

SAFE FERTILITY GROUP

THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

SAFE TB

HOLD

UNCHANGED

กำไร 2H25 ยังฟื้นตัวช้า ปรับลดประมาณการ

- กำไรสุทธิ 1H25 ต่ำกว่าคาด 15% จากจำนวนรอบเก็บไข่ที่ยังไม่ฟื้นตัวและต่ำกว่าคาดอยู่ที่ 486 รอบ หดตัว 26% จาก 1H24
- เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2025-26 ลง 35-39% เพื่อสะท้อนกำไร 1H25 ที่ต่ำกว่าคาด และตลาด IVF ที่ยังไม่ฟื้นตัวจากภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เอื้ออำนวย
- ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 8.25 บาท จาก 10.25 บาท Upside จำกัด ยังแนะนำ "ถือ"

กำไรสุทธิ 2Q25 เพิ่มขึ้น q-q, แต่ลดลงมาก y-y

กำไรสุทธิ 2Q25 ที่ 33 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 5% q-q แต่หดตัว 27.5% y-y ต่ำกว่าคาด 15% รายได้รวม 173 ล้านบาท ลดลง 1.3% q-q และ 19.2% y-y จากจำนวนรอบของการเก็บไข่อยู่ที่ 243 รอบ เท่ากับ 243 รอบ ใน 1Q25 และลดลงจาก 300 รอบใน 2Q24 เพราะจำนวนลูกค้าทั้งไทยและต่างชาติลดลงมาก y-y มาจากฐานสูงในปีมกราคมและได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ การชะลอการมีบุตรของลูกค้าระดับบน ชะลอการใช้จ่ายค่าบริการที่มีราคาสูง ส่วนรายได้บริการตรวจพันธุกรรมทางตัว q-q ตามจำนวนเคสของ IVF ทรงตัว q-q แต่ยังคงลดลง y-y จากฐานสูงปีก่อนที่คนไข้เริ่มเข้ารับบริการรักษาเพราะต้องการให้บุตรเกิดในปีมกราคม ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นยังแข็งแกร่งอยู่ที่ 57% เพิ่มขึ้นจาก 56.5% ใน 1Q25 และ 55% ใน 2Q24 นอกจากนี้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง q-q และ y-y

โมเมนตัมกำไร 2H25 น่าจะทรงตัว h-h

เราคาดโมเมนตัมกำไร 2H25 ทรงตัว h-h เพราะยังขาดปัจจัยใหม่หนุน ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังอ่อนแอจะส่งผลให้ความต้องการการรักษามีบุตรยากฟื้นตัวช้า แม้การให้บริการตรวจโครโมโซมจะมีการแข่งขันที่ลดลง อย่างไรก็ตามบริษัทมีแผนจัดทำกิจกรรมทางการตลาดที่เพิ่มขึ้นทั้งในประเทศและต่างประเทศเพื่อเพิ่มรายได้ นอกจากนี้บริษัทยังเชื่อว่า 2H25 น่าจะเห็นการฟื้นตัวของกำไรจากความคาดหวังว่าปีหน้าซึ่งเป็น "ปีม้า" ประชาชนมักจะนิยมให้บุตรหลานเกิดในปีม้าเพื่อเป็นมงคล

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2025 จากภาวะตลาด IVF ที่ยังท้าทาย

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2025-26 ลง 35%/39% เป็นกำไรสุทธิปี 2025 ที่ 118 ลบ. -29% y-y และปี 2026 อยู่ที่ 123 ล้านบาท +4% y-y จากการปรับสมมติฐานจำนวนรอบเก็บไข่เป็น 900 รอบ และ 910 รอบ ตามลำดับ รวมถึงรายได้จากการให้บริการด้าน NGG ตามจำนวนรอบเก็บไข่ (ตรวจพันธุกรรมและคิดเป็น 20% ของรายได้รวม) จากมีการแข่งขันด้านราคาลดลงและการนำเทคโนโลยีใหม่มาให้บริการเพิ่ม แต่ด้วยภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ ทำให้เราเชื่อว่าเป้าหมายการเติบโตของรายได้บริษัทที่คาด +10-15% y-y ถือว่าท้าทาย

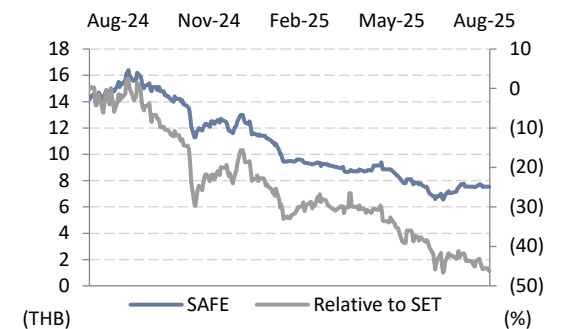
ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 8.25 บาท Upside จำกัด คงคำแนะนำ "ถือ"

จากปัจจัยด้านเศรษฐกิจที่ซบเซา กำลังซื้อที่ยังคงอ่อนแอ ทำให้เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของกำไรใน 2H25 ถือว่ายังท้าทาย ส่วนราคาหุ้นเริ่มปรับขึ้นเล็กน้อยในช่วงเดือนที่ผ่านมาเชื่อว่าน่าจะสอดคล้องกับภาวะตลาดหุ้นที่ปรับขึ้นแรง แต่ราคาหุ้นปัจจุบันมี Upside จำกัด คงคำแนะนำ ถือ

TARGET PRICE	THB8.25
CLOSE	THB7.55
UP/DOWNSIDE	+9.3%
PRIOR TP	THB10.25
CHANGE IN TP	-19.5%
TP vs CONSENSUS	-19.3%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	831	676	682	693
Net profit	167	118	123	113
EPS (THB)	0.55	0.39	0.40	0.37
vs Consensus (%)	-	(17.5)	(24.2)	(33.9)
EBITDA	208	144	146	132
Recurring net profit	167	118	123	113
Core EPS (THB)	0.55	0.39	0.40	0.37
Chg. In EPS est. (%)	-	(35.1)	(38.7)	(47.5)
EPS growth (%)	(17.5)	(29.4)	4.0	(8.4)
Core P/E (x)	13.7	19.4	18.7	20.4
Dividend yield (%)	8.2	5.8	4.1	4.3
EV/EBITDA (x)	6.1	9.4	10.1	12.0
Price/book (x)	1.3	1.3	1.4	1.4
Net debt/Equity (%)	(57.5)	(54.1)	(49.3)	(44.4)
ROE (%)	9.8	6.7	7.1	6.8



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	6.3	(14.7)	(45.3)
Relative to country (%)	(6.7)	(18.9)	(44.4)
Mkt cap (USD m)	71		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Quangkananurug family (61%)		
12m high/low (THB)	16.60/6.45		
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

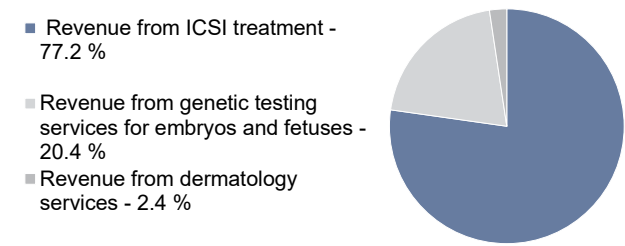
SAFE ดำเนินธุรกิจให้บริการและรักษาผู้มีบุตรยากแบบ Fully Integrated Fertility Service ด้วยเทคโนโลยีทันสมัย มีมาตรฐานการรักษา และความปลอดภัยระดับสากล ปัจจุบันมี 5 สาขา โดยทีมแพทย์ผู้เชี่ยวชาญกว่า 14 ท่าน (ประสบการณ์เฉลี่ย >20 ปี) และทีมนักวิทยาศาสตร์กว่า 30 ท่าน ด้วยอัตราความสำเร็จในการรักษาภาวะผู้มีบุตรยากเฉลี่ยมากกว่า 75% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 45% ปัจจุบันลูกค้าต่างชาติคิดเป็นสัดส่วน 50% อาทิ จีน อินเดีย พม่า และเวียดนาม เป็นต้น แนวโน้มอัตราการเจริญพันธุ์ที่ลดลง จะหนุนธุรกิจภาวะมีบุตรยาก อีกทั้งไทยยังเป็นจุดหมายของ Fertility Tourism ในราคาที่ถูกกว่าต่างประเทศบนมาตรฐานสากล

Company profile

SAFE ให้บริการแบบ Integrated Full Service สำหรับศูนย์การแพทย์ เพื่อการมีบุตร ด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ เทคโนโลยีและอุปกรณ์ที่ทันสมัย มาตรฐานการรักษา ระดับสูงทำให้บริษัท ได้รับการรับรองมาตรฐานคลินิกเด็กปลอดภัยแห่งแรกของไทยจาก RTAC

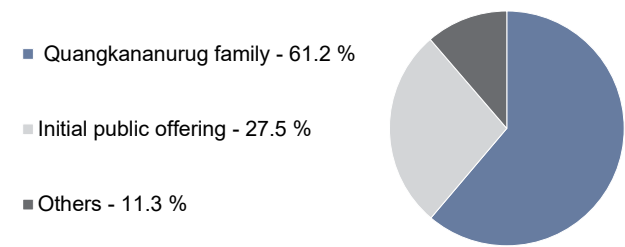
www.safefertilitygroup.com

Principal activities (revenue, 2024)



Source: Safe Fertility Group

Major shareholders



Source: Safe Fertility Group

Catalysts

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

Risks to our call

ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือร้องเรียนหาวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าต่างชาติลดลงจากผลกระทบของการเดินทาง หรือกรณีเกิดโรคระบาดใหม่ และต้นทุนค่ายาปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าที่คาด

Event calendar

Date	Event
Nov 2025	3Q25 Analyst meeting

Key assumptions

	2025E	2026E	2027E
จำนวนรอบเก็บไข่ (OPU Cycle)	900	910	930
รายได้/Treatment Cycle (ลบ.)	0.55	0.55	0.55
Gross Margin	56%	56%	56%

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 10% increase in revenue, we estimate 2025 net profit to rise by 3.4%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in GPM, we estimate 2025 net profit to rise by 7.8%, and vice versa, all else being equal.

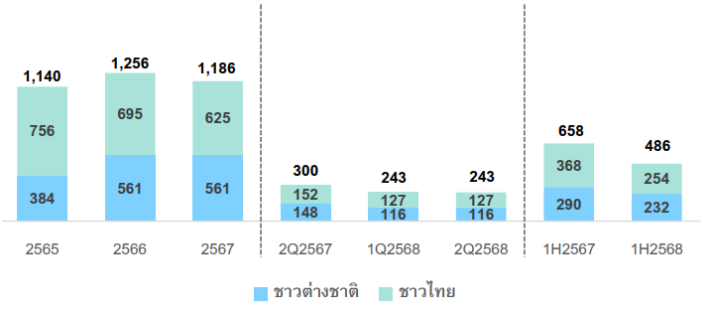
Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: SAFE - 2Q25 Earnings Results

Profit & Loss Statement	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	----- Change -----		2025E	Change	% of
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	2025E
Revenue	251	215	193	172	176	173	(1)	(19)	676	(18.7)	52%
Cost of services	105	96	92	80	77	75	(3)	(22)	297	(20.2)	51%
Gross profit	147	119	100	92	99	99	(0)	(17)	379	(17.4)	52%
Operating costs	63	65	62	64	62	62	(1)	(4)	237	(6.0)	52%
Operating profit	84	54	38	28	37	37	1	(31)	156	(29.2)	48%
Other income	1	5	2	5	3	6	73	20	14	3.1	68%
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(6)	(6)	(3)	(13.4)	56%
Profit before tax	84	58	39	34	39	43	9	(26)	153	(29.4)	54%
Tax	(18)	(12)	(11)	(8)	(8)	(10)	22	(23)	(35)	(29.4)	51%
Reported net profit	67	46	29	25	32	33	5	(28)	118	(29.4)	55%
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Gross margin	58.4	55.3	52.0	53.5	56.5	57.0	0.6	1.7	56.0	0.9	
SG&A / Sales	25.0	30.0	32.1	37.1	35.5	35.5	0.0	5.5	35.0	4.7	
Effective tax rate	20.9	21.3	27.3	24.5	20.0	22.4	2.4	1.1	22.6	0.0	

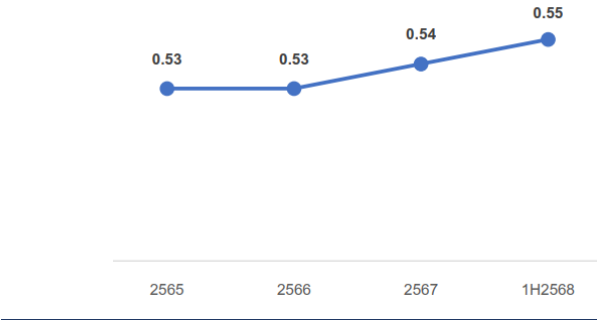
Sources: SAFE, FSSIA estimates

Exhibit 2: Treatment Cycle



Source: SAFE

Exhibit 3: Revenue per treatment cycle



Source: SAFE

Exhibit 4: Earnings Revision

Key assumptions	----- New -----			----- Previous -----			----- % change -----		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Revenues (THB m)	676	682	693	863	902	944	(21.7)	(24.4)	(26.6)
Net profits (THB m)	118	123	113	182	201	214	(35.1)	(38.8)	(47.4)
Gross profit margin (%)	56.0	56.0	56.0	55.0	55.0	56.0	1.8	1.8	0.0

Source: FSSIA estimates

Exhibit 5: Peer comparison as of 13 August 2025

Company	BBG	Market Cap (USD m)	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- Div Yld -----	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
			(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand												
Bangkok Dusit Med Service*	BDMS TB	11,282	4.3	7.4	21.8	20.3	16.3	16.6	3.5	3.3	3.3	3.3
Bumrungrad Hospital*	BH TB	4,634	(4.8)	3.6	20.2	19.4	25.4	23.6	4.8	4.4	2.7	3.0
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	238	60.1	28.2	9.6	7.5	7.6	9.4	0.7	0.7	7.3	9.4
Ramkhamhaeng Hospital*	RAM TB	673	17.8	15.0	11.0	9.6	10.0	10.8	1.1	1.0	4.5	5.2
Bangkok Chain Hospital*	BCH TB	1,129	23.6	6.6	24.5	23.0	11.2	11.5	2.7	2.6	2.7	2.7
Chularat Hospital*	CHG TB	624	13.6	15.1	18.4	16.0	13.9	15.1	2.5	2.3	3.3	3.8
Praram 9 Hospital*	PR9 TB	605	14.5	10.8	23.9	21.6	14.3	14.6	3.3	3.0	2.1	2.3
Safe Fertility Group*	SAFE TB	71	(29.4)	4.0	19.4	18.7	6.7	7.1	1.3	1.4	5.8	4.1
Genesis Fertility Center*	GFC TB	28	(24.3)	19.6	16.5	13.8	9.4	10.9	1.5	1.5	6.0	4.5
Rajthanee Hospital	RJH TB	123	(35.0)	6.5	12.7	11.9	16.6	16.1	2.0	1.8	4.0	4.2
Ekachai Medical Care	EKH TB	142	(7.3)	4.7	16.9	16.2	10.3	10.1	1.7	1.7	4.1	4.3
Thailand average		19,549	3.0	11.1	17.7	16.2	12.9	13.3	2.3	2.1	4.2	4.3
Regional												
Ramsay Health care	RHC AU	5,916	0.2	23.4	31.1	25.2	5.6	7.1	1.8	1.8	2.1	2.5
Ryman Healthcare	RYM NZ	1,433	114.4	220.0	94.8	29.6	0.6	1.8	0.5	0.5	0.0	0.4
Amvis Holdings	7071 JP	469	(28.3)	20.8	12.9	10.7	14.9	14.8	1.8	1.6	0.6	0.7
Raffles Medical Group	RFMD SP	1,514	6.7	5.3	27.6	26.3	6.5	6.9	1.8	1.8	2.3	2.6
Summerset Group	SUM NZ	1,547	257.6	15.5	11.0	9.5	7.4	6.3	0.8	0.7	2.3	2.4
Charm Care Corp	6062 JP	254	18.4	8.7	8.1	7.4	n/a	n/a	1.4	1.3	3.2	3.4
Monash IVF Group	MVF AU	207	517.6	(5.6)	11.5	12.2	11.5	10.7	1.3	1.2	5.9	5.9
Regional average		11,340	126.7	41.2	28.1	17.3	7.7	7.9	1.4	1.3	2.3	2.6
Overall average		30,889	51.1	22.8	21.8	16.6	11.1	11.4	1.9	1.8	3.5	3.6

Sources: Bloomberg Consensus; *FSSIA estimates

Financial Statements

Safe Fertility Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	849	831	676	682	693
Cost of goods sold	(380)	(373)	(297)	(300)	(305)
Gross profit	469	458	379	382	388
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(226)	(252)	(237)	(239)	(259)
Operating EBITDA	302	208	144	146	132
Depreciation	(59)	(2)	(2)	(3)	(3)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	243	207	142	143	129
Net financing costs	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	10	14	14	19	20
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	250	216	153	159	146
Tax	(47)	(49)	(35)	(36)	(33)
Profit after tax	203	167	118	123	113
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	203	167	118	123	113
Non-recurring items & goodwill (net)	0	0	0	0	0
Recurring net profit	203	167	118	123	113
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.67	0.55	0.39	0.40	0.37
Reported EPS	0.67	0.55	0.39	0.40	0.37
DPS	0.15	0.62	0.44	0.31	0.32
Diluted shares (used to calculate per share data)	304	304	304	304	304
Growth					
Revenue (%)	16.8	(2.1)	(18.7)	0.8	1.6
Operating EBITDA (%)	12.7	(31.1)	(30.9)	1.2	(9.4)
Operating EBIT (%)	19.4	(15.1)	(31.3)	0.8	(10.0)
Recurring EPS (%)	(7.1)	(17.5)	(29.4)	4.0	(8.4)
Reported EPS (%)	(7.1)	(17.5)	(29.4)	4.0	(8.4)
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	55.3	55.1	56.0	56.0	56.0
Gross margin exc. depreciation (%)	62.2	55.4	56.3	56.4	56.5
Operating EBITDA margin (%)	35.6	25.1	21.3	21.4	19.1
Operating EBIT margin (%)	28.7	24.9	21.0	21.0	18.6
Net margin (%)	23.9	20.1	17.5	18.0	16.3
Effective tax rate (%)	18.9	22.6	22.6	22.6	22.6
Dividend payout on recurring profit (%)	22.4	112.6	113.4	76.9	87.3
Interest cover (X)	73.6	59.2	48.4	50.3	46.2
Inventory days	64.8	54.5	56.6	56.2	55.4
Debtor days	9.4	11.3	12.6	10.0	10.4
Creditor days	86.1	82.2	66.9	32.1	32.6
Operating ROIC (%)	56.8	32.3	17.1	16.6	13.9
ROIC (%)	42.0	25.8	15.3	15.7	13.5
ROE (%)	14.2	9.8	6.7	7.1	6.8
ROA (%)	12.4	8.7	6.2	6.9	6.5

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue from ICSI treatment	667	642	495	501	512
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	176	169	161	161	161
Revenue from dermatology services	6	20	20	20	20

Sources: Safe Fertility Group ; FSSIA estimates

Financial Statements

Safe Fertility Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	203	167	118	123	113
Depreciation	59	2	2	3	3
Associates & minorities	(2)	10	0	0	0
Other non-cash items	(1)	(2)	(2)	0	0
Change in working capital	4	(301)	51	(3)	(7)
Cash flow from operations	263	(124)	169	123	109
Capex - maintenance	(43)	(6)	(50)	(50)	(50)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(66)	15	22	(1)	(2)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(109)	9	(28)	(51)	(52)
Dividends paid	(46)	(188)	(134)	(95)	(98)
Equity finance	292	144	0	(97)	(96)
Debt finance	0	(12)	12	0	1
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
Cash flow from financing	247	(57)	(122)	(192)	(193)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	12	0	1	16
Net other adjustments	0	12	(77)	1	16
Movement in cash	400	(160)	(58)	(118)	(120)
Free cash flow to firm (FCFF)	156.77	(111.19)	143.89	75.18	60.84
Free cash flow to equity (FCFE)	153.38	(114.87)	75.55	73.33	74.29

Per share (THB)

FCFF per share	0.52	(0.37)	0.47	0.25	0.20
FCFE per share	0.50	(0.38)	0.25	0.24	0.24
Recurring cash flow per share	0.85	0.58	0.39	0.41	0.38

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	151	144	194	244	294
Less: Accumulated depreciation	0	0	(2)	(5)	(8)
Tangible fixed assets (net)	151	144	192	239	286
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	1,251	1,091	1,033	915	794
A/C receivable	23	28	19	19	21
Inventories	65	46	46	46	46
Other current assets	232	537	437	440	448
Current assets	1,571	1,702	1,534	1,419	1,309
Other assets	171	161	131	132	134
Total assets	1,894	2,007	1,857	1,791	1,729
Common equity	1,654	1,777	1,761	1,692	1,611
Minorities etc.	4	13	13	13	13
Total shareholders' equity	1,658	1,790	1,774	1,706	1,624
Long term debt	73	61	73	73	74
Other long-term liabilities	38	43	35	35	36
Long-term liabilities	111	104	108	108	110
A/C payable	85	82	26	26	28
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	40	31	25	26	27
Current liabilities	125	113	51	52	55
Total liabilities and shareholders' equity	1,894	2,007	1,934	1,866	1,789
Net working capital	195	498	450	453	459
Invested capital	518	803	773	824	879

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

Per share (THB)

Book value per share	5.44	5.85	5.79	5.57	5.30
Tangible book value per share	5.44	5.85	5.79	5.57	5.30

Financial strength

Net debt/equity (%)	(71.1)	(57.5)	(54.1)	(49.3)	(44.4)
Net debt/total assets (%)	(62.2)	(51.3)	(51.7)	(47.0)	(41.7)
Current ratio (x)	12.6	15.1	29.8	27.1	23.8
CF interest cover (x)	45.5	(29.9)	24.5	23.8	24.1

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	11.3	13.7	19.4	18.7	20.4
Recurring P/E @ target price (x) *	12.4	15.0	21.2	20.4	22.3
Reported P/E (x)	11.3	13.7	19.4	18.7	20.4
Dividend yield (%)	2.0	8.2	5.8	4.1	4.3
Price/book (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
Price/tangible book (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA (x) **	3.7	6.1	9.4	10.1	12.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	4.4	7.2	10.8	11.5	13.6
EV/invested capital (x)	2.2	1.6	1.7	1.8	1.8

* 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

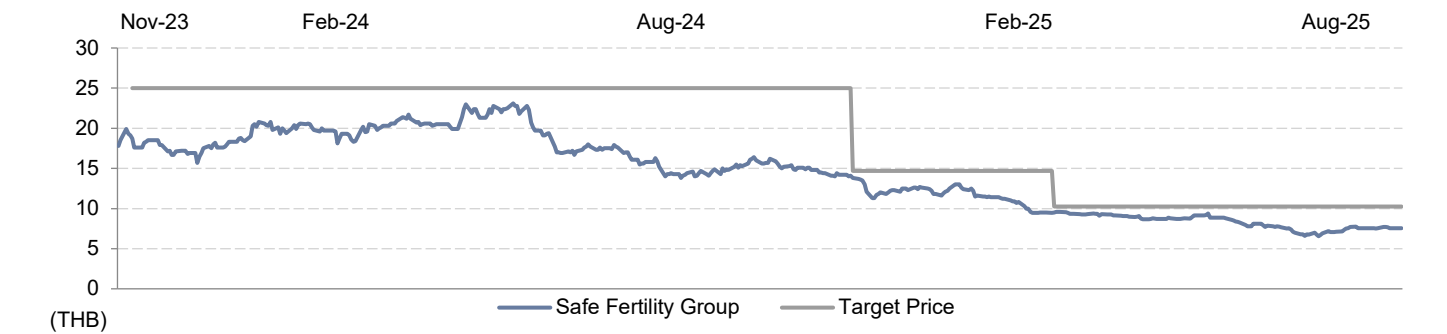
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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	07-Nov-2024	HOLD	14.70	17-Feb-2025	HOLD	10.25

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 7.55	HOLD	ความเสี่ยงที่จะมีผลต่อประมาณการของเรา ได้แก่ เกิดเหตุฟ้องร้องหรือ ร้องเรียนหากวิธีการรักษาเกิดความผิดพลาด ลูกค้าน่าต่างชาติดลดลงจาก 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 13-Aug-2025 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.