

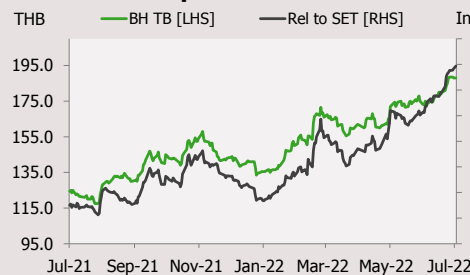
# Bumrungrad Hospital PCL

BH TB	Neutral
Target Price	Bt 181.00
Price (14/07/2022)	Bt 188.00
Downside	% 3.72
Valuation	DCF
Sector	Health Care Services
Market Cap	Btm 149,439
30-day avg turnover	Btm 547.42
No. of shares on issue	m 795
CG Scoring	Good
Anti-Corruption Indicator	Expired

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	12,460	17,553	20,714	21,472
Core profit (Btmn)	1,242	3,609	5,054	5,400
Net profit (Btmn)	1,216	3,609	5,054	5,400
Net EPS (Bt)	1.53	4.54	6.36	6.79
DPS (Bt)	3.20	3.20	3.20	3.20
BVPS (Bt)	21.75	23.08	26.19	29.75
Net EPS growth (%)	0.96	196.73	40.04	6.85
ROA (%)	5.95	16.24	20.10	19.20
ROE (%)	7.03	19.67	24.27	22.84
Net D/E (x)	-0.34	-0.40	-0.51	-0.60
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	92.16	41.41	29.57	27.68
P/BV (x)	6.48	8.15	7.18	6.32
EV/EBITDA (x)	39.19	26.23	19.30	17.86
Dividend yield (%)	2.27	1.70	1.70	1.70

## BH 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

15 July 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## แนวโน้มเชิงบวกรวมอยู่ในราคาแล้ว

- ▶ ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2566 เดิมที่ 181 บาท เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 18% ในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา
- ▶ คาดกำไรปกติไตรมาส 2/2565 ที่ 798 ลบ. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่เกิดการระบาด ของโควิด-19 และเติบโตต่อเนื่อง QoQ มา 5 ไตรมาสติดต่อกัน
- ▶ การดำเนินงานไตรมาส 2/2565 น่าจะยังคงเป็นบวกจากโมเมนตัมที่ดีขึ้นจากผู้ป่วย ต่างชาติจากการผ่อนคลายกฎระเบียบการเข้าประเทศของประเทศไทย

## Investment Highlights

- ▶ กำไรปกติไตรมาส 2/2565 มีแนวโน้มเติบโต QoQ ต่อเนื่อง เราคาดว่า BH จะรายงาน กำไรปกติไตรมาส 2/2565 ที่ 798 ลบ. เพิ่มขึ้น 10% QoQ และ 269% YoY ซึ่งเป็นระดับ สูงสุดตั้งแต่เกิดการระบาดของโควิด-19 ในไตรมาส 1/2562 และคาดว่าจะเติบโต QoQ ต่อเนื่อง 5 ไตรมาสติดต่อกัน รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นน่าจะช่วยผลักดันการ เติบโตของกำไรทั้งในเชิง QoQ และ YoY ประมาณการของเราสะท้อนการเติบโตเชิง QoQ มา 6 ไตรมาสติดต่อกัน ดังนั้น กำไรปกติในครึ่งปีแรกน่าจะอยู่ที่ 1.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 395% YoY และคิดเป็น 42% ของประมาณการทั้งปีของเรา
- ▶ คาดรายได้รวมไตรมาส 2/2565 เกือบเท่าระดับไตรมาส 2/2562 (ก่อนโควิด) เรา คาดว่ารายได้รวมในไตรมาส 2/2565 จะอยู่ที่ 4.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 4% QoQ และ 43% YoY รายได้รวมจึงคาดว่าจะคิดเป็นสัดส่วนที่ 99.4% ของรายได้รวมในไตรมาส 2/2562 (ก่อนโควิด) ทั้งนี้ การเติบโต QoQ น่าจะได้รับแรงหนุนจากส่วนลดที่ให้แก่ผู้ซื้อและรายได้จากผู้ป่วย ต่างชาติที่มากขึ้น (แม้ได้รับผลกระทบจากช่วงรอมฎอนในเดือน เม.ย. 2565) ซึ่งมากพอที่จะ ชดเชยรายได้จากโควิด-19 ที่ลดลง ส่วนการเติบโตเชิง YoY ที่แข็งแกร่งน่าจะได้รับการ หนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ผู้ป่วยต่างชาติและฐานกำไรที่ต่ำในไตรมาส 2/2564
- ▶ คาดรายได้จากคนไข้ต่างชาติยังมีแนวโน้มขาขึ้น เราคาดว่ารายได้จากคนไข้ต่างชาติจะ อยู่ที่ 2.4 พันลบ. เพิ่มขึ้น 6% QoQ และ 76% YoY โดยสัดส่วนต่อรายได้รวมน่าจะเพิ่มขึ้น เป็น 57% ในไตรมาส 2/2565 จาก 55% ในไตรมาส 1/2565 รายได้จากผู้ป่วยต่างชาติคิด เป็นสัดส่วนที่ 86% ของระดับในไตรมาส 2/2562 ทั้งนี้ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามา ในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 3 เท่า QoQ เป็น 1.5 ล้านคน ในไตรมาส 2/2565 ซึ่งน่าจะเป็น แนวโน้มเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของรายได้จากคนไข้ชาติ
- ▶ คาดอัตรากำไรจะขยายตัวขึ้นเล็กน้อย QoQ เราประมาณการ GPM ที่ 42.1% ในไตรมาส 2/2565 เพิ่มขึ้นจาก 41.9% ในไตรมาส 1/2565 และ 36.4% ในไตรมาส 2/2564 เราเชื่อว่า การประหยัดต่อขนาดของ BH จะยังดีขึ้นต่อเนื่องจากไตรมาส 4/2564 เมื่อประเทศไทยเริ่ม เปิดประเทศ ทั้งนี้ อัตรากำไรก่อนเกิดโควิด-19 อยู่ในระดับที่สูงกว่า 40% ขณะเดียวกัน EBITDA margin น่าจะมีแนวโน้มเดียวกัน โดยเติบโต QoQ และ YoY เป็น 28.7% ในไตร มาส 2/2565 ซึ่งเข้าใกล้ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ที่สูงกว่า 30%
- ▶ คาด SG&A จะเพิ่มขึ้น เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) จะอยู่ที่ 882 ลบ. เพิ่มขึ้น 2% QoQ และ 6% YoY แม้คาด SG&A จะเติบโตทั้ง QoQ และ YoY แต่อัตราการ เติบโตน่าจะต่ำกว่าการเติบโตของรายได้รวม เราเชื่อว่า SG&A จะเพิ่มขึ้นตามจำนวนผู้ป่วย ต่างชาติที่เพิ่มขึ้น ซึ่งต้องเสียค่าคอมมิชชั่นให้กับตัวแทนในต่างประเทศ ประกอบกับการ เตรียมตัวรับผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้นอีกในครึ่งปีหลัง จากการผ่อนคลายกฎระเบียบในการ เข้าประเทศมากกว่าในครึ่งปีแรก อย่างไรก็ตาม SG&A เมื่อคิดเป็นสัดส่วนของรายได้ทั้งหมด คาดจะลดลง QoQ และ YoY จากฐานรายได้ที่สูงขึ้นและการประหยัดต่อขนาด เราคาดว่า SG&A จะคิดเป็น 20.7% ของรายได้รวมในไตรมาส 2/2565 ลดลงจาก 21% ในไตรมาส 1/2565 และ 27.9% ในไตรมาส 2/2564 เทียบกับ 19-21% ในไตรมาส 1/2562-4/2562

## Valuation and Recommendation

- ▶ เราประเมินมูลค่า BH โดยใช้วิธีคิดลดเงินสด (DCF) ด้วย WACC 8.2% ราคาเป้าหมายกลาง ปี 2566 ที่ 181 บาท คำนวณจากความน่าจะเป็น 50% ต่อมูลค่าของเรา โดยอิงจากสอง สถานการณ์ คือ 170 บาท กรณีได้รับผลกระทบจากโรงพยาบาล MedPark และ 192 บาท กรณีไม่มีผลกระทบดังกล่าว หากอิงจากจำนวนหุ้นปรับลดทั้งหมด ราคาเป้าหมายของเรา ลดลง 8% เป็น 166.00 บาท
- ▶ เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ BH เป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" หลังจากที่ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้น 18% ในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายสูงกว่าราคาเป้าหมายของเรา 4% และต่ำ กว่ามูลค่าหุ้นกรณีที่ดีที่สุดของเรา 2% (192 บาท) แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ BH ในไตรมาส 2/2565 จะยังคงมีแนวโน้มขาขึ้นต่อเนื่อง QoQ แต่ราคาหุ้นปัจจุบันน่าจะสะท้อน บ้างถึงบวกเหล่านี้แล้ว ความเสี่ยงขาขึ้น คือการฟื้นตัวของรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติที่เร็วกว่า คาดและความสามารถในการปรับลดส่วนลดลงได้อีก ส่วนความเสี่ยงขาลง คือ การระบาดของ โควิด-19 สายพันธุ์ใหม่ที่น่าไปสู่การล็อกดาวน์เต็มรูปแบบอีกครั้ง และการแข่งขันใน การตลาดที่รุนแรงกว่าคาด

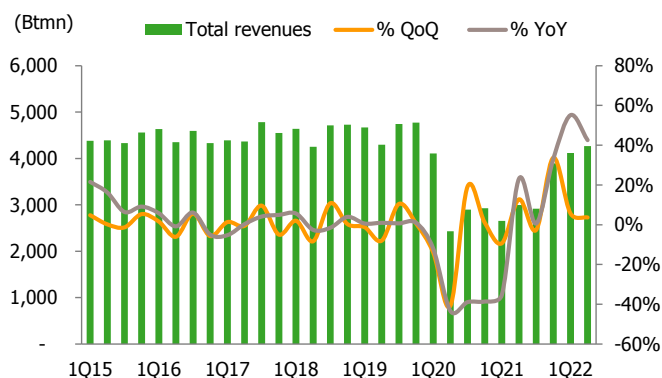


**Fig 1 2Q22 performance preview**

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	%YoY	%QoQ	1H22E	%YoY	%YTD	2022E	% YoY
<b>Financials</b>												
Revenues (Btmn)	2,994	2,915	3,896	4,118	4,268	42.5	3.6	8,386	48.4	47.8	17,553	40.9
EBITDA (Btmn)	576	654	1,116	1,170	1,240	115.2	6.0	2,410	144.3	44.4	5,423	99.7
Operating profit (Btmn)	254	288	796	859	914	260.3	6.4	1,774	407.4	42.5	4,175	191.3
Core profit (Btmn)	212	266	667	725	798	276.9	10.0	1,523	391.9	42.2	3,609	190.5
Net profit (Btmn)	216	296	612	725	798	268.6	10.0	1,523	395.1	42.2	3,609	196.8
Net EPS (Bt)	0.27	0.37	0.77	0.91	1.00	270.3	9.9	1.91	396.8	42.2	4.54	196.7
<b>Performance Drivers</b>												
Total revenues growth (%)	23.1	0.6	33.1	55.1	42.5	83.8	-22.8	48.8	901.5	119.4	40.9	-
Total cost of service growth (%)	16.1	-2.4	20.4	37.0	29.7	85.1	-19.6	33.3	947.8	123.0	27.1	-
SG&A growth (%)	5.0	-1.8	-0.9	6.5	5.6	12.1	-14.4	6.1	299.6	78.6	7.7	-
SG&A/total revenues (%)	27.9	27.9	21.5	21.0	20.7	-25.9	-1.7	20.8	-28.7	103.0	20.2	-
<b>Ratios</b>												
							Change	1H22E	Change	Avg YTD	2022E	Change
Gross margin (%)	36.4	37.8	41.9	41.9	42.1	5.7	0.2	42.0	6.6	41.9	44.0	6.1
EBITDA margin (%)	19.1	22.2	28.4	28.2	28.8	9.7	0.6	28.7	11.3	28.2	30.8	9.1
Optg. margin (%)	8.5	9.9	20.4	20.9	21.4	12.9	0.6	21.2	15.0	20.9	23.8	12.3
ROE (%)	5.0	7.1	14.2	16.1	18.6	13.6	2.5	17.4	13.9	16.1	19.7	12.6

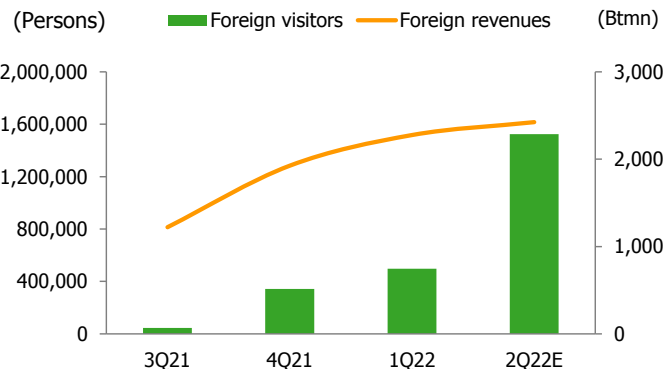
Source: Company data, KS Research

**Fig. 2 Total revenues growth – QoQ and YoY**



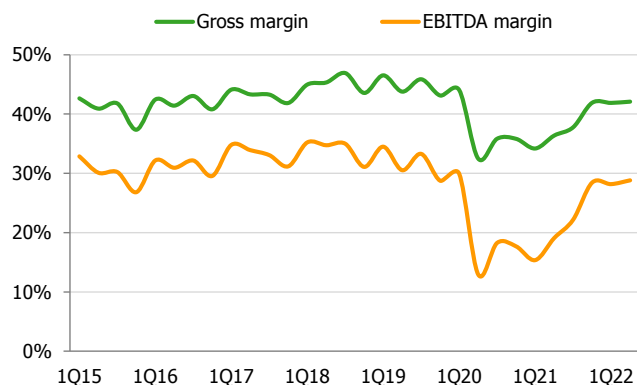
Source: Company and KS Research

**Fig. 3 Number of foreign visitors vs BH's foreign revenues**



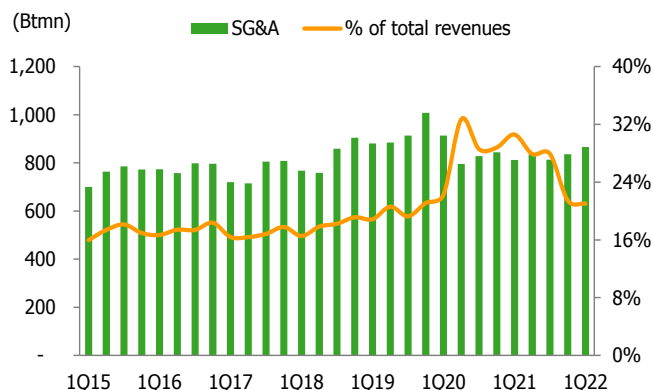
Source: Company and KS Research

**Fig. 4 Gross margin and EBITDA margin**



Source: Company and KS Research

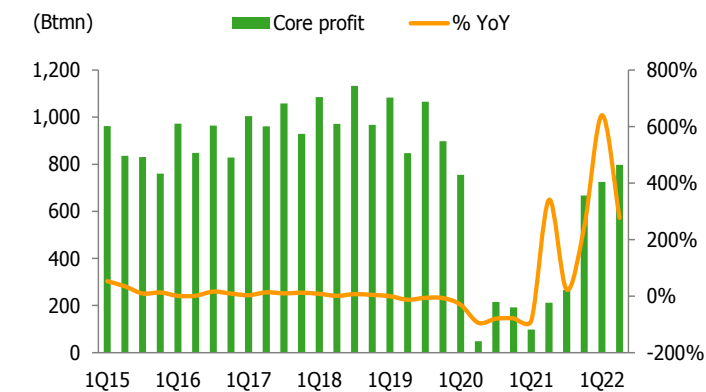
**Fig. 5 SG&A and % of total revenues**



Source: Company and KS Research

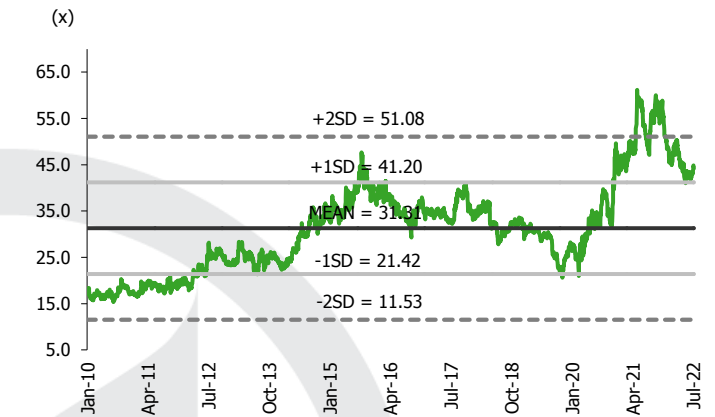


**Fig. 6 Core profit and YoY growth**



Source: Company and KS Research

**Fig. 7 12M FWD PE (x)**



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	12,362	12,460	17,553	20,714	21,472
Cost of sales and services	-7,677	-7,731	-9,827	-11,082	-11,376
<b>Gross Profit</b>	4,685	4,729	7,726	9,631	10,096
SG&A	-3,379	-3,296	-3,551	-3,682	-3,771
Other income	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	1,502	1,568	4,325	6,145	6,564
<b>EBITDA</b>	2,608	2,716	5,423	7,200	7,579
Interest expense	-128	-120	-2	0	0
Equity earnings	-2	-12	0	0	0
<b>EBT</b>	1,374	1,448	4,323	6,145	6,564
Income tax	-153	-208	-696	-1,075	-1,149
<b>NPAT</b>	1,221	1,240	3,627	5,070	5,416
Minority Interest	17	24	18	16	16
<b>Core Profit</b>	1,211	1,242	3,609	5,054	5,400
Extraordinary items	-12	-24	0	0	0
FX gain (loss)	5	-2	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	1,204	1,216	3,609	5,054	5,400

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	8,138	5,936	7,515	10,843	14,432
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	2,206	1,461	1,861	2,111	2,211
Inventories	309	328	338	348	353
Other current assets	148	338	173	193	208
<b>Total current assets</b>	10,801	8,062	9,886	13,494	17,204
Investment in subs & others	76	1	63	63	63
Fixed assets-net	11,726	11,532	11,147	10,468	9,790
Other assets	1,619	1,261	1,236	1,197	1,151
<b>Total assets</b>	24,222	20,857	22,333	25,222	28,208
Short-term debt	2,497	0	0	0	0
Accounts payable	704	805	855	905	955
Other current liabilities	1,217	1,479	1,849	2,185	2,272
<b>Total current liabilities</b>	4,418	2,284	2,704	3,090	3,227
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	967	955	935	945	955
<b>Total liabilities</b>	5,385	3,239	3,639	4,034	4,181
Paid-up capital	795	795	795	795	795
Share premium	450	450	450	450	450
Reserves & others, net	144	187	213	213	213
Retained earnings	17,144	15,855	16,887	19,364	22,187
Minority interests	305	332	350	366	382
<b>Total shareholders' equity</b>	18,837	17,618	18,695	21,188	24,027
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	24,222	20,857	22,333	25,222	28,208

Key Assumptions	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Avg visits per day	1,812	1,666	2,176	2,778	2,850
Revenue per visit (Bt)	8,940	9,965	10,809	10,376	10,480
Growth (%)	-2.3	11.5	8.5	-4.0	1.0
Avg admission per day	50	47	66	81	83
Revenue per admission (Bt)	345,597	371,426	370,794	342,984	345,385
Growth (%)	25.8	7.5	-0.2	-7.5	0.7
Avg daily census (ADC)	233	313	365	389	399
Length of stay (days)	4.6	6.7	5.5	4.8	4.8

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	1,204	1,216	3,609	5,054	5,400
Depreciation & amortization	1,220	1,180	1,168	1,166	1,169
Change in working capital	-130	898	175	106	17
Others	-5	2	0	0	0
<b>CF from operation activities</b>	2,289	3,295	4,951	6,326	6,585
Capital expenditure	-884	-783	-570	-267	-265
Investment in subs and affiliates	1,320	74	-62	0	0
Others	-632	154	-188	-180	-180
<b>CF from investing activities</b>	-196	-554	-820	-447	-445
Cash dividend	-2,544	-2,545	-2,546	-2,546	-2,546
Net proceeds from debt	3	-2,497	0	0	0
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	96	98	-6	-4	-4
<b>CF from financing activities</b>	-2,445	-4,944	-2,552	-2,550	-2,551
<b>Net change in cash</b>	-352	-2,203	1,579	3,328	3,590

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	1.52	1.53	4.54	6.36	6.79
Core EPS	1.52	1.56	4.54	6.36	6.79
DPS	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
BV	23.32	21.75	23.08	26.19	29.75
EV	113.28	133.95	178.99	174.82	170.32
Free Cash Flow	1.77	3.16	5.51	7.62	7.95
<b>Valuation analysis</b>					
Reported P/E (x)	79.19	92.16	41.41	29.57	27.68
Core P/E (x)	78.71	90.20	41.41	29.57	27.68
P/BV (x)	5.15	6.48	8.15	7.18	6.32
EV/EBITDA (x)	34.51	39.19	26.23	19.30	17.86
Price/Cash flow (x)	41.65	34.00	30.18	23.62	22.69
Dividend yield (%)	2.66	2.27	1.70	1.70	1.70
<b>Profitability ratios</b>					
Gross margin (%)	37.90	37.96	44.02	46.50	47.02
EBITDA margin (%)	20.96	21.62	30.75	34.62	35.16
Operating Margin (%)	10.56	11.50	23.79	28.72	29.46
Net profit margin (%)	9.88	9.95	20.66	24.47	25.22
ROA (%)	5.04	5.95	16.24	20.10	19.20
ROE (%)	6.50	7.03	19.67	24.27	22.84
<b>Liquidity ratios</b>					
Current ratio (x)	2.44	3.53	3.66	4.37	5.33
Quick ratio (x)	2.34	3.24	3.47	4.19	5.16
<b>Leverage Ratios</b>					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.29	0.18	0.19	0.19	0.17
Net debt/EBITDA (x)	-2.16	-2.19	-1.39	-1.51	-1.90
Net debt/equity (x)	-0.30	-0.34	-0.40	-0.51	-0.60
Int. coverage ratio (x)	11.77	13.09	2,660.08	N/A	N/A
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	-33.08	0.80	40.87	18.01	3.66
EBITDA (%)	-55.75	4.12	99.70	32.77	5.26
Reported net profit (%)	-67.87	0.96	196.84	40.04	6.85
Reported EPS (%)	-70.50	0.96	196.73	40.04	6.85
Core profit (%)	-68.89	2.53	190.54	40.04	6.85
Core EPS (%)	-71.44	2.53	190.43	40.04	6.85

## 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, TIDLO, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.