29 พฤศจิกายน 2561

IPO

SISB (SISB TB)

บมจ. เอสไอเอสบี

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	--	5.20	8.84	70%	N/A	N/R

Consolidated earnings	
ผู้ออกหลักทรัพย์	SISB
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	260 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	5.20
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะการจองซื้อ	22-26 พ.ย. 2018
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	29 พ.ย. 2018
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บล. ฟินันเซีย ไซรัส
Sector	MAI

Consolidated earnings

(Bt mn)	2017	2018E	2019E	2020E
Total Revenue	746	928	1,083	1,254
Net profit	18	97	175	254
EPS (Bt)	0.13	0.19	0.27	0.34
EPS - FD (Bt)	0.04	0.10	0.19	0.27
% EPS growth	-74.3	188.3	80.1	45.2
Dividend (Bt)	n.a.	n.a.	0.07	0.11
BV/share (Bt)	0.37	1.82	1.93	2.09
PER (x) - Norm	145.1	40.6	27.9	19.2
PER (x)	145.1	50.3	27.9	19.2
PBV(x)	13.9	2.9	2.7	2.5
Dividend yield (%)	0.8	0.0	1.4	2.1
ROE (%)	9.5	10.2	9.9	13.4
No. of shares- full dilution	500	940	940	940
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, FSS estimates /

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Sunanta Vasapinyokul, CFA
Register No.: 019459
Tel.: +662 646 9680
email: Sunanta.v@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com
Finansia Syrus Securities
@fnsyrus
@fnsyrus

การลงทุนด้านการศึกษาคือการลงทุนเพื่ออนาคต

SISB เป็นผู้รับใบอนุญาตจัดตั้งโรงเรียนเอกชนนานาชาติและได้นำหลักสูตรของประเทศสิงคโปร์มาใช้เป็นพื้นฐานในการจัดการเรียนการสอน ปัจจุบันมีโรงเรียนในกลุ่ม 5 โรงเรียนและเปิดสอนตั้งแต่ระดับเตรียมอนุบาลถึงม.6 สามารถรองรับนักเรียนได้สูงสุด 4,175 คน เราคาดว่า SISB อยู่ใน Growth Stage เนื่องจากการลงทุนครั้งใหญ่เสร็จสิ้นแล้วทำให้มี Capacity รองรับการเติบโตของจำนวนนักเรียนได้ในช่วงระยะ 3-5 ปี ระยะเวลาตั้งแต่ปี 2019 เป็นต้นไปจะเป็นช่วงเก็บเกี่ยวกำไร เนื่องจากลักษณะต้นทุนส่วนใหญ่เป็นคงที่/กึ่งคงที่ทำให้ธุรกิจมี Operating Leverage (ทุก ๆการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียนหรือรายได้ จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้นในอัตราสูงกว่า) เราคาดว่า SISB จะมีการเติบโตของกำไรในปี 2019-2021 ที่ราว 51% ต่อปี โดยมีปัจจัยสำคัญจาก 1.การเติบโตของรายได้ 2. Efficiency ที่เพิ่มขึ้นจากต้นทุนการให้บริการทางการศึกษา และ 3.คาดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 8.84 บาท (DCF)

รร.นานาชาติสิงคโปร์รายแรกในประเทศไทย

SISB ประกอบธุรกิจเป็นผู้รับใบอนุญาตจัดตั้งโรงเรียนในระบบตามพระราชบัญญัติโรงเรียนเอกชน ประเภทโรงเรียนนานาชาติ โดยบริษัทฯ เป็นผู้เริ่มนำหลักสูตรการศึกษาของประเทศสาธารณรัฐสิงคโปร์มาใช้เป็นหลักสูตรพื้นฐานในการจัดเรียนการสอน ปัจจุบันโรงเรียนนานาชาติภายในกลุ่มบริษัทฯ มีจำนวนทั้งหมด 5 โรงเรียน เปิดสอนนักเรียนตั้งแต่ระดับชั้นก่อนประถมศึกษา จนถึงมัธยมศึกษาปีที่ 6 สามารถรองรับนักเรียนได้สูงสุด 4,175 คน

Gross margin อยู่ในแนวโน้มขาขึ้นตามการเติบโตของรายได้ และการเพิ่มประสิทธิภาพของการจัดการด้านต้นทุน

SISB อยู่ในวัฏจักรธุรกิจที่เป็นช่วงของการเติบโต เนื่องจากบริษัทเพิ่งได้ลงทุนสร้างและขยายโรงเรียนครั้งใหญ่แล้วเสร็จในปี 2017 เมื่อประกอบกับลักษณะธุรกิจที่มีต้นทุนการให้บริการส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ (เช่นค่าเสื่อมราคาอาคาร) และกึ่งคงที่ (เช่นค่าครูผู้สอน) ทำให้จะเกิด Operating Leverage ของผลกำไร เราคาดว่า SISB จะมีรายได้ในปี 2019-2023 เติบโตเฉลี่ย 14% ต่อปี โดยมีสมมติฐานการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียนปีละ 8% หรือคาดว่าจำนวนนักเรียนจะอยู่ที่ 3.2 พันคนและ Utilization rate จะเพิ่มเป็น 83.3% ในปี 2023 จาก 2.16 พันคน และ 53.8% ใน มิ.ย. 2018 สำหรับอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาคาดว่าจะเพิ่มขึ้นปีละ 5% ต่อปี จากปี 2018 ที่ 4.15 แสนบาทต่อคนต่อปี เป็น 5.3 แสนบาทต่อคนต่อปีในปี 2023 เราคาดว่า Gross Margin จะเพิ่มขึ้นเป็น 48% ในปี 2023

คาดการเติบโตของกำไรปีละ 51% ใน 3 ปีข้างหน้า

เราคาดว่า SISB จะมีกำไรสุทธิในปี 2018 ที่ 97 ลบ. +442%Y-Y และเพิ่มขึ้นเป็น 80%Y-Y ในปี 2019 มาอยู่ที่ 175 ลบ. นอกจากนี้เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรในปี 2019-2021 ที่ราว 51% ต่อปี เนื่องจาก 1.การเติบโตของรายได้ 2. การบริหารที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นส่งผลให้ efficiency ต้นทุนการให้บริการทางการศึกษาดีขึ้นและ 3. คาดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงในปี 2019 ราว 30-40 ลบ.เนื่องจากการชำระคืนเงินกู้ยืมภายหลังการ IPO

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 8.84 บาท

ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 8.84 บาทด้วยวิธี Discounted Cash Flow (FCFF) เนื่องจาก SISB เป็นธุรกิจที่มีกระแสเงินสดที่มั่นคง มีรายได้ที่เติบโตสม่ำเสมอ เราคาดการณ์ FCFF จะเติบโต 13.5% ต่อปีในปี 2019-2023 และมีสมมติฐาน Terminal Growth Rate 2% WACC 7.4%

ความเสี่ยง: การแข่งขันที่รุนแรงส่งผลต่อจำนวนนักเรียนและการปรับขึ้นราคา

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

SISB โรงเรียนนานาชาติเอกชนสัญชาติสิงคโปร์รายแรก

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (SISB) จดทะเบียนจัดตั้งเมื่อวันที่ 26 มิถุนายน 2001 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 8 ล้านบาท ประกอบธุรกิจเป็นผู้รับใบอนุญาตจัดตั้งโรงเรียนในระบบตามพระราชบัญญัติโรงเรียนเอกชน ประเภทโรงเรียนนานาชาติ และให้บริการด้านอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา โดยบริษัทฯ เป็นผู้เริ่มนำหลักสูตรการศึกษาของประเทศสิงคโปร์มาใช้เป็นหลักสูตรพื้นฐานในการจัดเรียนการสอน ซึ่งเป็นหลักสูตรที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยเฉพาะในวิชาคณิตศาสตร์ และวิทยาศาสตร์ รวมทั้งเป็นหลักสูตรที่มีจุดเด่นในการจัดการเรียนการสอนแบบ 3 ภาษา ทั้งภาษาอังกฤษ ภาษาจีนและภาษาไทย

ปัจจุบัน โรงเรียนนานาชาติภายในกลุ่มบริษัทฯ มีจำนวนทั้งหมด 5 โรงเรียน ซึ่งเปิดสอนนักเรียนตั้งแต่ระดับชั้นก่อนประถมศึกษา (เตรียมอนุบาล) จนถึงระดับชั้นมัธยมศึกษาปีที่ 6 สามารถรองรับนักเรียนได้สูงสุดถึง 4,175 คน โดยมีทั้งโรงเรียนนานาชาติซึ่งบริษัทฯ เป็นผู้ได้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งโรงเรียนโดยตรง และโรงเรียนนานาชาติซึ่งบริษัท เอสไอเอสบี สิริ จำกัด (กิจการร่วมค้า) เป็นผู้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งโรงเรียน โดยมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 1: รายละเอียดการให้บริการจัดการเรียนการสอนของโรงเรียนในกลุ่มบริษัท

โรงเรียน	ปีที่ได้รับใบอนุญาต	ระดับชั้นที่เปิดสอนในปัจจุบัน	ความจุจำนวนนักเรียนสูงสุด	จำนวนนักเรียน ณ มิ.ย. 2018
1. โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพฯ	2001	เตรียมอนุบาล-ม.6	2,170 คน	1,517 คน
2. โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์สุวรรณภูมิ	2013	เตรียมอนุบาล-ป.6	640 คน	283 คน
3. โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี	2017	เตรียมอนุบาล-ป.6	900 คน	364 คน
4. โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่	ธ.ค.2016	เตรียมอนุบาล-ป.6	310 คน	110 คน
5. โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เอกมัย	ก.ค.2018	เตรียมอนุบาล-ป.3	155 คน	-
		รวม	4,175 คน	2,274 คน

ที่มา: Company filing

โรงเรียนเปิดให้บริการการเรียนการสอนในวันจันทร์ถึงวันศุกร์ ระหว่างเวลา 7.15 น. ถึงเวลา 15.10 น. โดยเวลาเรียนจะแตกต่างกันตามระดับชั้นการศึกษา ซึ่งในแต่ละปีการศึกษาแบ่งการเรียนออกเป็น 3 ภาคเรียน ได้แก่

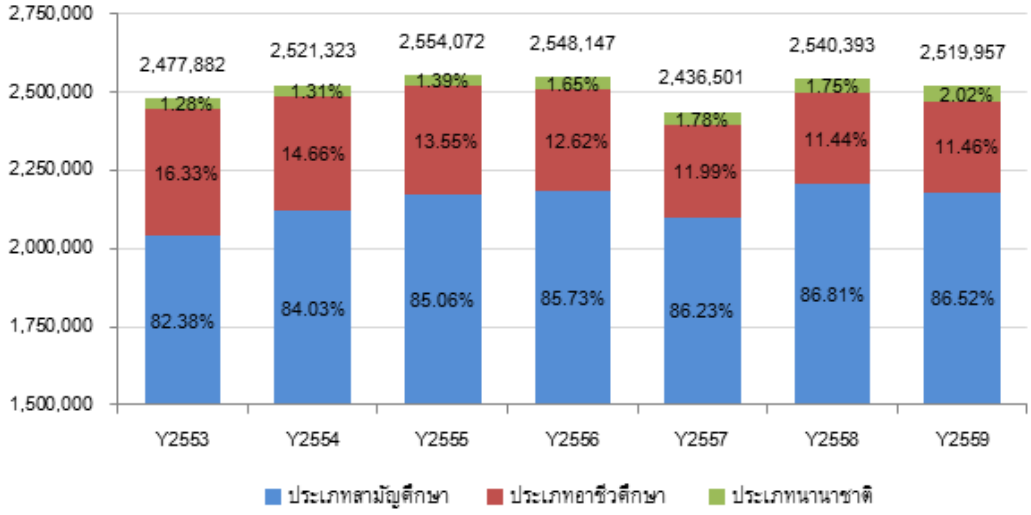
- ภาคเรียนที่ 1 เปิดเรียนตั้งแต่เดือนสิงหาคมถึงเดือนธันวาคม
- ภาคเรียนที่ 2 เปิดเรียนตั้งแต่เดือนมกราคมถึงเดือนเมษายน
- ภาคเรียนที่ 3 เปิดเรียนตั้งแต่เดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายน

ภาวะอุตสาหกรรม

รร.นานาชาติได้รับความนิยมและมีการเติบโตสูง

การศึกษาในประเทศไทย อยู่ภายใต้การดูแลของกระทรวงศึกษาธิการ ซึ่งตาม พ.ร.บ. การศึกษาแห่งชาติ พ.ศ. 2542 โดยกำหนดการศึกษาขั้นพื้นฐานไม่น้อยกว่า 12 ปี โดยมีการศึกษาภาคบังคับ 9 ปี ตั้งแต่เด็กอายุย่างปีที่ 7 จนถึงอายุย่างเข้าปีที่ 16 โดยภาครัฐได้เปิดโอกาสให้เอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการจัดการศึกษาขั้นพื้นฐานในรูปแบบโรงเรียนเอกชนในระบบ ซึ่งปัจจุบันแบ่งเป็น 3 ประเภท คือ ประเภทสามัญศึกษา ประเภทอาชีวศึกษา และประเภทนานาชาติ

Figure 1: จำนวนนักเรียนในโรงเรียนเอกชนในระบบและสัดส่วนนักเรียนแต่ละประเภท



Source: Filing and กระทรวงศึกษาธิการ

การเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในยุคโลกาภิวัฒน์ ทำให้ภาษาอังกฤษได้เข้ามามีบทบาทสำคัญ ผู้ปกครองที่ตระหนักถึงความสำคัญด้านภาษา จึงนิยมส่งบุตรหลานเข้าโรงเรียนนานาชาติมากขึ้น ประกอบกับค่านิยมในการปลูกฝังทักษะทางด้านภาษาอังกฤษตั้งแต่วัยเด็ก ส่งผลทำให้เกิดโรงเรียนเอกชนในระบบประเภทนานาชาติเพิ่มขึ้นในประเทศไทยเป็นจำนวนมาก จากจำนวน 126 โรงเรียนในปี 2010 เพิ่มเป็นจำนวน 175 โรงเรียนในปี 2016 หรือคิดเป็น CAGR 5.63% ต่อปี ขณะที่จำนวนนักเรียนเอกชนในระบบประเภทนานาชาติในปี 2016 มีจำนวนนักเรียนราว 2.02% ของจำนวนนักเรียนในระบบโรงเรียนเอกชนทั้งหมดหรืออยู่ที่ราว 5 หมื่นคน จากทั้งระบบเอกชนที่ 2.5 ล้านคน เพิ่มขึ้นจาก 1.28% ในปี 2010 หรือคิดเป็น CAGR 8.15% ต่อปี ขณะที่จำนวนครูผู้สอนเพิ่มขึ้นจาก 4.5 พันคนในปี 2010 เป็น 7.7 พันคน ในปี 2016 หรือเติบโต 12.06% เฉลี่ยต่อปี

โรงเรียนนานาชาติ หมายถึงโรงเรียนที่จัดการศึกษาโดยใช้หลักสูตรต่างประเทศหรือหลักสูตรต่างประเทศที่ปรับรายละเอียดเนื้อหารายวิชาใหม่หรือหลักสูตรที่จัดทำขึ้นเองที่ไม่ใช่หลักสูตรของกระทรวงศึกษาธิการ โดยใช้ภาษาอังกฤษ และภาษาอื่นที่ไม่ใช่ภาษาไทย เป็นสื่อหลักในการจัดการเรียนการสอน โดยสามารถจำแนกหลักสูตรได้เป็น 4 หมวดหลักได้แก่ 1. หลักสูตรอเมริกัน (ตัวอย่างโรงเรียน RIS, ISB), 2. หลักสูตรสหราชอาณาจักรอังกฤษและเวลส์ (ตัวอย่างโรงเรียน Harrow, Shewsbury), 3. หลักสูตร International Baccalaureate (ตัวอย่างโรงเรียน NIST, KIS) และ 4. หลักสูตรนานาชาติอื่นๆ เช่น หลักสูตรระบบสวิตเซอร์แลนด์ เยอรมัน หรือออสเตรีย และหลักสูตรสิงคโปร์ (ตัวอย่างโรงเรียน SISB, Anglo)

<u>ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความต้องการการศึกษาของโรงเรียนนานาชาติ</u>

1. รายได้ต่อหัวของประชากรในประเทศไทยเติบโต 6% ต่อปีระหว่างปี 2011-2017 (ที่มา สนง.คณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ) โดยในปี 2017 ไทยมีรายได้ต่อหัวของประชากรที่ 228,371 บาทต่อคนต่อปี นอกจากนี้ จากผลสำรวจของ World Wealth Report ประเทศไทยมีกลุ่มผู้มีความมั่งคั่งสูง ซึ่งหมายถึงกลุ่มครอบครัวที่มีมูลค่าทรัพย์สินเกิน 1 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 35 ล้านบาทขึ้นไป โดยไม่นับรวมที่อยู่อาศัยของใช้และของสะสมต่างๆ (High Net Worth Individual: HNWI) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2008- 2016 คิดเป็นมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 11.17% ต่อปี โดยในปี 2016 ประเทศไทยมีจำนวนกลุ่มผู้มีความมั่งคั่งสูงเพิ่มขึ้น 12.70% จากปี 2015 มากกว่าค่าเฉลี่ยของโลกซึ่งเท่ากับ 7.50% สะท้อนให้เห็นถึงการเติบโตของประชากรในกลุ่มที่มีกำลังซื้อสูง ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าเป้าหมายของโรงเรียนนานาชาติ แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มที่ดีของธุรกิจโรงเรียนนานาชาติในประเทศไทย

2. การเปลี่ยนโครงสร้างประชากร จากการคาดการณ์ของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติประเทศไทยจะเข้าสู่ผู้สูงอายุอย่างสมบูรณ์ โดยมีสัดส่วนประชากรที่เป็นผู้สูงอายุในปี 2022 มากกว่า 20% ของประชากรทั้งหมดจาก 17% ในปี 2017 ในขณะที่สัดส่วนประชากรช่วงอายุ 0-19 ปี ลดลง จาก 24.28% ในปี

2017 เป็นร้อยละ 22.49 ในปี 2022 และลดลงเหลือ 18% ในปี 2037 การเปลี่ยนแปลงด้านโครงสร้างประชากรทำให้หลายฝ่ายตระหนักถึงการพัฒนากำลังคนเพื่อวางรากฐานสำหรับ ศตวรรษที่ 21 และทำให้ผู้ปกครองให้ความสำคัญกับคุณภาพการศึกษาของบุตรหลานมากขึ้นและด้วยค่านิยมของสังคมไทยปัจจุบันที่มีความตื่นตัวด้านภาษาต่างประเทศ โดยเฉพาะความต้องการเสริมทักษะความเชี่ยวชาญภาษาอังกฤษให้ลูกหลานมากขึ้น จึงทำให้ผู้ปกครองให้ความสนใจในการส่งบุตรหลานเพื่อเข้ารับการศึกษาในโรงเรียนนานาชาติมากยิ่งขึ้น

3. จำนวนชาวต่างชาติที่ทำงานในประเทศไทยมากขึ้น โดยในปี 2017 ประเทศไทยมีจำนวนชาวต่างชาติ (เฉพาะที่ได้รับใบอนุญาตทำงานประเภทส่งเสริมการลงทุน และประเภททั่วไปซึ่งเป็นแรงงานที่มีทักษะและทำงานในตำแหน่งสูง) ที่เข้ามาทำงานประมาณ 150,000 คน และมีการเติบโต 7.25% ตั้งแต่ปี 2011-2017 ขณะที่แนวโน้มการเปิด EEC ส่งผลให้มีชาวต่างชาติเข้ามาสูงขึ้น และความต้องการโรงเรียนนานาชาติเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

<u>การแข่งขัน</u>

ปัจจุบันประเทศไทยมีโรงเรียนนานาชาติทั้งหมด 175 โรงเรียน ซึ่งมีการจัดการศึกษาโดยใช้หลักสูตรการเรียนการสอนจากต่างประเทศที่มีความหลากหลายแตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นหลักสูตรจากประเทศสหราชอาณาจักรฯ (UK) หลักสูตรอเมริกัน หลักสูตร IB และหลักสูตรนานาชาติอื่นๆ เช่น หลักสูตรสิงคโปร์ หลักสูตรสวิตเซอร์แลนด์ เยอรมัน หรือออสเตรีย เป็นต้น โดยโรงเรียนนานาชาติที่เป็นสมาชิกของสมาคมโรงเรียนนานาชาติแห่งประเทศไทย มีทั้งหมด 134 โรงเรียน (ข้อมูลจาก www.isat.or.th ณ วันที่ 29 มิถุนายน 2561) หากพิจารณาเฉพาะโรงเรียนนานาชาติที่ได้รับการรับรองคุณภาพจากสถาบันรับรองมาตรฐานสากล (รวมโรงเรียนที่อยู่ในกลุ่ม) และมีสถานที่ตั้งอยู่ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล ซึ่งเป็นโรงเรียนที่มีลักษณะการประกอบธุรกิจใกล้เคียงกับโรงเรียนนานาชาติในกลุ่มบริษัทฯ จะมีโรงเรียนนานาชาติในลักษณะดังกล่าวรวมจำนวน 45 โรงเรียน โดยมีอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาต่อปีอยู่ในช่วงตั้งแต่ 140,000 บาท ถึง 993,300 บาท สำหรับ SISB มีอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาอยู่ที่ 304,500 บาท ถึง 598,500 บาท

จุดเด่นของ SISB คือมุ่งเน้นในการให้บริการจัดการเรียนการสอนโรงเรียนนานาชาติด้วยหลักสูตรจากประเทศสิงคโปร์ ซึ่งมีจุดเด่นที่เน้นทางด้านวิชาการ โดยเฉพาะวิชาคณิตศาสตร์ และวิทยาศาสตร์ ประกอบกับการเป็นการจัดการเรียนการสอนโดยเน้นทั้งภาษาอังกฤษและภาษาจีน โดยโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพ เป็นโรงเรียนนานาชาติแห่งแรกที่เริ่มนำหลักสูตรการศึกษาของประเทศสาธารณรัฐสิงคโปร์มาใช้เป็นหลักสูตรพื้นฐานในการจัดเรียนการสอน

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

1. SISB มีความได้เปรียบด้านหลักสูตรการศึกษา (3 ภาษา)
2. มี capacity พร้อมรองรับการเติบโตในอนาคต
3. ราคาอยู่ในระดับปานกลางและมีศักยภาพในการเติบโต

ผลการดำเนินงานในอดีต และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

การเติบโตของ EBITDA ในปี 2015-2017 เฉลี่ย 20%

ในปี 2015-2017 และงวด 6 เดือนแรกปี 2018 บริษัทฯ มีรายได้รวมจำนวน 517.85 ล้านบาท จำนวน 608.58 ล้านบาท จำนวน 746.35 ล้านบาท และจำนวน 452.98 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งรายได้รวมของบริษัทฯ ในปี 2017 ประกอบด้วยรายได้ค่าธรรมเนียมทางการศึกษาและบริการ รายได้จากการขายอุปกรณ์การศึกษา และรายได้อื่นคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 97.92 ร้อยละ 0.97 และร้อยละ 1.11 ตามลำดับ และในงวด 6 เดือนแรกของปี 2018 รายได้รวมของบริษัทฯ ประกอบด้วยรายได้ค่าธรรมเนียมทางการศึกษาและบริการ รายได้จากการขายอุปกรณ์การศึกษา และรายได้อื่น คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 97.62 ร้อยละ 0.87 และร้อยละ 1.52 ตามลำดับ

รายได้รวมมีอัตราการเติบโตปีละเฉลี่ย 15% ส่วนใหญ่เกิดจากการเติบโตของรายได้จากการจัดการศึกษา (ค่าจัดการเรียนการสอนและค่าธรรมเนียมอื่นเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานของโรงเรียน) ซึ่งมีการเติบโต 16.94% ในปี 2016 และ 21.88% ในปี 2017 สอดคล้องกับจำนวนนักเรียนของโรงเรียนที่กลุ่มบริษัทได้รับใบอนุญาตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดย ณ สิ้นปี 2015-2017 มีจำนวนนักเรียนเท่ากับ 1,532 คน 1,705 คน และ 1,977 คน ตามลำดับ หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเท่ากับ 11.29% และ 15.95% สำหรับงวด 6 เดือนแรกปี 2018 กลุ่มบริษัทฯ มีรายได้จากการจัดการศึกษาจำนวน 419.77 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากงวดเดียวกันของปีก่อน 28.74% โดย ณ สิ้นงวดมีจำนวนนักเรียนเท่ากับ 2,164 คน เพิ่มขึ้น 23.30% จากงวดเดียวกันของปีก่อนซึ่งเป็นผลจากการเปิดโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี และมีอัตราค่าบริการการศึกษาเฉลี่ยต่อคนต่อปีเท่ากับ 0.41 ล้านบาท เพิ่มขึ้นประมาณ 7.57% จากงวดเดียวกันของปีก่อน สาเหตุส่วนหนึ่งเกิดจากนักเรียนให้ความสนใจในการเรียนกิจกรรมเสริมหลักสูตร (ECA) เพิ่มมากขึ้น

บริษัทมีอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2015-2017 และ งวด 6 เดือนแรกของปี 2018 ที่ 34.53%, 39.23% 33.43% และ 37.22% ตามลำดับ เนื่องจากต้นทุนการจัดการศึกษาของกลุ่มบริษัทฯ มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง จากการที่กลุ่มบริษัทฯ ให้ความสำคัญในการบริหารต้นทุนการจัดการศึกษาให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยสัดส่วนต้นทุนการจัดการศึกษาต่อรายได้จากการขายและบริการของกลุ่มบริษัทฯ ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 51.58% ในปี 2015 ลดลงเป็น 46.09% ในปี 2016 และ 44.03% ในปี 2017 สำหรับ 6 เดือนแรกของปี 2018 บริษัทฯ มีต้นทุนการจัดการศึกษาจำนวน 186.10 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากในงวดเดียวกันของปี 2017 ซึ่งเท่ากับ 147.51 ล้านบาท ซึ่งเพิ่มเนื่องจากการเปิดโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรีเพิ่ม อย่างไรก็ตามหากพิจารณาจากสัดส่วนต้นทุนการจัดการศึกษาต่อรายได้จากการขายและบริการในงวด 6 เดือนแรกปี 2018 จะคิดเป็น 41.72% ซึ่งลดลงจากในปี 2017 เนื่องจากบริษัทฯ มีรายได้เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

ในปี 2015-2017 กลุ่มบริษัทฯ มีผลกำไรสุทธิจำนวน 50.43 ล้านบาท จำนวน 69.83 ล้านบาท และจำนวน 17.92 ล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งคิดเป็นอัตรากำไรสุทธิร้อยละ 9.74 ร้อยละ 11.47 ร้อยละ 2.40 ตามลำดับ ทั้งนี้ อัตรากำไรสุทธิในปี 2017 ลดลงเป็นผลจากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากกลุ่มบริษัทฯ มีการลงทุนเพื่อขยายกิจการโรงเรียนเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้มีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเท่ากับ 30.32 ล้านบาท 41.75 ล้านบาท และ 100.88 ล้านบาทในปี2558-2560 ตามลำดับ โดยหากพิจารณาจากกำไรก่อนต้นทุนทางการเงิน ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ในปี 2015-2017 กลุ่มบริษัทฯ จะมี EBITDA เท่ากับจำนวน 90.63 ล้านบาท จำนวน 122.08 ล้านบาท และจำนวน 149.33 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 17.50 ร้อยละ 20.03 และร้อยละ 20.01 ของรายได้รวม ตามลำดับ

สำหรับงวด 6 เดือนแรกของปี 2018 กลุ่มบริษัทฯ มีผลกำไรสุทธิจำนวน 43.69 ล้านบาท คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับ ร้อยละ 9.65 และมี EBITDA เท่ากับจำนวน 118.95 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 26.26 ของรายได้รวม

คาดการณ์รายได้ใน 5 ปีข้างหน้าโต 14% เฉลี่ยต่อปี ตามการเพิ่มขึ้นของนักเรียนสาขากรุงเทพฯและธนบุรี

คาดการณ์รายได้เติบโต 14% ต่อปี ใน 5 ปีข้างหน้า (2019-2023) โดยอยู่บนสมมติฐานดังนี้

1. คาดการณ์การเติบโตของจำนวนนักเรียนสุทธิของโรงเรียนที่บริษัทเป็นผู้ได้รับใบอนุญาตในปี 2019-2023 เฉลี่ย 206 คนต่อปี จากจำนวนนักเรียนรวมทั้งสิ้น 2,164 คน ใน มิ.ย. 2018 เป็น 3,221 คนในปี 2023 หรือคิดเป็นการเติบโตของจำนวนนักเรียนปีละ 8% ซึ่งจะส่งผลให้อัตราการใช้ประโยชน์ห้องเรียน (Utilization) เพิ่มขึ้นจาก 53.8% ใน มิ.ย. 2018 เป็น 63.2% ในปี 2019 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 83.3% ในปี 2023

การเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียนส่วนใหญ่จะมาจากการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียนของโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี ซึ่งได้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งในปี 2017 โดยใน เดือน มิ.ย. 2018 มีจำนวนนักเรียน 364 คน คาดว่าจำนวนนักเรียนจะเพิ่มขึ้นเป็น 604 คนในปี 2019 และ 879 คนในปี 2023 หรือเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 85 คน เนื่องจากเป็นการเพิ่มการใช้ประโยชน์จากห้องเรียนจากฐานที่ต่ำในปี 2018

สำหรับโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ กรุงเทพฯ คาดการณ์จำนวนนักเรียนเพิ่มขึ้นสุทธิเฉลี่ย 74 คนต่อปีในปี 2019-2023 จาก 1,375 คนในปี 2018 เป็น 1,445 คนในปี 2019 และ 1,7245คน ในปี 2023 ซึ่งคิดเป็นอัตราการใช้ประโยชน์ห้องเรียนที่ราว 80.4%

2. คาดการณ์การเพิ่มขึ้นของอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาปีละ 5% จากข้อมูลในอดีตพบว่าค่าธรรมเนียมการศึกษามีการปรับขึ้นเฉลี่ยปีละ 5-7% ต่อปี ในปี 2017 อัตราธรรมเนียมการศึกษาเฉลี่ยอยู่ที่ 3.8 แสนบาทต่อคนต่อปี เราคาดว่าจะปรับขึ้นเป็น 4.15 แสนบาทต่อคนต่อปีในปี 2018 และราว 5.3 แสนบาทต่อคนต่อปีในปี 2023 ทั้งนี้อัตราค่าธรรมเนียมของ SISB ในปัจจุบันอยู่ในช่วง 3-6 แสนบาทต่อคนต่อปี อยู่ในช่วงกลางของค่าธรรมเนียมการศึกษาของโรงเรียนนานาชาติที่มีอัตราค่าธรรมเนียมในช่วงราคา 1.4-9.9 แสนบาทต่อคนต่อปี

3. การเติบโตของรายได้ค่าสมัครเรียนและค่าแรกเข้า คาดการณ์การเติบโตปีละ 8% ในปี 2019-2023 เติบโตตามจำนวนนักเรียนเข้าใหม่และการรับรู้รายได้คงค้างของนักเรียนเดิม เราคาดการณ์จำนวนนักเรียนเข้าใหม่ (รวมทุกโรงเรียน) โดยมีสมมติฐานนักเรียนที่จบการศึกษาและลาออกจากโรงเรียนแล้วที่อัตรา Withdrawal rate 5-10% ต่อปี

ก้าวเข้า Growth stage ระยะ 3-5 ปี คาดอัตรากำไรขั้นต้นจะใกล้แตะระดับ 40% ในปี 2019

ชัดเจนว่า SISB อยู่ในวัฏจักรธุรกิจที่เป็นช่วงเติบโต (Growth stage) เนื่องจากบริษัทเพิ่งได้ลงทุนในโรงเรียนครั้งใหญ่เสร็จสิ้น โดยทำการจัดตั้งโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรีในปี 2017 และในปีเดียวกันโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพได้มีการขยายอาคารเพิ่มเติม (Phase 2) สำหรับการขยายการศึกษาสู่มัธยม ที่พักนักเรียน Sport center และสระว่ายน้ำ) รวมถึงการจัดตั้งโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เอกมัยในปี 2018 ในเดือน ก.ค. 2018 อัตราการใช้ห้องเรียนเฉลี่ยอยู่ที่ 56.6% มีพื้นที่สำหรับรับรองรับนักเรียนเทอมใหม่ (เปิดเทอมทุกเดือนส.ค.) จำนวนมาก จึงถือว่าระยะเวลาตั้งแต่ปี 2019 เป็นต้นไป 3-5 ปี จะเป็นช่วงเก็บเกี่ยวกำไรของบริษัท เนื่องจากทุกๆการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียน จะเกิด Operating leverage เนื่องจากค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ (ค่าเสื่อมอาคารและสถานที่) และกึ่งคงที่ เช่น ค่าครูผู้สอนและผู้ช่วยครู เราคาดว่า SISB จะมีอัตรากำไรขั้นต้นเป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 38% ในปี 2018 เป็น 39.3% ในปี 2019 และน่าจะอยู่ที่ราว 42.5% ในปี 2020 โดยมีสมมติฐานต้นทุนทางการศึกษาและบริการ ดังนี้

ต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นต้นทุนการจัดการศึกษา (ราว 65% ของต้นทุนรวม) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายของครูและผู้ช่วยครู ในปี 2017 ทั้งนี้เราคาดการณ์ว่าค่าใช้จ่ายของครูผู้สอนจะมีอัตราเพิ่มขึ้นปีละ 5%

ต้นทุนที่เหลือเป็นต้นทุนที่เกี่ยวกับการบริหารอาคารและสถานที่ซึ่งส่วนใหญ่เป็นค่าเสื่อมอาคาร เราคาดว่าจะเติบโต 15% ในปี 2018 และปีละ 12% ในปี 2019 ชะลอตัวจากการเติบโต 88% ในปี 2017 เนื่องจากไม่มีการลงทุนขนาดใหญ่เหมือนในปี 2017 โดยคาดงบลงทุน (CAPEX) ของบริษัทตั้งแต่ปี 2019-2023 จะอยู่ที่ราว 80 ลบ. ต่อปี

คาดกำไรเติบโตก้าวกระโดด 51% ใน 3 ปีข้างหน้า (2019-2021)

เราคาดว่า SISB จะมีกำไรในปี 2018 ที่ 97 ลบ. เพิ่มขึ้น 442%Y-Y เนื่องจากรายได้ค่าธรรมเนียมการศึกษาที่เพิ่มขึ้น 24%Y-Y เนื่องจากการเปิดโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี และคาดการณ์กำไรจะเติบโตราว 80%Y-Y ในปี 2019 มาอยู่ที่ 175 ลบ. เราคาดการณ์การเติบโตของกำไรในปี 2020-2023 จะแสดงอัตราการเติบโต 30% ต่อปี และ Net margin จะอยู่ที่ราว 10.5% ในปี 2018 จาก 2.4% ในปี 2017 ที่มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและค่าเสื่อมราคาฯ จากอาคารเรียนใหม่ทั้งโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรีและการขยายอาคารเฟส 2 ของโรงเรียนนานาชาติกรุงเทพ และคาดว่า Net margin จะเติบโตมาอยู่ที่ 20% ได้ในปี 2020 และราว 25% ในปี 2023 การเติบโตของกำไรดังกล่าวมีสาเหตุหลักจาก

1. คาดการณ์รายได้เติบโต 14% ต่อปี ใน ปี 2019-2023 ตามจำนวนนักเรียนที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 206 คนต่อปี และการปรับอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาเฉลี่ยปีละ 5% และคาดการเติบโตของรายได้ค่าแรกเข้าปีละ 8% ทั้งจากการเพิ่มขึ้นของนักเรียนใหม่และผลของการรับรู้รายได้ค้างรับของนักเรียนเดิม

2. คาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นเป็นขาขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 38% ในปี 2018 เป็นใกล้เคียง 40% ในปี 2019 และน่าจะอยู่ที่ราว 42.5% ในปี 2020 เนื่องจาก SISB เข้าสู่ช่วงเก็บเกี่ยวกำไรหลังการลงทุนครั้งใหญ่จบ กล่าวคือทุกๆ การเพิ่มขึ้นของจำนวนนักเรียน จะเกิด Operating Leverage เนื่องจากค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ (ค่าเสื่อมอาคารและสถานที่) และกึ่งคงที่ เช่น ค่าครูผู้สอนและผู้ช่วยครู

3. พิจารณากำไรก่อนหักค่าเสื่อมฯ ดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (EBITDA) เราคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยปีละ 19.5% ในปี 2019-2023 โดยมีอัตราส่วน EBITDA margin ที่ 27.5% และ 29.2% ในปี 2018 และ 2019 ตามลำดับ จาก 26% ใน 6M18 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 35% ในปี 2023

4. หลังการ IPO SISB จะอยู่ในภาวะปลอดหนี้ (Cash company) เนื่องจากจะนำเงินเพิ่มทุนไปชำระเงินกู้ยืมที่มีอยู่ที่ราว 800 ลบ. ได้ เราคาดว่าบริษัทจะประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้ราว 30-40 ลบ. ต่อปี

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

วิธี Discounted Cash Flow (FCFF)

โดยปกติวิธี Discounted Cash Flow (DCF) เหมาะสมกิจการที่มีการเติบโตมั่นคง รายได้สม่ำเสมอและคงที่ ซึ่งใกล้เคียงกับธุรกิจของ SISB ซึ่งบริษัทจะมีกระแสเงินสดเข้ามาสม่ำเสมอและคาดการณ์ได้ จากการคาดการณ์ของเรา เราคาดว่ากระแสเงินสด (FCFF) ในปี 2019-2023 จะเติบโตเฉลี่ย 13.5% ต่อปี และอัตราการเติบโตระยะยาว (Terminal Growth) คาดการณ์ที่ 2% ต่อปี และ parameters อื่นดังนี้

Parameters	Assumptions
Terminal Growth Rate	2.0%
WACC	7.4%
Rf	3.0%
Beta	0.60
Rm	10%

Items	Value
Sum of DCF	8312.3
No of share	940.0
Value per share	8.84

จากวิธีคำนวณและ input ดังกล่าว เราจะได้มูลค่าเหมาะสมปี 2019 ที่ 8.84 บาท

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯมีแผนขายหุ้น IPO จำนวน 260 ล้านหุ้น (มูลค่าพาร์ 0.50 บาท/หุ้น) หรือคิดเป็น 27.66% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทภายหลังการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้ โดยภายหลัง IPO บริษัทฯจะมีทุนชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 470 ล้านบาท จากก่อนการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่ 340 ล้านบาท

การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน แบ่งเป็น

1. เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปจำนวน 234 ล้านหุ้น คิดเป็น 24.89% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ ภายหลังการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้
2. เสนอขายต่อกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย และบุคลากรของโรงเรียนซึ่งบริษัทฯ เป็นผู้รับใบอนุญาตจำนวน 26 ล้านหุ้นคิดเป็น 2.77% ของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ ภายหลังการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในครั้งนี้

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้ เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการขยายธุรกิจที่เกี่ยวกับการศึกษา และชำระคืนเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน

บริษัทฯมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิหลังของงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทภายหลังจากหักภาษี และเงินทุนสำรองตามกฎหมาย

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายยิว ฮอค โคว	45.4%	32.84%
นางสาววิลาวัณย์ แก้วกนกวิจิตร	40.0%	28.94%
นางสาวนงค์นภา ทองมี	14.60%	10.56%
เสนอขายต่อกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทและบริษัทย่อย และบุคลากรของโรงเรียนซึ่งบริษัทฯเป็นผู้รับใบอนุญาต	-	2.77%
เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	-	24.89%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	**680**	**940**

Source: Company Data

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจโรงเรียนนานาชาติ

ตลอดหลายปีที่ผ่านมามีโรงเรียนนานาชาติในไทยเปิดใหม่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งแต่ปีการศึกษา 2010 -2016 จำนวนโรงเรียนนานาชาติมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 5.63% ต่อปี โดยในปี 2016 มีจำนวนโรงเรียนนานาชาติทั้งหมด 175 แห่งทั่วประเทศส่งผลให้การแข่งขันในธุรกิจนี้เพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ ด้วยชื่อเสียงโรงเรียนนานาชาติของกลุ่มบริษัทฯ ที่มีมานานกว่า 17 ปี และคุณภาพในการจัดการจัดการเรียนการสอน ทำให้โรงเรียนนานาชาติของกลุ่มบริษัทฯ เป็นที่ยอมรับและบอกต่อกันระหว่างกลุ่มผู้ปกครอง (word-of-mouth) ประกอบกับการที่บริษัทฯ ได้จัดทำแผนการตลาดโดยมีการโฆษณาประชาสัมพันธ์ไปยังกลุ่มลูกค้าเป้าหมายผ่านช่องทางต่างๆ เพิ่มมากขึ้น ประกอบกับการมุ่งเน้นและให้ความสำคัญกับการพัฒนาการจัดการเรียนการสอนอย่างต่อเนื่อง เพื่อยกระดับคุณภาพการศึกษาให้เทียบเท่ากับมาตรฐานระดับสากล จึงทำให้ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมาจำนวนนักเรียนรวมของโรงเรียนภายในกลุ่มบริษัทฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และด้วยชื่อเสียงของโรงเรียนที่มีมาเป็นเวลานาน หลักสูตรการศึกษาที่มีความเป็นเอกลักษณ์และมีประสิทธิภาพ ประกอบการกำหนดอัตราค่าเล่าเรียนที่สมเหตุสมผล ทำให้ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าโรงเรียนนานาชาติในกลุ่มบริษัทฯ จะยังคงได้รับความสนใจจากกลุ่มผู้ปกครองเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากรทางการศึกษา

บุคลากรทางการศึกษา ไม่ว่าจะเป็นคณะผู้บริหารโรงเรียน ครูผู้สอน และผู้ช่วยครู ถือเป็นหัวใจสำคัญในการประกอบธุรกิจโรงเรียน บริษัทฯ จำเป็นต้องมีบุคลากรทางการศึกษาที่มีความรู้ความสามารถและมีประสบการณ์ในการจัดการเรียนการสอน และจากการที่บริษัทฯ มีแผนที่จะขยายการประกอบธุรกิจโรงเรียนนานาชาติเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มมากขึ้นประกอบการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจโรงเรียนนานาชาติในประเทศ ทำให้ความต้องการบุคลากรทางการศึกษาที่มีความรู้ความสามารถเพิ่มมากขึ้น บริษัทฯ จึงให้ความสำคัญกับการสรรหาและคัดเลือกบุคลากรที่มีคุณสมบัติเหมาะสม โดยวางแผนงานร่วมกับฝ่ายทรัพยากรบุคคล ประกอบกับมีนโยบายในการรักษาบุคลากรทางการศึกษาซึ่งถือเป็นบุคลากรหลักให้ทำงานกับบริษัทฯ อย่างต่อเนื่องในระยะยาว เช่น การกำหนดค่าตอบแทนที่เหมาะสม และจัดให้มีสวัสดิการและมาตรการจูงใจพนักงานให้มีความผูกพันกับองค์กร รวมถึงสร้างโอกาสและความก้าวหน้าในหน้าที่การงาน นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีนโยบายพัฒนาบุคลากร โดยจัดให้มีการฝึกอบรมสัมมนาแก่พนักงาน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มทักษะและความรู้ความสามารถของพนักงานอย่างต่อเนื่อง

ความเสี่ยงด้านกฎหมายและนโยบายภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับกิจการโรงเรียนเอกชน

บริษัทฯ ประกอบธุรกิจโรงเรียนเอกชนซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการศึกษาเอกชน สำนักงานปลัดกระทรวงศึกษาธิการ ซึ่งเป็นหน่วยงานของภาครัฐที่มีบทบาทหน้าที่ในการกำกับดูแลการประกอบกิจการโรงเรียนเอกชน โดยบริษัทฯ ได้รับใบอนุญาตให้จัดตั้งโรงเรียนนานาชาติ ตามพระราชบัญญัติโรงเรียนเอกชน (“พ.ร.บ. โรงเรียนเอกชน”) นอกเหนือจาก พ.ร.บ. โรงเรียนเอกชนแล้ว บริษัทฯ ยังต้องปฏิบัติตามกฎหมายเกี่ยวกับสถานศึกษา ประกาศและกฎระเบียบอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ดังนั้น หากในอนาคตภาครัฐมีการแก้ไขหรือออกระเบียบเพิ่มเติมที่เกี่ยวข้องกับโรงเรียนเอกชนที่มีความเข้มงวดมากขึ้น อาจส่งผลต่อการประกอบธุรกิจและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้ ทั้งนี้ตลอดเวลาที่ผ่านมาบริษัทฯ ได้ถือปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับโรงเรียนเอกชนอย่างเคร่งครัด และมีการว่าจ้างที่ปรึกษากฎหมายในการให้คำแนะนำในการปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมกรณีที่มีความจำเป็น โดยบริษัทฯ จะติดตามข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลง และ/หรือ แก้ไขกฎหมายที่เกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิด เพื่อที่จะสามารถปฏิบัติตามได้อย่างถูกต้องและครบถ้วน รวมทั้งสามารถกำหนดมาตรการเพื่อป้องกันความเสี่ยงและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นได้อย่างเหมาะสมและทันเวลา

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Total Revenue	609	746	928	1,083	1,254
Cost of service	-367	-491	-566	-644	-705
Gross profit	237	247	353	427	534
SG&A	-159	-197	-224	-261	-292
Operating profit	78	50	129	166	242
JV P/L	-3	-10	-4	-1	0
EBIT	80	48	135	177	257
Interest charge	-10	-30	-37	0	0
Pretax Profit	71	19	98	177	257
Tax	-1	-1	-1	-2	-3
Earnings after tax	70	18	97	175	254
Minority	0	0	0	0	0
Normalized earnings	65	10	87	163	239
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	70	18	97	175	254

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBT	71	19	97	175	254
Change in CA	23	-3	-253	-7	-107
Change in CL	72	104	140	-65	137
CFO	221	262	-15	103	284
NCA	-565	-426	38	55	63
Others	0	0	0	0	0
CFI	-565	-426	38	55	63
Free CF	-708	-231	286	307	292
Net Borrowing	351	229	-340	41	44
Equity capital raised	100	50	1,519	0	0
Dividends paid	-110	-70	-95	-70	-102
Others	0	0	0	0	0
CFF	341	209	1,084	-29	-57
Net change in cash	-16	8	1,107	128	289

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash	68	76	1,183	1,311	1,600
ST Investment	0	70	320	320	420
Accounts receivable	32	34	37	44	50
Inventory	11	9	9	10	10
Other current assets	16	8	7	7	7
Total current assets	127	196	1,556	1,692	2,088
LT Investment	62	53	50	50	50
Plant, property & equipment	1,252	1,430	1,389	1,330	1,262
Other assets	27	47	51	56	61
Total assets	1,469	1,725	3,047	3,127	3,462
ST Brw	50	150	150	0	0
Accounts payable	116	41	93	106	116
1Y unearned income	305	393	637	796	920
Lia matured in 1Y	54	251	93	3	3
Tuition deposit	7	10	12	14	17
Other current liabilities	5	4	5	5	5
Total current liabilities	537	849	989	924	1,062
LT unearned income	127	153	182	212	245
LT Brw	446	383	2	2	2
Other LT Liabilities	170	153	165	175	187
Total non-current liab.	743	689	349	390	434
Total liabilities	1,281	1,538	1,339	1,314	1,496
Paid up capital	200	250	470	470	470
Share premium	1	1	1,300	1,300	1,300
Legal reserve	10	16	21	30	43
Retained earnings	-22	-80	-83	13	153
Shareholders' equity	189	187	1,708	1,813	1,966

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenue	17.5	22.6	24.4	16.7	15.8
Net profit	38.5	-74.3	442.1	80.1	45.2
Normalized earnings	38.5	-74.3	442.1	80.1	45.2
Profitability (%)					
Gross profit margin	38.6	32.8	37.8	39.3	42.5
EBIT margin	20.1	20.0	27.5	29.2	32.3
Normalized profit margin	11.5	2.4	10.5	16.2	20.3
Net profit margin	11.5	2.4	10.5	16.2	20.3
ROA	5.8	1.1	4.1	5.7	7.7
ROE	33.4	9.5	10.2	9.9	13.4
Risk (x)					
D/E	6.79	8.22	0.78	0.72	0.76
Interest bearing debt / E	2.92	4.19	0.14	0.00	0.00
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.17	0.04	0.13	0.19	0.27
Normalized EPS	0.17	0.04	0.13	0.19	0.27
EPS FD	0.17	0.04	0.10	0.19	0.27
Book value	0.47	0.37	1.82	1.93	2.09
Dividend	0.13	0.04	0.00	0.07	0.11
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	30.6	145.1	40.6	27.9	19.2
Norm P/E	30.6	145.1	50.3	27.9	19.2
P/BV	11.1	13.9	2.9	2.7	2.5
Dividend yield (%)	2.5	0.8	0.0	1.4	2.1

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์
(สายงานสนับสนุน) 1768
อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31
ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัลม่าลิงค์
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางกะปิ
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา บางนา
589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา สินธร 1
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา สินธร 3
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3
ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา ลาดพร้าว
555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2
ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา ประชาชื่น
105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รังสิต
1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ต.คูคต อ.ลำลูกกา
จ.ปทุมธานี

สาขา อับดุลราฮิม
990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12
ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม
เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร

สาขา รัตนาธิเบศร์
576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี

สาขา ศรีราชา
135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท
ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา
จ.ชลบุรี

สาขา ขอนแก่น 1
311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น
จ.ขอนแก่น

สาขา ขอนแก่น 2
เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2
ถ.ศรีจันทร์ใหม่
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

สาขา ขอนแก่น 3
311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

สาขา อุดรธานี
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

สาขา เชียงใหม่ 1
308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 2
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่

สาขาเชียงใหม่ 3
อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1
ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่

สาขา เชียงราย
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย

สาขา แม่สาย
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย

สาขา นครราชสีมา
1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7
สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา
ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

สาขา สมุทรสาคร
813/30 ถ.นรสิงห์
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร

สาขา ภูเก็ต
22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต

สาขา หาดใหญ่ 1
200/221, 200/223
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา หาดใหญ่ 2
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัดย์
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา หาดใหญ่ 3
200/222, 200/224, 200/226
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

สาขา ตรัง
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

สาขา สุราษฎ์ธานี
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี

สาขา ปัตตานี
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **สูงกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **สูงกว่า ตลาด**
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **เท่ากับ ตลาด**
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **ต่ำกว่า ตลาด**

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)