



Thai Union Group PCL

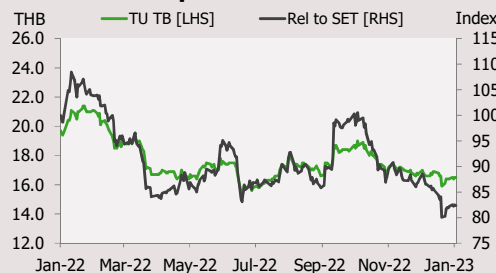
TU TB Outperform

| | | |
|---------------------------|-----|-----------------|
| Target Price | Bt | 22.20 |
| Price (19/01/2023) | Bt | 16.50 |
| Upside | % | 34.55 |
| Valuation | | SOTP |
| Sector | | Food & Beverage |
| Market Cap | Btm | 78,735 |
| 30-day avg turnover | Btm | 362.20 |
| No. of shares on issue | m | 4,772 |
| CG Scoring | | Excellent |
| Anti-Corruption Indicator | | Certified |

Investment fundamentals

| Year end Dec 31 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Company Financials | | | | |
| Revenue (Btmn) | 141,048 | 154,731 | 164,769 | 168,930 |
| Core profit (Btmn) | 8,049 | 7,426 | 7,526 | 7,688 |
| Net profit (Btmn) | 8,013 | 7,651 | 7,526 | 7,688 |
| Net EPS (Bt) | 1.62 | 1.54 | 1.51 | 1.55 |
| DPS (Bt) | 0.95 | 0.96 | 0.87 | 0.40 |
| BVPS (Bt) | 12.43 | 13.24 | 13.81 | 14.54 |
| Net EPS growth (%) | 29.72 | -4.70 | -1.70 | 2.25 |
| ROA (%) | 5.32 | 4.61 | 4.91 | 4.96 |
| ROE (%) | 14.37 | 12.49 | 11.66 | 11.37 |
| Net D/E (x) | 0.99 | 0.89 | 0.83 | 0.73 |
| Valuation | | | | |
| P/E (x) | 10.21 | 10.71 | 10.90 | 10.66 |
| P/BV (x) | 1.33 | 1.25 | 1.20 | 1.13 |
| EV/EBITDA (%) | 9.38 | 10.86 | 9.76 | 9.40 |
| Dividend yield (%) | 5.76 | 5.83 | 5.26 | 2.44 |

TU 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

Tareetip Wongsangpaiboon
Tareetip.w@kasikornsecurities.com

20 January 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดการณ์ไตรมาส 4/2565 จะอ่อนแอ

- ▶ คาดกำไรไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 1.75 พันลบ. (-9.4% YoY และ -31% QoQ) จากยอดขายที่อ่อนแอ อัตรากำไรที่ลดลง และผลขาดทุนที่เพิ่มขึ้นจาก Red Lobster
- ▶ ยอดขายไตรมาส 4/2565 คาดว่าจะอยู่ที่ 3.88 หมื่นลบ. (+0.7% YoY และ -6% QoQ) จากยอดขายที่ลดลงของ 3 กลุ่มธุรกิจหลัก โดยเฉพาะอาหารทะเลแช่แข็ง
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" จากการประเมินมูลค่าที่ไม่แพง เนื่องจากหุ้นขณะนี้ซื้อขายอิงตาม PER ปี 2566 ที่ 10.9 เท่า หรือเกือบเท่ากับ 2.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER ในอดีต

Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 จะอ่อนด้อยลง YoY และ QoQ** เราคาดว่า TU จะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 ที่ 1.75 พันลบ. (-9.4% YoY และ -31% QoQ) กำไรที่คาดว่าจะลดลงเชิง YoY น่าจะมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก แม้คาดว่ารายได้ไตรมาส 4/2565 จะเติบโตขึ้นเชิง YoY ก็ตาม ขณะที่กำไรที่คาดว่าจะลดลงเชิง QoQ น่าจะมาจากอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ลดลง 70 bps จากยอดขายที่หดตัวลงจากผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูง (ผลิตภัณฑ์อาหารทะเลแปรรูปและอาหารสัตว์เลี้ยง) และส่วนแบ่งผลขาดทุนที่เพิ่มขึ้นจาก Red Lobster เนื่องจากเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของปีและผลกระทบจากค่าจ้างแรงงานและค่าอาหารที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ประมาณการกำไรปี 2565 ของเราอยู่ที่ 7.65 พันลบ. (-4.7% YoY)
- ▶ **คาดยอดขายและ GPM หดตัวลงจากอุปสงค์ที่ลดลง** เราคาดว่ายอดขายไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 38.8 พันลบ. เพิ่มขึ้นเพียง 0.7% YoY แต่ลดลง 6% QoQ เราคาดว่ายอดขายจะลดลงจากทั้ง 3 กลุ่มธุรกิจหลักอย่าง อาหารทะเลแปรรูป อาหารทะเลแช่แข็ง และอาหารสัตว์เลี้ยงจากอุปสงค์ที่ลดลงและสต็อกสินค้าสะสมของลูกค้าที่เพิ่มขึ้น โดยยอดขายอาหารทะเลแช่แข็งมีแนวโน้มลดลงมากที่สุด เราคาดว่า GPM ไตรมาส 4/2565 จะลดลง 0.8ppt YoY และ 0.7ppt QoQ เป็น 17.4% จากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการขายและผลตอบแทนการผลิตที่ลดลง เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้จะลดลงเหลือ 13.0% จาก 13.1% ในไตรมาส 4/2564 แต่จะเพิ่มขึ้นจาก 12.4% ในไตรมาส 3/2565 จากฐานรายได้ที่ลดลง ขณะเดียวกัน เนื่องจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแออย่างต่อเนื่องและเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของ Red Lobster เราจึงคาดว่าส่วนแบ่งกำไรไตรมาส 4/2565 จากบริษัทรวมจะลดลง YoY และ QoQ เป็นผลขาดทุนที่ 300 ลบ. (เทียบกับผลขาดทุนที่ 161 ลบ. ในไตรมาส 4/2564 และผลขาดทุนจำนวน 256 ลบ. ในไตรมาส 3/2565)
- ▶ **คาดการณ์ปี 2566 จะทรงตัว** อัตราแลกเปลี่ยน (FX) เฉลี่ยไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 36.34 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ (-0.2% QoQ) และ 37.06 บาท/ยูโร (+2.7% QoQ) ขณะที่ราคาปลาทูน่าเฉลี่ยไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 1,660 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (-0.4) %QoQ และ +2.7% YoY ราคากุ้งเฉลี่ยไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 154 บาท/กก. (-3.3% QoQ และ +17.6% YoY) และราคาปลาแซลมอนเฉลี่ยไตรมาส 4/2565 อยู่ที่ 73 โครนอร์เวย์/กก. (ทรงตัว QoQ และ +19.7% YoY) ราคาวัตถุดิบหลักทั้งหมดปรับตัวขึ้นในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยผู้บริหารคาดว่าจะต้นทุนวัตถุดิบโดยรวมปี 2566 น่าจะยังปรับเพิ่มขึ้น ยกเว้นค่าวัสดุบรรจุภัณฑ์และค่าแรงงานที่คาดว่าจะลดลง YoY แม้เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นจะกดดันความสามารถในการแข่งขัน แต่ผู้บริหาร TU เชื่อว่าจะสามารถบริหารจัดการได้ ขณะที่ประมาณการกำไรปี 2566 ของเราอยู่ที่ 7.5 พันลบ. ลดลง 1.7% YoY เพื่อสะท้อน 1) ยอดขายที่เติบโตอย่างต่อเนื่องที่ 6.5% YoY 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น 50bps เป็น 18% จากการปรับราคาขาย และ 3) เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเป็น 34.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ จาก 35.1 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2565

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" จากการประเมินมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 อิงด้วยวิธี SOTP ที่ 22.2 บาท ซึ่งประกอบด้วย 16 บาท/หุ้น จาก ITC และ 6.2 บาท/หุ้น จากธุรกิจที่เหลือของ TU โดย ณ ปัจจุบัน หุ้น TU ซื้อขายอิงตาม PER ปี 2566 ที่ 10.9 เท่า หรือเกือบ 2.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER ในอดีต
- ▶ TU จะรายงานผลประกอบการปี 2565 ในวันที่ 22 ก.พ.2566

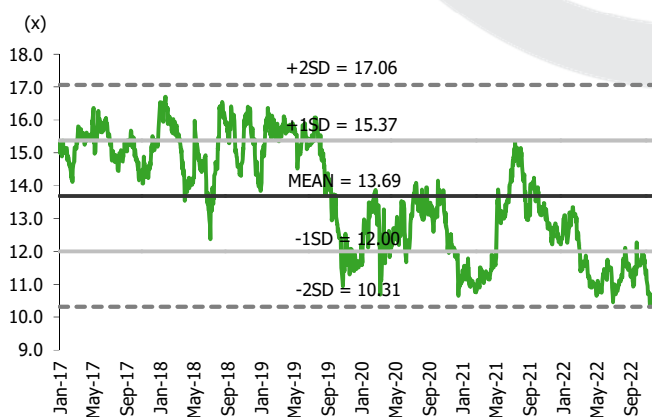


Fig 1 4Q22 and 2022 Earnings preview

| | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22E | %YoY | %QoQ | 2021 | 2022E | % change |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|---------|----------|
| Financials | | | | | | | | | | |
| Sales (Btmn) | 38,501 | 36,272 | 38,946 | 40,756 | 38,757 | 0.7 | -4.9 | 141,048 | 154,731 | 9.7 |
| EBITDA (Btmn) | 3,750 | 2,964 | 3,145 | 4,416 | 2,524 | -32.7 | -42.8 | 15,232 | 12,945 | -15.0 |
| Operating profit (Btmn) | 2,681 | 1,943 | 2,096 | 3,230 | 2,524 | -5.8 | -21.9 | 11,048 | 9,795 | -11.3 |
| Core profit (Btmn) | 1,865 | 1,716 | 1,745 | 1,738 | 1,820 | -2.4 | 4.7 | 8,049 | 7,497 | -6.9 |
| Net profit (Btmn) | 1,930 | 1,746 | 1,624 | 2,530 | 1,820 | -5.7 | -28.1 | 8,013 | 7,722 | -3.6 |
| Net EPS (Bt) | 0.39 | 0.35 | 0.32 | 0.51 | 0.37 | -6.0 | -28.9 | 1.62 | 1.56 | -3.8 |
| Performance Drivers | | | | | | | | | | |
| USD revenue | 1,153 | 1,096 | 1,131 | 1,118 | 1,066 | -7.6 | -4.7 | 4,447 | 4,625 | 4.0 |
| Skipjack tuna price (USD/ton) | 1,617 | 1,717 | 1,608 | 1,667 | 1,660 | 19.0 | -0.4 | 1,406 | 1,663 | 18.3 |
| Average THB/USD | 33.4 | 33.1 | 34.4 | 36.4 | 36.3 | 10.6 | -0.2 | 32.0 | 35.1 | 9.6 |
| Ratios | | | | | | | | | | |
| | | | | | | Change | | 2021 | 2022E | Change |
| Gross margin (%) | 18.2 | 17.5 | 16.9 | 18.2 | 17.4 | -0.8 | -0.7 | 18.2 | 17.5 | -0.7 |
| EBITDA margin (%) | 9.7 | 8.2 | 8.1 | 10.8 | 6.5 | -3.2 | -4.3 | 10.8 | 8.4 | -2.4 |
| Optg. margin (%) | 7.0 | 5.4 | 5.4 | 7.9 | 6.5 | -0.5 | -1.4 | 7.8 | 6.3 | -1.5 |
| ROE (%) | 13.0 | 11.3 | 10.8 | 16.6 | 11.5 | -1.5 | -5.1 | 14.4 | 12.6 | -1.8 |

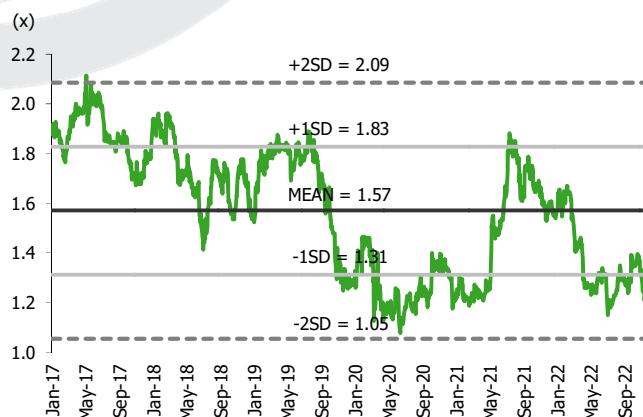
Source: TU and KS Research

Fig 2 12M forward PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 3 12M forward PBV



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec : TU

| Income Statement (Btmn) | | | | | | Cashflow (Btmn) | | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| Revenue | 132,402 | 141,048 | 154,731 | 164,769 | 168,930 | Net profit | 6,509 | 8,272 | 7,919 | 8,840 | 9,241 |
| Cost of sales and services | -108,985 | -115,321 | -127,646 | -135,075 | -138,461 | Depreciation & amortization | 3,955 | 4,184 | 3,150 | 3,150 | 3,150 |
| Gross Profit | 23,418 | 25,727 | 27,085 | 29,694 | 30,469 | Change in working capital | 423 | -164 | -1,439 | -653 | 199 |
| SG&A | -15,596 | -17,471 | -19,717 | -19,959 | -20,418 | Others | 2,545 | -7,707 | 792 | -62 | -667 |
| Other income | 745 | 2,793 | 2,427 | 1,627 | 1,706 | CF from operation activities | 13,432 | 4,585 | 10,421 | 11,274 | 11,923 |
| EBIT | 8,957 | 10,743 | 9,057 | 11,546 | 11,982 | Capital expenditure | -3,693 | -4,436 | -4,414 | -4,500 | -4,500 |
| EBITDA | 12,521 | 15,232 | 12,945 | 14,512 | 14,908 | Investment in subs and affiliates | -134 | -3,207 | 1,139 | 423 | 410 |
| Interest expense | -1,724 | -1,730 | -1,941 | -1,833 | -1,833 | Others | 91 | -462 | 609 | 123 | 161 |
| Equity earnings | -527 | -269 | -1,017 | 184 | 224 | CF from investing activities | -3,736 | -8,104 | -2,666 | -3,954 | -3,929 |
| EBT | 7,233 | 9,013 | 7,115 | 9,713 | 10,148 | Cash dividend | -2,671 | -4,214 | -4,474 | -4,401 | -4,073 |
| Income tax | -724 | -742 | 804 | -873 | -907 | Net proceeds from debt | -4,066 | 9,298 | 2,527 | 0 | 0 |
| NPAT | 6,509 | 8,272 | 7,919 | 8,840 | 9,241 | Capital raising | 52 | -201 | 0 | 0 | 0 |
| Minority Interest | -263 | -259 | -268 | -1,314 | -1,553 | Others | -1,519 | -300 | 0 | 0 | 0 |
| Core Profit | 6,359 | 8,049 | 7,426 | 7,526 | 7,688 | CF from financing activities | -8,203 | 4,583 | -1,946 | -4,401 | -4,073 |
| Extraordinary items | -113 | 599 | 701 | 0 | 0 | Net change in cash | 1,494 | 1,064 | 5,809 | 2,919 | 3,920 |
| FX gain (loss) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Key Statistics & Ratios | | | | | |
| Reported net profit | 6,246 | 8,013 | 7,651 | 7,526 | 7,688 | Per share (Bt) | | | | | |
| Balance Sheet (Btmn) | | | | | | Reported EPS | 1.25 | 1.62 | 1.54 | 1.51 | 1.55 |
| Cash & equivalents | 6,286 | 9,023 | 14,832 | 15,136 | 18,211 | Core EPS | 1.27 | 1.62 | 1.49 | 1.51 | 1.55 |
| ST investments | 0 | 700 | 0 | 0 | 0 | DPS | 0.72 | 0.95 | 0.96 | 0.87 | 0.40 |
| Accounts receivable | 13,320 | 16,308 | 17,890 | 19,050 | 19,532 | BV | 10.94 | 12.43 | 13.24 | 13.81 | 14.54 |
| Inventories | 38,546 | 46,636 | 51,620 | 54,625 | 55,994 | EV | 28.17 | 29.96 | 29.47 | 29.68 | 29.36 |
| Other current assets | 2,312 | 2,196 | 1,522 | 1,620 | 1,661 | Free Cash Flow | 2.04 | 0.03 | 1.26 | 1.42 | 1.56 |
| Total current assets | 60,465 | 74,863 | 85,864 | 90,431 | 95,397 | Valuation analysis | | | | | |
| Investment in subs & others | 21,752 | 28,524 | 27,385 | 27,382 | 26,982 | Reported P/E (x) | 13.24 | 10.21 | 10.71 | 10.90 | 10.66 |
| Fixed assets-net | 43,294 | 44,007 | 45,271 | 46,621 | 47,971 | Core P/E (x) | 13.00 | 10.16 | 11.05 | 10.90 | 10.66 |
| Other assets | 19,064 | 19,210 | 18,423 | 18,743 | 18,875 | P/BV (x) | 1.51 | 1.33 | 1.25 | 1.20 | 1.13 |
| Total assets | 144,575 | 166,604 | 176,944 | 183,177 | 189,226 | EV/EBITDA (x) | 10.73 | 9.38 | 10.86 | 9.76 | 9.40 |
| Short-term debt | 21,553 | 24,610 | 27,137 | 27,137 | 27,137 | Price/Cash flow (x) | 5.86 | 17.17 | 7.56 | 6.98 | 6.60 |
| Accounts payable | 19,068 | 21,351 | 23,633 | 25,008 | 25,635 | Dividend yield (%) | 4.36 | 5.76 | 5.83 | 5.26 | 2.44 |
| Other current assets | 3,392 | 2,121 | 1,547 | 1,648 | 1,689 | Profitability ratios | | | | | |
| Total current liabilities | 44,013 | 48,081 | 52,317 | 53,793 | 54,461 | Gross margin (%) | 17.69 | 18.24 | 17.50 | 18.02 | 18.04 |
| Long-term debt | 36,862 | 46,431 | 46,431 | 46,431 | 46,431 | EBITDA margin (%) | 9.46 | 10.80 | 8.37 | 8.81 | 8.82 |
| Other liabilities | 7,964 | 9,878 | 11,837 | 12,605 | 12,923 | EBIT margin (%) | 6.77 | 7.62 | 5.85 | 7.01 | 7.09 |
| Total liabilities | 88,838 | 104,391 | 110,585 | 112,829 | 113,815 | Net profit margin (%) | 4.92 | 5.86 | 5.12 | 5.36 | 5.47 |
| Paid-up capital | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | ROA (%) | 4.54 | 5.32 | 4.61 | 4.91 | 4.96 |
| Share premium | 19,948 | 19,948 | 19,948 | 19,948 | 19,948 | ROE (%) | 12.42 | 14.37 | 12.49 | 11.66 | 11.37 |
| Reserves & others, net | -8,141 | -4,550 | -4,550 | -4,550 | -4,550 | Liquidity ratios | | | | | |
| Perpetual debentures | 5,950 | 5,950 | 5,950 | 5,950 | 5,950 | Current ratio (x) | 1.37 | 1.56 | 1.64 | 1.68 | 1.75 |
| Retained earnings | 33,235 | 36,778 | 40,656 | 43,338 | 46,847 | Quick ratio (x) | 0.45 | 0.54 | 0.63 | 0.64 | 0.69 |
| Minority interests | 3,551 | 2,894 | 3,162 | 4,469 | 6,022 | Leverage Ratios | | | | | |
| Total shareholders' equity | 55,737 | 62,213 | 66,359 | 70,349 | 75,410 | Liabilities/Equity ratio (x) | 1.59 | 1.68 | 1.67 | 1.60 | 1.51 |
| Total equity & liabilities | 144,575 | 166,604 | 176,944 | 183,177 | 189,226 | Net debt/EBITDA (x) | 4.16 | 4.03 | 4.54 | 4.03 | 3.71 |
| Key Assumptions | | | | | | Net debt/equity (x) | 0.94 | 0.99 | 0.89 | 0.83 | 0.73 |
| Sales in USD | 4,231 | 4,410 | 4,414 | 4,770 | 5,043 | Int. coverage ratio (x) | 5.2 | 6.2 | 4.7 | 6.3 | 6.5 |
| Average FX (THB/USD) | 31.3 | 32.0 | 35.1 | 34.5 | 33.5 | Growth | | | | | |
| SG&A to sales (%) | 11.8 | 12.4 | 12.7 | 12.1 | 12.1 | Revenue (%) | 4.85 | 6.53 | 9.70 | 6.49 | 2.53 |
| Sales by segment (Btmn) | | | | | | EBITDA (%) | 48.05 | 21.65 | -15.02 | 12.10 | 2.73 |
| Ambient | 62,724 | 58,955 | 65,117 | 66,211 | 64,814 | Reported net profit (%) | 63.69 | 28.29 | -4.52 | -1.63 | 2.16 |
| Frozen, chill | 49,606 | 58,417 | 57,569 | 58,432 | 58,459 | Reported EPS (%) | 55.82 | 29.72 | -4.70 | -1.70 | 2.25 |
| Petfood and others | 20,073 | 23,675 | 32,044 | 33,508 | 34,088 | Core profit (%) | 23.93 | 26.58 | -7.74 | 1.35 | 2.16 |
| Skipjack tuna (USD/ton) | 1,385 | 1,406 | 1,663 | 1,450 | 1,450 | Core EPS (%) | 18.08 | 27.90 | -8.04 | 1.41 | 2.25 |

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.