

SAFE FERTILITY GROUP  
THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

## SAFE TB

BUY

UNCHANGED

## คาดการณ์ 1Q24 ทำ New High

- คาดกำไรสุทธิ 1Q24 เติบโต 18% y-y, 76% y-y ดีกว่าที่เคยคาดไว้ จากความต้องการของลูกค้าที่เข้ารับการรักษา IVF ทั้งไทยและต่างชาติสูงรับปีมังกร
- แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q24 คาดดีต่อ คงคาดการณ์ปี 2024 ตามเดิม โต 39% y-y
- คงราคาเป้าหมาย 25 บาท Valuation ไม่แพง ยังแนะนำ ซื้อ

## คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 เติบโต 18% q-q, 76% y-y ดีกว่าที่เคยคาดก่อนหน้านี้

เรคาดกำไรสุทธิ 1Q24 ที่ 64 ล้านบาท เติบโต 18% q-q, 76% y-y ดีกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ที่ 58 ล้านบาท โดยได้ปัจจัยหนุนจาก 1) จำนวนผู้ที่ต้องการทำ IVF สูงขึ้นกว่าคาด ซึ่งอาจเป็นเพราะปีมังกรและลูกค้าที่เป็นคนไทยเข้ารับการรักษาเพิ่มมากขึ้นหลังนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้น โดยมีจำนวนรอบการเก็บไขเพิ่มขึ้นเป็น 358 รอบ จาก 323 รอบใน 4Q23 และ 280 รอบใน 1Q23 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นจากทั้งลูกค้าคนไทยจาก 185 รอบใน 4Q23 เป็น 216 รอบ และต่างชาติจาก 135 รอบใน 4Q23 เป็น 142 รอบ ใน 1Q24 2) บริษัทได้เริ่มปรับเพิ่มค่าบริการขึ้น 3-5% 3) กำไรจากการตรวจพันธุกรรมตัวอ่อนและทารกยังเติบโตในระดับสูงต่อเนื่องและยังเป็นนิยม โดยปรับเพิ่มขึ้นราว 18% q-q และ 62% y-y และ 4) มีแพทย์เชี่ยวชาญด้านการรักษา IVF เพิ่มอีก 1 ท่าน ผลจากรายได้บริการที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นมาอยู่ที่ 57% จาก 54.2% ใน 4Q23 และ 56.7% ใน 1Q23 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและภาระดอกเบี้ยจ่ายปรับลดลงเล็กน้อย

## แนวโน้มกำไรสุทธิ 2Q24 คาดดีต่อ คงคาดการณ์ปี 2024 ตามเดิม +39% y-y

แม้เรคาดกำไรสุทธิ 1Q24 คิดเป็น 22% ของประมาณการทั้งปี 2024 ของเรา แต่เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 ที่ 281 ล้านบาท เติบโต 39% y-y สูงกว่าระดับก่อนโควิดปี 2019 จากรายได้ที่คาดว่าจะเติบโต 34.7% y-y เนื่องจากปัจจุบันความต้องการทำ IVF เติบโตมากกว่าบริษัทคาดจากผลของการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่ทำให้เป็นที่รู้จักในประเทศมากขึ้น และที่สำคัญ SAFE เป็นผู้นำตลาดระดับสากลและมีอัตราการความสำเร็จในการตั้งครรภ์สูงสุดในประเทศ ประกอบกับผลของจากการปรับขึ้นค่าบริการอีก 3-5% อีกทั้งยังจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นได้อีก 1-2% อีกทั้งการให้บริการด้าน NGG (ตรวจพันธุกรรมและคิดเป็น 20% ของรายได้รวม) ที่จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากการนำเอาเทคโนโลยีใหม่เข้ามาให้บริการเสริมเพื่อเพิ่มโอกาสความสำเร็จในการตั้งครรภ์ (ปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 75%) นอกจากนี้การได้แพทย์ผู้เชี่ยวชาญในการทำ IVF เพิ่มอีก 1 ท่านและลูกค้าต่างชาติมีโอกาสเข้ามาปรึกษาเพิ่มจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาไทยเพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มลูกค้าในช่วงที่เหลือของปีนี้ได้

## ตลาด IVF ยังมีความต้องการสูงเพราะคนแต่งงานช้า และอัตราการเกิดต่ำ

รัฐบาลหลายประเทศมีการส่งเสริมให้มีบุตร รวมถึงไทยที่กำลังนำร่างพรบ. กฎหมายอุ้มบุญที่อยู่ระหว่างการพิจารณาของสภาฯ หากผ่านเป็นกฎหมายเชื่อว่าจะส่งผลให้แนวโน้มของอุตสาหกรรม IVF เติบโตดีอีกมากขึ้น โดยเฉพาะไทยที่เป็นจุดหมายสำคัญสำหรับผู้มีบุตรยากทั่วโลก ด้วยราคาที่ไม่แพงหากเทียบกับภูมิภาคและมีอัตราการความสำเร็จที่สูง 75%

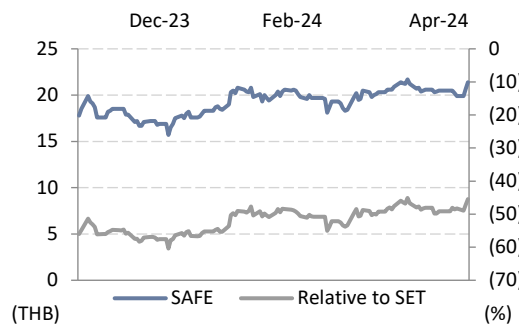
## ราคาปัจจุบันน่าสนใจลงทุนมาก คงราคาเป้าหมาย 25 บาท

Valuation ถูก ราคาหุ้นปัจจุบันเทรด PE ปี 2024 เพียง 23 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์และคู่แข่งที่ 25-26 เท่า

TARGET PRICE	THB25.00
CLOSE	THB21.40
UP/DOWNSIDE	+16.8%
PRIOR TP	THB25.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+0.0%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	849	1,143	1,428	1,786
Net profit	204	281	343	426
EPS (THB)	0.67	0.93	1.13	1.40
vs Consensus (%)	-	2.2	4.1	8.1
EBITDA	302	406	526	679
Recurring net profit	204	281	343	426
Core EPS (THB)	0.67	0.93	1.13	1.40
Chg. In EPS est. (%)	1.0	0.2	0.2	0.2
EPS growth (%)	(6.6)	38.0	21.8	24.3
Core P/E (x)	31.9	23.1	19.0	15.3
Dividend yield (%)	0.7	1.3	1.7	2.1
EV/EBITDA (x)	17.6	13.1	10.2	7.9
Price/book (x)	3.9	3.5	3.1	2.9
Net debt/Equity (%)	(71.1)	(64.3)	(54.4)	(49.8)
ROE (%)	14.3	16.0	17.4	19.5



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	2.4	7.0	n/a
Relative to country (%)	3.9	8.6	n/a
Mkt cap (USD m)			176
3m avg. daily turnover (USD m)			1.0
Free float (%)			26
Major shareholder			Quangkananurug family (61%)
12m high/low (THB)			22.00/15.60
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 มีมาตรฐานการรักษา และความปลอดภัยระดับสากล ปัจจุบันมี 5 สาขา โดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญกว่า 14 ท่าน (ประสบการณ์เฉลี่ย >20 ปี) และทีมนักวิทยาศาสตร์กว่า 30 ท่าน ด้วยอัตราความสำเร็จในการรักษา ภาวะผู้มีบุตรยากเฉลี่ยมากกว่า 75% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 45% ปัจจุบันลูกค้าต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 50% อาทิ จีน อินเดีย พม่า และเวียดนาม เป็นต้น แนวโน้มอัตราการเจริญพันธุ์ที่ลดลง จะหนุนธุรกิจภาวะมีบุตรยาก อีกทั้งไทยยังเป็นจุดหมายของ Fertility Tourism ในราคาที่ถูกลงกว่าต่างประเทศบนมาตรฐานสากล

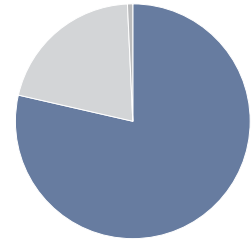
## Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์ เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยี และอุปกรณ์ที่ทันสมัย มาตรฐานการรักษาระดับสูงทำให้บริษัท ได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กตลอดทั่วแห่งแรกของไทยจาก RTAC

[www.safefertilitygroup.com](http://www.safefertilitygroup.com)

## Principal activities (revenue, 2023)

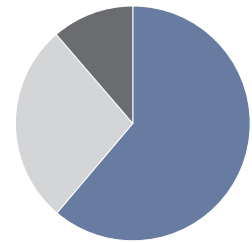
- Revenue from ICSI treatment - 78.6 %
- Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses - 20.7 %
- Revenue from dermatology services - 0.7 %



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

ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าต่างชาติลดลงจากผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาดใหม่ และต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

## Event calendar

Date	Event
May 2024	1Q24 results announcement

## Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
จำนวนรอบเก็บไข่ (OPU Cycle)	1,700	2,040	2,448
รายได้/Treatment Cycle (ลบ.)	0.56	0.58	0.61
Gross Margin	56%	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: SAFE - 1Q24 Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(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	219	241	10.0	28.5
Cost of services	82	83	83	81	81	99	99	100	104	3.3	27.5
Gross profit	105	103	100	89	106	120	124	119	138	15.7	29.3
Operating costs	46	47	50	51	51	58	52	65	62	(5.3)	21.1
Operating profit	58	56	50	39	55	62	72	53	76	41.4	36.8
Other income	0	1	0	2	1	3	1	6	4	(31.3)	478.9
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(49.2)	(41.8)
Profit before tax	58	56	49	36	55	63	73	59	79	34.9	44.2
Tax	(12)	(11)	(10)	(8)	(19)	(11)	(12)	(5)	(16)	216.8	(16.8)
Reported net profit	46.5	44.5	39	28	36	52	61	54	64	18.0	76.4
<b>Key Ratios (%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(ppt)</b>
Gross margin	56.0	55.3	54.6	52.6	56.7	54.7	55.7	54.2	57.0	2.8	0.3
SG&A / Sales	24.8	25.4	27.5	29.8	27.3	26.6	23.2	29.8	25.7	(4.2)	(1.6)
Effective tax rate	(20.4)	(19.9)	20.2	(23.4)	34.6	17.6	16.7	8.5	20.0	11.5	(14.6)

Sources: SAFE, FSSIA estimates

## Exhibit 2: Peer comparison as of 24 Apr 2024

Company	BBG	Market Cap (USD m)	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- Div Yld ----	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
<b>Thailand</b>												
Bangkok Dusit Med Service*	BDMS TB	12,130	14.2	9.2	27.4	25.0	16.8	17.3	4.5	4.2	2.5	2.6
Bumrungrad Hospital*	BH TB	4,961	6.9	6.1	24.8	23.4	28.8	26.8	6.7	5.9	1.9	2.4
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	922	175.8	19.9	41.9	35.0	7.8	9.1	3.2	3.1	1.7	2.0
Ramkhamhaeng Hospital*	RAM TB	1,005	25.8	15.0	21.2	18.4	9.3	10.2	1.9	1.8	2.4	2.7
Bangkok Chain Hospital*	BCH TB	1,401	32.3	13.0	27.9	24.7	14.2	14.9	3.8	3.5	1.7	2.0
Chularat Hospital*	VIBHA TB	834	11.9	(100.0)	25.5	0.0	7.9	0.0	2.0	0.0	2.3	0.0
Vibhavadi Medical Center*	CHG TB	856	24.3	14.4	24.4	21.3	16.7	17.7	3.9	3.6	2.5	2.8
Praram 9 Hospital*	PR9 TB	414	17.5	9.8	23.4	21.3	12.4	12.6	2.8	2.6	2.1	2.3
Safe Fertility Group*	SAFE TB	176	39.1	21.8	23.2	19.0	16.0	17.3	3.5	3.1	1.2	1.7
Genesis Fertility Center*	GFC TB	63	35.9	23.5	22.2	17.9	18.3	21.2	3.9	3.7	1.3	1.8
Rajthanee Hospital	RJH TB	199	(1.6)	(8.0)	17.3	17.8	19.1	18.8	3.2	3.3	4.6	4.2
Ekachai Medical Care	EKH TB	146	0.5	(3.2)	18.9	18.6	14.6	13.3	2.5	2.3	3.5	3.7
<b>Thailand average</b>		<b>23,106</b>	<b>31.9</b>	<b>1.8</b>	<b>24.8</b>	<b>20.2</b>	<b>15.2</b>	<b>14.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>Regional</b>												
Ramsay Health care	RHC AU	7,816	(2.6)	43.3	35.4	39.1	8.6	7.1	2.9	2.5	1.7	2.3
Ryman Healthcare	RYM NZ	1,737	545.4	9.0	8.5	10.7	7.5	7.0	0.6	0.6	n/a	0.0
Amvis Holdings	7071 JP	1,476	24.8	28.9	38.2	30.5	26.0	25.0	8.7	6.8	0.2	0.2
Raffles Medical Group	RFMD SP	1,388	(24.1)	10.3	21.3	26.2	8.6	7.1	1.8	1.8	2.3	2.5
Summerset Group	SUM NZ	1,560	202.4	8.4	13.9	12.7	8.4	7.2	1.1	0.9	2.1	2.3
Regis Health	REG AU	788	180.3	82.9	63.0	53.0	33.7	254.6	30.1	n/a	2.7	3.0
Charm Care Corp	6062 JP	313	36.7	18.9	12.9	12.9	26.7	22.8	3.1	2.7	1.8	2.0
Monash IVF Group	MVF AU	382	37.3	11.7	24.0	19.6	9.3	11.0	2.1	2.1	3.3	3.9
<b>Regional average</b>		<b>15,460</b>	<b>125.0</b>	<b>26.7</b>	<b>27.1</b>	<b>25.6</b>	<b>16.1</b>	<b>42.7</b>	<b>6.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Overall average</b>		<b>38,566</b>	<b>69.1</b>	<b>11.7</b>	<b>25.8</b>	<b>22.4</b>	<b>15.5</b>	<b>26.1</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>

Sources: Bloomberg consensus, \*FSSIA estimates

## Financial Statements

### Safe Fertility Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	727	849	1,143	1,428	1,786
Cost of goods sold	(329)	(380)	(503)	(628)	(786)
<b>Gross profit</b>	<b>397</b>	<b>469</b>	<b>640</b>	<b>800</b>	<b>1,000</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(194)	(226)	(304)	(386)	(482)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>268</b>	<b>302</b>	<b>406</b>	<b>526</b>	<b>679</b>
Depreciation	(64)	(59)	(70)	(111)	(161)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>204</b>	<b>243</b>	<b>336</b>	<b>414</b>	<b>518</b>
Net financing costs	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	3	10	14	11	10
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>203</b>	<b>250</b>	<b>347</b>	<b>423</b>	<b>525</b>
Tax	(41)	(47)	(65)	(80)	(99)
<b>Profit after tax</b>	<b>162</b>	<b>203</b>	<b>281</b>	<b>343</b>	<b>426</b>
Minority interests	0	1	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>281</b>	<b>343</b>	<b>426</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>162</b>	<b>204</b>	<b>281</b>	<b>343</b>	<b>426</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.72	0.67	0.93	1.13	1.40
Reported EPS	0.72	0.67	0.93	1.13	1.40
DPS	0.25	0.15	0.27	0.37	0.45
Diluted shares (used to calculate per share data)	225	304	304	304	304
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	29.8	16.8	34.6	25.0	25.0
Operating EBITDA (%)	52.1	12.7	34.4	29.4	29.1
Operating EBIT (%)	104.1	19.4	38.1	23.3	25.0
Recurring EPS (%)	106.7	(6.6)	38.0	21.8	24.3
Reported EPS (%)	106.7	(6.6)	38.0	21.8	24.3
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	54.7	55.3	56.0	56.0	56.0
Gross margin exc. depreciation (%)	63.6	62.2	62.1	63.8	65.0
Operating EBITDA margin (%)	36.9	35.6	35.5	36.8	38.0
Operating EBIT margin (%)	28.0	28.7	29.4	29.0	29.0
Net margin (%)	22.3	24.0	24.6	24.0	23.9
Effective tax rate (%)	20.3	18.9	18.9	18.9	18.9
Dividend payout on recurring profit (%)	34.6	22.3	29.0	32.8	32.2
Interest cover (X)	59.8	73.6	109.4	157.5	195.5
Inventory days	57.0	64.8	54.9	46.0	38.0
Debtor days	8.0	9.4	8.7	9.0	9.0
Creditor days	89.0	86.1	83.3	59.2	36.2
Operating ROIC (%)	42.2	56.8	65.5	55.2	52.5
ROIC (%)	32.8	42.0	46.0	39.8	38.1
ROE (%)	14.1	14.3	16.0	17.4	19.5
ROA (%)	12.1	12.4	14.1	15.4	17.5
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Revenue from ICSI treatment	609	667	946	1,192	1,502
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	118	176	194	233	280
Revenue from dermatology services	-	6	3	3	4

Sources: Safe Fertility Group ; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Safe Fertility Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	162	204	281	343	426
Depreciation	64	59	70	111	161
Associates & minorities	6	(1)	0	0	0
Other non-cash items	6	(2)	8	5	9
Change in working capital	54	4	(69)	(143)	(92)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>292</b>	<b>264</b>	<b>291</b>	<b>316</b>	<b>504</b>
Capex - maintenance	(35)	(43)	(133)	(200)	(200)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(14)	(66)	(62)	(61)	(72)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(49)</b>	<b>(109)</b>	<b>(195)</b>	<b>(261)</b>	<b>(272)</b>
Dividends paid	(56)	(46)	(82)	(113)	(137)
Equity finance	3	291	6	0	(97)
Debt finance	(7)	0	0	0	0
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(60)</b>	<b>246</b>	<b>(76)</b>	<b>(113)</b>	<b>(234)</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>183</b>	<b>401</b>	<b>20</b>	<b>(58)</b>	<b>(3)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	246.69	158.16	98.37	57.24	233.90
Free cash flow to equity (FCFE)	236.13	155.18	95.17	54.54	231.20

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
FCFF per share	0.81	0.52	0.32	0.19	0.77
FCFE per share	0.78	0.51	0.31	0.18	0.76
Recurring cash flow per share	1.06	0.86	1.18	1.51	1.96

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	150	151	284	484	684
Less: Accumulated depreciation	0	0	(54)	(149)	(293)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>150</b>	<b>151</b>	<b>230</b>	<b>335</b>	<b>391</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	851	1,251	1,271	1,213	1,211
A/C receivable	20	23	31	39	49
Inventories	49	65	65	65	65
Other current assets	228	232	312	390	488
<b>Current assets</b>	<b>1,148</b>	<b>1,571</b>	<b>1,680</b>	<b>1,707</b>	<b>1,812</b>
Other assets	114	171	230	288	360
<b>Total assets</b>	<b>1,413</b>	<b>1,894</b>	<b>2,140</b>	<b>2,331</b>	<b>2,563</b>
Common equity	1,204	1,654	1,860	2,090	2,282
Minorities etc.	6	4	4	4	4
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,210</b>	<b>1,658</b>	<b>1,864</b>	<b>2,094</b>	<b>2,286</b>
Long term debt	73	73	73	73	73
Other long-term liabilities	31	38	51	64	80
<b>Long-term liabilities</b>	<b>103</b>	<b>111</b>	<b>124</b>	<b>137</b>	<b>153</b>
A/C payable	66	85	113	55	69
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	33	40	40	44	54
<b>Current liabilities</b>	<b>99</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>99</b>	<b>123</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>1,413</b>	<b>1,894</b>	<b>2,140</b>	<b>2,330</b>	<b>2,562</b>
Net working capital	198	195	256	395	478
Invested capital	463	518	717	1,018	1,229

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

Per share (THB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Book value per share	5.35	5.44	6.12	6.88	7.51
Tangible book value per share	5.35	5.44	6.12	6.88	7.51

Financial strength	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net debt/equity (%)	(64.3)	(71.1)	(64.3)	(54.4)	(49.8)
Net debt/total assets (%)	(55.1)	(62.2)	(56.0)	(48.9)	(44.4)
Current ratio (x)	11.6	12.6	11.0	17.2	14.7
CF interest cover (x)	69.3	46.1	30.7	21.2	86.6

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>29.8</b>	<b>31.9</b>	<b>23.1</b>	<b>19.0</b>	<b>15.3</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>34.8</b>	<b>37.3</b>	<b>27.0</b>	<b>22.2</b>	<b>17.8</b>
Reported P/E (x)	29.8	31.9	23.1	19.0	15.3
Dividend yield (%)	1.2	0.7	1.3	1.7	2.1
Price/book (x)	4.0	3.9	3.5	3.1	2.9
Price/tangible book (x)	4.0	3.9	3.5	3.1	2.9
EV/EBITDA (x) **	15.1	17.6	13.1	10.2	7.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	18.1	21.3	15.8	12.3	9.5
EV/invested capital (x)	8.7	10.3	7.4	5.3	4.4

\* 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 <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" data-bbox="877 1137 1500 1198"> <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" data-bbox="239 1400 1500 1601"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td><b>Leader:</b></td> <td>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> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td><b>Average:</b></td> <td>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> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></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.																												

**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

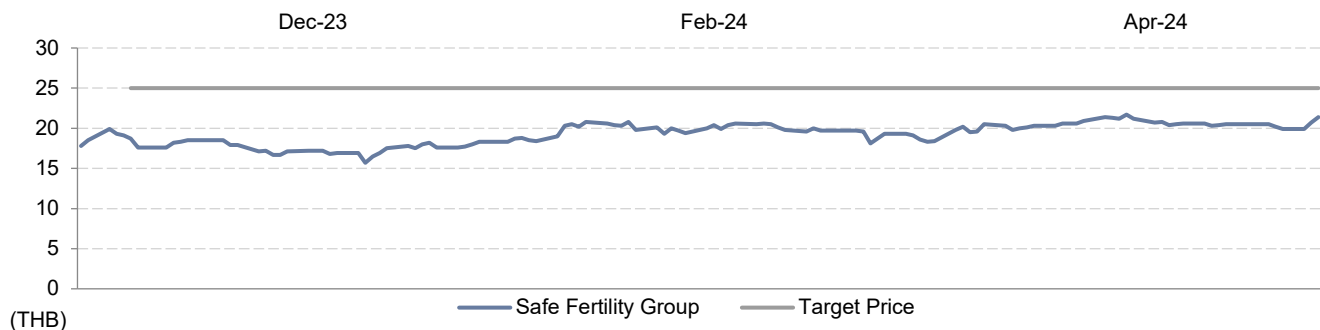
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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 21.40	BUY	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือ ร้องเรียนหาวิธีการรักษาเกิด ความผิดพลาด ลูกค้าน่าต่างชาติลดลงจาก ผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาดใหม่ และ ต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

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 Finasia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 24-Apr-2024 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.