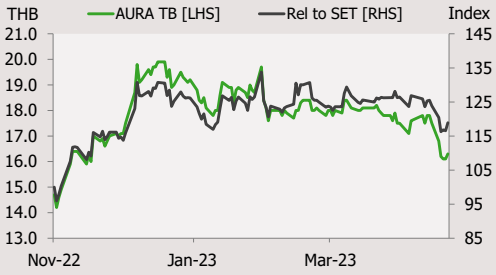
Aurora Design PCL

AURA TB		Outperform
Target Price	**Bt**	19.34
Price (19/05/2023)	**Bt**	**16.30**
Upside	**%**	**18.65**
Valuation		**PER and DCF**
Sector		**Fashion**
Market Cap	**Btm**	**21,744**
30-day avg turnover	**Btm**	**53.21**
No. of shares on issue	**m**	**1,334**
CG Scoring		**N/A**
Anti-Corruption Indicator		**N/A**

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	29,581	33,856	40,980	48,555
Core profit (Btmn)	728	927	1,166	1,376
Net profit (Btmn)	709	927	1,166	1,376
Net EPS (Bt)	0.53	0.69	0.87	1.03
DPS (Bt)	1.30	0.35	0.44	0.52
BVPS (Bt)	3.70	3.89	4.37	4.94
Net EPS growth (%)	-99.02	30.70	25.77	17.99
ROA (%)	6.80	7.38	7.71	7.96
ROE (%)	19.34	18.31	21.15	22.15
Net D/E (x)	0.74	0.89	0.95	1.01
Valuation				
P/E (x)	32.91	23.46	18.65	15.81
P/BV (x)	4.73	4.19	3.73	3.30
EV/EBITDA (x)	18.79	16.03	13.92	12.67
Dividend yield (%)	7.46	2.13	2.68	3.16

AURA 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
Pisut Ngamvijitvong
Pisut.n@kasikornsecurities.com

22 May 2023
Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดโมเมนตัมการเติบโตของกำไรจะเร่งตัว

- **คาดรายได้และกำไรสุทธิเติบโตมากขึ้นจาก 1) พอร์ตสินเชื่อทองคำที่ใหญ่ขึ้น 2) ยอดขายผลิตภัณฑ์ทองคำดีไซน์ที่สูงขึ้น และ 3) ราคาทองคำที่ปรับตัวสูงขึ้น**
- **คาดรายได้/กำไรสุทธิเดือนเม.ย.-ธ.ค.66 เติบโต 21.6%/41.1% YoY เป้าของผู้บริหารมี upside 0.5%/1.3% ต่อประมาณการรายได้/กำไรสุทธิของเรา**
- **แนะนำ "ซื้อ" จากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งสำหรับไตรมาสที่เหลือและมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง (PER 23 เท่า เทียบกับการเติบโตของ EPS 31%)**

Investment Highlights

- **เหตุการณ์** เมื่อวันที่ 19 พ.ค. AURA ได้จัดการประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศผลประกอบการ
- **มีอะไรใหม่?** ประการแรก ผู้บริหารชี้แจงว่าจำนวนวันของสินค้าคงคลังที่สูงขึ้นในไตรมาส 1/2566 มาจากการเติมสต็อกทองคำที่เพิ่มขึ้นในช่วงปลายเดือนมี.ค. เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับ 1) วันหยุดยาวในต้นเดือนเม.ย. และ 2) อุปสงค์การซื้อทองคำที่สูงขึ้น ผู้บริหารกล่าวว่าจำนวนวันของสินค้าจะกลับสู่ปกติในเดือนพ.ค. ประการที่สอง AURA ได้จัดตั้งพันธมิตรค้าปลีกกับ CJ และ Bangchak เพื่อรับรองสถานที่ตั้งสำหรับการขยายสาขาเชิงรุกในอีกสองปีข้างหน้า ประการที่สาม ผู้บริหารคาดว่ากิจกรรมการจัดหาทองคำจะดีขึ้นในไตรมาส 2/2566 เป็นต้นไป จากโมเมนตัมของสัญญาทางการเงินใหม่ยังคงแข็งแกร่ง และผู้กู้ที่ค้างชำระส่วนใหญ่ตั้งแต่ไตรมาส 4/2565 ได้ชำระยอดคงเหลือในไตรมาส 1/2566 กลยุทธ์ของผู้บริหารประกอบด้วย 1) การขยายสาขาเชิงรุก 2) เน้นสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง เช่น เครื่องประดับเพชร ผลิตภัณฑ์ทองคำดีไซน์ เป็นต้น 3) การจดจำตราสินค้า และ 4) การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น (lean operation)
- **เป้าหมาย** ผู้บริหารตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มจำนวนสาขาอีก 22.9% เป็น 343 แห่ง (เทียบกับ 11.2% ในปี 2565) ขยายมูลค่าพอร์ตสินเชื่อทองคำเป็น 2.7 พันลบ. (เทียบกับ 1.9 พันลบ. ในปี 2565) เพิ่มรายได้ปี 2566 ขึ้น 15 % (เทียบกับ 33% ในปี 2565) และเพิ่มอัตรากำไรจากปีที่แล้ว (2.4% ในปี 2565) หากไม่รวมผลการดำเนินงานในไตรมาส 1/2566 เป้าทั้งปีของผู้บริหารบ่งชี้ว่ารายได้และกำไรสุทธิในเดือนเม.ย.-ธ.ค. จะเติบโต 22.4% และ 43.6% YoY เทียบกับ 21.6% และ 41.1% ภายใต้ประมาณการของเรา เมื่อเทียบกับประมาณการกำไรของเรา เป้าของผู้บริหารมี upside 0.5% และ 1.3% ต่อประมาณการรายได้และกำไรสุทธิของเรา
- **แนวโน้ม** เราคาดว่า AURA จะรายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 2/2566 หนุนจากการบริโภคในประเทศที่เพิ่มขึ้นจากการใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการเลือกตั้งในช่วงเดือนเม.ย.-พ.ค. เราเห็นว่าราคาทองคำที่พุ่งสูงขึ้นทำให้สถานะการลงทุนของทองคำแข็งแกร่งขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อความสามารถในการทำกำไรของ AURA เราคาดว่าพอร์ตสินเชื่อทองคำจะกลับมาขยายตัวหลังจาก AURA เคลียร์บัญชีที่ค้างชำระจำนวนมากในไตรมาส 1/2566
- **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** แม้ราคาหุ้นยังเพิ่มขึ้น 49.5% จากราคา IPO ที่ 10.9 บาท ณ วันที่ 30 พ.ย. 2565 แต่ราคาหุ้น AURA ลดลง 19.7% จากจุดสูงสุดที่ 20.3 บาทในวันที่ 5 ม.ค. ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER ปี 2566/67 ที่ 23.46 เท่า และ 18.65 เท่า

Valuation and Recommendation

- **"ซื้อ"** เรายังคงประมาณการกำไรปกติในปี 2566-2568 ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ที่ 19.34 บาท และคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ AURA จากความคาดหวังเชิงบวกสำหรับผลประกอบการทางการเงินในครึ่งแรกของปี 2566 และการประเมินมูลค่าที่มีราคาถูกลง เราชอบพื้นฐานทางธุรกิจของ AURA เนื่องจาก 1) บริษัทฯ สามารถขยายธุรกิจได้ทั้งธุรกิจค้าทองคำและธุรกิจสินเชื่อ และ 2) ความสามารถในการแข่งขันที่เหนือกว่าร้านทองรายย่อยซึ่งน่าจะส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดรายได้สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราที่ 19.34 บาท มาจาก blended PER (22.58 เท่า) และวิธีคิดลดเงินสด (DCF) (WACC 7.3%)
- **ความเสี่ยงขาลง** ได้แก่ 1) ราคาทองที่ลดลงเร็ว 2) รอบหมุนสินค้าคงเหลือช้าลง 3) การตอบโต้จากร้านขายทองรายย่อย และ 4) ยอดปล่อยกู้ทองน่าผิดหวัง

Fig 1 Management guidance vs. KS estimates

Btmn	2022	2023E AURA	KS	AURA vs. KS
Guidance				
Revenue % YoY	32.9%	15.0%	14.5%	
Net profit margin (%)	2.4%	2.8%	2.7%	
Financial				
Revenue (Btmn)	29,581	34,018	33,856	0.5%
Net profit (Btmn)	707	939	927	1.3%
% YoY	20.7%	32.8%	31.0%	

Source: Company, KS Research

Fig 2 Shareholding structure

	Pre-IPO		Post-IPO		14-Mar-23	
Name	# shares (mn)	% holding	# shares (mn)	% holding	# shares (mn)	% holding
Tham Enterprise Co., Ltd.	430.00	43.0%	430.00	32.2%	430.00	32.2%
Wimonsri Srirungtham	56.45	5.6%	56.45	4.2%	59.95	4.5%
Prasit Srirungtham	56.15	5.6%	56.15	4.2%	59.65	4.5%
Aniwat Srirungtham	71.10	7.1%	71.10	5.3%	74.60	5.9%
Anirut Srirungtham	71.10	7.1%	71.10	5.3%	74.61	5.9%
Anipat Srirungtham	71.10	7.1%	71.10	5.3%	74.60	5.9%
Nitchanun Srirungtham	71.10	7.1%	71.10	5.3%	87.25	6.5%
Pantang Pongsatha	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25.12	1.9%
Thongchai Maleemongkol	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	23.79	1.8%
Tanyut Sirrungrojana	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.88	1.6%
Related persons	173.00	17.3%	173.00	13.0%	n.a.	n.a.
Minority shareholders	0.00	0.0%	334.00	25.0%	403.55	30.3%
Total	**1,000.00**	**100.0%**	**1,334.00**	**100.0%**	**1,334.00**	**100.0%**

Source: Company, KS Research

Fig 3 Working capital

Btmn	3M21	6M21	9M21	12M21	3M22	6M22	9M22	12M22	3M23
A/R - total	n.a.	1,314	1,329	1,329	n.a.	1,858	2,041	2,049	2,054
A/R - gold retail	n.a.	106	106	106	n.a.	69	98	127	195
INV	n.a.	6,421	5,971	6,421	n.a.	6,438	6,545	6,723	7,258
A/P	n.a.	1,749	1,300	1,749	n.a.	1,157	1,379	987	675
Revenue - gold retail	6,429	11,234	14,624	22,095	6,656	12,811	19,719	27,424	7,164
COGS	6,043	10,392	13,448	20,279	7,235	13,167	19,597	27,063	6,756
A/R days - gold retail	n.a.	1.72	1.98	1.75	n.a.	0.98	1.36	1.69	2.48
INV days	n.a.	112.76	121.56	115.57	n.a.	89.23	91.43	90.67	98.03
A/P days	n.a.	30.72	26.46	31.48	n.a.	16.04	19.27	13.31	9.11
CCC days	n.a.	83.76	97.08	85.83	n.a.	74.17	73.52	79.05	91.40

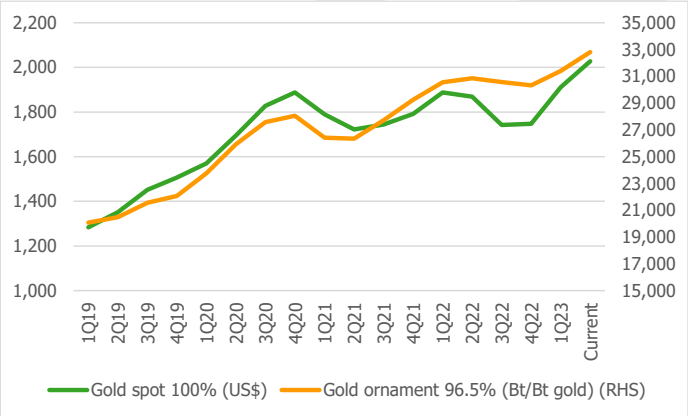
Source: Company, KS Research

Fig 4 Key financials

Btmn	3M21	6M21	9M21	12M21	3M22	6M22	9M22	12M22	3M23
Debt	n.a.	4,054	4,057	4,054	n.a.	5,551	4,377	3,153	4,053
Lease	n.a.	1,189	1,189	1,189	n.a.	1,145	988	921	847
Total debt	n.a.	5,243	5,246	5,243	n.a.	6,696	5,364	4,074	4,900
Cash	n.a.	517	517	514	n.a.	130	81	419	557
Net debt	n.a.	4,726	4,729	4,729	n.a.	6,566	5,283	3,655	4,343
Equity	n.a.	2,402	2,402	2,402	n.a.	2,785	2,897	4,931	5,198
EBITDA	n.a.	587	812	1,237	n.a.	767	1,047	1,437	465
Net debt to equity (x)	n.a.	1.97	1.97	1.97	n.a.	2.36	1.82	0.74	0.84
Net debt to ann EBITDA (x)	n.a.	4.03	4.37	3.82	n.a.	4.28	3.79	2.54	2.33

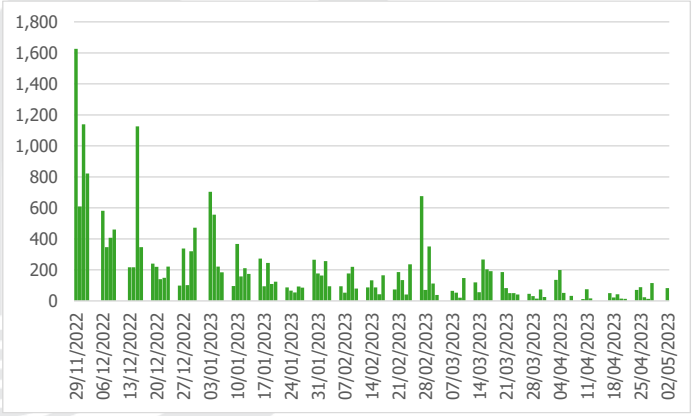
Source: Company, KS Research

Fig 5 Gold price movement



Source: Company, KS Research

Fig 6 Daily trading value (Btmn) since Nov 30, 2022



Source: Company, KS Research

Fig 7 Yearly financial situation

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
No of outlets	212	214	250	279	343	416	498
Trading revenue per outlet	81	90	88	105	113	111	109
Loan port (Btmn)	0	1,216	1,208	1,952	2,638	3,743	4,618
Loan port per outlet		5.7	4.8	7.0	7.7	9.0	9.3
Lending rate (%)		10.2%	13.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
A/R days - trading	19	22	22	21	28	32	34
INV days	99	106	109	89	84	84	83
A/P days	15	18	25	18	13	13	13
CCC (days)	103	111	105	91	99	103	103
Net debt to equity (x)	2.32	2.17	1.97	0.74	1.04	1.14	1.21
Net debt to EBITDA (x)	5.37	3.28	3.82	2.54	3.27	3.40	3.59
ROE (%)	35.6%	40.4%	26.8%	19.3%	19.3%	21.7%	22.6%
ROIC (%)	8.2%	10.3%	7.1%	7.9%	8.6%	9.8%	9.8%

Source: Company, KS Research

Fig 8 DCF-based fair value

Year	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Count	0	1	2	3	4	5	6
Discount factor	1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.66
EBITDA	1,646	1,961	2,241	2,514	2,788	3,011	3,252
Tax	-329	-392	-448	-503	-558	-602	-650
Change in NWC	-888	-780	-987	-925	-874	-944	-1,019
Capex	-232	-238	-241	-217	-195	-185	-176
FCFF	196	550	564	869	1,162	1,280	1,406
PV of FCFF	196	513	490	703	876	900	921
PV of TV	22,056						
Sum of PV FCFF	26,656	Cost of debt		Cost of equity		Cost of capital	
Net debt	-1,379	Kd	3.5%	Rf	3.0%	Debt portion	44.0%
PV of FCFE	25,277	KdAT	2.8%	Rm	8.0%	WACC	7.30%
No of shares (m)	1,334			Beta	1.0	LTG	3.0%
Bt per share	18.95			Ke	10.8%		

Source: Company, KS Research

Fig 9 Relative PER valuation

End-2023E Selected basis	Fashion peers	Commerce peers	Global jewelry peers	Simple average
1-year forward PER (x)	24.77	26.52	16.45	22.58
AURA's 2024E EPS (Bt)	0.87	0.87	0.87	0.87
Implied equity value (Bt)	**21.65**	**23.18**	**14.38**	**19.74**

Source: Company, KS Research

Fig 10 Valuation summary

	Amount	DCF	
Selected forward PER (x)	22.58	WACC	7.3%
2024 net profit (Btmn)	1,166	LTG rate	3.0%
2023 implied PER value	26,328	PV of FCFF (2023-29E)	4,599
No of shares (m)	1,334	PV of TV	22,056
Bt per share	**19.74**	Net debt	-1,379
		PV of FCFE	25,276
		Bt per share	**18.95**
Blended value (Bt/share)		**19.34**	

Source: Bloomberg, SETTRADE, Company, KS Research

Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	22,256	29,581	33,856	40,980	48,555
Cost of sales and services	-20,279	-27,063	-31,060	-37,553	-44,505
Gross Profit	1,977	2,517	2,796	3,427	4,050
SG&A	-1,101	-1,460	-1,469	-1,761	-2,085
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	875	1,057	1,327	1,667	1,965
EBITDA	1,237	1,437	1,646	1,961	2,241
Interest expense	-200	-219	-195	-236	-272
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	690	898	1,159	1,457	1,720
Income tax	-142	-189	-232	-291	-344
NPAT	548	709	927	1,166	1,376
Minority Interest	5	0	0	0	0
Core Profit	501	728	927	1,166	1,376
Extraordinary items	29	19	0	0	0
FX gain (loss)	14	0	0	0	0
Reported net profit	543	709	927	1,166	1,376
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	514	419	1,059	577	840
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	1,329	2,049	3,250	4,085	4,997
Inventories	6,421	6,723	8,548	9,828	11,461
Other current assets	12	27	12	12	12
Total current assets	8,276	9,218	12,869	14,502	17,309
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	126	164	135	159	183
Other assets	1,645	1,432	1,321	1,241	1,182
Total assets	10,046	10,814	14,324	15,902	18,674
Short-term debt	3,570	1,824	3,619	4,009	5,080
Accounts payable	1,749	987	2,790	3,290	3,934
Other current assets	598	770	598	598	598
Total current liabilities	5,917	3,581	7,006	7,896	9,612
Long-term debt	1,672	2,250	2,069	2,118	2,416
Other liabilities	55	52	55	55	55
Total liabilities	7,644	5,883	9,130	10,069	12,083
Paid-up capital	1,000	1,334	1,334	1,334	1,334
Share premium	0	3,228	3,307	3,307	3,307
Reserves & others, net	0	0	0	0	0
Retained earnings	1,402	369	553	1,191	1,951
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	2,402	4,931	5,194	5,832	6,592
Total equity & liabilities	10,046	10,814	14,324	15,901	18,674
Key Assumptions					
SG&A to sales (%)	91.1%	91.5%	91.7%	91.6%	91.7%
Revenue breakdown per outlet (Btmn)					
Gold retail	95	125	131	138	145
Sales contract	13	9	7	6	5
Revenue proportion by channels (%)					
Gold retail	99.28%	99.25%	98.92%	98.76%	98.71%
Sales contract	0.72%	0.75%	1.08%	1.24%	1.29%

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	548	709	927	1,166	1,376
Depreciation & amortization	361	380	319	294	276
Change in working capital	-161	-1,275	-2,099	-1,615	-1,900
Others	128	202	232	291	344
CF from operation activities	876	16	-622	137	96
Capital expenditure	-71	-95	-232	-238	-241
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from investing activities	-71	-95	-232	-238	-241
Cash dividend	-158	-1,933	-464	-583	-688
Net proceeds from debt	-327	-1,305	1,610	439	1,368
Capital raising	0	3,562	0	0	0
Others	-135	-345	-195	-236	-272
CF from financing activities	-620	-20	951	-380	408
Net change in cash	186	-99	97	-482	263
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	54.34	0.53	0.69	0.87	1.03
Core EPS	50.07	0.55	0.69	0.87	1.03
DPS	37.15	1.30	0.35	0.44	0.52
BV	240.17	3.70	3.89	4.37	4.94
EV	489.18	20.24	19.77	20.46	21.29
Free Cash Flow	80.53	-0.06	-0.64	-0.08	-0.11
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	0.30	32.91	23.46	18.65	15.81
Core P/E (x)	0.33	32.07	23.46	18.65	15.81
P/BV (x)	0.07	4.73	4.19	3.73	3.30
EV/EBITDA (x)	3.96	18.79	16.03	13.92	12.67
Price/Cash flow (x)	0.19	1,428.40	-34.95	159.19	227.62
Dividend yield (%)	227.91	7.46	2.13	2.68	3.16
Profitability ratios					
Gross margin (%)	8.88	8.51	8.26	8.36	8.34
EBITDA margin (%)	5.56	4.86	4.86	4.78	4.61
EBIT margin (%)	4.00	3.78	4.00	4.13	4.10
Net profit margin (%)	2.46	2.40	2.74	2.84	2.83
ROA (%)	5.80	6.80	7.38	7.71	7.96
ROE (%)	23.71	19.34	18.31	21.15	22.15
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.40	2.57	1.84	1.84	1.80
Quick ratio (x)	0.31	0.69	0.61	0.59	0.61
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	3.18	1.19	1.76	1.73	1.83
Net debt/EBITDA (x)	3.82	2.54	2.81	2.83	2.97
Net debt/equity (x)	1.97	0.74	0.89	0.95	1.01
Int. coverage ratio (x)	4.45	5.11	6.93	7.17	7.31
Growth					
Revenue (%)	14.54	32.91	14.45	21.05	18.48
EBITDA (%)	-14.33	16.20	14.53	19.13	14.29
Reported net profit (%)	-28.74	30.52	30.70	25.77	17.99
Reported EPS (%)	-28.74	-99.02	30.70	25.77	17.99
Core profit (%)	-36.42	45.38	27.34	25.77	17.99
Core EPS (%)	-36.42	-98.91	27.34	25.77	17.99

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 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 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.