

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 14.50

Upside : 13.3%

(From: Bt 12.50)

28 APRIL 2022

## SISB PCI (SISB TB)

## กลับสู่โหมดการเติบโต

เนื่องจากนักเรียนที่ฟื้นตัวรวดเร็วหลังวิกฤตโควิดมาทำสถิติสูงสุดในปัจจุบัน เราจึงปรับกำไรปี 2022-24F ของ SISB ขึ้น 5-6% และปรับ TP เป็น 14.5 บาท ด้วยกำไรเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30% EBITDA margin มากกว่า 35% และอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ การซื้อขายที่ 43/33/27 เท่า PE ในปี 2022-24F เทียบกับค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 39 เท่า จึงถือเป็นระดับที่รับได้ “ซื้อ”

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 14.5 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เนื่องจากนักเรียนฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังวิกฤตโควิดมาทำสถิติสูงสุดในปัจจุบัน เราจึงปรับสมมติฐานจำนวนนักเรียนของ SISB ขึ้น 2-3% ในปี 2022-24F และปรับกำไรขึ้น 5-6% ด้วย WACC ที่ลดลงเป็น 8.5% จาก 9.7% เราจึงปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) ขึ้นเป็น 14.5 บาท จาก 12.5 บาท เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SISB เนื่องจาก 1) ไม่เพียงแต่คาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 1Q22F เท่านั้น แต่ยังคงคาดว่ากำไรจะสูงเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ และเติบโตไปอีก 30/23% y-y ในปี 2023/24F อีกด้วย 2) ธุรกิจของบริษัทฯ มีผลกำไรสูง ด้วยมี EBITDA margin ที่ 31/35% แม้จะมีวิกฤตโควิดในปี 2020/21 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีกเป็น 37-38% ในปี 2022-24F 3) มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ซึ่งช่วยให้ SISB ขยายตัวได้โดยไม่ต้องกังวลเรื่องอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และ 4) เป็นหนึ่งในโรงเรียนนานาชาติไม่กี่แห่งที่มีแนวคิดเติบโต ด้วยมีกลยุทธ์การเติบโตด้วยการขยายธุรกิจ

กำไรทำสถิติต่อเนื่อง

หลังการผ่อนคลายข้อจำกัดด้านโควิดของรัฐบาล และการกลับมาเปิดเรียนที่โรงเรียน นักเรียนของ SISB ได้ฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดที่ 2,275 คน ใน 3Q21 มาอยู่ที่ระดับก่อนเกิดโควิดที่ 2,611 คน ใน 1Q22 SISB คาดว่าจำนวนนักศึกษาทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2,700 คน ใน 2Q22 เราสมมติให้มีนักเรียน 2,814 คน ภายในสิ้นปี 2022F และเติบโต 14/12% y-y ในปี 2023/24F โดยได้แรงหนุนจากแผนการเปิดสาขานันทบุรีในเดือน ส.ค.2023 และสาขาระยองในเดือนส.ค.2024 เนื่องจากไม่มีการลดราคาค่าเล่าเรียนอีกต่อไป และมีการปรับขึ้นค่าเล่าเรียน 3-5% ต่อปี ในปี 2022-24F เราจึงคาดว่ากำไรของ SISB จะเติบโต 37/30/23% ในปี 2022-24F

สมควรซื้อขายที่ระดับที่มีพรีเมียม

ราคาหุ้น SISB เพิ่มขึ้น 42% จากระดับต่ำสุดในปีนี้มีซื้อขายที่ PE ที่ 42 เท่า ในปีนี้ ก่อนลดลงมาอยู่ที่ 33/27 เท่า ในปี 2023/24F เทียบกับค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 39 เท่า ในปี 2019-21 ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ยอมรับได้ นอกจากกำไรที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30% ในปี 2022-24F แล้ว ROE และ ROA ของบริษัทฯ ยังดูดีที่ 14-18% และ 8-12% ในปี 2022-24F แม้จะอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ แต่เราคาดว่า SISB จะสร้าง EBITDA ได้ที่ 458 ลบ.- 664 ลบ./ปี ในปี 2022-24F โดยมี EBITDA margin ที่ 37-38%

ปัจจัยหนุนการเติบโตอื่นๆ

เนื่องจากความต้องการที่แข็งแกร่ง SISB จึงเปลี่ยนแผนมาสร้างโรงเรียนเต็มรูปแบบในจังหวัดระยองแทนที่จะเป็นโรงเรียนต้นทุ่นต่ำ แต่บริษัทฯ ยังคงแผนที่จะสร้างโรงเรียนต้นทุ่นต่ำในจังหวัดระยอง โรงเรียนต้นทุ่นต่ำจะมีหลักสูตรสิงคโปร์เหมือนกัน แต่แบรนด์ต่างกัน ค่าเล่าเรียนจะลดลง 30-40% ตามฐานต้นทุ่น เช่น ค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลง 50%, เงินเดือนครูลดลง 30% (ใช้ครูต่างชาติจากประเทศในเอเชียมากกว่าชาติตะวันตก) และอัตราส่วนครูต่อนักเรียนที่ 1:10 (เทียบกับ 1:7 ในโรงเรียนเต็มรูปแบบ) รายยังไม่รวมโรงเรียนเหล่านี้ในประมาณการของเรา



SAKSID PHADTHANARAK

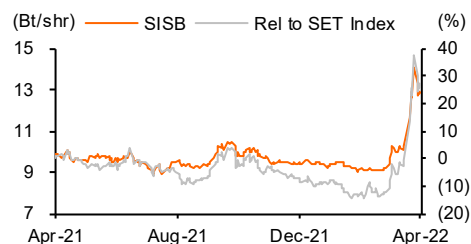
662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

## COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2021A  | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 1,055  | 1,253  | 1,502  | 1,740  |
| Net profit        | 209    | 285    | 371    | 455    |
| Consensus NP      | —      | 260    | 332    | na     |
| Diff frm cons (%) | —      | 9.9    | 11.6   | na     |
| Norm profit       | 209    | 285    | 371    | 455    |
| Prev. Norm profit | —      | 271    | 352    | 428    |
| Chg frm prev (%)  | —      | 5.5    | 5.3    | 6.2    |
| Norm EPS (Bt)     | 0.2    | 0.3    | 0.4    | 0.5    |
| Norm EPS grw (%)  | 19.2   | 36.7   | 29.8   | 22.7   |
| Norm PE (x)       | 57.6   | 42.2   | 32.5   | 26.5   |
| EV/EBITDA (x)     | 30.7   | 24.6   | 20.3   | 16.8   |
| P/BV (x)          | 6.0    | 5.5    | 5.0    | 4.5    |
| Div yield (%)     | 0.8    | 1.1    | 1.4    | 1.7    |
| ROE (%)           | 10.7   | 13.6   | 16.1   | 17.9   |
| Net D/E (%)       | (34.1) | (34.0) | (29.1) | (32.5) |

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

|                             |                        |
|-----------------------------|------------------------|
| Price as of 28-Apr-22 (Bt)  | 12.80                  |
| Market cap (US\$ m)         | 349.1                  |
| Listed shares (m shares)    | 2940.0                 |
| Free float (%)              | 21.6                   |
| Avg daily turnover (US\$ m) | 0.7                    |
| 12M price H/L (Bt)          | 14.10/8.95             |
| Sector                      | Professional services  |
| Major shareholder           | Mr. Yew Hook Koh 32.8% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

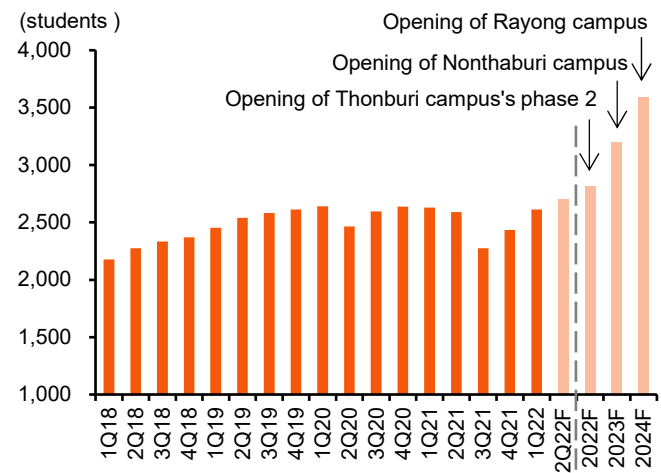


**Ex 1: Key Assumption Changes**

|                                   | 2020  | 2021  | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Students (students)</b>        |       |       |       |       |       |
| New                               | 2,638 | 2,434 | 2,814 | 3,202 | 3,591 |
| Old                               |       |       | 2,769 | 3,137 | 3,482 |
| Change (%)                        |       |       | 1.6   | 2.1   | 3.1   |
| <b>Gross margin (%)</b>           |       |       |       |       |       |
| New                               | 42.7  | 47.1  | 49.2  | 49.6  | 49.8  |
| Old                               |       |       | 46.2  | 46.4  | 46.9  |
| Change (pp)                       |       |       | 3.0   | 3.2   | 2.9   |
| <b>Normalized earnings (Bt m)</b> |       |       |       |       |       |
| New                               | 175   | 209   | 285   | 371   | 455   |
| Old                               |       |       | 271   | 352   | 428   |
| Change (%)                        |       |       | 5.5   | 5.3   | 6.2   |

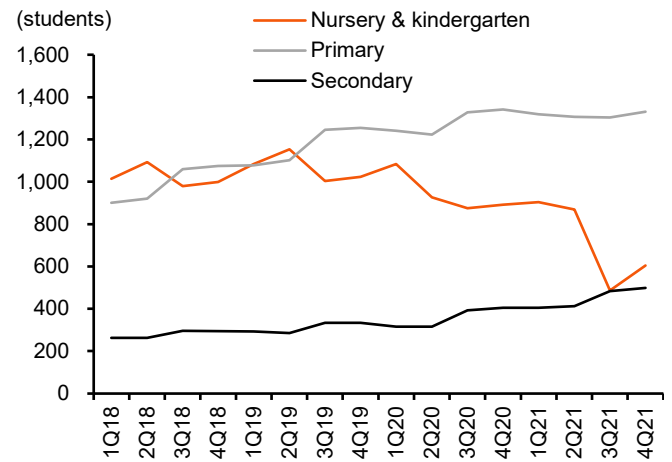
Source: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: SISB's Student Numbers**



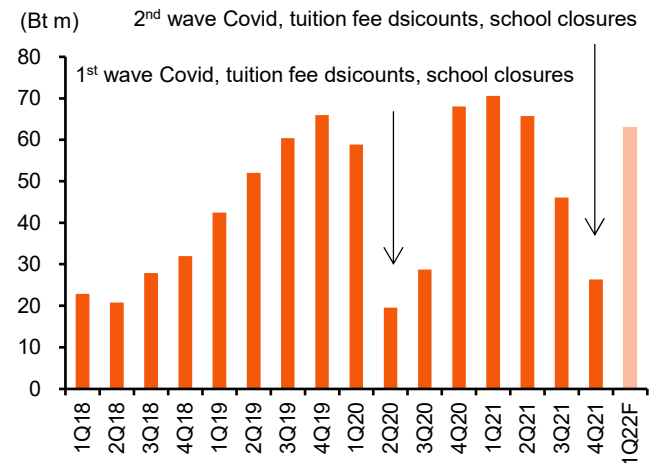
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Student breakdown**



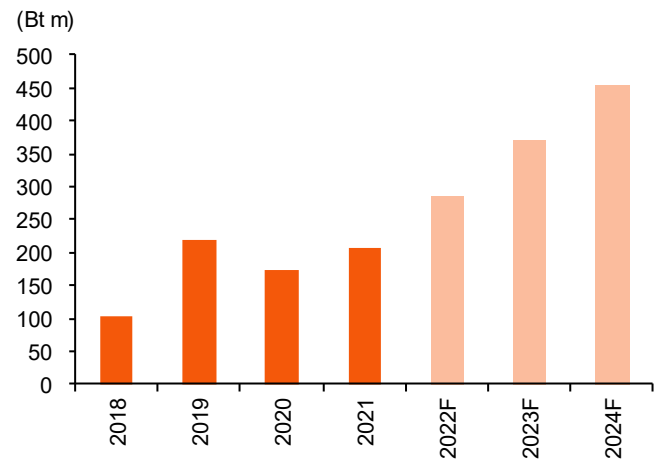
Sources: Company data

**Ex 4: SISB's Quarterly Normalized Earnings**



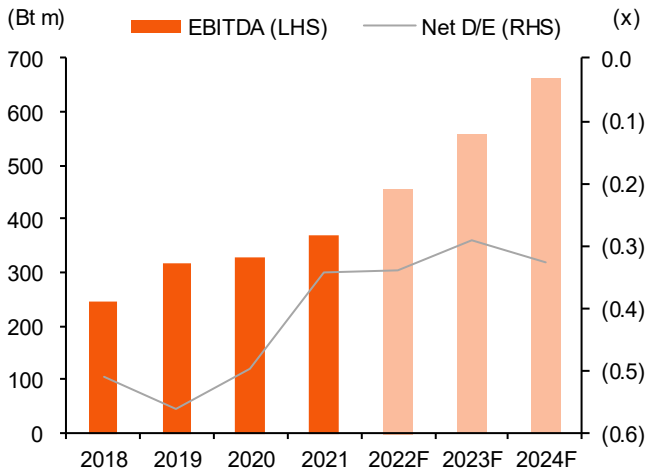
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: SISB's Yearly Normalized Earnings**



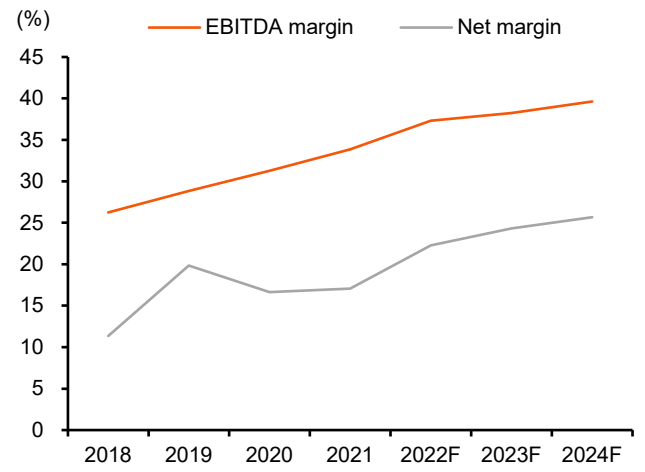
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: SISB's EBITDA Vs. Net D/E**



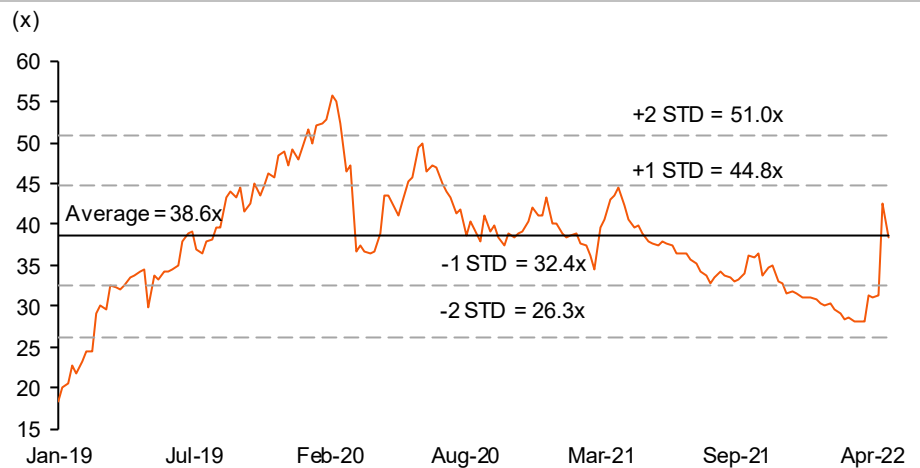
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: SISB's EBITDA Margin Vs. Net Margin**



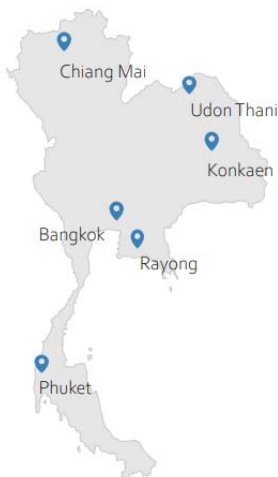
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: SISB's PE Standard Deviation**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

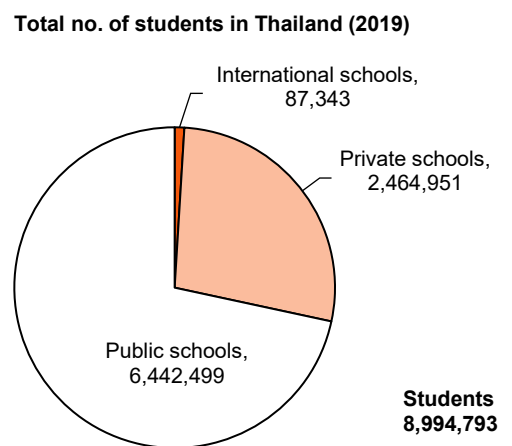
**Ex 9: Overview Of The Low-Cost School Model...**



- The Halving Project aims to provide a **comparable quality of SISB Schools' educational services at a lower price, while ensuring margins** through a cost-saving model
- We aim to **tap into a new, sizeable target group** beyond the international education market in Thailand, i.e. new families and students enrolling in EP/bilingual schools
- This will also serve as a **model to expand to Greater Bangkok and upcountry**

Source: Company data

**Ex 10: ...To Gain Market Share From Private Schools**



Source: Company data

## Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m)                             | 2022F       | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA                             | 458         | 558   | 664   | 768   | 885   | 1,002 | 1,118 | 1,243 | 1,390 | 1,551 | 1,727 | —              |
| Free cash flow                     | 251         | 52    | 307   | 608   | 722   | 838   | 953   | 827   | 1,221 | 1,378 | 1,552 | 23,487         |
| PV of free cash flow               | 250         | 44    | 240   | 439   | 469   | 500   | 521   | 415   | 562   | 582   | 572   | 7,900          |
| Risk-free rate (%)                 | 2.5         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)            | 8.0         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                               | 0.8         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                           | 8.5         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                | 2.0         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value - add investments | 13,075      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2021)                    | (687)       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority interest                  | 0           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value                       | 13,762      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| # of shares (m)                    | 940         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| <b>Target price/share (Bt)</b>     | <b>14.5</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                   | BBG code  | Country   | —EPS growth— |             | — PE —      |             | — P/BV —   |            | EV/EBITDA  |            | — Div yield — |            |
|------------------------|-----------|-----------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------|
|                        |           |           | 22F<br>(%)   | 23F<br>(%)  | 22F<br>(x)  | 23F<br>(x)  | 22F<br>(x) | 23F<br>(x) | 22F<br>(x) | 23F<br>(x) | 22F<br>(%)    | 23F<br>(%) |
| Beijing Kaiwen Edu.    | 002659 CH | China     | na           | 140.0       | 134.8       | 56.2        | 17.6       | 13.9       | 0.8        | 0.8        | na            | na         |
| NIIT Ltd               | NIIT IN   | India     | 40.5         | 19.4        | 35.7        | 29.9        | 5.1        | 4.5        | 21.1       | 18.4       | 1.6           | 1.6        |
| Huali University Group | 1756 HK   | Hong Kong | 16.3         | 20.7        | 3.5         | 2.9         | 0.4        | 0.4        | 4.2        | 3.7        | 10.8          | 12.7       |
| Minsheng Education     | 1569 HK   | Hong Kong | 41.0         | 20.4        | 2.7         | 2.3         | 0.4        | 0.4        | 1.3        | 1.1        | 9.4           | 11.7       |
| Edvantage Group        | 382 HK    | Hong Kong | 37.4         | 18.6        | 4.1         | 3.5         | 0.7        | 0.6        | 4.5        | 3.8        | 7.0           | 8.7        |
| SISB Pcl               | SISB TB   | Thailand  | 36.7         | 29.8        | 42.2        | 32.5        | 5.5        | 5.0        | 24.6       | 20.3       | 1.1           | 1.4        |
| <b>Average</b>         |           |           | <b>34.4</b>  | <b>41.5</b> | <b>37.2</b> | <b>21.2</b> | <b>5.0</b> | <b>4.1</b> | <b>9.4</b> | <b>8.0</b> | <b>6.0</b>    | <b>7.2</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 28-Apr-2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (SISB) ให้บริการด้านการศึกษาในประเทศไทย โรงเรียนเปิดสอนวิชาต่างๆ เช่น ภาษา วิทยาศาสตร์ สังคมศึกษา และคณิตศาสตร์ รวมถึง ดนตรี เต้นรำ ศิลปะ และกีฬา และมีเครือข่ายโรงเรียน 4 แห่ง ในกรุงเทพฯ สมุทรปราการ และเชียงใหม่ และมีนักเรียนมากกว่า 2,600 คน ถือเป็นหนึ่งในกลุ่มโรงเรียนที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศไทย

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- การรับรู้และการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง
- การประหยัดจากขนาดช่วยให้สามารถเสนอค่าเล่าเรียนในระดับกลางและขยายเครือข่ายได้
- มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง
- 

## O — Opportunity

- ความต้องการโรงเรียนนานาชาติในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น
- โอกาสในการขยายตลาดใน AEC
- การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

## CONSENSUS COMPARISON

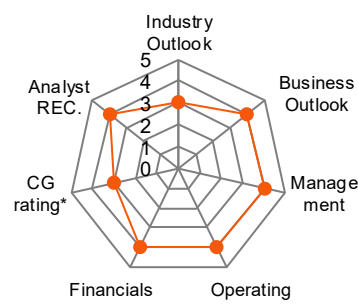
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 12.93     | 14.50      | 12%     |
| Net profit 22F (Bt m) | 260       | 285        | 10%     |
| Net profit 23F (Bt m) | 332       | 371        | 12%     |
| Consensus REC         | BUY: 4    | HOLD: 1    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2022-23F สูงกว่าของตลาด 10-12% ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากเราให้สมมติฐานการเติบโตของจำนวนนักเรียนของ SISB ที่มากขึ้น และมีการประหยัดจากขนาด
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 12% เนื่องจากประมาณการกำไรของเราที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## Rating Scale

|             |   |
|-------------|---|
| Very Strong | 5 |
| Strong      | 4 |
| Good        | 3 |
| Fair        | 2 |
| Weak        | 1 |
| None        | 0 |

Source: Thanachart; \* CG Rating

## W — Weakness

- โรงแรม 3 ใน 4 แห่ง ตั้งอยู่บนที่ดินที่เช่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการต่อสัญญาเช่า
- บุคลากรครูคือกุญแจสู่ความสำเร็จ ดังนั้นการขาดแคลนครูจึงมีความเสี่ยง

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง
- แนวโน้มสังคมสูงวัย
- กฎหมายและข้อบังคับในการดำเนินธุรกิจโรงเรียน

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์เศรษฐกิจที่อ่อนแอในประเทศไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดต่อเนื่องอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- หากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มค่าเล่าเรียนเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายครูที่เพิ่มขึ้นได้ จะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเรา ดังนั้นจะส่งผลต่อคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา
- เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มงวดของรัฐบาล บริษัทฯ อาจต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมซึ่งจะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2020A      | 2021A      | 2022F      | 2023F      | 2024F      |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Sales                             | 1,048      | 1,055      | 1,253      | 1,502      | 1,740      |
| Cost of sales                     | 601        | 558        | 637        | 757        | 873        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>447</b> | <b>496</b> | <b>616</b> | <b>745</b> | <b>867</b> |
| % gross margin                    | 42.7%      | 47.1%      | 49.2%      | 49.6%      | 49.8%      |
| Selling & administration expenses | 276        | 279        | 326        | 376        | 418        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>172</b> | <b>218</b> | <b>290</b> | <b>370</b> | <b>449</b> |
| % operating margin                | 16.4%      | 20.7%      | 23.2%      | 24.6%      | 25.8%      |
| Depreciation & amortization       | 156        | 152        | 168        | 189        | 214        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>328</b> | <b>370</b> | <b>458</b> | <b>558</b> | <b>664</b> |
| % EBITDA margin                   | 31.3%      | 35.0%      | 36.6%      | 37.2%      | 38.1%      |
| Non-operating income              | 28         | 20         | 20         | 25         | 30         |
| Non-operating expenses            | (0)        | (5)        | 0          | 0          | 0          |
| Interest expense                  | (26)       | (26)       | (24)       | (22)       | (21)       |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>174</b> | <b>208</b> | <b>287</b> | <b>373</b> | <b>458</b> |
| Income tax                        | (1)        | 0          | 3          | 4          | 5          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>175</b> | <b>208</b> | <b>283</b> | <b>369</b> | <b>453</b> |
| % net margin                      | 16.7%      | 19.7%      | 22.6%      | 24.5%      | 26.0%      |
| Shares in affiliates' Earnings    | 1          | 1          | 2          | 2          | 2          |
| Minority interests                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Extraordinary items               | (15)       | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>160</b> | <b>209</b> | <b>285</b> | <b>371</b> | <b>455</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>175</b> | <b>209</b> | <b>285</b> | <b>371</b> | <b>455</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.2        | 0.2        | 0.3        | 0.4        | 0.5        |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.2        | 0.2        | 0.3        | 0.4        | 0.5        |

*After COVID-19 subsides, we expect SISB's earnings to turn around strongly from 2022F*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |              |              |              |              |              |
| Current assets:                 | 1,098        | 863          | 917          | 940          | 1,062        |
| Cash & cash equivalent          | 1,008        | 764          | 800          | 800          | 900          |
| Account receivables             | 77           | 78           | 93           | 112          | 129          |
| Inventories                     | 7            | 8            | 9            | 11           | 12           |
| Others                          | 6            | 12           | 15           | 18           | 20           |
| Investments & loans             | 54           | 55           | 55           | 55           | 55           |
| Net fixed assets                | 1,556        | 1,999        | 2,032        | 2,343        | 2,479        |
| Other assets                    | 458          | 417          | 423          | 428          | 433          |
| <b>Total assets</b>             | <b>3,166</b> | <b>3,334</b> | <b>3,427</b> | <b>3,766</b> | <b>4,029</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |              |              |              |              |              |
| Current liabilities:            | 626          | 635          | 632          | 669          | 670          |
| Account payables                | 77           | 84           | 96           | 114          | 132          |
| Bank overdraft & ST loans       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Current LT debt                 | 17           | 18           | 13           | 23           | 7            |
| Others current liabilities      | 532          | 533          | 522          | 531          | 531          |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>60</b>    | <b>58</b>    | <b>43</b>    | <b>74</b>    | <b>21</b>    |
| Others LT liabilities           | 604          | 626          | 564          | 611          | 657          |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>1,289</b> | <b>1,319</b> | <b>1,238</b> | <b>1,355</b> | <b>1,348</b> |
| Minority interest               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Preferreds shares               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Paid-up capital                 | 470          | 470          | 470          | 470          | 470          |
| Share premium                   | 1,128        | 1,128        | 1,128        | 1,128        | 1,128        |
| Warrants                        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Surplus                         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>279</b>   | <b>416</b>   | <b>591</b>   | <b>814</b>   | <b>1,083</b> |
| Shareholders' equity            | 1,877        | 2,014        | 2,189        | 2,412        | 2,681        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>3,166</b> | <b>3,334</b> | <b>3,427</b> | <b>3,766</b> | <b>4,029</b> |

*Despite its capex cycle, SISB's huge cash on hand should be ample with no need for loans*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2020A        | 2021A        | 2022F        | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Earnings before tax               | 174          | 208          | 287          | 373          | 458          |
| Tax paid                          | (0)          | (0)          | (3)          | (4)          | (5)          |
| Depreciation & amortization       | 156          | 152          | 168          | 189          | 214          |
| Chg In working capital            | 16           | 5            | (4)          | (2)          | (2)          |
| Chg In other CA & CL / minorities | 53           | 21           | (11)         | 8            | (1)          |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>399</b>   | <b>386</b>   | <b>436</b>   | <b>564</b>   | <b>665</b>   |
| Capex                             | (293)        | (595)        | (200)        | (500)        | (350)        |
| Right of use                      | (348)        | (6)          | (5)          | (5)          | (5)          |
| ST loans & investments            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| LT loans & investments            | (1)          | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| Adj for asset revaluation         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Chg In other assets & liabilities | 255          | 43           | (63)         | 48           | 45           |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(386)</b> | <b>(558)</b> | <b>(268)</b> | <b>(457)</b> | <b>(310)</b> |
| Debt financing                    | 1            | (0)          | (20)         | 41           | (70)         |
| Capital increase                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Dividends paid                    | (94)         | (71)         | (111)        | (148)        | (186)        |
| Warrants & other surplus          | (8)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(101)</b> | <b>(72)</b>  | <b>(132)</b> | <b>(106)</b> | <b>(255)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>106</b>   | <b>(209)</b> | <b>236</b>   | <b>64</b>    | <b>315</b>   |

*Capex in 2021-24F is for the Thonburi campus's phase 2, the Nonthaburi campus and the Rayong campus*

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 68.7  | 57.6  | 42.2  | 32.5  | 26.5  |
| Normalized PE - at target price (x) | 77.8  | 65.3  | 47.8  | 36.8  | 30.0  |
| PE (x)                              | 75.2  | 57.6  | 42.2  | 32.5  | 26.5  |
| PE - at target price (x)            | 85.2  | 65.3  | 47.8  | 36.8  | 30.0  |
| EV/EBITDA (x)                       | 33.9  | 30.7  | 24.6  | 20.3  | 16.8  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 38.7  | 35.0  | 28.1  | 23.2  | 19.2  |
| P/BV (x)                            | 6.4   | 6.0   | 5.5   | 5.0   | 4.5   |
| P/BV - at target price (x)          | 7.3   | 6.8   | 6.2   | 5.7   | 5.1   |
| P/CFO (x)                           | 30.2  | 31.2  | 27.6  | 21.3  | 18.1  |
| Price/sales (x)                     | 11.5  | 11.4  | 9.6   | 8.0   | 6.9   |
| Dividend yield (%)                  | 0.6   | 0.8   | 1.1   | 1.4   | 1.7   |
| FCF Yield (%)                       | 0.9   | (1.7) | 2.0   | 0.5   | 2.6   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |
| EPS                                 | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.5   |
| DPS                                 | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.2   |
| BV/share                            | 2.0   | 2.1   | 2.3   | 2.6   | 2.9   |
| CFO/share                           | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| FCF/share                           | 0.1   | (0.2) | 0.3   | 0.1   | 0.3   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Given its solid fundamentals, SISB deserves a premium valuation, in our view*

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2020A  | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |       |       |       |       |
| Sales (%)                        | (4.3)  | 0.6   | 18.8  | 19.9  | 15.8  |
| Net profit (%)                   | (27.6) | 30.5  | 36.7  | 29.8  | 22.7  |
| EPS (%)                          | (27.6) | 30.5  | 36.7  | 29.8  | 22.7  |
| Normalized profit (%)            | (20.7) | 19.2  | 36.7  | 29.8  | 22.7  |
| Normalized EPS (%)               | (20.7) | 19.2  | 36.7  | 29.8  | 22.7  |
| Dividend payout ratio (%)        | 44.7   | 45.0  | 45.0  | 45.0  | 45.0  |
| <b>Operating performance</b>     |        |       |       |       |       |
| Gross margin (%)                 | 42.7   | 47.1  | 49.2  | 49.6  | 49.8  |
| Operating margin (%)             | 16.4   | 20.7  | 23.2  | 24.6  | 25.8  |
| EBITDA margin (%)                | 31.3   | 35.0  | 36.6  | 37.2  | 38.1  |
| Net margin (%)                   | 16.7   | 19.7  | 22.6  | 24.5  | 26.0  |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (0.5)  | (0.3) | (0.3) | (0.3) | (0.3) |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 6.6    | 8.5   | 12.2  | 16.9  | 21.0  |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 12.6   | 14.5  | 19.3  | 25.5  | 30.9  |
| ROA - using norm profit (%)      | 6.0    | 6.4   | 8.4   | 10.3  | 11.7  |
| ROE - using norm profit (%)      | 9.5    | 10.7  | 13.6  | 16.1  | 17.9  |
| <b>DuPont</b>                    |        |       |       |       |       |
| ROE - using after tax profit (%) | 9.4    | 10.7  | 13.5  | 16.0  | 17.8  |
| - asset turnover (x)             | 0.4    | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| - operating margin (%)           | 19.1   | 22.2  | 24.8  | 26.3  | 27.5  |
| - leverage (x)                   | 1.6    | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.5   |
| - interest burden (%)            | 87.0   | 89.1  | 92.4  | 94.5  | 95.5  |
| - tax burden (%)                 | 100.4  | 99.9  | 98.9  | 98.9  | 98.9  |
| WACC (%)                         | 8.5    | 8.5   | 8.5   | 8.5   | 8.5   |
| ROIC (%)                         | 21.6   | 23.0  | 21.6  | 25.3  | 26.0  |
| NOPAT (Bt m)                     | 172    | 218   | 287   | 365   | 444   |
| invested capital (Bt m)          | 946    | 1,327 | 1,445 | 1,709 | 1,809 |

Sources: Company data, Thanachart estimates



## 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 79 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BEC16C2204A, BEC16C2207A, BGRI16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2205A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2208A, KBAN16C2204A, KBAN16C2206A, KCE16C2208A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2204A, MINT16C2207A, MTC16C2204A, OR16C2205A, PTT16C2205A, PTTG16C2207A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2208A, TTA16C2207A, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTT, PTTGC, RCL, RS, SAWAD, SCC, SET50, STEC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
Tel: 662-779-9110  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th