

SAFE FERTILITY GROUP

THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

SAFE TB

BUY

UNCHANGED

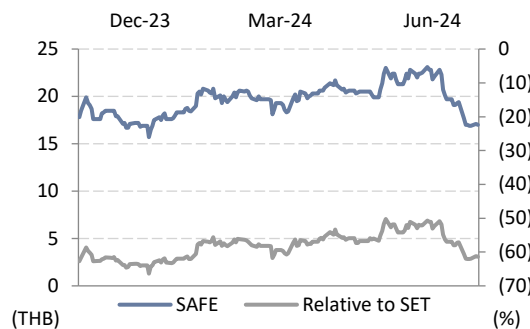
3Q เป็น High Season Valuation ไม่แพง

- คาดกำไรสุทธิ 2Q24 -20% q-q จากปัจจัยฤดูกาล แต่ +3% y-y หลักๆ มาจากผลของการปรับขึ้นค่าบริการ
- โมเมนตัมกำไรสุทธิ 3Q24 คาดดีต่อ จาก High Season ของลูกค้าต่างชาติ
- คงประมาณกำไรสุทธิปี 2024 และราคาเป้าหมาย 25 บาท ยังแนะนำ ซื้อ

TARGET PRICE	THB25.00
CLOSE	THB17.00
UP/DOWNSIDE	+47.1%
PRIOR TP	THB25.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+5.3%

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 (%)	-	8.4	11.3	17.2
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. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	(6.6)	38.0	21.8	24.3
Core P/E (x)	25.3	18.4	15.1	12.1
Dividend yield (%)	0.9	1.6	2.2	2.7
EV/EBITDA (x)	13.2	9.8	7.7	5.9
Price/book (x)	3.1	2.8	2.5	2.3
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 (%)	(24.4)	(16.3)	n/a
Relative to country (%)	(19.5)	(10.5)	n/a
Mkt cap (USD m)	140		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.3		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Quangkananurug family (61%)		
12m high/low (THB)	23.70/15.60		
Issued shares (m)	303.95		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q24 +3% y-y จากการปรับเพิ่มค่าบริการ

เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q24 ที่ 53 ล้านบาท ลดลง 20% q-q จากปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้น 3% y-y โดย 2Q24 คาดมีรายได้รวม 218 ลบ. ลดลง 13% q-q จากปัจจัยฤดูกาล แต่ทรงตัว y-y จากแม้มีการปรับขึ้นค่าบริการ แต่จำนวนรอบของการเก็บไข 2Q24 ชะลอมาอยู่ที่ 306 รอบ จาก 339 รอบใน 2Q23 ขณะที่รายได้จากการให้บริการตรวจพันธุกรรมตัวอ่อนและโครโมโซมปรับขึ้นทั้ง q-q, y-y ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นเชื่อว่าน่าจะอยู่ที่ระดับ 57% ลดลงจาก 1Q24 จากปัจจัยฤดูกาล แต่เพิ่มขึ้นจาก 54.7% ใน 2Q23 จากผลของการปรับขึ้นค่าบริการ

แนวโน้มกำไรสุทธิ 3Q24 ดีต่อจาก High Season ของลูกค้าต่างชาติ

โมเมนตัมกำไร 3Q24 จะเติบโต q-q และ y-y เพราะเป็นช่วง High Season ของลูกค้าต่างชาติ โดยลูกค้าหลักมาจาก อินเดีย CLMV สิงคโปร์ และญี่ปุ่น ส่วนลูกค้าจีนคิดเป็นเพียง 6-7% ของรายได้รวม ดังนั้นกรณีที่รัฐบาลจีนอุดหนุนการทำ IVF ให้กับคนจีนในประเทศในราคาที่ถูกลง เราคาดมีผลกับ SAFE จำกัด เพราะหัวใจหลักของการทำ IVF คือ ความสำเร็จในการตั้งครรภ์ ซึ่ง SAFE มีอัตราความสำเร็จที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 ที่ 281 ล้านบาท เติบโต 38% y-y สูงกว่าระดับก่อนโควิดปี 2019 เนื่องจากความต้องการการทำ IVF เติบโตของคนไทยมากกว่า บริษัทคาดหวังนำหุ้นเข้าตลาดหุ้นทำให้เป็นที่รู้จักมากขึ้น ประกอบกับผลของการปรับขึ้นค่าบริการอีก 3-5% ในปีนี้ รวมถึงการให้บริการด้าน NGG (ตรวจพันธุกรรมและคิดเป็น 20% ของรายได้รวม) ที่จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ จากการนำเอาเทคโนโลยีใหม่เข้ามาให้บริการเสริมเพื่อดึงดูดลูกค้าเข้ามารักษาเพิ่มขึ้น ทั้งคนไทยและต่างชาติที่เป็นกลุ่ม Medical Tourism

ตลาด IVF ยังมีความต้องการดีต่อเนื่อง ผลกระทบกรณีจีนอุดหนุนทำ IVF จำกัด

รัฐบาลหลายประเทศมีการส่งเสริมให้มีบุตร รวมถึงไทยที่กำลังนำร่างพรบ. อัมมฤทัยอยู่ระหว่างการพิจารณาของสภาฯ หากผ่านเป็นกฎหมายเชื่อว่าส่งผลให้แนวโน้มของอุตสาหกรรม IVF เติบโตอีกมากขึ้น และจากการที่ไทยเป็นจุดหมายสำคัญสำหรับผู้มีบุตรยากทั่วโลก ด้วยราคาที่ไม่แพงหากเทียบกับภูมิภาคและมีอัตราความสำเร็จที่สูง 75% เชื่อว่าจะทำให้มีลูกค้าต่างชาติเพิ่มขึ้น

ราคาเป้าหมาย 25 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

Valuation ไม่แพง ราคาหุ้นปัจจุบันเทรด PE ปี 2024 เพียง 18.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์และคู่แข่งที่ 26-27 เท่า ประกอบกับผลประกอบการยังแข็งแกร่ง คาดกำไรสุทธิปี 2024-2026 เติบโตเฉลี่ย 28% ต่อปี เรายังคงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย 25 บาท อิง PE ปี 2024 ที่ 26.7 เท่า เท่ากับกลุ่มการแพทย์ทั้งในและต่างประเทศ ราคาหุ้นที่ปรับลดลงกว่า 20% ในช่วงที่ผ่านมาจากความกังวลผลกระทบจากจีนอุดหนุนการทำ IVF ในราคาถูกกว่าไทย ซึ่งเรามองว่ามีผลกระทบค่อนข้างจำกัด จน Valuation ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรเป็น ดังนั้นจึงโอกาสในการซื้อลงทุน



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

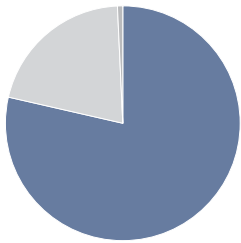
Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยี และอุปกรณ์ที่ทันสมัย มาตรฐานการรักษาระดับสูงทำให้บริษัท ได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กหลอดแก้วแห่งแรกของไทยจาก RTAC

www.safefertilitygroup.com

Principal activities (revenue, 2023)

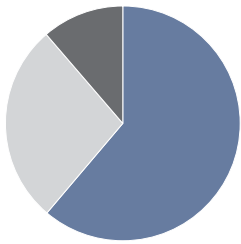
- Revenue from ICSI treatment - 78.6 %
- Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses - 20.7 %
- Revenue from dermatology services - 0.7 %



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
August 2024	2Q24 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 - 2Q24 Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	----- Change -----	
Year to Dec 31	(THB m)	(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	251	218	(13.2)	(0.3)
Cost of services	82	83	83	81	81	99	99	100	105	94	(10.3)	(5.3)
Gross profit	105	103	100	89	106	120	124	119	147	124	(15.2)	3.8
Operating costs	46	47	50	51	51	58	52	65	63	58	(7.7)	(0.4)
Operating profit	58	56	50	39	55	62	72	53	84	66	(20.9)	7.7
Other income	0	1	0	2	1	3	1	6	1	1	(28.3)	(61.2)
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	na	na
Profit before tax	58	56	49	36	55	63	73	59	84	66	(21.2)	5.8
Tax	(12)	(11)	(10)	(8)	(19)	(11)	(12)	(5)	(18)	(13)	(24.7)	19.9
Reported net profit	46.5	44.5	39	28	36	52	61	54	67	53	(20.3)	2.8
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	56.0	55.3	54.6	52.6	56.7	54.7	55.7	54.2	58.4	57.0	(1.4)	2.3
SG&A / Sales	24.8	25.4	27.5	29.8	27.3	26.6	23.2	29.8	25.0	26.6	1.6	(0.0)
Effective tax rate	(20.4)	(19.9)	20.2	(23.4)	34.6	17.6	16.7	8.5	20.9	20.0	(0.9)	2.4

Sources: SAFE, FSSIA estimates

Exhibit 2: Peer comparison as of 17 Jun 2024

Company	BBG	Market Cap	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- Div Yld ----	
		(USD m)	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand												
Bangkok Dusit Med Service*	BDMS TB	11,654	14.2	9.2	26.1	23.9	16.8	17.3	4.3	4.0	2.6	2.7
Bumrungrad Hospital*	BH TB	5,225	12.8	5.9	24.7	23.3	30.1	27.7	6.9	6.1	1.9	2.4
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	863	69.6	60.1	63.5	39.6	4.9	7.6	3.1	3.0	1.1	1.8
Ramkhamhaeng Hospital*	RAM TB	994	20.1	17.8	21.9	18.6	8.9	10.0	1.9	1.8	2.3	2.7
Bangkok Chain Hospital*	BCH TB	1,260	24.9	15.4	26.4	22.9	13.5	14.5	3.4	3.2	1.9	2.1
Chularat Hospital*	VIBHA TB	764	11.9	n/a	23.3	n/a	7.9	n/a	1.8	n/a	2.6	n/a
Vibhavadi Medical Center*	CHG TB	848	24.3	14.4	24.0	21.0	16.7	17.7	3.9	3.6	2.5	2.9
Praram 9 Hospital*	PR9 TB	376	17.5	9.8	21.1	19.2	12.4	12.6	2.5	2.3	2.4	2.6
Safe Fertility Group*	SAFE TB	141	38.0	21.8	18.5	15.2	16.0	17.4	2.8	2.5	1.6	2.2
Genesis Fertility Center*	GFC TB	57	35.9	23.5	19.9	16.1	18.3	21.2	3.5	3.3	1.5	2.0
Rajthanee Hospital	RJH TB	202	1.0	(2.8)	17.5	17.5	19.1	19.3	3.3	3.5	4.8	4.6
Ekachai Medical Care	EKH TB	141	(1.5)	3.8	17.1	17.2	14.6	13.3	2.3	2.2	4.1	4.2
Thailand average		22,525	22.4	16.3	25.3	21.3	14.9	16.2	3.3	3.2	2.4	2.7
Regional												
Ramsay Health care	RHC AU	7,444	(2.7)	41.5	33.1	36.6	8.6	7.6	2.7	2.3	1.8	2.4
Ryman Healthcare	RYM NZ	1,532	560.3	1.0	7.3	9.1	7.5	7.0	0.5	0.5	n/a	0.4
Amvis Holdings	7071 JP	1,472	26.8	26.8	38.9	30.5	26.0	25.5	8.8	6.9	0.2	0.2
Raffles Medical Group	RFMD SP	1,369	(24.1)	10.3	20.8	25.6	8.6	7.1	1.8	1.8	2.3	2.5
Summerset Group	SUM NZ	1,324	201.5	9.4	11.4	10.6	8.4	7.2	0.9	0.7	2.6	2.8
Regis Health	REG AU	856	193.0	63.6	67.2	48.9	33.7	254.6	32.1	n/a	2.7	2.7
Charm Care Corp	6062 JP	337	40.3	15.8	14.1	13.8	26.7	21.8	3.4	2.9	1.6	1.8
Monash IVF Group	MVF AU	341	35.5	13.2	21.0	17.4	9.3	11.0	1.9	1.9	3.8	4.5
Regional average		14,674	128.8	22.7	26.7	24.1	16.1	42.7	6.5	2.4	2.1	2.2
Overall average		37,199	65.0	19.0	25.9	22.5	15.4	27.4	4.6	2.9	2.3	2.5

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)
Gross profit	397	469	640	800	1,000
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(194)	(226)	(304)	(386)	(482)
Operating EBITDA	268	302	406	526	679
Depreciation	(64)	(59)	(70)	(111)	(161)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	204	243	336	414	518
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
Profit before tax	203	250	347	423	525
Tax	(41)	(47)	(65)	(80)	(99)
Profit after tax	162	203	281	343	426
Minority interests	0	1	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	162	204	281	343	426
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	162	204	281	343	426
Per share (THB)					
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
Growth					
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
Operating performance					
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

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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)
Cash flow from operations	292	264	291	316	504
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
Cash flow from investing	(49)	(109)	(195)	(261)	(272)
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	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	(60)	246	(76)	(113)	(234)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	183	401	20	(58)	(3)
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)					
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)
Tangible fixed assets (net)	150	151	230	335	391
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	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
Current assets	1,148	1,571	1,680	1,707	1,812
Other assets	114	171	230	288	360
Total assets	1,413	1,894	2,140	2,331	2,563
Common equity	1,204	1,654	1,860	2,090	2,282
Minorities etc.	6	4	4	4	4
Total shareholders' equity	1,210	1,658	1,864	2,094	2,286
Long term debt	73	73	73	73	73
Other long-term liabilities	31	38	51	64	80
Long-term liabilities	103	111	124	137	153
A/C payable	66	85	113	55	69
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	33	40	40	44	54
Current liabilities	99	125	152	99	123
Total liabilities and shareholders' equity	1,413	1,894	2,140	2,330	2,562
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)					
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					
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
Recurring P/E (x) *	23.7	25.3	18.4	15.1	12.1
Recurring P/E @ target price (x) *	34.8	37.3	27.0	22.2	17.8
Reported P/E (x)	23.7	25.3	18.4	15.1	12.1
Dividend yield (%)	1.5	0.9	1.6	2.2	2.7
Price/book (x)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.3
Price/tangible book (x)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA (x) **	11.4	13.2	9.8	7.7	5.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	18.1	21.3	15.8	12.3	9.5
EV/invested capital (x)	6.6	7.7	5.5	4.0	3.3
* 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 (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%).																				
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 Sustainabilitys	The Sustainabilitys' 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><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>	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><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></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

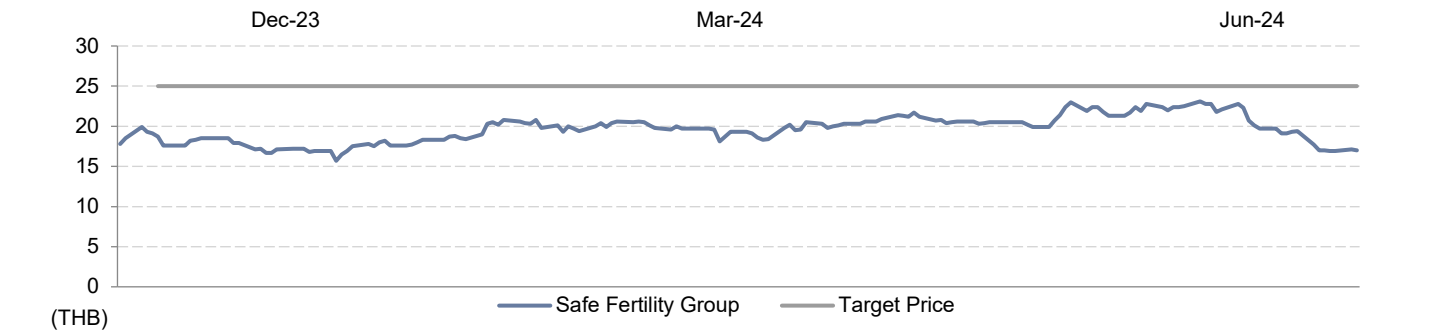
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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 17.00	BUY	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือ ร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าน่าจะขาดใจลดลงจาก ผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาดใหม่ 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 18-Jun-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.