



Bangchak Corporation PCL

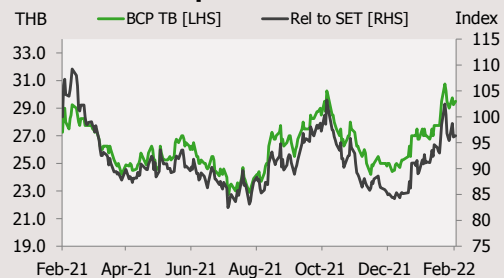
BCP TB Outperform

| | | |
|---------------------------|--------------------|--------|
| Target Price | Bt | 31.25 |
| Price (17/02/2022) | Bt | 29.50 |
| Upside | % | 5.93 |
| Valuation | SOTP | |
| Sector | Energy & Utilities | |
| Market Cap | Btm | 40,619 |
| 30-day avg turnover | Btm | 185.52 |
| No. of shares on issue | m | 1,377 |
| CG Scoring | Excellent | |
| Anti-Corruption Indicator | Certified | |

Investment fundamentals

| Year end Dec 31 | 2020 | 2021A | 2022E | 2023E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Company Financials | | | | |
| Revenue (Btmn) | 136,450 | 199,417 | 205,203 | 195,849 |
| Core profit (Btmn) | -4,450 | 9,301 | 5,000 | 3,642 |
| Net profit (Btmn) | -6,967 | 7,624 | 5,000 | 3,642 |
| Net EPS (Bt) | -5.06 | 5.54 | 3.63 | 2.65 |
| DPS (Bt) | 0.40 | 2.00 | 1.50 | 1.50 |
| BVPS (Bt) | 33.67 | 38.83 | 40.31 | 41.46 |
| Net EPS growth (%) | -502.36 | 209.43 | -34.42 | -27.15 |
| ROA (%) | -4.18 | 5.62 | 3.55 | 2.69 |
| ROE (%) | -14.22 | 15.27 | 9.18 | 6.47 |
| Net D/E (x) | 0.71 | 0.69 | 0.85 | 0.94 |
| Valuation | | | | |
| P/E (x) | -4.07 | 5.33 | 8.12 | 11.15 |
| P/BV (x) | 0.61 | 0.76 | 0.73 | 0.71 |
| EV/EBITDA (%) | 31.03 | 4.68 | 4.72 | 5.71 |
| Dividend yield (%) | 1.94 | 6.78 | 5.09 | 5.09 |

BCP TB rel SET performance



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 limit 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

Jakapong Chawengsri

Jakapong.c@kasikornsecurities.com

18 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

รีวิวดำเนินการ 4/2564: กำไรปกติสูงกว่าคาด

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 31.25 บาท เนื่องจากกำไรมี upside จากธุรกิจ E&P คาด upside ต่อ ROE จะนำไปสู่การปรับเพิ่มตัวคูณมูลค่าในอนาคตอันใกล้
- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ 1.76 พันลบ.** ต่ำกว่าประมาณการของเรา 7% แต่กำไรปกติสูงกว่าที่เราคาดเกือบ 3 เท่า จากราคาขายก๊าซที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในยุโรป
- ▶ **คาดว่ากำไรไตรมาส 1/2565 จะปรับตัวขึ้น QoQ** เนื่องจากการไม่มีการด้อยค่า อีกทั้ง ค่าการกลั่น อัตราการกลั่น และราคาขายก๊าซในยุโรป ยังมีโมเมนตัมเชิงบวกต่อเนื่อง

Investment Highlights

- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ต่ำกว่าประมาณการของเรา 7%** BCP รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 ที่ 1.76 พันลบ. (EPS: 1.28 บาท) เพิ่มขึ้น 598% YoY แต่ลดลง 4% QoQ กำไรสุทธิต่ำกว่าประมาณการของเรา 7% หรือ 134 ลบ. และต่ำกว่าประมาณการของตลาด 10% ความคลาดเคลื่อนดังกล่าวมีสาเหตุหลักมาจากการรับรู้ค่าด้อยค่าสินทรัพย์ 1.76 พันลบ. ที่ไม่ได้คาดไว้ จากการโอนกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ของแหล่ง Yme ของ OKEA ซึ่งส่วนใหญ่ถูกขดเชยด้วยกำไรปกติที่แข็งแกร่งกว่าคาด ดังนั้น กำไรสุทธิปี 2564 จึงอยู่ที่ 7.6 พันลบ. พลิกจากผลขาดทุนสุทธิที่ 7 พันลบ. ในปี 2563 และเท่ากับ 98% ของประมาณการทั้งปีของเรา
- ▶ **กำไรปกติสูงกว่าคาดเกือบ 3 เท่า** BCP รายงานกำไรปกติที่ 2.36 พันลบ. เพิ่มขึ้น 871% YoY และ 237% QoQ ทั้งนี้ กำไรปกติสูงกว่าที่เราคาดไว้กว่า 185% หรือ 1.5 พันลบ. เนื่องจาก 1) market GRM ที่สูงกว่าคาดที่ 0.4 ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 6.8 ดอลลาร์ฯ/บาร์เรล (+137 ลบ.) และ 2) EBITDA ของ OKEA เพิ่มขึ้น 61% QoQ หรือ 1.8 พันลบ. เป็น 4.8 พันลบ. เนื่องจากราคาขายก๊าซในยุโรปสูงขึ้นเป็น 2 เท่า เป็น 31 ดอลลาร์ฯ/mmbtu รวมทั้งปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น 7% QoQ เป็น 18 KBD
- ▶ **คาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/2565 จะเติบโตต่อเนื่อง** หากมองไปยังไตรมาส 1/2565 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCP จะปรับตัวขึ้น QoQ จาก GRM ที่สูงอย่างต่อเนื่อง การใช้โรงกลั่นอย่างเต็มกำลังการผลิต กำไรจากสต็อกน้ำมันที่เพิ่มขึ้น รวมถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) และค่าใช้จ่ายพิเศษที่ลดลง นอกจากนี้ OKEA มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากราคาน้ำมันและก๊าซในยุโรปที่ยังคงสูง ซึ่งหมายความว่าส่วนแบ่งกำไรที่มากยิ่งขึ้น BCP จะยังคงแข็งแกร่ง
- ▶ **ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 1.0 บาท/หุ้น สำหรับผลประกอบการในครึ่งหลังของปี 2564** BCP ประกาศจ่ายเงินปันผลในครึ่งหลังของปี 2564 ที่ 1.0 บาท/หุ้น หากรวมกับเงินปันผลเฉพาะกาลอีก 1.0 บาท/หุ้น เงินปันผลรวมในปี 2564 เท่ากับ 2.0 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายที่ 36% และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 6.8% โดยมีกำหนดจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 2 มี.ค. และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 22 เม.ย.

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ที่ 31.25 บาท คำแนะนำของเราอิงจาก upside ต่อประมาณการกำไรปี 2565 ของเราอันเป็นผลมาจากราคาน้ำมันและก๊าซที่สูงอย่างต่อเนื่องในยุโรป และราคาหุ้นที่ไม่แพง โดยหุ้น BCP ซื้อขายที่ adjusted PBV ปี 2565 ที่ 0.89 เท่า เทียบกับ 0.99 เท่าของคู่แข่งกลุ่มโรงกลั่นในประเทศ ทั้งนี้ จากธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ที่แข็งแกร่งของ BCP เราคาดว่าจะเห็นการปรับเพิ่มตัวคูณมูลค่าหุ้นในอนาคตอันใกล้ เนื่องจาก ROE ที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเราอยู่ระหว่างทบทวนประมาณการกำไรสุทธิของเราเพื่อสะท้อนถึง upside ดังกล่าว ดังนั้น เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" และเลือก BCP เข้าเป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มพลังงาน ขณะที่ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ของเรา อิงวิธี SOTP ยังคงอยู่ที่ 31.25 บาท

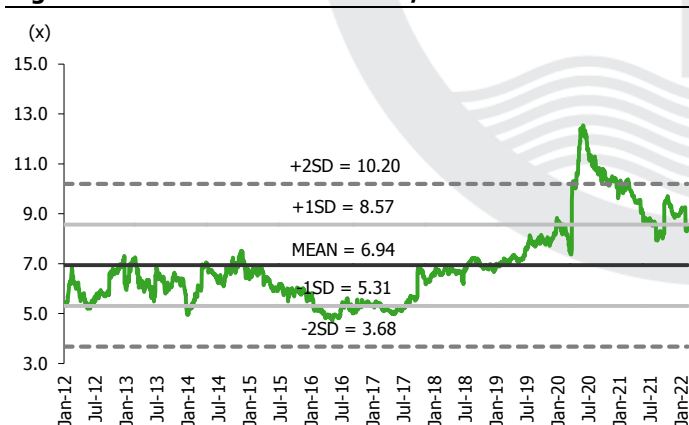


Fig 1 BCP 4Q21 earnings review

| | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | %YoY | %QoQ | %YTD2021E | 2021E |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| Financials | | | | | | | | | |
| Sales (Btmn) | 33,134 | 41,230 | 43,775 | 47,649 | 66,762 | 101.5 | 40.1 | 106.7 | 186,963 |
| EBITDA (Btmn) | 2,274 | 4,970 | 4,010 | 7,427 | 8,949 | 293.6 | 20.5 | 123.6 | 20,508 |
| Operating profit (Btmn) | 332 | 3,299 | 2,291 | 5,027 | 6,664 | 1,904.9 | 32.6 | 111.5 | 15,501 |
| Core profit (Btmn) | -306 | 519 | 741 | 702 | 2,362 | 870.9 | 236.7 | 151.7 | 2,850 |
| Net profit (Btmn) | 251 | 2,284 | 1,765 | 1,820 | 1,756 | 598.3 | -3.5 | 98.3 | 7,758 |
| Net EPS (Bt) | 0.18 | 1.66 | 1.28 | 1.32 | 1.28 | 598.3 | -3.5 | 98.3 | 5.63 |
| Performance Drivers | | | | | | | | | |
| Market GRM (USD/bbl) | 3.7 | 3.2 | 4.2 | 3.1 | 6.8 | 81.6 | 121.2 | 89.2 | 4.8 |
| Inventory gain/loss (Bt mn.) | 144 | 2,180 | 1,299 | 1,386 | 1,355 | 841.0 | -2.2 | 99.6 | 6,243 |
| Crude run (KBD) | 100 | 65 | 107 | 111 | 112 | 12.0 | 0.5 | 100.1 | 98.8 |
| Ratios | | | | | | | | | |
| | | | | | | Change | Avg YTD | 2021E | |
| Gross margin (%) | 7.2 | 11.2 | 8.6 | 12.7 | 13.1 | 5.9 | 0.5 | 11.4 | 11.4 |
| EBITDA margin (%) | 6.9 | 12.1 | 9.2 | 15.6 | 13.4 | 6.5 | -2.2 | 12.6 | 11.0 |
| Optg. margin (%) | 1.0 | 8.0 | 5.2 | 10.6 | 10.0 | 9.0 | -0.6 | 8.4 | 8.3 |
| ROE (%) | 1.7 | 14.7 | 13.9 | 13.8 | 10.1 | 8.4 | -3.7 | 13.1 | 15.8 |

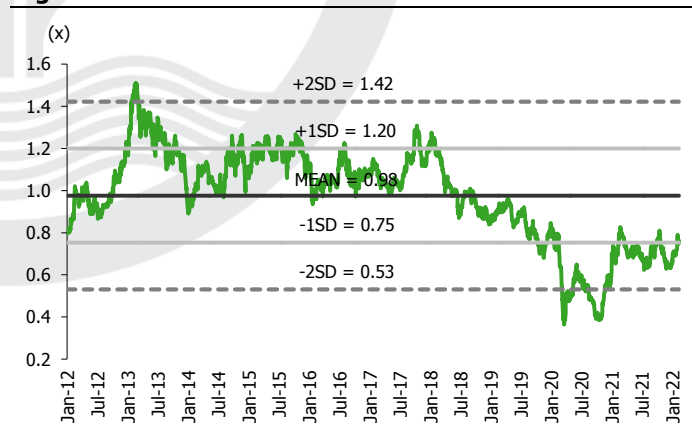
Source: KS Research

Fig 2 BCP 12-months forward EV/EBITDA



Source: Bloomberg

Fig 3 BCP 12-months forward PBV



Source: Bloomberg

Fig 4 Stock comparison

| Stock | Rating | Price (Bt) 17-Feb-22 | Target price (Bt) | Upside (%) | P/E (x) | | P/BV (x) | | Net profit grth (%) | | Div. yield (%) | | ROE (%) | |
|----------------|--------|-------------------------|----------------------|---------------|---------|-------|----------|-------|---------------------|--------|----------------|-------|---------|-------|
| | | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| BCP | OP | 29.50 | 31.25 | 5.9 | 4.56 | 8.12 | 0.65 | 0.73 | n.m. | -34.42 | 7.92 | 5.09 | 15.3 | 9.2 |
| ESSO | OP | 7.80 | 8.30 | 6.4 | 6.77 | 10.58 | 1.40 | 1.31 | n.m. | -32.11 | 0.00 | 0.00 | 23.2 | 13.2 |
| SPRC | OP | 9.35 | 11.50 | 23.0 | 9.19 | 14.75 | 1.37 | 1.26 | n.m. | -40.54 | 0.00 | 4.07 | 16.1 | 8.7 |
| TOP | OP | 53.25 | 60.80 | 14.2 | 8.03 | 16.78 | 0.84 | 0.90 | n.m. | -48.53 | 5.25 | 4.88 | 10.6 | 5.4 |
| IRPC | N | 4.02 | 3.72 | -7.5 | 5.41 | 21.10 | 0.90 | 0.96 | n.m. | -73.16 | 5.73 | 3.73 | 17.8 | 4.5 |
| PTTGC | N | 56.25 | 60.50 | 7.6 | 5.42 | 9.05 | 0.83 | 0.75 | 24,373.72 | -42.64 | 5.11 | 5.33 | 16.3 | 8.5 |
| Simple Average | | | | | 0.15 | 13.40 | 1.00 | 0.99 | n.m. | -47.04 | 4.00 | 3.85 | 16.5 | 8.2 |

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

| Income Statement (Btmn) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Revenue | 190,489 | 136,450 | 199,417 | 205,203 | 195,849 |
| Cost of sales and services | -180,110 | -132,122 | -176,261 | -182,394 | -175,448 |
| Gross Profit | 10,378 | 4,328 | 23,156 | 22,809 | 20,402 |
| SG&A | -7,474 | -7,141 | -7,153 | -7,523 | -7,802 |
| Other income | 495 | 533 | 1,279 | 894 | 764 |
| EBIT | 4,257 | -5,389 | 16,647 | 16,886 | 14,133 |
| EBITDA | 8,232 | 2,639 | 22,290 | 23,875 | 21,150 |
| Interest expense | -1,701 | -1,969 | -2,540 | -2,775 | -2,884 |
| Equity earnings | 404 | -592 | 1,042 | 706 | 769 |
| EBT | 2,556 | -7,359 | 14,108 | 14,111 | 11,249 |
| Income tax | -68 | 1,589 | -4,263 | -7,090 | -5,823 |
| NPAT | 2,488 | -5,770 | 9,845 | 7,021 | 5,426 |
| Minority Interest | -757 | -1,197 | -2,221 | -2,021 | -1,784 |
| Core Profit | 1,278 | -4,450 | 9,301 | 5,000 | 3,642 |
| Extraordinary items | -160 | -3,249 | -1,927 | 0 | 0 |
| FX gain (loss) | 614 | 732 | 251 | 0 | 0 |
| Reported net profit | 1,732 | -6,967 | 7,624 | 5,000 | 3,642 |

Balance Sheet (Btmn)

| | | | | | |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cash & equivalents | 7,276 | 21,651 | 32,022 | 13,857 | 20,339 |
| ST investments | 288 | 0 | 808 | 349 | 513 |
| Accounts receivable | 9,038 | 6,402 | 15,234 | 13,876 | 13,833 |
| Inventories | 15,835 | 16,162 | 18,497 | 16,296 | 15,519 |
| Other current assets | 5,184 | 3,080 | 2,812 | 4,632 | 4,421 |
| Total current assets | 37,621 | 47,296 | 69,372 | 49,010 | 54,625 |
| Investment in subs & others | 21,269 | 17,409 | 18,744 | 23,096 | 23,612 |
| Fixed assets-net | 52,584 | 54,567 | 69,233 | 80,130 | 90,556 |
| Other assets | 16,314 | 29,051 | 44,436 | 41,294 | 41,170 |
| Total assets | 127,788 | 148,323 | 201,785 | 193,530 | 209,963 |
| Short-term debt | 10,249 | 9,149 | 10,720 | 6,027 | 6,094 |
| Accounts payable | 10,556 | 12,277 | 15,651 | 12,168 | 11,614 |
| Other current liabilities | 6,278 | 4,076 | 7,734 | 7,889 | 8,046 |
| Total current liabilities | 27,083 | 25,502 | 34,105 | 26,084 | 25,755 |
| Long-term debt | 37,792 | 54,095 | 69,787 | 66,899 | 81,230 |
| Other liabilities | 4,098 | 10,409 | 28,334 | 31,752 | 32,240 |
| Total liabilities | 68,973 | 90,006 | 132,226 | 124,735 | 139,224 |
| Paid-up capital | 1,377 | 1,377 | 1,377 | 1,377 | 1,377 |
| Share premium | 23,843 | 24,541 | 24,446 | 24,446 | 24,446 |
| Reserves & others, net | -763 | -1,994 | -560 | -560 | -560 |
| Retained earnings | 27,147 | 22,441 | 28,205 | 30,245 | 31,821 |
| Minority interests | 7,211 | 11,950 | 16,092 | 13,287 | 13,655 |
| Total shareholders' equity | 58,815 | 58,316 | 69,559 | 68,794 | 70,739 |
| Total equity & liabilities | 127,788 | 148,323 | 201,785 | 193,530 | 209,963 |

Key Assumptions

| | | | | | |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Oil price | 63 | 43 | 69 | 69 | 63 |
| Accounting GRM | 4.6 | -0.7 | 9.0 | 7.2 | 7.0 |
| Refinery crude intake (KBD) | 113 | 97 | 99 | 120 | 120 |
| Marketing margin (Bt/liter) | 0.75 | 0.84 | 0.72 | 0.90 | 0.90 |
| Dividend payout ratio | 64 | -8 | 36 | 41 | 57 |

| Cashflow (Btmn) | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net profit | 2,488 | -5,770 | 9,845 | 7,021 | 5,426 |
| Depreciation & amortization | 4,833 | 4,920 | 5,008 | 7,694 | 7,786 |
| Change in working capital | -1,723 | 3,931 | -3,866 | -1,589 | 634 |
| Others | -3,372 | 10,774 | 8,771 | -14,588 | -12,802 |
| CF from operation activities | 2,227 | 13,854 | 19,757 | -1,462 | 1,044 |
| Capital expenditure | -6,211 | -6,241 | -6,213 | -6,305 | -6,338 |
| Investment in subs and affiliates | -1,080 | 3,860 | -1,335 | -4,352 | -516 |
| Others | -5,607 | -12,736 | -15,385 | 3,141 | 124 |
| CF from investing activities | -12,898 | -15,118 | -22,992 | -7,515 | -6,730 |
| Cash dividend | -1,102 | -551 | -2,754 | -2,066 | -2,066 |
| Net proceeds from debt | -2,423 | 15,203 | 17,263 | -7,581 | 14,397 |
| Capital raising | 9,948 | 698 | -96 | 0 | 0 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CF from financing activities | 6,423 | 15,350 | 14,413 | -9,647 | 12,332 |
| Net change in cash | -4,249 | 14,087 | 11,178 | -18,623 | 6,646 |

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Reported EPS | 1.26 | -5.06 | 5.54 | 3.63 | 2.65 |
| Core EPS | 0.93 | -3.23 | 6.75 | 3.63 | 2.65 |
| DPS | 0.80 | 0.40 | 2.00 | 1.50 | 1.50 |
| BV | 37.48 | 33.67 | 38.83 | 40.31 | 41.46 |
| EV | 62.63 | 59.49 | 75.81 | 81.80 | 87.69 |
| Free Cash Flow | -2.89 | 5.53 | 9.79 | -5.64 | -3.84 |

Valuation analysis

| | | | | | |
|---------------------|-------|-------|------|--------|-------|
| Reported P/E (x) | 22.27 | -4.07 | 5.33 | 8.12 | 11.15 |
| Core P/E (x) | 30.18 | -6.37 | 4.37 | 8.12 | 11.15 |
| P/BV (x) | 0.75 | 0.61 | 0.76 | 0.73 | 0.71 |
| EV/EBITDA (x) | 10.48 | 31.03 | 4.68 | 4.72 | 5.71 |
| Price/Cash flow (x) | 17.32 | 2.05 | 2.06 | -27.79 | 38.92 |
| Dividend yield (%) | 2.86 | 1.94 | 6.78 | 5.09 | 5.09 |

Profitability ratios

| | | | | | |
|-----------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| Gross margin (%) | 5.45 | 3.17 | 11.61 | 11.12 | 10.42 |
| EBITDA margin (%) | 4.32 | 1.93 | 11.18 | 11.63 | 10.80 |
| EBIT margin (%) | 2.23 | -3.95 | 8.35 | 8.23 | 7.22 |
| Net profit margin (%) | 1.31 | -4.23 | 4.94 | 3.42 | 2.77 |
| ROA (%) | 2.03 | -4.18 | 5.62 | 3.55 | 2.69 |
| ROE (%) | 3.67 | -14.22 | 15.27 | 9.18 | 6.47 |

Liquidity ratios

| | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Current ratio (x) | 1.39 | 1.85 | 2.03 | 1.88 | 2.12 |
| Quick ratio (x) | 0.61 | 1.10 | 1.41 | 1.08 | 1.35 |

Leverage Ratios

| | | | | | |
|------------------------------|------|-------|------|------|------|
| Liabilities/Equity ratio (x) | 1.17 | 1.54 | 1.90 | 1.81 | 1.97 |
| Net debt/EBITDA (x) | 4.92 | 15.76 | 2.14 | 2.46 | 3.14 |
| Net debt/equity (x) | 0.69 | 0.71 | 0.69 | 0.85 | 0.94 |
| Int. coverage ratio (x) | 2.50 | -2.74 | 6.56 | 6.08 | 4.90 |

Growth

| | | | | | |
|-------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Revenue (%) | -0.80 | -28.37 | 46.15 | 2.90 | -4.56 |
| EBITDA (%) | -14.53 | -67.94 | 744.54 | 7.11 | -11.41 |
| Reported net profit (%) | -29.69 | -502.36 | 209.43 | -34.42 | -27.15 |
| Reported EPS (%) | -29.69 | -502.36 | 209.43 | -34.42 | -27.15 |
| Core profit (%) | -45.09 | -448.31 | 308.99 | -46.24 | -27.15 |
| Core EPS (%) | -45.09 | -448.31 | 308.99 | -46.24 | -27.15 |

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.