



# Dental Corporation PCL

D TB	Outperform
Target Price	Bt 6.15
Price (14/12/2021)	Bt 3.90
Upside	% 57.69
Valuation	PE
Sector	Services
Market Cap	Btm 1,123
30-day avg turnover	Btm 1.18
No. of shares on issue	m 288
CG Scoring	Good
Anti-Corruption Indicator	N/A

## อุปสงค์ในประเทศผลักดันการฟื้นตัว

- ▶ อุปสงค์ในประเทศจะกลับสู่ระดับปี 2562 ในปี 2565 แต่การฟื้นตัวอย่างสมบูรณ์จะใช้เวลาอีก 1 ปี ขึ้นอยู่กับจำนวนผู้ป่วยต่างชาติ
- ▶ คาดจะสามารถทำกำไรได้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2564 เป็นต้นไป โดยคาดว่าจะรับรู้กำไรที่ 29 ลบ. ในปี 2565 และ 53 ลบ. ในปี 2566
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" พร้อมปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 6.15 บาท

## Investment Highlights

▶ เราเข้าร่วมการประชุมกับผู้บริหารของ D ผ่านระบบ conference call หลังรายงานผลประกอบการไตรมาส 3/2564 เมื่อวันที่ 23 พ.ย. ที่ผ่านมา คาดการณ์ของบริษัทฯ ถึงทิศทาง การเติบโตเป็นไปในเชิงบวก โดยผู้บริหารคาดว่า D จะกลับมาทำกำไรได้ตั้งแต่ไตรมาส 4/2564 เป็นต้นไป

▶ **ประวัติบริษัทฯ** บริษัท เดนทัล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (D) ก่อตั้งโดยคุณพรศักดิ์ ต้นดาปกุล ปัจจุบันถือครองหุ้นอยู่ 55% บริษัทฯ ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2548 และทำ IPO ในปี 2559 D ประกอบธุรกิจทันตกรรมแบบครบวงจร โดยมี 1) 15 สาขาและมีห้องทันตกรรม 94 ห้อง 2) แล็บทันตกรรม และ 3) จัดจำหน่ายอุปกรณ์ทันตกรรม โดย D เป็นผู้ให้บริการด้านทันตกรรม เฉพาะทาง ที่มีกลุ่มเป้าหมายเป็นผู้ใช้ระดับกลาง-บนทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ

▶ **แนวโน้ม** ด้วยอัตราการฉีดวัคซีนในประเทศที่มากกว่า 70% เราคาดว่าประเทศไทยได้เผชิญกับการระบาดของโควิด-19 ที่รุนแรงที่สุดแล้ว ถึงแม้ว่าจะมีการหยิบยกข้อกังวลเกี่ยวกับการระบาดของสายพันธุ์โอมิครอนขึ้นมา แต่ก็มีสัญญาณบ่งชี้ถึงความเสี่ยงที่ลดลง และมีโอกาสเป็นไปได้น้อยที่จะมีการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์อย่างเต็มรูปแบบอีกครั้งในปี 2565 หรือ ปี 2566 เราคาดว่าความต้องการบริการทันตกรรมในประเทศจะกลับสู่ระดับปี 2562 ในปี 2565 โดยได้รับแรงหนุนจากทั้งความจำเป็นและอุปสงค์ที่สะสมจากช่วงก่อน (pent-up demand) จากการล็อกดาวน์เป็นเวลา 1 ปี นอกจากนี้ เรายังคาดว่า D จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง จากสภาพสังคมสุขวัยในประเทศ ควบคู่ไปกับการเปลี่ยนแปลงไปสู่สังคมชนชั้นกลาง ซึ่งเป็นการส่งเสริมธุรกิจด้านทันตกรรมเพื่อความงาม หากมองในระดับนานาชาติ เราเห็นแรงเสียดทานของอุปสงค์จากนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่จะกลับมาสู่ระดับก่อนเกิดการระบาดของโควิด-19 เนื่องจากอุปสรรคในการเดินทางระหว่างประเทศที่ยังคงมีอยู่ในปี 2565 อย่างไรก็ตาม ความต้องการจากกลุ่มคนไข้ต่างชาติคาดว่าจะถูกพึ่งพาน้อยลงจากการเดินทางระหว่างประเทศ ตามแนวโน้มของคนไข้ในประเทศและจะกลับมาอีกครั้งในปี 2565 เราคาดว่า การเติบโตและความสามารถในการทำกำไรจะเสถียรจากธุรกิจค้าขายของ D จากคาดการณ์ของเราในเรื่องการล็อกดาวน์

▶ **ผลการดำเนินงาน** เราปรับประมาณการกำไรของปีนี้เพื่อสะท้อนผลประกอบการของ D ในไตรมาสก่อนๆ และความสามารถในการทำกำไรในไตรมาส 4/2564 เราคาดว่ารายได้ในไตรมาส 4/2564 จะอยู่ที่ 159 ลบ. (เพิ่มขึ้น 5% YoY และ 28.7% QoQ) ขณะที่กำไรสุทธิจะอยู่ที่ 5.2 ลบ. (จาก -5 ลบ. ในไตรมาส 4/2563 และ -4 ลบ. ในไตรมาส 3/2564) ซึ่งเป็นไตรมาสแรกที่เป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 3/2563 ส่วนรายได้รวมทั้งปี 2564 คาดว่าจะอยู่ที่ 492 ลบ. ด้วยผลขาดทุนที่ 11.9 ลบ. นอกจากนี้ เรายังปรับประมาณการกำไรของเราในปี 2565/2566 เล็กน้อยเป็น 29 ลบ./53 ลบ. เพื่อรองรับสถานการณ์การระบาดของโควิด-19 ที่อาจเกิดขึ้นในประเทศ และการกลับมาของนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่ช้ากว่าคาด ขณะที่กำไรเหล่านี้จะมาจากรายได้ที่ 683 ลบ./876 ลบ. ตามลำดับ ซึ่งคิดเป็น 88%/113% ของรายได้ในปี 2562

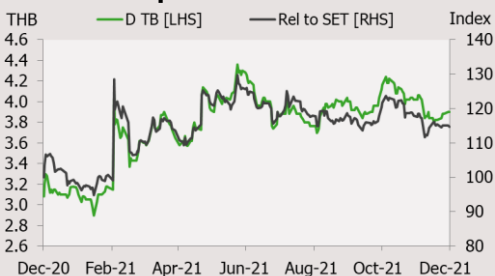
## Valuation and Recommendation

▶ **แนะนำ "ซื้อ"** เราคงมุมมองเชิงบวกต่อ D และคำแนะนำ "ซื้อ" พร้อมปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 6.15 บาท ings ด้วย PER ที่ 39.2 เท่า หรือเท่ากับ 1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย เพื่อสะท้อนความเสี่ยงในระยะสั้นที่ D อาจต้องเผชิญ เรายังมองว่าราคาหุ้น D ยัง laggard และเป็นหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการเปิดประเทศอีกครั้ง บริษัทฯ ส่งสัญญาณการฟื้นตัวตั้งแต่เนิ่นๆ ถึงแม้ว่าจะมีความท้าทายหลายอย่าง และ ณ ระดับปัจจุบันหุ้น D มี upside อยู่ที่ 57.7%

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	572	492	683	876
Core profit (Btmn)	(8)	(12)	29	53
Net profit (Btmn)	(8)	(12)	29	53
Net EPS (Bt)	(0.03)	(0.04)	0.09	0.16
DPS (Bt)	0.00	0.01	0.03	0.06
BVPS (Bt)	1.99	1.69	1.98	2.07
Net profit growth (%)	n.m.	n.m.	n.m.	0.83
ROA (%)	-0.7%	-1.1%	2.4%	4.4%
ROE (%)	-1.6%	-2.4%	4.3%	7.6%
Net D/E (x)	0.99	0.89	0.39	0.32
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	(95.32)	(94.05)	45.42	24.80
P/BV (x)	1.56	2.30	1.97	1.88
EV/EBITDA (x)	26.79	33.27	16.99	12.91
Dividend yield (%)	0.0%	0.2%	0.9%	1.6%

## D 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 limited 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  
**Chayut Suravudhikul**

15 December 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited



## แนวโน้ม

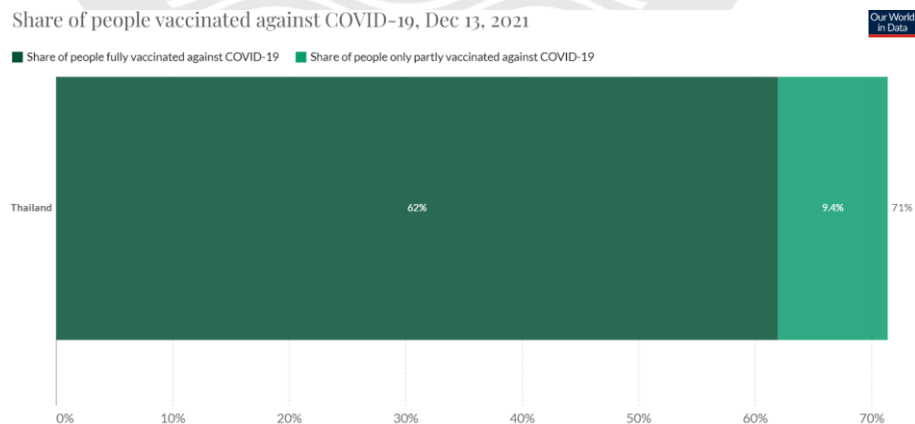
### สถานการณ์โควิด-19

ถึงแม้ความพยายามในการกระจายวัคซีนของไทยจะไม่ค่อยราบรื่นในช่วงต้นปี แต่ปริมาณการฉีดวัคซีนได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ไตรมาสที่ 3/2564 เป็นต้นมา จนอัตราการฉีดวัคซีนเข็มแรกแตะระดับ 70% ในเดือน ธ.ค. ดังนั้น ประเทศไทยใกล้จะบรรลุคาดการณ์การฉีดวัคซีนของ house view ของเรา (เข็มแรก/เข็มที่ 2 ต่อประชากร) ที่ 75%/76% ในช่วงสิ้นปี 2564 ขณะเดียวกัน เราคงสมมติฐานของ house view ของเราไว้ตามเดิมที่คาดว่าจำนวนผู้ติดเชื้อและอัตราผู้เสียชีวิตแตะระดับสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 3/2564 และจะลดลงต่อเนื่องตามอัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้น การฉีดวัคซีนจะเป็นปัจจัยสำคัญในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและอุปสงค์ และจากความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนของประเทศ เราจึงเชื่อว่าประเทศไทยจะสามารถควบคุมการระบาดของโควิด-19 ได้ภายในปี 2565

อย่างไรก็ตาม ความกังวลล่าสุดเกี่ยวกับโควิด-19 สายพันธุ์ "โอมิครอน" ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั่วโลก ถึงแม้การล็อกดาวน์อย่างเต็มรูปแบบเหมือนในช่วงเดือน ก.ค.-ส.ค. 2564 ไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ เนื่องจากอัตราการฉีดวัคซีนครบโดสของประชากรไทยอยู่ที่ระดับ 60% แล้วก็ตาม แต่ก็ยังอาจส่งผลกระทบต่อการเดินทางระหว่างประเทศ หลังหลายประเทศในยุโรปได้ออกกฎหมายห้ามผู้เดินทางจากประเทศกลุ่มเสี่ยงในทวีปแอฟริกาตอนใต้เข้าประเทศแล้ว อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตวัคซีน mRNA ชี้นำอย่าง BioNTech และ Pfizer ต่างระบุว่าการศึกษา mRNA ครบโดสทั้ง 3 เข็ม สามารถป้องกันการติดเชื้อจากสายพันธุ์ "โอมิครอน" ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ประชาชนมีความจำเป็นที่จะต้องได้รับการฉีดวัคซีนกระตุ้นเข็มที่ 3 แต่ก็ยังเป็นสัญญาณเชิงบวกในการก้าวเข้าสู่ปี 2565 ส่วนข้อมูลที่รวบรวมได้จนถึงขณะนี้ ผู้ที่ติดเชื้อจากสายพันธุ์ "โอมิครอน" จะแสดงอาการค่อนข้างน้อยและมีความเสี่ยงต่อการเสียชีวิตที่ต่ำ ดังนั้น ณ ตอนนี้ เรามองว่าอันตรายของสายพันธุ์ "โอมิครอน" นั้นค่อนข้างน้อยลง ขณะที่ความเสี่ยงที่จะเกิดการล็อกดาวน์อย่างเต็มรูปแบบอีกครั้งในปี 2565 มีค่อนข้างน้อยเช่นกัน

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญที่สุดต่อการฟื้นตัวของ D ในปี 2565 คือแนวโน้มสถานการณ์โควิด-19 ทั้งในประเทศและต่างประเทศจะพัฒนาไปในทิศทางใด แต่สำหรับขณะนี้ เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อทิศทาง การเติบโตโดยรวมของบริษัทฯ

**Figure 1. Thailand Vaccination Rate**



Source: Our World In Data

### การฟื้นตัวในประเทศ

การดำเนินงานของ D ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการระบาดของโควิด-19 เมื่อเดือน มี.ค. 2563 การเดินทางระหว่างประเทศที่ต้องหยุดชะงักลงและมาตรการล็อกดาวน์ภายในประเทศที่เข้มงวด ส่งผลให้ทั้งการบริการทันตกรรมของ D และธุรกิจค้าขายประสบปัญหาจากอุปสงค์ที่ลดลงอย่างมาก

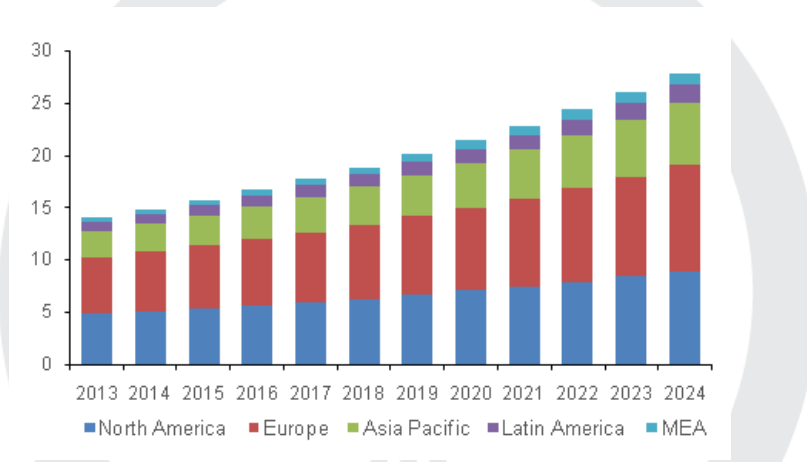
เราคาดว่าอุปสงค์ในประเทศสำหรับบริการทันตกรรมจะฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ในปี 2565 การดูแลด้านทันตกรรมขั้นพื้นฐานเป็นกระบวนการที่จำเป็นและเกิดขึ้นซ้ำ ดังนั้น เราจึงคาดว่าอุปสงค์จะกลับมาอีกครั้งทันทีที่ประชาชนทั่วไปได้รับความมั่นใจเรื่องความปลอดภัยจากโควิด-19 ขณะที่ประเทศไทยสามารถฉีดวัคซีนเข็มแรกให้กับประชากรได้มากกว่า 70% ก่อนสิ้นปีนี้ เราจึงเชื่อว่าวิถีชีวิต "ปกติ" ของคนในประเทศจะกลับมาอีกครั้งภายในไตรมาส 1/2565

การดูแลด้านทันตกรรมน่าจะยังได้รับประโยชน์จากประชากรสูงอายุของประเทศต่อไป และจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในอนาคตอันใกล้ เรายังมองเห็นศักยภาพที่แข็งแกร่งของตลาดในประเทศสำหรับการเติบโตของทันตกรรมเพื่อความงาม ถึงแม้ตลาดการทำทันตกรรมขั้นพื้นฐานจะค่อนข้างอิ่มตัว แต่จำนวนคนชนชั้นกลางของประเทศที่เพิ่มขึ้น



จะส่งผลให้ความต้องการบริการทันตกรรมเพื่อความงามสูงขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายจากการทำทันตกรรมเพื่อความงามไม่ถูกครอบคลุมโดยระบบประกันสังคมของไทย แต่ขึ้นอยู่กับรายได้ที่สามารถนำไปใช้จ่ายได้จริงของแต่ละบุคคล แต่เราคาดว่ารายได้ที่สามารถนำไปใช้จ่ายได้จริงของคนไทยจะเพิ่มขึ้น หลังการเปิดประเทศและเศรษฐกิจที่คาดว่าจะฟื้นตัวตั้งแต่ปี 2565 เป็นต้นไป พร้อมกับความต้องการด้านทันตกรรมเพื่อความงามที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันงานวิจัยของ Allied Market Research ระบุว่าตลาดทันตกรรมเพื่อความงามทั่วโลกคาดว่าจะมีอัตราการเติบโตต่อปี (CAGR) ที่ 5.2% ระหว่างปี 2564 ถึง 2573 ทันตกรรมเพื่อความงามเป็นสาขาที่ D มีความเชี่ยวชาญและคาดว่าจะประสบความสำเร็จในการจับตลาดที่กำลังเติบโตขึ้น ขณะที่อุปสงค์ในประเทศคาดว่าจะฟื้นตัวเต็มที่ในปี 2565 และเติบโตต่อเนื่องในปี 2566

**Figure 2. Global Cosmetic Dentistry Market, 2013-2024 (USD Billion)**



Source: Grand View Research

### การกลับมาของคนไข้ต่างชาติ

ขณะที่อุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มที่จะกลับสู่ระดับก่อนเกิดการระบาดของโควิด-19 ในเร็ว ๆ นี้ ลูกค้ากลุ่มใหญ่ของ D ที่ยังไม่ฟื้นตัวคือคนไข้จากต่างประเทศ ซึ่งคิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนคนไข้ที่เข้ารับบริการทันตกรรมของ D แต่คิดเป็นส่วนที่มากกว่าครึ่งหนึ่งของรายได้ในปี 2562 จากการกำหนดเป้าหมายลูกค้าระดับไฮเอนด์ของ D จึงเป็นเรื่องปกติที่ทางบริษัทฯ จะดึงดูดนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพและชาวต่างชาติที่พำนักในประเทศไทยให้เข้ารับบริการทันตกรรมจาก D

คนไข้ต่างชาติเป็นปัจจัยสำคัญในการฟื้นตัวของ D เนื่องจากพวกเขามักจะเสาะหาบริการทันตกรรมที่ละเอียดอ่อนและซับซ้อนมากขึ้น ดังนั้น จึงทำให้ค่าใช้จ่ายต่อการเข้ารับบริการในแต่ละครั้งของคนไข้ต่างชาติสูงกว่าคนไข้ในประเทศอย่างมาก ตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. เป็นต้นมา ประเทศไทยได้เปิดรับนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่ได้รับการฉีดวัคซีนครบ 2 เข็มและผลการตรวจหาเชื้อโควิด-19 เป็นลบจากประเทศที่มีความเสี่ยงต่ำ อย่างไรก็ตาม การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพยังคงจะไม่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ข้อมูลจากการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) ระบุว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2565 คาดว่าจะอยู่ที่ 18 ล้านคน ซึ่งยังห่างจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 40 ล้านคนในปี 2562

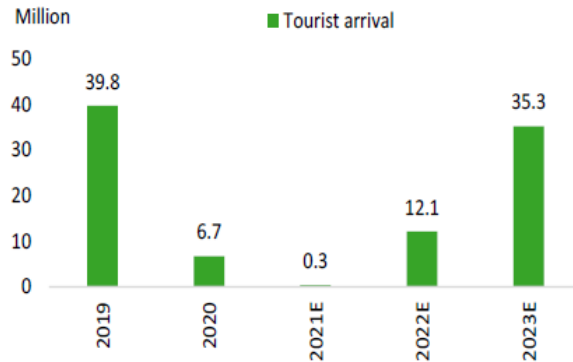
เราคาดว่าจะยังคงมีอุปสรรคก่อนที่นักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพจะกลับมาอย่างเต็มที่ โดยก่อนเกิดการระบาดของโควิด-19 นักท่องเที่ยวได้รับข้อเสนอที่คุ้มค่าในการเดินทางมารับการรักษาในประเทศไทย ด้วยค่ารักษาพยาบาลที่ไม่แพง และคนไวยังสามารถพ่วงการท่องเที่ยวเข้ากับการนัดตรวจสุขภาพช่องปากเข้าด้วยกัน รวมถึงยังประหยัดค่าใช้จ่ายหากเทียบกับค่าบริการทางการแพทย์ในประเทศที่พัฒนาแล้ว ในช่วงการระบาดของโควิด-19 D มีค่าใช้จ่ายทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินเพิ่มขึ้นจาก 1) ความเสี่ยงในการติดเชื้อ 2) การเสียเวลาในการกักตัว และ 3) ความไม่แน่นอนของสถานการณ์การเดินทางระหว่างประเทศ ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่านักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพจะยังไม่ฟื้นตัวจนถึงปี 2566 เป็นอย่างน้อย

อย่างไรก็ตาม อุปสงค์จากต่างประเทศอีกส่วนหนึ่งของ D ก็คือชาวต่างชาติที่อาศัยอยู่ในประเทศไทย ถึงแม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่มาจากไทยจะหายไปในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากผลกระทบของโควิด-19 แต่ชาวต่างชาติในประเทศไทยยังคงมีจำนวนค่อนข้างคงที่ ข้อมูลจากสำนักงานสถิติแห่งชาติระบุว่าจำนวนชาวต่างชาติที่พำนักในประเทศไทยในเดือน ธ.ค. 2563 ต่ำกว่าตัวเลขในเดือน ธ.ค. 2562 เพียง 22.5% เท่านั้น เราจึงมองว่าการยกเลิกมาตรการล็อกดาวน์เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดต่อชาวต่างชาติ ที่จะกลับเข้าไปรับการรักษาที่คลินิกทันตกรรมอีกครั้ง และยิ่งทำให้การพึ่งพาการอนุญาตให้เดินทางระหว่างประเทศอีกครั้งของ D ลดน้อยลง ดังนั้น เราจึงเห็นแรงเสียดทานที่



ลดลงของการกลับมาสู่ระดับก่อนเกิดการระบาดของโควิด-19 จากลูกค้ากลุ่มนี้ และคาดว่าอุปสงค์ของชาวต่างชาติจะกลับมาอย่างเต็มที่ในปี 2565

Figure 3. Tourist Arrival Estimate



Source: MOTS, KS Research

### ธุรกิจค้าขาย

ธุรกิจค้าขายของ D (บริษัท เดนทัล วิชั่น จำกัด) ประกอบด้วยธุรกิจหลักคือ การซื้อขายอุปกรณ์ทันตกรรม โดยที่รายได้หลักมาจาก 2 ช่องทาง ได้แก่ 1) อุปกรณ์ทันตกรรม (เครื่องเอกซเรย์ เก้าอี้ทำฟัน ฯลฯ) และ 2) วัสดุทันตกรรม (วัสดุอุดฟัน ฟันปลอม ฯลฯ)

โดยธรรมชาติของการค้าขายอุปกรณ์ทันตกรรมนั้น ผู้ขายส่วนใหญ่มักเป็นผู้จัดจำหน่ายอุปกรณ์และวัสดุของแบรนด์แต่เพียงผู้เดียวในพื้นที่นั้นๆ รวมถึงทันตแพทย์ส่วนใหญ่มักจะมีแบรนด์ของอุปกรณ์ที่ชื่นชอบ และจะไม่ค่อยเปลี่ยนไปใช้แบรนด์อื่น ดังนั้น ในทางปฏิบัติ แรงกดดันด้านการแข่งขันธุรกิจทันตกรรมจึงอยู่ในระดับที่ต่ำ

ผู้บริหารของ D คาดว่ายอดขายอุปกรณ์ทันตกรรมจะอยู่ในระดับมั่นคง จากยอดขายซื้อที่ค้างอยู่จนถึงปี 2565 ในทางกลับกัน ยอดขายวัสดุทันตกรรมของ Dental Vision ขึ้นอยู่กับกาณ์กลับมาเปิดของคลินิกทันตกรรมในประเทศอีกครั้ง และอุปสงค์ของการใช้บริการทันตกรรม กล่าวคือ ตรวจจับที่คลินิกทันตกรรมยังเปิดทำการอยู่ พวกเขาจะต้องสั่งซื้ออุปกรณ์ทันตกรรมเพิ่มเติม แต่ในทางตรงกันข้าม หากคลินิกทันตกรรมยังคงปิดให้บริการอยู่ อุปสงค์ของอุปกรณ์ทันตกรรมก็จะลดลง เราคาดว่าสถานการณ์อย่างหลังไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ ดังนั้น แนวโน้มของธุรกิจค้าขายจึงเป็นในเชิงบวกและจะกลับสู่ระดับปกติในปี 2565 อีกทั้งจะยังเติบโตอย่างต่อเนื่องในทุกๆ ปี

### โครงการในอนาคต

ผู้บริหารระบุว่าขณะนี้ยังไม่มีแผนการขยายธุรกิจในปี 2565 และ 2566 สำหรับเป้าหมายของปีนี้จะเป็นการรักษาเสถียรภาพและรอรับผลตอบแทนจากโครงการที่มีอยู่ในขณะนี้ ส่วน BIDH ซึ่งเป็นบริษัทย่อยในเครือและเป็นโรงพยาบาลทันตกรรมขนาด 7 ชั้น ประกอบด้วยห้องทันตกรรมจำนวน 20 ห้อง ซึ่งสร้างเสร็จเมื่อเดือน ก.ค. 2562 ยังไม่ได้แสดงศักยภาพอย่างเต็มที่ เนื่องจากเกิดการระบาดของโควิด-19 เช่นเดียวกันกับคลินิกส่วนใหญ่ของ D ซึ่งยังไม่ได้มีการใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ประสิทธิภาพ ทางบริษัทฯ มองว่ายังไม่มีความจำเป็นที่จะต้องขยายสาขาเพิ่มจนกว่าอุปสงค์จะเกินกว่าศักยภาพของสาขาที่มีอยู่ในปัจจุบัน เราคาดว่าศักยภาพของโรงพยาบาลและคลินิกของ D จะถูกใช้บริการมากขึ้นเรื่อยๆ ระหว่างปี 2565 และ 2566 จากกาณ์ที่ D ทำแคมเปญการตลาดในเชิงรุก

อย่างไรก็ตาม ในปี 2567 D มีแผนที่จะเปิดตัวสถานประกอบการในรูปแบบของโรงพยาบาลขนาดใหญ่ใน จ.ภูเก็ต และ จ.เชียงใหม่ เราชื่นชอบทิศทางการทำธุรกิจของบริษัท โดยการเปิดเป็นศูนย์การแพทย์/โรงพยาบาลขนาดใหญ่ จะทำให้สามารถให้บริการทันตกรรมที่มีความซับซ้อนมากขึ้นได้ และจะส่งผลให้กำไรเพิ่มมากขึ้น เรายังเชื่อว่าอุปสงค์จากกลุ่มลูกค้าระดับสูงทั้งจากในประเทศและต่างประเทศจะมีมากเพียงพอในทั้ง 2 จังหวัด เพื่อตอบสนองต่อการเพิ่มความสามารถในการให้บริการของโรงพยาบาลในเครือ D

### ประเด็นสำคัญด้านการเงิน

#### คาดไตรมาสสุดท้ายของปีแข็งแกร่ง

เราคาดว่าผลประกอบการทางการเงินของ D ในไตรมาส 4/2564 จะเป็นไตรมาสแรกที่เป็นบวกนับตั้งแต่ไตรมาส 3/2563 รายได้จากการบริการจะสูงที่สุดตั้งแต่เกิดการระบาดของโควิด-19 และคาดว่าบริษัทฯ จะรับรู้กำไรสุทธิที่ 5.2 ลบ. ซึ่งจะเป็นการฟื้นตัวทั้งในเชิง YoY และ QoQ ด้วยปัจจัยหนุนหลักจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาล ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่เป็นบวก รวมถึงโปรโมชั่นส่งท้ายปีเชิงรุกของ D และจากอัตราการฉีดวัคซีนใน





ประเทศ เราจะเห็น downside ต่อค่าไรที่ค่อนข้างน้อยในไตรมาส 4/2564 และเชื่อมั่นว่าผลการดำเนินงานในไตรมาสสุดท้ายของปีจะเป็นบวก

จากผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 4/2564 เราจึงปรับประมาณการรวมทั้งปีตามไปด้วย เราคาดว่ารายได้รวมจะอยู่ที่ 492 ลบ. (เพิ่มขึ้นจาก 490 ลบ.) และผลขาดทุนสุทธิจะอยู่ที่ 11.9 ลบ. (จาก -36.3 ลบ.) หรือรายได้ลดลง 14% และขาดทุนเพิ่มขึ้น 27% เมื่อเทียบกับปี 2563

Figure 4. 4Q21 Performance Preview

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21 E	%YoY	%QoQ	2020	2021E	% change
<b>Financials</b>											
Sales (Btmn)	180	151	143	120	124	159	5.7	28.7	572	492	-14.1
EBITDA (Btmn)	22	-2	2	-7	0	10	776.5	4,406.1	45	47	3.0
Operating profit (Btmn)	22	-2	2	-7	0	10	776.5	4,406.1	7	5	n.m.
Core profit (Btmn)	17	-5	-2	-11	-4	5	215.4	226.7	-8	-12	n.m.
Net profit (Btmn)	17	-5	-2	-11	-4	5	215.4	226.7	-8	-12	n.m.
Net EPS (Bt)	0.07	-0.02	-0.01	-0.04	-0.01	0.02	194.2	226.7	-0.03	-0.04	n.m.
<b>Performance Drivers</b>											
Revenue from service (Btmn)	84	83	88	61	57	93	12.0	63.5	314	242	-23.0
Revenue from trading (Btmn)	96	67	55	59	67	66	-2.0	-1.0	258	250	-3.2
<b>Ratios</b>											
Gross margin (%) **	32.3	27.9	28.8	22.6	26.3	29.7	6.5	13.0	29.3	30.1	0.9
EBITDA margin (%) **	12.3	-1.0	1.2	-5.8	0.2	6.5	739.9	3,400.1	7.9	9.5	1.6
Optg. margin (%) **	12.3	-1.0	1.2	-5.8	0.2	6.5	739.9	3,400.1	1.1	1.0	-0.1
ROE (%) **	13.8	-3.8	-1.6	-9.7	-3.7	4.7	8.5	229.5	-1.6	-2.4	-0.8

Source: Company data, KS Research

### คาดว่าจะเป็บบวกปีแรกนับตั้งแต่ปี 2561

เราคาดว่า D จะรายงานกำไรสุทธิในปี 2565 ที่ 28.8 ลบ. และ 52.8 ลบ. ในปี 2566 พลิกจากผลขาดทุนที่คาดการณ์ไว้ที่ 11.9 ลบ. ในปี 2564 ภายใต้สมมติฐานของเราคือ 1) ไม่มีการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์อย่างเต็มรูปแบบในปี 2565 และปี 2566 2) การเดินทางระหว่างประเทศที่กลับเข้ามาภายในปี 2566 และ 3) D ปรับขึ้นราคาค่าบริการในทุกธุรกิจ 5-10% ในปี 2565

เราปรับประมาณการรายได้ในปี 2565 และ 2566 ของเราเป็น 683.4 ลบ. และ 875.9 ลบ. หรือคิดเป็น 88%/113% ของรายได้ของ D ในปี 2562 อิงจากคาดการณ์ที่ว่าจำนวนคนไข้จะเพิ่มขึ้นจาก 54,000 คน เป็น 77,500 คนในปี 2565 และ 95,000 คนในปี 2566

Figure 5. 2019-2023 Financial Breakdown

(Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Sales revenue	312	258	250	264	290
Service revenue	461	314	242	419	585
<b>Total revenue</b>	773	572	492	683	876
Cost of sales	244	192	193	198	218
Cost of services	310	213	151	277	378
<b>Gross profit</b>	219	168	148	209	280
SG&A	224	167	149	164	210
<b>EBIT</b>	4	7	5	51	77
Interest expense	16	18	17	15	11
Tax expense	3	(3)	-	7	13
<b>Net Profit</b>	(16)	(8)	(12)	29	53
<b>Key Ratios</b>					
Fully diluted Core EPS	-0.08	-0.03	-0.04	0.09	0.16
DPS	0.00	0.00	0.01	0.03	0.06
Gross Margin (%)	28.4	29.3	30.1	30.5	32.0
EBIT Margin (%)	0.5	1.1	1.0	7.4	8.8
Net Margin (%)	-2.0	-1.4	-2.4	4.2	6.0
ROE (%)	-4.0	-1.6	-2.4	4.3	7.6
Debt to Equity (x)	1.77	1.35	1.26	0.81	0.72
Net Debt to Equity (x)	1.36	0.99	0.89	0.39	0.32

Source: Company Data, KS Research

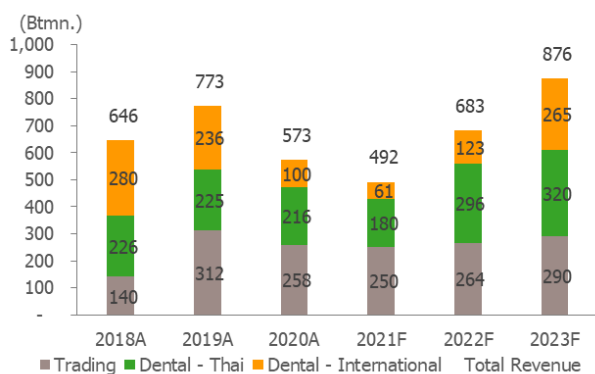


Figure 6. Earnings Revision

(Btmn)	New			Previous			%Chg		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Revenue	491.7	683.4	875.9	489.8	735.3	828.6	0.4%	-7.1%	5.7%
COGS	343.6	474.8	595.4	348.0	511.0	571.6	-1.3%	-7.1%	4.2%
Gross profit	148.1	208.6	280.4	141.7	224.3	257.0	4.5%	-7.0%	9.1%
SG&A exp	148.9	164.0	210.2	166.9	179.3	188.6	-10.8%	-8.5%	11.4%
Operating profit	5.1	50.6	77.2	-19.3	51.1	75.4	-126.5%	-1.0%	2.5%
Interest exp	17.0	14.5	11.2	17.0	15.3	12.7	0.0%	-4.9%	-11.7%
Income tax	0.0	7.2	13.2	0.0	7.2	12.5	0.0%	0.9%	5.6%
Net profit	-11.9	28.8	52.8	-36.3	28.7	50.2	-67.1%	0.7%	5.3%
EPS (Bt)	-0.04	0.09	0.16	-0.12	0.09	0.15	-66.4%	0.7%	5.3%

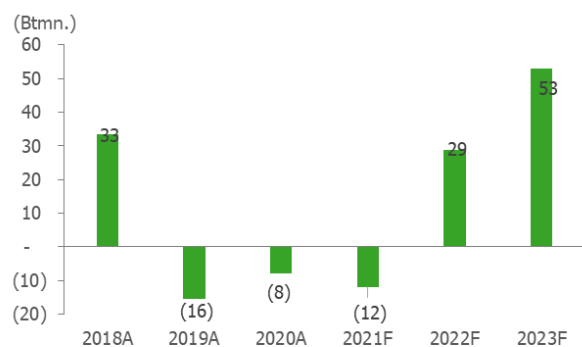
Source: Company Data, KS Research

Figure 7. Revenue Breakdown



Source: Company data, KS Research

Figure 8. Net Profit Forecast



Source: Company data, KS Research

### ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant)

ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) D-W1 จะหมดอายุในวันที่ 4 มี.ค. 2565 และ ณ ราคาตลาดปัจจุบัน ราคาอ้างอิงน้อยกว่าราคาใช้สิทธิ (In the Money: ITM) ของ D-W1 โดยเราคาดว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะใช้สิทธิของตนเอง ซึ่งจะทำรายได้ให้ D ประมาณ 160 ลบ. รายได้จากการใช้สิทธิในการซื้อ D-W1 และการชำระหนี้ที่คาดว่าจะถูกนำไปใช้ในการชำระหนี้ที่ค้างอยู่ในปัจจุบันของ D และส่วนที่เหลือจะถูกนำไปใช้เพื่อเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทฯ ซึ่งจะช่วยลดการจ่ายดอกเบี้ยในอนาคตของ D และทำให้เกิดความยืดหยุ่นเพิ่มขึ้นในการจัดความไม่แน่นอนในอนาคต

Figure 9. Details of D-W1

Security	D-W1
Ratio (Warrant:Stock)	1:1.2
Exercise Price	3.3333
Last Exercise Date	March 4, 2022
No. of Warrants (mn units)	40
No. of Shares for Exercise (mn units)	48

Source: Company Data

### มูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

เราปรับประมาณการกำไรของ D และคำแนะนำของเราเป็น "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอิงตาม PER ปี 2565 ที่ 6.15 บาท ด้วยสมมติฐานการลงทุนที่ว่า 1) D สามารถสร้างกำไรจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศและคนใช้ต่างชาติที่อาศัยในประเทศ 2) D มีศักยภาพในการเติบโตและการประหยัดขนาดอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากยังมีความสามารถในการรองรับคนใช้ได้อีกมาก และ 3) การกลับมาของนักท่องเที่ยวเชิงสุขภาพจะช่วยส่งเสริมการดำเนินงานให้ดีขึ้น เรายังคงมองว่า D เป็นผู้เล่นที่แข็งแกร่งในการเปิดประเทศ นับตั้งแต่ที่เราเริ่มติดตามมาตั้งแต่เดือน ก.ค. 2564 โดยปัจจุบันหุ้นซื้อขายอยู่ที่ 3.88 บาท ซึ่งยังคงค่อนข้างนิ่ง โดยแตะระดับสูงสุดที่ 4.24 บาท และต่ำสุดที่ 3.7 บาท แต่หากเทียบกับราคาปัจจุบันที่ 3.9 บาท ราคาหุ้น D ปรับเพิ่มขึ้นเพียง 0.52% ขณะที่ในช่วงเวลาเดียวกัน MAI Index เพิ่มขึ้น 11.69% ส่วนดัชนี SETVIX ของ SET เพิ่มขึ้น 2.86% ดังนั้น เรายังคงมองว่าราคาหุ้น D ยังคง laggard

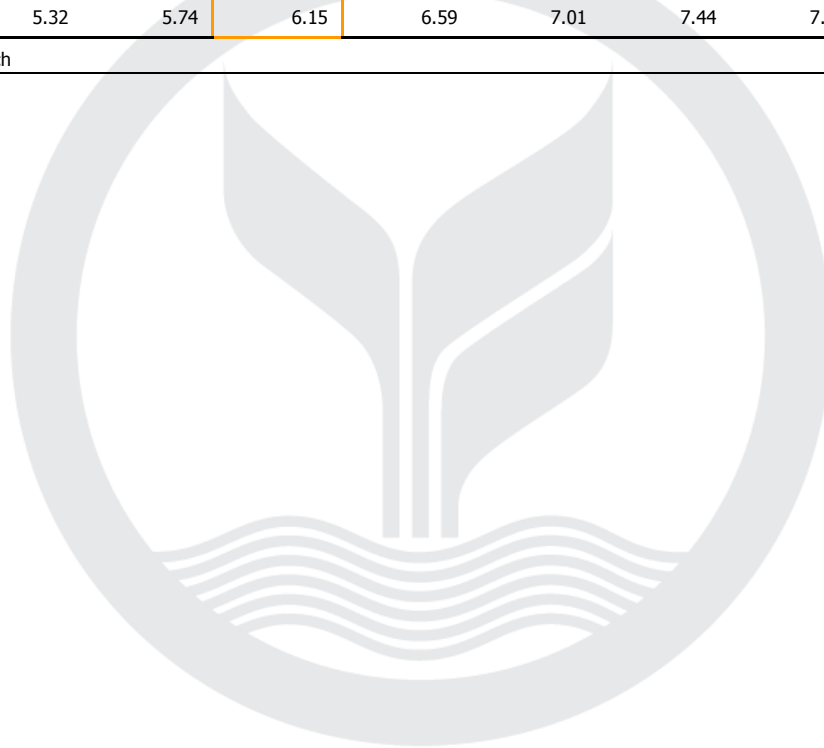


เราคำนวณราคาเป้าหมายปี 2565 ได้ที่ 6.15 บาท ینگตาม PER ล่วงหน้าที่ 39.2 เท่า ของ EPS ปี 2566 ที่ 0.16 บาท ตัวคูณ PER ของเราเท่ากับ 1SD ต่ำกว่าระดับเฉลี่ยในอดีต ซึ่งสะท้อนถึงความไม่แน่นอนในเรื่องการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอน ทั้งนี้ เราคาดว่า EPS จะเติบโตจาก -0.04 บาท เป็น 0.09 บาท ในปี 2565 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.16 บาท ในปี 2566

**Figure 10. Valuation**

Implied SD	-2.0SD	-1.5SD	-1.0SD	-0.5SD	Mean	+0.5SD	+1.0SD	+1.5SD	+2.0SD
PE multiple	33.8	36.5	39.2	41.9	44.6	47.3	50.0	52.7	55.4
Fair value (Bt/shr)	5.32	5.74	6.15	6.59	7.01	7.44	7.86	8.29	8.71

Source: Company data, KS Research





D TB : Year-end Dec 31

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	643	773	572	492	683	876	Net profit	33	-16	-8	-12	29	53
Cost of sales and services	-439	-554	-405	-344	-475	-595	Depreciation & amortization	35	37	39	42	42	42
<b>Gross Profit</b>	205	219	168	148	209	280	Change in working capital	-22	8	-39	25	-6	-4
SG&A	-163	-224	-167	-149	-164	-210	Others	-6	14	15	-1	0	0
Other income	9	9	6	6	6	7	<b>CF from operation activities</b>	40	44	7	55	64	90
<b>EBIT</b>	50	4	7	5	51	77	Capital expenditure	-357	-139	-10	-37	-37	-37
<b>EBITDA</b>	85	41	45	47	92	119	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0	0
Interest expense	-8	-16	-18	-17	-15	-11	Others	0	-6	1	0	0	0
Equity earnings	0	0	0	0	0	0	<b>CF from investing activities</b>	-357	-145	-10	-37	-37	-37
<b>EBT</b>	42	-12	-11	-12	36	66	Cash dividend	-38	0	0	-3	-12	-21
Income tax	-9	-3	3	0	-7	-13	Net proceeds from debt	320	107	-46	-17	-123	-66
<b>NPAT</b>	33	-16	-8	-12	29	53	Capital raising	0	0	100	24	160	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	Others	0	-20	-18	0	0	0
<b>Core Profit</b>	33	-16	-8	-12	29	53	<b>CF from financing activities</b>	282	86	36	4	25	-87
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	<b>Net change in cash</b>	-35	-14	34	21	52	-34
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>						
<b>Reported net profit</b>	33	-16	-8	-12	29	53	<b>Per share (Bt)</b>						
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>							Reported EPS	0.17	-0.08	-0.03	-0.04	0.09	0.16
Cash & equivalents	25	10	44	65	117	84	Core EPS	0.17	-0.08	-0.03	-0.04	0.09	0.16
ST investments	0	0	0	0	0	0	DPS	0.09	0.00	0.00	0.01	0.03	0.06
Accounts receivable	106	99	107	91	107	118	BV	2.03	1.95	1.99	1.69	1.98	2.07
Inventories	171	184	155	132	170	192	EV	9.03	5.92	5.07	5.41	4.67	4.57
Other current assets	0	0	0	0	0	0	Free Cash Flow	-1.59	-0.48	-0.01	0.06	0.08	0.16
<b>Total current assets</b>	302	293	306	289	394	394	<b>Valuation analysis</b>						
Investment in subs & others	0	0	0	0	0	0	Reported P/E (x)	41.97	-41.96	-95.32	-94.05	45.42	24.80
Fixed assets-net	520	646	649	645	640	635	Core P/E (x)	41.97	-41.96	-95.32	-94.05	45.42	24.80
Other assets	122	137	167	168	169	169	P/BV (x)	3.47	1.68	1.56	2.30	1.97	1.88
<b>Total assets</b>	944	1,076	1,122	1,101	1,203	1,199	EV/EBITDA (x)	21.25	28.71	26.79	33.27	16.99	12.91
Short-term debt	84	271	115	120	124	128	Price/Cash flow (x)	-4.43	-6.85	-236.10	63.83	48.17	24.59
Accounts payable	110	129	84	72	119	149	Dividend yield (%)	1.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.9%	1.6%
<b>Total current liabilities</b>	194	400	199	192	243	277	<b>Profitability ratios</b>						
Long-term debt	342	269	402	379	251	180	Gross margin (%)	31.8%	28.4%	29.3%	30.1%	30.5%	32.0%
Other liabilities	-55	176	19	-84	-25	3	EBITDA margin (%)	13.2%	5.3%	7.9%	9.5%	13.5%	13.6%
<b>Total liabilities</b>	539	687	644	614	538	502	EBIT margin (%)	7.8%	0.5%	1.1%	1.0%	7.4%	8.8%
Paid-up capital	100	100	120	144	168	168	Net profit margin (%)	5.2%	-2.0%	-1.4%	-2.4%	4.2%	6.0%
Share premium	265	265	345	345	481	481	ROA (%)	3.5%	-1.4%	-0.7%	-1.1%	2.4%	4.4%
Retained earnings	40	24	13	-1	16	48	ROE (%)	8.3%	-4.0%	-1.6%	-2.4%	4.3%	7.6%
Minority interests	0	0	0	0	0	0	<b>Liquidity ratios</b>						
<b>Total shareholders' equity</b>	405	389	478	488	665	697	Current ratio (x)	1.56	0.73	1.54	1.50	1.62	1.42
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	944	1,076	1,122	1,101	1,202	1,199	Quick ratio (x)	0.68	0.27	0.76	0.81	0.92	0.73
<b>Key Assumptions</b>							<b>Leverage Ratios</b>						
<b>Dental Service Business</b>							Liabilities/Equity ratio (x)	1.33	1.77	1.35	1.26	0.81	0.72
Patient	96,928	93,240	69,649	54,049	77,500	95,000	Net debt/EBITDA (x)	4.72	12.85	10.42	9.27	2.79	1.89
-Thai	60,112	60,302	52,106	43,605	62,500	65,000	Net debt/equity (x)	0.99	1.36	0.99	0.89	0.39	0.32
-International	36,816	32,938	17,543	10,444	15,000	30,000	Int. coverage ratio (x)	6.26	0.25	0.37	0.30	3.48	6.91
Spending per head	5,188	4,944	4,509	4,472	5,412	6,163	<b>Growth</b>						
-Thai	3,756	3,735	4,136	4,136	4,736	4,926	Revenue (%)	39.9%	20.2%	-25.9%	-14.1%	39.0%	28.2%
-International	7,605	7,168	5,678	5,877	8,227	8,844	EBITDA (%)	-3.3%	-51.5%	10.2%	3.0%	97.2%	28.9%
<b>Trading Business</b>							Reported net profit (%)	-27.4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	83.2%
Revenue Growth (%)	n.a.	139.0%	-25.4%	1.7%	10.0%	10.0%	Reported EPS (%)	-27.4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	83.2%
							Core profit (%)	-27.4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	83.2%
							Core EPS (%)	-27.4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	83.2%

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.