

Supalai PCL

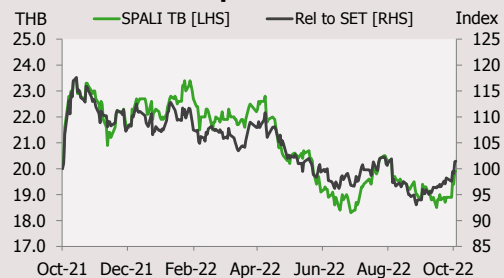
SPALI TB Outperform

Target Price	Bt	25.25
Price (21/10/2022)	Bt	19.90
Upside	%	26.88
Valuation	PER	
Sector	Property Development	
Market Cap	Btm	42,647
30-day avg turnover	Btm	139.52
No. of shares on issue	m	2,143
CG Scoring	Excellent	
Anti-Corruption Indicator	Certified	

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	29,160	32,583	31,920	33,501
Core profit (Btmn)	7,070	7,611	6,890	7,159
Net profit (Btmn)	7,070	7,611	6,890	7,159
Net EPS (Bt)	3.63	3.90	3.53	3.67
DPS (Bt)	1.25	1.45	1.45	1.45
BVPS (Bt)	21.59	24.07	26.11	28.31
Net EPS growth (%)	66.31	7.38	-9.48	3.90
ROA (%)	10.23	9.66	7.87	7.93
ROE (%)	17.98	17.09	14.06	13.47
Net D/E (x)	0.43	0.57	0.48	0.43
Valuation				
P/E (x)	6.25	5.11	5.64	5.43
P/BV (x)	1.05	0.83	0.76	0.70
EV/EBITDA (x)	7.09	6.84	7.12	6.71
Dividend yield (%)	5.49	7.29	7.30	7.28

SPALI 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

25 October 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

การโอนกรรมสิทธิ์ระดับสูงจะช่วยหนุนกำไรสุทธิ

- ▶ คาด SPALI รายงานกำไรไตรมาส 3/2565 ที่ 2.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 46% YoY และ 21% QoQ คาดกำไร 9M65 จะคิดเป็น 76% ของประมาณการกำไรปีนี้ใหม่ของเรา
- ▶ การโอน backlog และยอดขายโครงการใหม่ที่ดีมาก ช่วยหนุนประมาณการไตรมาส 3/2565 ของเราและดอกเบี้ยมุมมองของเราที่คาดว่ากำไรปีนี้จะทำสถิติสูงสุดใหม่
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วย TP ที่ 25.25 บาท หนุนจากมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง อัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงและความสำเร็จของกลยุทธ์การพัฒนาใหม่ฯ

Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 3/2565 เติบโตขึ้นแข็งแกร่ง เราคาดว่า SPALI จะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/2565 ที่ 2.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 46% YoY และ 21% QoQ ซึ่งจะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิสะสมช่วง 9 เดือนแรกปีนี้เพิ่มขึ้นมากถึง 38% YoY มาอยู่ที่ 5.7 พันลบ. และคิดเป็นสัดส่วนที่ 76% ของประมาณการกำไรสุทธิใหม่ปีนี้ของเราที่เพิ่มขึ้นเป็น 7.6 พันลบ. จาก 7.3 พันลบ. รายได้ที่เราคาดว่าจะขยายตัวขึ้นแข็งแกร่งที่ 44% YoY และ 31% QoQ มาอยู่ที่ 1.07 หมื่นลบ. จะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนกำไรสุทธิในไตรมาสนี้ แม้ยอดขายไตรมาส 3/2565 ไม่น่าตื่นเต้นเหมือนระดับในไตรมาส 1-2/2565 แต่ความสำเร็จของการโอนยอด backlog (ทั้งจากคอนโดและแนวราบ) และปัจจัยหนุนจากยอดขายของโครงการพร้อมเข้าอยู่ (RTM) คาดจะช่วยขับเคลื่อนกำไรสุทธิไตรมาส 3/2565 ให้เติบโตขึ้นอย่างแข็งแกร่ง
- ▶ ความสำเร็จของการโอนกรรมสิทธิ์เป็นปัจจัยหนุนสำคัญ นอกจาก SPALI จะสามารถเพิ่มการเติบโตของยอดขายของคอนโด RTM ขึ้น 135% YoY ซึ่งช่วยร่นระยะเวลาจากการขายถึงการโอนกรรมสิทธิ์ของพอร์ตคอนโดโดยรวม คอนโดใหม่ที่กำลังสร้างแล้วเสร็จ 7 โครงการ ระหว่างไตรมาส 1-3/2565 มูลค่ารวม 1.79 หมื่นลบ. คาดจะช่วยหนุนรายได้ไตรมาส 3/2565 ให้ขยายตัวขึ้นแข็งแกร่ง ยกตัวอย่างเช่น เราคาดว่าโครงการศุภาลย์ เวอเรนด้า งามคำแหง จะสร้างรายได้ที่มากกว่า 2.0 พันลบ. ของรายได้จากการขายในไตรมาส 3/2565 นอกจากนี้ ยอด backlog ระดับ 1 หมื่นลบ. ของโครงการแนวราบที่ยกมาในไตรมาส 3/2565 คาดจะมีการโอนกรรมสิทธิ์อย่างราบรื่นจากการสนับสนุนอย่างต่อเนื่องจากสถาบันการเงิน รวมถึงความตั้งใจที่จะโอนกรรมสิทธิ์ของผู้ซื้อที่เป็นอุปสงค์ที่แท้จริง
- ▶ คาดจะบรรลุเป้าธุรกิจสำคัญทั้งหมด แม้ SPALI ตัดสินใจเลื่อนการเปิดตัวโครงการใหม่บางโครงการออกไปจากไตรมาส 4/2565 เป็นปี 2566 ซึ่งจุดให้มูลค่าโครงการใหม่ในปี 2565 ลดลงเป็น 3.74 หมื่นลบ. จาก 4.0 หมื่นลบ. แต่เรายังคงเชื่อว่าบริษัท จะบรรลุทั้งเป้าหมายยอดขายและรายได้ของปี 2565 ที่ตั้งไว้ที่ 2.8 หมื่นลบ. และ 2.9 หมื่นลบ. ได้ตามลำดับ หนุนจากผลการดำเนินงานสะสมช่วง 9 เดือนแรกปีนี้ที่คิดเป็น 89% และ 85% ของเป้าหมายแล้ว นอกจากนี้โครงการใหม่จำนวนมากในไตรมาส 4/2565 ที่ 1.08 หมื่นลบ. ซึ่งส่งผลให้มูลค่าโครงการใหม่รวมในปี 2565 ทำสถิติสูงสุดใหม่ ยอด backlog ระดับสูงของโครงการคอนโดและแนวราบจะช่วยทำให้กำไรสุทธิของ SPALI ยังโดดเด่นในไตรมาส 4/2565
- ▶ คาดมี upside risk จากพัฒนาการเชิงบวก แม้เรายังมีมุมมองเชิงอนุรักษ์นิยมต่อรายได้จากการขายและกำไรสุทธิของ SPALI ในปี 2566 โดยคาดว่าจะลดลงเล็กน้อย YoY จากระดับสูงสุดใหม่ที่ทำได้ในปี 2565 จากโมเมนตัมของ backlog ที่ลดลง แต่เราคาดว่า SPALI จะตั้งเป้าการเติบโตในเชิงรุกในปี 2566 ไม่เพียงแต่ยอดขายของโครงการ RTM ที่มีแนวโน้มดีขึ้น SPALI ยังจะพยายามเพิ่มกลุ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น โฮมออฟฟิศและทำเลที่ตั้งใหม่ เช่น จังหวัดใหม่ เข้ามาในพอร์ตพัฒนา และบริษัท จะขยายขอบเขตการพัฒนาเพื่อรองรับอุปสงค์ในกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้มากขึ้น (ลักซ์ชัวรี) และผู้ซื้อที่มีอายุน้อยลง (เจนเอเรชั่นใหม่) อีกทั้งผลตอบแทนจากโครงการในประเทศออสเตรเลียที่ลงทุนตั้งแต่ปี 2557 คาดจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทั้งหมดนี้จะสร้าง upside risk ต่อประมาณการในอนาคตของเราได้

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SPALI ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 25.25 บาท โดยยังเชื่อว่า SPALI จะสามารถสร้างกำไรสุทธิและผลตอบแทนระดับสูงให้กับผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากโมเมนตัมกำไรสุทธิเชิงบวกในระยะสั้นแล้ว ราคาหุ้นขณะนี้ยังซื้อขายในระดับที่ต่ำ ดึงดูดใจด้วย PER ปี 2565-67 ที่ 5.1-5.6 เท่า และมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงกว่า 7% นอกจากนี้ ความเป็นไปได้ที่จะยกเลิกโปรแกรมซื้อหุ้นคืน (190 ล้านหุ้น หรือคิดเป็น 8.9% ของหุ้นที่ชำระแล้ว) ในวันที่ 26 ต.ค.2565 (หลังโครงการดังกล่าวจะสิ้นสุดลงวันที่ 25 ต.ค. 2565) คาดจะผ่อนคลายความกังวลต่อแรงกดดันจากการขายหุ้นลือตใหญ่เข้ามาในตลาด



Fig 1 3Q22E earnings to grow 46% YoY and 21% QoQ

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	% YoY	% QoQ	%YTD2022E	2022E
Financials									
Sales (Btmn)	7,430	10,938	5,433	8,198	10,739	44.5	31.0	74.8	32,583
EBITDA (Btmn)	2,279	3,526	1,546	2,678	3,256	42.9	21.6	76.9	9,725
Operating profit (Btmn)	2,249	3,495	1,517	2,648	3,227	43.5	21.9	76.9	9,607
Core profit (Btmn)	1,720	2,879	1,178	2,075	2,510	46.0	21.0	75.7	7,611
Net profit (Btmn)	1,720	2,879	1,178	2,075	2,510	46.0	21.0	75.7	7,611
Net EPS (Bt)	0.88	1.48	0.60	1.06	1.29	45.8	21.0	75.8	3.90
Performance Drivers									
Presales (Btmn)	4,548	6,516	8,852	9,364	6,809	49.7	-27.3	74.7	33,496
New launch (Btmn)	7,280	8,330	11,010	9,700	5,911	-18.8	-39.1	71.2	37,400
Net D/E (x)	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	5.6	0.4	104.4	0.6
Ratios									
						Change *	Avg YTD	2022E	
Gross margin (%)	40.4	40.3	39.2	39.4	39.9	-0.5	0.5	39.5	39.6
EBITDA margin (%)	30.7	32.2	28.5	32.7	30.3	-0.4	-2.3	30.5	29.8
Optg. margin (%)	30.3	32.0	27.9	32.3	30.1	-0.2	-2.3	30.1	29.5
ROE (%)	17.6	27.4	10.9	19.2	22.6	5.0	3.4	17.6	17.1

Remark: * = Change in ppt

Source: Company data and KS Research

Fig 2 Seven newly completed condo projects in 2022

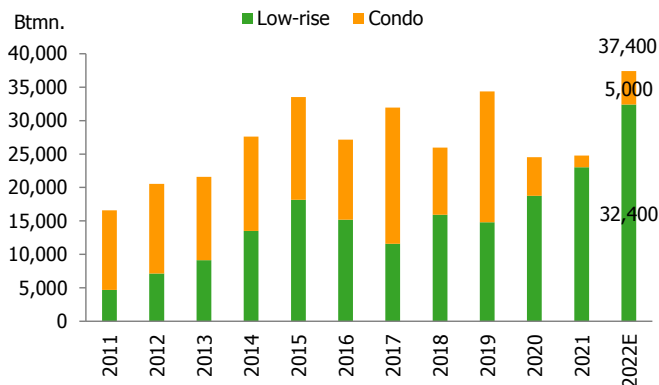
<div><div><div>Supalai City Resort Sukhumvit 107</div><div></div><div><div>Value: 2,000 mb</div><div>Transfer: Q1</div><div>Sold: 16%</div></div></div></div>	<div><div><div>Supalai Veranda Sukhumvit 117</div><div></div><div><div>Value: 2,800 mb</div><div>Transfer: Q1</div><div>Sold: 47%</div></div></div></div>	<div><div><div>Supalai Loft Prajadhipok- Wongwian Yai</div><div></div><div><div>Value: 1,500 mb</div><div>Transfer: Q1</div><div>Sold: 86%</div></div></div></div>	
<div><div><div>Supalai Lite Thaphra – Wongwian Yai</div><div></div><div><div>Value: 1,200 mb</div><div>Transfer: Q2</div><div>Sold: 51%</div></div></div></div>	<div><div><div>Supalai Park Yaek Fai Chai Station</div><div></div><div><div>Value: 2,270 mb</div><div>Transfer: Q2</div><div>Sold: 34%</div></div></div></div>	<div><div><div>Supalai Veranda Ramkhamhaeng</div><div></div><div><div>Value: 6,050 mb</div><div>Transfer: Q2</div><div>Sold: 79%</div></div></div></div>	<div><div><div>Supalai City Resort Charan 91</div><div></div><div><div>Value: 2,100 mb</div><div>Transfer: Q3</div><div>Sold: 53%</div></div></div></div>

Note: % Sold is calculated in term of value as of 30 Sep 2022

Source: Company data and KS Research

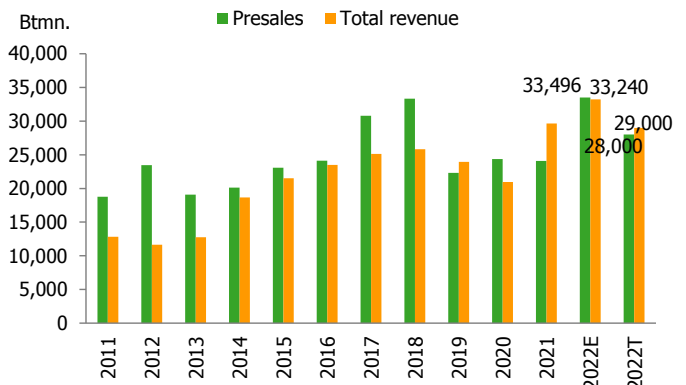


Fig 3 2022 new launch value will set a new high



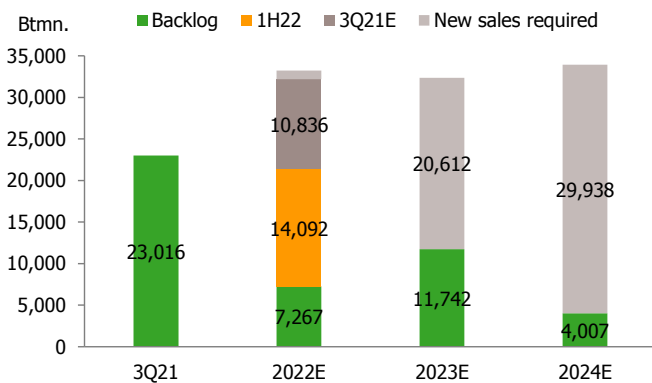
Source: Company data and KS Research

Fig 4 2022E presales & sales revenue will hit new highs



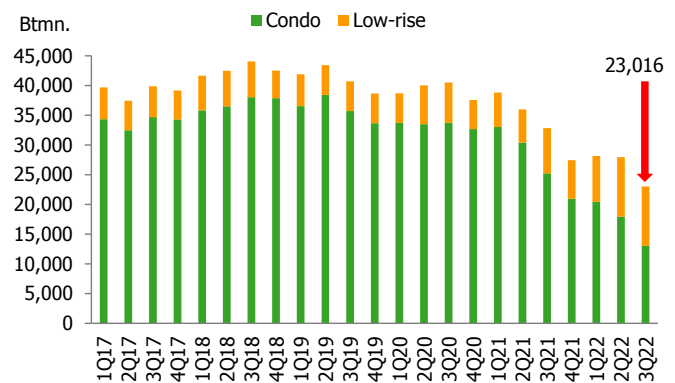
Source: Company data and KS Research

Fig 5 Forecast 2022 revenue is nearly 100% secured



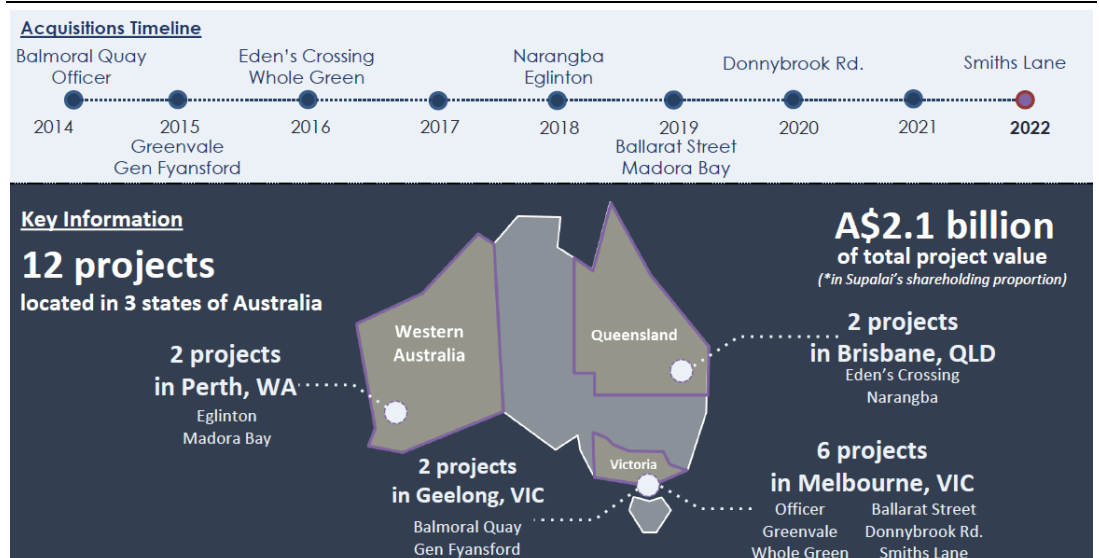
Source: Bloomberg and KS Research

Fig 6 Declining overall backlog trend



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 7 Development timeline of SPALI in Australia and its current total investment



Source: Company data and KS Research



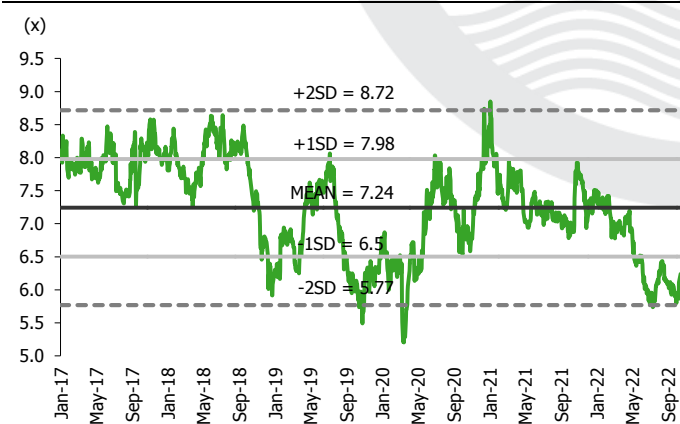
Fig 8 Current projects in Australia of SPALI

No.	Project	Type	Location	Land area (rai)	Value (AUDmn.)	Value (Btmn.)	Units	% sold - 2Q22	SPALI's stake	Value of SPALI's portion
1	Baltimore Quay	TH / Apartment	Geelong	17	240	5,760	190	46%	100%	5,760
2	Officer	Land	Melbourne	813	550	13,200	1,828	94%	25%	3,300
3	Arena	Land	Melbourne	1,238	500	12,000	1,405	72%	25%	3,000
4	Gen Fyansford	Land	Geelong	625	310	7,440	772	66%	50%	3,720
5	Eden's Crossing	Land	Brisbane	763	280	6,720	1,151	57%	50%	3,360
6	Whole Green	Land	Melbourne	1,069	770	18,480	2,361	53%	50%	9,222
7	Narangba	Land	Brisbane	281	210	5,040	682	66%	17%	854
8	Egilinton	Land	Perth	506	260	6,240	1,031	8%	19%	1,158
9	Ballarat Street	Apartment	Melbourne	2	100	2,400	123	59%	50%	1,200
10	Madora Bay	Land	Perth	894	480	11,520	1,659	17%	11%	1,280
11	Donnybrook Road	Land	Melbourne	562	490	11,760	1,542	33%	50%	5,880
12	Smiths Lane	Land	Melbourne	1,081	1,200	28,800	2,170	14%	50%	14,400
Total				7,851	5,390	129,360	14,914			53,133

Remark: Using AUD to THB of 24.0

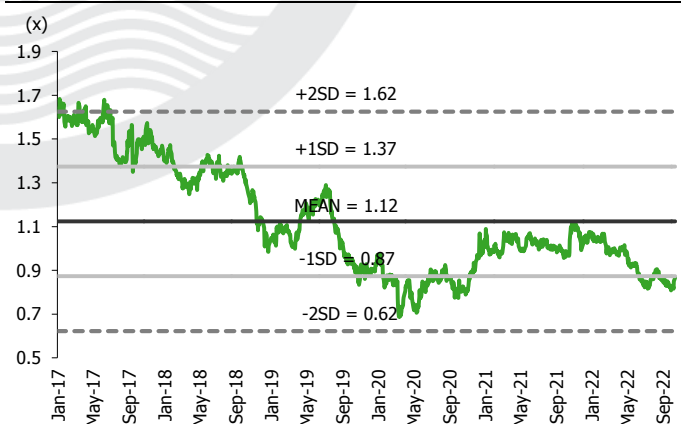
Source: Company data and KS Research

Fig 9 5-year 12M Fwd PER



Source: Bloomberg and KS Research

Fig 10 5-year 12M Fwd PBV



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	20,588	29,160	32,583	31,920	33,501
Cost of sales and services	-12,754	-17,518	-19,690	-19,601	-20,628
Gross Profit	7,834	11,642	12,893	12,319	12,873
SG&A	-2,589	-3,321	-3,944	-3,842	-3,986
Other income	381	487	657	434	444
EBIT	5,836	9,342	10,112	9,361	9,781
EBITDA	5,744	8,931	9,725	9,031	9,453
Interest expense	-242	-259	-287	-508	-579
Equity earnings	209	533	505	450	450
EBT	5,594	9,083	9,825	8,853	9,202
Income tax	-1,266	-1,943	-2,120	-1,861	-1,930
NPAT	4,327	7,139	7,705	6,993	7,272
Minority Interest	-76	-69	-93	-103	-113
Core Profit	4,251	7,070	7,611	6,890	7,159
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	4,251	7,070	7,611	6,890	7,159

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	1,334	1,626	1,303	1,277	1,340
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	17	51	163	160	168
Inventories	60,386	62,624	72,214	74,294	77,974
Other current assets	663	887	1,010	910	871
Total current assets	62,401	65,188	74,690	76,641	80,353
Investment in subs & others	978	1,213	7,331	7,182	7,538
Fixed assets-net	1,611	1,575	1,585	1,584	1,582
Other assets	3,217	3,457	4,510	4,273	4,214
Total assets	68,207	71,432	88,116	89,680	93,686
Short-term debt	14,956	15,913	21,150	19,237	17,588
Accounts payable	2,397	2,469	3,258	3,192	3,350
Other current liabilities	6,529	5,435	8,755	8,577	9,002
Total current liabilities	23,882	23,817	33,163	31,006	29,940
Long-term debt	6,376	3,976	7,100	6,839	7,616
Other liabilities	552	713	179	176	184
Total liabilities	30,811	28,506	40,442	38,021	37,740
Paid-up capital	2,143	2,143	1,953	1,953	1,953
Share premium	1,499	1,499	1,499	1,499	1,499
Reserves & others, net	320	603	603	603	603
Retained earnings	32,618	37,824	42,955	46,940	51,227
Minority interests	817	857	664	664	664
Total shareholders' equity	37,396	42,926	47,674	51,659	55,946
Total equity & liabilities	68,207	71,432	88,116	89,680	93,686

Key Assumptions

New launch (Btmn)	24,540	24,790	37,400	40,000	42,000
Pre-sales (Btmn)	24,376	24,069	33,496	34,207	35,727
Revenue growth (%)	-12.60	41.64	11.74	-2.03	4.95
Gross margin (%)	38.05	39.93	39.57	38.59	38.43
SG&A to sales (%)	12.57	11.39	12.10	12.04	11.90

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	4,327	7,139	7,705	6,993	7,272
Depreciation & amortization	117	123	118	120	122
Change in working capital	-17,679	-20,195	-6,496	-2,302	-3,151
Others	11,987	16,942	-505	-450	-450
CF from operation activities	-1,248	4,009	821	4,360	3,792
Capital expenditure	-36	-72	-119	-110	-110
Investment in subs and affiliates	-114	0	-6,119	149	-356
Others	-292	-128	-304	759	598
CF from investing activities	-441	-200	-6,542	798	132
Cash dividend	-2,160	-1,948	-2,481	-2,905	-2,872
Net proceeds from debt	7,574	-1,573	8,360	-2,173	-872
Capital raising	0	0	-190	0	0
Others	-3,046	3	-291	-103	-113
CF from financing activities	2,368	-3,518	5,398	-5,180	-3,857
Net change in cash	679	291	-323	-22	67

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	2.18	3.63	3.90	3.53	3.67
Core EPS	2.18	3.63	3.90	3.53	3.67
DPS	1.00	1.25	1.45	1.45	1.45
BV	18.78	21.59	24.07	26.11	28.31
EV	31.18	32.51	34.04	32.94	32.46
Free Cash Flow	-0.66	2.02	0.36	2.18	1.89

Valuation analysis

Reported P/E (x)	9.39	6.25	5.11	5.64	5.43
Core P/E (x)	9.39	6.25	5.11	5.64	5.43
P/BV (x)	1.09	1.05	0.83	0.76	0.70
EV/EBITDA (x)	10.58	7.09	6.84	7.12	6.71
Price/Cash flow (x)	-32.01	11.03	47.33	8.91	10.25
Dividend yield (%)	4.88	5.49	7.29	7.30	7.28

Profitability ratios

Gross margin (%)	38.05	39.93	39.57	38.59	38.43
EBITDA margin (%)	27.90	30.63	29.85	28.29	28.22
EBIT margin (%)	28.35	32.04	31.03	29.33	29.20
Net profit margin (%)	21.02	24.48	23.65	21.91	21.71
ROA (%)	6.72	10.23	9.66	7.87	7.93
ROE (%)	11.54	17.98	17.09	14.06	13.47

Liquidity ratios

Current ratio (x)	2.61	2.74	2.25	2.47	2.68
Quick ratio (x)	0.06	0.07	0.04	0.05	0.05

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.82	0.66	0.85	0.74	0.67
Net debt/EBITDA (x)	3.48	2.04	2.77	2.75	2.52
Net debt/equity (x)	0.53	0.43	0.57	0.48	0.43
Int. coverage ratio (x)	24.07	36.08	35.27	18.43	16.90

Growth

Revenue (%)	-12.60	41.64	11.74	-2.03	4.95
EBITDA (%)	-17.23	55.48	8.88	-7.13	4.67
Reported net profit (%)	-21.31	66.31	7.65	-9.48	3.90
Reported EPS (%)	-13.44	66.31	7.38	-9.48	3.90
Core profit (%)	-21.31	66.31	7.65	-9.48	3.90
Core EPS (%)	-13.44	66.31	7.38	-9.48	3.90

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.