ต.ค. 2565 BEM รายงานปริมาณจราจรบนทางด่วนรายวันที่ 1.08 ล้านเที่ยว (87% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19) และปริมาณผู้ใช้โดยสารรถไฟฟ้ารายวันที่ 3.41 แสนเที่ยว (91% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19) ในส่วนของ CKP นักวิเคราะห์ของเราคาดว่ากำไรของ CKP จะทรงตัวและจะเติบโตขึ้นเมื่อโครงการหลวงพระบางเริ่มดำเนินการผลิต สำหรับ TTW เงินปันผลทรงตัวอยู่ที่ 465 ลบ. ซึ่งคาดว่าจะทรงตัวไปอีกซีกระยะหลังต่อสัญญาใหม่ในปี 2566 ไปอีก 20 ปี
- ▶ **เทียบกับระดับก่อนเกิดโควิด-19** หากเปรียบเทียบระดับก่อนเกิดโควิด-19 (ปี 2562) คาดมูลค่า backlog สิ้นปี 2565 จะอยู่ที่ 590% ขณะที่คาดว่ากำไรปกติปี 2566 จะอยู่ที่ 188% และกำไรปกติปี 2567 คาดอยู่ที่ 740% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ราคาหุ้นขณะนี้เท่ากับแค่ 123% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าราคาหุ้นจะมี upside เพิ่มเติมอีกถึงจากแนวโน้มยอด backlog และกำไรสุทธิที่แข็งแกร่ง

Valuation and Recommendation

- ▶ **แนะนำ "ซื้อ"** เราลดคำแนะนำ "ซื้อ" CK ด้วยราคาเป้าหมายอิงด้วยวิธี SOTP ที่ 30.87 บาท (แผนภาพ 3) ปัจจัยหนุนตัวคูณมูลค่าหุ้นคาดจะมาจาก 1) ยอด backlog ที่คาดสูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ในช่วงสิ้นปีนี้ 2) แนวโน้มกำไรสุทธิที่สดใส 3) CK ได้รับงานโครงการทางด่วน 2 ชั้น จาก BEM และ 4) CK ส่งต่อเงินปันผลที่สูงขึ้นจากบริษัทในเครือให้กับผู้ถือหุ้นซึ่งคาดจะลดช่องว่างของ holding discount ลง
- ▶ **Holding discount** เราเปรียบเทียบระหว่าง 1) มูลค่าตลาดของบริษัทในเครือที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ CK ได้แก่ BEM TTW และ CKP และ 2) ราคาตลาดของ CK ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2558 และเราพบว่าราคาหุ้น CK ขณะนี้ซื้อขายน้อยกว่ามูลค่าตลาดที่เหมาะสมของบริษัทในเครืออยู่ 38.8% (แผนภาพ 4-5) เทียบกับระดับส่วนลดเฉลี่ยช่วง 7 ปี ที่ 29.1% เราเชื่อว่าอัตราลดของ holding company ที่สูงมีสาเหตุจากหน่วยธุรกิจก่อสร้างของ CK ที่ยังรายงานผลขาดทุนและ CK ส่งต่อเงินปันผลจากบริษัทในเครือแค่ 33%/32% ให้กับผู้ถือหุ้นในปี 2563/64
- ▶ **ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ** ได้แก่ 1) การเลื่อนก่อสร้างโครงการโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐออกไป 2) ปัญหาแรงงานขาดแคลน/การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 3) การระบาดของโควิด-19 ระลอกใหม่และ 4) สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่อาจเกิดขึ้นในประเทศไทย

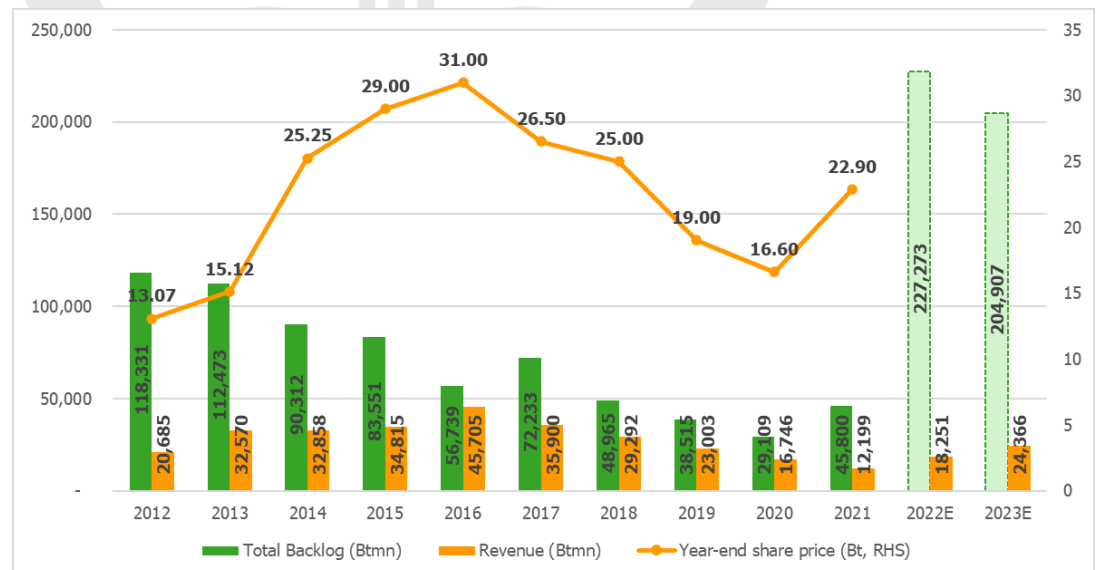


Fig 1 3Q22 performance review

(Btmn)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%YoY	%QoQ	3Q22E	%Var	2022E	%2022E
Revenue	3,003.8	3,255.3	2,578.2	3,621.8	7,107.1	3,531.3	3,720.7	44.3%	5.4%	3,849.3	-3.3%	18,511.3	77.6%
COGS	2,694.0	2,931.3	2,309.5	3,300.7	6,448.9	3,230.0	3,414.4	47.8%	5.7%	3,498.3	-2.4%	16,827.0	77.8%
Gross profit	309.7	324.0	268.7	321.1	658.2	301.3	306.4	14.0%	1.7%	350.9	-12.7%	1,684.3	75.2%
SG&A exp	472.2	496.9	444.7	501.0	468.9	496.2	480.4	8.0%	-3.2%	470.0	2.2%	1,906.7	75.8%
Operating profit	-162.5	-172.8	-176.0	-179.9	189.3	-194.9	-174.1	-1.1%	-10.7%	-119.1	46.2%	-222.4	80.8%
Interest income	136.9	156.2	143.5	157.3	137.9	150.5	117.4	-18.2%	-22.0%	148.5	-20.9%	594.0	68.3%
Dividend income (TTW)	0.0	232.3	232.3	0.0	0.0	232.3	232.3	0.0%	0.0%	232.3	0.0%	464.6	100.0%
Equity income	159.9	306.2	431.6	190.2	83.9	468.3	736.1	70.6%	57.2%	701.1	5.0%	1,490.0	86.5%
BEM	105.0	71.0	41.0	134.0	116.0	200.0	n.a.	n.a.	n.a.	261.0	n.a.	770.0	n.a.
CKP	56.0	236.0	391.0	57.0	-3.0	273.0	n.a.	n.a.	n.a.	440.1	n.a.	720.0	n.a.
Other	0.0	-1.0	-1.0	0.0	-1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	0.0	n.a.
LPB					-28.0	-5.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	-4.0	n.a.
Interest exp	328.7	357.1	357.3	339.2	330.4	363.4	354.9	-0.7%	-2.3%	414.9	-14.4%	1,528.0	68.6%
Income tax	8.2	9.0	7.6	13.1	4.4	5.3	18.9	149.2%	254.9%	7.6	149.2%	37.6	76.0%
Net profit	207.7	318.2	277.3	104.6	121.4	299.6	571.4	106.1%	90.7%	549.1	4.0%	816.0	121.6%
Core profit	-175.2	175.2	277.3	-157.9	121.4	299.6	536.5	93.5%	79.1%	549.1	-2.3%	816.0	117.3%
EPS (Bt)	0.12	0.19	0.16	0.06	0.07	0.18	0.34	106.1%	90.7%	0.32	4.0%	0.48	121.6%
Core EPS (Bt)	-0.10	0.10	0.16	-0.09	0.07	0.18	0.32	93.5%	79.1%	0.32	-2.3%	0.48	117.3%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.20	0.00	0.15	0.00	n.m.	n.m.	0.00	n.m.	0.24	62.3%
Key financials													
Revenue % YoY	-44.6%	-19.3%	-33.3%	-1.7%	136.6%	8.5%	44.3%			44.3%		48.6%	
Core profit % YoY	n.a.	174.8%	-49.8%	93.5%	n.a.	71.0%	93.5%			93.5%		595.5%	
GPM (%)	10.3%	10.0%	10.4%	8.9%	9.3%	8.5%	8.2%			9.1%		9.1%	
OPM (%)	-5.4%	-5.3%	-6.8%	-5.0%	2.7%	-5.5%	-4.7%			-3.1%		-1.2%	
Core margin (%)	-5.8%	5.4%	10.8%	-4.4%	1.7%	8.5%	14.4%			14.3%		4.4%	

Source: Company data, KS Research

Fig 2 Backlog (Btmn) vs. Revenue (Btmn) vs. share price (Bt)



Source: Company data, KS Research



Fig 3 Valuation summary

	Target price	% holding	Value per share
Value of investment			
BEM	10.40	31.79%	29.83
TTW	13.10	19.40%	5.99
CKP	6.80	30.00%	9.79
Gross value of investment			45.61
Holding discount (%)			27.7%
Value of investment			32.99
Value of CK (mid-2023)			
Total assets			53.85
(-) Investment			22.65
(-) Total liability			37.65
(+) Cash			4.33
CK's net asset value			-2.11
Total value (mid-2023)			30.87

Source: Company data, KS Research

Fig 4 CK's holding discount



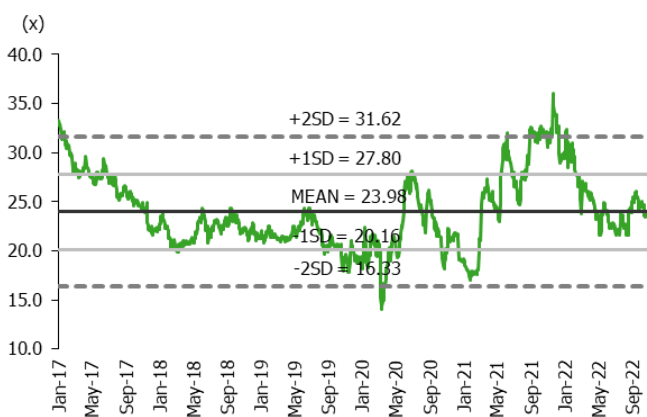
Source: Company data, KS Research

Fig 5 CK's dividend passed on from subsidiaries

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Dividend paid						
CK dividend paid	1101.0	846.9	762.3	846.9	338.8	423.5
BEM dividend paid	1834.2	1834.2	1987.1	2292.8	1528.5	1222.8
TTW dividend paid	2394.0	2394.0	2394.0	2394.0	2394.0	2394.0
CKP dividend paid	164.4	442.2	165.8	227.6	243.9	650.4
CK's stake						
BEM	28.2%	30.0%	30.0%	30.9%	31.3%	31.3%
TTW	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
CKP	30.3%	28.8%	27.4%	27.2%	31.9%	30.0%
CK dividend received						
BEM	516.5	549.9	595.7	708.2	478.7	383.0
TTW	464.4	464.4	464.4	464.4	464.4	464.4
CKP	49.7	127.2	45.5	62.0	77.8	195.1
Total dividend received	1030.7	1141.6	1105.6	1234.6	1021.0	1042.5
CK dividend paid	1101.0	846.9	762.3	846.9	338.8	338.8
% CK paid	106.8%	74.2%	68.9%	68.6%	33.2%	32.5%

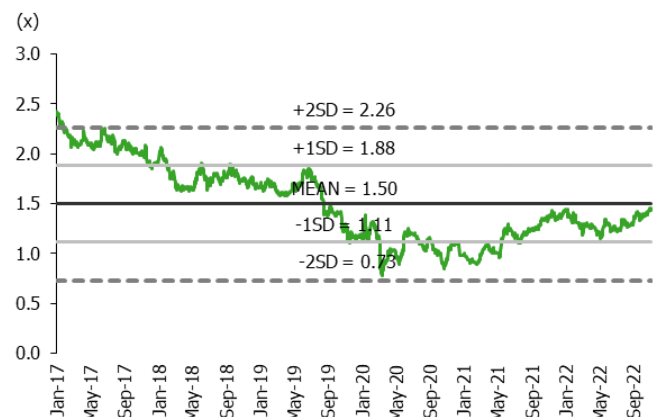
Source: Company data, KS Research

Fig 6 Historical PER band



Source: Company data, KS Research

Fig 7 Historical PBV band



Source: Company data, KS Research


Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	17,005	12,459	18,511	24,760	40,241	Net profit	627	933	816	1,589	2,906
Cost of sales and services	-15,341	-11,235	-16,827	-22,466	-36,473	Depreciation & amortization	726	695	895	922	949
Gross Profit	1,664	1,224	1,684	2,294	3,768	Change in working capital	-6,488	0	350	-2,659	-559
SG&A	-2,027	-1,915	-1,907	-2,055	-2,415	Others	-1,424	-3,507	-446	-770	-986
Other income	0	0	0	0	0	CF from operation activities	-6,559	-1,879	1,615	-918	2,310
EBIT	1,931	2,357	2,382	3,234	4,611	Capital expenditure	-556	-657	-2,353	-1,527	-1,012
EBITDA	363	4	673	1,161	2,302	Investment in subs and affiliates	1,867	0	-288	-291	-294
Interest expense	-1,276	-1,386	-1,528	-1,572	-1,572	Others	-8	1,270	1,862	1,953	1,857
Equity earnings	857	1,088	1,490	1,863	2,079	CF from investing activities	1,303	613	-779	135	551
EBT	655	971	854	1,662	3,039	Cash dividend	-339	-332	-408	-787	-1,012
Income tax	-28	-38	-38	-73	-133	Net proceeds from debt	5,104	0	2,895	-1,400	-2,200
NPAT	627	933	816	1,589	2,906	Capital raising	0	0	0	836	-833
Minority Interest	-15	-28	0	-15	-15	Others	-684	799	1	17	-11
Core profit	390	117	816	1,574	2,891	CF from financing activities	4,081	467	2,488	-1,334	-4,056
Extraordinary items	223	788	0	0	0	Net change in cash	-1,029	-793	3,279	-2,117	-1,195
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	612	906	816	1,574	2,891	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.36	0.53	0.48	0.93	1.71
Cash & equivalents	7,566	6,772	10,052	7,935	6,740	Core EPS	0.23	0.07	0.48	0.93	1.71
Accounts receivable	3,659	2,273	4,258	5,447	6,036	DPS	0.20	0.25	0.24	0.46	0.60
Inventories	2,059	2,590	1,666	2,204	3,581	BV	15.26	15.15	15.30	15.74	16.16
Total current assets	19,834	20,069	20,661	22,101	27,261	EV	37.37	44.64	45.83	46.70	46.09
Investment in subs & others	37,256	37,638	37,926	38,217	38,511	Free Cash Flow	-4.20	-1.50	-0.44	-1.44	0.77
Fixed assets-net	11,921	11,795	13,010	13,615	13,678	Valuation analysis					
Total assets	82,774	83,421	85,537	88,193	94,265	Reported P/E (x)	45.93	42.83	50.44	26.15	14.25
Short-term debt	3,889	6,721	6,430	9,330	9,430	Core P/E (x)	72.19	330.61	50.44	26.15	14.25
Accounts payable	2,636	2,174	2,869	3,466	5,634	P/BV (x)	1.09	1.51	1.59	1.54	1.50
Total current liabilities	14,758	17,748	16,371	21,759	29,229	EV/EBITDA (x)	174.54	20,982	115.42	68.15	33.93
Long-term debt	38,638	36,634	39,895	36,414	34,290	Price/Cash flow (x)	-4.29	-20.64	25.48	-44.84	17.83
Total liabilities	56,503	57,313	59,197	61,119	66,449	Dividend yield (%)	1.20	1.09	0.99	1.91	2.46
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694	Profitability ratios					
Share premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869	Gross margin (%)	9.79	9.82	9.10	9.26	9.36
Retained earnings	13,851	14,490	14,741	14,638	16,212	EBITDA margin (%)	2.13	0.03	3.63	4.69	5.72
Minority interests	424	439	420	420	420	EBIT margin (%)	11.36	18.92	12.87	13.06	11.46
Total shareholders' equity	26,271	26,108	26,340	27,073	27,815	Net profit margin (%)	3.69	7.49	4.41	6.42	7.22
Total equity & liabilities	82,774	83,421	85,537	88,193	94,265	ROA (%)	0.76	1.12	0.95	1.80	3.08
Key Assumptions						ROE (%)	2.37	3.53	3.15	5.91	10.55
New contract sign (Btmn)	6,247	29,028	200,107	2,393	31,825	Liquidity ratios					
Ending backlog (Btmn)	29,109	45,678	227,273	204,907	196,490	Current ratio (x)	1.34	1.13	1.26	1.02	0.93
SG&A to sales (%)	11.92	15.37	10.30	8.30	6.00	Quick ratio (x)	0.77	0.52	0.89	0.63	0.45
						Leverage Ratios					
						D/E ratio (x)	2.15	2.20	2.25	2.26	2.39
						Net debt/EBITDA (x)	95.84	10,096	53.60	32.32	15.86
						Net debt/equity (x)	1.32	1.39	1.37	1.39	1.31
						Int. coverage ratio (x)	1.51	1.70	1.56	2.06	2.93
						Growth					
						Revenue (%)	-26.97	-26.73	48.57	33.75	62.53
						EBITDA (%)	3.05	-99.01	18,566	72.55	98.34
						Reported net profit (%)	-65.57	47.95	-9.90	92.92	83.63
						Reported EPS (%)	-65.57	47.95	-9.90	92.92	83.52
						Core profit (%)	-53.44	-69.88	595.52	92.92	83.63
						Core EPS (%)	-53.44	-69.88	595.52	92.92	83.52

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.