



# Land and Houses PCL

LH TB	Outperform	
Target Price	Bt	10.40
Price (25/01/2022)	Bt	9.25
Upside	%	12.43
Valuation	SOTP	
Sector	Property Development	
Market Cap	Btm	110,535
30-day avg turnover	Btm	353.15
No. of shares on issue	m	11,950
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

## การดำเนินงานกลับมาเป็นปกติในไตรมาส 4/64

- ▶ เราคาดว่า LH จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2564 ที่ 1.8 พันลบ. ลดลง 23% YoY เนื่องจากไม่มีการขายสินทรัพย์ แต่โตขึ้น 38% QoQ จากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ราบรื่น
- ▶ แม้จะไม่เพียงพอที่จะทำให้การเติบโตของกำไรในปี 2564 เป็นไปในเชิงบวก แต่ก็ชี้ให้เห็นถึงการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งในปี 2565 จากตัวขับเคลื่อนกำไรทั้งหมดที่กลับมา
- ▶ ดงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 10.4 บาท โดยผลการดำเนินงานที่มั่นคงและอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) ที่ดี สนับสนุนคำแนะนำของเรา

## Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2564 กลับสู่ระดับปกติที่ดี** เราคาดว่า LH จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2564 ที่ 1.8 พันลบ. ลดลง 23% YoY แต่เพิ่มขึ้น 38% QoQ หากไม่รวมกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นในไตรมาส 4/2563 กำไรปกติในไตรมาส 4/2564 จะลดลงเพียง 5% YoY และเพิ่มขึ้น 48% QoQ ซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดีเนื่องจากตัวขับเคลื่อนกำไรปกติทั้งหมดฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดผิดปกติในไตรมาส 3/2564 และจะอยู่ในจุดที่สูงกว่ากำไรไตรมาสเฉลี่ยในช่วงไตรมาส 1/2562 ถึงไตรมาส 3/2564 ที่ 1.7 พันลบ. เมื่อสถานการณ์โควิด-19 กระทั่งต่อการดำเนินงานของธุรกิจก็ก่อให้เกิดรายได้ประจําอย่างมา การโอนกรรมสิทธิ์ที่ราบรื่นและอัตราค่าเช่าพักของธุรกิจโรงแรมที่ดีขึ้นในไตรมาส 4/2564 ทำให้ LH สามารถบรรลุเป้าหมายของรายได้จากการขายในปี 2564 ที่ 3 หมื่นลบ. ซึ่งหมายความว่ารายได้จากการขายไตรมาส 4/2564 ของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ อีกทั้งยังช่วยเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) เล็กน้อย QoQ จากการประหยัดต่อขนาดที่ดีขึ้น แม้จะยังคงลดลงเล็กน้อย YoY จากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมของผลิตภัณฑ์ ผลขาดทุนสุทธิของ LHFG จะทำให้ส่วนแบ่งกำไรของเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสีย (equity income) ในไตรมาส 4/2564 ลดลง ซึ่งจะเห็นจุดด้วยเพียงข้อเดียวสำหรับการดำเนินงานในไตรมาส 4/2564 ตามมุมมองของเรา
- ▶ **รายได้และกำไรเป็นปัจจัยสำคัญในไตรมาส 4/2564** แม้ว่า LH ได้มีการยกเลิก Backlog ที่มีคุณภาพต่ำ มูลค่ารวม 1.1 พันลบ. และทำให้ยอดขายไตรมาส 4/2564 ลดลงเป็น 6.6 พันลบ. แต่ยอดขายดังกล่าวยังเพิ่มขึ้น 24% YoY และทรงตัว QoQ และด้วยการโอนกรรมสิทธิ์ที่ราบรื่นของบ้านแนวราบที่ขายไปในไตรมาส 3-4/2564 และการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของอุปสงค์โรงแรมและศูนย์ค้าปลีกในพหุภาคย์หลังมีการผ่อนคลายการล็อกดาวน์ตั้งแต่เดือนก.ย. ทำให้คาดว่ารายได้ปกติของ LH ในไตรมาส 4/2564 จะเพิ่มขึ้น 8% YoY และ 27% QoQ นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์ (โครงการที่ทำกำไรสูงมีสัดส่วนลดลง เช่น อินดี รามคำแหง, เดอะรัม พญาไท และ เดอะ แบงก์คอก สาทร จากไตรมาส 4/2563) จะทำให้ GPM ไตรมาส 4/2564 ลดลง 0.7 ppt เรามองว่า GPM จะมีการฟื้นตัวขึ้น 0.7 ppt จากฐานที่ต่ำในไตรมาส 3/2564 จากประโยชน์ที่ได้จากการประหยัดต่อขนาด นอกจากนี้เรายังเห็นส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในไตรมาส 4/2564 ของ LH เพิ่มขึ้นปานกลาง 10% QoQ จากการเติบโตของ HMPRO และ QH แม้ว่าลดลง 21% YoY ก็ตาม โดยส่วนใหญ่เป็นผลมาจากส่วนแบ่งกำไรจาก LHFG จากระดับบวก 45 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 เป็นติดลบ 82 ลบ. ในไตรมาส 4/2564 แม้เราจะคาดหวังกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก HMPRO ที่ 83% QoQ ที่จะมาชดเชยการลดลงของส่วนแบ่งกำไรของ LHFG จาก 140 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 ก็ตาม
- ▶ **ปัจจัยบวกหลายประการในการขับเคลื่อนผลกำไรในปี 2565** เราเชื่อว่า โมเมนตัมเชิงบวกของปัจจัยที่ขับเคลื่อนผลกำไรปกติทั้งหมดของ LH ในไตรมาส 4/2564 จะยังคงดำเนินต่อไปจนถึงปี 2565 การเปิดตัวโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งถึง 50% จากมูลค่า 1.97 หมื่นลบ. ในปี 2564 เป็น 2.95 หมื่นลบ. ในปี 2565 แนวโน้มการเติบโตของ GDP ในปี 2565 ที่ดีขึ้น โครงการที่จะสร้างรายได้ประจําใหม่ จำนวน 3 โครงการ ในปี 2565 ซึ่งแห่งหนึ่งอยู่ในสหรัฐอเมริกา อีกสองแห่งอยู่ที่พระราม3 และพญา ผลกำไรที่แข็งแกร่งจากการลงทุนหลักอย่าง QH (+46%) และ HMPRO (23%) จะช่วยสนับสนุนความคาดหวังในการเติบโตของกำไรปี 2565 สำหรับ LH ของเราที่ 25% กำไรที่เพิ่มขึ้นจากการขายสินทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ยังช่วยเพิ่มความน่าสนใจให้กับการเติบโตอีกด้วย

▶ **ปัจจัยบวกหลายประการในการขับเคลื่อนผลกำไรในปี 2565** เราเชื่อว่า โมเมนตัมเชิงบวกของปัจจัยที่ขับเคลื่อนผลกำไรปกติทั้งหมดของ LH ในไตรมาส 4/2564 จะยังคงดำเนินต่อไปจนถึงปี 2565 การเปิดตัวโครงการใหม่ที่เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งถึง 50% จากมูลค่า 1.97 หมื่นลบ. ในปี 2564 เป็น 2.95 หมื่นลบ. ในปี 2565 แนวโน้มการเติบโตของ GDP ในปี 2565 ที่ดีขึ้น โครงการที่จะสร้างรายได้ประจําใหม่ จำนวน 3 โครงการ ในปี 2565 ซึ่งแห่งหนึ่งอยู่ในสหรัฐอเมริกา อีกสองแห่งอยู่ที่พระราม3 และพญา ผลกำไรที่แข็งแกร่งจากการลงทุนหลักอย่าง QH (+46%) และ HMPRO (23%) จะช่วยสนับสนุนความคาดหวังในการเติบโตของกำไรปี 2565 สำหรับ LH ของเราที่ 25% กำไรที่เพิ่มขึ้นจากการขายสินทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ยังช่วยเพิ่มความน่าสนใจให้กับการเติบโตอีกด้วย

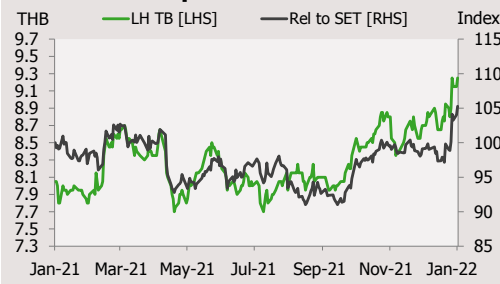
## Valuation and Recommendation

- ▶ เราดงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 10.4 บาท เราชอบ LH ไม่ใช่เพียงจากรากฐานที่มั่นคงและทิศทางกำไรที่เป็นบวก ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมหภาคเท่านั้น แต่รวมถึงความแข็งแกร่งของแบรนด์โครงการที่อยู่อาศัยและมีระบบนิเวศน์ที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ที่ดี ซึ่งจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีผ่านทางโครงการขายสินทรัพย์ในทุกปี นอกจากนี้ ยังสามารถสร้างผลตอบแทนเงินปันผลในระดับสูงได้

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	29,898	32,185	36,116	36,689
Core profit (Btmn)	6,555	6,738	8,482	8,825
Net profit (Btmn)	7,145	6,736	8,482	8,825
Net EPS (Bt)	0.60	0.56	0.71	0.74
DPS (Bt)	0.50	0.49	0.62	0.63
BVPS (Bt)	4.18	4.19	4.35	4.47
Net EPS growth (%)	-28.73	-5.73	25.92	4.05
ROA (%)	6.04	5.46	6.74	6.80
ROE (%)	13.96	13.47	16.62	16.76
Net D/E (x)	1.11	1.11	1.09	1.10
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	13.30	16.41	13.03	12.52
P/BV (x)	1.90	2.21	2.13	2.07
EV/EBITDA (x)	21.81	20.49	18.20	17.82
Dividend yield (%)	6.29	5.28	6.65	6.79

### LH 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

**Sorapong Jakteerungkul**  
Sorapong.j@kasikornsecurities.com

26 January 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited



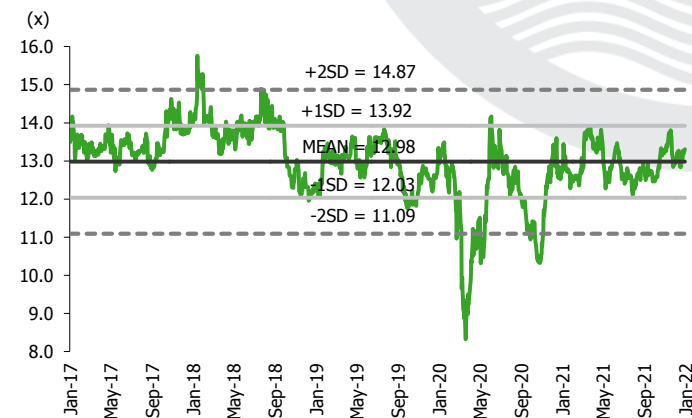
**Fig 1 4Q21E earnings to fall 23% YoY but to increase 38% QoQ**

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	% YoY	% QoQ	2020	2021E	% change
<b>Financials</b>										
Sales (Btmn)	8,146	7,575	8,871	6,909	8,830	8.4	27.8	29,898	32,185	7.6
EBITDA (Btmn)	2,018	1,922	2,231	1,736	2,299	13.9	32.4	6,954	8,188	17.8
Operating profit (Btmn)	1,810	1,547	1,851	1,343	1,913	5.7	42.4	6,002	6,653	10.8
Core profit (Btmn)	1,994	1,606	1,848	1,275	1,894	-5.0	48.6	6,555	6,738	2.8
Net profit (Btmn)	2,357	1,744	1,870	1,308	1,814	-23.0	38.7	7,145	6,736	-5.7
Net EPS (Bt)	0.20	0.15	0.16	0.11	0.15	-23.0	38.7	0.60	0.56	-5.7
<b>Performance Drivers</b>										
Presales (Btmn)	5,313	7,631	7,815	6,582	6,604	24.3	0.3	26,603	28,632	7.6
New launch (Btmn)	5,550	2,370	4,570	3,820	8,920	60.7	133.5	28,620	19,680	-31.2
Net D/E (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	3.1	-2.9	1.1	1.1	0.7
<b>Ratios</b>										
						<b>Change *</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>Change *</b>
Gross margin (%)	32.2	31.0	30.7	30.7	31.4	-0.7	0.7	30.6	31.0	0.4
EBITDA margin (%)	24.8	25.4	25.2	25.1	26.0	1.3	0.9	23.3	25.4	2.2
Optg. margin (%)	22.2	20.4	20.9	19.4	21.7	-0.6	2.2	20.1	20.7	0.6
ROE (%)	18.9	13.6	15.0	10.9	14.6	-4.3	3.7	14.0	13.5	-0.5

Remark: \* = Change in ppt

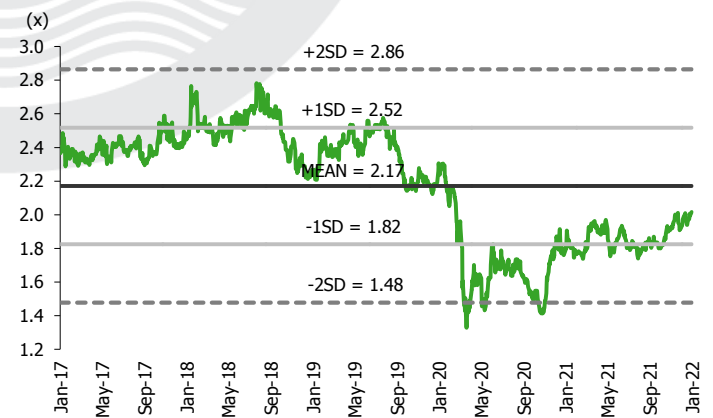
Source: Company data and KS Research

**Fig 2 5-year 12M Fwd PER**



Source: Bloomberg and KS Research

**Fig 3 5-year 12M Fwd PBV**



Source: Bloomberg and KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)						Cashflow (Btmn)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	30,058	29,898	32,185	36,116	36,689	Net profit	10,048	7,122	6,739	8,506	8,853
Cost of sales and services	-20,356	-20,744	-22,217	-24,505	-24,796	Depreciation & amortization	739	951	1,535	1,582	1,622
<b>Gross Profit</b>	9,702	9,154	9,968	11,611	11,893	Change in working capital	-19,976	-19,592	977	-1,499	-2,113
SG&A	-4,071	-3,904	-3,966	-4,674	-4,731	Others	10,393	14,847	-2,371	-3,089	-3,336
Other income	831	752	652	757	797	<b>CF from operation activities</b>	1,204	3,329	6,880	5,500	5,028
<b>EBIT</b>	12,602	9,226	9,024	10,783	11,294	Capital expenditure	-1,123	-1,399	-1,484	-1,519	-1,545
<b>EBITDA</b>	7,201	6,954	8,188	9,276	9,581	Investment in subs and affiliates	6,657	4,321	909	1,787	1,984
Interest expense	-835	-888	-1,119	-923	-1,061	Others	336	93	632	-135	-84
Equity earnings	3,383	2,588	2,272	3,089	3,336	<b>CF from investing activities</b>	5,870	3,016	57	134	355
<b>EBT</b>	11,766	8,338	7,904	9,860	10,233	Cash dividend	-7,766	-7,170	-6,725	-6,655	-7,364
Income tax	-1,719	-1,216	-1,166	-1,354	-1,379	Net proceeds from debt	-1,913	3,333	87	904	2,081
<b>NPAT</b>	10,048	7,122	6,739	8,506	8,853	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-23	23	-3	-24	-28	Others	28	52	-502	0	0
<b>Core Profit</b>	7,821	6,555	6,738	8,482	8,825	<b>CF from financing activities</b>	-9,651	-3,785	-7,140	-5,751	-5,283
Extraordinary items	2,217	587	-972	0	0	<b>Net change in cash</b>	-2,578	2,559	-203	-117	100
FX gain (loss)	-13	2	970	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	10,025	7,145	6,736	8,482	8,825	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.84	0.60	0.56	0.71	0.74
Cash & equivalents	4,554	7,113	6,437	6,320	6,421	Core EPS	0.65	0.55	0.56	0.71	0.74
ST investments	86	0	167	188	191	DPS	0.70	0.50	0.49	0.62	0.63
Accounts receivable	224	187	241	271	275	BV	4.39	4.18	4.19	4.35	4.47
Inventories	53,374	52,893	53,932	56,128	58,343	EV	13.65	12.69	14.04	14.13	14.29
Other current assets	2,272	3,162	3,540	3,973	4,036	Free Cash Flow	0.01	0.16	0.45	0.33	0.29
<b>Total current assets</b>	60,510	63,355	64,318	66,880	69,265	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	37,509	26,903	28,102	29,360	30,681	Reported P/E (x)	11.68	13.30	16.41	13.03	12.52
Fixed assets-net	13,952	11,562	11,512	11,448	11,370	Core P/E (x)	14.97	14.49	16.41	13.03	12.52
Other assets	1,168	20,750	20,334	20,566	20,664	P/BV (x)	2.23	1.90	2.21	2.13	2.07
<b>Total assets</b>	113,139	122,571	124,265	128,254	131,980	EV/EBITDA (x)	22.65	21.81	20.49	18.20	17.82
Short-term debt	15,677	18,836	19,511	11,911	3,511	Price/Cash flow (x)	97.29	28.54	16.07	20.10	21.99
Accounts payable	3,806	3,140	4,023	4,515	4,586	Dividend yield (%)	7.14	6.29	5.28	6.65	6.79
Other current assets	3,355	3,115	3,862	4,334	4,403	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	22,838	25,091	27,396	20,760	12,500	Gross margin (%)	32.28	30.62	30.97	32.15	32.42
Long-term debt	34,226	44,243	43,655	52,158	62,640	EBITDA margin (%)	23.96	23.26	25.44	25.68	26.11
Other liabilities	2,892	2,637	2,414	2,709	2,752	EBIT margin (%)	41.93	30.86	28.04	29.86	30.78
<b>Total liabilities</b>	59,956	71,970	73,465	75,627	77,891	Net profit margin (%)	33.43	23.82	20.94	23.55	24.13
Paid-up capital	11,950	11,950	11,950	11,950	11,950	ROA (%)	8.95	6.04	5.46	6.74	6.80
Share premium	15,453	15,453	15,453	15,453	15,453	ROE (%)	19.57	13.96	13.47	16.62	16.76
Reserves & others, net	3,414	1,014	1,203	1,203	1,203	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	21,647	21,487	21,498	23,325	24,786	Current ratio (x)	2.65	2.53	2.35	3.22	5.54
Minority interests	720	697	697	697	697	Quick ratio (x)	0.21	0.29	0.25	0.33	0.55
<b>Total shareholders' equity</b>	53,183	50,601	50,800	52,627	54,089	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	113,139	122,571	124,265	128,254	131,980	Liabilities/Equity ratio (x)	1.13	1.42	1.45	1.44	1.44
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	6.29	8.05	6.91	6.21	6.21
New launch (Btmn)	30,535	28,620	19,680	34,412	30,971	Net debt/equity (x)	0.85	1.11	1.11	1.09	1.10
Pre-sales	25,356	26,603	28,632	30,976	32,071	Int. coverage ratio (x)	15.08	10.39	8.06	11.68	10.64
Revenue growth (%)	-12.23	-0.53	7.65	12.22	1.59	<b>Growth</b>					
Gross margin (%)	32.28	30.62	30.97	32.15	32.42	Revenue (%)	-12.23	-0.53	7.65	12.22	1.59
SG&A to sales (%)	14.18	13.36	12.52	13.34	13.32	EBITDA (%)	-15.64	-3.44	17.75	13.29	3.29
						Reported net profit (%)	-4.30	-28.73	-5.73	25.92	4.05
						Reported EPS (%)	-4.30	-28.73	-5.73	25.92	4.05
						Core profit (%)	-16.53	-16.18	2.78	25.88	4.05
						Core EPS (%)	-16.53	-16.18	2.78	25.88	4.05

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, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASC, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.