

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 16.50**

(From: Bt 20.00)

**Change in Numbers**

**Upside : 13.8%**

**23 OCTOBER 2024**

# Safe Fertility Group Pcl (SAFE TB)

## ฟื้นตัวช้ากว่าคาด



**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เราคาดว่ากำไรของ SAFE ใน 3Q24F จะอ่อนแอ และเราปรับลดประมาณการกำไรลง 21-23% ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของธุรกิจที่ช้ากว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวที่ 17/15% ในปี 2025-26F จากฐานต่ำในปี 2024F และคงคำแนะนำ "ซื้อ" SAFE

### ผลการดำเนินงาน 3Q24F น่าจะผิดหวัง

SAFE น่าจะรายงานผลการดำเนินงาน 3Q24F ที่น่าผิดหวัง เราคาดว่ากำไรสุทธิอยู่ที่ 32 ลบ. ใน 3Q24 ลดลง 47% y-y และ 31% q-q เนื่องจากรายได้ที่ลดลง อัตรากำไรขั้นต้นที่หดตัว และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้แม้ว่ากำไรใน 2Q24 จะอ่อนแออยู่แล้วที่ 47 ลบ. ก็ตาม เราคาดว่ารายได้ใน 3Q24 จะอยู่ที่ 195 ลบ. ลดลง 12% y-y และ 9% q-q เนื่องจากรายได้จากบริการรักษาผู้มีบุตรยากและบริการตรวจคัดกรองทางพันธุกรรมของตัวอ่อนและทารกในครรภ์ที่ลดลง อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะลดลงเหลือ 53.2% ใน 3Q24 ลดลงจาก 55.7% ใน 3Q23 และ 55.3% ใน 2Q24 เนื่องจากผลของ operating leverage จากรายได้ที่อ่อนแอ อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 32.7% ใน 3Q24 เพิ่มขึ้นจาก 23.2% ใน 3Q23 และ 30.1% ใน 2Q24

### ปรับลดประมาณการกำไร

ก่อนหน้านี้ เราคาดว่ากำไรของ SAFE จะถึงจุดต่ำสุดใน 2Q24 หลังฟื้นคืนแห่งกันเข้ารับบริการรักษาภาวะมีบุตรยากใน 3Q23-1Q24 เพื่อมีบุตรในปีมังกรในปี 2024 แต่อย่างไรก็ตาม ธุรกิจยังคงชะลอตัวใน 3Q24F ซึ่งเราเชื่อว่าเกิดจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา และการแข่งขันที่สูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันกลยุทธ์ของ SAFE ด้านการตลาดด้วยการมีทีมขายและพัฒนาธุรกิจใหม่ที่เป็นไปในเชิงรุกมากขึ้น เราจึงคาดว่าค่าใช้จ่ายการขายและบริการจะยังคงสูงต่อเนื่อง เราปรับลดประมาณการกำไรลง 21-23% ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนปัจจัยด้านรายได้และต้นทุนที่กล่าวข้างต้น

### อ่อนแอต่อหนี้แต่ได้รับผลดีในขนาด

กล่าวโดยสรุป กลยุทธ์ใหม่ของ SAFE จากบทวิเคราะห์ SAFE ฉบับก่อนหน้าของเรา - มีสัญญาณที่ดีขึ้น ลงวันที่ 18 กันยายน 2024 SAFE วางแผนที่จะดำเนินการในเชิงรุกในการจับความต้องการโดยการเพิ่มพนักงานขาย ใช้ตัวแทนมากขึ้น ทำการตลาดผลิตภัณฑ์มากขึ้น และใช้กลยุทธ์ด้านราคาในสาขาต่างจังหวัด ซึ่งน่าจะส่งผลกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้นและทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายสูงขึ้นในระยะกลางก่อนที่กลยุทธ์นี้จะให้ผลตอบแทนกลับคืนมา เราคาดว่ากำไรของ SAFE แม้จะแตะจุดต่ำสุดใน 3Q24F แต่จะยังคงหดตัวลง y-y ใน 4Q24F-1Q25F อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัว y-y น่าจะเริ่มตั้งแต่ 2Q25F จากผลกระทบจากฐานที่ต่ำในปี 2024 และรายได้จากกลยุทธ์ใหม่ที่ดีขึ้น

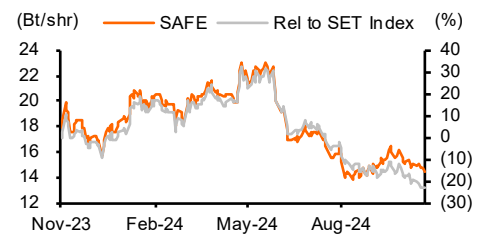
### แตะจุดต่ำสุด คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SAFE 1) เราเชื่อว่าปัจจัยเลวร้ายที่สุดเกิดขึ้นแล้วใน 3Q24F และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัว 16.6/14.5% ในปี 2025-26F จากฐานต่ำในปี 2024F ซึ่งเป็นช่วงที่ความต้องการมีลูกในปีมังกรสิ้นสุดลง 1Q24 ทำให้ 2Q-4Q24 เป็นฐานต่ำ 2) SAFE กำลังดำเนินการกลยุทธ์ในเชิงรุกมากขึ้นเพื่อเพิ่มรายได้จากผู้ป่วยไทยและต่างชาติให้มากขึ้น นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังได้เปิดตัวเทคนิคการตรวจทางพันธุกรรมใหม่ที่เรียกว่า "PGT-A-Seq" ในเดือนกันยายน ซึ่งน่าจะช่วยเพิ่มจำนวนผู้มาใช้บริการจากไตรมาสนี้เป็นต้นไป และ 3) หลังราคาหุ้นลดลง 21% YTD หุ้น SAFE จึงดูไม่แพงในมุมมองของเรา โดยซื้อขายที่ 2025F PE ที่ 20.3 เท่า

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	849	868	984	1,108
Net profit	202	187	217	249
Consensus NP	—	233	271	315
Diff frm cons (%)	—	(20.0)	(19.7)	(20.9)
Norm profit	202	187	217	249
Prev. Norm profit	—	242	279	315
Chg frm prev (%)	—	(22.9)	(22.1)	(21.0)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(0.2)	(14.5)	16.6	14.5
Norm PE (x)	20.2	23.6	20.3	17.7
EV/EBITDA (x)	9.4	10.6	9.1	7.9
P/BV (x)	2.7	2.5	2.4	2.3
Div yield (%)	8.3	2.5	3.0	3.4
ROE (%)	14.1	11.0	12.2	13.2
Net D/E (%)	(75.5)	(79.1)	(80.4)	(81.8)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Oct-24 (Bt)	14.50
Market Cap (US\$ m)	131.6
Listed Shares (m shares)	303.9
Free Float (%)	25.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	23.10/13.80
Sector	Health Care
Major Shareholder	Quangkananurug family 60.92%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



## Ex 1: 3Q24F Earnings Preview

Income Statement Yr-end Dec (Bt m)						(consolidated)	
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	q-q%	y-y%
Revenue	223	219	251	215	195	(9)	(12)
<b>Gross profit</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>147</b>	<b>119</b>	<b>104</b>	<b>(13)</b>	<b>(16)</b>
SG&A	52	65	63	65	64	(1)	23
Operating profit	72	53	84	54	40	(26)	(45)
<b>EBITDA</b>	<b>87</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>70</b>	<b>55</b>	<b>(21)</b>	<b>(37)</b>
Other income	1	4	1	5	1	(80)	(20)
Other expense	0	(1)	0	(0)	0	na	na
Interest expense	1	1	1	1	1	7	29
<b>Profit before tax</b>	<b>73</b>	<b>57</b>	<b>84</b>	<b>58</b>	<b>40</b>	<b>(32)</b>	<b>(45)</b>
Income tax	12	5	18	12	8	(32)	(31)
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	na	na
Minority interests	0	0	0	1	1	(9)	111
Extraordinary items	(0)	0	0	(0)	0	na	na
<b>Net profit</b>	<b>61</b>	<b>53</b>	<b>67</b>	<b>47</b>	<b>32</b>	<b>(31)</b>	<b>(47)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>61</b>	<b>53</b>	<b>67</b>	<b>47</b>	<b>32</b>	<b>(31)</b>	<b>(47)</b>

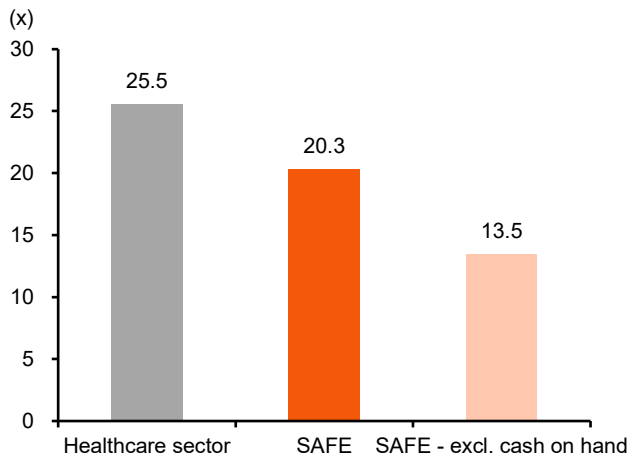
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 2: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b># of treatment cycles</b>					
- New	1,140	1,256	1,230	1,342	1,447
- Old			1,348	1,447	1,549
- Change (%)			(8.7)	(7.3)	(6.6)
<b># of genetic tests</b>					
- New	16,033	21,913	22,796	30,302	37,582
- Old			25,781	34,050	43,360
- Change (%)			(11.6)	(11.0)	(13.3)
<b>Gross margin (%)</b>					
- New	54.7	55.3	55.3	55.1	55.0
- Old			56.9	56.7	56.5
- Change (ppt)			(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>					
- New	26.8	26.7	29.4	28.6	28.1
- Old			26.7	26.2	26.0
- Change (ppt)			2.7	2.4	2.2
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	162	202	187	217	249
- Old			242	279	315
- Change (%)			(22.9)	(22.1)	(21.0)

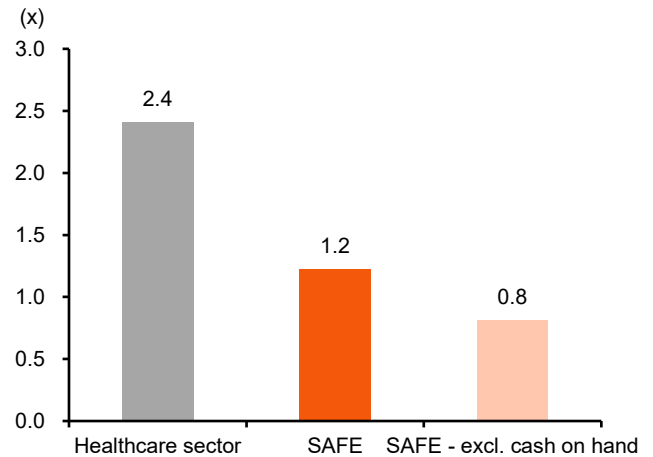
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: PE Comparison**



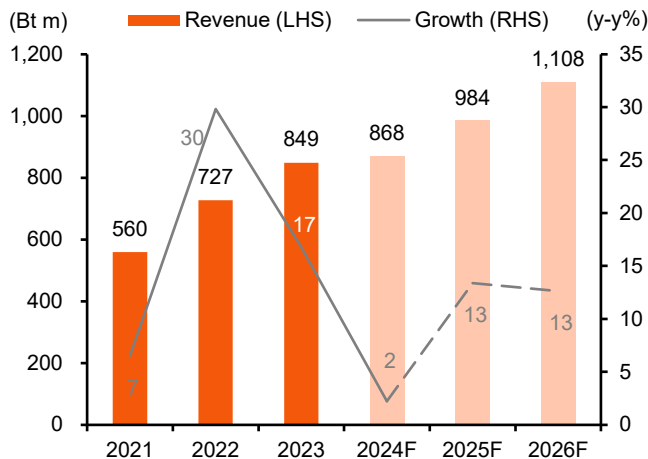
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 4: PEG Comparison**



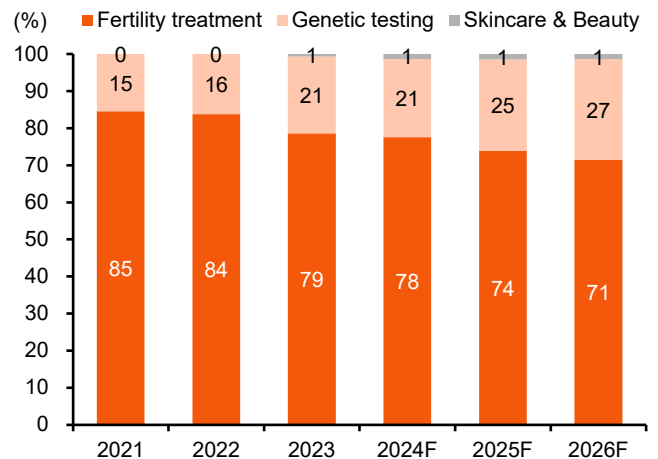
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 5: Revenue And Growth**



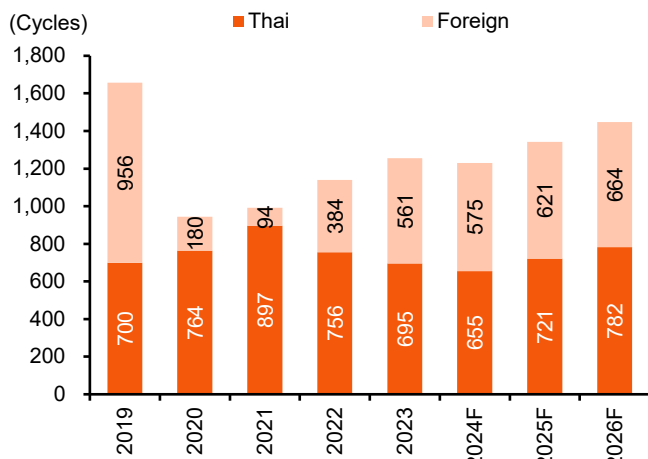
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Revenue Breakdown By Business**



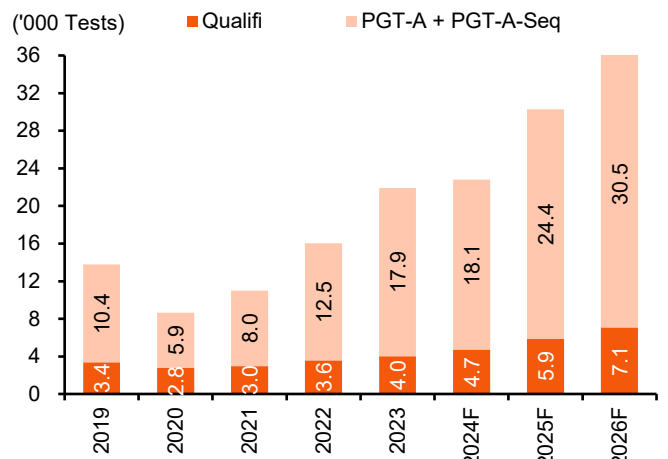
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Number Of Treatment Cycles**



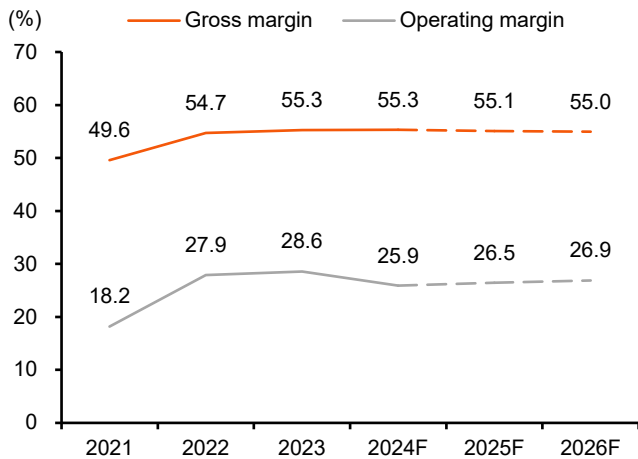
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Number Of Genetic Tests**



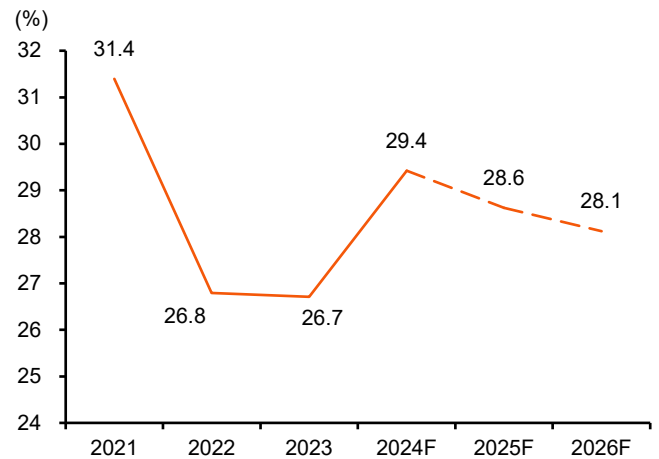
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Gross And Operating Margin**



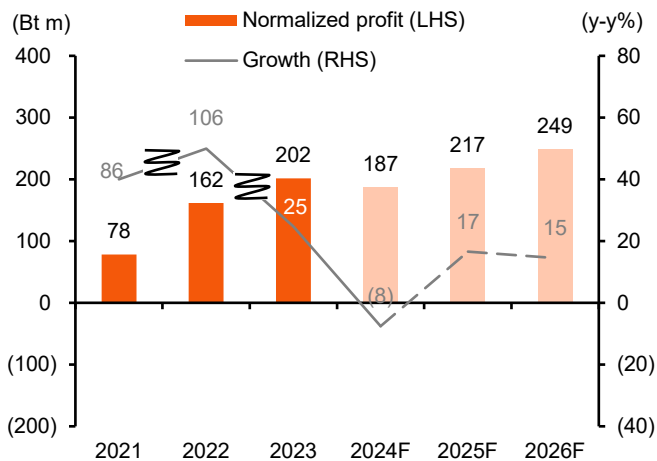
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: SG&A-To-Sales Ratio**



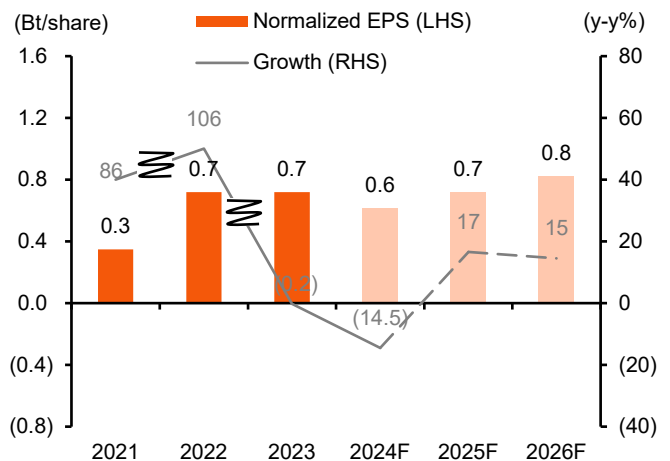
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Normalized Profit And Growth**



Sources: Company data, Thanachart estimates

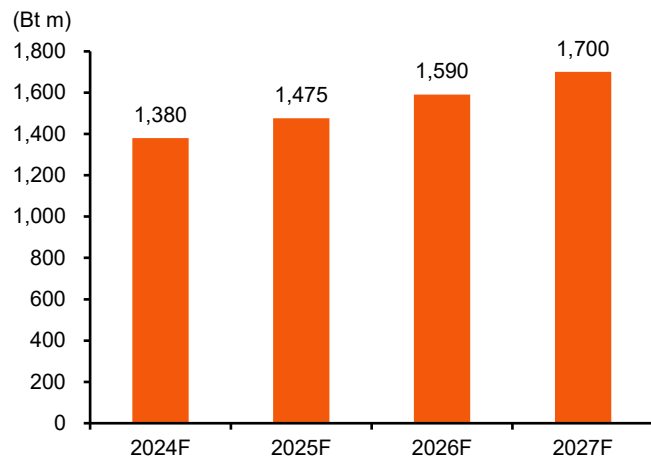
**Ex 12: Normalized EPS And Growth**



Sources: Company data, Thanachart estimates

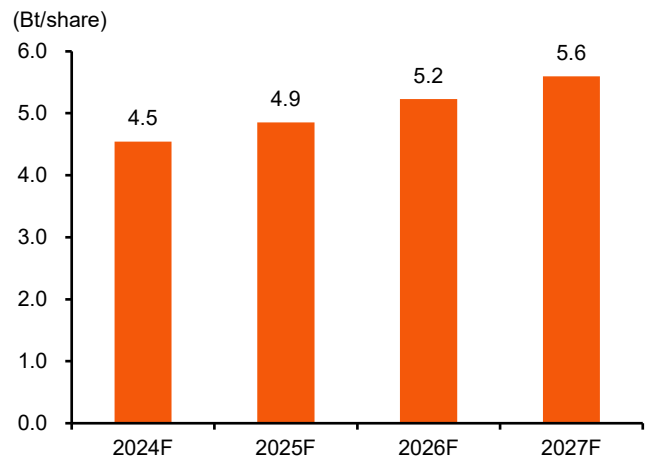
Note: 2023 and 2024F EPS are impacted by the dilution effect from new IPO shares.

**Ex 13: Net Cash On Hand**



Source: Thanachart estimates

**Ex 14: Net Cash On Hand Per Share**



Source: Thanachart estimates

## Ex 15: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from rights of use	308	346	380	411	440	467	493	518	543	568	593	—
Free cash flow	223	254	282	308	331	352	373	392	411	430	449	5,046
PV of free cash flow	222	208	209	206	200	193	179	169	160	150	141	1,589
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,627											
Net debt (end 2024F)	(1,376)											
Minority interest	1											
Equity value	5,001											
# of shares (m)	304											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>16.50</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Monash IVF Group Ltd	MVF AU	Australia	na	8.1	16.0	14.8	1.6	1.8	9.0	8.5	4.2	4.5
Vitrolife AB	VITR SS	Sweden	na	15.9	43.7	37.7	2.4	2.3	26.3	24.0	0.6	0.6
Progyny Inc	PGNY US	United States	141.2	0.4	10.4	10.4	2.2	1.8	6.0	5.8	na	na
Jinxin Fertility Group Ltd	1951 HK	Hong Kong	20.0	14.7	23.4	20.4	0.9	0.9	13.4	11.8	1.5	1.8
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	11.6	15.1	29.5	25.7	3.5	3.3	15.0	13.3	2.2	2.5
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11.1	10.9	28.6	25.8	4.6	4.4	21.7	19.7	2.8	3.1
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	15.5	6.9	27.1	25.4	7.9	7.0	19.3	17.8	2.2	2.6
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	10.8	15.1	27.7	24.1	4.0	3.7	17.9	15.5	1.8	2.1
Ekachai Medical Care	EKH TB	Thailand	(4.5)	(1.8)	16.4	16.7	2.1	2.1	8.3	7.9	4.2	4.2
Genesis Fertility Center	GFC TB	Thailand	8.6	20.6	16.1	13.3	2.7	2.4	9.8	7.8	2.3	2.8
Master Style *	MASTER TB	Thailand	11.7	25.7	29.8	23.7	4.2	3.8	21.0	16.9	1.7	2.1
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	22.2	13.4	26.2	23.1	3.2	3.0	14.6	12.8	1.9	2.4
Safe Fertility Group *	SAFE	Thailand	(14.5)	16.6	23.6	20.3	2.5	2.4	10.6	9.1	2.5	3.0
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	(20.4)	29.4	32.9	25.4	1.7	1.7	12.8	11.7	1.5	2.2
<b>Average</b>			<b>17.8</b>	<b>13.7</b>	<b>25.1</b>	<b>21.9</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>14.7</b>	<b>13.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 22 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เซฟ เฟอร์ทิลิตี้ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (SAFE) ศูนย์รักษาผู้มีบุตรยาก ที่ให้บริการครบวงจรตั้งแต่ให้คำแนะนำและคำปรึกษา ให้การรักษาแก่ผู้ที่มีบุตรยาก บริการนี้ครอบคลุมการรักษาภาวะการมีบุตรยาก เช่น การปฏิสนธิ นอกร่างกาย (IVF) การเพาะเลี้ยงตัวอ่อน และการแช่แข็งไข่ ทั้งหมดนี้ ให้บริการโดยทีมแพทย์และนักวิทยาศาสตร์ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทาง ปัจจุบัน SAFE มีบริษัทย่อย 2 แห่ง ได้แก่ บริษัท เน็ก เจนเนอร์เรชั่น จีโนมิก จำกัด (NGG) และบริษัท เซฟ เวลเนส จำกัด (SWC) NGG ให้บริการ ห้องปฏิบัติการทางพันธุศาสตร์ SWC ให้บริการผลิตภัณฑ์ดูแลผิวและความงาม ภายใต้แบรนด์ "The Fountain Wellness Center" บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อวันที่ 2 พฤศจิกายน 2023

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- SAFE เป็นหนึ่งในศูนย์บริการผู้มีบุตรยากชั้นนำในประเทศไทย โดยมีชื่อเสียงมายาวนาน
- SAFE มีอุปกรณ์เทคโนโลยีขั้นสูง และมาตรฐานการบริการคุณภาพสูง
- สำนักงานของ SAFE ตั้งอยู่ในทำเลที่ดีเยี่ยมในกรุงเทพฯ และเมืองหลักในประเทศไทย
- ผู้ก่อตั้งและทีมแพทย์มีประสบการณ์อย่างมากในธุรกิจการช่วยเจริญพันธุ์
- SAFE มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในตลาดระดับไฮเอนด์

## O — Opportunity

- ความต้องการบริการรักษาผู้มีบุตรยากเพิ่มขึ้นทั้งในประเทศไทยและตลาดต่างประเทศ
- การเปลี่ยนแปลงวิถีชีวิตของผู้คน
- ความเป็นไปได้ที่จะมีการออกกฎหมายสมรสเท่าเทียมในประเทศไทย

## CONSENSUS COMPARISON

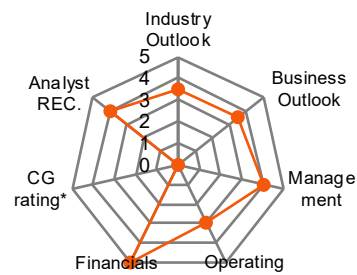
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.50	16.50	-20%
Net profit 24F (Bt m)	233	187	-20%
Net profit 25F (Bt m)	271	217	-20%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจาก เรามีความกังวลต่อการฟื้นตัวของธุรกิจของ SAFE มากกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \* No CG Rating

## W — Weakness

- เน้นเฉพาะกลุ่มผู้มีรายได้อันดับกลาง-สูง

## T — Threat

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์รักษาผู้มีบุตรยากและโรงพยาบาลอื่นๆ ในประเทศไทยและต่างประเทศ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- การระบาดของโรคโควิด-19
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว

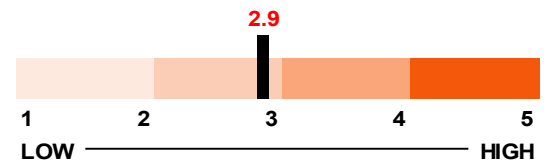
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ภาวะเศรษฐกิจซบเซาอย่างไม่คาดคิดอาจส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อและความต้องการบริการรักษาผู้มีบุตรยาก ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- หากมีการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากศูนย์บริการรักษาผู้มีบุตรยาก และโรงพยาบาล ทั้งที่มีอยู่เดิมหรือแห่งใหม่ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่ง
- หากรัฐบาลไทยและรัฐบาลต่างประเทศออกกฎหมายใหม่ใดๆ ที่ทำให้เกิดผลกระทบต่อธุรกิจการเจริญพันธุ์ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อ SAFE

Source: Thanachart

SAFE เป็นหนึ่งในศูนย์รักษาผู้มีบุตรยากชั้นนำของประเทศไทย เราให้คะแนน ESG ปานกลางที่ 2.86 แม้ว่าธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซคาร์บอนอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่เรามุ่งเน้นในการดำเนินธุรกิจของ SAFE แต่บริษัทฯ ยังไม่มีแผนที่ชัดเจนสำหรับเรื่อง ESG โดยรวม เรายังเห็นโอกาสที่จะทำให้ดีขึ้นได้

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SAFE	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- SAFE เป็นหนึ่งในศูนย์รักษาผู้มีบุตรยากชั้นนำของประเทศไทย ปัจจุบันมีสาขาในประเทศไทย 5 แห่ง ได้แก่ อาคารอัมรินทร์พลาซ่าในกรุงเทพฯ งามอินทรา ในกรุงเทพฯ ภูเก็ต ขอนแก่น และชลบุรี
- บริษัทฯ มีแผนการจัดการการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและจะดำเนินการตามกฎหมาย มาตรฐานสากล และข้อกำหนดอื่นๆ ปัจจุบัน SAFE อยู่ระหว่างการสรรหาที่ปรึกษาเพื่อประเมินปริมาณการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ขององค์กร ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จในปี 2024
- SAFE จะติดตั้งระบบบริหารจัดการพลังงานในสำนักงาน
- SAFE จะกำหนดให้บุคลากรทุกระดับให้ความสำคัญในการควบคุมปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยทางอ้อม โดยการลดการใช้พลังงาน เช่น เครื่องปรับอากาศ และการใช้ยานพาหนะ เป็นต้น

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SAFE ตระหนักถึงความสำคัญของทรัพยากรมนุษย์ และได้กำหนดแนวทางในการสรรหาและคัดเลือกบุคลากรตามกฎหมายและจริยธรรม บุคลากรทุกคนได้รับความเคารพและปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน โดยได้รับการคุ้มครองทางสังคม สภาพการทำงานที่เป็นธรรม ค่าตอบแทนที่สมเหตุสมผล และไม่มีการเลือกปฏิบัติ
- SAFE มีโปรแกรมการฝึกอบรมมากมายสำหรับนักเพาะพันธุ์ตัวอ่อน (ไทย อินเดีย มาเลเซีย ฯลฯ)
- SAFE มุ่งเน้นความพึงพอใจของลูกค้าผู้ใช้สินค้าและบริการจากบริษัทฯ ด้วยราคาที่ยุติธรรม คุณภาพ และความรับผิดชอบต่อ
- SAFE มุ่งมั่นที่จะให้บริการที่มีคุณภาพและมาตรฐานความปลอดภัยที่ดี นอกจากนี้ยังได้รับ ISO9001:2015, Reproductive Technology Accreditation Certification Committee (RTAC), ISO15190:2003, ISO15189:2012 และ European Society of Human Reproduction and Embryologist (ESHRE) อีกด้วย
- SAFE มีส่วนสนับสนุนกิจกรรมทางสังคม เช่น บริจาคอุปกรณ์ทางการแพทย์ให้กับโรงพยาบาลของรัฐ และมอบทุนการศึกษา และการสนับสนุนทางการเงินให้กับโรงเรียนต่างๆ เป็นต้น

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- SAFE มีสมาชิกคณะกรรมการบริหาร (BOD) 8 คน โดยเป็นผู้ชาย 6 คน
- SAFE มีนโยบายต่อต้านการทุจริต
- SAFE ตระหนักถึงสิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด และมีนโยบายที่จะรับรองความสำคัญของสิทธิเหล่านั้น ผ่านการจัดลำดับความสำคัญที่เหมาะสมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด หลีกเลี่ยงการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์
- SAFE เป็นผู้นำในการนำเทคโนโลยีนวัตกรรมใหม่มาใช้ในธุรกิจของตน

Sources: Company data, Thanachart

**INCOME STATEMENT**

*Earnings look set to recover in 2025-26F*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Sales	727	849	868	984	1,108
Cost of sales	329	380	388	442	499
<b>Gross profit</b>	<b>397</b>	<b>469</b>	<b>480</b>	<b>542</b>	<b>609</b>
% gross margin	54.7%	55.3%	55.3%	55.1%	55.0%
Selling & administration expenses	195	227	255	282	312
<b>Operating profit</b>	<b>203</b>	<b>242</b>	<b>225</b>	<b>260</b>	<b>298</b>
% operating margin	27.9%	28.6%	25.9%	26.5%	26.9%
Depreciation & amortization	64	59	62	62	61
<b>EBITDA</b>	<b>267</b>	<b>301</b>	<b>287</b>	<b>322</b>	<b>358</b>
% EBITDA margin	36.8%	35.5%	33.1%	32.7%	32.3%
Non-operating income	3	8	12	13	15
Non-operating expenses	1	(0)	0	0	0
Interest expense	(3)	(3)	(4)	(5)	(4)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>203</b>	<b>247</b>	<b>232</b>	<b>269</b>	<b>309</b>
Income tax	41	47	49	55	63
<b>After-tax profit</b>	<b>162</b>	<b>200</b>	<b>184</b>	<b>214</b>	<b>245</b>
% net margin	22.2%	23.6%	21.2%	21.8%	22.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	2	3	3	4
Extraordinary items	0	(0)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>162</b>	<b>202</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>249</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>162</b>	<b>202</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>249</b>
EPS (Bt)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8

**BALANCE SHEET**

*No significant new investments in 2024-26F*

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,148	1,571	1,695	1,808	1,941
Cash & cash equivalent	851	1,251	1,380	1,475	1,590
Account receivables	20	23	29	32	36
Inventories	49	65	48	54	61
Others	228	232	239	246	253
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	150	151	146	140	134
Other assets	114	171	157	143	131
<b>Total assets</b>	<b>1,413</b>	<b>1,894</b>	<b>1,998</b>	<b>2,091</b>	<b>2,206</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	99	125	118	124	138
Account payables	66	85	67	76	86
Bank overdraft & ST loans	0	0	4	2	6
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	33	40	47	46	46
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	103	110	141	135	130
<b>Total liabilities</b>	<b>202</b>	<b>236</b>	<b>258</b>	<b>259</b>	<b>268</b>
Minority interest	6	4	1	(2)	(6)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	225	304	304	304	304
Share premium	920	1,382	1,382	1,382	1,382
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(176)	(178)	(178)	(178)	(178)
<b>Retained earnings</b>	<b>235</b>	<b>146</b>	<b>231</b>	<b>327</b>	<b>436</b>
Shareholders' equity	1,204	1,654	1,739	1,835	1,944
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>1,413</b>	<b>1,894</b>	<b>1,998</b>	<b>2,091</b>	<b>2,206</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	203	247	232	269	309
Tax paid	(35)	(48)	(46)	(54)	(60)
Depreciation & amortization	64	59	62	62	61
Chg In working capital	(20)	(1)	(6)	(1)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	80	5	(3)	(10)	(10)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>292</b>	<b>262</b>	<b>239</b>	<b>266</b>	<b>298</b>
<i>Sustainable cash inflow stream</i>					
Capex	(35)	(43)	(40)	(40)	(40)
Right of use	(10)	(72)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(11)	6	27	(8)	(7)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(56)</b>	<b>(110)</b>	<b>(13)</b>	<b>(48)</b>	<b>(47)</b>
Debt financing	0	(0)	4	(2)	3
Capital increase	0	541	0	0	0
Dividends paid	(56)	(294)	(102)	(121)	(140)
Warrants & other surplus	2	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(53)</b>	<b>248</b>	<b>(98)</b>	<b>(123)</b>	<b>(137)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>257</b>	<b>219</b>	<b>199</b>	<b>226</b>	<b>258</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	20.2	20.2	23.6	20.3	17.7
Normalized PE - at target price (x)	22.9	23.0	26.9	23.1	20.1
PE (x)	20.1	20.2	23.6	20.3	17.7
PE - at target price (x)	22.9	23.0	26.9	23.1	20.1
EV/EBITDA (x)	9.0	9.4	10.6	9.1	7.9
EV/EBITDA - at target price (x)	10.7	11.2	12.7	11.0	9.6
P/BV (x)	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3
P/BV - at target price (x)	3.1	3.0	2.9	2.7	2.6
P/CFO (x)	11.2	15.5	18.4	16.5	14.8
Price/sales (x)	6.1	5.2	5.1	4.5	4.0
Dividend yield (%)	1.7	8.3	2.5	3.0	3.4
FCF Yield (%)	7.9	5.4	4.5	5.1	5.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
EPS	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
DPS	0.2	1.2	0.4	0.4	0.5
BV/share	5.4	5.4	5.7	6.0	6.4
CFO/share	1.3	0.9	0.8	0.9	1.0
FCF/share	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	29.8	16.8	2.2	13.4	12.6
Net profit (%)	107.0	24.7	(7.6)	16.6	14.5
EPS (%)	107.0	(0.2)	(14.5)	16.6	14.5
Normalized profit (%)	106.4	24.7	(7.6)	16.6	14.5
Normalized EPS (%)	106.4	(0.2)	(14.5)	16.6	14.5
Dividend payout ratio (%)	34.5	180.7	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	54.7	55.3	55.3	55.1	55.0
Operating margin (%)	27.9	28.6	25.9	26.5	26.9
EBITDA margin (%)	36.8	35.5	33.1	32.7	32.3
Net margin (%)	22.2	23.6	21.2	21.8	22.1
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
Interest coverage - EBIT (x)	58.7	70.39	51.93	57.0	72.65
Interest coverage - EBITDA (x)	77.34	87.50	66.35	70.54	87.46
ROA - using norm profit (%)	11.9	12.2	9.6	10.6	11.6
ROE - using norm profit (%)	14.1	14.1	11.0	12.2	13.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	14.1	14.0	10.8	12.0	13.0
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
- operating margin (%)	28.4	29.5	27.3	27.8	28.2
- leverage (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
- interest burden (%)	98.3	98.6	98.2	98.3	98.7
- tax burden (%)	79.7	80.9	79.0	79.5	79.5
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.6	10.6
ROIC (%)	37.7	55.5	44.1	57.1	65.4
NOPAT (Bt m)	162	196	177	207	237
invested capital (Bt m)	354	403	363	362	360

Sources: Company data, Thanachart estimates

SAFE is a net cash  
company

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phanarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณชัย  
siripom.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาริพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th