

**SAFE FERTILITY GROUP**  
THAILAND / HEALTH CARE SERVICES

**SAFE TB**

**HOLD**

UNCHANGED

**ปี 2026 ธุรกิจ IVF ยังมีความท้าทาย**

- แนวโน้มอุตสาหกรรม IVF ยังท้าทาย ท่ามกลางกระแสความต้องการมีบุตรลดลง
- คาดกำไร 2Q26 ดีขึ้นต่อ q-q จากการปรับขึ้นค่าบริการตั้งแต่ต้นปี แต่ไม่มากและยังลดลง y-y จากภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังอ่อนแอและตลาด IVF ยังมีการแข่งขันสูง
- คงคำแนะนำ "ถือ" รอออุตสาหกรรม IVF พื้นตัวชัดเจนมากกว่านี้

TARGET PRICE	THB7.25
CLOSE	THB5.85
UP/DOWNSIDE	+23.9%
PRIOR TP	THB7.25
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	-14.2%

**KEY STOCK DATA**

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	702	767	817	912
Net profit	131	139	148	157
EPS (THB)	0.43	0.46	0.49	0.52
vs Consensus (%)	-	(2.1)	(2.0)	(7.1)
EBITDA	148	155	181	199
Recurring net profit	131	139	148	157
Core EPS (THB)	0.43	0.46	0.49	0.52
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	(21.7)	6.0	6.3	6.6
Core P/E (x)	13.6	12.8	12.0	11.3
Dividend yield (%)	7.0	7.0	7.4	6.6
EV/EBITDA (x)	9.7	10.6	9.9	9.1
Price/book (x)	1.0	1.1	1.1	1.2
Net debt/Equity (%)	(20.7)	(8.6)	1.0	1.6
ROE (%)	7.5	8.3	9.2	10.2

**แนวโน้มอุตสาหกรรม IVF ยังท้าทาย ท่ามกลางกระแสความต้องการมีบุตรลดลง**

ท่ามกลางกระแสความต้องการมีบุตรที่ลดลงด้วยภาวะเศรษฐกิจที่มีค่าครองชีพที่สูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม การแต่งงานช้า ทำให้เกิดภาวะมีบุตรยากขึ้น และอัตราการเกิดที่ต่ำจะยังเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของธุรกิจ IVF เช่น หลายประเทศรวมถึงไทยมีอัตราการเกิดที่ระดับต่ำ (ไทยอยู่ที่ระดับต่ำเพียง 0.78) ทำให้ภาครัฐเริ่มมีการสนับสนุนการมีบุตรเพิ่มขึ้นผ่าน การอุดหนุนการทำ IVF แต่ยังไม่จูงใจประชาชนเท่าไรนัก เนื่องจากเงินอุดหนุนยังน้อยและไม่เพียงพอ ซึ่งการทำ IVF มักจะมีราคาที่สูงมาก นอกจากนี้ภาวะการแข่งขันในประเทศก็ยังคงถือว่าอยู่ในระดับสูง จากจำนวนคลินิก IVF ยังมีมากกว่าความต้องการ ทำให้การแข่งขันด้านราคายังมีอยู่บ้าง ส่วนตลาด IVF ต่างประเทศส่วนใหญ่ได้อานิสงค์จากการอุดหนุนของรัฐบาลของประเทศนั้นๆ โดยเฉพาะตลาด IVF ในมาเลเซียมีการเติบโตสูงจากกฎหมายที่เอื้ออำนวยและน่าจะมีความคุ้มค่าเมื่อเทียบกับไทย ทำให้ลูกค้าจีนหนีไปทำ IVF ที่มาเลเซียมากขึ้น

**โมเมนตัมกำไร 2Q26 และปี 2026 น่าจะเห็นการฟื้นตัว y-y**

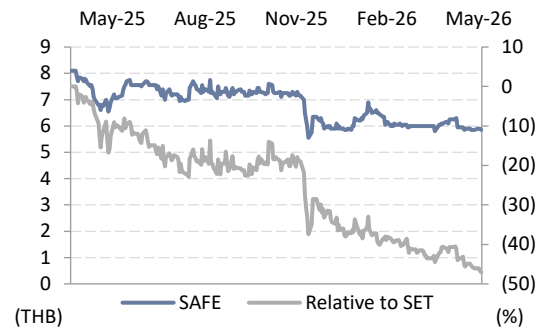
เราคาดโมเมนตัมกำไร 2Q26 จะดีขึ้นต่อเนื่อง q-q จากผลของการปรับขึ้นค่าบริการตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา แต่ไม่มากและยังลดลง y-y จากภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังอ่อนแอและการให้บริการตรวจโครโมโซมที่มีการแข่งขันสูง และการทำกิจกรรมทางการตลาดที่เพิ่มขึ้นทั้งในประเทศและต่างประเทศ สำหรับปัจจัยสำคัญที่จะเป็น catalyst กับธุรกิจ IVF คือ การออกกฎหมายอู่บุญจากภาครัฐที่ปัจจุบันระหว่างการพัฒนาของกระทรวงสาธารณสุข รวมถึงการส่งเสริมการมีบุตรและการให้เงินอุดหนุนจากภาครัฐในอัตราที่สูงขึ้น

**บริษัทคงเป้าหมายรายได้ปี 2026 เติบโต 10% เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2026-28**

บริษัทยังคงเป้าหมายรายได้ปี 2026 เติบโต 10% y-y ใกล้เคียงกับที่เราคาดไว้ 9% y-y เทียบกับอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมอยู่ที่ประมาณ 7% y-y ในปี 2026 โดยรายได้ที่เติบโตหลักๆ มาจากจำนวนเคสในการให้บริการที่มีแนวโน้มดีขึ้น ทั้ง IVF (ทำเด็กหลอดแก้ว) ที่ลูกค้าต่างชาติอย่าง อินเดีย และจีน ที่มีแนวโน้มเข้ามารักษาเพิ่มขึ้นและการปรับขึ้นราคาตั้งแต่ต้นปี และ NGG (ตรวจพันธุกรรมและโครโมโซม) มีการเปิดศูนย์ตรวจ NGG ร่วมกับโรงพยาบาลเชียงใหม่ระยองประสานกุ่มตามนโยบายของ สำนักงานประกันสุขภาพ (สปสช.) ที่ได้รับการตอบรับที่ดี เรายังคงประมาณการกำไรปี 2026 +6% y-y

**คงคำแนะนำ "ถือ" รอออุตสาหกรรม IVF พื้นตัวชัดเจนมากกว่านี้**

SAFE ยังเป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง จ่ายปันผลปีละครั้ง บน payout ratio 100% ของกำไร ราคาเป้าหมาย 7.25 บาท อิง PE ค่าเฉลี่ยกลุ่มธุรกิจ IVF ภูมิภาคที่ 16 เท่า Div. yield 7% คงคำแนะนำ ถือ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(4.9)	(9.3)	(25.0)
Relative to country (%)	(10.3)	(11.7)	(44.5)
Mkt cap (USD m)	54		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.0		
Free float (%)	26		
Major shareholder	Quangkananurug family (61%)		
12m high/low (THB)	8.10/5.55		
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 Fertility Group ดำเนินธุรกิจให้บริการด้านการรักษาภาวะมีบุตรยากแบบครบวงจร โดยใช้เทคโนโลยีที่ทันสมัย พร้อมมาตรฐานการรักษาและความปลอดภัยระดับสากล ปัจจุบันบริษัทมีทั้งหมด 5 สาขา รองรับโดยทีมแพทย์และผู้เชี่ยวชาญมากกว่า 14 คน ซึ่งมีประสบการณ์เฉลี่ยมากกว่า 20 ปี รวมถึงทีมนักวิทยาศาสตร์กว่า 30 คน โดย SAFE มีอัตราการสำเร็จในการรักษาภาวะมีบุตรยากเฉลี่ยมากกว่า 75% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่อยู่ราว 45%

ปัจจุบันลูกค้าชาวต่างชาติคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 50% ของฐานลูกค้าทั้งหมด โดยมาจาก China, India, Myanmar และ Vietnam เป็นต้น แนวโน้มอัตราการเกิดที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง คาดว่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนความต้องการบริการรักษาภาวะมีบุตรยากในระยะยาว นอกจากนี้ ประเทศไทยยังเป็นหนึ่งในจุดหมายสำคัญของการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ด้านการรักษาภาวะมีบุตรยาก ด้วยต้นทุนการรักษาที่ต่ำกว่าหลายประเทศ แต่ยังคงมาตรฐานการรักษาในระดับสากล

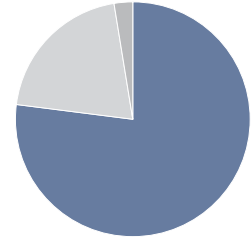
## Company profile

SAFE Fertility Group ให้บริการศูนย์การแพทย์ด้านการรักษาภาวะมีบุตรยากแบบครบวงจร โดยมีจุดแข็งจากบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์สูง เทคโนโลยีและอุปกรณ์ทางการแพทย์ที่ทันสมัย รวมถึงมาตรฐานการรักษาในระดับสูง ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ช่วยให้บริษัทกลายเป็นคลินิก IVF แห่งแรกในประเทศไทย ที่ได้รับการรับรองมาตรฐานจาก Reproductive Technology Accreditation Committee (RTAC)

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

## Principal activities (revenue, 2025)

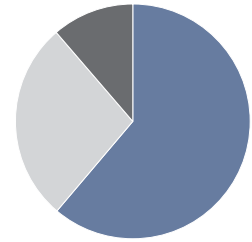
- Revenue from ICSI treatment - 77.0 %
- Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses - 20.4 %
- Revenue from dermatology services - 2.6 %



Source: Safe Fertility Group

## Major shareholders

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



Source: Safe Fertility Group

## Catalysts

ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการเติบโตของกำไร ได้แก่ 1) การเร่งทำการตลาดและประโยชน์จากการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะช่วยให้การรับรู้แบรนด์และเสริมความน่าเชื่อถือ ส่งผลให้สามารถดึงดูดลูกค้าได้มากขึ้นในอนาคต 2) การขยายกำลังการให้บริการ โดยมีแผนเปิดสาขาใหม่เพิ่มอีก 2-4 แห่งในช่วง 3 ปีข้างหน้า รวมถึงการขยายห้องปฏิบัติการภายนอก (Outsourced Lab) เพิ่มอีก 3-4 แห่ง และ 3) กลยุทธ์การควบรวมและเข้าซื้อกิจการ (M&A) โดยมีแผนเข้าซื้อกิจการผู้ให้บริการ IVF รายอื่น ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

## Risks to our call

ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา ได้แก่ การถูกฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากเกิดความผิดพลาดในการรักษา การลดลงของผู้ป่วยชาวต่างชาติจากข้อจำกัดด้านการเดินทางหรือการเกิดโรคระบาด/การแพร่ระบาดครั้งใหม่ รวมถึงต้นทุนค่ายาที่อาจปรับเพิ่มสูงกว่าคาดการณ์ไว้

## Event calendar

Date	Event
Aug 2026	2Q26 results announcement

## Key assumptions

	2026E	2027E	2028E
OPU Cycle	1,100	1,180	1,380
Revenue/Treatment Cycle (THB m)	0.55	0.55	0.55
Gross Margin (%)	55%	55%	55%

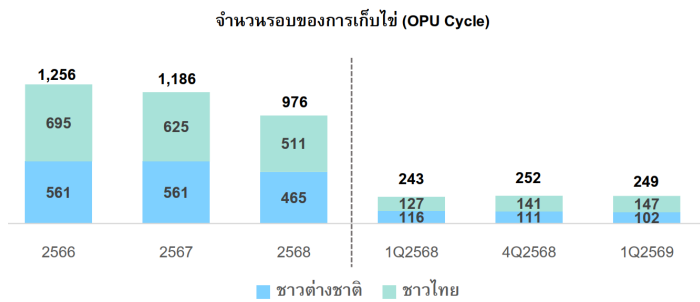
Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

- For every 10% increase in revenue, we estimate 2026 net profit to rise by 3.4%, and vice versa, all else being equal.
- For every 1% increase in GPM, we estimate 2026 net profit to rise by 7.8%, and vice versa, all else being equal.

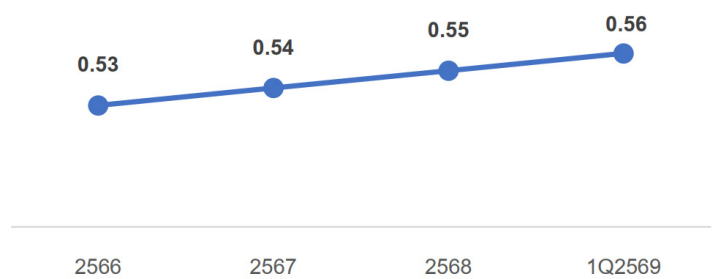
Source: FSSIA estimates

## Exhibit 1: จำนวนรอบของการเก็บไข่



Source: SAFE

## Exhibit 2: รายได้ต่อจำนวนของรอบการเก็บ



Source: SAFE

## Exhibit 3: Peer comparison

Company	BBG	Market Cap (USD m)	--- EPS growth ---		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		----- Div Yld -----	
			26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
Ramsay Health care	RHC AU	6,131	29.1	20.7	25.0	22.9	6.0	7.1	1.7	1.6	2.3	2.7
Amvis Holdings	7071 JP	1,362	9.3	5.0	23.0	22.5	6.9	7.4	1.6	1.6	3.3	3.3
Raffles Medical Group	RFMD SP	1,167	278.9	9.1	7.7	7.0	5.6	5.7	0.5	0.5	3.2	3.2
Summerset Group	SUM NZ	286	31.5	12.9	12.8	11.3	16.3	16.5	2.0	1.8	2.9	3.0
Charm Care Corp	6062 JP	231	(25.3)	(7.5)	13.5	14.6	7.5	5.6	0.9	0.9	1.1	1.1
Monash IVF Group	MVF AU	198	(21.9)	6.0	14.2	13.4	8.1	8.1	1.1	1.0	2.4	4.1
<b>Regional average</b>		<b>9,374</b>	<b>50.3</b>	<b>7.7</b>	<b>16.0</b>	<b>15.3</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>

Source: Bloomberg

## Financial Statements

### Safe Fertility Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	831	702	767	817	912
Cost of goods sold	(373)	(311)	(345)	(368)	(411)
<b>Gross profit</b>	<b>458</b>	<b>391</b>	<b>422</b>	<b>450</b>	<b>502</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(252)	(245)	(269)	(270)	(305)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>208</b>	<b>148</b>	<b>155</b>	<b>181</b>	<b>199</b>
Depreciation	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>207</b>	<b>146</b>	<b>153</b>	<b>180</b>	<b>197</b>
Net financing costs	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	14	23	25	10	5
Non-recurring items	0	0	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>216</b>	<b>165</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>198</b>
Tax	(49)	(34)	(36)	(38)	(41)
<b>Profit after tax</b>	<b>167</b>	<b>131</b>	<b>139</b>	<b>148</b>	<b>157</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>167</b>	<b>131</b>	<b>139</b>	<b>148</b>	<b>157</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>167</b>	<b>131</b>	<b>139</b>	<b>148</b>	<b>157</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.55	0.43	0.46	0.49	0.52
Reported EPS	0.55	0.43	0.46	0.49	0.52
DPS	0.62	0.41	0.41	0.43	0.39
Diluted shares (used to calculate per share data)	304	304	304	304	304
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	(2.1)	(15.5)	9.3	6.5	11.6
Operating EBITDA (%)	(31.1)	(29.0)	5.0	16.9	9.5
Operating EBIT (%)	(15.1)	(29.3)	5.0	17.0	9.6
Recurring EPS (%)	(17.5)	(21.7)	6.0	6.3	6.6
Reported EPS (%)	(17.5)	(21.7)	6.0	6.3	6.6
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	55.1	55.7	55.0	55.0	55.0
Gross margin exc. depreciation (%)	55.4	56.0	55.2	55.2	55.2
Operating EBITDA margin (%)	25.1	21.1	20.2	22.2	21.8
Operating EBIT margin (%)	24.9	20.8	20.0	22.0	21.6
Net margin (%)	20.1	18.7	18.1	18.1	17.2
Effective tax rate (%)	22.6	20.6	20.6	20.6	20.6
Dividend payout on recurring profit (%)	112.6	95.1	89.7	89.3	75.1
Interest cover (X)	59.2	48.6	51.4	54.6	58.1
Inventory days	54.5	45.3	32.8	30.7	27.5
Debtor days	11.3	13.6	10.7	10.2	9.9
Creditor days	82.2	90.7	78.1	78.0	76.2
Operating ROIC (%)	32.3	12.1	9.1	9.8	10.6
ROIC (%)	25.8	12.0	9.5	9.4	9.7
ROE (%)	9.8	7.5	8.3	9.2	10.2
ROA (%)	8.7	6.8	7.5	8.1	8.7
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
Revenue from ICSI treatment	642	541	605	649	759
Revenue from genetic testing services for embryos and fetuses	169	143	143	143	143
Revenue from dermatology services	20	18	19	25	10

Sources: Safe Fertility Group ; FSSIA estimates

## Financial Statements

### Safe Fertility Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Recurring net profit	167	131	139	148	157
Depreciation	2	2	2	2	2
Associates & minorities	10	(3)	0	0	0
Other non-cash items	(2)	(3)	1	1	2
Change in working capital	(301)	(656)	(107)	(83)	48
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(124)</b>	<b>(529)</b>	<b>35</b>	<b>67</b>	<b>209</b>
Capex - maintenance	(6)	(20)	(22)	(7)	(7)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	15	28	(8)	(6)	(12)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>(30)</b>	<b>(13)</b>	<b>(19)</b>
Dividends paid	(188)	(125)	(124)	(132)	(118)
Equity finance	144	(67)	(96)	(80)	(79)
Debt finance	(12)	(14)	26	17	10
Other financing cash flows	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(57)</b>	<b>(206)</b>	<b>(194)</b>	<b>(195)</b>	<b>(187)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	12	40	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>12</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(160)</b>	<b>(687)</b>	<b>(189)</b>	<b>(141)</b>	<b>2</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(111.19)	(517.56)	8.50	57.13	192.97
Free cash flow to equity (FCFE)	(114.87)	(495.12)	31.38	70.66	199.50

#### Per share (THB)

FCFF per share	(0.37)	(1.70)	0.03	0.19	0.63
FCFE per share	(0.38)	(1.63)	0.10	0.23	0.66
Recurring cash flow per share	0.58	0.42	0.47	0.49	0.53

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tangible fixed assets (gross)	144	122	142	147	152
Less: Accumulated depreciation	0	0	0	0	0
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>144</b>	<b>122</b>	<b>142</b>	<b>147</b>	<b>152</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	1,091	404	215	74	76
A/C receivable	28	24	21	25	25
Inventories	46	31	31	31	31
Other current assets	537	1,201	1,313	1,399	1,362
<b>Current assets</b>	<b>1,702</b>	<b>1,660</b>	<b>1,580</b>	<b>1,528</b>	<b>1,493</b>
Other assets	161	141	154	164	183
<b>Total assets</b>	<b>2,007</b>	<b>1,923</b>	<b>1,876</b>	<b>1,839</b>	<b>1,828</b>
Common equity	1,777	1,716	1,634	1,570	1,530
Minorities etc.	13	10	10	10	10
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,790</b>	<b>1,727</b>	<b>1,645</b>	<b>1,581</b>	<b>1,541</b>
Long term debt	61	47	73	90	100
Other long-term liabilities	43	51	55	59	66
<b>Long-term liabilities</b>	<b>104</b>	<b>97</b>	<b>128</b>	<b>149</b>	<b>166</b>
A/C payable	82	71	76	81	90
Short term debt	0	0	0	0	0
Other current liabilities	31	28	27	29	32
<b>Current liabilities</b>	<b>113</b>	<b>99</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>122</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>2,007</b>	<b>1,923</b>	<b>1,876</b>	<b>1,839</b>	<b>1,829</b>
Net working capital	498	1,157	1,262	1,345	1,295
Invested capital	803	1,420	1,558	1,656	1,631

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

#### Per share (THB)

Book value per share	5.85	5.65	5.38	5.17	5.04
Tangible book value per share	5.85	5.65	5.38	5.17	5.04

#### Financial strength

Net debt/equity (%)	(57.5)	(20.7)	(8.6)	1.0	1.6
Net debt/total assets (%)	(51.3)	(18.6)	(7.6)	0.9	1.3
Current ratio (x)	15.1	16.7	15.4	13.9	12.2
CF interest cover (x)	(29.9)	(141.7)	10.0	21.4	58.5

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>10.6</b>	<b>13.6</b>	<b>12.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.3</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>13.2</b>	<b>16.8</b>	<b>15.9</b>	<b>14.9</b>	<b>14.0</b>
Reported P/E (x)	10.6	13.6	12.8	12.0	11.3
Dividend yield (%)	10.6	7.0	7.0	7.4	6.6
Price/book (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
Price/tangible book (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
EV/EBITDA (x) **	3.7	9.7	10.6	9.9	9.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	5.7	12.6	13.4	12.3	11.3
EV/invested capital (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1

\* 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.																			
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>SETESG inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETESG Index</b> is extended from the SET ESG Ratings 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&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality &amp; peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3"><b>Leader:</b></td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3"><b>Average:</b></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><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570	<b>A</b>	5.714-7.142	<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285	<b>B</b>	1.429-2.856	<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
<b>AA</b>	7.143-8.570																				
<b>A</b>	5.714-7.142																				
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
<b>BB</b>	2.857-4.285																				
<b>B</b>	1.429-2.856																				
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;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) "SETESG". 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

Finansia Syrus Securities Public Company Limited and FSS International Investment Advisory Securities Company Limited are subsidiaries of Finansia X Public Company Limited, with shared directors or executives.

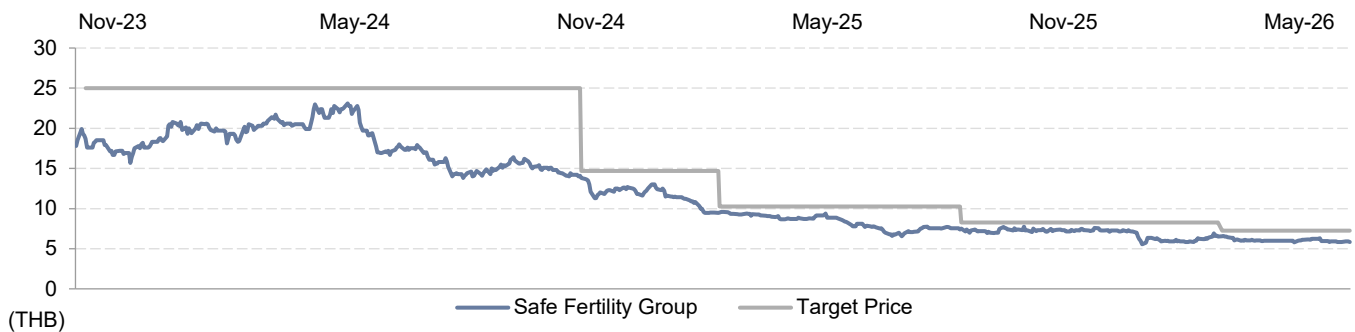
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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	17-Feb-2025	HOLD	10.25	20-Feb-2026	HOLD	7.25
07-Nov-2024	HOLD	14.70	14-Aug-2025	HOLD	8.25			

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 5.85	HOLD	ความเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา ได้แก่ การถูกฟ้องร้องหรือร้องเรียนหากเกิดความผิดพลาดในการรักษา การลดลงของผู้ป่วยชาวต่างชาติจากข้อจำกัดด้านการเดินทางหรือการเกิดโรคระบาด/การแพร่ระบาดครั้งใหม่ รวมถึงต้นทุนค่ายาที่อาจปรับเพิ่มสูงกว่าคาดการณ์ไว้

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 28-May-2026 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.