

21 September 2023

Company Note

Rating

HOLD

(Downgraded from Buy)

Company

เอสไอเอสบี

Bloomberg
SISB TB

SET
SISB

Exchange
SET

Sector
Professional Services

นักเรียนใหม่มาตามคาดพร้อมค่าใช้จ่ายที่เพิ่ม

12mth price target (THB)	39.50
	(from 46.25)
Current price (21/09/2023)	35.25
Upside/Downside	12.06%
CG rating	3
ESG rating	n.a.
Thai CAC	n.a.

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	940
Market capitalization:	(THB bn)	33.1
	(USDbn)	0.9
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	80
	(USDm)	2
Foreign Limit/Actual	(%)	49/34
Free Float:	(%)	28
NVDR:	(%)	4

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
SISB	6.8	-9.0	114.9
SET	-0.8	-0.5	-7.3

Major Shareholders

	%
Mr. Yew Hock Koh	32.84
Wilawan Kaewkanokvijit	25.41
Prayong Wanitsuwan	7.77

Source: SET

Anchalín Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

นักเรียนใหม่เพิ่มขึ้นพร้อมสาขาใหม่ตามคาด แต่ค่าใช้จ่ายที่มากกว่าที่คาดไว้ เราปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” จากแนวโน้มกำไร 3Q23F จะต่ำกว่าที่คาดไว้เดิม จากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดไว้ในกาเปิดสาขาใหม่ นนทบุรี และระยอง ในขณะที่จำนวนนักเรียนรวมเพิ่มขึ้นเป็นไปตามที่คาดไว้ เราคาดผลประกอบการ 4Q23F จะเริ่มดีขึ้นจากการรับรู้รายได้เต็มไตรมาส เราปรับประมาณการลงจากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดไว้ แต่ผลประกอบการทั้งปี 2023-24F คาดยังเติบโต 69% YoY และ 31% YoY ตามลำดับ

แนวโน้มกำไร 3Q23F คาดลดลง QoQ จากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น แต่กำไรยังเติบโต YoY

เราคาดกำไรเบื้องต้นของ 3Q23F จะอยู่ที่ราว 139 ล้านบาท เติบโตแรง 40%YoY แต่ลดลง 10% QoQ โดยคาดรายได้จะเพิ่มขึ้นตามจำนวนนักเรียนที่เพิ่มขึ้นใน 3Q23F จำนวน 700 คน มาอยู่ที่ประมาณ 4,100 คน เพิ่มขึ้นจากสาขาเดิม 4 สาขา และสาขาใหม่ 2 สาขา คือ นนทบุรี จำนวน 265 คน และระยอง 99 คน โดยรายได้นักเรียนใหม่จะรับรู้ตั้งแต่เดือน ส.ค. ของปีการศึกษาใหม่ สำหรับต้นทุนค่าใช้จ่ายเพิ่มมากกว่าที่คาดไว้ เนื่องจากการตัดค่าเสื่อมของสาขาใหม่มากกว่าที่คาดไว้จากต้นทุนการก่อสร้างใหม่ เพอร์ซิเจอร์ และอุปกรณ์กีฬา จากเดิมคาด 4 ล้านบาท/เดือน เป็น 5 ล้านบาท/เดือน และอัตราส่วนจำนวนนักเรียนต่อครูสาขานนทบุรีและระยองต่ำกว่าที่คาดไว้อยู่ที่ 6:1 และ 4:1 จากที่เราคาดไว้ที่ 9:1 เนื่องจากการเปลี่ยนกลยุทธ์เปิดชั้นเรียนถึงระดับมัธยมจากเดิมสาขาใหม่จะเริ่มถึงชั้นปทุมส่งผลให้ต้องรับจำนวนครูมากกว่าที่คาดไว้ในขณะที่จำนวนนักเรียนระดับมัธยมยังต่ำ

ปรับประมาณการลงสะท้อนค่าใช้จ่ายที่มากกว่าคาด คาดกำไรยังเติบโต 41% (CAGR3Y)

เราคาดกำไรสุทธิ 9M23F จะอยู่ที่ 71% ของกำไรทั้งปี และคาดแนวโน้มกำไร 4Q23F จะดีขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้เต็มไตรมาส เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2023-24F ลดลงจากคาดเดิม 18% และ 29% ตามลำดับ มาอยู่ที่กำไรสุทธิ 624 ล้านบาท (+69%YoY) และ 815 ล้านบาท (+31%YoY) จากการปรับต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นของค่าเสื่อมและค่าบุคลากรครูเป็นหลัก โดยคาดค่าเสื่อมสาขาใหม่ที่เพิ่มขึ้น 59 ล้านบาท/ปี จากเดิม 48 ล้านบาท/ปี และอัตราส่วนนักเรียนต่อบุคลากรครูอยู่ที่ 8:1 จากเดิม 9:1 สำหรับรายได้คาดเพิ่มขึ้นตามจำนวนนักเรียนที่เพิ่มขึ้นจากปัจจัยบวกคือ 1) ผู้ปกครองปัจจุบันที่ใส่ใจต่อการศึกษาให้บุตรเรียนหลักสูตรภาษาอังกฤษอินเตอร์มากขึ้น 2) นโยบายของประเทศไทยที่ลดความสำคัญของภาษาอังกฤษส่งผลมาเรียนต่อประเทศไทยมากขึ้น ค่าเทอมปี 2023F คาดเพิ่มขึ้น 25% จากปีที่ผ่านมาฐานต่ำจากการเรียน hybrid และโครงสร้างนักเรียนในระดับปทุมและมัธยมที่เพิ่มขึ้นที่มีค่าเทอมสูงกว่า และปีถัดไปคาดเพิ่มขึ้น 7% จากการขึ้นระดับชั้นทุก 2 ปี คาดจำนวนนักเรียนปี 2023-24F เพิ่มขึ้น 986 คน และ 420 คน ตามลำดับ จากสาขาเดิม 4 สาขาและการเปิดใหม่ 2 สาขา ที่นนทบุรี และระยอง

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” ราคาเป้าหมายใหม่อยู่ที่ 39.50 บาท

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” จากการปรับประมาณการใหม่ราคาเป้าหมาย 39.50 บาท มี upside จำกัด คาดผลประกอบการปีนี้เติบโตและการเปิดสาขาใหม่นนทบุรีและระยอง และแผนขยายสาขาเดิมรองรับนักเรียนมัธยมเพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF (WACC 8%, T-growth 1%) ราคาเป้าหมายเทียบเท่า PEG 1.1X (คาด eps growth 41% (CAGR3Y), บริษัทมีฐานะการเงินแข็งแกร่งเป็นเงินสดสุทธิ (net cash) ความเสี่ยง : 1) การแข่งขันของโรงเรียนนานาชาติ 2) การขาดแคลนบุคลากร

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	1,071	1,340	1,870	2,423	2,829
EBITDA (THBm)	386	556	838	1,084	1,306
Net profit (THBm)	209	369	624	815	1,028
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	(18.04)	(29.41)	(27.46)
EPS (THB)	0.22	0.39	0.66	0.87	1.09
EPS (% YoY)	29.9	76.9	68.9	30.6	26.2
EPS vs Cons (%)	nm	nm	(11.3)	(12.3)	(18.1)
PER (X)	43.0	34.7	53.1	40.7	32.2
Yield (%)	0.3	0.5	0.8	1.0	1.3
P/BV (X)	16.4	14.5	12.0	10.0	8.2
EV/EBITDA (X)	22.9	22.6	39.5	30.0	24.4

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. คัดกำไรสุทธิ 3Q23F เติบโต YoY แต่ลดลง QoQ

Bt,m	3Q23F	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	9M23F	9M22	YoY	2023F	2022	YoY
Sale revenue	471	348	35%	431	9%	1,338	943	42%	1,870	1,340	40%
Cost of sales and services	231	172	35%	182	27%	602	471	28%	871	653	33%
S&A Expenses	100	72	39%	92	8%	279	217	29%	373	301	24%
EBITDA	193	150	29%	202	-5%	600	380	58%	838	556	51%
EBIT	142	105	35%	158	-10%	461	258	79%	634	390	62%
Interest expense	7	6	n.a.	7	0%	19	19	2%	27	25	n.a.
Net Profit before Tax	139	100	39%	156	-11%	454	241	88%	627	370	69%
Net Profit before M.I.	139	99	40%	155	-10%	454	241	88%	624	369	69%
Net Profit Bef Extra	139	99	40%	155	-10%	454	241	88%	624	369	69%
Other Gain (Loss)	0	0	0%	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
Net Profit	139	99	40%	155	-10%	454	241	88%	624	369	69%
EPS (Bt)	0.15	0.11	40%	0.17	-10%	0.48	0.26	88%	0.66	0.39	69%
Gross margin	50.9%	50.6%		57.8%		55.0%	50.1%		53.4%	51.2%	
SG&A to sale	21.2%	20.7%		21.4%		20.9%	23.0%		20.0%	22.5%	
Net margin	29.6%	28.6%		36.0%		33.9%	25.5%		33.3%	27.6%	

Source: TISCO Research

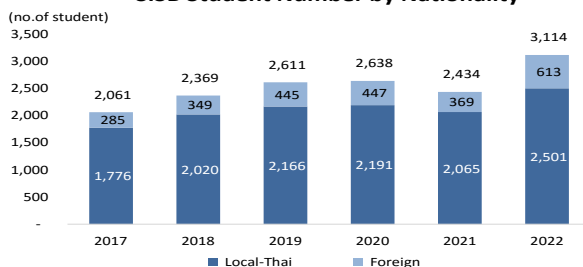
Figure 2. ปรับประมาณการลงสะท้อนค่าใช้จ่ายที่มากกว่าที่คาดไว้

(m,Bt)	2020	2021	2022	2023F			2024F		
				Revised	Previous	% Chg	Revised	Previous	% Chg
Revenue	1,077	1,071	1,340	1,870	1,875	0%	2,423	2,441	-1%
% growth	-5%	0%	25%	40%	40%		30%	30%	
Cost of Good Sold	601	558	653	871	762	14%	1,139	876	30%
SG&A	291	283	301	373	350	7%	467	409	14%
Operating Profit	185	234	390	634	770	-18%	825	1,164	-29%
Interest Expense	26	26	25	27	26	5%	27	26	5%
Net profit	161	209	369	624	761	-18%	815	1,153	-29%
% growth	-27%	30%	77%	69%	106%		31%	52%	
GP margin	44.2%	47.9%	51.2%	53.4%	59.4%		53.0%	64.1%	
SG&A to sale	27.0%	26.4%	22.5%	20.0%	18.7%		19.3%	16.8%	
Net profit margin	14.9%	19.5%	27.6%	33.3%	40.6%		33.6%	47.2%	
No. of Students	2,638	2,434	3,114	4,100	4,064	1%	4,520	4,504	0%
+/- students	27	-204	680	986	950		420	440	
Tuition fee (m,Bt)	399,000	442,000	437,000	546,000	546,000		584,000	584,000	
% growth	-10%	7%	-1%	25%	25%		7%	7%	

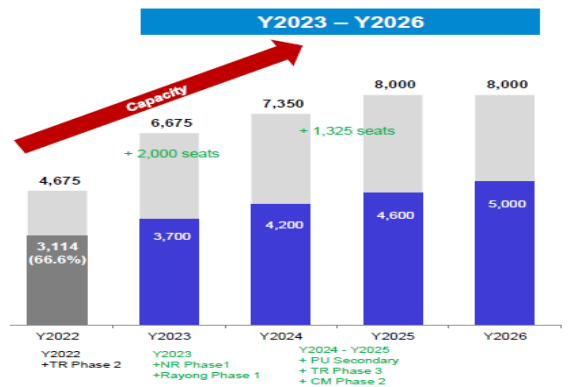
Source: TISCO Research

Figure 3. โครงสร้างนักเรียนของ SISB และเป้าหมายการขยายสาขาและจำนวนนักเรียน

SISB Student Number by Nationality



Source: SISB



Source: SISB