

SISB SISB TB
THAILAND / PROFESSIONAL SERVICE

BUY

UNCHANGED

การเติบโตยังแข็งแกร่งแต่ระยะสั้นมีแรงกดดัน

- การขยายธุรกิจหนุนการเติบโตระยะยาว จากการเปิดสาขาใหม่และการเพิ่มกำลังการผลิตที่อยู่ในแผน
- จำนวนนักเรียนระยะสั้นยังถูกกดดัน จากการแข่งขันที่รุนแรงและอุปสงค์ของอุตสาหกรรมที่ชะลอตัว.
- Valuation น่าสนใจ ภาพรวมกำไรมีเสถียรภาพ คงคำแนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB18.00
CLOSE	THB10.70
UP/DOWNSIDE	+68.2%
PRIOR TP	THB18.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+18.1%

แผนขยายธุรกิจยังจะไปตามเป้า

SISB ยังคงดำเนินการขยายธุรกิจตามแผน โดยส่วนต่อขยายเฟส 3 ของสาขาประชาอุทิศเริ่มเปิดดำเนินการในเดือน ม.ค. 2026 เพิ่มความจุอีก 600 ที่นั่ง ส่งผลให้กำลังการผลิตรวมเพิ่มเป็น 2,775 ที่นั่ง โดยมีอัตราการใช้กำลังการผลิตอยู่ที่ 73.6% ณ สิ้นปี 2025 ขณะที่สาขารังสิตมีกำหนดเปิดดำเนินการในเดือน ส.ค. 2027 รองรับนักเรียน 1,200 คน และคาดว่าจะขึ้นนโยบายค่าเทอมในระดับที่เข้าถึงได้มากขึ้น นอกจากนี้ แผนขยายสาขาสุวรรณภูมิไปสู่ระดับ K-12 จะช่วยสนับสนุนการเติบโตในระยะยาวและเพิ่มการรักษาฐานนักเรียน

จำนวนนักเรียนชะลอตัวจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น

จำนวนนักเรียนรวมในปี 2025 ลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 4,594 คน และคาดว่าจะอ่อนตัวต่อเนื่องใน 1Q26 โดยมีสาเหตุหลักจากภาวะเศรษฐกิจและการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น โดยเฉพาะในย่านประชาอุทิศที่มีโรงเรียนเปิดสอนหลักสูตร 3 ภาษา ทั้งระบบสิงคโปร์และอังกฤษเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลของบริษัทที่พบว่าสาขาประชาอุทิศมีจำนวนนักเรียนลดลงมากกว่าสาขาอื่น บริษัทจึงปรับกลยุทธ์โดยเพิ่มความเข้มข้นด้านการตลาด ทั้งการจัด Open House และ Roadshow ในต่างจังหวัดมากขึ้น

การเติบโตของอุตสาหกรรมชะลอ ขณะที่อุปทานยังเพิ่มขึ้น

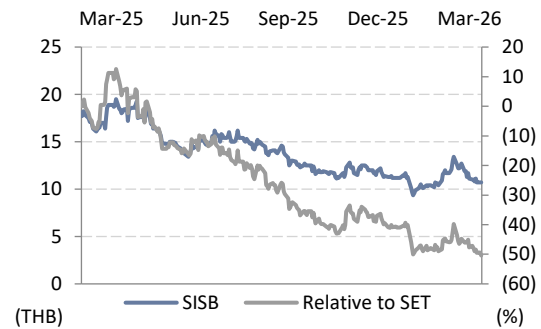
ธุรกิจโรงเรียนนานาชาติในปี 2025 เติบโตชะลอลง โดยจำนวนนักเรียนเพิ่มขึ้น 6.7% y-y ลดลงจาก 10.7% ในปี 2024 ขณะที่จำนวนโรงเรียนใหม่ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนการขยายตัวของอุปทาน ทั้งนี้ คาดว่าการเติบโตของจำนวนนักเรียนในปี 2026 จะชะลอลงเหลือเพียง 1-2% y-y ขณะที่ยังมีโรงเรียนใหม่อยู่ระหว่างการพัฒนาอีกหลายแห่ง

คงประมาณการและราคาเป้าหมาย

เบื้องต้นเรคาดกำไรปกติ 1Q26 ทรงตัวใกล้เคียงไตรมาสก่อน โดยได้รับแรงหนุนจากอัตราค่าเทอมและต้นทุนที่ทรงตัว หากเป็นไปตามคาด กำไรปกติ 1Q26 จะคิดเป็นประมาณ 23% ของประมาณการทั้งปี แม้ว่าผู้บริหารตั้งเป้าการฟื้นตัวของจำนวนนักเรียน แต่ประมาณการของเรายังคง conservative ทั้งนี้ ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ระดับ -2SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 18 บาท (DCF)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	2,514	2,521	2,630	2,825
Net profit	962	951	1,003	1,065
EPS (THB)	1.02	1.01	1.07	1.13
vs Consensus (%)	-	(0.8)	(0.6)	3.1
EBITDA	1,158	1,199	1,252	1,318
Recurring net profit	916	951	1,003	1,065
Core EPS (THB)	0.97	1.01	1.07	1.13
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	3.0	3.8	5.4	6.2
Core P/E (x)	11.0	10.6	10.0	9.4
Dividend yield (%)	4.8	4.7	5.0	5.3
EV/EBITDA (x)	7.4	7.1	6.8	6.4
Price/book (x)	2.5	2.3	2.3	2.3
Net debt/Equity (%)	(38.5)	(35.5)	(36.2)	(38.2)
ROE (%)	25.0	22.7	22.9	24.7



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(10.1)	(7.8)	(40.9)
Relative to country (%)	(8.5)	(19.1)	(51.8)
Mkt cap (USD m)			311
3m avg. daily turnover (USD m)			1.7
Free float (%)			29
Major shareholder		Mr. Yew Hock Koh (33%)	
12m high/low (THB)			19.60/9.35
Issued shares (m)			940.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amorntum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

SISB’s medium- to long-term growth is supported by ongoing capacity expansion, including the Pracha Uthit extension, upcoming Rangsit campus, and K–12 expansion at Suvarnabhumi. However, near-term enrollment remains soft due to economic pressures and intensifying competition, particularly in key catchment areas. Industry growth is also moderating, with slower student growth alongside continued supply expansion.

Management targets a recovery in student numbers, while our forecasts remain conservative. With the stock trading at around -2SD below historical valuation, we view the risk-reward as attractive and maintain a BUY rating with a DCF-based TP of THB18.

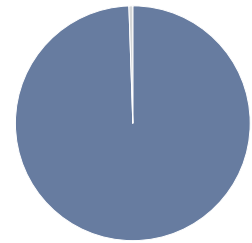
Company profile

The company operates international schools under its own brand. SISB provides the Singapore curriculum, which is ranked highest in the world for mathematics and science. Its unique strength is its trilingual focus that includes English, Chinese, and Thai. Besides the Singapore curriculum, SISB also provides Cambridge IGCSE A and AS Levels, as well as the International Baccalaureate programme.

www.sisb.ac.th

Principal activities (revenue, 2025)

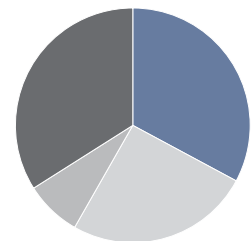
- Tuition fees and service income - 99.5 %
- Education equipment revenue - 0.5 %



Source: SISB

Major shareholders

- Mr. Yew Hock Koh - 32.8 %
- Ms. Wilawan Kaewkanokvijit - 25.4 %
- Mr. Prayong Vanichsuwan - 7.8 %
- Others - 34.0 %



Source: SISB

Catalysts

Key potential catalysts include 1) expansion of campus capacity; 2) tuition fee increases; 3) stronger demand from both Thai and foreign families; 4) new program launches; and 5) High acceptance rates to top global universities.

Risks to our call

Downside risks to our DCF-based TP include 1) intensified competition; 2) less demand from China; 3) staff shortages; and 4) risks from legal requirements and government policies relating to the business of private schools.

Event calendar

Date	Event
9 April 2026	Annual general meeting of shareholders
May 2026	1Q26 earnings announcement

Key assumptions

	2025A	2026E	2027E	2028E
Students, all campus	4,594	4,580	4,780	5,080
New students	(26)	(14)	200	300
Tuition fee (THB/year)	0.59	0.59	0.61	0.63
Fee increased (%)	3.3	0.0	3.0	3.0
Revenue (THB m)	2,514	2,521	2,630	2,825
Student to teacher ratio	8.2	8.3	8.4	8.2
Gross margin (%)	53.1	53.8	54.1	54.3
EBITDA margin (%)	49.5	49.1	49.2	48.1
Core profit margin (%)	36.4	37.7	38.1	37.7

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 100-student change in enrolment, we project SISB’s 2025 net profit to change by 3%, all else being equal.
- For every 1% change in gross margin, we project SISB’s 2025 net profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in SG&A expenses, we project SISB’s 2025 net profit to change by 2%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

การขยายการลงทุนเป็นไปตามแผน

แผนการขยายธุรกิจยังเป็นไปตามเป้าเดิม คือ

- เมื่อวันที่ 5 ม.ค. 2026 SISB ได้เปิดทำการส่วนต่อขยาย (เฟส 3) ของสาขาประชาอุทิศ ใช้เงินลงทุน 265 ล้านบาทจากกระแสเงินสดภายในกิจการ รองรับนักเรียนได้อีก 600 ที่นั่ง ทำให้กำลังการผลิตของสาขาประชาอุทิศเพิ่มขึ้นเป็น 2,775 ที่นั่ง ณ สิ้นปี 2025 SISB มีนักเรียนที่สาขาประชาอุทิศ 1,601 คน คิดเป็นการใช้กำลังการผลิต 73.6% ของกำลังการผลิตก่อนขยาย
- ในปี 2027 SISB สาขารังสิต จะเปิดการเรียนการสอนในเดือน ส.ค. เป็นโรงเรียนแห่งที่ 7 ของ SISB ปัจจุบันยังไม่ได้กำหนดอัตราค่าเทอม แต่คาดว่าจะลดลงจากแบรนด์ SISB ปัจจุบันประมาณกว่า 30% เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ปกครองและเด็กนักเรียนที่ต้องการการศึกษาในระดับนานาชาติในอัตราค่าเทอมที่เข้าถึงได้ง่ายขึ้น SISB สาขารังสิตจะรองรับนักเรียน 1,200 คน ใช้เงินลงทุนประมาณ 400 ล้านบาทจากกระแสเงินสดภายในกิจการเช่นกัน
- บริษัทเตรียมขยาย SISB สาขาสุวรรณภูมิ โดยล่าสุดบริษัทซื้อที่ดิน 23 ไร่ ตั้งอยู่ห่างจากตัวโรงเรียนประมาณ 500 เมตรเพื่อรองรับนักเรียนถึงระดับชั้น K-12 (มัธยมปลาย) ทั้งนี้ สาขาสุวรรณภูมิเปิดสอนตั้งแต่เตรียมอนุบาลถึงชั้น K-6 (ประถม 6) รองรับนักเรียนได้ 510 คน ณ สิ้นปี 2025 มีจำนวนนักเรียน 330 คน คิดเป็นการใช้กำลังการผลิต 64.7% นับตั้งแต่การก่อสร้างถนนหนทางแดง-บางพลีแล้วเสร็จ สภาพการจราจรที่ดีขึ้นทำให้ความต้องการที่อยู่อาศัยและสถานศึกษาในบริเวณนี้ดีขึ้น การขยายโรงเรียนถึงระดับชั้น K-12 เป็นการสร้างความมั่นใจให้ผู้ปกครอง คาดเปิดการสอนหลังจากปี 2027 เป็นต้นไป

Exhibit 1: PU Phase 3 opened on 5 January 2026 (+600 seats)



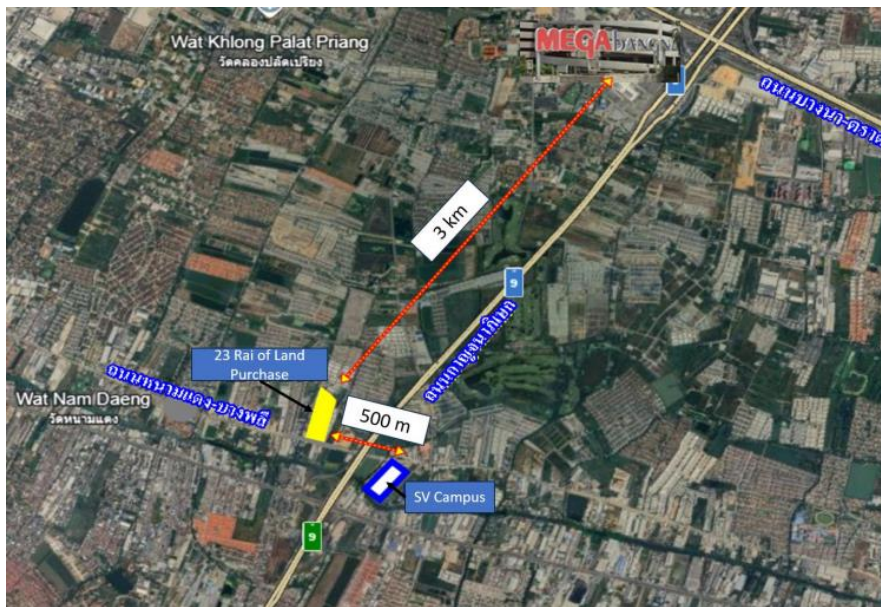
Source: SISB

Exhibit 2: SISB's 7th international school project in Pathum Thani (+1,200 seats)



Source: SISB

Exhibit 3: New land plot of 23 rai for the Suvarnabhumi campus



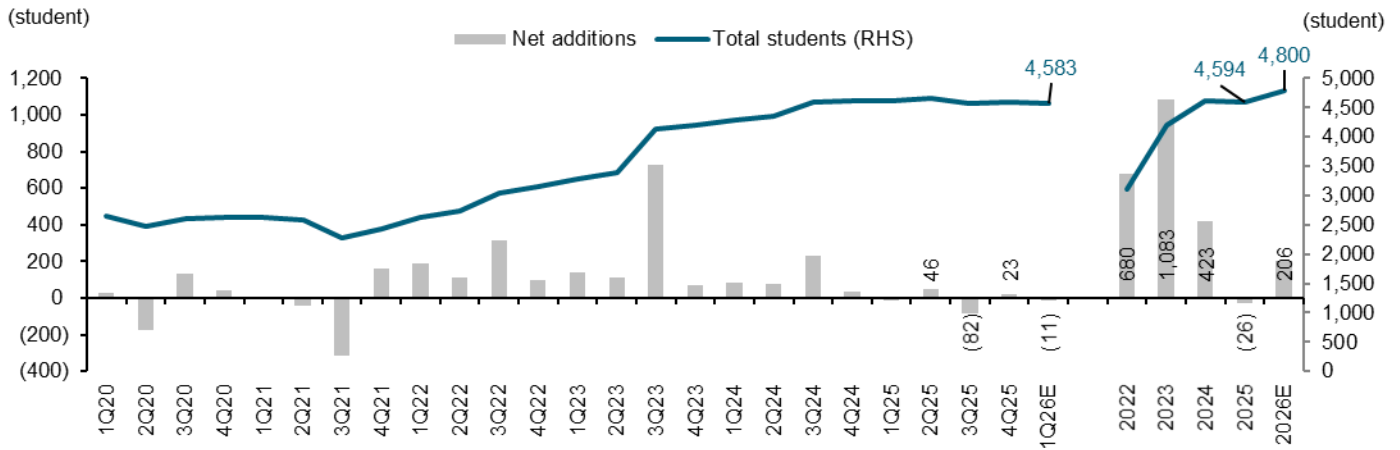
Source: SISB

จำนวนนักเรียนชะลอท่ามกลางการแข่งขันรุนแรงขึ้น

จำนวนนักเรียนทั้งหมดสิ้นปี 2025 อยู่ที่ 4,594 คน ลดลงสุทธิ 26 คนจากปี 2024 ในปัจจุบันยังเห็นการลดลงต่อเนื่องเล็กน้อย เราคาดว่าสิ้น 1Q26 จำนวนนักเรียนทั้งหมดจะอยู่ที่ 4,583 คน ลดลงประมาณ 11 คนจากสิ้นปีก่อน

ภาวะเศรษฐกิจและการแข่งขันยังเป็นเหตุผลหลักของจำนวนนักเรียนที่ลดลง โดยย่านประชาอุทิศเป็นบริเวณที่มีการแข่งขันสูงมากเพราะมีโรงเรียนที่เน้นหลักสูตร 3 ภาษา (อังกฤษ จีน ไทย) ทั้งหลักสูตรสิงคโปร์และอังกฤษ ตอบโจทย์ผู้ปกครองยุคใหม่ อยู่เป็นจำนวนมาก สอดคล้องกับตัวเลขสถิติของ SISB ที่สาขาประชาอุทิศมีนักเรียนลดลงมากกว่าสาขาอื่น บริษัทมีการปรับกลยุทธ์โดยหันมาทำ Marketing promotion มากขึ้น จัด Open House และ Roadshow ในต่างจังหวัดที่ขึ้น

Exhibit 4: Net enrolment and accumulated students



Source: SISB

จำนวนนักเรียนนานาชาติในอุตสาหกรรมชะลอจากจำนวนโรงเรียนที่เพิ่มขึ้น

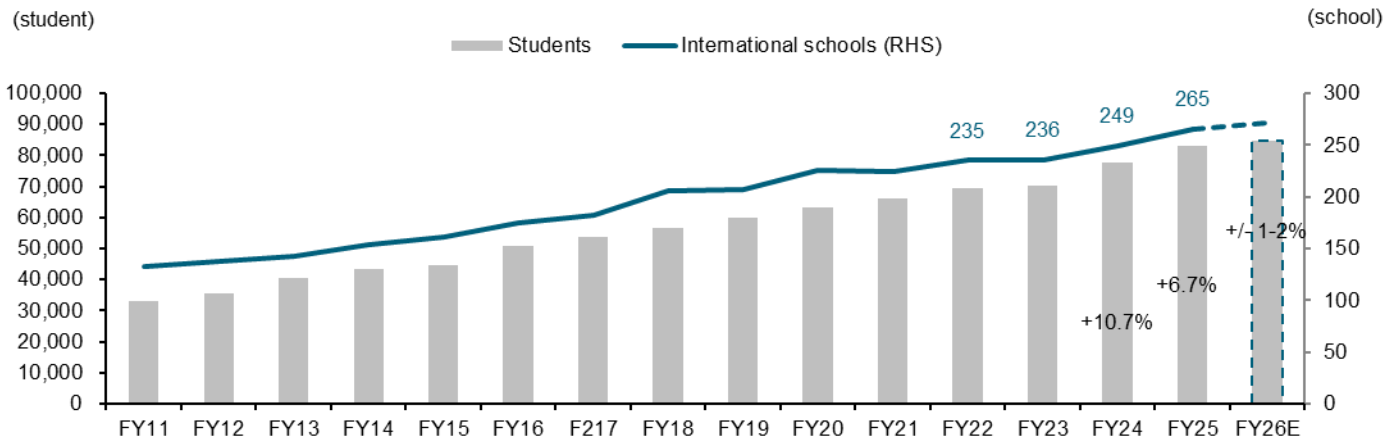
ธุรกิจโรงเรียนนานาชาติในปี 2025 เติบโตชะลอเช่นกัน โดยจำนวนนักเรียนในระบบนานาชาติเพิ่มขึ้น 6.7% y-y เป็น 82,910 คน ชะลอจากปี 2024 ที่เติบโต 10.7% y-y ขณะที่จำนวนโรงเรียนนานาชาติในปี 2025 ยังเปิดใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 265 โรงเรียน เพิ่มขึ้น 16 แห่ง เร่งตัวขึ้นจากปี 2024 ที่มีโรงเรียนนานาชาติเปิดใหม่ 13 แห่ง ในปี 2026

มีการคาดการณ์ว่าจำนวนนักเรียนในระบบนานาชาติจะขยายตัวเพิ่มขึ้นเพียง 1-2% y-y ในขณะที่จำนวนโรงเรียนนานาชาติที่อยู่ระหว่างก่อสร้างในปัจจุบันมีอีก 6-8 แห่ง

อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารตั้งเป้าจำนวนนักเรียนของ SISB สิ้นปี 2026 ที่ 4,800 คน เพิ่มขึ้น 206 คนจากปี 2025 จากกิจกรรมต่างๆ ที่บริษัทจัดมากขึ้น และมีส่วนต่อขยายสำหรับนักเรียนชั้นมัธยมของสาขาวิชาชีพมากขึ้น ขณะที่ Demand ที่สาขานนทบุรีและเชียงใหม่ยังไปได้ดี

ทั้งนี้ อัตราค่าเทอมสำหรับปีการศึกษาหน้า (ส.ค. 2026-ก.ค. 2027) ยังไม่ได้กำหนดว่าจะมีการปรับขึ้นหรือไม่ (ปี 2025/26 ปรับขึ้น 3%) ในประมาณการของเรา ตั้งสมมติฐานไม่มีการปรับค่าเทอมการศึกษาสำหรับปี 2026/27 และคาดการณ์จำนวนนักเรียนสิ้นปีที่ 4,580 คน ซึ่ง conservative กว่าเป้าของบริษัท

Exhibit 5: Student number and international school number in Thailand (end of June)



Sources: Office of the Private Education Commission, MOE, SISB

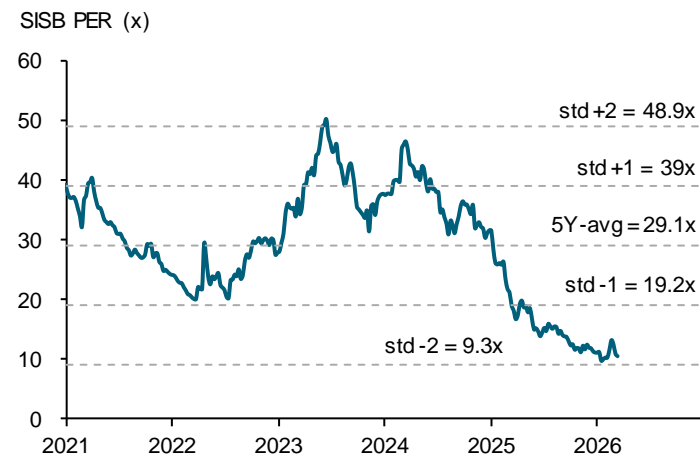
Valuation ถูกอย่างมาก คงคำแนะนำซื้อ

แนวโน้มกำไรปกติใน 1Q26 เราคาดการณ์เบื้องต้นว่าจะใกล้เคียง 4Q26 แม้จำนวนนักเรียนอาจลดลง แต่เป็นจำนวนเพียงเล็กน้อย อัตราค่าเทอมและต้นทุนค่าใช้จ่ายยังคงทรงตัวในไตรมาสนี้เนื่องจากเป็น เทอม 2 ของการศึกษา

หากเป็นไปตามคาด กำไรปกติ 1Q26 จะคิดเป็นประมาณ 23% ของกำไรปกติทั้งปีที่เราคาด เราจึง ยังคงประมาณการและราคาเป้าหมาย 18 บาท (DCF) โดยอยู่บนสมมติฐานไม่มีการปรับขึ้นค่าเทอมใน ปีการศึกษาหน้าซึ่งจะส่งผลกระทบต่อในช่วง 5 เดือนสุดท้ายของปี ค่าเทอมการศึกษาของปี 2025/26 ที่ได้ ปรับขึ้นไปก่อนหน้านี้ยังมีผลในช่วง 7 เดือนแรกของปี เบื้องต้นเชื่อว่าจะสามารถชดเชยผลของ ค่าอาหารและค่าขนส่งที่อาจปรับสูงขึ้นชั่วคราวจากสถานการณ์ในวันออกกลางในปัจจุบันได้

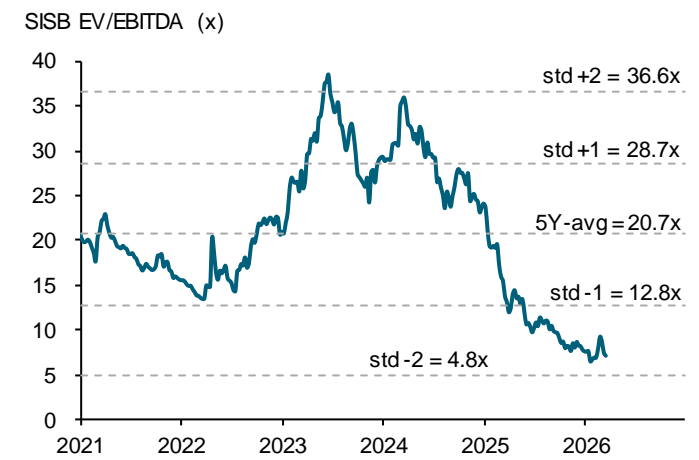
ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายต่ำถึง -2SD ของค่าเฉลี่ย P/E และ EV/EBITDA เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ

Exhibit 6: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 7: One-year rolling forward EV/EBITDA band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

SISB

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	2,353	2,514	2,521	2,630	2,825
Cost of goods sold	(1,078)	(1,179)	(1,163)	(1,208)	(1,290)
Gross profit	1,275	1,335	1,357	1,422	1,535
Other operating income	66	68	71	71	64
Operating costs	(444)	(481)	(476)	(502)	(547)
Operating EBITDA	1,120	1,158	1,199	1,252	1,318
Depreciation	(225)	(236)	(248)	(260)	(266)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	896	922	951	992	1,053
Net financing costs	(30)	(35)	(31)	(30)	(28)
Associates	32	40	39	42	41
Recurring non-operating income	32	40	39	42	41
Non-recurring items	0	46	0	0	0
Profit before tax	899	973	960	1,004	1,066
Tax	(9)	(11)	(9)	(1)	(1)
Profit after tax	890	962	951	1,003	1,065
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	890	962	951	1,003	1,065
Non-recurring items & goodwill (net)	0	(46)	0	0	0
Recurring net profit	890	916	951	1,003	1,065
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.95	0.97	1.01	1.07	1.13
Reported EPS	0.95	1.02	1.01	1.07	1.13
DPS	0.42	0.51	0.51	0.53	0.57
Diluted shares (used to calculate per share data)	940	940	940	940	940
Growth					
Revenue (%)	24.5	6.8	0.3	4.3	7.4
Operating EBITDA (%)	31.6	3.4	3.5	4.4	5.3
Operating EBIT (%)	35.6	2.9	3.2	4.2	6.2
Recurring EPS (%)	36.1	3.0	3.8	5.4	6.2
Reported EPS (%)	36.1	8.1	(1.1)	5.4	6.2
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	54.2	53.1	53.8	54.1	54.3
Gross margin exc. depreciation (%)	63.7	62.5	63.7	64.0	63.7
Operating EBITDA margin (%)	47.6	46.1	47.6	47.6	46.7
Operating EBIT margin (%)	38.1	36.7	37.7	37.7	37.3
Net margin (%)	37.8	36.4	37.7	38.1	37.7
Effective tax rate (%)	1.0	1.1	0.9	0.1	0.1
Dividend payout on recurring profit (%)	44.4	52.3	50.0	50.0	50.0
Interest cover (X)	31.0	27.7	32.1	34.4	39.0
Inventory days	6.9	6.2	6.8	7.5	7.3
Debtor days	20.3	19.3	19.6	20.3	20.5
Creditor days	28.5	35.4	47.3	46.3	42.6
Operating ROIC (%)	41.7	40.6	37.9	37.4	41.1
ROIC (%)	35.2	34.3	32.4	32.2	34.9
ROE (%)	28.8	25.0	22.7	22.9	24.7
ROA (%)	18.2	16.3	15.5	16.1	17.1
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Tuition fees and service income	2,339	2,500	2,505	2,614	2,808
Education equipment revenue	13	13	16	16	17

Sources: SISB; FSSIA estimates

Financial Statements

SISB

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Recurring net profit	890	916	951	1,003	1,065
Depreciation	225	236	248	260	266
Associates & minorities	(32)	(40)	(39)	(42)	(41)
Other non-cash items	13	43	(227)	(525)	(496)
Change in working capital	133	33	(470)	25	24
Cash flow from operations	1,228	1,188	463	721	817
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(1,207)	(1,463)	(309)	(300)	(300)
Net acquisitions & disposals	20	1,180	0	0	0
Other investments (net)	18	69	0	58	63
Cash flow from investing	(1,169)	(214)	(309)	(242)	(237)
Dividends paid	(291)	(395)	(476)	(501)	(533)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(40)	(42)	(75)	(30)	(14)
Other financing cash flows	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(331)	(437)	(550)	(531)	(547)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	735	0	366	0	0
Net other adjustments	735	(22)	366	0	0
Movement in cash	463	515	(30)	(53)	34
Free cash flow to firm (FCFF)	88.87	1,008.99	184.57	508.56	608.76
Free cash flow to equity (FCFE)	754.04	910.25	445.48	448.68	566.72

Per share (THB)

FCFF per share	0.09	1.07	0.20	0.54	0.65
FCFE per share	0.80	0.97	0.47	0.48	0.60
Recurring cash flow per share	1.16	1.23	0.99	0.74	0.84

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tangible fixed assets (gross)	4,386	4,763	4,813	5,013	5,213
Less: Accumulated depreciation	(1,175)	(1,380)	(1,132)	(1,393)	(1,658)
Tangible fixed assets (net)	3,211	3,383	3,681	3,621	3,555
Intangible fixed assets (net)	410	420	445	454	462
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	73	70	60	60	60
Cash & equivalents	1,576	2,091	2,061	2,008	2,042
A/C receivable	134	131	140	153	165
Inventories	17	15	19	20	21
Other current assets	17	22	18	18	19
Current assets	1,744	2,260	2,238	2,200	2,247
Other assets	49	32	51	54	56
Total assets	5,488	6,165	6,475	6,388	6,380
Common equity	3,382	3,949	4,434	4,336	4,306
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	3,382	3,949	4,434	4,336	4,306
Long term debt	531	556	469	422	380
Other long-term liabilities	388	377	390	407	435
Long-term liabilities	919	933	858	828	814
A/C payable	66	116	121	119	120
Short term debt	15	16	17	17	18
Other current liabilities	1,106	1,153	1,045	1,087	1,121
Current liabilities	1,187	1,285	1,183	1,224	1,259
Total liabilities and shareholders' equity	5,488	6,166	6,475	6,388	6,380
Net working capital	(1,003)	(1,100)	(989)	(1,015)	(1,037)
Invested capital	2,740	2,805	3,248	3,173	3,097

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

Per share (THB)

Book value per share	3.60	4.20	4.72	4.61	4.58
Tangible book value per share	3.16	3.75	4.24	4.13	4.09

Financial strength

Net debt/equity (%)	(30.4)	(38.5)	(35.5)	(36.2)	(38.2)
Net debt/total assets (%)	(18.8)	(24.7)	(24.3)	(24.6)	(25.8)
Current ratio (x)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.8
CF interest cover (x)	66.5	69.2	25.5	25.9	31.9

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Recurring P/E (x) *	11.3	11.0	10.6	10.0	9.4
Recurring P/E @ target price (x) *	19.0	18.5	17.8	16.9	15.9
Reported P/E (x)	11.3	10.5	10.6	10.0	9.4
Dividend yield (%)	3.9	4.8	4.7	5.0	5.3
Price/book (x)	3.0	2.5	2.3	2.3	2.3
Price/tangible book (x)	3.4	2.9	2.5	2.6	2.6
EV/EBITDA (x) **	8.1	7.4	7.1	6.8	6.4
EV/EBITDA @ target price (x) **	14.2	13.3	12.8	12.3	11.6
EV/invested capital (x)	3.3	3.0	2.6	2.7	2.7

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: SISB; FSSIA estimates

SISB PCL (SISB TB)

FSSIA ESG rating

30.17 /100
Exhibit 8: FSSIA ESG score implication

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★☆	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★☆☆	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★☆☆*	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★☆☆☆☆	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 9: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	----- Domestic ratings -----						----- Global ratings -----					--- Bloomberg ---		
		DJSI	SET	ESG Rating	SET CG score	ESG CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
SISB	30.17	--	--	--	3.00	4.00	--	Low	--	--	--	49.93	--	--	38.59

Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation
Exhibit 10: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
ESG financial materiality scores - ESG score	1.84	1.86	2.73	—
BESG environmental pillar score	2.17	1.93	1.67	—
BESG social pillar score	0.54	0.54	1.83	—
BESG governance pillar score	4.77	4.93	4.97	—
ESG disclosure score	29.92	35.74	36.90	38.93
Environmental disclosure score	6.64	16.61	18.27	20.33
Social disclosure score	19.26	26.78	28.60	27.06
Governance disclosure score	63.73	63.73	63.73	69.30
Environmental				
Emissions reduction initiatives	No	No	No	Yes
Climate change policy	No	No	Yes	Yes
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	No	No	No	No
GHG scope 1	0	0	0	0
GHG scope 2 location-based	2	2	4	4
GHG Scope 3	—	—	—	—
Carbon per unit of production	—	—	—	—
Biodiversity policy	No	No	No	No
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	—	6	8	9
Renewable energy use	—	—	—	0
Electricity used	—	5	7	9
Fuel used - natural gas	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 11: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No
Waste reduction policy	No	No	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—
Total waste	—	—	—	—
Waste recycled	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—
Environmental supply chain management	No	No	No	No
Water policy	No	No	Yes	Yes
Water consumption	40	56	88	98
Social				
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	No	No	No	Yes
Quality assurance and recall policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	No	No	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No
Pct women in workforce	—	69	70	68
Pct disabled in workforce	—	0	0	0
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	—	0	0	0
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of employees – CSR	720	799	1,049	1,186
Employee turnover pct	8	13	13	—
Total hours spent by firm - employee training	12,960	14,382	18,882	22,534
Social supply chain management	No	No	Yes	Yes
Governance				
Board size	7	7	7	7
No. of independent directors (ID)	4	4	4	4
No. of women on board	2	2	2	2
No. of non-executive directors on board	6	6	6	5
Company conducts board evaluations	No	No	No	Yes
No. of board meetings for the year	7	6	9	8
Board meeting attendance pct	100	95	98	100
Board duration (years)	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No
Age of the youngest director	—	—	—	58
Age of the oldest director	—	—	—	75
No. of executives / company managers	7	7	7	4
No. of female executives	5	5	5	3
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3
Audit committee meetings	4	5	4	4
Audit meeting attendance %	92	93	100	100
Size of compensation committee	4	4	3	3
No. of ID on compensation committee	3	3	3	3
No. of compensation committee meetings	—	—	—	—
Compensation meeting attendance %	—	—	—	—
Size of nomination committee	4	4	3	3
No. of nomination committee meetings	—	—	—	—
Nomination meeting attendance %	—	—	—	—
Sustainability governance				
Verification type	No	No	No	No

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for SETESG inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="3">Leader:</td> <td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) "**SETESG**". The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

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

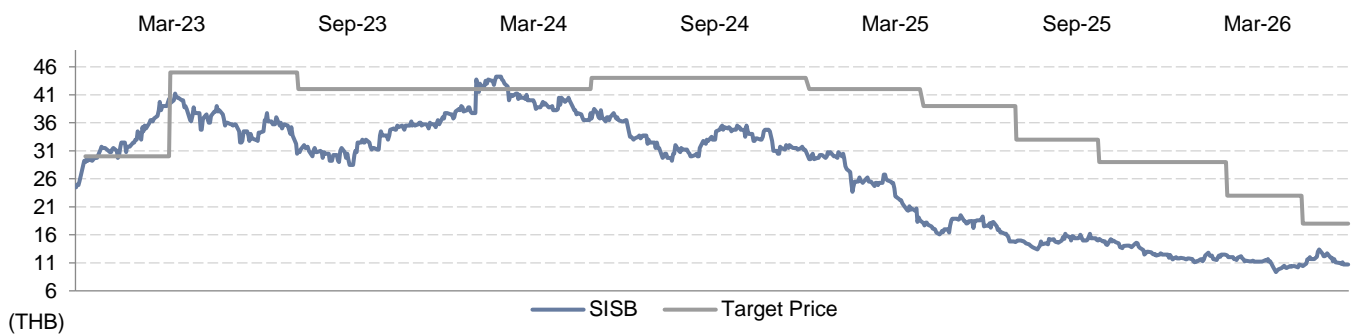
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

SISB (SISB TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
27-Mar-2023	BUY	30.00	04-Jun-2024	BUY	44.00	14-Aug-2025	BUY	29.00
08-Jun-2023	BUY	45.00	06-Dec-2024	BUY	42.00	02-Dec-2025	BUY	23.00
26-Sep-2023	BUY	42.00	14-Mar-2025	BUY	39.00	05-Feb-2026	BUY	18.00
25-Mar-2024	HOLD	42.00	04-Jun-2025	BUY	33.00			

Jitra Amornthum started covering this stock from 27-Mar-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
SISB	SISB TB	THB 10.70	BUY	Downside risks to our DCF-based TP include 1) intensified competition; 2) less demand from China; 3) staff shortages; and 4) risks from legal requirements and government policies relating to the business of private schools.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 17-Mar-2026 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.