

Asian Alliance International PCL

AAI TB Outperform

Target Price Bt 5.50

Price (03/07/2023) Bt 3.50

Upside % 57.14

Valuation PER

Sector Food & Beverage

Market Cap Btm 7,438

30-day avg turnover Btm 38.86

No. of shares on issue m 2,125

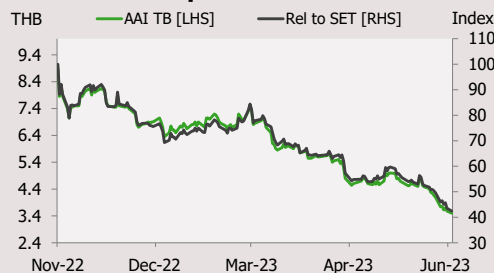
CG Scoring (IOD-Y2022) N/A

Anti-Corruption Indicator Declared

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	7,196	6,058	7,264	8,401
Core profit (Btmn)	903	331	696	860
Net profit (Btmn)	859	331	696	860
Net EPS (Bt)	0.40	0.16	0.33	0.40
DPS (Bt)	0.29	0.08	0.16	0.20
BVPS (Bt)	2.37	2.43	2.59	2.79
Net EPS growth (%)	5.3%	-61.5%	110.2%	23.6%
ROA (%)	18.7%	5.5%	11.2%	12.8%
ROE (%)	24.4%	6.5%	13.0%	15.0%
Net D/E (x)	-0.09	-0.16	-0.11	-0.08
Valuation				
P/E (x)	17.06	22.99	10.94	8.85
P/BV (x)	2.91	1.47	1.38	1.28
EV/EBITDA (x)	11.50	11.79	6.83	5.55
Dividend yield (%)	4.21	2.18	4.57	5.65

AAI 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

Varaj Tharamart

varaj.t@kasikornsecurities.com

4 July 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดงบไตรมาส 2/2566 ที่น่าผิดหวัง

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 2/2566 จะอยู่ที่ 39 ลบ. (-84.8% YoY และ -13.1% QoQ) ไม่รวม ขาดทุน FX ที่ 35 ลบ. และคิดเป็น 25.3% ของประมาณการปี 2566 ของเรา
- ▶ ปรับประมาณการ NP ปี 2566-68 ลง 22.7%/14.3%/14% จาก 1) การเคลียร์สต็อกสินค้าที่ยืดเยื้อในปี 2566 และ 2) กลยุทธ์การกำหนดเป้าหมายผลิตภัณฑ์ระดับต่ำลง
- ▶ "ซื้อ" และลด TP เป็น 5.5 บาท จาก 1) upside ต่อ TP ที่กว้างเพิ่มขึ้น 2) การประเมินมูลค่าหุ้นที่ไม่แพงเมื่อเทียบกับคู่แข่ง 3) คาดว่าจะฟื้นตัวในครึ่งหลังของปีนี้

Investment Highlights

- ▶ **ประวัติไตรมาส 2/2566** เมื่อวันที่ 27 มิ.ย. เราได้พูดคุยกับ CFO ของ AAI เพื่อรับข้อมูลอัปเดตเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทฯ เราคาดว่า AAI จะรายงานงบการเงินไตรมาส 2/2566 ในวันที่ 9 ส.ค. ด้วยกำไรปกติที่ 39 ลบ. (-84.8% YoY และ -13.1% QoQ) ไม่รวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) จำนวน 35 ลบ. ประมาณการกำไรปกติช่วงครึ่งแรกของปี 2566 คิดเป็น 25.3% ของประมาณการปี 2566 กำไรที่ลดลงเชิง YoY มาจาก 1) การเคลียร์สต็อกสินค้าที่ยาวนานในอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง 2) การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ทำให้กำลังซื้อลดลง และ 3) ราคาปลาที่พุ่งสูง ทำให้เกิดการชะลอการซื้อในการอาหารมนุษย์และกดดันอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) โดยรวม ขณะที่ปัจจัย การลดลงเชิง QoQ อาจมาจาก 1) การวางใบแจ้งยอดซื้อล่าช้า 2) ค่าใช้จ่ายคงที่ในการขายและบริหาร (SG&A) และ 3) สัดส่วนรายได้ที่มุ่งสู่การผลิตอาหารสัตว์เลี้ยงมากขึ้นซึ่งจะช่วยหนุน GPM โดยรวม เราคาดว่าอัตราส่วน GPM และ SG&A ต่อรายได้โดยรวมจะอยู่ที่ 9.9% (-1130 bps YoY และ +0 bps QoQ) และ 7.1% (+150 bps YoY และ +30 bps QoQ)
- ▶ **มุมมองของเรา** เรามีมุมมองระยะยาวต่อ AAI แม้ว่าอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงในกลุ่มค่าปลีกโดยรวมจะเติบโตก็ตาม ณ ตอนนี้ เราเชื่อว่าสาเหตุหลักที่ทำให้อุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงของไทยเติบโตลดลง เป็นเพราะการเคลียร์สต็อกสินค้าทั่วโลกซึ่งใช้เวลานานกว่าคาด สถานการณ์สต็อกสินค้ายังส่งผลกระทบในทางลบต่ออุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงในประเทศอื่นๆ เช่น จีนและเยอรมนี ซึ่งมีส่วนแบ่งการตลาดทั่วโลกอยู่ในอันดับใกล้เคียงกับไทย แม้ว่าผลกระทบต่ออุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยงในประเทศเหล่านั้นจะไม่รุนแรงเท่ากับที่เกิดขึ้นในไทย แต่ยังคงเร็วเกินไปที่จะระบุถึงการสูญเสียความสามารถในการแข่งขันของไทย เนื่องจากประเทศข้างต้นยังเห็นการลดลงของการสร้างมูลค่าจากอุตสาหกรรมอาหารสัตว์เลี้ยง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลการดำเนินงานในครึ่งหลังของปี 2566 จะปรับตัวขึ้นจากครึ่งปีแรก
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เราลดกำไรต่อหุ้น (EPS) ปี 2566/67/68 ลง 22.7%/14.3%/14.0% ขณะที่ในปี 2566 เราลดสมมติฐานปริมาณการขายลง 7.6% หลังจากแนวโน้มไตรมาส 2/2566 แยกว่าคาด ในปี 2567-68 เนื่องจากบริษัทฯ จะเน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ระดับล่างมากขึ้น ดังนั้น เราจึงลดประมาณการราคาขายเฉลี่ยปี 2567-68 ลง 5.8% และ 8.6%
- ▶ **กรณีเลวร้ายที่สุด** หากอิงตามสมมติฐานของเรา 1) ปริมาณการขายอาหารสัตว์เลี้ยงลดลงสู่ระดับปี 2564 ช่วงที่ยอดขายปลีกอาหารสัตว์เลี้ยงในสหรัฐฯ ต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2565 ถึง 12% 2) ราคาขายเฉลี่ยไม่สามารถเพิ่มขึ้นจากราคาปัจจุบันในช่วงครึ่งแรกของปี 2566 เนื่องจาก AAI จะเน้นกลยุทธ์การเป็นผู้นำด้านต้นทุน และ 3) ต้นทุนคงที่จากการขยายกำลังการผลิต กรณีเลวร้ายที่สุดของเราแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิปี 2567-68 จะอยู่ที่ 501 ลบ. และ 535 ลบ. และราคาเป้าหมายที่ 3.7 บาท อิงตาม PER ล่วงหน้าที่ 15.1 เท่า
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ในเชิง YTD ราคาหุ้นลดลง 48.1% เทียบกับ SET Index ที่ลดลง 9.9% ราคาหุ้นขณะนี้ซื้อขายด้วย PER ปี 2566/67/68 ที่ 23 เท่า/10.9 เท่า/8.9 เท่า เทียบกับ PER ปี 2566 ของผู้ค้าปลีกอาหารสัตว์เลี้ยงในสหรัฐฯ และ OEM อาหารสัตว์เลี้ยงของจีนที่ 22.3 เท่า และ 24.2 เท่า

Valuation and Recommendation

- ▶ **แนะนำ "ซื้อ"** เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" AAI แต่ลดราคาเป้าหมายลงเป็น 5.5 บาท จาก 6.4 บาท ตามการปรับประมาณการกำไรของเรา AAI น่าดึงดูดใจจาก 1) upside risk ต่อราคาเป้าหมายที่ค่อนข้างกว้าง 2) การประเมินมูลค่าหุ้นที่ไม่แพงมากเมื่อเทียบกับคู่แข่ง และ 3) ผลประกอบการที่คาดว่าจะฟื้นตัวในครึ่งหลังของปี 2566
- ▶ **Downside risk** ได้แก่ 1) เงินบาทแข็งค่า 2) ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป 3) การเคลื่อนไหวของราคาวัตถุดิบในเชิงลบ และ 4) การสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน



Fig 1 2Q23 performance preview

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	%YoY	%QoQ	% YTD	2023E
Financials									
Sales (Btmn)	1,825	1,977	1,718	1,405	1,333	-27.0	-5.1	45.2	6,058
EBITDA (Btmn)	336	348	291	96	96	-71.4	-0.2	33.5	574
Operating profit (Btmn)	295	304	244	48	48	-83.7	-0.2	25.4	379
Core profit (Btmn)	256	266	201	45	39	-84.8	-13.1	25.3	331
Net profit (Btmn)	183	195	300	72	4	-97.9	-94.6	22.8	331
Net EPS (Bt)	0.11	0.09	0.14	0.03	0.00	-98.3	-94.6	22.8	0.16
Performance Drivers									
Pet food sales (Btmn)	1,602	1,656	1,461	1,045	1,021	-36.3	-2.3	43.1	4,799
Human food sales (Btmn)	212	309	247	354	300	41.6	-15.3	58.0	1,127
Other sales (Btmn)	11	12	17	14	12	6.9	-14.7	43.1	60
Overseas sales (%)	93	89	88	87	86	-6.6	-0.8	87	91
SG&A to sales (%)	5.6	6.3	6.8	6.8	7.1	1.5	0.3	7.0	6.6
Ratios									
						Change		% YTD	2023E
Gross margin (%)	21.2	21.2	20.5	9.9	9.9	-11.3	0.0	9.9	12.0
EBITDA margin (%)	18.4	17.6	16.9	6.9	7.2	-11.2	0.4	7.0	9.5
Optg. margin (%)	16.1	15.4	14.2	3.4	3.6	-12.5	0.2	3.5	6.3
ROE (%)	43.9	43.9	21.6	3.5	3.0	-40.9	-0.5	3.3	6.5

Source: Company data, KS Research

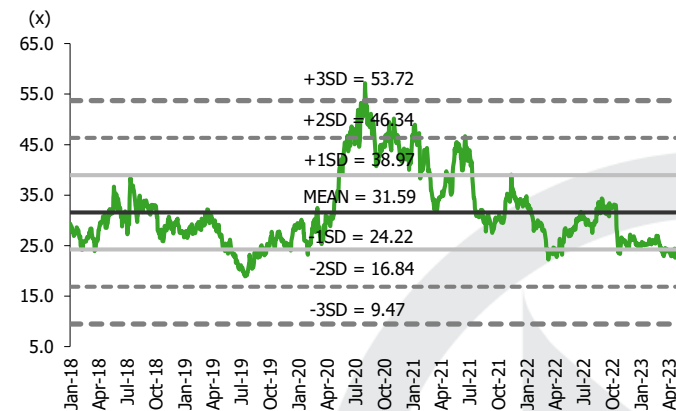
Fig 2 Earnings revisions

Unit: Btmn.		2023E			2024E			2025E		
Profit and loss statements	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	
Total revenue	6,058	6,462	-6.3	7,264	7,650	-5.0	8,401	9,085	-7.5	
Cost of goods sold	5,279	5,560	-5.1	6,025	6,257	-3.7	6,908	7,394	-6.6	
Gross profit	779	902	-13.6	1,238	1,393	-11.1	1,492	1,692	-11.8	
SG&A	399	413	-3.3	450	474	-5.0	521	563	-7.5	
Operating profit	379	489	-22.3	788	919	-14.2	971	1,128	-13.9	
EBITDA	574	683	-16.0	1,029	1,160	-11.3	1,288	1,447	-11.0	
EBIT	380	489	-22.3	789	920	-14.2	974	1,131	-13.9	
Core profit	331	428	-22.7	696	812	-14.3	860	1,000	-14.0	
Net profit	331	428	-22.7	696	812	-14.3	860	1,000	-14.0	
Key assumptions										
Pet food sales (Btmn)	4,871	5,271	-7.6	6,215	6,597	-5.8	7,281	7,959	-8.5	
Pet food ASP (mn/USD)	0.0047	0.0047	0.0	0.0047	0.0050	-5.8	0.0047	0.0051	-8.6	
Human food sales (Btmn)	1,127	1,127	0.0	977	977	0.0	1,036	1,036	0.0	
Human food ASP (mn/USD)	0.0047	0.0047	0.0	0.0042	0.0042	0.0	0.0043	0.0043	0.0	
By product sales (Btmn)	60	64	-6.3	72	76	-5.0	83	90	-7.5	
THB/USD	34.5	34.5	0.0	33.5	33.5	0.0	33.5	33.5	0.0	
Tuna price (USD/ton)	1,700	1,700	0.0	1,450	1,450	0.0	1,450	1,450	0.0	
Broiler price (Bt/ton)	42,000	42,000	0.0	40,000	40,000	0.0	38,000	38,000	0.0	
Overseas sales (%)	90	90	0.0	90	90	0.0	90	90	0.0	
SG&A to sales (%)	6.6	6.4	0.2	6.2	6.2	0.0	6.2	6.2	0.0	
Gross margin (%)	12.0	13.1	-1.1	16.2	17.4	-1.2	16.9	17.8	-0.9	

Source: Company data, KS Research



Fig 3 Chinese pet food OEM peers – 12M FWD PE (x)



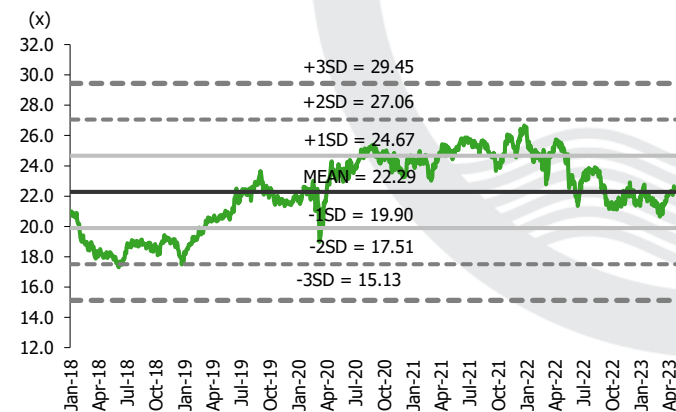
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 4 Chinese pet food OEM peers – 12M FWD PBV (x)



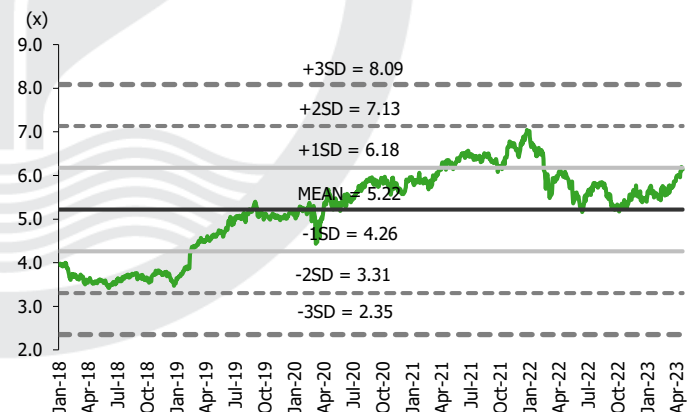
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 5 US pet food retailers – 12M FWD PE (x)



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 6 US pet food retailers – 12M FWD PBV (x)



Source: Bloomberg, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	4,985	7,084	5,998	7,192	8,317
Cost of sales and services	-3,916	-5,709	-5,279	-6,025	-6,908
Gross Profit	1,070	1,375	719	1,166	1,409
SG&A	-354	-425	-399	-450	-521
Other income	65	113	61	72	84
EBIT	781	1,063	380	789	972
EBITDA	920	1,235	574	1,029	1,288
Interest expense	-21	-33	-8	-8	-8
Equity earnings	-2	0	0	1	2
EBT	758	1,029	372	782	966
Income tax	-77	-126	-41	-86	-106
NPAT	681	903	331	696	860
Minority Interest	14	0	0	0	0
Core Profit	695	903	331	696	860
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	-42	-44	0	0	0
Reported net profit	653	859	331	696	860
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	46	1,508	1,697	1,516	1,494
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	607	981	682	818	946
Inventories	1,630	1,754	1,635	1,866	2,140
Other current assets	86	232	196	235	271
Total current assets	2,368	4,476	4,210	4,435	4,851
Investment in subs & others	59	34	60	60	60
Fixed assets-net	1,077	1,353	1,659	1,854	1,958
Other assets	102	216	89	94	99
Total assets	3,606	6,080	6,018	6,443	6,968
Short-term debt	593	83	50	40	34
Accounts payable	517	492	568	648	743
Other current liabilities	71	58	60	67	73
Total current liabilities	1,181	633	678	755	850
Long-term debt	21	362	154	154	154
Other liabilities	27	51	27	27	27
Total liabilities	1,230	1,046	859	936	1,031
Paid-up capital	1,700	2,125	2,125	2,125	2,125
Share premium	0	1,890	1,890	1,890	1,890
Reserves & others, net	2	77	37	37	37
Retained earnings	674	941	1,107	1,454	1,884
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	2,376	5,034	5,159	5,507	5,937
Total equity & liabilities	3,606	6,080	6,018	6,443	6,968
Key Assumptions (Btmn)					
Pet food sales (Btmn)	4,087	6,061	4,799	6,150	7,215
Pet food sales volume (T/year)	29,003	34,754	29,700	39,200	45,988
ASP for pet food ('000/T)	141	174	162	157	157
Human food sales (Btmn)	839	1,023	1,127	977	1,036
Human food sales volume (T/year)	6,492	6,350	6,900	6,900	7,175
ASP for human food ('000/T)	129	161	163	142	144
By product sales (Btmn)	60	90	73	65	66
By product sales volume (T/year)	3,143	3,106	3,600	3,600	3,600
ASP for by product ('000/T)	19	29	20	18	18
SG&A to sales	7.0%	5.9%	6.6%	6.2%	6.2%

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	653	859	331	696	860
Depreciation & amortization	154	174	194	241	316
Change in working capital	-514	-683	533	-319	-337
Others	5	-72	84	-5	-5
CF from operation activities	298	277	1,142	613	834
Capital expenditure	-324	-450	-500	-436	-420
Investment in subs and affiliates	2	6	-7	0	0
Others	789	-0	-0	0	0
CF from investing activities	467	-443	-507	-436	-420
Cash dividend	-791	-617	-165	-348	-430
Net proceeds from debt	131	-170	-241	-10	-7
Capital raising	-7	2,395	-45	0	0
Others	-138	-5	5	0	0
CF from financing activities	-804	1,604	-446	-358	-437
Net change in cash	-40	1,437	189	-181	-22
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.38	0.40	0.16	0.33	0.40
Core EPS	0.41	0.43	0.16	0.33	0.40
DPS	0.47	0.29	0.08	0.16	0.20
BV	1.40	2.37	2.43	2.59	2.79
EV	7.60	6.68	3.19	3.31	3.36
Free Cash Flow	-0.02	-0.08	0.30	0.08	0.20
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	17.96	17.06	22.99	10.94	8.85
Core P/E (x)	16.88	16.23	22.99	10.94	8.85
P/BV (x)	4.94	2.91	1.47	1.38	1.28
EV/EBITDA (x)	14.03	11.50	11.79	6.83	5.55
Price/Cash flow (x)	-446.86	-84.98	11.84	43.01	18.36
Dividend yield (%)	6.74	4.21	2.18	4.57	5.65
Profitability ratios					
Gross margin (%)	21.5%	19.4%	12.0%	16.2%	16.9%
EBITDA margin (%)	18.3%	17.2%	9.5%	14.2%	15.3%
EBIT margin (%)	15.5%	14.8%	6.3%	10.9%	11.6%
Net profit margin (%)	13.0%	11.9%	5.5%	9.6%	10.2%
ROA (%)	19.4%	18.7%	5.5%	11.2%	12.8%
ROE (%)	27.6%	24.4%	6.5%	13.0%	15.0%
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	2.0	7.1	6.2	5.9	5.7
Quick ratio (x)	0.6	4.3	3.8	3.4	3.2
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
Net debt/EBITDA (x)	0.6	-0.9	-2.6	-1.3	-1.0
Net debt/equity (x)	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
Int. coverage ratio (x)	37.0	31.7	46.4	101.4	129.5
Growth					
Revenue (%)	10.3%	42.9%	-15.8%	19.9%	15.6%
EBITDA (%)	37.7%	34.2%	-53.5%	79.3%	25.1%
Reported net profit (%)	8.9%	31.6%	-61.5%	110.2%	23.6%
Reported EPS (%)	8.9%	5.3%	-61.5%	110.2%	23.6%
Core profit (%)	29.8%	30.0%	-63.4%	110.2%	23.6%
Core EPS (%)	29.8%	4.0%	-63.4%	110.2%	23.6%



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 The Thai Institute of Directors Association (IOD). 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: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.

