

BUY (Unchanged)

TP: Bt 26.00

(From: Bt 20.00)

Change in Numbers

Upside : 18.7%

20 JANUARY 2023

## SISB Pcl (SISB TB)

## แนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

ด้วยนักเรียนมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง การปรับขึ้นค่าเล่าเรียนที่สูงกว่า คัด และผลของ operating leverage เราจึงปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 26 บาท เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SISB ด้วยเป็นหุ้นเติบโตคุณภาพสูง ด้วยมี EPS จะเติบโตเฉลี่ย 38%, EBITDA margin อยู่ที่ 43-45% และ ROE ที่ 24-30% ในปี 2023-25F และยังคงอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิด้วย



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

## ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 26 บาท แนะนำ “ซื้อ”

การเติบโตของนักเรียนที่ต่อเนื่องของ SISB การปรับขึ้นค่าเล่าเรียนที่สูงกว่า คัด และผลของ operating leverage (Exhibit 1) ทำให้เราปรับกำไรขึ้น 8-28% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F ขึ้นเป็น 26 บาท (จาก 20 บาท) เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ด้วยเราเห็นว่าไม่เพียงแต่กำไรที่ฟื้นตัวรวดเร็วในปีที่แล้วเท่านั้น แต่ยังมีกำไรที่เติบโตเฉลี่ยที่ 38% ในอีก 3 ปีข้างหน้าอีกด้วย ซึ่งได้แรงหนุนจาก 1) จำนวนนักเรียนทำสถิติสูงสุดต่อเนื่องจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น และขีดความสามารถในการรองรับใหม่ 2) ค่าเล่าเรียนประจำปีเพิ่มขึ้น และสัดส่วนของนักเรียนค่าเล่าเรียนสูงเพิ่มขึ้น 3) ผลของ operating leverage ที่สูง และ 4) โอกาสในการเติบโต ด้วยมีจำนวนนักเรียนคิดเป็น 57% ของจำนวนนักเรียนทั้งหมดที่รองรับได้ และมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิสำหรับการขยายธุรกิจในอนาคต

## จำนวนนักเรียนทำสถิติสูงสุดต่อเนื่อง

หลังจากวิกฤตโควิด-19 นักเรียนของ SISB ฟื้นตัวแข็งแกร่ง ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 3,100 คน ณ สิ้นปี 2022 เทียบกับทรงๆ ที่ 2,434 คน ณ สิ้นปี 2021 จำนวนนักเรียนเพิ่มขึ้นเป็น 3,200 คน ในเดือนม.ค. เราเชื่อว่าการเติบโตที่แข็งแกร่งเกิดจาก 1) ความต้องการที่อันไวกจากนักเรียนทั้งชาวไทยและต่างชาติ (19% เป็นนักเรียนต่างชาติซึ่งส่วนใหญ่มาจากจีน) 2) การรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง ด้วยหลักสูตรการสอนแบบสิงคโปร์ และอังกฤษ ด้วยสอนเป็นภาษาอังกฤษ จีน และไทย และ 3) เป้าหมายคือกลุ่มครอบครัวที่มีรายได้ปานกลางถึงสูง ซึ่งมีความต้องการโรงเรียนนานาชาติเพื่อบุตรหลานเพิ่มขึ้น ด้วยมีกลยุทธ์การนำเสนอราคาที่ย่อมเยา และขยายไปยังพื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ ด้วยมีแผนเปิดสาขานันทบุรีและระยองในเดือนส.ค.ปีนี้ เราคาดว่าจำนวนนักเรียนจะเพิ่มขึ้นเป็น 3,822 และ 4,219 ภายในสิ้นปี 2023-24F

## ปรับขึ้นค่าเล่าเรียนต่อเนื่อง

เป็นเรื่องปกติที่โรงเรียนนานาชาติรวมถึง SISB ในประเทศไทยจะขึ้นค่าเล่าเรียนราว 5% ต่อปี แต่อย่างไรก็ตาม ค่าเล่าเรียนของ SISB เพิ่มขึ้น 8% ต่อปีโดยเฉลี่ย ในช่วงก่อนโควิดในปี 2017-19 และเพิ่มขึ้น 9% ในปี 2022F เมื่อเทียบกับปี 2019 เราเชื่อว่าเป็นเพราะการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของนักเรียนที่มีค่าเล่าเรียนสูงซึ่งเป็นขั้นปีที่สูง ซึ่ง SISB อาจต้องคิดค่าเล่าเรียนสูงขึ้น (Exhibit 3-4) เนื่องจากปัจจุบันนักเรียนส่วนใหญ่อยู่ในชั้นประถมศึกษา และเราคาดว่าพวกเขาจะเรียนต่อในชั้นมัธยมศึกษา เราจึงคาดว่าค่าเล่าเรียนจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 8/7/6% ต่อปี ในปี 2023-25F

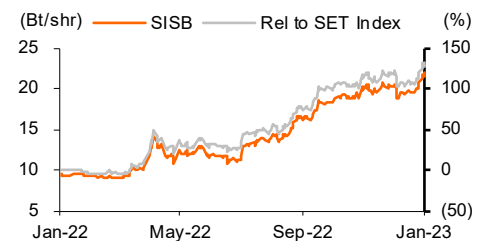
## คาดกำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 38% ในปี 2023-25F

ด้วยประโยชน์จาก operating leverage เราคาดว่ากำไรของ SISB จะเติบโต 59/30/27% ในปี 2023-25F นอกจาก EBITDA margin ที่ 43-45% ในปี 2023-25F, ROE ที่ 24-30% และอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิแล้ว เราเชื่อว่า valuation ของบริษัทฯ ยังคงน่าสนใจที่ PE ที่ 36 เท่า ในปีนี้ ก่อนที่ PE จะลดลงเหลือ 28/22 เท่า ในปี 2024-25F เทียบกับค่าเฉลี่ย 4 ปีที่ 36 เท่า ในปี 2019-22

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,055	1,311	1,774	2,221
Net profit	209	360	573	745
Consensus NP	—	343	482	620
Diff frm cons (%)	—	4.8	18.9	20.1
Norm profit	209	360	573	745
Prev. Norm profit	—	332	465	581
Chg frm prev (%)	—	8.3	23.3	28.1
Norm EPS (Bt)	0.2	0.4	0.6	0.8
Norm EPS grw (%)	19.2	72.4	59.2	30.0
Norm PE (x)	98.6	57.2	35.9	27.6
EV/EBITDA (x)	53.8	38.7	26.4	20.5
P/BV (x)	10.2	9.2	7.9	6.7
Div yield (%)	0.5	0.8	1.3	1.6
ROE (%)	10.7	16.9	23.6	26.3
Net D/E (%)	(34.1)	(24.2)	(24.7)	(39.1)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jan-23 (Bt)	21.90
Market cap (US\$ m)	627.4
Listed shares (m shares)	940.0
Free float (%)	21.6
Avg daily turnover (US\$ m)	1.7
12M price H/L (Bt)	22.00/9.00
Sector	Professional services
Major shareholder	Mr. Yew Hook Koh 32.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

## ESG Summary Report ..... P7

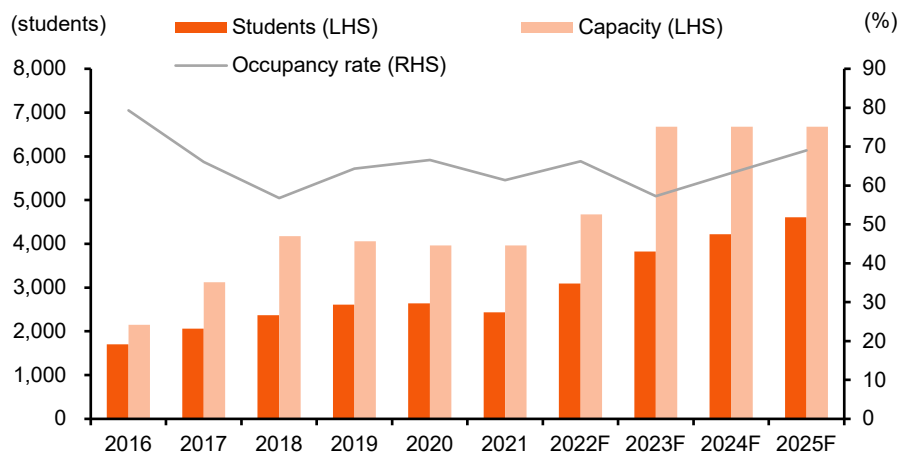
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: Key Assumption Changes**

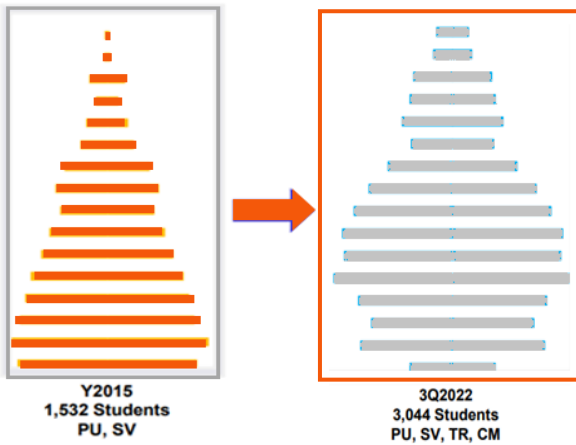
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Students (students)</b>					
New	2,638	2,434	3,095	3,822	4,219
Old			3,041	3,618	3,966
Change (%)			1.8	5.6	6.4
<b>Tuition fee &amp; service income (Bt/student)</b>					
New	400,817	421,633	484,878	523,668	560,325
Old			467,941	490,413	514,165
Change (pp)			3.6	6.8	9.0
<b>Gross margin (%)</b>					
New	42.7	47.1	49.5	53.3	54.2
Old			49.4	50.4	50.9
Change (pp)			0.1	2.9	3.3
<b>Normalized earnings (Bt m)</b>					
New	175	209	360	573	745
Old			332	465	581
Change (%)			8.4	23.3	28.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: SISB's Students Vs. Capacity**

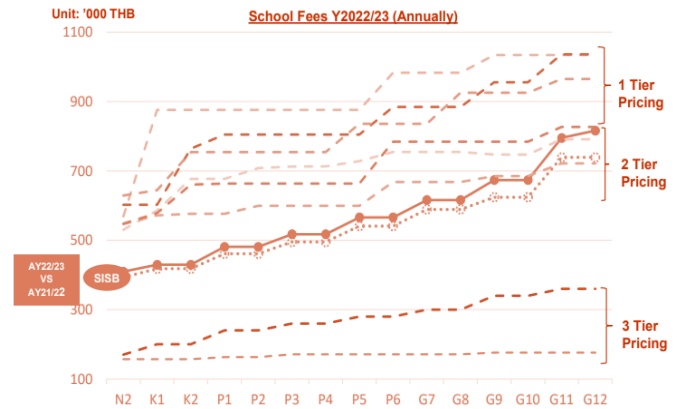
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: SISB's Student Distribution**



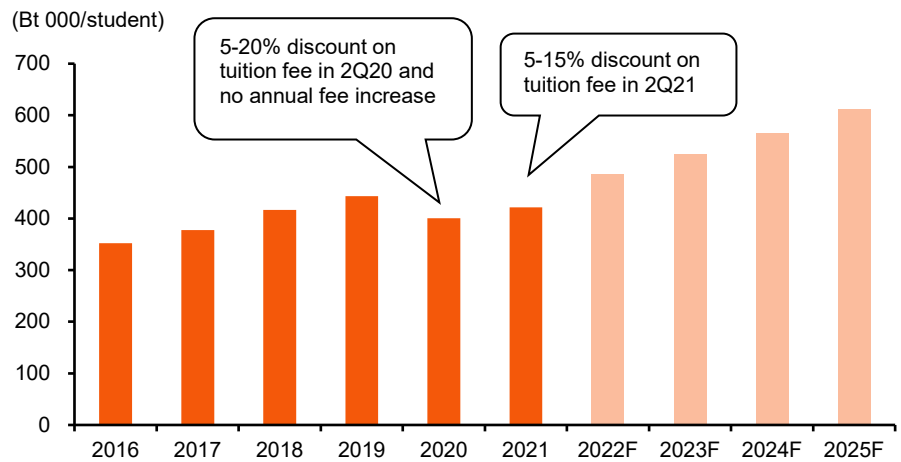
Source: Company data

**Ex 4: SISB's Affordable And Competitive Pricing**



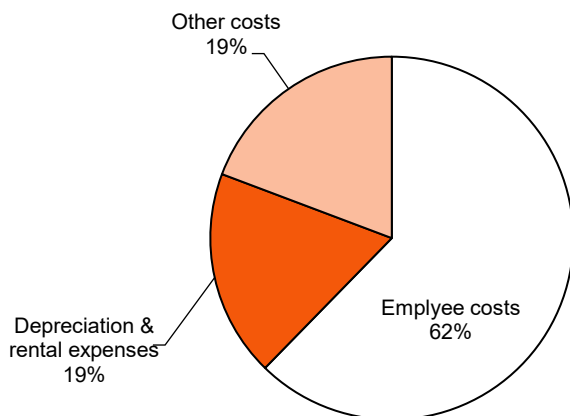
Source: Company data

**Ex 5: SISB's Average Tuition Fee Per Student**



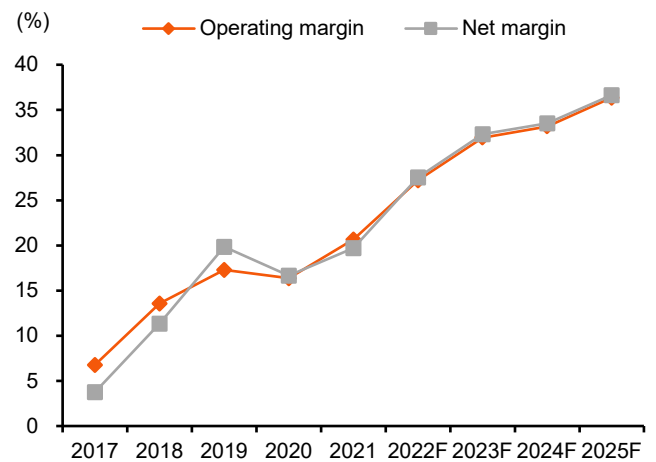
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: SISB's Operating Cost Breakdown in 2021**

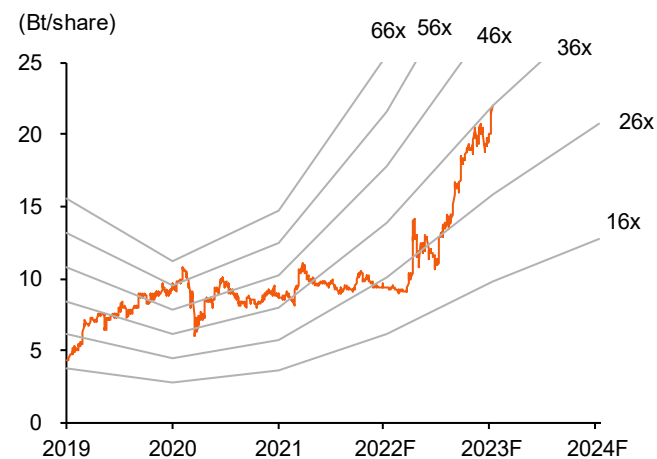


Sources: Company data

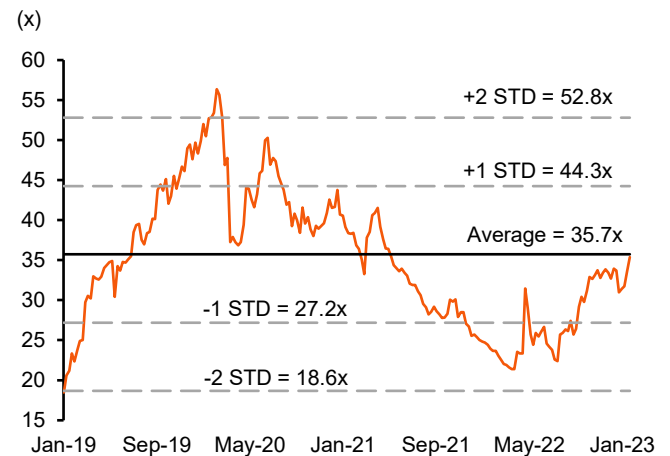
**Ex 7: SISB's Operating And Net Margin**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: SISB's PE Band**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: SISB's PE Standard Deviation**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F**

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	755	946	1,154	1,373	1,613	1,808	2,024	2,255	2,506	2,775	3,050	—
Free cash flow	238	781	982	1,199	1,432	1,630	1,594	2,072	2,318	2,584	2,855	38,834
PV of free cash flow	237	663	758	849	931	972	872	1,040	1,024	1,042	1,052	14,304
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	23,743											
Net debt (2022F)	(543)											
Minority interest	0											
Equity value	24,286											
# of shares (m)	940											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>26</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
NIIT Ltd	NIIT IN	India	(24.0)	37.1	24.1	17.5	2.6	2.4	12.0	9.1	2.0	2.4
China New Higher Edu.	2001 HK	Hong Kong	16.5	13.0	8.0	7.1	1.6	1.4	6.5	5.9	6.3	7.1
Minsheng Education	1569 HK	Hong Kong	25.1	8.3	2.6	2.4	0.4	0.4	1.6	1.5	11.5	12.2
Edvantage Group	382 HK	Hong Kong	10.6	8.8	6.1	5.6	1.1	1.0	5.0	4.5	5.1	5.5
SISB Pcl	SISB TB	Thailand	72.4	59.2	57.2	35.9	9.2	7.9	38.7	26.4	0.8	1.3
<b>Average</b>			<b>20.1</b>	<b>25.3</b>	<b>19.6</b>	<b>13.7</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>12.8</b>	<b>9.5</b>	<b>5.1</b>	<b>5.7</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 20-Jan-2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## 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

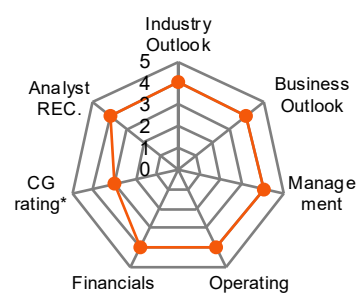
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.73	26.00	10%
Net profit 22F (Bt m)	343	360	5%
Net profit 23F (Bt m)	482	573	19%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 0	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2022-23F สูงกว่าของตลาด 5-19% เนื่องจากเราให้สมมติฐานการเติบโตของนักเรียนในเชิงรุกมากขึ้น และมีการปรับเพิ่มค่าเล่าเรียนต่อเนื่อง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 10% ตามประเมินการกำไรของเราที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating No rating.

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- โรงแรม 3 ใน 4 แห่ง ตั้งอยู่บนที่ดินที่เช่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการต่อสัญญาเช่า
- บุคคลากรครูคือกุญแจสู่ความสำเร็จ ดังนั้นการขาดแคลนครูจึงมีความเสี่ยง

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง
- แนวโน้มสังคมสูงวัย
- กฎหมายและข้อบังคับในการดำเนินธุรกิจโรงเรียน

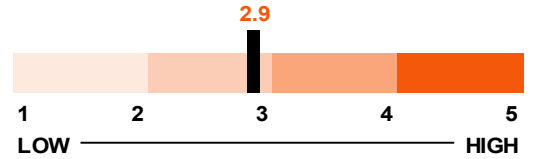
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

SISB มีสาขาโรงเรียน 4 สาขา โดยสามแห่งอยู่ในกรุงเทพฯ และอีกแห่งหนึ่งแห่ง (เป็นเจ้าของ 50%) ในจังหวัดเชียงใหม่ ปัจจุบันเป็นโรงเรียนนานาชาติที่ใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีนักเรียนประมาณ 3,000 คน คะแนน ESG ของเราสำหรับ SISB อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ซึ่งสะท้อนถึงลักษณะของธุรกิจที่ไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงขาดเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SISB	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p><b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>- การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>- การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- การดำเนินธุรกิจโรงเรียนไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ในปี 2021 SISB มีการปล่อย GHG โดยตรงเท่ากับ 226 ตันของเทียบเท่า CO2 และการปล่อยมลพิษทางอ้อม 1,573 ตัน ซึ่งวัดโดย EY Office Limited</li> <li>- SISB มีแนวทางที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมในการลดมลพิษ และการประหยัดพลังงาน โดยการปรับปรุงอาคารและสร้างสภาพแวดล้อมการเรียนรู้ โดยการออกแบบอาคารเพื่อให้มีการระบายอากาศที่ดี และการใช้หลอดไฟ LED เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายด้านพลังงาน</li> <li>- SISB จัดพื้นที่สีเขียวรอบอาคาร และส่งเสริมให้นักเรียนตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมและมีส่วนร่วมในการรักษาและพัฒนาสิ่งแวดล้อม</li> </ul>
<p><b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>- การดูแลพนักงาน</li> <li>- สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SISB กล่าวว่าบริษัทฯ มีนโยบายที่จะปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนด้วยความเป็นธรรมและรับรองสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัย</li> <li>- SISB จัดให้มีการฝึกอบรมเพื่อพัฒนาทักษะทางวิชาชีพของพนักงาน นอกจากประกันชีวิตแล้ว ยังมีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงานอีกด้วย</li> <li>- SISB ได้สนับสนุนการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง โดยจัดโครงการเพื่อสังคมและสาธารณประโยชน์ เช่น การสอนภาษาอังกฤษ และการบริจาคคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์ไอที ชุดทดสอบโควิด-19 เป็นต้น</li> </ul>
<p><b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>- จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>- ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>- การบริหารความเสี่ยง</li> <li>- นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- เราเชื่อว่า SISB มีโครงสร้างคณะกรรมการ (BOD) ที่ดี โดยมีคณะกรรมการ 8 คน ซึ่งเรามองว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ประธานเป็นกรรมการอิสระ ในจำนวนสมาชิกแปดคน 4 คน เป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 3 คน</li> <li>- มีกรรมการ 2 ที่ถือหุ้นมากกว่า 25% ใน SISB อย่างไรก็ตาม SISB ได้แต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อตรวจสอบ ทบทวน และถ่วงดุลธุรกรรมต่างๆ เพื่อให้เกิดความโปร่งใส และไม่มีผลประโยชน์ขัดกัน</li> <li>- SISB ได้ว่าจ้างบริษัท P&amp;L Internal Audit Limited ซึ่งเป็นผู้ให้บริการภายนอก เพื่อตรวจสอบระบบการควบคุมภายใน ขณะที่ EY Company Limited ผู้ตรวจสอบบัญชีของกลุ่มไม่มีข้อสงสัยใดๆ เกี่ยวกับระบบการควบคุมภายในของบริษัท</li> </ul>

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,048	1,055	1,311	1,774	2,221
Cost of sales	601	558	662	828	1,017
<b>Gross profit</b>	<b>447</b>	<b>496</b>	<b>649</b>	<b>947</b>	<b>1,204</b>
% gross margin	42.7%	47.1%	49.5%	53.3%	54.2%
Selling & administration expenses	276	279	295	381	466
<b>Operating profit</b>	<b>172</b>	<b>218</b>	<b>354</b>	<b>565</b>	<b>737</b>
% operating margin	16.4%	20.7%	27.0%	31.8%	33.2%
Depreciation & amortization	156	152	164	190	208
<b>EBITDA</b>	<b>328</b>	<b>370</b>	<b>518</b>	<b>755</b>	<b>946</b>
% EBITDA margin	31.3%	35.0%	39.5%	42.6%	42.6%
Non-operating income	28	20	35	40	40
Non-operating expenses	(0)	(5)	0	0	0
Interest expense	(26)	(26)	(27)	(28)	(27)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>174</b>	<b>208</b>	<b>362</b>	<b>577</b>	<b>750</b>
Income tax	(1)	0	4	6	8
<b>After-tax profit</b>	<b>175</b>	<b>208</b>	<b>358</b>	<b>571</b>	<b>743</b>
% net margin	16.7%	19.7%	27.3%	32.2%	33.4%
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>360</b>	<b>573</b>	<b>745</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>360</b>	<b>573</b>	<b>745</b>
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8

*We expect SISB's earnings to grow strongly from 2022F onward...*

*...driven by pent-up demand after the COVID crisis and tuition fee hikes*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	1,098	863	872	1,014	1,545
Cash & cash equivalent	1,008	764	750	850	1,340
Account receivables	77	78	97	132	165
Inventories	7	8	9	12	15
Others	6	12	15	21	26
Investments & loans	54	55	55	55	55
Net fixed assets	1,556	1,999	2,286	2,596	2,537
Other assets	458	417	437	466	494
<b>Total assets</b>	<b>3,166</b>	<b>3,334</b>	<b>3,650</b>	<b>4,131</b>	<b>4,632</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	626	635	672	707	724
Account payables	77	84	100	125	154
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	17	18	50	49	35
Others current liabilities	532	533	522	533	535
<b>Total LT debt</b>	<b>60</b>	<b>58</b>	<b>158</b>	<b>156</b>	<b>111</b>
Others LT liabilities	604	626	574	658	739
<b>Total liabilities</b>	<b>1,289</b>	<b>1,319</b>	<b>1,403</b>	<b>1,521</b>	<b>1,574</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>648</b>	<b>1,011</b>	<b>1,460</b>
Shareholders' equity	1,877	2,014	2,246	2,609	3,058
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,166</b>	<b>3,334</b>	<b>3,650</b>	<b>4,131</b>	<b>4,632</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	174	208	362	577	750
Tax paid	(0)	(0)	(4)	(6)	(7)
Depreciation & amortization	156	152	164	190	208
Chg In working capital	16	5	(5)	(12)	(7)
Chg In other CA & CL / minorities	53	21	(11)	8	(1)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>399</b>	<b>386</b>	<b>505</b>	<b>757</b>	<b>943</b>
Capex	(293)	(595)	(450)	(500)	(150)
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	(67)	60	58
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(386)</b>	<b>(558)</b>	<b>(522)</b>	<b>(445)</b>	<b>(97)</b>
Debt financing	1	(0)	131	(2)	(59)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(94)	(71)	(128)	(210)	(296)
Warrants & other surplus	(8)	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(101)</b>	<b>(72)</b>	<b>3</b>	<b>(212)</b>	<b>(356)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>106</b>	<b>(209)</b>	<b>55</b>	<b>257</b>	<b>793</b>

*We factor in Bt950m of capex in 2022-23F, mainly for investments in new campuses*

## VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	117.5	98.6	57.2	35.9	27.6
Normalized PE - at target price (x)	139.5	117.1	67.9	42.7	32.8
PE (x)	128.7	98.6	57.2	35.9	27.6
PE - at target price (x)	152.8	117.1	67.9	42.7	32.8
EV/EBITDA (x)	60.0	53.8	38.7	26.4	20.5
EV/EBITDA - at target price (x)	71.7	64.3	46.2	31.5	24.6
P/BV (x)	11.0	10.2	9.2	7.9	6.7
P/BV - at target price (x)	13.0	12.1	10.9	9.4	8.0
P/CFO (x)	51.6	53.3	40.7	27.2	21.8
Price/sales (x)	19.6	19.5	15.7	11.6	9.3
Dividend yield (%)	0.3	0.5	0.8	1.3	1.6
FCF Yield (%)	0.5	(1.0)	0.3	1.2	3.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8
EPS	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8
DPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
BV/share	2.0	2.1	2.4	2.8	3.3
CFO/share	0.4	0.4	0.5	0.8	1.0
FCF/share	0.1	(0.2)	0.1	0.3	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(4.3)	0.6	24.2	35.4	25.2
Net profit (%)	(27.6)	30.5	72.4	59.2	30.0
EPS (%)	(27.6)	30.5	72.4	59.2	30.0
Normalized profit (%)	(20.7)	19.2	72.4	59.2	30.0
Normalized EPS (%)	(20.7)	19.2	72.4	59.2	30.0
Dividend payout ratio (%)	44.7	45.0	45.0	45.0	45.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	42.7	47.1	49.5	53.3	54.2
Operating margin (%)	16.4	20.7	27.0	31.8	33.2
EBITDA margin (%)	31.3	35.0	39.5	42.6	42.6
Net margin (%)	16.7	19.7	27.3	32.2	33.4
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	6.6	8.5	12.9	19.9	27.2
Interest coverage - EBITDA (x)	12.6	14.5	18.8	26.6	34.9
ROA - using norm profit (%)	6.0	6.4	10.3	14.7	17.0
ROE - using norm profit (%)	9.5	10.7	16.9	23.6	26.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	9.4	10.7	16.8	23.5	26.2
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
- operating margin (%)	19.1	22.2	29.7	34.1	35.0
- leverage (x)	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
- interest burden (%)	87.0	89.1	92.9	95.3	96.5
- tax burden (%)	100.4	99.9	99.0	99.0	99.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	21.6	23.0	26.4	32.8	37.2
NOPAT (Bt m)	172	218	351	559	730
invested capital (Bt m)	946	1,327	1,704	1,965	1,864

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

### SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

### Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized 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. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray 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. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

**Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100,** identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

### 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 an 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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 63 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, AOT16C2303A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BCP16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 นิजारุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

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

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

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

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

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

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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

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

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

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

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

### ขนส่ง, รับเหมา

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

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

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

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

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

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เทคนิค

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

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

## Data Support Team

---

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

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

### เกษมรัตน์ จิตกุล

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

### วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

### สุนทร รักษาวัต

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

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

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

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198  
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

---