8 NOVEMBER 2023

EQUITY RESEARCH - COMPANY REPORT

SAFE FERTILITY GROUP SAFE TB

THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

BUY

TARGET PRICE	THB25.00
CLOSE	THB19.30
UP/DOWNSIDE	+29.5%

คาดกำไร 3Q23 ยังโตต่อเนื่อง

- คาดกำไรสุทธิ 3Q23 ที่ 59 ลบ. เพิ่มขึ้น 14.3% q-q จากจำนวนรอบเก็บไข่ที่เพิ่มขึ้นหลังทำการส่งเสริมการตลาดและมีลูกค้าต่างชาติเพิ่ม
- ปรับลดประมาณการกำไรปี 2023 ลง 4.9% แต่คงประมาณการปี 2024-25 เท่าเดิม
- คงราคาเป้าหมายปี 2024 มี 25 บาท อิง PE ปี 2024 ที่ 27 เท่า

คาดกำไร 3Q23 ยังดีต่อเนื่อง

คาดกำไรสุทธิ 3Q23 ที่ 59 ลบ. เพิ่มขึ้น 14.3% q-q คาดรายได้รวมเพิ่มขึ้น 5.8% q-q จากการให้บริการ ICSI ที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดจำนวนรอบในการเก็บไข่อยู่ที่ประมาณ 360 รอบ เพิ่มขึ้น จาก 345 รอบใน 2Q23 และ 298 รอบใน 1Q23 แรงหนุนหลัก มาจากการส่งเสริมการตลาด และลูกค้าต่างชาติที่เพิ่มขึ้นตามตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และรายได้จาก การให้บริการตรวจพันธุกรรมของตัวอ่อนที่เพิ่มขึ้นเพราะบริษัทมีห้องปฏิบัติการ LAB ที่เป็นมาตรฐานสากล ทำให้คลินิก IVF อื่นและโรงพยาบาลต่างๆ เข้ามาใช้บริการเพิ่มขึ้น ขณะที่คาดอัตรากำไรขั้นต้น 3Q23 อยู่ที่ 54.8% ใกล้เคียงกับ 2Q23 และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลงเนื่องจากค่าใช้จ่ายในส่วนของการ IPO จะถูกนำไปหักไว้ในส่วนเกินมูลค่าหุ้น

แนวโน้มกำไร 4Q23 ยังดีต่อเนื่อง

หากกำไรสุทธิ 3Q23 ตามคาด จะทำให้กำไร 9M23 อยู่ที่ 147 ลบ. คิดเป็นเพียง 65% ของประมาณการปี 2023 เดิมของเรา ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการกำไรปี 2023 ลง 4.9% เป็น 212 ลบ. +31.1% y-y จากการปรับสมมติฐานจำนวน treatment cycle ปี 2023 ลงจาก 1,482 รอบ เป็น 1,425 รอบ และปรับ Gross Margin ลง 0.5% แต่ยังคงประมาณการกำไรปี 2024-25 เท่าเดิม ส่วนแนวโน้ม 4Q23 ยังดีต่อจากความคาดหวังว่าช่วงท้ายปีนี้ที่จะมี Pend up demand จากลูกค้าที่ต้องการมีบุตรที่คลอดในปีหน้าซึ่งเป็นปีมังกร

แนวโน้มปี 2024-25 จะเติบโตดีจากการขยายสาขาและฐานลูกค้าเพิ่ม

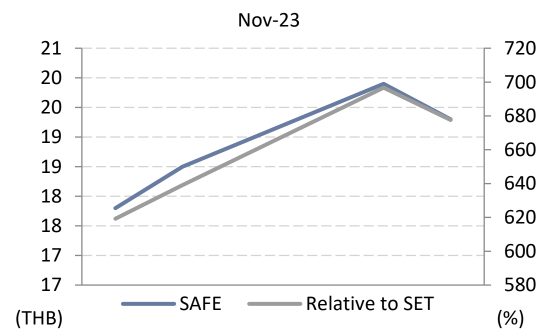
เรายังคาดการเติบโตของรายได้ปี 2024-25 จะมาจากแนวโน้มอัตราการเจริญพันธุ์ที่ลดลงจากวิถีชีวิตที่ทำให้การตั้งครรภ์ล่าช้า และไทยเป็นจุดหมายของ Fertility Tourism อีกทั้งบริษัทมีแผนลงทุนขยายสาขา 2-4 แห่ง และให้บริการด้านห้อง Lab Outsource อีก 2-4 แห่ง ด้วยงบลงทุน 350 ลบ. รวมถึงการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวเนื่อง อาทิ การขยายสาขาคลินิกเสริมความงาม และมีแผน M&A คลินิก IVF ทั้งในและต่างประเทศ คาดใช้เงินลงทุน 500 ลบ. รวมเป็นเงินลงทุนประมาณ 850 ลบ.

ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 25 บาท ยังแนะนำ ซื้อ

เรายังคงราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 25 บาท อิง PE เหมาะสมที่ 27 เท่าใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในกลุ่มการแพทย์ (รวม GFC)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	727	905	1,223	1,467
Net profit	159	212	281	338
EPS (THB)	0.71	0.70	0.92	1.11
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	268	364	528	677
Recurring net profit	159	212	281	338
Core EPS (THB)	0.71	0.70	0.92	1.11
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	109.2	(1.3)	32.5	20.3
Core P/E (x)	27.3	27.7	20.9	17.4
Dividend yield (%)	1.3	1.1	1.4	1.9
EV/EBITDA (x)	13.3	13.7	9.7	7.6
Price/book (x)	3.6	3.2	2.9	2.6
Net debt/Equity (%)	(64.3)	(47.3)	(35.5)	(31.5)
ROE (%)	13.8	13.9	14.4	15.7



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	n/a	n/a	n/a
Relative to country (%)	n/a	n/a	n/a
Mkt cap (USD m)			165
3m avg. daily turnover (USD m)			n/a
Free float (%)			26
Major shareholder			Quangkananurug family (61%)
12m high/low (THB)			n/a
Issued shares (m)			303.95

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

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

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัท เซฟ เฟอร์ทิลิตี้ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO)

Investment thesis

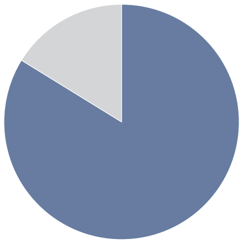
SAFE ดำเนินธุรกิจให้บริการและรักษาผู้มีบุตรยากแบบ Fully Integrated Fertility Service ด้วยเทคโนโลยีนำสมัย มีมาตรฐานการรักษาและความปลอดภัยระดับสากล ปัจจุบันมี 5 สาขา โดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญกว่า 13 ท่าน (ประสบการณ์เฉลี่ย >20 ปี) และทีมนักวิทยาศาสตร์กว่า 30 ท่าน ด้วยอัตราความสำเร็จในการรักษาภาวะผู้มีบุตรยากเฉลี่ยมากกว่า 70% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 30.5-46.4% ปัจจุบันลูกค้าต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 50% อาทิ จีน อินเดีย พม่า และเวียดนาม เป็นต้น แนวโน้มอัตราการเจริญพันธุ์ที่ลดลงจะหนุนธุรกิจภาวะมีบุตรยาก อีกทั้งไทยยังเป็นจุดหมายของ Fertility Tourism ในราคาที่ถูกกว่าต่างประเทศบนมาตราฐานสากล

Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยีและอุปกรณ์ที่นำสมัย มาตราฐานการรักษาระดับสูงทำให้บริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กหลอดแก้วแห่งแรกของไทยจาก RTAC

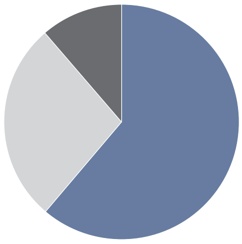
www.safefertilitygroup.com

Principal activities (revenue, 2022)



Source: Safe Fertility Group

Major shareholders



Source: Safe Fertility Group

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตของกำไร คือ 1) การส่งเสริมการตลาด และผลของการนำบริษัทเข้าซื้อขายในตลาดหุ้นจะทำให้เป็นที่รู้จัก และเป็นที่น่าเชื่อถือมากขึ้น ซึ่งจะสามารถดึงดูดลูกค้าเพิ่มขึ้นในอนาคต 2) การขยายสาขาอีก 2-4 สาขาในอีก 3 ปีข้างหน้า รวมถึงการขยายห้องปฏิบัติการ Lab ที่เป็น outsource อีก 3-4 แห่ง และ 3) บริษัทมีแผนการทำ M&A บริษัทอื่นที่ทำ IVF ทั้งในและต่างประเทศ

Risks to our call

ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าต่างชาติลดลงจากผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาด และต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

Event calendar

Date	Event
14 November 2023	3Q23 results announcement

Key assumptions

	2023E	2024E	2025E
จำนวนรอบเก็บไข่ (OPU Cycle)	1,425	1,927	2,312
รายได้/Treatment Cycle (ลบ.)	0.53	0.53	0.53
Gross Margin	55.5%	56.0%	56.0%

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 10% increase in revenue, we estimate 2024 net profit to rise by 3.4%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in GPM, we estimate 2024 net profit to rise by 7.8%, and vice versa, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: 3Q23E results preview

Year to Dec 31	1Q23 (THB m)	2Q23 (THB m)	3Q23E (THB m)	Change (q-q %)	------------ 9M23 ------------ (THB m)	(%23E)	2022 (THB m)	2023E (THB m)	Change (y-y %)
Revenue	**188**	**219**	**231**	***5.8***	**638**	***71***	**727**	**905**	***24.5***
Cost of services	81	99	105	*5.7*	285	*71*	329	403	*22.3*
Gross profit	106	120	127	*5.9*	353	*70*	397	502	*26.3*
Operating costs	51	58	56	*(4.6)*	165	*71*	194	233	*20.5*
Operating profit	**55**	**62**	**71**	***15.8***	**188**	***70***	**206**	**269**	***30.1***
Other income	1	3	2	*(33.3)*	5	*148*	3	3	*0.0*
Other expense	(0)	(1)	(0)	*n/a*	(1)	*n/a*	(1)	2	*n/a*
Interest expense	(1)	(1)	(1)	*0.0*	(3)	*68*	(3)	(4)	*33.3*
Profit before tax	**55**	**63**	**72**	***14.8***	**190**	*72*	**206**	**265**	***28.3***
Tax	(19)	(11)	(13)	*16.2*	(43)	*81*	(41)	(53)	*29.3*
Reported net profit	**35.9**	**51.6**	**59.0**	***14.3***	**147**	***69***	**162**	**212**	***31.1***
Recurring net profit	**35.9**	**51.6**	**59.0**	***14.3***	**147**	*69*	**162**	**212**	***31.1***
EPS (THB)	0.16	0.21	0.19	*(7.5)*	0.56		0.72	0.70	*(3.0)*
Recurring EPS (THB)	0.16	0.21	0.19	*(7.5)*	0.56		0.72	0.70	*(3.0)*
Key Ratios (%)	**(%)**	**(%)**	**(%)**	***(ppt)***	**(%)**		**(%)**	**(%)**	***(ppt)***
Gross margin	56.7	54.7	54.8	*0.1*	55.3		54.7	55.5	*0.8*
SG&A / Sales	27.3	26.6	24.0	*(2.6)*	25.9		26.7	25.8	*(0.9)*
Effective tax rate	34.6	17.6	18.0	*0.3*	22.7		20.0	20.0	*0.0*

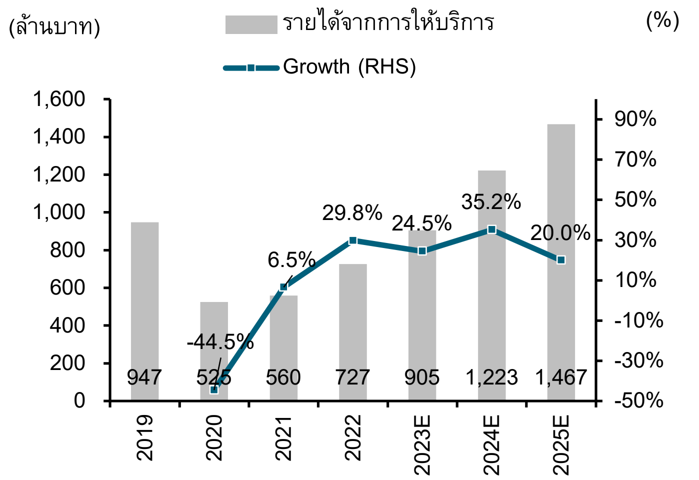
Sources: SAFE; FSSIA estimates

Exhibit 2: Key change of assumptions

	-------------------- Current --------------------			------------------- Previous -------------------			-------------- % change ----------------		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	*2023E*	*2024E*	*2025E*
Revenues (THB m)	905	1,223	1,467	941	1,223	1,467	*(3.9)*	*0.0*	*0.0*
Net profits (THB m)	212	281	338	223	281	338	*(4.9)*	*0.0*	*0.0*
Gross profit margin (%)	55.5	56.0	56.0	56.0	56.0	56.0	*(0.9)*	*0.0*	*0.0*

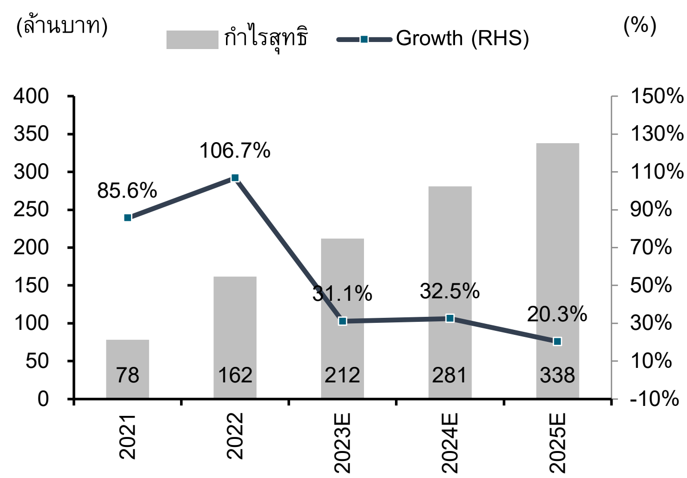
Source: FSSIA estimates

Exhibit 3: รายได้จากการให้บริการและอัตราการเติบโต



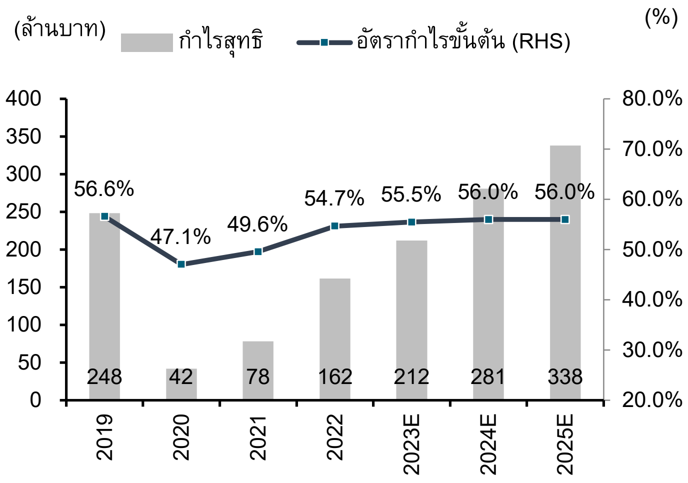
Sources: SAFE, FSSIA estimate

Exhibit 4: กำไรสุทธิและอัตราการเติบโต



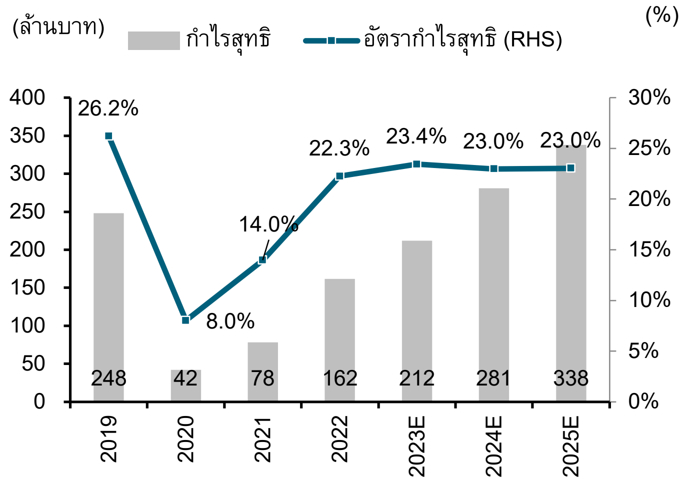
Sources: SAFE, FSSIA estimate

Exhibit 5: : กำไรสุทธิและอัตรากำไรขั้นต้น



Sources: SAFE, FSSIA estimate

Exhibit 6: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: SAFE, FSSIA estimate

Financial Statements

Safe Fertility Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	560	727	905	1,223	1,467
Cost of goods sold	(282)	(329)	(403)	(538)	(646)
Gross profit	**277**	**397**	**502**	**685**	**822**
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(178)	(194)	(233)	(330)	(396)
Operating EBITDA	**176**	**268**	**364**	**528**	**677**
Depreciation	(77)	(64)	(95)	(173)	(251)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**100**	**204**	**269**	**355**	**426**
Net financing costs	(4)	(3)	(4)	(4)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	**96**	**200**	**265**	**351**	**423**
Tax	(20)	(41)	(53)	(70)	(85)
Profit after tax	**76**	**159**	**212**	**281**	**338**
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	**76**	**159**	**212**	**281**	**338**
Non-recurring items & goodwill (net)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**76**	**159**	**212**	**281**	**338**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.34	0.71	0.70	0.92	1.11
Reported EPS	0.34	0.71	0.70	0.92	1.11
DPS	0.29	0.25	0.21	0.28	0.37
Diluted shares (used to calculate per share data)	225	225	304	304	304
Growth					
Revenue (%)	6.5	29.8	24.5	35.2	20.0
Operating EBITDA (%)	28.8	52.1	35.7	45.0	28.2
Operating EBIT (%)	90.4	104.1	31.8	32.0	20.0
Recurring EPS (%)	100.7	109.2	(1.3)	32.5	20.3
Reported EPS (%)	100.7	109.2	(1.3)	32.5	20.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	49.6	54.7	55.5	56.0	56.0
Gross margin exc. depreciation (%)	63.2	63.6	66.0	70.2	73.1
Operating EBITDA margin (%)	31.5	36.9	40.2	43.2	46.1
Operating EBIT margin (%)	17.8	28.0	29.7	29.0	29.0
Net margin (%)	13.6	21.9	23.4	23.0	23.0
Effective tax rate (%)	20.6	20.3	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	86.8	35.2	30.5	30.2	33.2
Interest cover (X)	28.4	59.0	73.5	101.3	141.8
Inventory days	54.4	57.0	57.8	48.7	45.1
Debtor days	8.7	8.0	54.1	87.0	91.7
Creditor days	103.0	89.0	65.6	51.6	53.5
Operating ROIC (%)	17.7	42.2	35.2	27.6	26.5
ROIC (%)	13.8	32.4	29.1	23.7	22.7
ROE (%)	7.0	13.8	13.9	14.4	15.7
ROA (%)	6.1	11.9	12.5	13.2	14.4

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue from ICSI treatment	474	609	755	1,021	1,225
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	86	118	147	199	239
Revenue from dermatology services	-	-	2	3	3

Sources: Safe Fertility Group ; FSSIA estimates

Financial Statements

Safe Fertility Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	76	159	212	281	338
Depreciation	77	64	95	173	251
Associates & minorities	0	6	0	0	0
Other non-cash items	8	6	3	8	5
Change in working capital	6	54	(306)	(173)	(147)
Cash flow from operations	**167**	**289**	**4**	**290**	**448**
Capex - maintenance	(18)	(35)	(300)	(300)	(300)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	2	(14)	(38)	(54)	(45)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	**(16)**	**(49)**	**(338)**	**(354)**	**(345)**
Dividends paid	(66)	(56)	(65)	(85)	(112)
Equity finance	0	3	498	0	0
Debt finance	(12)	(7)	(13)	(10)	(5)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	**(78)**	**(60)**	**421**	**(94)**	**(117)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	2	3	0	0	0
Net other adjustments	**2**	**3**	**0**	**0**	**0**
Movement in cash	**76**	**183**	**87**	**(159)**	**(15)**
Free cash flow to firm (FCFF)	154.65	243.99	(330.00)	(60.66)	105.42
Free cash flow to equity (FCFE)	141.71	236.13	(346.20)	(74.16)	97.42
Per share (THB)					
FCFF per share	0.51	0.80	(1.09)	(0.20)	0.35
FCFE per share	0.47	0.78	(1.14)	(0.24)	0.32
Recurring cash flow per share	0.71	1.05	1.02	1.52	1.96

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	163	150	450	750	1,050
Less: Accumulated depreciation	0	0	(78)	(234)	(468)
Tangible fixed assets (net)	**163**	**150**	**372**	**516**	**582**
Intangible fixed assets (net)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	668	851	938	779	764
A/C receivable	11	20	248	335	402
Inventories	34	49	49	49	49
Other current assets	303	228	284	384	461
Current assets	**1,017**	**1,148**	**1,519**	**1,547**	**1,676**
Other assets	117	114	142	192	231
Total assets	**1,297**	**1,413**	**2,033**	**2,255**	**2,488**
Common equity	1,096	1,204	1,850	2,046	2,272
Minorities etc.	0	6	6	6	6
Total shareholders' equity	**1,096**	**1,210**	**1,856**	**2,052**	**2,278**
Long term debt	80	73	60	50	45
Other long-term liabilities	31	31	38	52	62
Long-term liabilities	**110**	**103**	**98**	**102**	**107**
A/C payable	63	66	44	59	57
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	27	33	35	43	48
Current liabilities	**90**	**99**	**79**	**102**	**104**
Total liabilities and shareholders' equity	**1,297**	**1,413**	**2,033**	**2,256**	**2,489**
Net working capital	258	198	502	666	808
Invested capital	539	463	1,016	1,375	1,621
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	4.87	5.35	6.09	6.73	7.48
Tangible book value per share	4.87	5.35	6.09	6.73	7.48
Financial strength					
Net debt/equity (%)	(53.7)	(64.3)	(47.3)	(35.5)	(31.5)
Net debt/total assets (%)	(45.4)	(55.1)	(43.2)	(32.3)	(28.9)
Current ratio (x)	11.3	11.6	19.1	15.2	16.1
CF interest cover (x)	41.3	69.3	(93.7)	(20.2)	33.5

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	**57.1**	**27.3**	**27.7**	**20.9**	**17.4**
Recurring P/E @ target price (x) *	**74.0**	**35.4**	**35.8**	**27.1**	**22.5**
Reported P/E (x)	57.1	27.3	27.7	20.9	17.4
Dividend yield (%)	1.5	1.3	1.1	1.4	1.9
Price/book (x)	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6
Price/tangible book (x)	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (x) **	21.3	13.3	13.7	9.7	7.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	28.6	18.1	18.5	13.0	10.2
EV/invested capital (x)	7.0	7.7	4.9	3.7	3.2

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

Sources: Safe Fertility Group ; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

<table>
<tr><th>ESG score</th><th>Methodology</th><th colspan="2">Rating</th></tr>
<tr><td>The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global</td><td>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.</td><td colspan="2">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.</td></tr>
<tr><td>Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)</td><td>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.</td><td colspan="2">To be eligible for THSI inclusion, 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.
SETTHSI Index 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.</td></tr>
<tr><td>CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)</td><td>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.</td><td colspan="2">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%).</td></tr>
<tr><td>AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC</td><td>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%). (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&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</td><td colspan="2">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.</td></tr>
<tr><td>Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)</td><td>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.
(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.)</td><td colspan="2">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.</td></tr>
<tr><td>Morningstar Sustainalytics</td><td>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. 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 & peer reviews.</td><td colspan="2">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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table></td></tr>
<tr><td>ESG Book</td><td>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.</td><td colspan="2">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.</td></tr>
<tr><td>MSCI</td><td colspan="3">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><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="2">Leader:</td><td rowspan="2">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td><td rowspan="3">Average:</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>BBB</td><td>4.286-5.713</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table></td></tr>
<tr><td>Moody's ESG solutions</td><td colspan="3">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.</td></tr>
<tr><td>Refinitiv ESG rating</td><td colspan="3">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. (Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</td></tr>
<tr><td>S&P Global</td><td colspan="3">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.</td></tr>
<tr><td>Bloomberg</td><td>ESG Score</td><td colspan="2">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.</td></tr>
<tr><td>Bloomberg</td><td>ESG Disclosure Score</td><td colspan="2">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.</td></tr>
</table>

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.

 Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Safe Fertility Group	SAFE TB	THB 19.30	BUY	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าต่างชาติลดลงจากผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาด และต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

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 07-Nov-2023 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / 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.