



Dusit Thani PCL

DUSIT TB Outperform

Target Price Bt 13.63

Price (31/08/2021) Bt 8.95

Upside % 52.34

Valuation SOTP

Sector Tourism & Leisure

Market Cap Btm 7,608

30-day avg turnover Btm 1.48

No. of shares on issue m 850

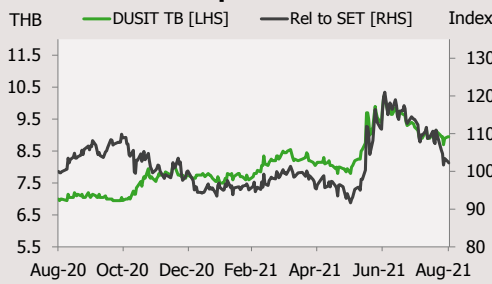
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	2,272	2,082	3,588	4,958
Core profit (Btmn)	-1,691	-1,788	-816	27
Net profit (Btmn)	-1,011	-1,180	-576	27
Net EPS (Bt)	-1.19	-1.39	-0.68	0.03
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS (Bt)	4.08	2.23	1.43	1.48
Net EPS growth (%)	-415.77	-16.68	51.21	104.78
ROA (%)	-5.82	-6.13	-3.21	0.15
ROE (%)	-24.68	-43.98	-37.03	2.23
Net D/E (x)	3.04	5.01	7.18	6.85
Valuation				
P/E (x)	-5.72	-6.45	-13.22	276.66
P/BV (x)	1.67	4.01	6.27	6.06
EV/EBITDA (x)	-35.77	-33	60	17
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

DUSIT 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

Pisut Ngamvijitvong

Pisut.n@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst

Phochara Lertwiram

1 September 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

OCR สูงกว่าค่าเฉลี่ย

- ▶ เราปรับคำแนะนำ DUSIT ให้เป็น "ซื้อ" (Outperform) ด้วยราคาเป้าหมายที่ 13.63 บาท เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการกำไรสุทธิและการปรับปีฐานเป็นปลายปี 65
- ▶ DUSIT รายงานผลขาดทุนปกติใน 2Q64 อยู่ที่ 544 ลบ. ซึ่งสูงกว่ายอดขาดทุนจำนวน 366 ลบ. ใน 1Q64 แต่คิดเป็นผลขาดทุนที่ลดลง 21% YoY
- ▶ OCR ของโรงแรมที่บริษัทเป็นเจ้าของ ใน 2Q64 อยู่ที่ 33% ซึ่งเป็นอัตรา OCR ที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับหุ้นโรงแรมหกแห่งที่เราวิเคราะห์อยู่ ที่อัตราเฉลี่ย 18.8%

Investment Highlights

- ▶ ขาดทุนปกติใน 2Q64 เพิ่มขึ้น 48% QoQ DUSIT ได้รายงานผลขาดทุนปกติใน 2Q64 ที่จำนวน 544 ลบ. (ภาพ 1) ซึ่งสูงกว่ายอดขาดทุนจำนวน 366 ลบ. ใน 1Q64 จากสาเหตุวิกฤติโควิดระลอกสาม แต่คิดเป็นผลขาดทุนที่ลดลง 21% YoY เนื่องจากการดำเนินธุรกิจภายในประเทศได้หยุดให้บริการชั่วคราวในช่วงต้น 2Q63 ทั้งนี้ RevPar ใน 2Q64 อยู่ที่ 763 บาท ลดลง 28% QoQ แต่สูงขึ้น 138% YoY ทั้งนี้ สาเหตุหลักของการปรับตัวลดลงของ RevPar QoQ เกิดมาจากรายได้จากโรงแรมที่ Maldives ปรับตัวลดลงซึ่งเป็นประเทศที่มี ADR สูงกว่าประเทศอื่นๆ OCR ใน 2Q64 อยู่ที่ 33% ซึ่งปรับตัวดีขึ้นเมื่อเทียบกับ 31.7% ใน 1Q64 และ 15.6% ใน 2Q63 ทั้งนี้ ขาดทุนปกติ 1H64 คิดเป็น 50.9% ของประมาณปี 2563 ของเรา
- ▶ ปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 64-66 เราได้ปรับประมาณการขาดทุนปกติในปี 64/65 ขึ้นอีก 13%/20% (ภาพ 2) สืบเนื่องมาจากสถานการณ์โควิดที่ยืดเยื้อ ในขณะที่เดียวกันได้ปรับเปลี่ยนประมาณการขาดทุนปกติใน 66 ให้เป็นกำไรปกติจากมาตรการปรับลดค่าใช้จ่ายของ DUSIT แม้ว่ามุมมองต่อกำไรสุทธิในระยะสั้น (64-65) จะมีความรัดกุมมากขึ้น แต่เราคาดว่าตลาดได้ priced-in ถึงผลกระทบเชิงลบของวิกฤติโควิดระลอกสามเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ขณะที่ตลาดจะให้น้ำหนักกับผลประกอบการกำไรสุทธิในปี 66-67 มากกว่า ซึ่งเป็นช่วงที่ปริมาณนักท่องเที่ยวกลับมาสู่ภาวะปกติ
- ▶ OCR ยังคงแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับหุ้นโรงแรมอื่น ๆ บริษัทเผยว่า OCR ของโรงแรมที่ถือครองใน 2Q64 อยู่ที่อัตรา 33% ซึ่งเป็น OCR ที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับหุ้นโรงแรมหกแห่งที่เราวิเคราะห์อยู่ ที่อัตราเฉลี่ย 18.8% (ภาพ 3) เราเชื่อว่า OCR ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยนั้นมากจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในต่างประเทศ ทั้งนี้ Maldives และ Philippines มีอัตราการเข้าพักที่แข็งแกร่ง โดยมี OCR เฉลี่ยที่สูงกว่า 70% ในขณะที่โรงแรมในประเทศของ DUSIT เผยถึงอัตราเข้าพักที่แข็งแกร่งราว ๆ 15% ซึ่งนับว่าสูงกว่า OCR ใน 2Q64 ที่ BOT รายงานที่ 8.2%
- ▶ คาด Dusit Central Park จะเริ่มดำเนินงานใน 2H66 บริษัทคาดว่าโรงแรม Dusit Thani Bangkok จะสามารถกลับมาเปิดให้บริการอีกครั้งใน 4Q66 สำหรับโครงการที่พักอาศัย ทั้งพื้นที่ให้เช่าและพื้นที่ขายย่อนั้น คาดว่าจะแล้วเสร็จในปี 67 และ 68 ตามลำดับ อย่างไรก็ตามประมาณการของเราตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า Dusit Thani Bangkok จะสามารถกลับมาเปิดให้บริการได้อีกครั้งในต้นปี 67

Valuation and Recommendation

- ▶ เราปรับคำแนะนำจาก "ถือ" เป็น "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 13.63 บาท เรามีมุมมองบวกต่อธุรกิจโรงแรมของ DUSIT จากคาดการณ์ OCR ใน 2Q64 ที่แข็งแกร่งขึ้นเมื่อเทียบกับคู่แข่ง แม้ว่าเราจะมีมุมมองที่เข้มงวดมากขึ้นต่อประมาณการกำไรสุทธิปี 64-66 แต่เราคาดว่าตลาดจะสามารถมองข้ามผลกำไรสุทธิในระยะสั้นและจับตามองยอดกำไรสุทธิในปี 66-67 แทน
- ▶ ราคาเป้าหมายที่ "13.63" บาท คำนวณด้วยวิธี SOTP โดยใช้ EV/EBITDA ในการประเมินมูลค่า core business ของ DUSIT (7.98 บาท) ราคาหุ้นซื้อขายด้วย EV/EBITDA ที่ 13.1 เท่า หรือ -1SD ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยล่วงหน้า 12 เดือน ช่วง 5 ปี ของ Bloomberg consensus เทียบกับ EV/EBITDA ของคู่แข่งในประเทศ ทั้งนี้ เราประเมินมูลค่าโครงการ Dusit Central Park ไว้ที่ 5.65 บาท ด้วยวิธี NAV



Fig 1 2Q21 performance review

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	%YoY	%QoQ	%YTD2021	2021E
Financials									
Sales (Btmn)	179	402	684	641	376	110.2	-41.3	48.9	2,082
EBITDA (Btmn)	-427	-211	-76	-7	-170	60.2	-2,336.8	28.0	-632
Operating profit (Btmn)	-630	-429	-306	-240	-406	35.6	-68.7	43.4	-1,489
Core profit (Btmn)	-685	-469	-432	-366	-544	20.6	-48.5	50.9	-1,788
Net profit (Btmn)	-453	-342	-134	74	-376	17.1	-609.0	25.6	-1,180
Net EPS (Bt)	-0.53	-0.40	-0.16	0.09	-0.44	17.1	-609.0	25.6	-1.39
Performance Drivers									
RevPar (Bt)	320	597	1,051	1,060	763	138.4	-28.0	912	1,018
Average daily rate (Bt)	2,045	2,018	2,706	3,343	2,312	13.1	-30.8	2,828	2,951
Occupancy rate (%)	15.6	29.6	38.8	31.7	33.0	17.4	1.3	32	34.5
Ratios									
						Change	Avg YTD	2021E	
Gross margin (%)	-117.0	-13.0	5.5	20.6	-6.9	110.1	-27.6	7	9.1
EBITDA margin (%)	-238.7	-52.3	-11.1	-1.1	-45.2	193.5	-44.1	(23)	-71.5
Optg. margin (%)	-352.1	-106.7	-44.7	-37.5	-107.8	244.3	-70.3	(73)	-30.4
ROE (%)	-45.6	-37.5	-15.4	6.8	-37.9	7.7	-44.7	(16)	-39.1

Source: Company data, KS Research

Fig 2 Earnings revisions

Unit: Btmn	2021E			2022E			2023E		
	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Profit and loss statements									
Total revenue	2,082	2,620	(20.5)	3,588	4,111	(12.7)	4,958	4,952	0.1
Cost of goods sold	1,892	2,195	(13.8)	2,375	2,728	(13.0)	2,833	3,013	(6.0)
Gross profit	190	424	(55.2)	1,214	1,384	(12.3)	2,125	1,940	9.5
SG&A	1,808	1,856	(2.6)	1,943	1,980	(1.8)	2,084	2,084	0.0
Operating profit	(1,618)	(1,432)	(13.0)	(729)	(596)	(22.3)	41	(144)	128.3
EBITDA	(632)	(413)	(53.2)	353	519	(31.9)	1,212	1,027	18.0
EBIT	(815)	(1,004)	18.8	(172)	(6)	(2,691.2)	455	270	68.5
Core profit	(1,788)	(1,582)	(13.0)	(816)	(679)	(20.0)	27	(180)	115.3
Net profit	(1,180)	(1,382)	14.6	(576)	(439)	(31.0)	27	(180)	115.3
Key assumptions									
RevPar	1,018	1,166	(12.7)	1,828	2,177	(16.0)	2,633	2,706	(2.7)
Average-daily-rate	2,951	2,951	-	3,483	3,483	-	3,657	3,657	-
Occupancy rate	34.5	39.5	(5.0)	52.5	62.5	(10.0)	72.0	74.0	(2.0)

Source: KS Research

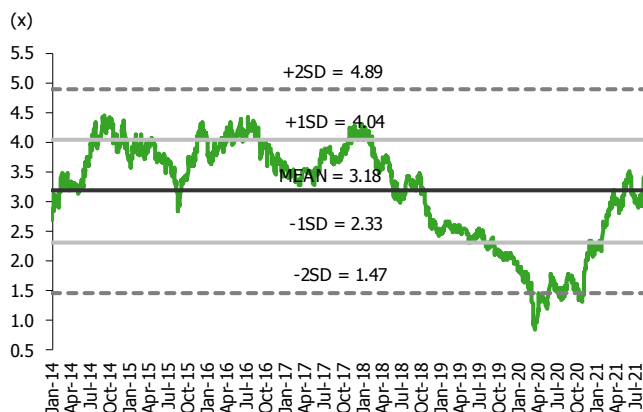


Fig 3 2Q21 hotel operating statistics

RevPar	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	%YoY	%QoQ
AWC	152	455	782	529	454	198.1	(14.2)
CENTEL	104	533	831	660	381	266.3	(42.3)
DUSIT	320	597	1,051	1,060	763	138.4	(28.0)
ERW	13	202	359	214	171	1,215.4	(20.1)
MINT	144	899	505	415	739	413.2	78.1
VRANDA	370	1,156	1,474	644	578	56.2	(10.2)
Average (Weighted)	146	824	583	465	685	368.5	47.2
Average (Simple)	184	640	834	587	514	179.7	(12.4)
Median	148	565	806	586	516	248.3	(12.0)
Occupancy rate							
AWC	5.6	11.6	26.0	18.3	15.9	10.3	(2.4)
CENTEL	4.2	20.1	27.0	14.0	12.0	7.8	(2.0)
DUSIT	15.6	29.6	38.8	31.7	33.0	17.4	1.3
ERW	1.0	14.0	25.3	17.0	13.0	12.0	(4.0)
MINT	6.0	30.0	17.0	14.0	23.0	17.0	9.0
VRANDA	9.0	26.0	37.0	20.0	16.0	7.0	(4.0)
Average (Weighted)	6.1	28.2	20.6	15.8	22.3	16.2	6.5
Average (Simple)	6.9	21.9	28.5	19.2	18.8	11.9	(0.3)
Median	5.8	23.1	26.5	17.7	16.0	10.1	(1.7)
Average-Daily-Rate							
AWC	2,699	3,932	3,006	2,889	2,852	5.7	(1.3)
CENTEL	2,490	2,654	3,109	4,886	3,214	29.1	(34.2)
DUSIT	2,045	2,018	2,706	3,343	2,312	13.1	(30.8)
ERW	4,200	1,443	1,433	1,249	1,329	(68.4)	6.4
MINT	2,563	3,023	2,888	2,880	3,238	26.3	12.4
VRANDA	4,111	4,447	3,990	3,148	3,601	(12.4)	14.4
Average (Weighted)	2,802	3,047	2,928	3,026	3,176	13.4	5.0
Average (Simple)	3,018	2,920	2,855	3,066	2,758	(8.6)	(10.1)
Median	2,631	2,839	2,947	3,019	3,033	15.3	0.5

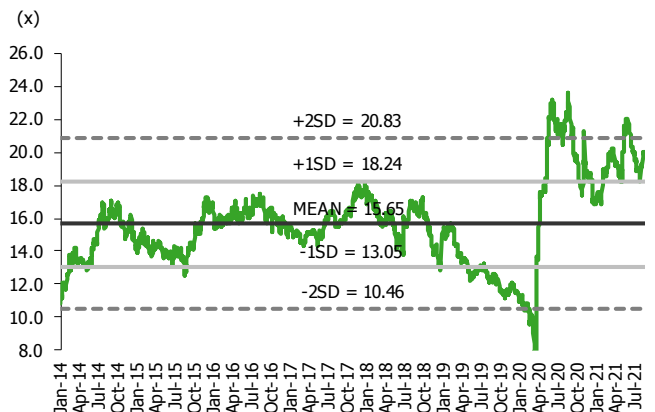
Source: Company data, KS Research

Fig 4 Local peers: 12M FWD PBV band



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 5 Local peers: 12M FWD EV/EBITDA band



Source: Bloomberg, KS Research


Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	4,193	2,272	2,082	3,588	4,958	Net profit	606	-1,050	-1,249	-607	29
Cost of sales and services	-3,087	-2,138	-1,892	-2,375	-2,833	Depreciation & amortization	461	853	856	860	864
Gross Profit	1,105	134	190	1,214	2,125	Change in working capital	273	1,060	-510	115	103
SG&A	-2,086	-1,812	-1,808	-1,943	-2,084	Others	-890	-134	1,632	-1,640	-1,549
Other income	596	291	129	222	307	CF from operation activities	450	729	730	-1,273	-554
EBIT	912	-630	-815	-172	455	Capital expenditure	-1,655	-1,597	-1,574	-76	-79
EBITDA	76	-534	-632	353	1,212	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-118	-421	-435	-436	-427	Others	876	-1,018	1,510	89	185
Equity earnings	-4	61	66	78	89	CF from investing activities	-779	-2,615	-64	12	106
EBT	795	-1,051	-1,250	-608	29	Cash dividend	-481	-245	0	0	0
Income tax	-189	1	1	0	0	Net proceeds from debt	2,474	745	534	428	-154
NPAT	606	-1,050	-1,249	-607	29	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-285	39	69	32	-1	Others	-118	140	-1,481	974	726
Core Profit	-938	-1,691	-1,788	-816	27	CF from financing activities	1,875	640	-946	1,403	572
Extraordinary items	1,259	680	591	240	0	Net change in cash	1,545	-1,246	-280	142	124
FX gain (loss)	0	0	17	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	320	-1,011	-1,180	-576	27	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.38	-1.19	-1.39	-0.68	0.03
Cash & equivalents	2,600	1,420	1,140	1,282	1,407	Core EPS	-1.10	-1.99	-2.10	-0.96	0.03
ST investments	933	0	0	0	0	DPS	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
Accounts receivable	1,465	653	196	338	467	BV	5.56	4.08	2.23	1.43	1.48
Inventories	69	61	33	57	78	EV	12.77	22.48	24.50	24.87	24.52
Other current assets	221	403	415	427	440	Free Cash Flow	-1.42	-1.02	-0.99	-1.59	-0.74
Total current assets	5,288	2,538	1,784	2,104	2,392	Valuation analysis					
Investment in subs & others	1,814	1,588	1,588	1,588	1,588	Reported P/E (x)	25.75	-5.72	-6.45	-13.22	276.66
Fixed assets-net	3,475	4,849	4,417	3,983	3,547	Core P/E (x)	-8.79	-3.42	-4.25	-9.33	276.66
Other assets	3,660	12,886	11,102	11,307	11,615	P/BV (x)	1.74	1.67	4.01	6.27	6.06
Total assets	14,237	21,861	18,891	18,982	19,143	EV/EBITDA (x)	142.74	-35.77	-33	60	17
Short-term debt	1,858	3,727	2,873	2,954	2,957	Price/Cash flow (x)	18.32	7.93	10.43	-5.98	-13.74
Accounts payable	1,380	1,388	405	698	964	Dividend yield (%)	1.75	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current liabilities	511	224	181	186	192	Profitability ratios					
Total current liabilities	3,749	5,339	3,458	3,838	4,113	Gross margin (%)	26.36	5.88	9.12	33.83	42.85
Long-term debt	3,108	10,334	10,868	11,271	11,092	EBITDA margin (%)	1.81	-23.52	-30.37	9.85	24.45
Other liabilities	1,475	2,028	2,048	2,070	2,092	EBIT margin (%)	21.76	-27.73	-39.14	-4.78	9.19
Total liabilities	8,333	17,701	16,374	17,179	17,296	Net profit margin (%)	14.44	-46.23	-60.01	-16.92	0.58
Paid-up capital	850	850	850	850	850	ROA (%)	4.69	-5.82	-6.13	-3.21	0.15
Share premium	1,643	1,643	1,643	1,643	1,643	ROE (%)	6.60	-24.68	-43.98	-37.03	2.23
Reserves & others, net	336	391	405	419	434	Liquidity ratios					
Retained earnings	1,896	585	-1,003	-1,698	-1,671	Current ratio (x)	1.41	0.48	0.52	0.55	0.58
Minority interests	1,179	690	621	589	590	Quick ratio (x)	1.33	0.39	0.39	0.42	0.46
Total shareholders' equity	5,904	4,160	2,516	1,803	1,847	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	14,237	21,861	18,891	18,982	19,143	Liabilities/Equity ratio (x)	1.41	4.26	6.51	9.53	9.37
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	18.84	-23.66	-19.93	36.62	10.43
RevPar (Bt)	2,685	1,143	1,018	1,828	2,633	Net debt/equity (x)	0.24	3.04	5.01	7.18	6.85
ADR (Bt)	3,610	3,208	2,951	3,483	3,657	Int. coverage ratio (x)	7.76	-1.50	-1.87	-0.39	1.07
Occupancy rate (%)	74.4	35.6	34.5	52.5	72.0	Growth					
						Revenue (%)	-9.50	-45.81	-8.38	72.38	38.17
						EBITDA (%)	-85.85	-802	-18.33	155.90	242.96
						Reported net profit (%)	10.5	-415.77	-16.68	51.21	104.78
						Reported EPS (%)	10.5	-415.77	-16.68	51.21	104.78
						Core profit (%)	-1,214	-80.18	-5.76	54.39	103.37
						Core EPS (%)	-1,214	-80.18	-5.76	54.39	103.37

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, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASC, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.