

SAPPE PUBLIC COMPANY LIMITED

SAPPE TB Outperform

Target Price Bt 51.50

Price (03/01/2023) Bt 44.75

Upside % 15.08

Valuation PER

Sector Food & Beverage

Market Cap Btm 13,796

30-day avg turnover Btm 32.88

No. of shares on issue m 308

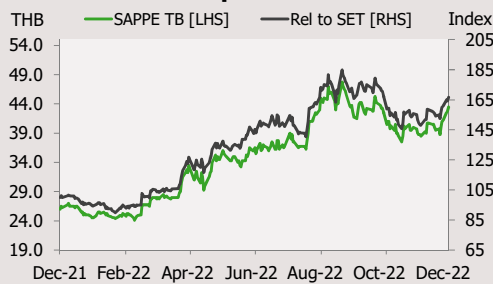
CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	3,444	4,596	5,299	6,006
Core profit (Btmn)	417	673	755	858
Net profit (Btmn)	411	642	755	858
Net EPS (Bt)	1.35	2.08	2.45	2.78
DPS (Bt)	1.02	1.08	1.23	1.39
BVPS (Bt)	9.53	10.54	11.77	13.16
Net EPS growth (%)	7.84	54.70	17.59	13.60
ROA (%)	11.14	16.62	16.95	17.47
ROE (%)	14.70	21.86	21.97	22.34
Net D/E (x)	-0.11	-0.16	-0.23	-0.25
Valuation				
P/E (x)	32.67	21.12	17.96	15.81
P/BV (x)	4.62	4.17	3.74	3.34
EV/EBITDA (x)	17.64	12.82	11.33	10.07
Dividend yield (%)	2.31	2.47	2.78	3.16

SAPPE 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 January 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

หุ้นบริษัทเครื่องดื่มที่มีความโดดเด่น

- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 4/2565 จะอยู่ที่ 145 ลบ. (+162% YoY และ -19% QoQ) กำไรสุทธิปี FY2566 คิดเป็น 122% ของประมาณการทั้งปีก่อนทบทวนของเรา
- ▶ ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2565/66/67 ขึ้น 22.3%/23.0%/21.7% จาก 1) ยอดขายในต่างประเทศที่ปรับดีขึ้น และ 2) ต้นทุนสุทธิโดยรวมที่ปรับดีขึ้น
- ▶ "ซื้อ" และเพิ่ม TP ขึ้นจาก 40.1 บาท เป็น 51.5 บาท หนุนจาก 1) ตลาดต่างประเทศที่เติบโตขึ้น 2) ราคา PET ที่ลดลง 3) แผนการขยายกำลังการผลิต

Investment Highlights

- ▶ **พรีวิวดำเนินการ 4/2565** เราคาดว่า SAPPE จะรายงานผลประกอบการไตรมาส 4/2565 ในวันที่ 28 ก.พ. ด้วยกำไรสุทธิที่ 145 ลบ. (+162% YoY และ -19% QoQ) จากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง YoY คาดจะมีปัจจัยหนุนจาก 1) การบริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นหลังการระบาดของโควิด-19 โดยเฉพาะในตลาดต่างประเทศ และ 2) การอ่อนค่าของเงินบาท ขณะที่กำไรที่ลดลงเชิง QoQ น่าจะมีสาเหตุหลักมาจากยอดขายในต่างประเทศที่ลดลงตามปกติในช่วงฤดูหนาว
- ▶ **แนวโน้มปี 2566** ผู้บริหารคาดว่าจะเห็นการเติบโตอย่างต่อเนื่องในธุรกิจต่างประเทศของ SAPPE และต้นทุนที่ปรับดีขึ้นในปี 2566 ขณะเดียวกัน ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ที่ 25-30% และการควบรวมกิจการ (M&A) ในส่วนของปัจจัยขับเคลื่อนรายได้ SAPPE พอใจกับจำนวนประเทศที่ส่งออกในปัจจุบัน และจะเริ่มมุ่งเน้นไปยังการเจาะแต่ละตลาดมากขึ้นด้วยการขยายความครอบคลุมทั้งร้านค้าแบบดั้งเดิม (TT) และห้างค้าปลีกสมัยใหม่ (MT) ขณะที่ประเทศที่เติบโตเร็วที่สุดคือ ฝรั่งเศสและเยอรมนีซึ่ง SAPPE มีสาขาครอบคลุมทั่วประเทศน้อยกว่า 30% และเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว SAPPE มีแผนที่จะขยายกำลังการผลิตอีก 30% และเพื่อรองรับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น SAPPE จึงมีแผนเพิ่มปริมาณการผลิตขึ้น 30% ในปีนี้ผ่านการจ้าง OEM และเพิ่มอัตราการผลิตให้เกิดประโยชน์สูงสุด หลังจากนั้น บริษัทฯ จะซื้อเครื่องจักรเพื่อเพิ่มปริมาณการผลิตขึ้นอีก 30% ในช่วงต้นปี 2567 บริษัทฯ จะต้องใช้งบลงทุน (CAPEX) ประมาณ 800 ลบ. ซึ่งแหล่งเงินทุนคาดว่าจะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน แม้คาดว่าจะสถานะเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง แต่ตัวเลขที่คาดการณ์ไว้ของ Statista แสดงให้เห็นถึงการเติบโตอย่างต่อเนื่องของยอดขายเครื่องดื่มในสหภาพยุโรปและสหรัฐฯ (แผนภาพ 6-9) ซึ่งประมาณการดังกล่าวได้มาจากการวิเคราะห์ในระดับมหภาคและข้อมูลเชิงลึกที่ได้จากการหารือกับบริษัทเครื่องดื่ม
- ▶ **ต้นทุน** ตั้งแต่ไตรมาส 1/2566 เป็นต้นไป เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ต่อรายได้จะปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากคาดว่าราคาเม็ดพลาสติก PET จะกลับมาสู่ระดับปกติ (แผนภาพ 4) ซึ่งคิดเป็นประมาณ 30% ของต้นทุนขาย (COGS) และค่าแรงรวม (แผนภาพ 5) ตามลำดับ ข้อกังวลหลักเกี่ยวกับต้นทุน คือ ราคาน้ำตาลและค่าไฟที่พุ่งสูงขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียง 5% ของ COGS
- ▶ **มุมมองของเรา** เราเชื่อว่ากลยุทธ์ของ SAPPE ในการเจาะกลุ่มเป้าหมายชาวเอเชียในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรปเป็นวิธีการที่ถูกต้อง นอกจากยอดขายในต่างประเทศที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นแข็งแกร่งที่ 58% ในปี 2565 เรายังคาดว่ารายได้ในต่างประเทศปี 2566 และ 2567 ของ SAPPE จะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ 16% และ 14% ขณะที่ผลกระทบของการขยายพื้นที่ครอบคลุมในต่างประเทศน่าจะเพียงพอที่จะช่วยชดเชยผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจได้ ซึ่งทาง SAPPE เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว แม้ต้นทุนโดยรวมคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2566 จากราคา PET ที่กลับมาสู่ระดับปกติ แต่เราคงมุมมองอนุรักษ์นิยมของเราโดยปรับประมาณการ GPM ขึ้นเพียง 30bps หากเทียบกับแนวทางของผู้บริหาร ประมาณการกำไรของเรายังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำกว่า
- ▶ **ปรับประมาณการ** เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2565/66/67 ขึ้น 22.3%/23.0%/21.7% จาก 1) การปรับเพิ่มประมาณการยอดขายในต่างประเทศ และ 2) การปรับเพิ่มประมาณการ GPM
- ▶ **ความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น** ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 65.4% ในปี 2565 เทียบกับ SET Index ที่เพิ่มขึ้น 0.45% และซื้อขายอิงตาม PER ปี 2566/67 ที่ 17.9 เท่า/15.8 เท่า ซึ่งถูกกว่าคู่แข่ง (แผนภาพ 2) อย่างไรก็ตาม SAPPE เป็นหุ้นบริษัทเครื่องดื่มจดทะเบียนที่มีคาดการณ์



การเติบโตสูงสุดในปี 2566 ไม่รวมการเติบโตของ OSP ที่คาดว่าจะมาจากฐานที่ต่ำในปี 2565 ขณะที่ PEG ปี 2566 ของ SAPPE อยู่ที่ประมาณ 1.2 เท่า

Valuation and Recommendation

- ▶ แนะนำ "ซื้อ" เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SAPPE และเพิ่มราคาเป้าหมายอิงตามวิธี PER จาก 40.1 บาท เป็น 51.5 บาท การประเมินมูลค่าของเราอิงอิงตาม PER ที่ 18.5 เท่า หรือเท่ากับ 1SD สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งของ SAPPE ปัจจัยเพิ่มตัวคุณมูลค่าหุ้น ได้แก่ 1) โมเมนตัมการเติบโตของยอดขายที่เป็นบวกในตลาดต่างประเทศคาดว่าจะดำเนินต่อไป 2) ต้นทุนวัตถุดิบที่คาดว่าจะลดลงตั้งแต่ไตรมาส 1/2566 เป็นต้นไป และ 3) แผนการขยายกำลังการผลิต
- ▶ ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ 1) ราคาวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้น 2) เงินบาทที่แข็งค่าขึ้น และ 3) อุปสงค์ที่ลดลงทั้งในประเทศและต่างประเทศ

Fig 1 4Q22 performance preview

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	%YoY	%QoQ	2022E	% YTD
Financials									
Sales (Btmn)	819	1,019	1,236	1,279	1,062	29.7	-17.0	4,596	100.0
EBITDA (Btmn)	124	241	266	297	223	80.2	-25.0	1,018	100.0
Operating profit (Btmn)	74	192	218	249	175	137.9	-29.8	835	100.0
Core profit (Btmn)	54	152	179	204	140	160.9	-31.5	673	100.0
Net profit (Btmn)	55	153	167	178	145	161.7	-18.8	642	100.0
Net EPS (Bt)	0.18	0.50	0.55	0.58	0.47	158.4	-18.8	2.08	100.0
Performance Drivers									
Domestic sales (Btmn)	301	251	261	269	285	-5.3	6.1	1,065	100.0
Overseas sales (Btmn)	518	768	976	1,011	777	50.0	-23.2	3,531	100.0
SG&A to sales (%)	36.2	30.7	28.5	25.9	25.0	-11.2	-0.9	27.5	27.5
Ratios						Change		2022E	Avg
Gross margin (%)	39.2	41.2	40.4	40.9	40.0	0.8	-0.9	40.7	40.7
EBITDA margin (%)	13.8	21.1	19.9	21.9	20.6	6.8	-1.3	20.7	20.9
Optg. margin (%)	8.2	16.8	16.4	18.4	16.2	8.0	-2.2	17.0	16.9
ROE (%)	7.4	20.3	22.5	24.2	15.8	8.4	-8.4	21.9	20.7

Source: KS Research, Company Data

Fig 2 Peer comparison

Stock	Basic EPS growth (%)			Basic P/E (x)			P/BV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)		
	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E
Sappe PCL	7.8	54.7	17.9	32.7	21.1	17.9	4.6	4.2	3.7	2.3	2.5	2.8	14.7	21.9	22.0
Carabao Group PCL	-18.3	-8.0	13.2	33.3	36.2	32.0	9.4	8.5	7.7	2.5	1.7	1.9	27.9	24.7	25.3
Osotsa PCL	-7.1	-35.1	31.3	26.1	40.2	30.6	4.3	4.2	4.2	3.5	2.2	2.9	16.6	10.6	13.7
Ichitan Group PCL *	5.0	7.1	14.4	27.1	25.3	22.1	2.4	2.4	2.4	4.4	4.0	4.9	8.8	10.0	11.7
Sermasuk PCL *	-51.6	-83.9	n.a.	112.1	695.0	n.a.	1.0	1.0	n.a.	0.9	0.1	n.a.	0.9	0.1	n.a.
Simple average	-12.8	-13.0	19.2	46.3	163.6	25.7	4.3	4.1	4.5	2.7	2.1	3.1	13.8	13.4	18.2

Source: KS Research, Company Data

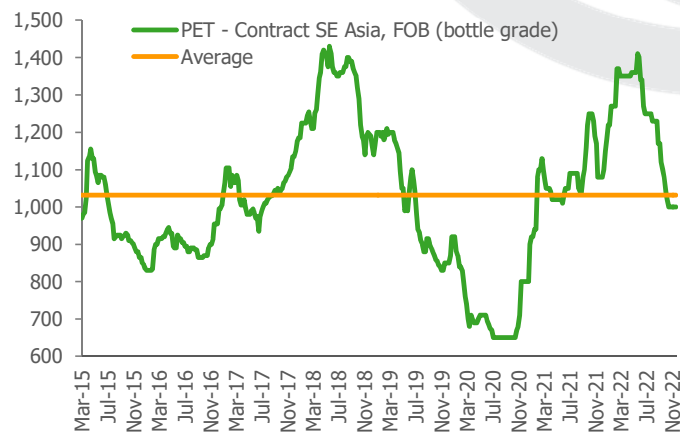


Fig 3 Forecast revisions

Unit: Btmn.	2022E			2023E			2024E		
Profit and loss statements	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Total revenue	4,596	4,183	9.9	5,299	4,773	11.0	6,006	5,387	11.5
Cost of goods sold	2,728	2,552	6.9	3,126	2,888	8.3	3,544	3,259	8.7
Gross profit	1,869	1,631	14.5	2,173	1,885	15.2	2,463	2,128	15.7
SG&A	1,353	1,077	25.6	1,324	1,193	11.0	1,501	1,346	11.5
Operating profit	835	680	22.8	954	788	21.1	1,082	889	21.6
EBITDA	1,018	871	16.9	1,124	981	14.6	1,246	1,089	14.4
EBIT	833	664	25.5	953	775	22.9	1,082	889	21.6
Core profit	673	525	28.1	755	614	23.0	858	705	21.7
Net profit	642	525	22.3	755	614	23.0	858	705	21.7
Key assumptions									
GPM (%)	40.7	39.0	1.7	41.0	39.5	1.5	41.0	39.5	1.5
SG&A to sales (%)	27.5	25.0	2.5	24.5	24.5	0.0	24.5	24.5	0.0
Domestic sales (Bt)	1,065	1,246	-14.5	1,151	1,346	-14.5	1,243	1,453	-14.5
International sales (Bt)	3,531	2,937	20.2	4,104	3,427	19.7	4,697	3,934	19.4
Avg. FX assumption (Bt/USD)	35.5	35.5	0.0	34.5	34.5	0.0	33.5	33.5	0.0

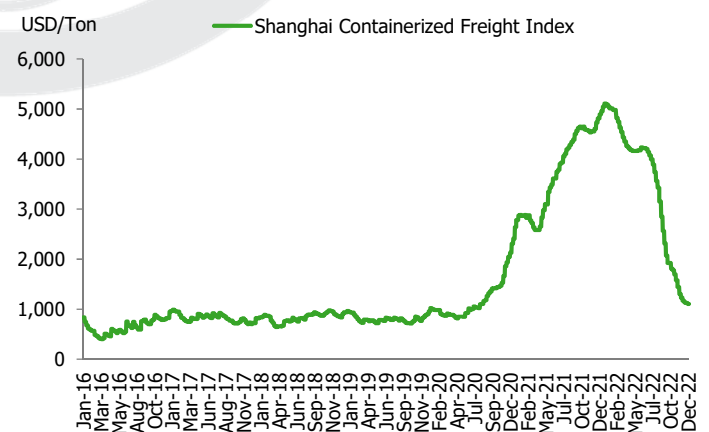
Source: KS Research, Company Data

Fig 4 PET price



Source: Bloomberg, KS Research

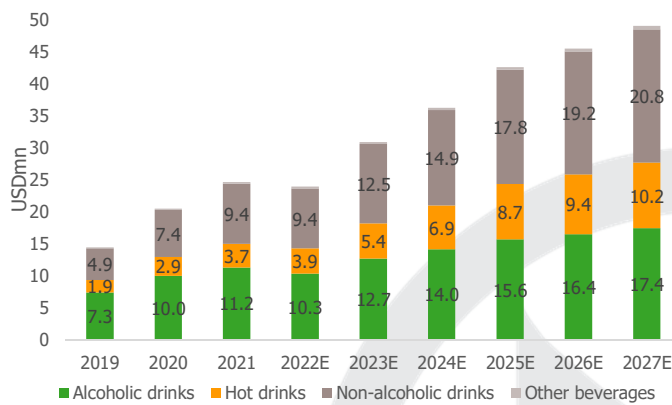
Fig 5 Shanghai Export Containerized Freight Index



Source: Bloomberg, KS Research

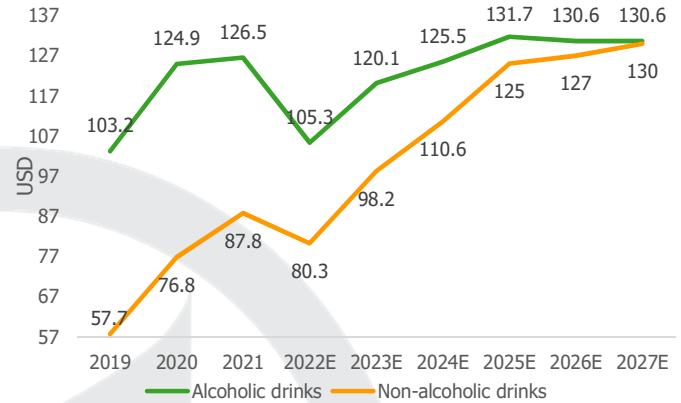


Fig 6 Forecasted beverage sale in EU (Update: Nov 22)



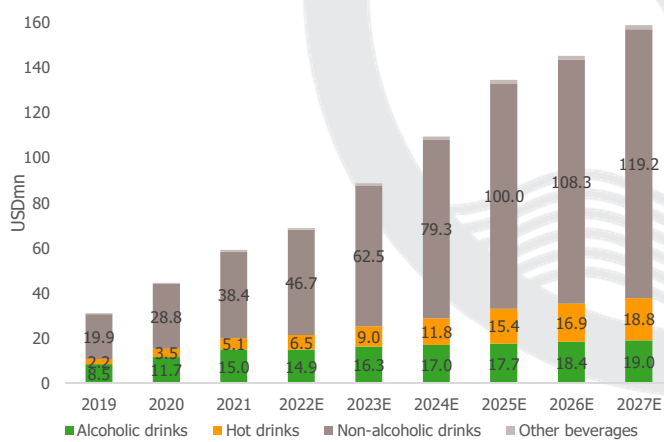
Source: Statista, KS Research

Fig 7 Forecasted ticket size in EU (Update: Nov 22)



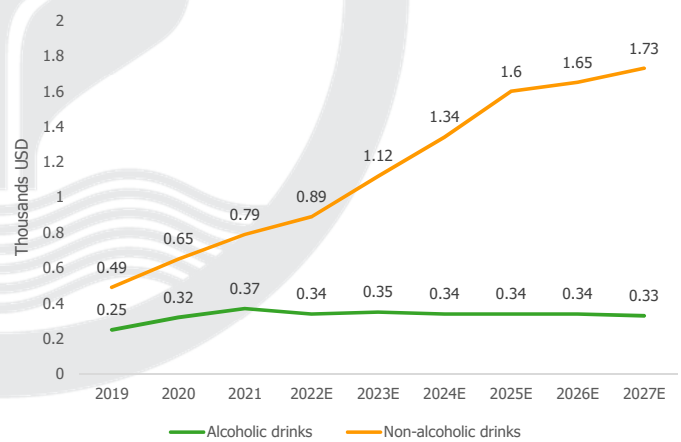
Source: Statista, KS Research

Fig 8 Forecasted beverage sale in US (Update: Dec 22)



Source: Bloomberg, KS Research

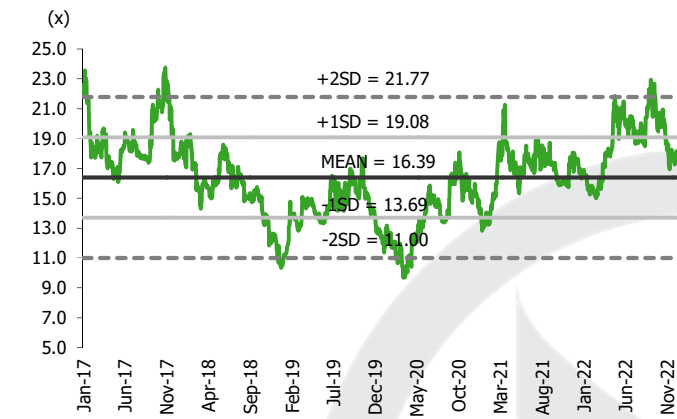
Fig 9 Forecasted ticket size in US (Update: Dec 22)



Source: Bloomberg, KS Research

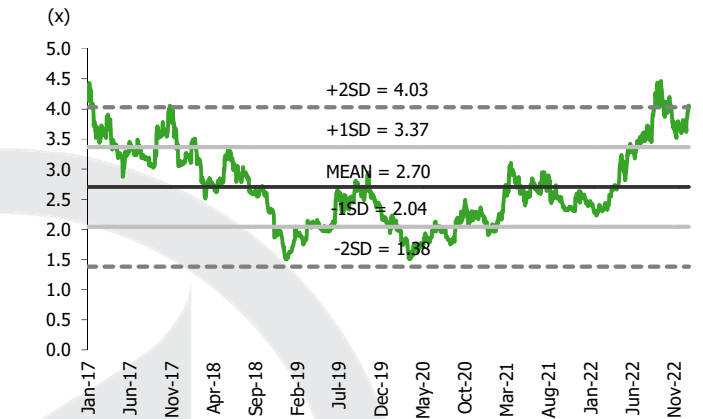


Fig 10 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 11 12M FWD PBV (x)



Source: Bloomberg, KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	3,268	3,444	4,596	5,299	6,006
Cost of sales and services	-2,067	-2,089	-2,728	-3,126	-3,544
Gross Profit	1,201	1,355	1,869	2,173	2,463
SG&A	-750	-1,078	-1,353	-1,324	-1,501
Other income	53	269	319	106	120
EBIT	488	525	833	953	1,082
EBITDA	706	743	1,018	1,124	1,246
Interest expense	-3	-3	-2	-2	-1
Equity earnings	-16	-20	-2	-2	0
EBT	485	523	831	951	1,080
Income tax	-96	-106	-158	-188	-214
NPAT	389	417	673	763	867
Minority Interest	6	-1	0	8	9
Core Profit	383	417	673	755	858
Extraordinary items	3	-1	-31	0	0
FX gain (loss)	-6	-6	0	0	0
Reported net profit	380	411	642	755	858

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	194	383	580	875	1,061
ST investments	1,415	1,371	1,399	1,426	1,455
Accounts receivable	436	341	583	642	727
Inventories	221	291	289	331	375
Other current assets	95	139	141	144	147
Total current assets	2,361	2,524	2,993	3,418	3,766
Investment in subs & others	14	156	89	89	89
Fixed assets-net	1,103	1,006	1,005	1,001	1,146
Other assets	169	163	162	159	156
Total assets	3,647	3,848	4,248	4,667	5,157
Short-term debt	36	21	29	11	11
Accounts payable	218	181	264	302	343
Other current liabilities	416	543	554	565	576
Total current liabilities	671	745	847	879	931
Long-term debt	66	52	37	37	37
Other liabilities	38	45	45	46	47
Total liabilities	774	842	929	962	1,015
Paid-up capital	304	306	306	306	306
Share premium	976	1,021	1,021	1,021	1,021
Reserves & others, net	58	45	50	50	50
Retained earnings	1,433	1,534	1,872	2,250	2,679
Minority interests	102	101	101	108	117
Total shareholders' equity	2,873	3,006	3,350	3,736	4,173
Total equity & liabilities	3,647	3,848	4,279	4,698	5,188

Key Assumptions

Domestic sales	1,481	1,210	1,065	1,151	1,243
Growth (%)	7.5	(18.3)	(11.9)	8.0	8.0
International sales	1,797	2,234	3,531	4,104	4,697
Growth (%)	-5.3	24.3	58.0	16.2	14.5
SG&A to sales (%)	22.6	29.0	27.5	24.5	24.5
Production Capacity (T/yr)	139,480	164,314	213,608	253,544	272,258
Avg. FX assumption (Bt/USD)	31.2	35.5	34.5	33.5	33.5

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	380	411	642	755	858
Depreciation & amortization	202	198	183	170	164
Change in working capital	-81	99	-150	-53	-81
Others	23	-21	0	0	0
CF from operation activities	524	686	676	872	942
Capital expenditure	-165	-93	-178	-162	-306
Investment in subs and affiliates	-167	-98	39	-28	-29
Others	-1	-2	-2	0	0
CF from investing activities	-333	-192	-141	-190	-335
Cash dividend	-253	-310	-334	-378	-429
Net proceeds from debt	72	-29	-8	-18	0
Capital raising	7	39	0	0	0
Others	2	-6	5	8	9
CF from financing activities	-172	-306	-337	-388	-420
Net change in cash	19	188	198	294	186

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	1.25	1.35	2.08	2.45	2.78
Core EPS	1.26	1.37	2.18	2.45	2.78
DPS	0.83	1.02	1.08	1.23	1.39
BV	9.11	9.53	10.54	11.77	13.16
EV	19.00	42.99	42.33	41.32	40.71
Free Cash Flow	1.95	1.63	2.30	2.06	2.28

Valuation analysis

Reported P/E (x)	15.45	32.67	21.12	17.96	15.81
Core P/E (x)	15.32	32.16	20.16	17.96	15.81
P/BV (x)	2.12	4.62	4.17	3.74	3.34
EV/EBITDA (x)	8.19	17.64	12.82	11.33	10.07
Price/Cash flow (x)	9.89	26.95	19.11	21.35	19.30
Dividend yield (%)	4.30	2.31	2.47	2.78	3.16

Profitability ratios

Gross margin (%)	36.74	39.34	40.66	41.00	41.00
EBITDA margin (%)	21.26	20.02	20.71	20.80	20.34
EBIT margin (%)	14.70	14.15	16.94	17.63	17.66
Net profit margin (%)	11.54	11.24	13.69	13.98	14.01
ROA (%)	10.90	11.14	16.62	16.95	17.47
ROE (%)	14.15	14.70	21.86	21.97	22.34

Liquidity ratios

Current ratio (x)	3.52	3.39	3.53	3.89	4.05
Quick ratio (x)	3.19	3.00	3.19	3.51	3.64

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.28	0.29	0.29	0.27	0.25
Net debt/EBITDA (x)	-0.13	-0.42	-0.51	-0.74	-0.81
Net debt/equity (x)	-0.03	-0.11	-0.16	-0.23	-0.25
Int. coverage ratio (x)	160	217	403	609	856

Growth

Revenue (%)	-1.73	11.80	32.39	9.96	13.35
EBITDA (%)	-0.01	5.29	36.94	10.43	10.85
Reported net profit (%)	-5.68	8.06	56.37	17.59	13.60
Reported EPS (%)	-5.68	7.84	54.70	17.59	13.60
Core profit (%)	-3.11	8.86	61.23	12.25	13.60
Core EPS (%)	-3.11	8.63	59.51	12.25	13.60



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.