

SAFE FERTILITY GROUP
THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

SAFE TB

HOLD

FROM BUY

คาดการณ์ 3Q24 ต่ำกว่าเคยคาด

- คาดกำไรสุทธิ 3Q24 จะลดลงทั้ง q-q และ y-y จากบริการตรวจโครโมโซมมีแข่งขันด้านราคาสูง กำลังซื้อระดับบนระมัดระวังการใช้จ่ายและเงินหนาทำ IVF ในประเทศตนเอง
- ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-26 ลง 31-46% เพื่อสะท้อนกำไร 2H24 ที่ต่ำกว่าเคยคาด จากภาวะตลาด IVF และตรวจโครโมโซมที่มีการแข่งขันมากขึ้น
- ปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 14.70 บาท Upside จำกัด ลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

คาดการณ์กำไรสุทธิ 3Q24 ต่ำกว่าเคยคาดมาก จากบริการตรวจโครโมโซมที่แข่งขันสูง

เรคาดกำไรสุทธิ 3Q24 ที่ 31 ล้านบาท ลดลง 32% q-q และ 48% y-y โดยรายได้รวม 190 ลบ. ลดลง 12% q-q และ 15% y-y จากจำนวนรอบของการเก็บไข่ชะลอมอยู่ที่ 290 รอบ จาก 306 รอบใน 2Q24 และ 314 รอบใน 3Q23 จากจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่ชะลอมและมีบางประเทศอย่างจีนอุดหนุนการทำ IVF ในประเทศของตนเอง และรายได้จากการให้บริการตรวจพันธุกรรมตัวอ่อนและโครโมโซมอยู่ที่ประมาณ 5,400 เคส -10% q-q, -5% y-y และยังมีมีการปรับลดราคาค่าบริการลงจากภาวะการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นและอัตราการฝากครรภ์ที่ลดลง ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นจะเหลือ 52.6% ลดลงจาก 55.3% ใน 2Q24 และ 55.7% ใน 3Q23 ส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทรงตัวทั้ง q-q, y-y

ปรับลดประมาณการปี 2024-26 ลง 31-46% จากภาวะตลาดที่แข่งขันสูงขึ้น

แม้แนวโน้มกำไร 4Q24 น่าจะฟื้นตัว q-q แต่ยังคงลดลง y-y แต่ด้วยภาวะตลาด IVF และการตรวจโครโมโซมที่มีการแข่งขันสูงต่อเนื่อง ประกอบกับรัฐบาลจีนให้การอุดหนุนการทำ IVF ให้กับคนจีนในประเทศในราคาที่ถูกลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจ IVF ในระยะยาว แม้ SAFE มีอัตราความสำเร็จที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม และผลประกอบการ 3Q24 ที่ต่ำกว่าที่เคยคาด และแผนการขยายสาขาไม่ได้ตามเป้า เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26 ลง 31-46% เป็น 195 ล้านบาท -4.6% y-y และปี 2025 ที่ 213 ล้านบาท +9.3% y-y ส่วนปี 2026 อยู่ที่ 231 ล้านบาท +8.6% y-y จากการปรับสมมติฐานจำนวนรอบเก็บไข่ที่ลดลง รวมถึงการให้บริการด้าน NGG (ตรวจพันธุกรรมและคิดเป็น 20% ของรายได้รวม) ที่ชะลอมตัวอย่างมีนัยสำคัญ แม้การนำเอาเทคโนโลยีใหม่เข้ามาให้บริการเสริมเพื่อดึงดูดลูกค้าเข้ามารักษาก็เพิ่มขึ้นแต่ยังไม่เห็นผล

แนวโน้มตลาด IVF และการให้บริการตรวจพันธุกรรมมีการแข่งขันที่สูงขึ้น

แม้รัฐบาลหลายประเทศมีการส่งเสริมให้มีบุตรทั้งในจีน ญี่ปุ่น อินเดีย รวมถึงไทยที่กำลังนำร่างพรบ. อัมมฤทัยอยู่ระหว่างการพิจารณาของสภาฯ หากผ่านเป็นกฎหมายเชื่อว่าส่งผลให้แนวโน้มของอุตสาหกรรม IVF เติบโตอีกมากขึ้น และจากการที่ไทยเป็นจุดหมายสำคัญสำหรับผู้มีบุตรยากทั่วโลก แต่ผู้แข่งขันราคาใหม่และเทคโนโลยีใหม่ทำให้ภาวะการแข่งขันในตลาด IVF สูงขึ้น อีกทั้งกรณีที่รัฐบาลจีนได้มีการอุดหนุนการมีบุตรยากในประเทศ ทำให้คนจีนไปรักษาในต่างประเทศลดลง และขยายคลินิกในประเทศจีนเพิ่มมากขึ้น อีกทั้งยังมีเปิดให้บริการในไทยอีกด้วย

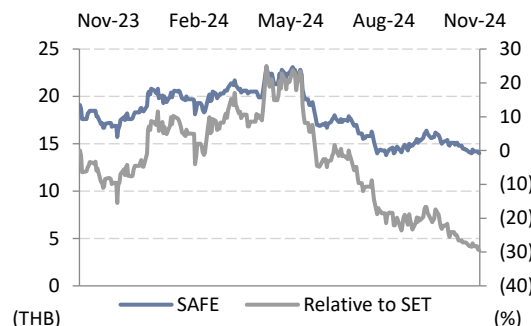
เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 14.70 บาท และลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 14.70 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside จำกัด แม้ในช่วงที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับลดลงสะท้อนกำไร 3Q24 ไม่สดใสแล้ว แต่ด้วยภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นในตลาด IVF และบริการตรวจพันธุกรรมยังสูงในและต่างประเทศ จึงปรับลดคำแนะนำเป็นเพียง ถือ

TARGET PRICE	THB14.70
CLOSE	THB14.00
UP/DOWNSIDE	+5.0%
PRIOR TP	THB25.00
CHANGE IN TP	-41.2%
TP vs CONSENSUS	-25.1%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	849	850	934	1,028
Net profit	204	195	213	231
EPS (THB)	0.67	0.64	0.70	0.76
vs Consensus (%)	-	(10.5)	(16.5)	(24.0)
EBITDA	302	307	368	443
Recurring net profit	204	195	213	231
Core EPS (THB)	0.67	0.64	0.70	0.76
Chg. In EPS est. (%)	-	(30.8)	(37.9)	(45.7)
EPS growth (%)	(6.6)	(4.6)	9.3	8.6
Core P/E (x)	20.9	21.9	20.0	18.4
Dividend yield (%)	1.1	1.9	1.8	2.0
EV/EBITDA (x)	10.2	9.9	8.5	7.1
Price/book (x)	2.6	2.4	2.2	2.2
Net debt/Equity (%)	(71.1)	(68.2)	(59.9)	(56.6)
ROE (%)	14.3	11.4	11.6	12.0



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(7.9)	(2.1)	(29.6)
Relative to country (%)	(9.3)	(15.0)	(32.1)
Mkt cap (USD m)	124		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.2		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Quangkananurug family (61%)		
12m high/low (THB)	23.70/13.60		
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

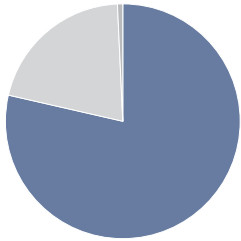
Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยีและอุปกรณ์ที่ทันสมัย มาตรฐานการรักษาระดับสูงทำให้บริษัท ได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กหลอดแก้วแห่งแรกของไทยจาก RTAC

www.safefertilitygroup.com

Principal activities (revenue, 2023)

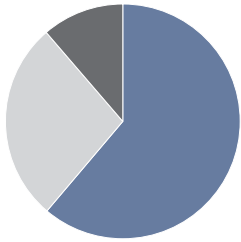
- Revenue from ICSI treatment - 78.6 %
- Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses - 20.7 %
- Revenue from dermatology services - 0.7 %



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
13 Nov 2024	3Q24 results announcement

Key assumptions

	2024E	2025E	2026E
จำนวนรอบเก็บไข่ (OPU Cycle)	1,203	1,299	1,350
รายได้/Treatment Cycle (ลบ.)	0.54	0.54	0.54
Gross Margin	54.5%	54.5%	54.5%

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 - 3Q24 Earnings Preview

Profit & Loss Statement	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	Change	
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	188	219	223	219	251	215	190	(12)	(15)
Cost of services	81	99	99	100	105	96	90	(6)	(9)
Gross profit	106	120	124	119	147	119	100	(16)	(19)
Operating costs	51	58	52	65	63	65	63	(2)	22
Operating profit	55	62	72	53	84	54	37	(32)	(49)
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(14)	3
Profit before tax	55	63	73	59	84	58	39	(33)	(46)
Tax	(19)	(11)	(12)	(5)	(18)	(12)	(8)	(37)	(35)
Reported net profit	36	52	61	54	67	46	31	(32)	(48)
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)
Gross margin	56.7	54.7	55.7	54.2	58.4	55.3	52.6	(2.6)	(3.0)
SG&A / Sales	27.3	26.6	23.2	29.8	25.0	30.0	33.2	3.1	9.9
Effective tax rate	34.6	17.6	16.7	8.5	20.9	21.3	20.0	(1.3)	3.3

Sources: SAFE, FSSIA estimates

Exhibit 2: Earnings Revision

Key assumptions	New			Previous			% change		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Revenues (THB m)	850	934	1,028	1,143	1,428	1,786	(25.7)	(34.6)	(42.5)
Net profits (THB m)	195	213	231	281	343	426	(30.7)	(38.0)	(45.7)
Gross profit margin (%)	54.5	54.5	54.5	56.0	56.0	56.0	(2.7)	(2.7)	(2.7)

Source: FSSIA estimate

Exhibit 3: Peer comparison as of 6 Nov 2024

Company	BBG	Market Cap	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- Div Yld -----	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
		(USD m)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Bangkok Dusit Med Service*	BDMS TB	12,669	11.1	10.4	27.1	24.6	16.4	17.1	4.3	4.1	2.6	2.6
Bumrungrad Hospital*	BH TB	6,093	12.8	5.9	26.7	25.2	30.1	27.7	7.4	6.6	1.7	2.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	464	69.6	60.1	31.7	19.8	4.9	7.6	1.5	1.5	2.2	3.5
Ramkhamhaeng Hospital*	RAM TB	825	20.1	17.8	16.8	14.3	8.9	10.0	1.5	1.4	3.0	3.5
Bangkok Chain Hospital*	BCH TB	1,248	(0.7)	16.0	30.5	26.3	10.9	12.0	3.3	3.1	2.0	1.8
Chularat Hospital*	CHG TB	940	15.0	15.4	26.7	23.1	15.5	16.7	4.0	3.7	2.2	2.6
Praram 9 Hospital*	PR9 TB	550	20.2	13.1	28.0	24.8	12.7	13.2	3.4	3.2	1.8	2.0
Safe Fertility Group*	SAFE TB	124	(4.6)	15.2	21.9	19.0	11.4	12.1	2.4	2.2	1.9	1.8
Genesis Fertility Center*	GFC TB	46	6.1	14.5	19.1	16.7	14.6	16.3	2.8	2.7	2.0	2.1
Rajthanee Hospital	RJH TB	202	12.8	(7.6)	14.7	15.9	21.4	19.6	3.2	3.1	4.8	4.6
Ekachai Medical Care	EKH TB	149	0.3	(1.8)	16.6	16.9	14.1	13.1	2.1	2.1	4.1	4.1
Thailand average		23,310	14.8	14.5	23.6	20.6	14.6	15.1	3.3	3.1	2.6	2.8
Regional												
Ramsay Health care	RHC AU	5,796	5.0	28.8	28.9	22.5	6.4	7.9	1.7	1.7	2.2	2.8
Ryman Healthcare	RYM NZ	2,018	373.0	22.3	14.1	11.5	6.8	6.4	0.7	0.7	0.0	0.0
Amvis Holdings	7071 JP	1,217	27.5	22.1	24.5	20.1	25.3	24.8	5.6	4.4	0.2	0.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	1,231	(28.0)	5.4	23.9	22.7	6.6	6.9	1.6	1.5	2.6	2.7
Summerset Group	SUM NZ	1,753	199.5	12.3	14.6	13.0	7.3	7.4	1.0	0.9	2.0	2.0
Regis Health	REG AU	1,251	334.9	29.3	37.8	29.3	(172.4)	(113.4)	n/a	62.6	2.4	2.8
Charm Care Corp	6062 JP	266	22.3	9.5	8.6	7.9	n/a	n/a	1.8	1.5	2.7	2.9
Monash IVF Group	MVF AU	301	570.6	7.5	14.7	13.7	12.8	13.2	1.8	1.7	4.5	5.0
Regional average		13,834	188.1	17.1	20.9	17.6	(15.3)	(6.7)	2.0	9.4	2.1	2.3
Overall average		37,144	87.8	15.6	22.5	19.3	3.0	6.6	2.8	5.7	2.4	2.6

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	850	934	1,028
Cost of goods sold	(329)	(380)	(387)	(425)	(468)
Gross profit	397	469	463	509	560
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(194)	(226)	(226)	(252)	(277)
Operating EBITDA	268	302	307	368	443
Depreciation	(64)	(59)	(70)	(111)	(161)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	204	243	237	257	283
Net financing costs	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	3	10	6	8	5
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	203	250	240	262	285
Tax	(41)	(47)	(45)	(49)	(54)
Profit after tax	162	203	195	213	231
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	195	213	231
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	162	204	195	213	231
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.72	0.67	0.64	0.70	0.76
Reported EPS	0.72	0.67	0.64	0.70	0.76
DPS	0.25	0.15	0.27	0.26	0.28
Diluted shares (used to calculate per share data)	225	304	304	304	304
Growth					
Revenue (%)	29.8	16.8	0.1	10.0	10.0
Operating EBITDA (%)	52.1	12.7	1.7	19.9	20.4
Operating EBIT (%)	104.1	19.4	(2.6)	8.4	10.0
Recurring EPS (%)	106.7	(6.6)	(4.6)	9.3	8.6
Reported EPS (%)	106.7	(6.6)	(4.6)	9.3	8.6
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	54.7	55.3	54.5	54.5	54.5
Gross margin exc. depreciation (%)	63.6	62.2	62.8	66.4	70.2
Operating EBITDA margin (%)	36.9	35.6	36.2	39.4	43.2
Operating EBIT margin (%)	28.0	28.7	27.9	27.5	27.5
Net margin (%)	22.3	24.0	22.9	22.8	22.5
Effective tax rate (%)	20.3	18.9	18.9	18.9	18.9
Dividend payout on recurring profit (%)	34.6	22.3	41.9	36.6	36.8
Interest cover (X)	59.8	73.6	76.0	98.1	106.5
Inventory days	57.0	64.8	75.1	75.7	77.5
Debtor days	8.0	9.4	10.0	9.6	9.5
Creditor days	89.0	86.1	99.0	72.0	46.6
Operating ROIC (%)	42.2	56.8	49.4	40.0	35.3
ROIC (%)	32.8	42.0	35.2	30.7	27.6
ROE (%)	14.1	14.3	11.4	11.6	12.0
ROA (%)	12.1	12.4	10.1	10.5	11.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue from ICSI treatment	609	667	650	715	787
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	118	176	194	214	235
Revenue from dermatology services	-	6	5	5	6

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	195	213	231
Depreciation	64	59	70	111	161
Associates & minorities	6	(1)	0	0	0
Other non-cash items	6	(2)	2	1	3
Change in working capital	54	4	(8)	(75)	(23)
Cash flow from operations	292	264	259	250	371
Capex - maintenance	(35)	(43)	(133)	(200)	(200)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(14)	(66)	(16)	(30)	(31)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(49)	(109)	(149)	(230)	(231)
Dividends paid	(56)	(46)	(82)	(78)	(85)
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)	(78)	(182)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	6
Net other adjustments	0	0	0	(8)	6
Movement in cash	183	401	34	(66)	(36)
Free cash flow to firm (FCFF)	246.69	158.16	112.55	22.74	143.12
Free cash flow to equity (FCFE)	236.13	155.18	109.35	11.85	146.62

Per share (THB)

FCFF per share	0.81	0.52	0.37	0.07	0.47
FCFE per share	0.78	0.51	0.36	0.04	0.48
Recurring cash flow per share	1.06	0.86	0.88	1.07	1.30

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	1,285	1,219	1,184
A/C receivable	20	23	23	26	28
Inventories	49	65	65	65	65
Other current assets	228	232	232	255	281
Current assets	1,148	1,571	1,606	1,565	1,557
Other assets	114	171	171	188	207
Total assets	1,413	1,894	2,007	2,089	2,155
Common equity	1,204	1,654	1,773	1,908	1,957
Minorities etc.	6	4	4	4	4
Total shareholders' equity	1,210	1,658	1,777	1,912	1,961
Long term debt	73	73	73	73	73
Other long-term liabilities	31	38	38	42	46
Long-term liabilities	103	111	111	115	119
A/C payable	66	85	87	37	41
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	33	40	33	33	36
Current liabilities	99	125	119	70	77
Total liabilities and shareholders' equity	1,413	1,894	2,007	2,097	2,157
Net working capital	198	195	201	276	296
Invested capital	463	518	603	799	894

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

Per share (THB)

Book value per share	5.35	5.44	5.83	6.28	6.44
Tangible book value per share	5.35	5.44	5.83	6.28	6.44

Financial strength

Net debt/equity (%)	(64.3)	(71.1)	(68.2)	(59.9)	(56.6)
Net debt/total assets (%)	(55.1)	(62.2)	(60.4)	(54.9)	(51.5)
Current ratio (x)	11.6	12.6	13.5	22.3	20.1
CF interest cover (x)	69.3	46.1	35.2	5.4	55.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	19.5	20.9	21.9	20.0	18.4
Recurring P/E @ target price (x) *	20.5	21.9	23.0	21.0	19.3
Reported P/E (x)	19.5	20.9	21.9	20.0	18.4
Dividend yield (%)	1.8	1.1	1.9	1.8	2.0
Price/book (x)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2
Price/tangible book (x)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2
EV/EBITDA (x) **	8.9	10.2	9.9	8.5	7.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	9.5	10.9	10.6	9.0	7.6
EV/invested capital (x)	5.1	6.0	5.1	3.9	3.5

* 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

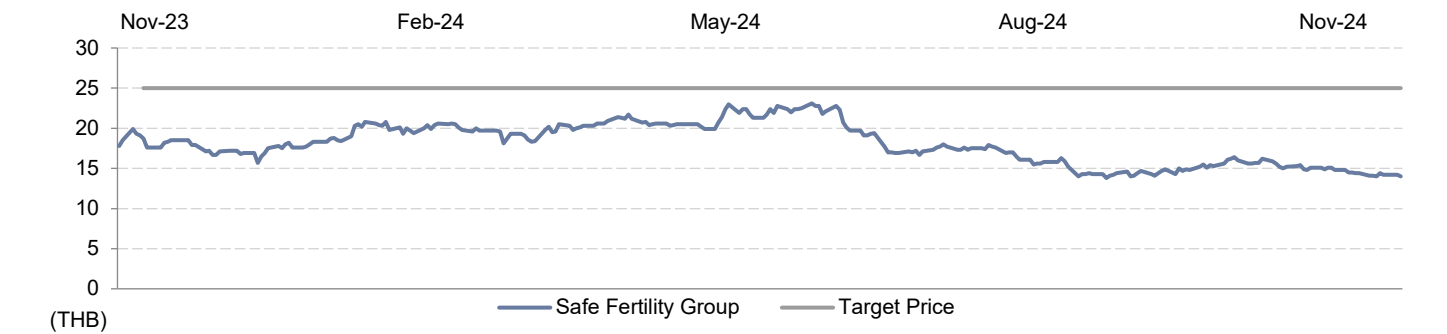
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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 14.00	HOLD	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือ ร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าน่าจะขาดใจลงจาก 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 06-Nov-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.