

Bangkok Chain Hospital PCL

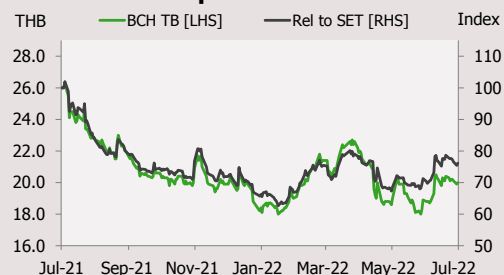
BCH TB Outperform

Target Price	Bt	24.00
Price (26/07/2022)	Bt	20.00
Upside	%	20.00
Valuation		DCF
Sector	Health Care Services	
Market Cap	Btm	49,875
30-day avg turnover	Btm	324.98
No. of shares on issue	m	2,494
CG Scoring		Very Good
Anti-Corruption Indicator		Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	21,454	20,700	11,085	11,762
Core profit (Btmn)	6,852	4,126	1,672	1,867
Net profit (Btmn)	6,846	4,126	1,672	1,867
Net EPS (Bt)	2.75	1.65	0.67	0.75
DPS (Bt)	1.20	0.82	0.34	0.38
BVPS (Bt)	5.20	5.28	5.55	5.94
Net EPS growth (%)	456.85	-39.72	-59.48	11.68
ROA (%)	28.45	21.00	9.62	10.71
ROE (%)	52.74	31.35	12.07	12.60
Net D/E (x)	0.12	0.04	-0.15	-0.23
Valuation				
P/E (x)	7.32	12.09	29.83	26.71
P/BV (x)	3.86	3.79	3.60	3.37
EV/EBITDA (x)	5.12	7.80	14.64	13.28
Dividend yield (%)	5.97	4.10	1.71	1.91

BCH 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

Piyachat Ratanasuvan
Piyachat.r@kasikornsecurities.com

27 July 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

ราคาสะท้อนแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอแล้ว

- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ที่ 24.0 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันใกล้ -1SD เป็นแนวรับสำคัญ และมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเงินปันผลที่ 4.1%
- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 2/2565 จะอยู่ที่ 1.2 พันลบ. BCH ยังคงได้ประโยชน์จากอุปสงค์ของโควิด-19 แต่ไม่แข็งแกร่งเท่ากับ 2-3 ไตรมาสก่อนหน้า
- ▶ การดำเนินงานไตรมาส 2/2565 น่าจะสะท้อนการฟื้นตัวต่อเนื่อง YoY ของรายได้ที่ไม่เกี่ยวกับโควิด-19 ขณะที่รายได้จากโควิด-19 ยังคงมีนัยสำคัญแม้ราคาจะลดลง

Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 2/2565 จะลดลง QoQ แต่แทบจะไม่เปลี่ยนแปลง YoY เราคาดว่า BCH จะรายงานกำไรปกติที่ 1.2 พันลบ. ลดลง 43% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 1% YoY การลดลงอย่างมากเชิง QoQ น่าจะมาจากรายได้และอัตราค่าไถ่ที่ลดลง ขณะที่การเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเชิง YoY น่าจะมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น เราประมาณการรายได้รวมที่ 5.1 พันลบ. ลดลง 28% QoQ จากรายได้โควิด-19 ที่ลดลง แต่เพิ่มขึ้น 19% YoY จากการฟื้นตัวของรายได้ที่ไม่เกี่ยวกับโควิด-9 รวมทั้งรายได้คนไข้ประกันสังคม เราประมาณการอัตราค่าไถ่ขั้นต้นที่ 39.6% ในไตรมาส 2/2565 ลดลงจาก 45.2% ในไตรมาส 1/2565 และ 46.4% ในไตรมาส 2/2564 ขณะที่ EBITDA margin น่าจะมีแนวโน้มเดียวกันโดยลดลงทั้ง QoQ และ YoY มาอยู่ที่ 35.7% ในไตรมาส 2/2565 ทั้งนี้ กำไรปกติในครึ่งแรกของปี 2565 น่าจะอยู่ที่ 3.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 116% YoY จากรายได้และอัตราค่าไถ่ที่เพิ่มขึ้น และกำไรปกติในครึ่งปีแรกน่าจะคิดเป็นสัดส่วนที่ 77% ของประมาณการทั้งปีของเรา
- ▶ รายได้ที่ไม่เกี่ยวกับโควิด-19 น่าจะฟื้นตัวต่อเนื่อง YoY เราคาดว่ารายได้ที่ไม่เกี่ยวกับโควิด-19 จะอยู่ที่ 2.7 พันลบ. ลดลง 2% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 34% YoY และสูงกว่ารายได้ช่วงก่อนเกิดโควิดอยู่ 29% การลดลงเล็กน้อยเชิง QoQ น่าจะมาจากรายได้คนไข้ต่างประเทศที่ชะลอตัวลง ซึ่งไม่สามารถชดเชยด้วยรายได้คนไข้ในประเทศที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ BCH ดูเหมือนจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากช่วงเทศกาลรอมฎอนในเดือน เม.ย. ส่วนการเติบโตเชิง YoY น่าจะได้รับแรงหนุนจากฐานรายได้ที่ต่ำในไตรมาส 2/2564 เนื่องจากประชาชนมีความกังวลในการมา รพ. ช่วงการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์เดลต้า
- ▶ สัดส่วนรายได้จากโควิด-19 ลดลงแต่ยังคงมีนัยสำคัญ รายได้จากโควิด-19 คาดว่าจะอยู่ที่ 2.4 พันลบ. ลดลง 44% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 6% YoY การลดลงเชิง QoQ น่าจะมาจากจำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 ที่เข้ารับการรักษาตัวลดลง ขณะที่การเติบโตเชิง YoY น่าจะมาจากรายได้ผู้ป่วยในโควิด-19 ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งมากพอที่จะชดเชยรายได้จากการตรวจหาเชื้อแบบ RT-PCR ที่ลดลง โดยคาดว่ารายได้จากโควิด-19 น่าจะมีสัดส่วน 47% ของรายได้รวมในไตรมาส 2/2565 ลดลงจาก 61% ในไตรมาส 1/2565 และ 53% ในไตรมาส 2/2564
- ▶ ปรับประมาณการกำไร ประมาณการกำไรปกติของเราถูกปรับเพิ่ม 3% ในปี 2565 แต่ถูกปรับลง 1% ทั้งในปี 2566 และ 2567 โดยไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ การปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2565 มาจากการปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้จากโควิด-19 ขึ้น ซึ่งน่าจะมากพอที่จะชดเชยสมมติฐานรายได้และอัตราค่าไถ่ที่ลดลงของวัคซีนทางเลือก เราตั้งสมมติฐานว่าวัคซีนทางเลือกล็อตที่ 2 จะถูกขายในราคาเฉลี่ย 800 บาท/โดส ต่ำกว่าราคาทุน (1,100 บาท/โดส) โดยรายได้จากวัคซีนทางเลือกล็อต 2 ส่วนใหญ่จะถูกบันทึกในไตรมาส 4/2565 ซึ่งคาดว่าจะในช่วงที่วัคซีนหมดอายุ ขณะเดียวกัน เราได้ปรับประมาณการกำไรปกติในปี 2566-67 จากสมมติฐานรายได้ที่เพิ่มขึ้น แต่ปรับเพิ่มสมมติฐานต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) เพิ่มขึ้นด้วย

Valuation and Recommendation

- ▶ เราประเมินมูลค่าของ BCH ด้วยวิธี DCF โดยมี WACC ที่ 7.7% ราคาเป้าหมายกลางปี 2566 ของเราที่ 24.0 บาท สะท้อน PER ปี 2566 ที่ 35.8 เท่า หรือสูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 ปีที่ 1SD (35.5 เท่า) และ PER 2567 ที่ 32 เท่า ซึ่งอยู่ระหว่าง +1SD (35.4 เท่า) และค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 12 ปี (27 เท่า) และสะท้อนอัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2565 ที่ 3.3%
- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCH ราคาหุ้นซื้อขายที่ PER ล่วงหน้า ที่ -1SD ซึ่งเป็นแนวรับสำคัญ และสะท้อน PER ปี 2567 ที่ 26.7 เท่า ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (27 เท่า) ระดับราคาปัจจุบันน่าจะสะท้อนแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอในไตรมาส 2/2565 และช่วงที่เหลือของปีแล้ว ทั้งนี้ รายได้จากโควิด-19 มีแนวโน้มสูงกว่าคาด แม้ว่าจะลดลง ขณะที่รายได้ที่ไม่เกี่ยวกับโควิด-19 ยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง นอกจากนี้ เรายังคาดเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ในช่วงครึ่งปีแรกที่ 0.57 บาท ซึ่งจะเป็นระดับสูงสุดใหม่ของ DPS ในช่วงครึ่งปีแรก Downside risk คืออุปสงค์จากผู้ป่วยทั้งในประเทศและต่างชาติที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้จากผลกระทบทางเศรษฐกิจ

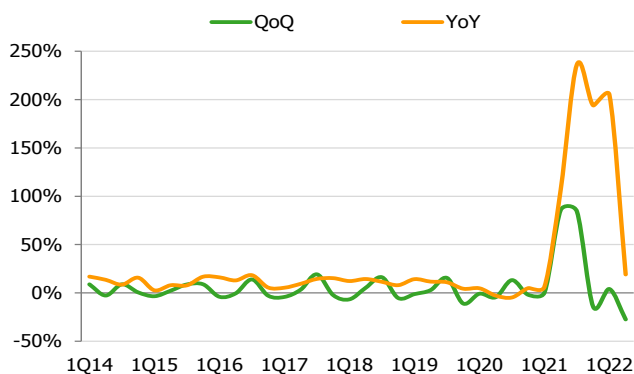


Fig 1 Earnings estimates for 2Q22

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	%YoY	%QoQ	1H22E	%YoY	%YTD	2022E	%YoY
Financials												
Total revenues (Btmn)	4,326	7,970	6,828	7,102	5,149	19.0	-27.5	12,251	84.1	59.2	20,700	-3.5
EBITDA (Btmn)	1,808	4,152	3,725	2,972	1,843	1.9	-38.0	4,815	92.6	72.0	6,686	-35.6
Operating profit (Btmn)	1,607	3,915	3,482	2,721	1,591	-1.0	-41.5	4,312	112.8	76.0	5,673	-39.8
Core profit (Btmn)	1,146	2,896	2,480	2,028	1,157	1.0	-42.9	3,186	115.9	77.2	4,126	-39.8
Net profit (Btmn)	1,146	2,896	2,480	2,028	1,157	1.0	-42.9	3,186	116.8	77.2	4,126	-39.7
Net EPS (Bt)	0.46	1.16	0.99	0.81	0.46	1.0	-42.9	1.28	116.8	77.2	1.65	-39.7
Performance Drivers												
Avg visits per day	8,800	7,976	8,974	11,344	7,930	-9.9	-30.1	9,637	55.1	93.0	10,363	40.0
Revenue per visit (Bt)	2,275	2,120	2,125	1,985	1,797	-21.0	-9.5	1,891	-25.6	113.3	1,669	-25.9
Admission per day	360	1,290	320	1,779	1,056	193.1	-40.6	1,417	539.6	152.2	931	80.0
Revenue per admission (Bt)	52,690	47,640	139,230	21,800	26,872	-49.0	23.3	24,336	-62.1	86.6	28,086	-56.1
Avg number of SSO ('000)	890	894	899	936	975	9.5	4.2	956	7.4	106.9	894	0.1
Ratios												
Gross margin (%)	46.4	53.7	57.0	45.2	39.6	-6.8	-5.6	42.9	2.0	42.9	36.3	-14.5
EBITDA margin (%)	41.8	52.0	54.5	41.7	35.7	-6.0	-6.0	39.3	1.7	39.3	32.2	-16.0
Optg. margin (%)	37.1	49.1	51.0	38.3	30.9	-6.2	-7.4	35.2	4.7	35.2	27.4	-16.5
ROE (%)	57.0	109.7	76.4	54.1	33.9	-23.1	-20.2	44.0	6.5	44.0	31.3	-21.4

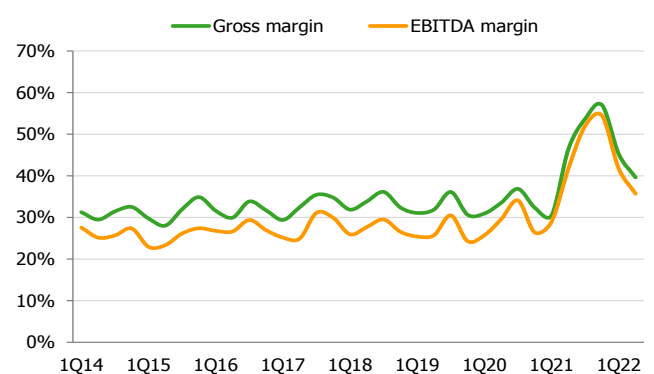
Source: Company data, KS Research

Fig. 2 Total revenue growth – QoQ and YoY



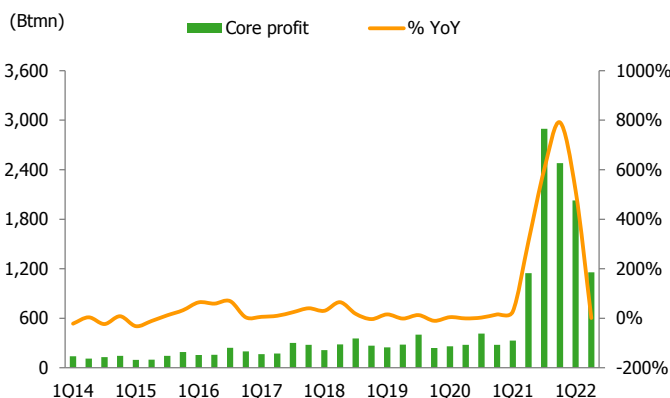
Source: Company and KS Research

Fig. 3 Gross margin and EBITDA margin



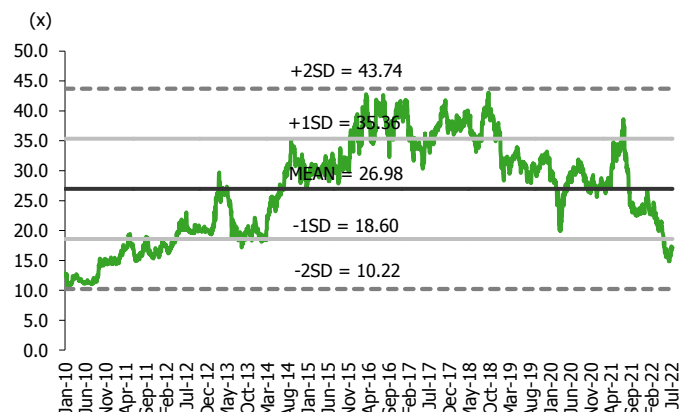
Source: Company and KS Research

Fig. 4 Core profit and YoY growth



Source: Company and KS Research

Fig. 5 12M FWD PER (x)



Source: Bloomberg and KS Research



Fig 6 Earnings revisions

(Btmn)	2022E	2023E	2024E
Total revenues - New	20,700	11,085	11,762
Total revenues - Old	19,252	10,885	11,551
% Chg	8%	2%	2%
Gross margin (%) - New	36.3	33.5	34.0
Gross margin (%) - Old	37.0	33.9	34.3
% Chg	-2%	-1%	-1%
SG&A - New	1,836	1,422	1,506
SG&A - Old	1,663	1,400	1,483
% Chg	10%	2%	2%
EBITDA - New	6,686	3,368	3,621
EBITDA - Old	6,479	3,362	3,614
% Chg	3%	0%	0%
Core profit - New	4,126	1,672	1,867
Core profit - Old	4,019	1,685	1,879
% Chg	3%	-1%	-1%
Net profit - New	4,126	1,672	1,867
Net profit - Old	4,019	1,685	1,879
% Chg	3%	-1%	-1%

Source: KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	8,980	21,454	20,700	11,085	11,762
Cost of sales and services	-5,975	-10,561	-13,192	-7,373	-7,767
Gross Profit	3,006	10,892	7,509	3,712	3,995
SG&A	-1,213	-1,469	-1,836	-1,422	-1,506
Other income	0	0	0	0	0
EBIT	1,837	9,505	5,727	2,358	2,561
EBITDA	2,616	10,377	6,686	3,368	3,621
Interest expense	-132	-151	-156	-68	-23
Equity earnings	3	2	3	3	3
EBT	1,705	9,354	5,570	2,290	2,538
Income tax	-313	-1,846	-1,131	-435	-480
NPAT	1,392	7,507	4,439	1,856	2,058
Minority Interest	163	661	313	183	190
Core Profit	1,229	6,852	4,126	1,672	1,867
Extraordinary items	0	-6	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	1,229	6,846	4,126	1,672	1,867

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	946	5,256	2,726	3,731	3,789
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	2,303	5,669	4,993	2,493	2,773
Inventories	250	437	432	442	450
Other current assets	40	2,179	79	87	95
Total current assets	3,538	13,541	8,230	6,753	7,107
Investment in subs & others	998	486	486	486	485
Fixed assets-net	11,363	11,790	11,857	11,476	11,049
Other assets	627	567	567	570	573
Total assets	16,527	26,384	21,140	19,285	19,213
Short-term debt	4,297	2,978	1,320	500	0
Accounts payable	565	893	944	744	744
Other current liabilities	806	3,976	1,840	1,304	1,406
Total current liabilities	5,667	7,848	4,104	2,548	2,150
Long-term debt	2,946	3,979	2,018	838	0
Other liabilities	288	252	222	232	242
Total liabilities	8,901	12,078	6,343	3,618	2,392
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Reserves & others, net	158	145	130	130	130
Retained earnings	3,589	9,696	9,896	10,582	11,547
Minority interests	742	1,326	1,632	1,815	2,006
Total shareholders' equity	7,626	14,306	14,796	15,666	16,822
Total equity & liabilities	16,527	26,384	21,140	19,285	19,213

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Avg visits per day	2,993	7,405	10,363	3,596	3,696
Revenue per visit (Bt)	2,999	2,253	1,669	2,587	2,667
% growth	10.1	-24.9	-25.9	55.0	3.1
Avg admission per day	89	517	931	211	224
Revenue per admission (Bt)	73,949	63,925	28,086	47,746	48,462
% growth	10.4	-13.6	-56.1	70.0	1.5
Avg number of SSO ('000)	884	893	973	1,013	1,043

Source: Company, KS estimate

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	1,229	6,846	4,126	1,672	1,867
Depreciation & amortization	782	874	961	1,012	1,062
Change in working capital	-611	-2,193	695	1,747	-195
Others	0	0	-4	0	0
CF from operation activities	1,400	5,526	5,779	4,431	2,735
Capital expenditure	-2,530	-1,300	-1,025	-631	-635
Investment in subs and affiliates	8	512	-0	1	1
Others	-100	60	0	-3	-3
CF from investing activities	-2,622	-727	-1,025	-634	-638
Cash dividend	-574	-821	-3,927	-986	-903
Net proceeds from debt	1,775	-286	-3,619	-2,000	-1,338
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	88	619	262	193	200
CF from financing activities	1,289	-489	-7,284	-2,792	-2,040
Net change in cash	67	4,310	-2,530	1,005	57

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.49	2.75	1.65	0.67	0.75
Core EPS	0.49	2.75	1.65	0.67	0.75
DPS	0.23	1.20	0.82	0.34	0.38
BV	2.76	5.20	5.28	5.55	5.94
EV	16.42	21.31	20.90	19.77	19.29
Free Cash Flow	-0.45	1.69	1.91	1.52	0.84
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	27.59	7.32	12.09	29.83	26.71
Core P/E (x)	27.59	7.32	12.09	29.83	26.71
P/BV (x)	4.93	3.86	3.79	3.60	3.37
EV/EBITDA (x)	15.65	5.12	7.80	14.64	13.28
Price/Cash flow (x)	24.22	9.07	8.63	11.26	18.23
Dividend yield (%)	1.69	5.97	4.10	1.71	1.91
Profitability ratios					
Gross margin (%)	33.47	50.77	36.27	33.49	33.97
EBITDA margin (%)	29.00	48.19	32.22	30.20	30.61
Operating Margin (%)	19.97	43.92	27.41	20.66	21.16
Net profit margin (%)	15.50	34.99	21.45	16.74	17.50
ROA (%)	8.42	28.45	21.00	9.62	10.71
ROE (%)	17.86	52.74	31.35	12.07	12.60
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.62	1.73	2.01	2.65	3.31
Quick ratio (x)	0.57	1.39	1.88	2.44	3.05
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.17	0.84	0.43	0.23	0.14
Net debt/EBITDA (x)	2.41	0.16	0.09	-0.71	-1.05
Net debt/equity (x)	0.83	0.12	0.04	-0.15	-0.23
Int. coverage ratio (x)	13.90	62.83	36.60	34.88	109.40
Growth					
Revenue (%)	0.31	138.89	-3.51	-46.45	6.11
EBITDA (%)	9.63	296.66	-35.57	-49.63	7.52
Reported net profit (%)	8.33	456.85	-39.72	-59.48	11.68
Reported EPS (%)	8.33	456.85	-39.72	-59.48	11.68
Core profit (%)	4.96	457.34	-39.78	-59.48	11.68
Core EPS (%)	4.96	457.34	-39.78	-59.48	11.68

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.