

## GENESIS FERTILITY CENTER

THAILAND / SERVICES - MAI

## GFC TB

BUY

## คาด 3Q23 กำไรทำ New high

- คาดกำไรสุทธิ 3Q23 โต 22% q-q จากจำนวนผู้เข้ารับบริการ ICSI เพิ่มขึ้นตามการส่งเสริมการตลาดและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีกว่าที่เราคาด
- ปรับเพิ่มประมาณการปี 2023-25 สะท้อนรายได้และ Margin ที่ดีกว่าที่เคยคาด
- ราคาเป้าหมายใหม่ 12 บาท อิง PE เดิม 25 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ"

TARGET PRICE	THB12.00
CLOSE	THB10.30
UP/DOWNSIDE	+16.5%
PRIOR TP	THB10.00
CHANGE IN TP	+20%
TP vs CONSENSUS	-

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	276	321	477	549
Net profit	66	70	105	130
EPS (THB)	0.41	0.32	0.48	0.59
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	97	119	162	197
Recurring net profit	66	70	105	130
Core EPS (THB)	0.41	0.32	0.48	0.59
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(5.7)	(22.1)	50.0	23.4
Core P/E (x)	25.1	32.2	21.5	17.4
Dividend yield (%)	2.1	1.7	1.9	2.8
EV/EBITDA (x)	18.4	15.5	12.6	10.2
Price/book (x)	10.7	2.5	2.3	2.2
Net debt/Equity (%)	81.1	(46.1)	(23.8)	(24.6)
ROE (%)	47.2	13.3	11.3	13.0

## คาดกำไร 3Q23 ลุ้นทำนิวไฮรายไตรมาส

คาดกำไรสุทธิ 3Q23 ที่ 19 ลบ. เพิ่มขึ้น 22% q-q จากจำนวนผู้มีบุตรยากที่เข้ารับบริการรักษามีจำนวนเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลจากการทำกิจกรรมการตลาดและกิจกรรมส่งเสริมการขายอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นทำให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น ขณะที่ต้นทุนการให้บริการค่อนข้างนิ่งคาดอัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นมาอยู่ที่ 47.7% สูงขึ้นกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ราว 45% แต่ต่ำกว่า 2Q23 เล็กน้อย ส่วนค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานใกล้เคียงกับ 2Q23 จำนวนแพทย์ พยาบาล และฝ่ายห้องปฏิบัติการไม่เปลี่ยนแปลง รวมถึงค่าใช้จ่ายในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นมีเพียงเล็กน้อยหลังจากที่จ่ายไปมากแล้วในช่วงต้นปี 2023

## ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2023-24 สะท้อนกำไร 9M23 ที่ดีกว่าคาด

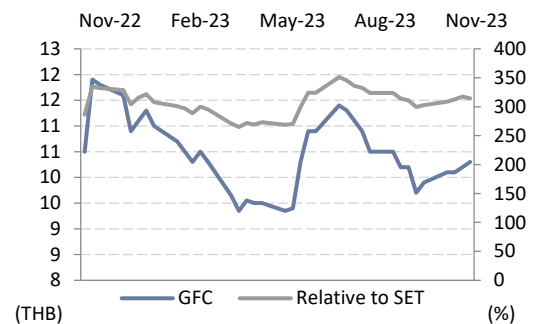
หากกำไร 3Q23 เป็นตามคาดจะทำให้ 9M23 คิดเป็น 90% ของประมาณการเดิมของปี 2023 ประกอบกับแนวโน้มกำไร 4Q23 แข็งแกร่งต่อเนื่อง เพราะเป็น high season ของธุรกิจ และอาจมี pend up demand ที่ต้องทำการรักษาในปีเพื่อให้ลูกค้าเกิดในปีมังกร ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2023 ขึ้น 19% เป็น 70 ล้านบาท +7% y-y และปี 2024 ปรับขึ้นอีก 22% เป็น 105 ลบ. +50% y-y

## คาดกำไรสุทธิปี 2024 เติบโต +50% y-y จากการเปิดสาขาใหม่ 2 แห่ง

สำหรับปี 2024 คาดกำไรสุทธิที่ 105 ลบ. +50% y-y จากผลการเปิดสาขาใหม่ สุวรรณภูมิ-พระราม 9 และอุบลราชธานี ตั้งแต่ปลาย 1Q24 อีกทั้งการนำเอา เทคโนโลยีช่วยการเจริญพันธุ์ขยายห้อง LAB ที่เป็นมาตรฐานสากลจะทำให้มีลูกค้าต่างชาติเข้าขอรับบริการเป็นปีแรก

## ปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 12 บาท อิง PE 25 เท่า

เราปรับราคาเป้าหมายปี 2024 เป็น 12 บาท หลังปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2024-25 แต่ยังคงอิงที่ระดับ PE 25 เท่า เดิมที่ใกล้เคียงกับกลุ่มโรงพยาบาล แม้จะมีขนาดที่เล็กกว่าแต่อัตราการเติบโตของกำไรสูง



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	6.7	n/a	n/a
Relative to country (%)	11.7	n/a	n/a
Mkt cap (USD m)			63
3m avg. daily turnover (USD m)			n/a
Free float (%)			27
Major shareholder	Prof. Dr. Pitak Lao Krirk Kiat (35%)		
12m high/low (THB)			12.70/9.05
Issued shares (m)			220.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086  
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

### Investment thesis

GFC เป็นคลินิกมีบุตรยากรายแรกที่จดทะเบียนในตลาดหุ้น MAI ทำธุรกิจให้บริการผู้มีบุตรยากแบบครบวงจร โดยมีอัตราความสำเร็จ ในการตั้งครรภ์ด้วยวิธี ICSI ของบริษัทอยู่ที่ประมาณ 61-68% สูงกว่า ค่ากลางของธุรกิจที่ระดับ 40-45% คาดว่าบริษัทจะยังคงศักยภาพ ในการเติบโตในปี 2023-24 ได้อย่างต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยหนุนหลัก มาจากการ เปิดคลินิกสาขาใหม่ใน 4Q23 และสาขาอุบลราชธานีใน 1Q24 และ เพิ่มสัดส่วนลูกค้าต่างชาติเพิ่มมากขึ้น รวมถึงรายได้บริการ ตรวจโครโมโซม และฝากไข่เพิ่มมากขึ้นหลังมีขยาย LAB เพิ่ม

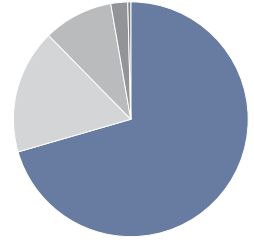
### Company profile

GFC ก่อตั้งปี 2016 โดย รศ. นพ. พิทักษ์ เล่าห์เกริกเกียรติ แพทย์ ผู้ชำนาญการด้านสูตินารีเวชร่วมกับทีมแพทย์ และนักวิทยาศาสตร์ด้านการเจริญพันธุ์ เปิดคลินิกมีบุตรยากที่เริ่มตั้งแต่ให้บริการคำปรึกษา ตลอดจนการเลือกวิธีการรักษาที่เหมาะสมและการนำนวัตกรรมและเทคโนโลยีช่วยการเจริญพันธุ์ที่ทันสมัยแห่งหนึ่งของไทยที่มีประสบการณ์กว่า 20 ปี โดยมีอัตราความสำเร็จในการตั้งครรภ์ด้วยวิธี ICSI ของบริษัทอยู่ที่ 61.68-% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของธุรกิจที่ระดับ 45-40%

Source: Genesis Fertility Center

### Principal activities (revenue, 2022)

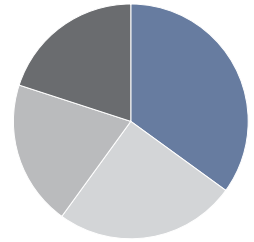
- Intracytoplasmic Sperm Injection (ICSI) - 70.5 %
- Next generation sequencing (NGS) - 17.1 %
- Preliminary examination services - 9.6 %
- Oocyte freezing - 2.3 %
- Intrauterine insemination (IUI) - 0.4 %



Source: Genesis Fertility Center

### Major shareholders

- Prof. Dr. Pitak Lao Krirk Kiat - 35.0 %
- Dr. Pramook Wongthanakit - 25.0 %
- Ms. Pasiri Orawatanasrikul - 20.0 %
- Others - 20.0 %



Source: Genesis Fertility Center

### Catalysts

- โครงการขยายสาขาใหม่ 2 แห่ง ประกอบด้วย สาขาสุพรรณภูมิ-พระราม 9 และอุบลราชธานี ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง และคาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินงานประมาณปลาย 1Q23 หรือ ต้น 2Q24 จากปัจจุบันที่มีเพียงสาขาพระราม 3
- บริษัทขยายฐานลูกค้าต่างชาติเพิ่มขึ้นหลังลงทุนห้องแลปเพิ่มในปี 2024

### Risks to our call

ความเสี่ยงที่จะทำให้ประมาณการของเราต่ำกว่าคาด คือ เกิดวิกฤติด้านสาธารณสุข เช่น โรคระบาดโควิด หรือเกิดเหตุข้อพิพาทด้านกฎหมาย และต้นทุนในการรักษา โดยเฉพาะยาที่ใช้ในการรักษากรณีมีบุตรยากมีราคาสูงขึ้นกว่าคาด

### Event calendar

Date	Event
14 November 2023	3Q23 results announcement

### Key assumptions

	2023E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)
Revenues from ICSI	224	336	386
Revenues form NGS	58	86	99
Revenues from Prelim	26	38	44
Revenues from Egg freezing	10	14	17
Revenues from IUI	1	2	2
Gross Margin (%)	48.2%	47.5%	47.5%
Revenue growth (%)	16.0%	50.0%	15.0%

Source: FSSIA estimates

### Earnings sensitivity

- For every 5% increase in ICSI revenue, we estimate 2023 net profit to rise by 6%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in ICSI GPM, we estimate 2023 net profit to rise by 12%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

## Exhibit 1: 3Q23E earnings preview

Profit & Loss Statement	1Q23	2Q23	3Q23E	Change	----- 9M23E -----		2022	2023E	Change
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(THB m)	(%23E)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Revenue	86	81	86	6	253	79	276	321	16
Cost of services	44	42	45	7	131	79	146	166	14
Gross profit	42	39	41	6	122	79	130	155	19
Operating costs	16	17	17	3	49	73	48	68	41
Operating profit	26	22	24	7	72	83	82	87	6
Interest expense	3	3	1	n/a	6	307	2	2	0
Profit before tax	29	25	25	(1)	79	92	80	85	6
Tax	15	23	28	21	66	443	14	15	4
<b>Reported net profit</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>7</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>7</b>
EPS (THB)	0.09	0.07	0.09	22	0.24	76	0.41	0.32	(22)
Recurring EPS (THB)	0.09	0.07	0.09	22	0.24	76	0.41	0.32	(22)
<b>Key Ratios (%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(%)</b>		<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>
Gross margin	48.7	48.0	47.7	(0.3)	48.1		47.1	48.2	1.1
Net margin	22.0	19.2	22.1	2.9	21.2		23.8	21.9	(1.9)
SG&A / Sales	18.0	20.6	20.0	(0.6)	19.5		17.3	21.0	3.7

Sources: GFC; FSSIA estimates

เราปรับประมาณการปี 2023-25 เพิ่มเพื่อสะท้อนผลประกอบการ 3Q23 ที่คาดว่าจะออกมาดี และต่อเนื่องถึงปี 2024-25 ที่คาดว่าจะออกมามากกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ โดยเราได้ปรับสมมติฐานอัตราการเติบโตของรายได้ ICSI เพิ่มขึ้นอีก 5% เนื่องจากจำนวนผู้มีบุตรยากที่เข้ามาใช้บริการรักษามีจำนวนเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลจากการ ทำกิจกรรมการตลาดและกิจกรรมส่งเสริมการขายอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น ทำให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น นอกจากนี้เรายังได้ปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นขึ้นเนื่องจาก 9M23 สูงกว่าที่เราเคยคาดไว้ก่อนหน้านี้ที่ระดับ 45% ประกอบด้วยต้นทุนการให้บริการค่อนข้างนิ่งจากจำนวนแพทย์ พยาบาลและนักวิทยาศาสตร์ที่ไม่เปลี่ยนแปลงเพราะรับพนักงานเพิ่มมาตั้งแต่ต้นปี 2023 เพื่อรองรับการเปิดสาขาใหม่แล้ว แต่ต้นทุนค่าเสื่อมราคาจะเพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขาใหม่ อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าอัตรากำไรขั้นต้นน่าจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 47.5-48% ในช่วงปี 2023-25 จากเดิมที่เราคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 44-45%

## Exhibit 2: Adjusted Key assumptions

	----- Current -----			----- Previous -----			----- % change -----		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Revenue (THB m)	321	477	549	304	468	534	6	2	3
Net profits (THB m)	70	105	130	59	86	110	19	23	18
Gross profit margin (%)	48.2	47.5	47.5	45.0	45.0	44.0	7	6	8

Sources: GFC; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Genesis Fertility Center

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	242	276	321	477	549
Cost of goods sold	(123)	(146)	(166)	(252)	(290)
<b>Gross profit</b>	<b>119</b>	<b>130</b>	<b>155</b>	<b>225</b>	<b>259</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(33)	(48)	(68)	(95)	(102)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>119</b>	<b>162</b>	<b>197</b>
Depreciation	(13)	(15)	(32)	(31)	(40)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>86</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>130</b>	<b>157</b>
Net financing costs	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>85</b>	<b>128</b>	<b>155</b>
Tax	(15)	(14)	(15)	(23)	(25)
<b>Profit after tax</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>105</b>	<b>130</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>105</b>	<b>130</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>105</b>	<b>130</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.44	0.41	0.32	0.48	0.59
Reported EPS	0.44	0.41	0.32	0.48	0.59
DPS	0.41	0.22	0.18	0.19	0.29
Diluted shares (used to calculate per share data)	160	160	220	220	220
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	12.9	14.0	16.4	48.7	15.0
Operating EBITDA (%)	6.4	(2.5)	23.4	35.7	21.7
Operating EBIT (%)	5.8	(4.9)	6.3	49.5	20.5
Recurring EPS (%)	(47.7)	(5.7)	(22.1)	50.0	23.4
Reported EPS (%)	(47.7)	(5.7)	(22.1)	50.0	23.4
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	49.2	47.1	48.2	47.2	47.2
Gross margin exc. depreciation (%)	54.5	52.3	58.1	53.8	54.5
Operating EBITDA margin (%)	40.9	35.0	37.1	33.9	35.9
Operating EBIT margin (%)	35.6	29.7	27.1	27.3	28.6
Net margin (%)	28.8	23.8	21.9	22.1	23.7
Effective tax rate (%)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
Dividend payout on recurring profit (%)	93.3	53.3	56.0	40.0	48.6
Interest cover (X)	47.0	39.7	42.2	63.1	76.0
Inventory days	27.9	31.2	38.2	23.3	20.6
Debtor days	1.5	2.6	3.2	2.9	3.3
Creditor days	65.0	66.8	76.0	62.1	70.9
Operating ROIC (%)	248.9	48.2	20.1	18.6	18.1
ROIC (%)	122.1	39.6	18.6	17.4	16.9
ROE (%)	68.7	47.2	13.3	11.3	13.0
ROA (%)	44.0	22.5	10.2	10.4	11.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Intracytoplasmic Sperm Injection (ICSI)	178	195	224	336	386
Next generation sequencing (NGS)	39	47	58	86	99
Preliminary examination services	20	27	26	38	44
Oocyte freezing	4	6	10	14	17

Sources: Genesis Fertility Center; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Genesis Fertility Center

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	70	66	70	105	130
Depreciation	13	15	32	31	40
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	4	1	6	22	10
<b>Cash flow from operations</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>108</b>	<b>159</b>	<b>180</b>
Capex - maintenance	(12)	(241)	(241)	(289)	(85)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(6)	4	(4)	(15)	(7)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(18)</b>	<b>(237)</b>	<b>(245)</b>	<b>(304)</b>	<b>(92)</b>
Dividends paid	(65)	(35)	(39)	(42)	(63)
Equity finance	40	0	720	0	0
Debt finance	6	179	(166)	(18)	(3)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(19)</b>	<b>144</b>	<b>514</b>	<b>(60)</b>	<b>(66)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>50</b>	<b>(12)</b>	<b>377</b>	<b>(205)</b>	<b>22</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	70.58	(154.10)	(135.42)	(142.93)	90.15
Free cash flow to equity (FCFE)	74.52	22.93	(303.77)	(162.56)	85.45

#### Per share (THB)

FCFF per share	0.32	(0.70)	(0.62)	(0.65)	0.41
FCFE per share	0.34	0.10	(1.38)	(0.74)	0.39
Recurring cash flow per share	0.51	0.50	0.46	0.62	0.77

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	77	313	554	843	928
Less: Accumulated depreciation	(28)	(37)	(69)	(100)	(140)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>49</b>	<b>276</b>	<b>485</b>	<b>743</b>	<b>788</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	97	85	462	257	279
A/C receivable	1	3	3	5	5
Inventories	8	14	14	14	14
Other current assets	0	2	2	2	2
<b>Current assets</b>	<b>108</b>	<b>104</b>	<b>481</b>	<b>277</b>	<b>300</b>
Other assets	33	28	33	49	56
<b>Total assets</b>	<b>190</b>	<b>408</b>	<b>999</b>	<b>1,069</b>	<b>1,144</b>
Common equity	124	154	905	968	1,035
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>124</b>	<b>154</b>	<b>905</b>	<b>968</b>	<b>1,035</b>
Long term debt	27	165	35	21	19
Other long-term liabilities	1	2	2	3	3
<b>Long-term liabilities</b>	<b>28</b>	<b>166</b>	<b>37</b>	<b>24</b>	<b>22</b>
A/C payable	22	26	30	45	52
Short term debt	4	46	9	6	5
Other current liabilities	12	15	17	26	30
<b>Current liabilities</b>	<b>38</b>	<b>87</b>	<b>57</b>	<b>77</b>	<b>87</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>190</b>	<b>408</b>	<b>999</b>	<b>1,069</b>	<b>1,145</b>
Net working capital	(23)	(23)	(28)	(51)	(60)
Invested capital	59	281	489	741	783

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

#### Per share (THB)

Book value per share	0.77	0.96	4.11	4.40	4.71
Tangible book value per share	0.77	0.96	4.11	4.40	4.71

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	(53.3)	81.1	(46.1)	(23.8)	(24.6)
Net debt/total assets (%)	(34.8)	30.7	(41.8)	(21.5)	(22.3)
Current ratio (x)	2.8	1.2	8.5	3.6	3.4
CF interest cover (x)	41.4	12.1	(145.8)	(77.5)	42.3

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>23.7</b>	<b>25.1</b>	<b>32.2</b>	<b>21.5</b>	<b>17.4</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>27.6</b>	<b>29.2</b>	<b>37.5</b>	<b>25.0</b>	<b>20.3</b>
Reported P/E (x)	23.7	25.1	32.2	21.5	17.4
Dividend yield (%)	3.9	2.1	1.7	1.9	2.8
Price/book (x)	13.3	10.7	2.5	2.3	2.2
Price/tangible book (x)	13.3	10.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA (x) **	16.0	18.4	15.5	12.6	10.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	18.7	21.2	18.7	14.9	12.1
EV/invested capital (x)	26.9	6.3	3.8	2.7	2.6

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Genesis Fertility Center; FSSIA estimates

### Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>THSI inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETTHSI Index</b> is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
<b>CG Score</b> by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
<b>AGM level</b> By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
<b>Thai CAC</b> By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
<b>Morningstar Sustainalytics</b>	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality &amp; peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
<b>ESG Book</b>	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
<b>MSCI</b>	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3"><b>Leader:</b></td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3"><b>Average:</b></td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570	<b>A</b>	5.714-7.142	<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285	<b>B</b>	1.429-2.856	<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
<b>AA</b>	7.143-8.570																				
<b>A</b>	5.714-7.142																				
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
<b>BB</b>	2.857-4.285																				
<b>B</b>	1.429-2.856																				
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
<b>Moody's ESG solutions</b>	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
<b>Refinitiv ESG rating</b>	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																				
<b>S&amp;P Global</b>	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
<b>Bloomberg</b>	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

Source: FSSIA's compilation

## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

#### Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Genesis Fertility Center	GFC TB	THB 10.30	BUY	ความเสี่ยงที่จะอาจประมาณการของเราต่ำกว่าคาด คือ เกิดวิกฤติด้านสาธารณสุข เช่น โรคระบาดโควิด หรือเกิดเหตุข้อพิพาทด้านกฎหมาย และต้นทุนในการรักษา โดยเฉพาะยาที่ใช้ในการรักษากรณีมีบุตรยากมีราคาสูงขึ้นกว่าคาด

Source: FSSIA estimates

### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 02-Nov-2023 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.