

SAFE FERTILITY GROUP
THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

SAFE TB

BUY

UNCHANGED

ผู้นำตลาด IVF ที่มี Margin สูงมาก

- คาดกำไรสุทธิ 2024 เติบโต 32.6% y-y จากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายที่เข้ารับรักษาแบบ ICSI เพราะมีโอกาสสำเร็จสูง และรายได้บริการตรวจพันธุกรรมที่ได้รับความนิยมมากขึ้น
- คาดกำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 63 ลบ. เพิ่มขึ้น 4.5% q-q และ 95.5% y-y
- ราคาปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน ราคาเป้าหมาย 25 บาท

TARGET PRICE	THB25.00
CLOSE	THB17.70
UP/DOWNSIDE	+41.2%
PRIOR TP	THB25.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+400.0%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	727	883	1,194	1,432
Net profit	162	212	281	338
EPS (THB)	0.72	0.70	0.93	1.11
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	268	356	520	667
Recurring net profit	162	212	281	338
Core EPS (THB)	0.72	0.70	0.93	1.11
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	106.7	(2.9)	32.6	20.1
Core P/E (x)	24.6	25.4	19.1	15.9
Dividend yield (%)	1.4	1.2	1.6	2.1
EV/EBITDA (x)	12.0	12.4	8.8	6.9
Price/book (x)	3.3	2.8	2.6	2.3
Net debt/Equity (%)	(64.3)	(49.7)	(38.3)	(34.3)
ROE (%)	14.1	13.6	14.0	15.2

คาดกำไรสุทธิ 4Q23 ที่ 63 ลบ. เพิ่มขึ้น 4.5% q-q และ 95.5% y-y

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q23 อยู่ที่ 63 ลบ. เพิ่มขึ้น 4.5% q-q และ 95.5% y-y จากรายได้การให้บริการรักษาผู้มีบุตรยากด้วยวิธี ICSI ที่เพิ่มขึ้น โดยคาดจำนวนรอบในการเก็บไข่ออยู่ที่ 320 รอบใน 4Q23 เพิ่มขึ้น จาก 315 รอบ ใน 3Q23 และ 264 รอบใน 4Q22 จากลูกค้าต่างชาติที่ยังเพิ่มต่อเนื่องโดยเฉพาะเวียดนามและอินเดีย ตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้าไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงปลายปี ประกอบกับรายได้จากการให้บริการตรวจพันธุกรรมของตัวอ่อนและทารกมีปริมาณที่เพิ่มขึ้น ตามจำนวนรอบรักษาและความสะดวกในการตรวจพันธุกรรมทารกหลังตั้งครรภ์ปกติมากขึ้น เพื่อจะได้บุตรที่มีความสมบูรณ์และปลอดภัยระหว่างตั้งครรภ์และหลังคลอด ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 55.3% ใน 4Q23 เพราะต้นทุนการให้บริการทรงตัวแต่รายได้เพิ่มขึ้น ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย จากการทำการส่งเสริมการตลาดช่วงปลายปี

ตลาดการรักษามีบุตรยาก (IVF) เติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 14%

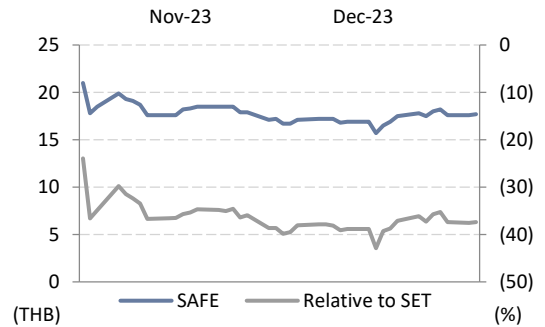
แนวโน้มการตั้งครรภ์ล่าช้าจากวัฒนธรรมและวิถีชีวิตที่เปลี่ยนไปช่วยหนุนให้มีการนำเทคโนโลยีทางการแพทย์มาปรับใช้ในการรักษาเพื่อเพิ่มอัตราความสำเร็จการตั้งครรภ์ดีขึ้น ส่งผลให้แนวโน้มของอุตสาหกรรม IVF เติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะไทยที่เป็นจุดหมายสำคัญสำหรับผู้มีบุตรยากทั่วโลก (Fertility Tourism) โดย SAFE ผู้นำตลาด IVF ของไทยที่มีเทคโนโลยีด้านการรักษาระดับสากล ด้วยอัตราความสำเร็จในการรักษามากกว่า 70% สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ระดับ 15.3-41.7%

คาดกำไรสุทธิ 2024 เติบโต 32.6% y-y

คาดกำไรสุทธิปี 2024 ที่ 281 ล้านบาท เติบโต 32.6% y-y โดยได้ปัจจัยหนุนจาก 1) เราคาดรายได้จากรักษาการมีบุตรยากด้วยวิธี ICSI เติบโตประมาณ 20% y-y จากทั้งลูกค้าในประเทศที่บริษัทได้ความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นและลูกค้าต่างชาติที่เป็นคนเวียดนามและอินเดียเพิ่มขึ้นจากการส่งเสริมการตลาดเพิ่มมากขึ้นและหวังลูกค้าจากจีนจะเพิ่มขึ้นเป็น Upside ในปี 2024 และ 2) รายได้ค่าบริการตรวจพันธุกรรมตัวอ่อนและทารกคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 30% y-y จากการตรวจพันธุกรรมเป็นที่นิยมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะจะช่วยลดความเสี่ยงจากการตั้งครรภ์และให้ทารกหลังคลอดมีความสมบูรณ์ อีกทั้งบริษัทมีแผนลงทุนขยายสาขา 2-4 แห่ง และให้บริการด้านห้อง Lab Outsource อีก 3-4 แห่ง และมีแผน M&A คลินิก IVF ทั้งในและต่างประเทศ ในอีก 1-2 ปีข้างหน้า

ราคาปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน ราคาเป้าหมาย 25 บาท

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023-25 เท่าเดิม และราคาเป้าหมาย 25 บาท อิง PE 27 เท่าใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มการแพทย์ ราคาหุ้นปัจจุบันเทรด PE ปี 2024 เพียง 19.1 เท่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์ ดังนั้นจึงยังแนะนำ "ซื้อ"



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(1.1)	n/a	n/a
Relative to country (%)	(2.2)	n/a	n/a
Mkt cap (USD m)	156		
3m avg. daily turnover (USD m)	n/a		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Quangkananurug family (61%)		
12m high/low (THB)	20.30/15.60		
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

Investment thesis

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

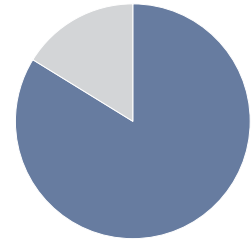
Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยีและอุปกรณ์ที่ทันสมัย มาตรฐานการรักษาระดับสูงทำให้บริษัทได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กหลอดแก้วแห่งแรกของไทยจาก RTAC

www.safefertilitygroup.com

Principal activities (revenue, 2022)

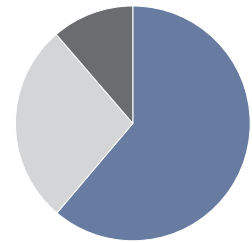
- Revenue from ICSI treatment - 83.8 %
- Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses - 16.2 %



Source: Safe Fertility Group

Major shareholders

- Quangkananurug family - 61.2 %
- Initial public offering - 27.5 %
- Others - 11.3 %



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

ความเสี่ยงที่จะมีผลกระทบต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าต่างชาติลดลงจากผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาด และต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

Event calendar

Date	Event
March 2024	4Q23/2023 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.

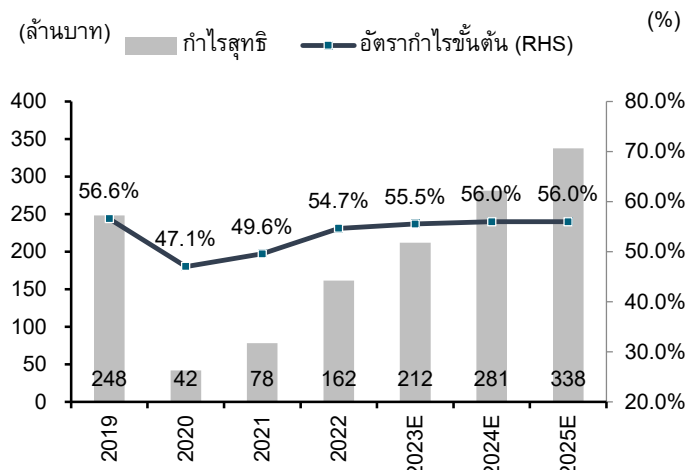
Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: 4Q23E Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	187	187	183	170	188	219	223	254	14.0	49.3
Cost of services	82	83	83	81	81	99	99	113	14.9	40.8
Gross profit	105	103	100	89	106	120	124	140	13.2	56.8
Operating costs	46	47	50	51	51	58	52	68	32.3	35.0
Operating profit	58	56	50	39	55	62	72	72	(0.5)	85.3
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	54.3	174.5
Profit before tax	58	56	49	41	55	63	73	74	2.1	83.0
Tax	(12)	(11)	(10)	(8)	(19)	(11)	(12)	(11)	(10.4)	33.3
Reported net profit	46.5	44.5	39	32	36	52	61	63	4.5	95.5
EPS (THB)	0.21	0.20	0.17	0.14	0.16	0.23	0.22	0.23	4.5	95.5
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	56.0	55.3	54.6	52.6	56.7	54.7	55.7	55.3	(0.4)	2.7
SG&A / Sales	24.8	25.4	27.5	29.8	27.3	26.6	23.2	27.0	3.7	(2.8)
Effective tax rate	20.4	19.9	20.2	20.1	34.6	17.6	16.7	14.6	(2.0)	(5.5)

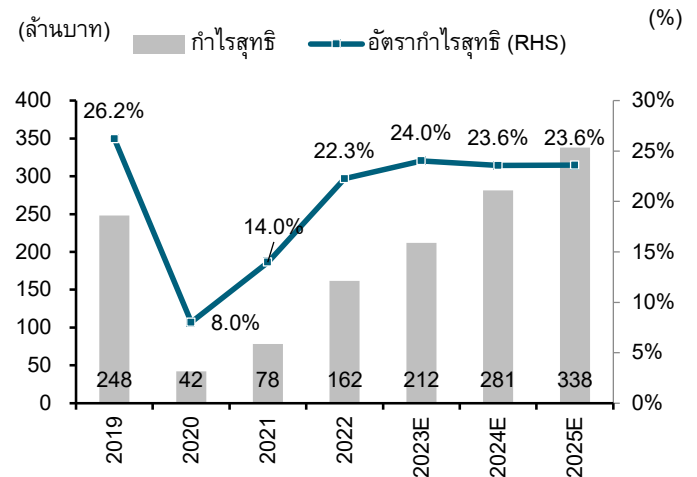
Sources: SAFE, FSSIA estimates

Exhibit 2: กำไรสุทธิและอัตรากำไรขั้นต้น



Sources: SAFE, FSSIA estimates

Exhibit 3: กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: SAFE, FSSIA estimates

Financial Statements

Safe Fertility Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	560	727	883	1,194	1,432
Cost of goods sold	(282)	(329)	(393)	(525)	(630)
Gross profit	277	397	490	668	802
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(178)	(194)	(230)	(322)	(387)
Operating EBITDA	176	268	356	520	667
Depreciation	(77)	(64)	(95)	(173)	(251)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	100	204	261	346	415
Net financing costs	(4)	(3)	(4)	(4)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	2	3	8	9	10
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	99	203	265	352	422
Tax	(20)	(41)	(53)	(70)	(84)
Profit after tax	78	162	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	78	162	212	281	338
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	78	162	212	281	338
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.35	0.72	0.70	0.93	1.11
Reported EPS	0.35	0.72	0.70	0.93	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	21.5	35.2	20.0
Operating EBITDA (%)	28.8	52.1	32.8	45.9	28.3
Operating EBIT (%)	90.4	104.1	28.0	32.7	20.0
Recurring EPS (%)	85.6	106.7	(2.9)	32.6	20.1
Reported EPS (%)	85.6	106.7	(2.9)	32.6	20.1
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	49.6	54.7	55.5	56.0	56.0
Gross margin exc. depreciation (%)	63.2	63.6	66.3	70.5	73.6
Operating EBITDA margin (%)	31.5	36.9	40.3	43.5	46.6
Operating EBIT margin (%)	17.8	28.0	29.5	29.0	29.0
Net margin (%)	14.0	22.3	24.0	23.6	23.6
Effective tax rate (%)	20.6	20.3	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	84.4	34.6	30.5	30.2	33.3
Interest cover (X)	29.0	59.8	73.6	101.5	141.8
Inventory days	54.4	57.0	59.8	50.5	46.9
Debtor days	8.7	8.0	54.2	87.0	91.7
Creditor days	103.0	89.0	67.2	52.2	54.3
Operating ROIC (%)	17.7	42.2	34.4	27.3	26.2
ROIC (%)	14.2	32.8	29.4	24.1	23.1
ROE (%)	7.2	14.1	13.6	14.0	15.2
ROA (%)	6.3	12.1	12.3	12.9	14.0
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Revenue from ICSI treatment	474	609	737	997	1,196
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	86	118	144	194	233
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	78	162	212	281	338
Depreciation	77	64	95	173	251
Associates & minorities	0	6	0	0	0
Other non-cash items	8	6	2	8	5
Change in working capital	6	54	(295)	(169)	(143)
Cash flow from operations	169	292	15	294	451
Capex - maintenance	(18)	(35)	(300)	(300)	(300)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	2	(14)	(35)	(53)	(45)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(16)	(49)	(335)	(353)	(345)
Dividends paid	(66)	(56)	(65)	(85)	(113)
Equity finance	0	3	558	0	0
Debt finance	(12)	(7)	(13)	(10)	(5)
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(78)	(60)	481	(94)	(117)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	76	183	161	(153)	(11)
Free cash flow to firm (FCFF)	156.89	246.69	(316.27)	(55.42)	109.31
Free cash flow to equity (FCFE)	141.70	236.13	(332.47)	(68.92)	101.31

Per share (THB)

FCFF per share	0.52	0.81	(1.04)	(0.18)	0.36
FCFE per share	0.47	0.78	(1.09)	(0.23)	0.33
Recurring cash flow per share	0.72	1.06	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	1,012	859	848
A/C receivable	11	20	242	327	392
Inventories	34	49	49	49	49
Other current assets	303	228	278	375	450
Current assets	1,017	1,148	1,580	1,610	1,739
Other assets	117	114	139	188	225
Total assets	1,297	1,413	2,091	2,313	2,546
Common equity	1,096	1,204	1,910	2,107	2,333
Minorities etc.	0	6	6	6	6
Total shareholders' equity	1,096	1,210	1,916	2,113	2,339
Long term debt	80	73	60	50	45
Other long-term liabilities	31	31	37	51	61
Long-term liabilities	110	103	97	101	106
A/C payable	63	66	43	58	55
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	27	33	35	42	47
Current liabilities	90	99	78	100	102
Total liabilities and shareholders' equity	1,297	1,413	2,091	2,313	2,546
Net working capital	258	198	490	651	789
Invested capital	539	463	1,002	1,355	1,597

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

Per share (THB)

Book value per share	4.87	5.35	6.28	6.93	7.67
Tangible book value per share	4.87	5.35	6.28	6.93	7.67

Financial strength

Net debt/equity (%)	(53.7)	(64.3)	(49.7)	(38.3)	(34.3)
Net debt/total assets (%)	(45.4)	(55.1)	(45.5)	(35.0)	(31.5)
Current ratio (x)	11.3	11.6	20.3	16.1	17.1
CF interest cover (x)	41.3	69.3	(90.0)	(18.7)	34.8

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	50.9	24.6	25.4	19.1	15.9
Recurring P/E @ target price (x) *	71.9	34.8	35.8	27.0	22.5
Reported P/E (x)	50.9	24.6	25.4	19.1	15.9
Dividend yield (%)	1.7	1.4	1.2	1.6	2.1
Price/book (x)	3.6	3.3	2.8	2.6	2.3
Price/tangible book (x)	3.6	3.3	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA (x) **	19.2	12.0	12.4	8.8	6.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	28.6	18.1	18.7	13.1	10.2
EV/invested capital (x)	6.3	6.9	4.4	3.4	2.9

* 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

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 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.																			
CG Score 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 (50-59), 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%).																			
AGM level 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&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.																			
Thai CAC 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.																			
Morningstar Sustainalytics	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 & 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" data-bbox="879 1137 1501 1205"> <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+																	
ESG Book	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.																			
MSCI	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" data-bbox="240 1400 1501 1601"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">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> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</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>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	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.																				
Refinitiv ESG rating	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; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	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.																				
Bloomberg	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.																			

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

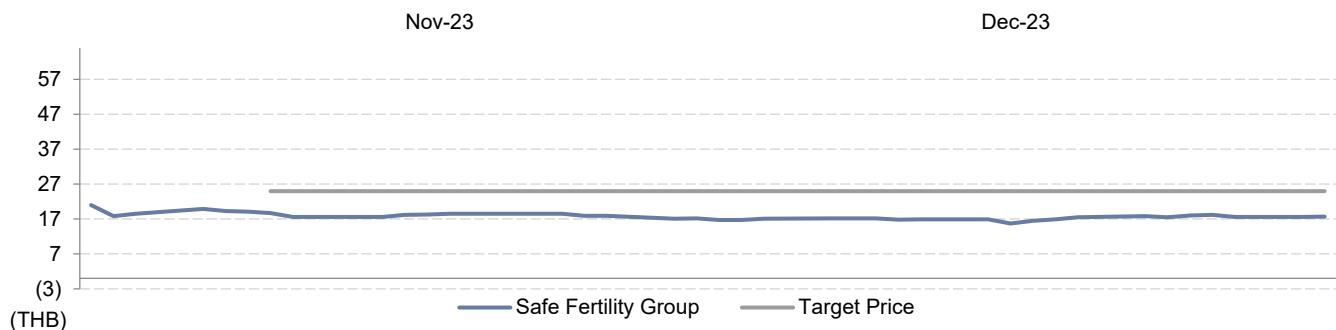
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

History of change in investment rating and/or target price

Safe Fertility Group (SAFE TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
08-Nov-2023	BUY	25.00	-	-	-	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 08-Nov-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Safe Fertility Group	SAFE TB	THB 17.70	BUY	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือ ร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าน่าต่างขาดลดลงจาก ผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาด และต้นทุนค่ายา ปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

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 26-Dec-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.