



JWD InfoLogistics PCL

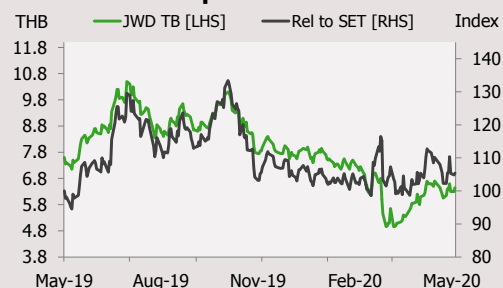
JWD TB Outperform

Target Price	Bt	8.60
Price (19/05/2020)	Bt	6.45
Upside	%	33.33
Valuation	DCF	
Sector	Transportation & Logistics	
Market Cap	Btm	6,579
30-day avg turnover	Btm	10.43
No. of shares on issue	m	1,020
CG Scoring	Very Good	
Anti-Corruption Indicator	N/A	

Investment fundamentals

Year-end Dec 31	2019A	2020E	2021E	2022E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	3,562	3,217	3,583	3,785
Core profit (Btmn)	368	276	343	409
Net profit (Btmn)	363	276	343	409
Net EPS (Bt)	0.36	0.27	0.34	0.40
DPS (Bt)	0.25	0.18	0.22	0.26
BVPS (Bt)	3.09	3.12	3.28	3.47
Net EPS growth (%)	61.59	-23.85	24.14	19.27
ROA (%)	4.98	3.00	3.75	4.55
ROE (%)	11.76	8.72	10.50	11.89
Net D/E (x)	0.84	1.29	1.17	1.01
Valuation				
P/E (x)	22.35	23.82	19.18	16.08
P/BV (x)	2.57	2.07	1.96	1.86
EV/EBITDA (x)	16.07	11.36	10.01	8.73
Dividend yield (%)	3.14	2.73	3.39	4.04

JWD TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(all figures in THB unless noted)

Analyst

Sorapong Jakteerungkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com

20 May 2020

Kasikorn Securities Public Company Limited

ปรับลดเป้าธุรกิจจากโควิด-19

- ▶ JWD ปรับลดเป้าอัตรากำไรเติบโตของรายได้ในปี 2563 ลงจาก +10% เป็น -10% เพื่อสะท้อนผลกระทบจากโควิด-19 โดยเฉพาะจากธุรกิจให้บริการด้านยานยนต์
- ▶ คาดกำไรไตรมาส 2/2563 ต่ำสุดในปี 2563 หลังเติบโตขึ้นเล็กน้อยในเชิง YoY ในไตรมาส 1/2563 การฟื้นตัวของการค้าขายจะช่วยหนุนกำไรสุทธิตั้งแต่ไตรมาส 3
- ▶ เราปรับลดราคาเป้าหมาย JWD ลงเป็น 8.6 บาท จาก 10.0 บาท ตามการปรับประมาณการกำไรสุทธิ แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ" จากการเติบโตในระยะยาวที่แข็งแกร่ง

Investment Highlights

- ▶ **ปรับลดเป้าธุรกิจปี 2563** JWD ปรับลดเป้าอัตรากำไรเติบโตของรายได้ในปี 2563 ลงจาก +10% เป็น -10% หลังบางกลุ่มธุรกิจซึ่งรวมทั้งธุรกิจลานจอดรถยนต์และสินค้าอันตรายที่สัมพันธ์กับกิจกรรมการนำเข้าและส่งออกได้รับผลกระทบจากกิจกรรมธุรกิจที่หดตัวลงจากโควิด-19 ทั้งนี้แม้ว่าธุรกิจห้องเย็นและคลังเก็บสินค้าทั่วไปจะได้รับประโยชน์จากสถานการณ์ของตลาดในปัจจุบันก็ตาม โดยซัพพลายเออร์, ผู้ผลิตและผู้นำเข้าและส่งออกอาหารหลายบริษัทต้องกระจายความเสี่ยงของฐานเก็บสินค้าเพื่อลดผลกระทบจากปัญหาอุปทานขาดแคลน
- ▶ **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2563-65 โดยคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/2563 จะต่ำสุดในปี 2563** เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2563-65 ของ JWD ลง 23.8%, 13.0% และ 1.2% ตามลำดับเพื่อสะท้อนอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงของธุรกิจลานจอดรถยนต์และสินค้าอันตรายจากอุปสงค์ของผู้บริโภคที่น้อยลงตาม GDP ที่เติบโตติดลบ นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานที่ต่ำมากในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจหลักที่หนุนการเติบโตในปีนี้อย่างต่ำเทียบเรือสินค้าชายฝั่ง (Barge Terminal) เนื่องจากต้องใช้เวลาประชาสัมพันธ์มากขึ้นเพื่อให้เข้าถึงกลุ่มลูกค้าเป้าหมายและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่มากขึ้นจากมาตรฐานบัญชี TFRS 16 ยิ่งเพิ่มผลกระทบเชิงลบต่อประมาณการของเราและแม้เราคาดว่า JWD จะสามารถควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A อย่างเข้มงวดก็ตาม ซึ่งจากการลือกดาวนประเทศรวมทั้งหลายโรงงานรถยนต์ประกาศหยุดการผลิตลงชั่วคราว เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/2563 จะต่ำที่สุดของปี 2563
- ▶ **กำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 เติบโตขึ้นเล็กน้อย YoY** JWD รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/2563 ที่ 93 ลบ. เพิ่มขึ้น 4.8% YoY แต่ลดลง 21.3% QoQ ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 5.0% และ 2.7% ประเด็นสำคัญในไตรมาส 1/2563 คือค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลงมากจากการควบคุมต้นทุนภายในอย่างเข้มงวดและดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นมาก (TFRS 16) ทั้งนี้รายได้ที่เพิ่มขึ้น 7% YoY มีแรงขับเคลื่อนจากการเติบโตของธุรกิจลานเก็บสินค้าทั่วไป (+26%), ห้องเย็น (+21%) และบริการอาหาร (+31%) แม้อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลงเล็กน้อยที่ 0.5ppt มาอยู่ที่ 27.5% ด้วยสาเหตุหลักจาก GPM ที่ลดลงของธุรกิจบริการอาหาร ในเชิง QoQ รายได้และอัตรากำไรลดลง 2.8% และ 1.3ppt จากผลกระทบตามฤดูกาลและ equity income ที่ลดลงมากจากการลงทุนในประเทศกัมพูชา (PPSEZ) เป็นปัจจัยหลักที่กดดันกำไร
- ▶ **TFRS 16 เพิ่ม IBDE ratio แต่ BS ยังอยู่ภายใต้การควบคุม** จากจำนวนสัญญาเช่าดำเนินงานในมือจำนวนมาก การใช้มาตรฐานบัญชี TFRS 16 ตั้งแต่ไตรมาส 1/2563 จึงส่งผลให้ IBDE ratio ของ JWD เพิ่มขึ้นเป็น 1.5 เท่า จาก 1.1 เท่า และ 0.7 เท่า ณ ช่วงสิ้นปี 2562 และ 2561 โดยสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1.53 พันลบ., หนี้สินรวมเพิ่มขึ้น 1.61 พันลบ. ขณะที่กำไรสะสมลดลง 0.08 พันลบ. ผลกระทบเชิงลบต่อกำไรสุทธิในปี 2563 จะอยู่ที่ 14 ลบ. หากไม่รวมผลกระทบจากมาตรฐานบัญชีใหม่ดังกล่าว IBDE ratio ในไตรมาส 1/2563 จะลดลงเล็กน้อยในเชิง QoQ มาอยู่ที่ 1.0 เท่า แม้ยังต่ำกว่า debt covenant ที่ 2.5 เท่า มาก แต่เพื่อควบคุมสภาพคล่องในระยะสั้น JWD จึงตัดสินใจชะลอแผนการลงทุนใหม่ทั้งหมด โดยเหลือเพียงการลงทุนที่เริ่มลงทุนไปแล้ว เช่น อาคารลำดับที่ 9 ของธุรกิจห้องเย็น, คลังสินค้าอัตโนมัติที่สุรินทร์ทางรถไฟและคลังสินค้า BTS ที่นวนคร

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" JWD แม้ลดราคาเป้าหมายลงเป็น 8.6 บาท จาก 10.0 บาท ตามการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิและปรับปีฐานราคาเป้าหมายไปเป็นกลางปี 2564
- ▶ แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะได้รับผลกระทบในระยะสั้นจากโควิด-19 แต่ภาพรวมการเติบโตในระยะยาวยังแข็งแกร่ง จำนวนธุรกิจที่มีทิศทางเติบโตที่ดีในมือจำนวนมาก เช่น ห้องเย็น, ขนส่ง, สัมปทานที่แหลมฉบังและการลงทุนที่เวียดนามก่อก่อปรกับความร่วมมือกับ CJ logistics จะช่วยหนุนอัตราเติบโตของ JWD ในระยะกลางถึงระยะยาว



Fig 1 2020-22E earnings revision

Unit: Btmn.	2020E			2021E			2022E		
Profit and loss statements	New	Previous	% change	New	Previous	% change	New	Previous	% change
Sales revenue	3,217	3,652	-11.9	3,583	3,841	-6.7	3,785	3,995	-5.2
Cost of sales	2,323	2,601	-10.7	2,571	2,720	-5.5	2,697	2,838	-5.0
Gross profit	894	1,051	-14.9	1,013	1,121	-9.6	1,088	1,156	-5.9
SG&A	616	706	-12.7	655	731	-10.4	678	756	-10.3
Operating profit	330	385	-14.2	412	431	-4.5	465	443	4.9
EBITDA	959	858	11.8	1,063	934	13.9	1,178	991	18.9
Equity income	119	103	16.2	134	114	18.0	149	129	16.0
EBIT	492	535	-8.1	589	589	0.1	659	616	6.9
Interest expense	204	123	65.7	209	125	66.6	196	128	53.2
EBT	288	412	-30.1	381	464	-17.9	463	488	-5.3
Tax expense	40	56	-28.2	54	65	-17.9	66	70	-5.3
Net Profit	276	362	-23.8	343	394	-13.0	409	414	-1.2
Core profit	276	362	-23.8	343	394	-13.0	409	414	-1.2
Key assumptions (Unit: %) *									
Revenue growth - warehouse	-7.2	3.7	-10.9	12.6	6.0	6.5	6.7	3.9	2.8
Revenue growth - transport	-9.9	16.0	-25.9	14.0	5.2	8.8	5.8	5.6	0.2
Revenue growth - moving	-35.8	3.0	-38.8	3.0	3.0	0.0	3.0	3.0	0.0
Revenue growth - record & Info	2.4	0.3	2.1	5.0	5.0	-0.0	5.0	5.0	0.0
Revenue growth - food services	-9.4	-11.7	2.3	10.0	3.0	7.0	3.0	3.0	0.0
GPM - warehouse	38.2	36.8	1.4	38.0	37.1	0.9	38.1	36.7	1.4
GPM - transport	15.0	17.5	-2.5	15.5	17.5	-2.0	16.0	17.5	-1.5
GPM - moving	28.0	26.5	1.5	28.5	26.5	2.0	28.5	26.5	2.0
GPM - record & Info	52.7	55.0	-2.3	53.0	55.5	-2.5	54.0	55.5	-1.5
GPM - food services	2.6	9.8	-7.1	6.0	12.0	-6.0	7.0	12.0	-5.0

Remark: * = change in ppt

Source: Company data and KS Research

Fig 2 1Q20 earnings up 4.8% YoY but down 21.3% QoQ

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	%YoY	%QoQ	%YTD2020E	2020E
Financials									
Sales (Btmn)	879	830	884	970	943	7.3	-2.8	29.3	3,217
EBITDA (Btmn)	185	134	178	185	283	52.9	52.5	29.5	959
Operating profit (Btmn)	81	66	88	105	125	54.9	19.6	38.0	330
Core profit (Btmn)	89	71	83	125	93	4.8	-25.2	33.8	276
Net profit (Btmn)	89	80	75	119	93	4.8	-21.3	33.8	276
Net EPS (Bt)	0.09	0.08	0.07	0.12	0.09	4.8	-21.3	33.8	0.27
Performance Drivers									
No. of container at Laem Chabang (TEU)	2,025,963	1,976,959	1,982,192	1,999,054	1,973,926	-2.6	-1.3	26.0	7,584,959
No. of car export (units)	299,841	260,020	261,240	233,002	250,281	-16.5	7.4	33.9	737,872
Net D/E (x)	0.7	0.8	0.8	0.84	1.32	89.6	58.4	102.8	1.3
Ratios									
Gross margin (%) *	28.1	28.0	26.9	28.8	27.5	-0.5	-1.3	27.5	27.8
EBITDA margin (%) *	21.0	16.2	20.2	19.1	30.0	8.9	10.9	30.0	29.8
Optg. margin (%) *	9.2	8.0	10.0	10.8	13.3	4.1	2.5	13.3	10.3
ROE (%) *	11.3	10.7	9.7	15.1	11.8	0.4	-3.3	11.8	8.7

Remark: * = Change in ppt

Source: Company data and KS Research



Fig 3 General goods, cold storage and food services were the main drivers in 1Q20

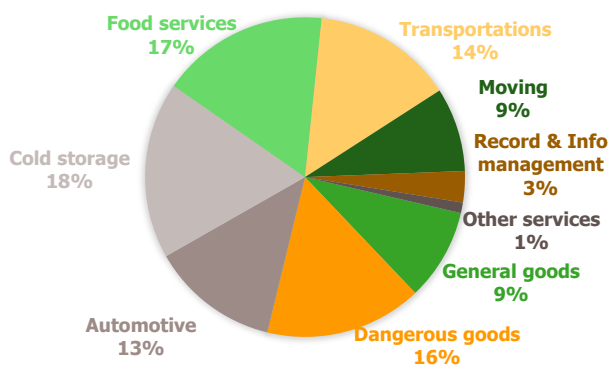
Revenue	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ	2018	2019	% change
General goods	83	87	80	94	104	26%	11%	319	343	8%
Dangerous goods	139	145	148	124	122	-12%	-1%	497	557	12%
Automotive	116	114	115	120	125	8%	4%	438	465	6%
Cold storage	156	148	155	189	188	21%	0%	604	647	7%
Transportation	129	120	121	120	120	-7%	0%	497	490	-1%
Moving	66	62	85	65	44	-34%	-33%	323	279	-14%
Record & Info management	28	27	28	29	29	5%	1%	107	112	5%
Food services	152	116	143	218	200	31%	-8%	400	629	57%
Other services	9	10	9	12	11	20%	-2%	24	40	72%
Total	878	830.4	883.6	969.9	943.0	7%	-3%	3,208	3,562	11%

COGS	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	YoY	QoQ	2018	2019	% change
General goods	65	66	64	77	75	14%	-3%	286	273	-5%
Dangerous goods	74	80	86	65	70	-6%	7%	290	306	5%
Automotive	78	76	74	76	81	4%	7%	294	303	3%
Cold storage	93	89	96	99	108	17%	9%	366	376	3%
Transportation	106	103	102	97	101	-5%	4%	416	407	-2%
Moving	50	44	61	42	31	-37%	-26%	245	198	-19%
Record & Info management	15	15	16	14	15	2%	9%	54	60	13%
Food services	136	108	137	206	192	42%	-7%	358	586	64%
Other services	15	18	11	14	10	-34%	-29%	50	58	16%
Total	632	597.8	646.2	690.3	683.4	8%	-1%	2,360	2,566	9%

GPM	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	ppt YoY	ppp QoQ	2018	2019
General goods	20.9%	24.1%	19.4%	18.2%	28.3%	7.4%	10.1%	10.2%	20.6%
Dangerous goods	46.9%	44.8%	41.7%	47.5%	43.0%	-3.9%	-4.5%	41.7%	45.1%
Automotive	32.8%	33.9%	35.9%	36.9%	35.1%	2.3%	-1.9%	32.8%	34.9%
Cold storage	40.6%	40.2%	38.1%	47.4%	42.6%	2.0%	-4.9%	39.4%	41.9%
Transportation	17.9%	14.7%	16.0%	19.1%	16.0%	-1.9%	-3.1%	16.3%	16.9%
Moving	24.8%	28.9%	27.9%	35.2%	28.1%	3.4%	-7.0%	24.1%	29.1%
Record & Info management	46.0%	45.1%	42.3%	50.9%	47.4%	1.4%	-3.5%	49.9%	46.1%
Food services	10.7%	6.9%	4.4%	5.6%	3.6%	-7.2%	-2.0%	10.4%	6.8%
Other services	-64.5%	-71.8%	-15.2%	-25.0%	10.3%	74.7%	35.3%	-112.8%	-43.9%
Total	28.1%	28.0%	26.9%	28.8%	27.5%	-0.5%	-1.3%	26.4%	28.0%

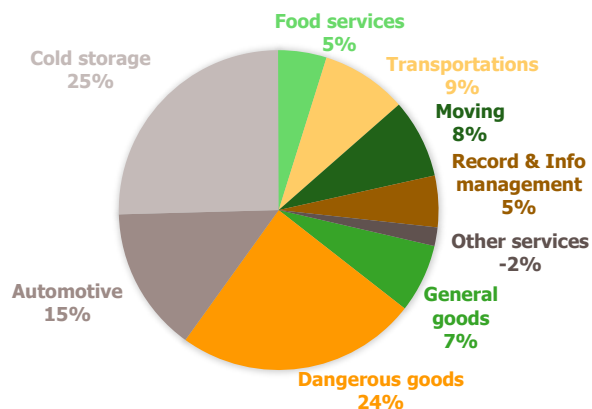
Source: Company data and KS Research

Fig 4 2019 revenue breakdown



Source: Company data and KS Research

Fig 5 2019 gross profit breakdown



Source: Company data and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue	3,208	3,562	3,217	3,583	3,785
Cost of sales and services	-2,360	-2,566	-2,323	-2,571	-2,697
Gross Profit	848	996	894	1,013	1,088
SG&A	-568	-698	-616	-655	-678
Other income	33	42	52	54	55
EBIT	359	506	492	589	659
EBITDA	661	682	959	1,063	1,178
Interest expense	-82	-107	-204	-209	-196
Equity earnings	-6	115	119	134	149
EBT	277	399	288	381	463
Income tax	-50	-47	-40	-54	-66
NPAT	227	352	248	327	396
Minority Interest	-2	10	28	16	13
Core Profit	218	368	276	343	409
Extraordinary items	7	-5	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	225	363	276	343	409
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	456	886	402	448	473
ST investments	16	1	16	18	19
Accounts receivable	846	952	837	933	985
Inventories	60	60	54	60	63
Other current assets	612	372	290	323	341
Total current assets	1,991	2,271	1,599	1,781	1,881
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	3,473	3,929	3,800	3,879	3,910
Other assets	866	1,619	3,306	3,091	2,862
Total assets	6,330	7,819	8,705	8,752	8,653
Short-term debt	903	1,707	1,275	761	761
Accounts payable	623	696	573	634	665
Other current liabilities	78	60	58	65	68
Total current liabilities	1,604	2,463	1,906	1,459	1,494
Long-term debt	1,372	1,915	3,366	3,694	3,378
Other liabilities	214	171	156	174	184
Total liabilities	3,190	4,549	5,428	5,328	5,055
Paid-up capital	510	510	510	510	510
Share premium	1,336	1,336	1,336	1,336	1,336
Reserves & others, net	868	865	865	865	865
Retained earnings	304	439	474	637	823
Minority interests	122	120	92	76	63
Total shareholders' equity	3,140	3,270	3,277	3,424	3,597
Total equity & liabilities	6,330	7,819	8,705	8,752	8,653

Key Assumptions

Revenue growth - warehouse	11.6	8.4	-7.2	12.6	6.7
Revenue growth - transport	31.0	-1.4	-9.9	14.0	5.8
Revenue growth - moving	20.8	-13.8	-35.8	3.0	3.0
Revenue growth - record & Info	8.4	5.0	2.4	5.0	5.0
Revenue growth - food services	n.a.	57.3	-9.4	10.0	3.0
GPM - warehouse	33.5	37.6	38.2	38.0	38.1
GPM - transport	16.3	16.9	15.0	15.5	16.0
GPM - moving	24.1	29.1	28.0	28.5	28.5
GPM - record & Info	49.9	46.1	52.7	53.0	54.0
GPM - food services	10.4	6.8	2.6	6.0	7.0

Source: Company, KS estimate

Cashflow (Btmn)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Net profit	227	352	248	327	396
Depreciation & amortization	348	342	629	651	713
Change in working capital	-274	0	-25	-41	-25
Others	197	-67	0	0	0
CF from operation activities	497	628	852	937	1,084
Capital expenditure	-726	-798	-2,186	-485	-497
Investment in subs and affiliates	-402	-627	-55	0	0
Others	-214	112	128	-41	-22
CF from investing activities	-1,342	-1,313	-2,114	-526	-520
Cash dividend	-255	-214	-255	-180	-223
Net proceeds from debt	544	1,347	1,020	-186	-317
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-205	-5	0	0	0
CF from financing activities	84	1,128	765	-366	-540
Net change in cash	-761	443	-497	46	25

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)					
Reported EPS	0.22	0.36	0.27	0.34	0.40
Core EPS	0.21	0.36	0.27	0.34	0.40
DPS	0.21	0.25	0.18	0.22	0.26
BV	2.96	3.09	3.12	3.28	3.47
EV	8.89	10.75	10.68	10.44	10.09
Free Cash Flow	-0.22	-0.17	-1.31	0.44	0.58
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	31.80	22.35	23.82	19.18	16.08
Core P/E (x)	32.79	22.05	23.82	19.18	16.08
P/BV (x)	2.37	2.57	2.07	1.96	1.86
EV/EBITDA (x)	13.72	16.07	11.36	10.01	8.73
Price/Cash flow (x)	14.36	12.92	7.72	7.02	6.07
Dividend yield (%)	3.00	3.14	2.73	3.39	4.04
Profitability ratios					
Gross margin (%)	26.44	27.96	27.80	28.26	28.74
EBITDA margin (%)	20.59	19.16	29.81	29.67	31.13
EBIT margin (%)	11.21	14.20	15.29	16.45	17.40
Net profit margin (%)	7.07	9.89	7.70	9.12	10.46
ROA (%)	3.82	4.98	3.00	3.75	4.55
ROE (%)	7.40	11.76	8.72	10.50	11.89
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.24	0.92	0.84	1.22	1.26
Quick ratio (x)	0.82	0.75	0.66	0.96	0.99
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.02	1.39	1.66	1.56	1.41
Net debt/EBITDA (x)	2.73	4.01	4.40	3.75	3.09
Net debt/equity (x)	0.57	0.84	1.29	1.17	1.01
Int. coverage ratio (x)	4.37	4.74	2.41	2.82	3.36
Growth					
Revenue (%)	32.38	11.05	-9.70	11.40	5.62
EBITDA (%)	-7.11	3.30	40.53	10.85	10.84
Reported net profit (%)	-63.32	61.59	-23.85	24.14	19.27
Reported EPS (%)	-63.32	61.59	-23.85	24.14	19.27
Core profit (%)	-2.48	68.88	-24.88	24.14	19.27
Core EPS (%)	-2.48	68.88	-24.88	24.14	19.27



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, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CK, CKP, CPALL, CPF, CPN, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SCB, SCC, SPALI, SPRC, STA, STEC, TISCO, TOP, TRUE, TU, VGI and WHA