



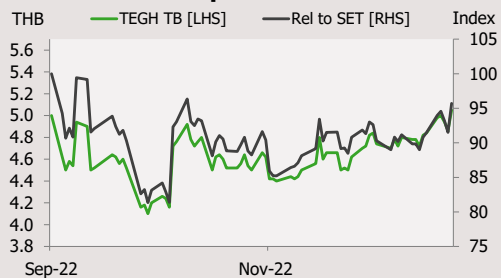
# Thai Eastern Group Holding PCL

TEGH TB	Outperform	
Target Price	Bt	6.20
Price (20/01/2023)	Bt	5.05
Upside	%	22.77
Valuation	PER	
Sector	Agribusiness	
Market Cap	Btm	5,454
30-day avg turnover	Btm	99.62
No. of shares on issue	m	1,080
CG Scoring	N/A	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	11,088	15,375	15,093	17,255
Core profit (Btmn)	646	802	902	1,112
Net profit (Btmn)	563	722	902	1,112
Net EPS (Bt)	0.72	0.67	0.83	1.03
DPS (Bt)	0.89	0.22	0.25	0.31
BVPS (Bt)	2.65	3.17	3.78	4.56
Net EPS growth (%)	n.m.	-6.54	24.83	23.26
ROA (%)	9.56	10.09	11.05	12.45
ROE (%)	31.95	26.23	24.01	24.66
Net D/E (x)	1.89	0.98	0.79	0.63
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	6.71	7.55	6.05	4.91
P/BV (x)	1.81	1.59	1.33	1.11
EV/EBITDA (x)	7.79	7.20	6.36	5.27
Dividend yield (%)	18.55	4.41	4.96	6.11

## TEGH 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

**Tan Chirasittikorn**

Tan.c@kasikornsecurities.com

23 January 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

## คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 อ่อนแอ

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 4/65 จะอยู่ที่ 155 ลบ. เพิ่มขึ้น 21.4% YoY จากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น แต่ลดลง 30.5% จากอุปสงค์ที่ต่ำตามฤดูกาล และ ASP ที่ลดลง
- ▶ คาดแนวโน้มไตรมาส 1/2566 จะปรับดีขึ้น กำไรน่าจะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ในคาดการณ์ความต้องการยางจะแข็งแกร่งขึ้น และราคา TSR20 ปรับตัวสูงขึ้น
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2566 ที่ 6.20 บาท เราเชื่อว่า TEGH ซื้อขายในระดับถูกเกินไป เมื่อเทียบกับโปรไฟล์การเติบโตของกำไร และเงินปันผล

## Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรปกติไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 155 ลบ. เพิ่มขึ้น 21.4% YoY แต่ลดลง 30.5% QoQ** เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะเพิ่มขึ้นของธุรกิจยางและปาล์ม รวมถึงค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนตัวลง ซึ่งช่วยหนุนการส่งออก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะลดลง 15% และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง 0.4 ppt เป็น 10.8% หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่คาดว่าจะได้ 46 ลบ. เราประเมินกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 201 ลบ. เพิ่มขึ้น 32% YoY และ 31% QoQ
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 155 ลบ. เพิ่มขึ้น 21.4% YoY แต่ลดลง 30.5% QoQ** เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะเพิ่มขึ้นของธุรกิจยางและปาล์ม รวมถึงค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนตัวลง ซึ่งช่วยหนุนการส่งออก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะลดลง 15% และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง 0.4 ppt เป็น 10.8% หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่คาดว่าจะได้ 46 ลบ. เราประเมินกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 201 ลบ. เพิ่มขึ้น 32% YoY และ 31% QoQ
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 155 ลบ. เพิ่มขึ้น 21.4% YoY แต่ลดลง 30.5% QoQ** เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะเพิ่มขึ้นของธุรกิจยางและปาล์ม รวมถึงค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนตัวลง ซึ่งช่วยหนุนการส่งออก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะลดลง 15% และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง 0.4 ppt เป็น 10.8% หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่คาดว่าจะได้ 46 ลบ. เราประเมินกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 201 ลบ. เพิ่มขึ้น 32% YoY และ 31% QoQ
- ▶ **แต่ธุรกิจปาล์มน่าจะฟื้นตัว** เราเชื่อว่าธุรกิจน้ำมันปาล์มน่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง QoQ เนื่องจากมีปัญหาด้านการบำรุงรักษาและการผลิตน้อยลงในไตรมาส 3/2565 บริษัทฯ มีปัญหาขาดทุนเกี่ยวกับโรงกลั่นน้ำมันปาล์ม ซึ่งทำให้ประสิทธิภาพการผลิตลดลงและทำให้เกิดผลขาดทุน เราเชื่อว่าธุรกิจน้ำมันปาล์มจะฟื้นตัวถึงจุดคุ้มทุนในไตรมาส 4/2565
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 155 ลบ. เพิ่มขึ้น 21.4% YoY แต่ลดลง 30.5% QoQ** เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะเพิ่มขึ้นของธุรกิจยางและปาล์ม รวมถึงค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนตัวลง ซึ่งช่วยหนุนการส่งออก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะลดลง 15% และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง 0.4 ppt เป็น 10.8% หากรวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่คาดว่าจะได้ 46 ลบ. เราประเมินกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 201 ลบ. เพิ่มขึ้น 32% YoY และ 31% QoQ
- ▶ **ปรับประมาณการกำไรปี 2565 ลง 9%** เราปรับประมาณการกำไรปี 2565 ลง 9% เป็น 802 ลบ. เนื่องจากเราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะต่ำกว่าประมาณการเดิมของเราที่คาดว่าจะทรงตัว QoQ อันเป็นผลจากราคา TSR20 ที่ลดลงอย่างมาก และคงประมาณการปี 2566-67 ของเรามาเดิม

## Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 6.20 บาท เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" TEGH เนื่องจากหุ้นซื้อขายอิงตาม PER ปี 2566 ที่เพียง 6.1 เท่า หากอิงตามประมาณการอัตราเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ของกำไรในช่วงปี 2565-67 ที่ 20% เราเชื่อว่าราคาหุ้นมีการซื้อขายที่ราคาถูกเกินไป ราคาเป้าหมายปัจจุบันของเราอิงตามเป้า PER 12 เดือนล่วงหน้า 6 เท่า หรือเท่ากับ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของ SETAGRI โดย ณ ระดับปัจจุบัน TEGH เสนออัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 5%


**Fig 1 Earnings revisions**

Unit: Btmn. Profit and loss statements	2022E			2023E			2024E		
	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Total revenue	15,375	15,312	0.4	15,093	15,080	0.1	17,255	17,220	0.2
COGS	13,799	13,642	1.1	13,272	13,086	1.4	15,113	14,875	1.6
Gross profit	1,576	1,669	(5.6)	1,821	1,995	(8.7)	2,143	2,344	(8.6)
SG&A	743	743	0.0	890	1,054	(15.6)	999	1,184	(15.7)
EBITDA	1,223	1,316	(7.0)	1,369	1,378	(0.7)	1,624	1,640	(1.0)
EBIT	870	962	(9.6)	1,049	1,059	(0.9)	1,264	1,280	(1.2)
Core profit	802	880	(8.9)	902	899	0.3	1,112	1,113	(0.2)
Net profit	722	800	(9.7)	902	899	0.3	1,112	1,113	(0.2)
<b>Key assumptions</b>									
Average FX (Bt/USD)	35.1	35.5	(1.1)	34.5	36.0	(4.2)	33.8	36.0	(6.1)
TSR20 price (USD/kg)	1.54	1.55	(0.4)	1.50	1.40	7.1	1.50	1.40	7.1
NR volume (kton)	206	206	0.0	240	240	0.0	279	279	0.0
Palm volume (kton)	75	75	0.0	89	89	0.0	92	92	0.0
NR ASP (Bt/kg)	58	57	0.9	50	50	1.1	50	50	1.1
Palm ASP (Bt/kg)	45	46	(0.6)	33	34	(1.4)	33	34	(1.3)
GPM (%)	10.3	10.9	(0.6)	12.1	13.2	(1.2)	12.4	13.6	(1.2)
SG&A to sales (%)	4.8	4.9	(0.0)	5.9	7.0	(1.1)	5.8	6.9	(1.1)

Source: Company, KS Research

**Fig 2 4Q22 preview**

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	%YoY	%QoQ	%YTD2022E	2022E	% change
<b>Financials</b>										
Sales (Btmn)	2,985	3,466	4,050	4,249	3,609	20.9	-15.0	100.0	15,375	38.7
EBITDA (Btmn)	220	250	374	330	269	22.6	-18.5	100.0	1,223	23.4
Operating profit (Btmn)	155	174	295	249	182	17.4	-27.0	100.0	900	21.4
Core profit (Btmn)	128	146	277	224	155	21.4	-30.5	100.0	802	24.1
Net profit (Btmn)	152	156	211	154	201	32.0	30.7	100.0	722	28.4
Net EPS (Bt)	0.19	0.19	0.26	0.14	0.19	-4.0	30.7	116.9	0.67	-6.5
<b>Performance Drivers</b>										
Average FX (Bt/USD)	33.4	33.1	34.4	36.4	36.4	9.1	-0.0	99.9	35.1	9.7
TSR20 price (USD/kg)	1.7	1.8	1.7	1.5	1.3	-24.8	-11.2	100.2	1.5	-8.0
NR ASP (Bt/kg)	55	56	60	60	50	-8.8	-16.7	97.9	58	9.7
NR sales volume (kton)	46	48	50	56	54	17.1	-3.5	101.0	206	17.6
SG&A to sales (%)	4.5	3.6	3.7	5.8	6.2	39.6	8.3	99.6	4.8	11.1
<b>Ratios</b>										
Gross margin (%)	9.1	8.3	10.4	11.2	10.8	1.7	-0.4	10.2	10.3	-0.4
EBITDA margin (%)	7.4	7.2	9.2	7.8	7.5	0.1	-0.3	7.9	8.0	-1.0
Optg. margin (%)	5.2	5.0	7.3	5.9	5.0	-0.2	-0.8	5.8	5.9	-0.8
ROE (%)	29.3	27.6	34.1	20.0	23.5	-5.8	3.5	26.3	26.2	-5.7

Source: Company, KS Research

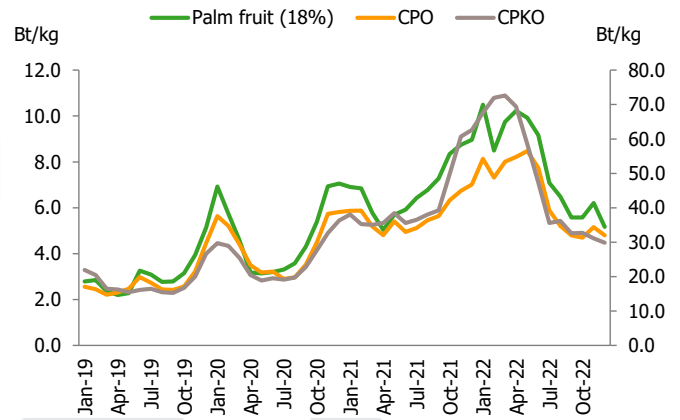


**Fig 3 SICOM TSR20 price**



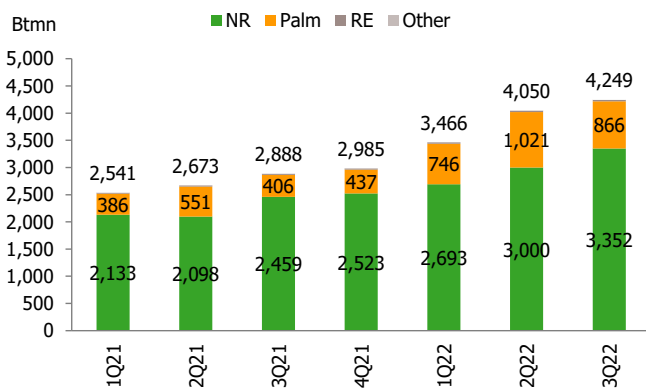
Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 4 Palm price**



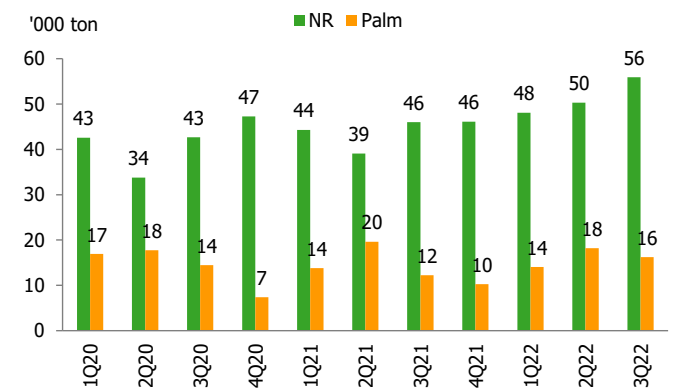
Source: DIT, KS Research

**Fig 5 Revenue by business**



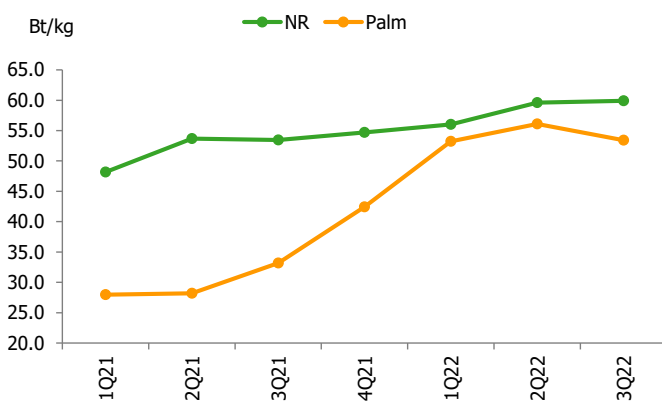
Source: Company, KS Research

**Fig 6 Sales volume by business**



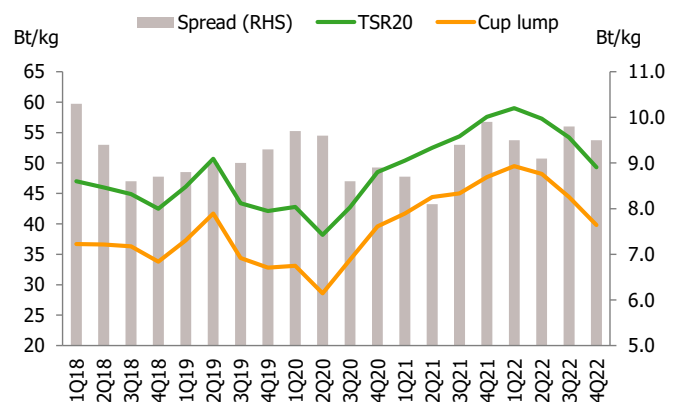
Source: Company, KS Research

**Fig 7 ASP by business**



Source: Company, KS Research

**Fig 8 Rubber price and spread**



Source: RAOT, TRA, KS Research



**Fig 9 SETAGRI 5-year historical 12M FWD PER**



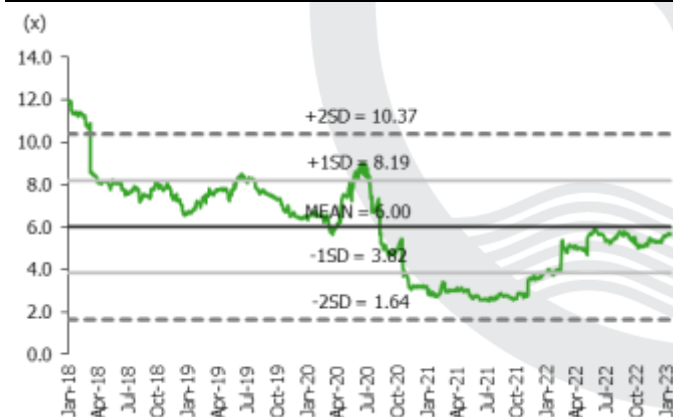
Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 10 SETAGRI 5-year historical 12M FWD PBV**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 11 SETAGRI 5-year historical 12M FWD EV/EBITDA**



Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 12 Valuation summary**

Core EPS	1.03
Band	-1.0SD
PER	6.0
TP	6.2

Source: Bloomberg, KS Research

**Fig 13 Peer comparison**

Stock	Market Cap (USD mn)	Basic P/E (x)			EV/EBITDA (x)			Div. Yield (%)			EBITDA margin (%)			ROE (%)			Net Debt/Equity (%)			Core Profit CAGR (%) (2022-2024)
		22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
<b>Local peers: Rubber</b>																				
Sri Trang Agro-Industry PCL	996	7.4	12.1	8.0	7.7	10.6	8.0	8.1	4.1	6.3	8.2	6.1	7.3	9.4	5.5	8.1	29.8	31.3	29.5	-51.1
Northeast Rubber PCL *	358	5.8	5.1	n.a.	7.4	6.6	n.a.	6.9	7.8	n.a.	10.5	10.4	n.a.	32.2	30.3	n.a.	-10.1	2.3	n.a.	n.a.
Thai Rubber Latex Group PCL *	47	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Simple average</b>		<b>6.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.0</b>	<b>7.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.0</b>	<b>7.5</b>	<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.2</b>	<b>7.3</b>	<b>20.8</b>	<b>17.9</b>	<b>8.1</b>	<b>9.8</b>	<b>16.8</b>	<b>29.5</b>	<b>(51.1)</b>
<b>Regional peers</b>																				
Vietnam Rubber Group Ltd *	2,781	16.6	15.0	14.1	9.4	9.1	7.8	3.1	3.4	3.7	25.9	25.7	26.9	8.1	8.6	8.8	n.a.	n.a.	n.a.	10.0
Phuoc Hoa Rubber JSC *	251	6.9	8.0	6.3	n.a.	7.6	5.1	n.a.	9.2	11.5	n.a.	29.4	31.0	n.a.	22.5	24.0	n.a.	8.3	3.7	45.0
<b>Simple average</b>		<b>11.8</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.3</b>	<b>6.4</b>	<b>3.1</b>	<b>6.3</b>	<b>7.6</b>	<b>25.9</b>	<b>27.6</b>	<b>28.9</b>	<b>8.1</b>	<b>15.6</b>	<b>16.4</b>	<b>n.a.</b>	<b>8.3</b>	<b>3.7</b>	<b>27.5</b>
<b>Average Local/Oversea</b>		<b>9.2</b>	<b>10.0</b>	<b>9.4</b>	<b>8.2</b>	<b>8.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>14.9</b>	<b>17.9</b>	<b>21.7</b>	<b>16.6</b>	<b>16.7</b>	<b>13.6</b>	<b>9.8</b>	<b>14.0</b>	<b>16.6</b>	<b>1.3</b>
<b>Median Local/Oversea</b>		<b>7.2</b>	<b>10.0</b>	<b>8.0</b>	<b>7.7</b>	<b>8.3</b>	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>10.5</b>	<b>18.1</b>	<b>26.9</b>	<b>9.4</b>	<b>15.6</b>	<b>8.8</b>	<b>9.8</b>	<b>8.3</b>	<b>16.6</b>	<b>10.0</b>

Source: KS, Bloomberg  
\* = not under KS coverage

Source: Bloomberg, KS Research


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	8,196	11,088	15,375	15,093	17,255	Net profit	38	563	722	902	1,112
Cost of sales and services	-7,587	-9,903	-13,799	-13,272	-15,113	Depreciation & amortization	235	250	323	369	410
<b>Gross Profit</b>	609	1,184	1,576	1,821	2,143	Change in working capital	-13	-965	-392	-471	-619
SG&A	-425	-482	-743	-890	-999	Others	154	116	-31	-28	-23
Other income	32	39	66	68	71	<b>CF from operation activities</b>	414	-36	624	772	880
<b>EBIT</b>	149	677	870	1,049	1,264	Capital expenditure	-143	-217	-702	-472	-524
<b>EBITDA</b>	452	991	1,223	1,369	1,624	Investment in subs and affiliates	12	-94	50	50	50
Interest expense	-101	-98	-128	-126	-126	Others	-15	19	2	0	0
Equity earnings	-63	20	50	50	50	<b>CF from investing activities</b>	-146	-292	-651	-422	-474
<b>EBT</b>	47	579	742	924	1,139	Cash dividend	0	0	-700	-241	-271
Income tax	-10	-16	-19	-22	-27	Net proceeds from debt	-205	170	-100	0	0
<b>NPAT</b>	38	563	722	902	1,112	Capital raising	0	83	1,320	0	0
Minority Interest	-0	-0	0	0	0	Others	0	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	43	646	802	902	1,112	<b>CF from financing activities</b>	-205	253	520	-241	-271
Extraordinary items	0	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	64	-75	493	109	136
FX gain (loss)	-5	-84	-80	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	38	563	722	902	1,112	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	0.05	0.72	0.67	0.83	1.03
Cash & equivalents	114	39	532	641	776	Core EPS	0.06	0.82	0.74	0.83	1.03
ST investments	57	2	0	0	0	DPS	0.00	0.89	0.22	0.25	0.31
Accounts receivable	846	681	1,053	1,240	1,418	BV	2.04	2.65	3.17	3.78	4.56
Inventories	1,817	2,954	3,024	3,272	3,726	EV	9.32	9.82	8.16	8.06	7.93
Other current assets	42	136	156	155	163	Free Cash Flow	0.39	-0.32	-0.07	0.28	0.33
<b>Total current assets</b>	2,876	3,811	4,765	5,308	6,084	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	531	566	566	566	566	Reported P/E (x)	89.84	6.71	7.55	6.05	4.91
Fixed assets-net	1,815	2,018	2,397	2,500	2,614	Core P/E (x)	78.57	5.84	6.80	6.05	4.91
Other assets	67	87	108	106	117	P/BV (x)	2.35	1.81	1.59	1.33	1.11
<b>Total assets</b>	5,288	6,482	7,835	8,480	9,381	EV/EBITDA (x)	14.51	7.79	7.20	6.36	5.27
Short-term debt	3,036	3,424	3,315	3,315	3,315	Price/Cash flow (x)	8.15	-106.00	8.75	7.07	6.20
Accounts payable	182	303	416	400	455	Dividend yield (%)	0.00	18.55	4.41	4.96	6.11
Other current liabilities	238	33	31	30	35	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	3,456	3,760	3,761	3,745	3,805	Gross margin (%)	7.43	10.68	10.25	12.06	12.42
Long-term debt	312	563	572	572	572	EBITDA margin (%)	5.51	8.94	7.95	9.07	9.41
Other liabilities	80	75	75	75	75	EBIT margin (%)	1.81	6.10	5.66	6.95	7.33
<b>Total liabilities</b>	3,849	4,398	4,408	4,392	4,452	Net profit margin (%)	0.46	5.07	4.70	5.98	6.44
Paid-up capital	703	786	1,080	1,080	1,080	ROA (%)	0.71	9.56	10.09	11.05	12.45
Share premium	0	0	1,026	1,026	1,026	ROE (%)	2.65	31.95	26.23	24.01	24.66
Reserves & others, net	264	264	264	264	264	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	470	1,033	1,055	1,716	2,557	Current ratio (x)	0.83	1.01	1.27	1.42	1.60
Minority interests	1	1	1	1	1	Quick ratio (x)	0.29	0.19	0.42	0.50	0.58
<b>Total shareholders' equity</b>	1,439	2,084	3,427	4,088	4,929	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	5,288	6,482	7,835	8,480	9,381	Liabilities/Equity ratio (x)	2.67	2.11	1.29	1.07	0.90
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	7.03	3.98	2.74	2.37	1.91
Average FX (Bt/USD)	31.3	32.0	35.1	34.5	33.8	Net debt/equity (x)	2.21	1.89	0.98	0.79	0.63
TSR20 price (USD/kg)	1.32	1.68	1.54	1.50	1.50	Int. coverage ratio (x)	1.47	6.91	6.80	8.35	10.06
NR volume (kton)	166	175	206	240	279	<b>Growth</b>					
Palm volume (kton)	60	57	75	89	92	Revenue (%)	1.30	35.28	38.67	-1.84	14.33
NR ASP (Bt/kg)	42	53	58	50	50	EBITDA (%)	10.72	119.35	23.39	11.90	18.68
Palm ASP (Bt/kg)	20	31	45	33	33	Reported net profit (%)	-28.64	n.m.	28.42	24.83	23.26
SG&A to sales (%)	5.2	4.4	4.8	5.9	5.8	Reported EPS (%)	-28.64	n.m.	-6.54	24.83	23.26
Shares outstanding (mn)	703	786	1,080	1,080	1,080	Core profit (%)	n.m.	n.m.	24.11	12.39	23.26
						Core EPS (%)	n.m.	n.m.	-9.67	12.39	23.26

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.