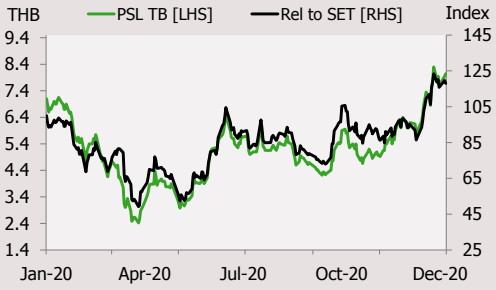
Precious Shipping PCL

PSL TB		Outperform
Target Price	**Bt**	10.80
Price (19/02/2021)	**Bt**	**9.55**
Upside	**%**	**13.09**
Valuation		**PBV**
Sector		**Transportation & Logistics**
Market Cap	**Btm**	**14,891**
30-day avg turnover	**Btm**	**178.31**
No. of shares on issue	**m**	**1,559**
CG Scoring		**Excellent**
Anti-Corruption Indicator		**Certified**

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2019A	2020A	2021E	2022E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	4,152	3,730	4,994	5,144
Core profit (Btmn)	-223	-413	1,007	1,243
Net profit (Btmn)	-228	-1,295	1,007	1,243
Net EPS (Bt)	-0.15	-0.83	0.65	0.80
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS (Bt)	7.41	6.50	7.15	7.94
Net EPS growth (%)	-150.09	-466.70	177.79	23.41
ROA (%)	-0.86	-5.57	4.71	5.80
ROE (%)	-1.88	-11.94	9.47	10.57
Net D/E (x)	0.99	0.88	0.65	0.41
Valuation				
P/E (x)	-51.86	-9.15	14.78	11.98
P/BV (x)	1.03	1.17	1.34	1.20
EV/EBITDA (x)	13.79	15.27	8.43	7.30
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

PSL 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
Sunthorn Thongthip
Sunthorn.T@kasikornsecurities.com

22 February 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดโมเมนตัมเติบโตขึ้นต่อเนื่อง

- **กำไรปกติไตรมาส 4/2563 ของ PSL ฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ 64 ลบ. เทียบกับที่ -22 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 สอดคล้องกับที่เราคาดไว้จากอัตราเช่าเรือที่สูงขึ้น 14% QoQ**
- **เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2565 ขึ้น 47%/57% เพราะเพิ่มประมาณการอัตราค่าเช่าเรือที่สูงขึ้น 4%/8% เป็น 12,163/12,975 ดอลลาร์ฯ/ลำ/วัน**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.80 บาท จาก 9.25 บาท คำนวณด้วย PBV ที่ 13.6 เท่า และ BVPS ปี 2565 ที่สูงขึ้นเป็น 7.94 บาท**

Investment Highlights

- **PSL รายงานกำไรปกติไตรมาส 4/2563 ที่ 64 ลบ.** ซึ่งสอดคล้องกับที่เราคาดไว้ หากรวมผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (FX) และค่าใช้จ่ายพิเศษอื่น ๆ กำไรสุทธิจะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ 27 ลบ. จากผลขาดทุนสุทธิที่ 22 ลบ. ในไตรมาส 3/2563 เนื่องจากอัตราค่าเช่าเรือเพิ่มขึ้น 14% QoQ มาอยู่ที่ 10,222 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ลำ/วัน ค่าใช้จ่าย SG&A ลดลง 10% QoQ และ 6% YoY มาอยู่ที่ 66 ลบ. จากค่าที่ปรึกษาทางกฎหมายและค่าใช้จ่ายพนักงานที่ลดลง ต้นทุนการเงินลดลง 15% QoQ มาอยู่ที่ 122 ลบ. จากอัตรา LIBOR ที่ลดลงและหนี้สินโดยรวมที่ลดลง
- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2564/65 ขึ้น 47%/57% จากอัตราค่าเช่าเรือที่สูงขึ้นและค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลง** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2564/65 ขึ้น 47%/57% เนื่องจากเราปรับเพิ่มประมาณการอัตราค่าเช่าเรือขึ้น 4% และ 8% มาอยู่ที่ 12,163 ดอลลาร์ฯ/ลำ/วัน และ 12,975 ดอลลาร์ฯ/ลำ/วัน ตามลำดับ หนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตขึ้นดีกว่าคาด อุปสงค์การกลับมาสต็อกแร่เหล็ก ถ่านหินและธัญพืชจากประเทศจีนหลังเทศกาลตรุษจีนและการซื้อขายครั้งใหญ่จากคำสั่งห้ามนำเข้าถ่านหินจากออสเตรเลียของจีน กระตุ้นให้อัตราค่าเช่าเรือเพิ่มขึ้นเป็น 14,400-15,000 ดอลลาร์ฯ ในไตรมาส 1/2564 Clarksons คาดว่าอุปสงค์จะเติบโตขึ้น 5% YoY ในปี 2564 เติบโตมากกว่าของอุปทานที่คาดจะอยู่ที่ 1.5% YoY เนื่องจากยอดสั่งต่อเรือปัจจุบันคิดเป็นสัดส่วนที่ 6% ของจำนวนเรือทั่วโลกหรือคิดเป็นอัตราเติบโตของเรือสุทธิที่ 1-3%/ปี เราจึงคาดว่า BDI ซึ่งเริ่มปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2564 จะเติบโตขึ้นต่อเนื่องในปี 2565 เนื่องจากคาดว่าอุปสงค์จะยังเติบโตขึ้นแข็งแกร่งหนุนจากกิจกรรมเศรษฐกิจที่กลับเข้ามาหลังการจัดจำหน่ายวัคซีนต้านโควิด-19 โดยเราคาดว่าอุปสงค์เรือจะเติบโตขึ้นมากกว่าอุปทานเรือ ดังนั้น จึงคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตของอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นและส่งผลให้อัตราค่าระวางเรือสูงขึ้น นอกจากนี้เราเห็น upside ในอุปสงค์การขนส่งทางเรือที่เติบโตขึ้นหนุนจากการใช้จ่ายเงินในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของสหรัฐฯ และความเป็นไปได้ที่ประธานาธิบดีโจ ไบเดนจะยกเลิกอัตราภาษีกับจีน

Valuation and Recommendation

- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.80 บาท** ราคาเป้าหมายปี 2564 ของเราที่ 10.80 บาท อิงด้วย BVPS ปี 2565 แบบ fully diluted ที่ 7.94 บาท คำนวณด้วย PBV ที่สูงขึ้นเป็น 1.36 เท่า (+1SD ของระดับเฉลี่ยในอดีต) เทียบกับที่ 1.2 เท่า (+0.5SD ของระดับเฉลี่ยในอดีต) ทั้งนี้ PSL เคยซื้อขายด้วย PBV ที่ 2 เท่า เมื่อ Baltic Supramax Index แตะระดับ 1,300 ในปี 2557 และ 1,400 ในปี 2560 ปัจจัยหนุนราคาหุ้นคาดจะมาจาก 1) อัตราค่าเช่าเรือที่สูงขึ้นจากอุปสงค์การกลับมาสต็อกสินค้า/อุปทานที่เติบโตช้าลงและ 2) ราคาหุ้นของบริษัทขนส่งสินค้าเทกองแห่งที่สูงขึ้น
- **ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ** ได้แก่ อัตราค่าระวางเรือที่ผันผวนและปัจจัยเสี่ยงด้านเครดิต

Fig 1 Earnings revisions

Unit: Btmn.	2020			2021E			2022E		
Profit and loss statements	**New**	**Previous**	**%Change**	**New**	**Previous**	**%Change**	**New**	**Previous**	**%Change**
Total revenue	3,730	3,730	0.0	4,994	4,889	2.2	5,144	5,006	2.8
Cost of goods sold	3,226	3,226	0.0	3,077	3,128	-1.6	3,046	3,203	-4.9
Gross profit	504	504	0.0	1,918	1,761	8.9	2,099	1,803	16.4
SG&A	336	336	0.0	340	494	-31.2	360	507	-28.9
Operating profit	177	177	0.0	1,578	1,267	24.5	1,739	1,297	34.1
EBITDA	1,360	1,360	0.0	2,630	2,319	13.4	2,733	2,291	19.3
EBIT	-693	-693	n.a.	1,588	1,267	25.3	1,749	1,297	34.9
Core profit	-413	-413	n.a.	1,007	687	46.7	1,243	791	57.2
Net profit	-1,295	-1,295	n.a.	1,007	687	46.7	1,243	791	57.2
Key assumptions									
Number of vessels	36	36	0.0	36	36.0	0.0	36	36	0.0
Operating days	13,122	13,122	0.0	13,140	13,140	0.0	13,140	13,140	0.0
TC rates (US$/day)	8,332	8,332	0.0	12,163	11,700	4.0	12,975	11,993	8.2
USDTHB	30.88	30.88	0.0	30.00	30.50	-1.6	29.00	30.50	-4.9
OPEX (US$/day)	4,705	4,705	0.0	4,730	4,730	0.0	4,825	4,825	0.0
SG&A (US$/day)	828	828	0.0	863	1,233	-30.0	945	1,264	-25.3

Source: Company data, KS Research

Fig 2 4Q20 earnings review

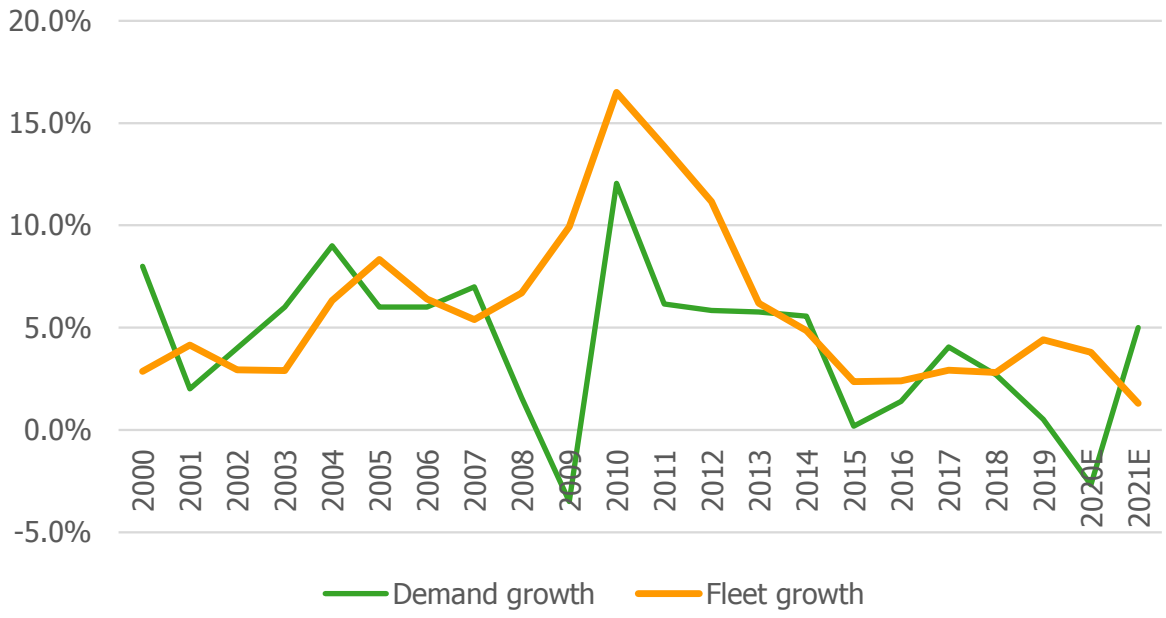
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%YoY	%QoQ	2020	2021E	% change	2022E
Financials											
Sales (Btmn)	1,150	1,055	680	944	1,050	-8.7	11.2	3,730	4,994	33.9	5,144
EBITDA (Btmn)	514	379	-156	107	162	-68.4	51.1	1,360	2,630	93.3	2,733
Operating profit (Btmn)	175	63	-156	107	162	-7.4	51.1	177	1,578	791.8	1,739
Core profit (Btmn)	31	-133	-310	-35	64	108.4	284.8	-413	1,007	343.7	1,243
Net profit (Btmn)	28	-117	-1,183	-22	27	-2.6	224.1	-1,295	1,007	177.8	1,243
Net EPS (Bt)	0.02	-0.08	-0.76	-0.01	0.00	-100.0	100.0	-0.83	0.65	177.8	0.80
Performance Drivers											
Number of vessels	36	36	36	36	36	0.0	0.0	36	36	0.0	36
Operating days	3,312	3,276	3,276	3,285	3,285	-0.8	0.0	13,122	13,140	0.1	13,140
TC rates (US$/day)	10,628	8,398	9,002	8,786	10,022	-5.7	14.1	8,332	12,163	46.0	12,975
USDTHB	30.3	31.4	31.5	31.5	30.5	0.6	-3.2	31	30	-2.8	29
OPEX (US$/day)	4,787	4,602	4,531	4,617	5,070	5.9	9.8	4,705	4,730	0.5	4,825
SG&A (US$/day)	1,659	1,085	804	729	655	-60.5	-10.2	828	863	4.1	945
Ratios						**Change**		**2020**	**2021E**	**Change**	**2022E**
Gross margin (%)	29.3	13.8	-11.1	19.3	23.9	-5.3	4.6	13.5	38.4	24.9	40.8
EBITDA margin (%)	44.7	35.9	-22.9	11.4	15.5	-29.2	4.1	36.5	52.7	16.2	53.1
Optg. margin (%)	15.2	6.0	-22.9	11.4	15.5	0.2	4.1	4.7	31.6	26.8	33.8
ROE (%)	0.2	-1.0	-10.5	-0.2	0.3	0.0	0.5	-11.9	9.5	21.4	10.6

Source: Company data, KS Research

Fig 3 Baltic Supramax Index

Source: Bloomberg, KS Research

Fig 4 Demand and fleet growth in the dry bulk industry



Source: Bloomberg, KS Research

มูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.80 บาท จาก 9.25 บาท ราคาเป้าหมายปี 2564 ของเราที่ 10.80 บาท อิงด้วย BVPS ปี 2565 แบบ fully diluted ที่ 7.94 บาท คำนวณด้วย PBV ที่สูงขึ้นเป็น 1.36 เท่า (+1SD ของระดับเฉลี่ยในอดีต) เราเชื่อว่า PSL สมควรซื้อขายกันที่ค่าพรีเมี่ยมในเชิง PBV เมื่อเทียบกับผู้เล่นอื่นในตลาดโลก เพราะมีกองเรือที่อายุการใช้งานน้อยกว่าที่ 9 ปี เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 10.8 ปี

Fig 5 Mid-2021 target price based on PBV multiple

Implied SD	-2.0SD	-1.5SD	-1.0SD	-0.5SD	Mean	+0.5SD	+1.0SD	+1.5SD	+2.0SD
PBV multiple	**0.6**	**0.7**	**0.8**	**1.0**	**1.1**	**1.2**	**1.4**	**1.5**	**1.6**
Fair value (Bt/shr)	4.37	5.44	6.51	7.59	8.66	9.73	10.80	11.87	12.95

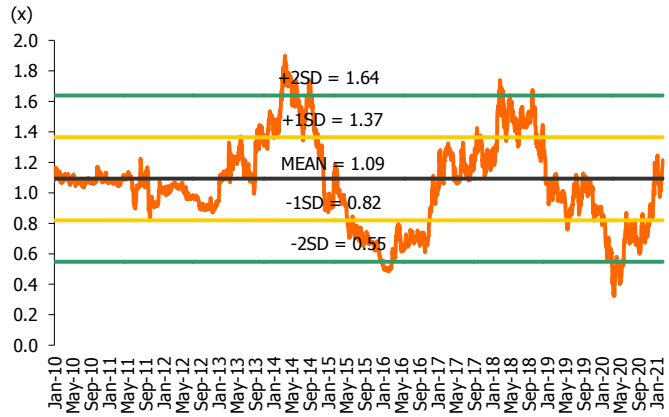
Source: KS Research

Fig 6 PSL's peers

Stock	Market Cap (USD mn)	Basic EPS growth (%)			Basic P/E (x)			P/BV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)		
		19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E
Precious Shipping PCL	**460**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**(60.4)**	**(10.9)**	**20.1**	**1.2**	**1.3**	**1.3**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-1.9**	**-11.5**	**6.5**
Global selected peers																
Atlas Corp *	3,253	28.4	-35.5	31.1	7.7	11.9	9.1	1.2	0.9	0.8	3.8	5.9	6.2	18.3	7.8	7.0
Capital Product Partners LP *	188	n.m.	n.m.	-14.9	(1.4)	6.3	7.4	0.5	0.4	0.4	12.2	15.0	3.9	-22.8	7.2	6.0
Danaos Corp *	806	n.m.	-21.5	n.a.	4.8	6.1	n.a.	1.1	0.8	n.a.	0.0	0.0	0.0	16.7	16.0	n.a.
Diana Shipping Inc *	304	n.m.	n.m.	n.m.	(20.0)	(2.2)	(72.3)	0.6	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	-3.1	-30.7	0.5
Eagle Bulk Shipping Inc *	364	n.m.	n.m.	n.m.	(14.0)	(23.8)	23.1	0.6	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	-4.5	-6.8	0.0
Genco Shipping & Trading Ltd *	436	n.m.	n.m.	n.m.	(7.8)	(2.8)	13.8	0.4	0.5	0.5	4.8	1.2	5.1	-5.5	18.7	2.5
Kirby Corp *	3,662	81.7	n.m.	n.m.	25.6	(13.4)	42.4	1.1	1.2	1.1	0.0	0.0	n.a.	4.3	-8.4	2.9
Navios Maritime Partners LP *	197	n.m.	n.a.	n.a.	(3.2)	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	6.8	2.5	1.1	-8.3	n.a.	n.a.
Pacific Basin Shipping Ltd *	1,019	-66.5	n.m.	n.m.	38.3	(4.8)	20.9	0.8	0.9	0.9	1.4	0.0	2.4	2.0	-11.4	5.0
Safe Bulkers Inc *	319	-75.0	n.m.	n.m.	78.0	(12.5)	6.6	0.7	0.7	n.a.	0.0	0.0	3.2	1.1	-5.7	n.a.
Eneti Inc *	259	n.m.	n.m.	n.m.	3.5	(0.3)	(167.7)	0.2	1.0	0.6	0.9	0.9	0.7	5.1	-117.1	0.9
SFL Corp Ltd *	979	18.6	n.m.	n.m.	9.8	(18.8)	16.0	0.9	1.1	1.0	17.3	10.3	7.4	7.8	7.2	4.1
Star Bulk Carriers Corp *	1,374	n.m.	n.m.	1,442.4	(84.1)	114.4	7.4	0.9	0.9	0.8	0.1	0.8	6.8	-1.1	1.9	7.6
Simple average		**-2.6**	**-28.5**	**486.2**	**2.9**	**5.0**	**-8.5**	**0.7**	**0.8**	**0.8**	**3.6**	**2.8**	**3.1**	**0.8**	**-10.1**	**3.6**
SET selected peers																
Thoresen Thai Agencies PCL *	413	158.3	n.m.	n.m.	21.9	(7.0)	20.6	0.7	0.6	0.6	8.8	0.9	0.7	3.0	-8.6	2.3

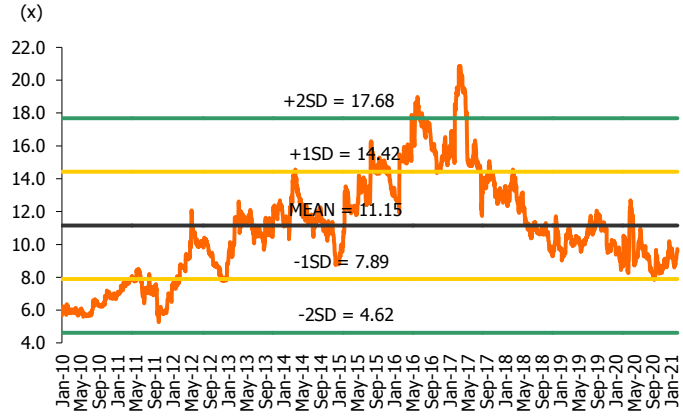
Source: Bloomberg, KS Research (as of February 17, 2021) / * = not under KS coverage

Fig 7 12M FWD PBV – PSL



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 8 12M FWD EV-EBITDA – PSL



Source: Bloomberg, KS Research

Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Revenue	4,933	4,152	3,730	4,994	5,144
Cost of sales and services	-3,256	-3,173	-3,226	-3,077	-3,046
Gross Profit	1,677	979	504	1,918	2,099
SG&A	-453	-546	-336	-340	-360
Other income	41	31	9	0	0
EBIT	1,284	478	-693	1,588	1,749
EBITDA	2,507	1,692	1,360	2,630	2,733
Interest expense	-826	-703	-597	-581	-506
Equity earnings	24	20	11	10	10
EBT	458	-226	-1,290	1,007	1,243
Income tax	-2	-3	-4	0	0
NPAT	456	-228	-1,295	1,007	1,243
Minority Interest	-0	-0	0	0	0
Core Profit	458	-223	-413	1,007	1,243
Extraordinary items	4	0	-867	0	0
FX gain (loss)	-5	-6	-15	0	0
Reported net profit	456	-228	-1,295	1,007	1,243
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	1,843	1,181	1,100	2,010	3,044
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	254	183	169	237	237
Inventories	96	176	35	102	104
Other current assets	124	140	634	647	659
Total current assets	2,317	1,681	1,938	2,996	4,045
Investment in subs & others	92	85	91	92	94
Fixed assets-net	22,409	20,104	19,125	18,073	17,079
Other assets	3,019	3,191	244	249	254
Total assets	27,837	25,061	21,397	21,409	21,472
Short-term debt	1,877	4,085	2,441	0	0
Accounts payable	74	71	277	0	0
Other current liabilities	357	557	621	634	646
Total current liabilities	2,308	4,712	3,339	634	646
Long-term debt	12,661	8,577	7,586	9,290	8,090
Other liabilities	172	212	337	344	351
Total liabilities	15,141	13,502	11,262	10,268	9,087
Paid-up capital	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
Share premium	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968
Reserves & others, net	33	-860	-916	-916	-916
Retained earnings	9,136	8,892	7,523	8,530	9,773
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	12,695	11,559	10,135	11,142	12,385
Total equity & liabilities	27,837	25,061	21,397	21,410	21,472
Key Assumptions					
Number of vessels	36	36	36	36	36
Operating days	13,140	13,140	13,122	13,140	13,140
TC rates (US$/day)	11,063	9,622	8,332	12,163	12,975
USDTHB	32.4	29.8	30.9	30.0	29.0
OPEX (US$/day)	4,621	4,778	4,705	4,730	4,825
SG&A (US$/day)	1,064	1,394	828	863	945
Financial cost (US$/day)	1,940	1,796	1,474	1,473	1,327
Depreciation (US$/day)	2,783	3,022	3,052	3,083	3,114
Total cost (US$/day)	10,408	10,990	10,060	10,148	10,211

Cashflow (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Net profit	456	-228	-1,295	1,007	1,243
Depreciation & amortization	1,242	1,228	1,183	1,052	994
Change in working capital	-97	-12	362	-413	-2
Others	656	903	2,643	2	2
CF from operation activities	2,256	1,890	2,893	1,648	2,236
Capital expenditure	-176	1,077	0	0	0
Investment in subs and affiliates	2	7	-5	-2	-2
Others	-99	-1,511	0	0	0
CF from investing activities	-272	-427	-5	-2	-2
Cash dividend	0	0	0	0	0
Net proceeds from debt	-1,252	-1,876	-2,635	-737	-1,200
Capital raising	0	-0	0	0	0
Others	-732	-133	-56	0	0
CF from financing activities	-1,984	-2,009	-2,691	-737	-1,200
Net change in cash	0	-546	197	909	1,035
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.29	-0.15	-0.83	0.65	0.80
Core EPS	0.29	-0.14	-0.27	0.65	0.80
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	8.14	7.41	6.50	7.15	7.94
EV	16.79	14.96	13.32	14.22	12.79
Free Cash Flow	1.33	1.90	1.86	1.06	1.43
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	29.57	-51.86	-9.15	14.78	11.98
Core P/E (x)	29.45	-53.26	-28.67	14.78	11.98
P/BV (x)	1.06	1.03	1.17	1.34	1.20
EV/EBITDA (x)	10.45	13.79	15.27	8.43	7.30
Price/Cash flow (x)	5.98	6.27	4.10	9.04	6.66
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Profitability ratios					
Gross margin (%)	34.00	23.58	13.51	38.40	40.80
EBITDA margin (%)	50.81	40.76	36.47	52.65	53.12
EBIT margin (%)	26.03	11.50	-18.59	31.79	33.99
Net profit margin (%)	9.25	-5.50	-34.71	20.17	24.16
ROA (%)	1.61	-0.86	-5.57	4.71	5.80
ROE (%)	3.65	-1.88	-11.94	9.47	10.57
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.00	0.36	0.58	4.73	6.26
Quick ratio (x)	0.91	0.29	0.38	3.55	5.08
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.19	1.17	1.11	0.92	0.73
Net debt/EBITDA (x)	5.06	6.78	6.56	2.77	1.85
Net debt/equity (x)	1.00	0.99	0.88	0.65	0.41
Int. coverage ratio (x)	1.56	0.68	-1.16	2.73	3.46
Growth					
Revenue (%)	13.85	-15.83	-10.16	33.90	3.00
EBITDA (%)	19.38	-32.48	-19.62	93.31	3.91
Reported net profit (%)	452.35	-150.09	-466.70	177.79	23.41
Reported EPS (%)	452.34	-150.09	-466.70	177.79	23.41
Core profit (%)	379.97	-148.59	-85.78	343.67	23.41
Core EPS (%)	379.97	-148.59	-85.78	343.67	23.41

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: DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SET50, SPRC, STEC, TASCO, TISCO, TMB, TOP, TQM, TRUE, TU, VGI and WHA.